

证券研究报告

2025年1月24日

行业报告：行业投资策略

机械设备

# 天风机械行业年度策略报告

作者：

分析师 朱晔 SAC执业证书编号：S1110522080001



天风证券  
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 年度策略核心观点要点

- **内需：我们认为排序为新基建大于顺周期，核心方向为工程机械、煤化工等。**①工程机械方面，鉴于国内处于2025-2026年财政+货币扩张期，根据历史及日本经验，我们预计扩张期基建需求持续扩张，由此认为2025年挖机内需或有不错表现。核心看好/建议关注：浙江鼎力、徐工机械、山推股份、恒立液压、三一重工、柳工、中联重科。②新疆煤化工为2025年内需投资的重要拉动方向之一。标的推荐/建议关注：中泰股份、航天工程（与建筑建材团队联合覆盖）、川仪股份等。
- **船舶：供需缺口仍存，关注25Q1多重催化进攻机会（重组+业绩+船价）。**船价有望震荡上行，同时钢价或持续下探，利润空间有望释放。标的推荐/建议关注：中国船舶、中国动力、中船防务、松发股份、亚星锚链。
- **外需：整体来看，出口2025年面对的宏观及政治环境预计逊于2024年，但我们认为仍存在结构性机会，以海外产能布局完善的个股及亚非拉品种为主。**标的推荐/建议关注：巨星科技、耐普矿机、隆鑫通用、杰瑞股份等。①宏观角度来说，我国2024年的设备出口面对的外部环境有利，海外在家电、服装、手工具、电动工具等多个领域存在积极补库现象。②政治环境角度来说，2025M1特朗普上台，关税条件面对较大不确定性。我们在海外标的的选择中以亚非拉市占率低、市场空间大的品种为主，矿机、摩托车等更占优。
- **主题&成长：核心方向来看我们以机器人、低空、风电、3C及半导体为主。**①机器人：机器人作为AI在机械板块的主要映射，充分受益于AI算力芯片升级。链主方面，特斯拉、华为、英伟达产业链共振，标的推荐/建议关注：三花智控（家电团队覆盖）、北特科技、赛力斯、雷赛智能（与电新团队联合覆盖）、豪能股份、伟创电气（与电新团队联合覆盖）等。②风电：新能源仍为重要技术迭代方向，但设备角度来说，2025年具备增长预期的以风电方向为主，建议关注具备涨价预期的叶片、铸锻件等，标的推荐/建议关注：时代新材（建筑建材团队与电新团队联合覆盖）、广大特材、大金重工（电新团队覆盖）、中际联合等；③3C及半导体：2025-2026年看点为AI手机、折叠屏手机、AI眼镜等；半导体2025年行业贝塔环境虽预计逊于2024年，国产替代仍为核心看点。标的推荐/建议关注：博众精工、快克智能、赛腾股份、燕麦科技、北方华创、中科飞测、华峰测控等。

**风险提示：基建需求不及预期；工程机械出海不及预期；船舶替换不及预期；海外关税上涨风险；机器人产业化不及预期；3C销量不及预期**

1

内需：工程机械+新疆煤化工  
+工业气体+电梯

# 1.1 工程机械

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

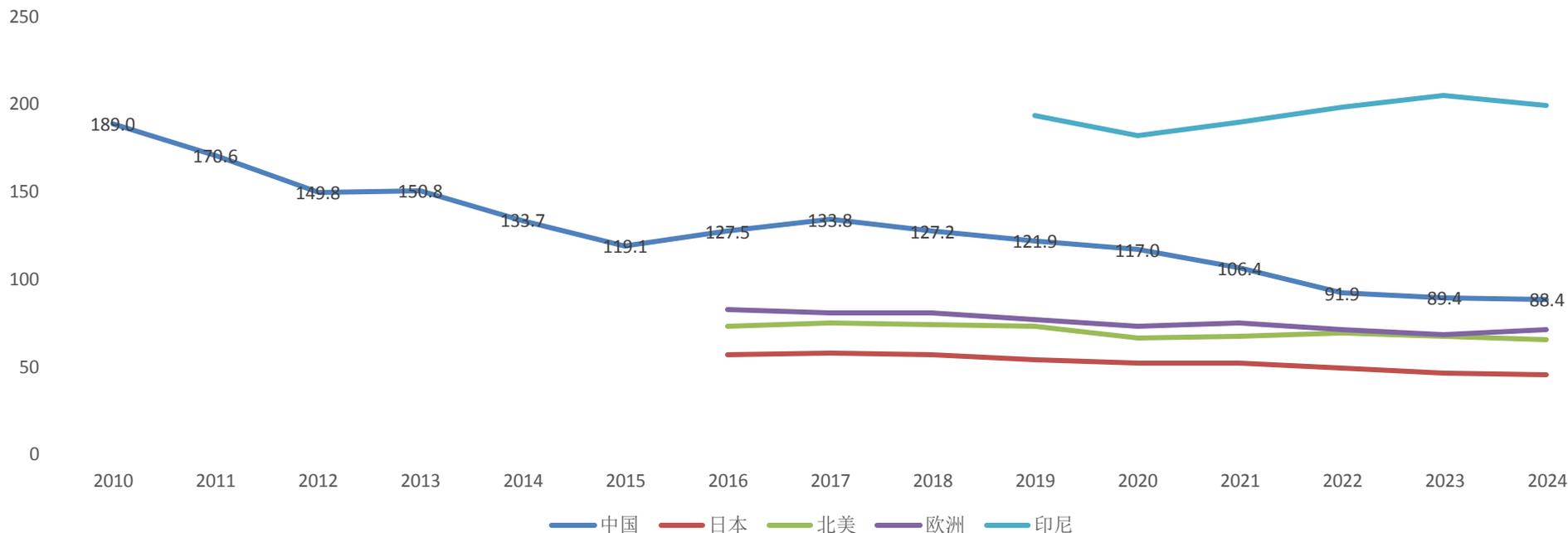
# 1.1.1 工程机械国内市场复盘及前 瞻分析

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

### 1.1.1.1 本年度挖机整体表现回顾

□ 从年度角度来说月均开工小时数从2023年的89小时略降至2024年的88.4小时，我国开工小时数仍高于发达国家。

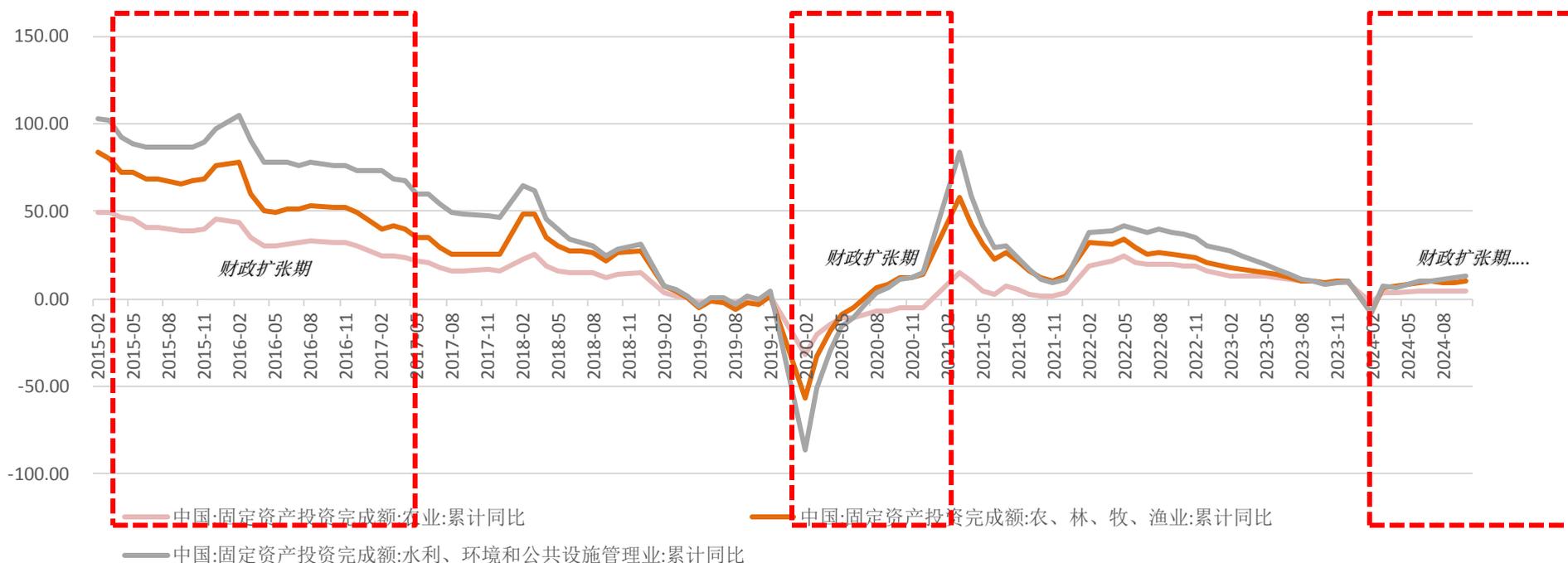
图：我国小松挖掘机月均开工小时数持续下降，但仍高于发达国家（单位：小时）



## 1.1.1.2 本年度超预期原因：基建及采矿需求的显著改善

- 财政扩张期我们看到农林、市政、水利等基建领域基本上处于增速较快或者加速区间；
- 以农林、水利、市政为主的公共投资领域为财政政策发力的主要方向，因而，我们预计2025-2026年的财政政策扩张期内的该类基建需求或较为乐观。

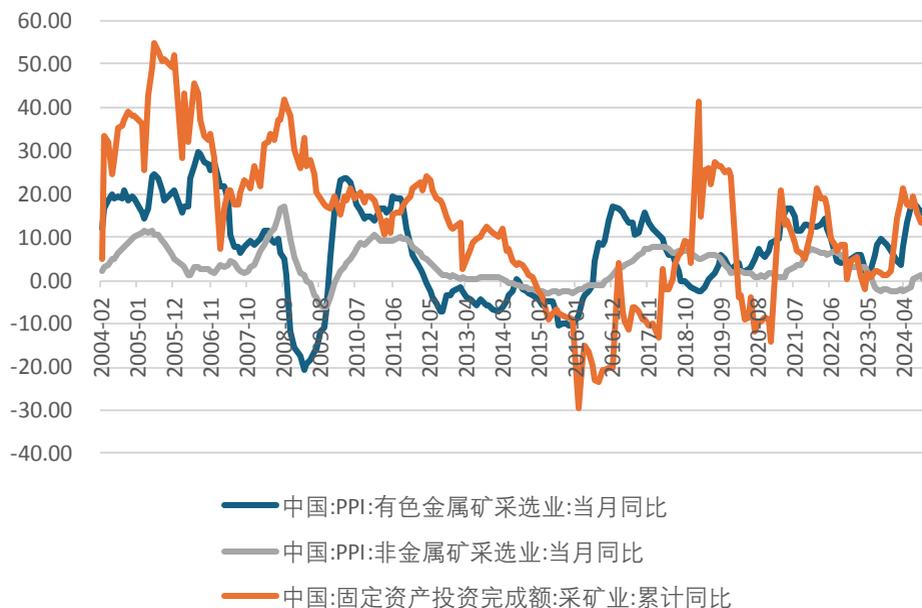
图：农林、市政公共设施、水利投资在财政扩张期有所加速（单位：%）



## 1.1.1.2 本年度超预期原因推测：基建及采矿需求的显著改善

- 采矿业景气度与有色金属PPI呈现较为显著的正相关；而有色金属PPI与铜价、铝价尤其是铜价的相关性非常高；
- 据此我们推测，本年度采矿资本开支较好或主要受益于外部较好的资源品价格表现。

图：采矿业资本开支景气度与有色金属采矿业PPI呈现较为明显的正相关（单位：%）



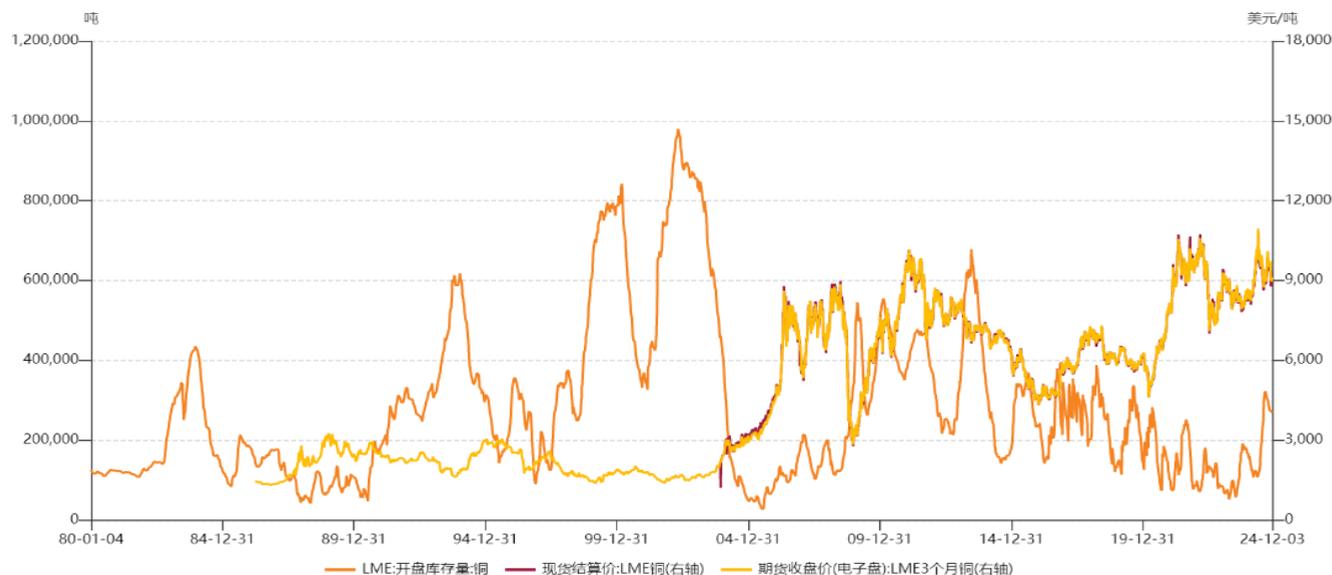
图：我国有色金属采矿业PPI与铜价整体呈现正相关



## 1.1.1.2 本年度超预期原因：基建及采矿需求的显著改善

- 铜整体库存水平不高，且供需格局相对紧张，我们预计**2025年铜价仍有一定支撑**。
- 从品位角度来看，长期来看，铜品位呈现衰减，这就意味着即便铜量增长可能是个位数，但是对于原矿的开采需求增速更高；
- 因而我们预计**2025年挖机在采矿行业或会有不错的正增长表现**。

图：铜价整体与铜库存呈现反比，当前铜库存相对略高



## 1.1.1.2 本年度超预期原因：基建及采矿需求的显著改善

□ 对比前两轮财政扩张区间中公路固定资产投资及铁路运输固定资产投资，我们预计二者在2025-2026年投资或较为平淡。

图：公路固定资产投资完成额累计同比增速



图：铁路固定资产投资完成额累计同比增速（单位：%）



# 1.1.2 工程机械海外市场复盘及前 瞻分析

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

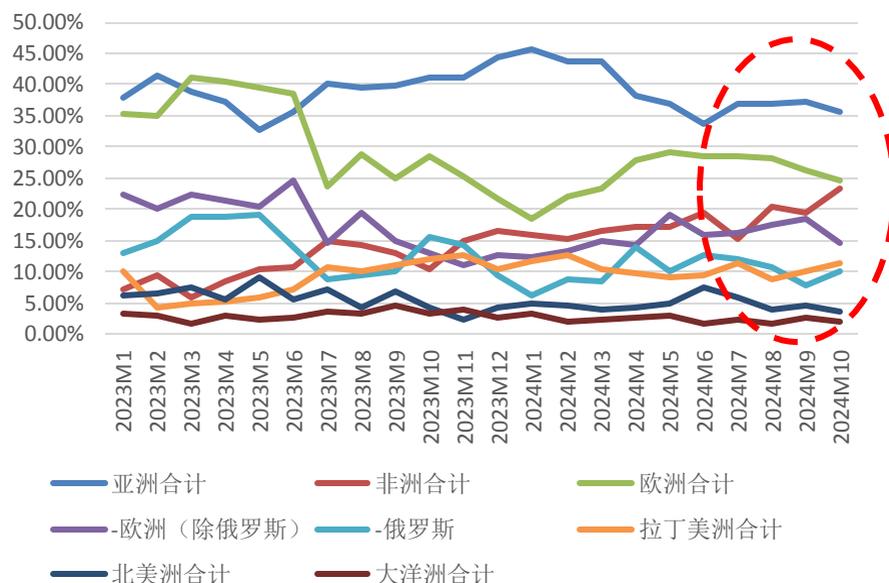
## 1.1.2.1 本年度出口超预期在哪些产品及区域?

□ 远东、北美、西欧为挖机主要销售地区，但在非洲、近东及南美地区国产挖机占比提升。

表：分区域挖机出口金额变化

	2024M1	2024M2	2024M3	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2024M10
亚洲合计	-9.06%	-7.33%	-6.91%	-12.11%	3.06%	-8.01%	3.99%	-1.79%	6.12%	10.71%
非洲合计	67.79%	42.99%	135.16%	73.57%	52.25%	75.62%	14.67%	50.74%	71.22%	186.44%
欧洲合计	-60.41%	-44.63%	-52.77%	-40.54%	-32.64%	-28.16%	35.95%	1.90%	18.69%	10.85%
-欧洲（除俄罗斯）	-58.34%	-41.04%	-45.08%	-43.35%	-15.43%	-36.85%	25.06%	-6.22%	40.56%	43.59%
-俄罗斯	-64.03%	-49.43%	-61.94%	-37.36%	-51.20%	-12.90%	54.19%	18.95%	-13.48%	-16.55%
拉丁美洲合计	-12.61%	156.92%	72.14%	63.82%	44.14%	27.53%	20.09%	-8.57%	3.31%	19.86%
北美洲合计	-39.91%	-40.51%	-55.51%	-36.19%	-51.87%	27.40%	-9.17%	-6.96%	-21.24%	4.52%
大洋洲合计	-29.92%	-39.86%	11.18%	-25.04%	7.94%	-30.75%	-26.17%	-41.24%	-39.76%	-24.06%
总出口金额	-24.65%	-11.71%	-16.90%	-14.11%	-8.53%	-2.86%	12.74%	4.61%	13.35%	28.80%

表：出口地区中占比超过10%的为亚洲、欧洲、非洲、俄罗斯、南美

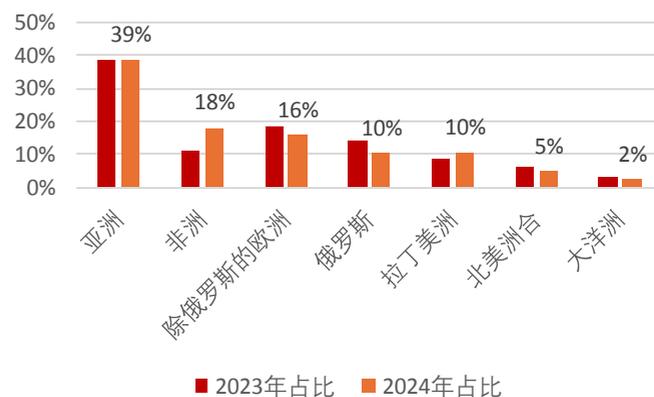


## 1.1.2.1 本年度出口超预期在哪些产品及区域?

表：分区域挖机金额1-10月累计增速（单位：百万元）

	23M1-12	23M1-12同比	24M1-10	24M1-10同比	24M10	24M10同比	24M10环比
亚洲合计	226.4	-3.9%	186.0	-2.7%	18.5	10.7%	6.1%
非洲合计	63.7	30.6%	87.1	71.5%	12.1	186.4%	34.1%
欧洲合计	191.5	15.7%	124.8	-27.5%	12.8	10.8%	4.3%
-欧洲(除***国家)	108.7	-4.6%	75.9	-23.3%	7.6	43.6%	-12.7%
-***国家	82.8	60.5%	48.9	-33.2%	5.3	-16.6%	44.8%
拉丁美洲合计	48.5	1.4%	49.9	27.3%	5.9	19.9%	26.4%
北美洲合计	34.8	0.5%	22.9	-28.4%	1.9	4.5%	-15.0%
大洋洲合计	17.5	-28.0%	11.0	-25.3%	1.0	-24.1%	-11.4%
总出口金额	582.5	4.6%	481.8	-3.7%	52.3	28.8%	11.6%

图：亚洲、非洲、欧洲、俄罗斯及拉丁美洲合计占比超过90%



## 1.1.2.2 亚洲地区挖机回顾及展望

□ 亚洲国家中，印尼、菲律宾、沙特、土耳其、越南合计为2024年度我国挖机主要出口地区。

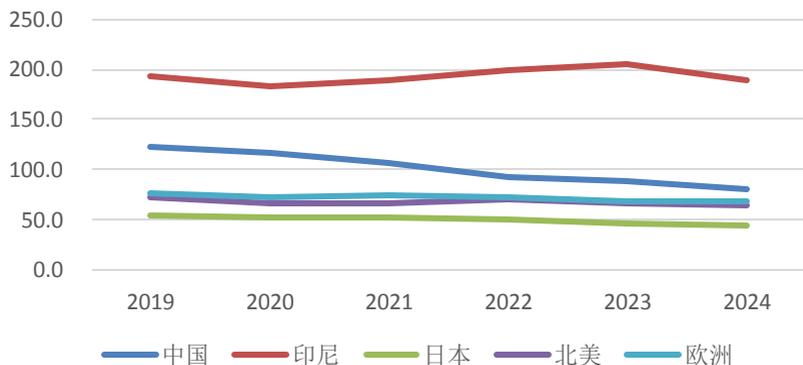
表：亚洲分国别占比，印尼、菲律宾、沙特、土耳其、越南合计占比超80%（单位：百万元）

	23M1-12	23M1-12同比	24M1-10	24M1-10同比	24M10	24M10同比	24M10环比	2024年占比
<b>亚洲地区</b>								
印度	6.8	-28.8%	5.9	16.8%	0.6	45.6%	-8.0%	4.3%
印度尼西亚	47.5	-35.4%	46.5	15.9%	6.9	120.8%	9.0%	34.1%
以色列	0.4	69.9%	0.3	-28.6%	0.1	123.6%	283.9%	0.2%
日本	4.5	109.4%	1.0	-76.7%	0.0	-61.6%	-67.4%	0.8%
马来西亚	10.5	-8.1%	9.4	8.1%	0.9	3.4%	-10.3%	6.9%
菲律宾	21.7	6.3%	18.0	-6.3%	1.8	-4.5%	39.6%	13.2%
沙特阿拉伯	25.2	4.0%	18.5	-11.1%	1.5	23.5%	69.2%	13.6%
新加坡	1.6	-3.5%	1.6	31.6%	0.2	226.1%	58.1%	1.2%
韩国	3.6	17.2%	1.7	-40.3%	0.1	-65.7%	-68.4%	1.3%
泰国	10.7	-37.4%	6.6	-25.0%	0.5	-54.6%	-24.1%	4.9%
土耳其	29.3	167.2%	15.1	-46.6%	0.5	-82.2%	-52.9%	11.1%
越南	17.5	-44.2%	11.5	-18.5%	0.6	-37.9%	4.1%	8.5%

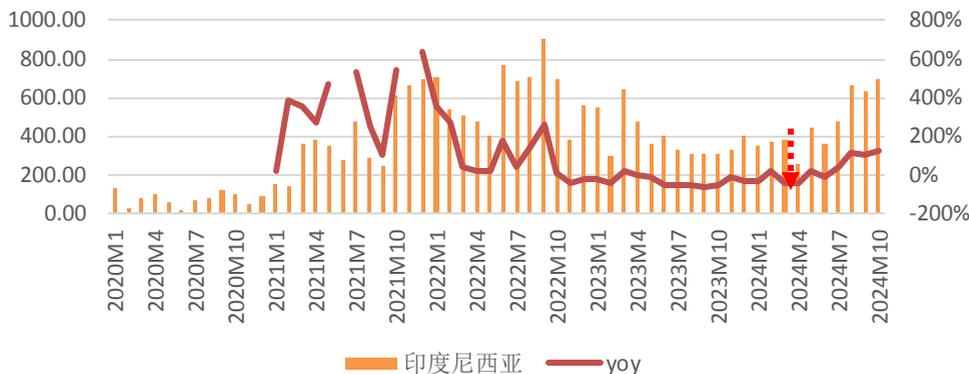
## 1.1.2.2 亚洲地区挖机回顾及展望

□ 小松在印尼的月均开工小时数约为其他主要地区2倍

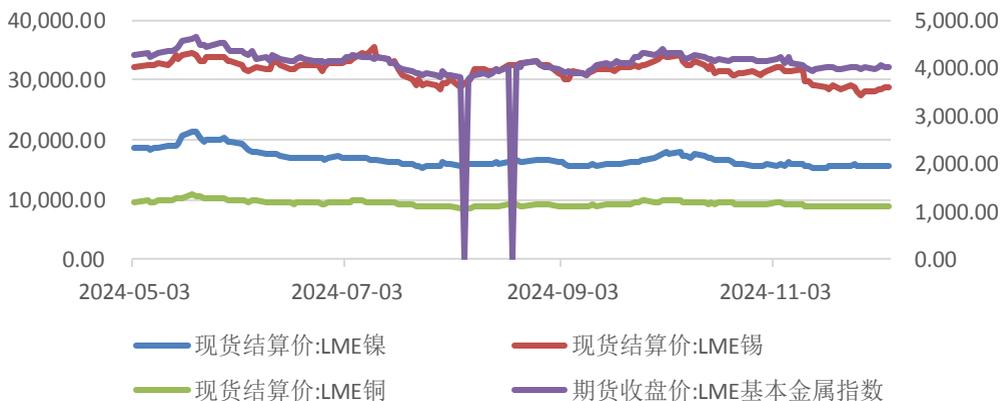
图：小松在印尼的月均开工小时数约为其他主要地区2倍



图：我国对印尼的挖机出口低位出现在2023年及2024年上半年（单位：百万元）

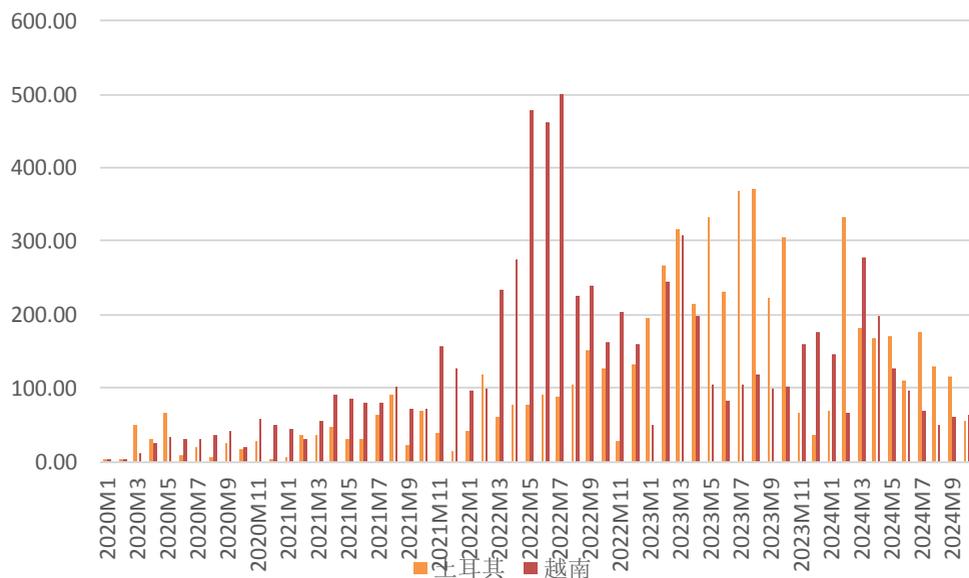


图：基本金属价格走势（LME镍、锡、铜单位：美元/吨，左轴）

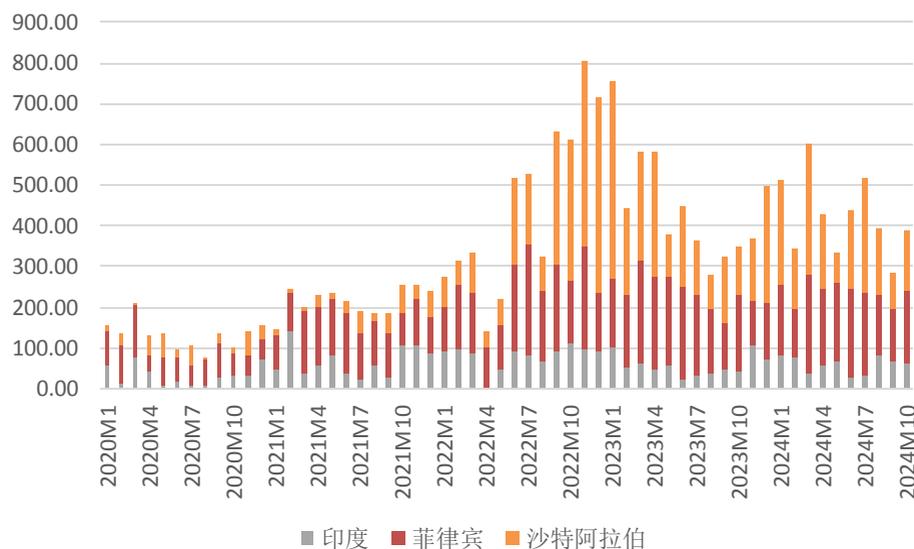


## 1.1.2.2 亚洲地区挖机回顾及展望

图：我国对土耳其及越南的挖机出口金额（单位：百万元）



图：我国对印度、菲律宾及沙特的挖机出口金额（单位：百万元）



## 1.1.2.2 亚洲地区挖机回顾及展望

表：分国别挖机销售金额（单位：百万元）

国家	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2023 M7-M10	2024 M7-M10
亚太地区											
印度	207.90	176.73	403.76	397.49	417.56	538.49	345.67	334.89	341.62	157.34	245.87
印度尼西亚	420.79	510.48	1666.33	2986.67	3404.36	3941.72	2740.59	2007.96	2178.25	1270.55	2472.16
以色列	8.86	18.35	21.26	13.77	12.31	9.50	25.44	11.63	14.02	10.92	11.95
日本	55.03	63.44	48.37	42.95	64.72	151.93	290.64	162.99	61.85	149.03	40.43
马来西亚	69.63	87.91	189.30	317.68	492.43	654.56	528.10	525.79	645.49	346.07	299.24
菲律宾	476.72	351.42	759.90	614.46	832.51	1206.79	1266.76	900.81	1146.23	655.74	656.07
沙特阿拉伯	172.17	186.65	109.71	302.83	551.14	1875.07	1581.88	942.58	1171.75	501.76	681.17
新加坡	26.17	35.33	53.36	47.71	66.61	99.96	81.28	79.50	93.87	43.26	70.09
韩国	26.37	16.28	51.32	65.76	124.52	184.11	196.96	164.80	114.14	90.93	57.61
泰国	445.56	799.22	806.21	983.91	1092.33	622.08	581.20	492.16	404.79	303.69	258.47
土耳其	160.18	98.26	188.38	302.52	464.74	630.33	1556.62	1369.82	1032.91	1268.66	476.82
越南	106.31	237.19	386.53	609.43	1645.01	1491.30	988.82	761.78	911.41	424.31	240.92
合计	2175.70	2581.25	4684.43	6685.18	9168.23	11405.85	10183.98	7754.72	8116.32	5222.25	5510.80

表：分国别挖机增速

国家	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024 M7-M10
亚太地区								
印度	94.21%	124.92%	3.42%	35.47%	-17.22%	-37.81%	-1.17%	56.27%
印度尼西亚	295.99%	485.07%	104.30%	31.98%	-19.50%	-49.06%	-20.52%	94.57%
以色列	140.03%	-24.96%	-42.09%	-30.99%	106.59%	22.39%	-44.90%	9.47%
日本	-12.11%	-32.29%	33.81%	253.71%	349.07%	7.28%	-78.72%	-72.87%
马来西亚	171.86%	261.37%	160.13%	106.05%	7.24%	-19.67%	22.23%	-13.53%
菲律宾	59.40%	74.85%	9.56%	96.40%	52.16%	-25.36%	-9.52%	0.05%
沙特阿拉伯	-36.28%	62.25%	402.37%	519.18%	187.02%	-49.73%	-25.93%	35.76%
新加坡	103.90%	35.03%	24.83%	109.54%	22.02%	-20.46%	15.49%	62.02%
韩国	94.65%	303.96%	142.63%	179.97%	58.18%	-10.49%	-42.05%	-36.64%
泰国	80.94%	23.11%	35.49%	-36.78%	-46.79%	-20.88%	-30.35%	-14.89%
土耳其	17.60%	207.89%	146.70%	108.36%	234.95%	117.32%	-33.64%	-62.42%
越南	263.59%	156.94%	325.58%	144.71%	-39.89%	-48.92%	-7.83%	-43.22%
合计	115.31%	158.99%	95.72%	70.61%	11.08%	-32.01%	-20.30%	5.53%

## 1.1.2.3 俄罗斯市场数据分析：其对于挖机、推土机、装载机数据扰动几何？

图：对俄罗斯挖机销售金额（单位：百万元）



表：俄罗斯挖掘机市场

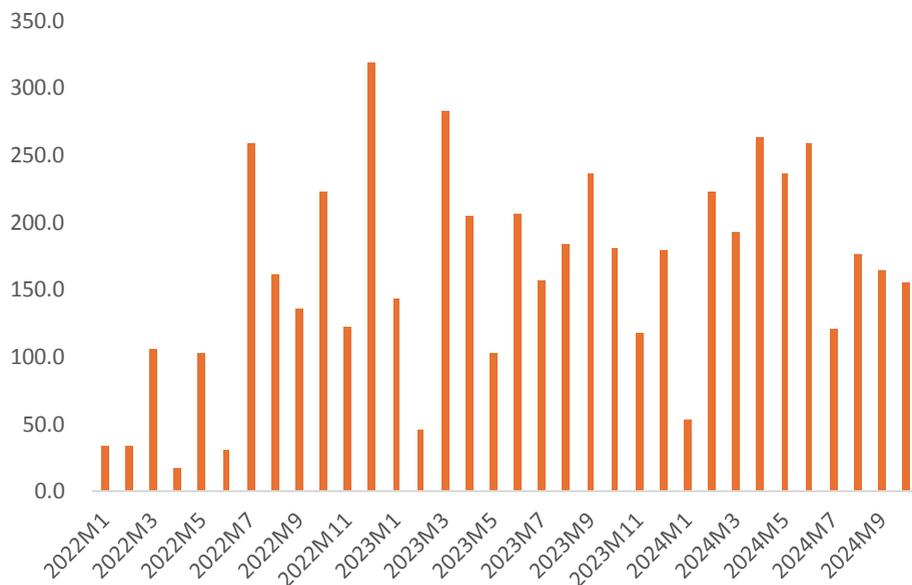
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
俄罗斯市场规模 (亿元人民币)	103.4	108.5	118.6	129.2	140.2	113.9	140.6	161.6	145.4

表：对俄罗斯挖机出口金额

	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2023 M7 M10	2024 M7 M10
对俄罗斯挖机出口金额 (亿元)	245.98	239.44	588.63	1257.39	1275.31	3885.78	5452.04	2829.39	2886.43	1871.14	2006.07
yoy			139.30%	425.14%	116.66%	209.04%	327.51%	-27.19%	-47.06%		7.21%

## 1.1.2.3 俄罗斯市场数据分析：其对于挖机、推土机、装载机数据扰动几何？

图：我国对俄罗斯出口推土机月度金额数据（单位：百万元）



表：我国对海外推土机出口金额（单位：百万元）

国家	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2023 M7-M10	2024 M7-M10
亚洲合计	622.36	720.39	910.48	1009.14	834.78	638.53	646.21
非洲合计	336.07	380.91	449.63	509.79	684.24	343.96	519.95
欧洲合计	383.68	1257.71	1027.09	1140.25	1307.07	800.15	667.70
-欧洲（除俄罗斯）	58.80	39.00	41.27	84.81	77.78	42.14	50.27
-俄罗斯	324.89	1218.71	985.82	1055.44	1229.29	758.02	617.43
拉丁美洲合计	120.79	88.32	146.51	148.50	166.56	82.37	74.25
北美洲合计	3.49	5.06	6.44	3.14	12.15	1.08	0.86
大洋洲合计	19.51	17.49	20.92	39.50	23.19	29.49	20.91
总出口金额	1485.90	2469.88	2561.07	2850.33	3028.00	1895.58	1929.88

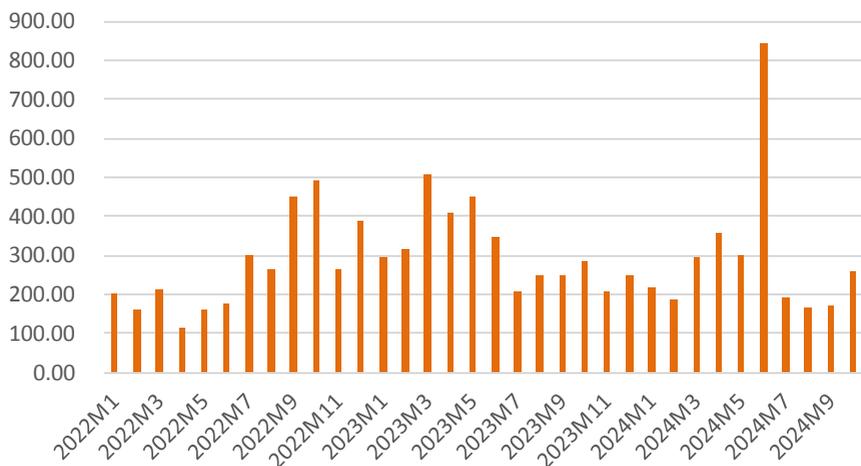
表：出口增速

国家	2023H1	2023H2	2024H1	2024 M7-M10
亚洲合计	46.30%	40.08%	-8.31%	1.20%
非洲合计	33.79%	33.84%	52.18%	51.17%
欧洲合计	167.69%	-9.34%	27.26%	-16.55%
-欧洲（除俄罗斯）	-29.81%	117.45%	88.46%	19.31%
-俄罗斯	203.44%	-13.40%	24.70%	-18.55%
拉丁美洲合计	21.29%	68.14%	13.69%	-9.85%
北美洲合计	84.55%	-37.94%	88.81%	-20.26%
大洋洲合计	7.21%	125.85%	10.87%	-29.11%
总出口金额	72.36%	15.40%	18.23%	1.81%

## 1.1.2.3 俄罗斯市场数据分析：其对于挖机、推土机、装载机数据扰动几何？

图：我国对俄罗斯装载机出口金额（单位：百万元）

我国对俄罗斯装载机出口数据



表：装载机出口金额（单位：百万元）

国家	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2023 M7-M10	2024 M7-M10
亚洲合计	2896.73	2963.89	3504.13	3412.78	3724.40	2229.54	2745.56
非洲合计	1039.94	1242.62	1357.62	1324.29	1386.00	857.07	1064.18
欧洲合计							
-欧洲（除俄罗斯）	1218.32	1361.11	1723.19	1305.13	1591.30	957.48	1045.44
-俄罗斯	1026.55	2157.09	2323.85	1441.87	2200.26	986.14	782.07
拉丁美洲合计	1208.18	1674.28	1258.48	1488.67	1548.16	1049.54	975.81
北美洲合计	515.05	1164.72	1411.83	1526.51	1700.11	1068.84	935.09
大洋洲合计	454.70	536.10	493.17	473.08	412.51	324.06	240.46
总出口金额	8359.46	11099.81	12072.27	10972.32	12562.75	7472.66	7788.60

国家	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2023 M7-M10	2024 M7-M10
亚洲合计			20.97%	15.15%	6.29%		23.14%
非洲合计			30.55%	6.57%	2.09%		24.17%
欧洲合计							
-欧洲（除俄罗斯）			41.44%	-4.11%	-7.65%		9.19%
-俄罗斯			126.37%	-33.16%	-5.32%		-20.69%
拉丁美洲合计			4.16%	-11.09%	23.02%		-7.02%
北美洲合计			174.11%	31.06%	20.42%		-12.51%
大洋洲合计			8.46%	-11.75%	-16.36%		-25.80%
总出口金额			44.41%	-1.15%	4.06%		4.23%

# 1.1.3

## 工程机械重点推荐标的/建议关注

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1.1.3 标的推荐/建议关注

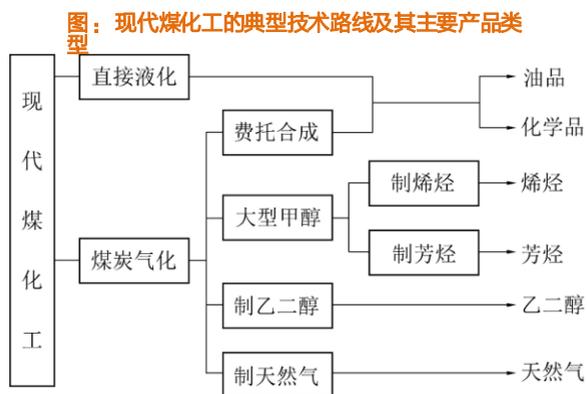
- **徐工机械**：公司国改后实现工程机械资产整体上市，我们认为集团内部各事业部协同作用加强，公司治理优化，有望进一步增强其综合竞争力，同时公司矿山机械设备进入全球头部矿业企业，未来或进一步放量。
- **柳工**：公司持续推进“全面解决方案、全面智能化、全面国际化”战略，以“盈利增长、业务增长、能力成长”贯彻企业经营全过程，继续看好公司盈利能力增强带动的业绩弹性和中长期成长空间。
- **中联重科**：公司国内起重机&混凝土占比高，2024H1国内起重机、混凝土板块收入占比达50.9%（同期三一为37.3%）。国内土方率先实现复苏，起重机&混凝土有望于2025年筑底回升，由于公司起重机+混凝土业务较高毛利率以及占比，利润弹性最大。得益于“端对端、数字化、本土化”的海外业务体系，公司2023年外销强劲增长，重点市场实现有效突破；同时土方机械、高机、农机、矿山机械等新兴板块有望后续发力。
- **山推股份**：产品覆盖推土机、道路机械、混凝土机械、装载机、挖掘机等主机系列产品和工程机械底盘件、传动部件、结构件等配套件。推土机全国产销量第一。

## 1.2.1

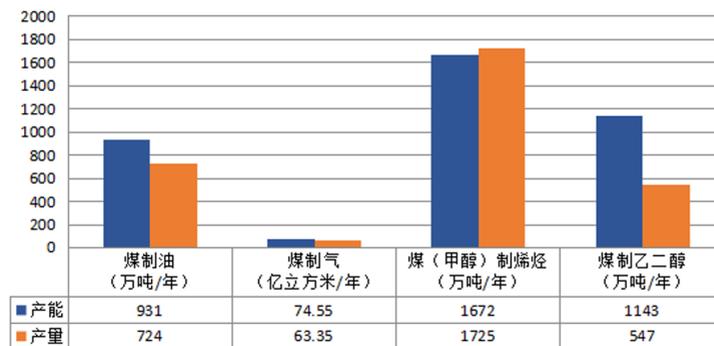
# 新疆煤化工：新疆煤化工建设周期开启，设备投资先行

## 1.2.1.1 煤化工

- ❑ 煤化工主要工艺包含：煤制乙二醇、煤制油、煤制烯烃、煤制天然气等。
- ❑ 煤化工技术是指以煤为原料生产各种能源或化工产品的工艺过程,一般包括煤炭转化和后续加工2个环节。煤炭转化是指煤炭经过化学反应过程得到气态、液态或固态产物的过程,主要有煤炭气化、煤炭直接液化、煤炭高温炼焦、煤炭中低温热解等工艺过程。现代煤化工的典型代表有煤直接液化、煤气化、合成气费托合成(煤间接液化)、大型煤制甲醇、甲醇制烯烃、甲醇制芳烃、煤制乙二醇、煤制天然气等。
- ❑ 2023年,煤制油、煤制气、煤(甲醇)制烯烃、煤制乙二醇产能分别达到931万吨/年、74.55亿立方米/年、1672万吨/年、1143万吨/年,产量分别为724万吨/年、63.35亿立方米/年、1725万吨/年、547万吨/年。



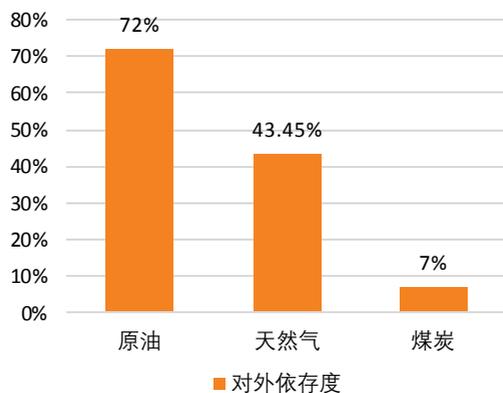
图：2023年中国煤化工主要产品的产量产能



## 1.2.1.2新疆发展煤化工的战略意义——新疆煤资源丰富，开采成本

- 新疆煤炭资源总量占全国的40.6%，而产量上仍有较大提升空间，新疆大力开展煤化工是减少能源对外依赖的重要抓手。
- 我国能源呈现富煤缺油少气的现状，石油和天然气供给对外依存性很高，发展煤化工有利于缓解原料进口依赖的窘境，丰富中国石化原材料来源。
- 新疆煤炭资源总量约2.19万亿吨，占全国煤炭资源总量的40.6%，资源量位居全国第一。虽然新疆的原煤产量在2019-2023年四年间的CAGR为18%，远高于全国CAGR的6%，煤炭开采加速发展，但2023年产量仅占全国的10%，仍有较大提升空间。坐拥优质煤炭资源，新疆煤化工产业得到快速发展，尤其是国家提出“三基地一通道”建设，明确定位新疆建设国家大型煤炭煤电煤化工基地后，煤化工项目投资力度加大。

图：中国的原油、天然气、煤炭的对外依存度



表：新疆是四年内原煤产量增速最快的地区

排名	地区	2023年		2019年		四年CAGR
		原煤产量 (亿吨)	产量占比	原煤产量 (亿吨)	产量占比	
1	山西	13.6	29%	9.7	26%	9%
2	内蒙古	12.1	26%	10.4	28%	4%
3	陕西	7.6	16%	6.3	17%	5%
4	新疆	4.6	10%	2.4	6%	18%
5	贵州	1.3	3%	1.3	3%	0%
6	安徽	1.1	2%	1.1	3%	0%
7	河南	1.0	2%	1.1	3%	-2%
8	宁夏	1.0	2%	0.7	2%	8%
9	山东	0.9	2%	1.2	3%	-7%
10	云南	0.7	2%	0.5	1%	12%
-	其他	2.7	6%	2.9	8%	-2%
-	全国	46.6	100%	37.5	100%	6%

## 1.2.1.3政策导向

- 煤化工设备的国产化率提升能够对于国家能源发展和产业发展具有非常重要的意义，目前，国家部门级相关协会出台多项政策及展望，对国产化率提出相关要求：
  - 保障能源安全：由于我国“富煤贫油少气”的能源结构，煤化工作为石油化工的重要补充，能够保障国家能源安全。通过国产化，可以增强自主生产和供应能力，减少对外部能源的依赖。
  - 促进产业升级：煤化工产业的发展推动了相关高能耗工业的转型升级。对保障国家能源安全、推动产业结构调整和地方经济发展具有重要作用。
  - 经济效益和市场竞争：煤化工自主可控带动了国内相关装备制造业发展，大大降低了煤化工项目建设成本。

表：煤化工国产化相关国家政策

颁布时间	颁布部门/协会	文件名称	具体举措
2021	石化联合会	《现代煤化工“十四五”发展指南》	“十四五”要突破10项重大关键共性技术，完成5~8项重大技术成果产业化，建成一批示范工程，建设一批高水平协同创新平台； <b>示范工程和工业化项目的设备国产化率不低于85%</b> 。
2021	中国煤炭工业协会	《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》	加强基础研究和核心技术攻关，将煤炭转化重大科学研究和关键技术攻关纳入国家重大科技计划， <b>将大型现代煤化工示范技术列入国家重点技术创新工程，推进大型技术与装备的国产化进程。</b>
2022	工业和信息化部、国家发展与改革委员会、科技部、生态环境部、应急部、国家能源局	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	原始创新和集成创新能力持续增强，到2025年，规上企业研发投入占主营业务收入比重达到1.5%以上； <b>突破20项以上关键共性技术和40项以上关键新产品。</b>
2023	国家发展改革委等部门	《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	鼓励新建现代煤化工项目承担相应的技术创新示范升级任务， <b>实施重大技术装备攻关工程</b> ，加快产业技术优化升级，推进原始创新和集成创新。

表：新疆煤化工发展的相关国家政策

序号	政策名称	主要内容
1	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	要做好煤制油气战略基地规划布局和管控,推动现代煤化工产业示范、技术升级及化工新材料等高端产品发展,稳妥推进内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、山西晋北、新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设
2	《“十四五”现代能源体系规划》	推动新疆资源富集区煤炭清洁高效利用,推进新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设
3	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	推动现代煤化工产业示范区转型升级,稳妥推进煤制油气战略基地建设,构建原料高效利用、资源要素集成、减污降碳协同、技术先进成熟、产品系列高端的产业示范基地
4	《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	进一步强化煤炭主体能源地位,按照严控增量、强化指导、优化升级、安全绿色的总体要求,加强煤炭清洁高效利用,推动现代煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展
5	《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标》	以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设,实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工等重大工程。依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设,稳妥推进煤制油气战略基地建设。有序发展现代煤化工产业
6	《新疆维吾尔自治区工业领域碳达峰实施方案》	加快发展煤炭煤电煤化工产业集群,大力发展现代煤化工,加快建设准东、哈密国家煤制油战略基地

## 1.2.1.4煤制天然气

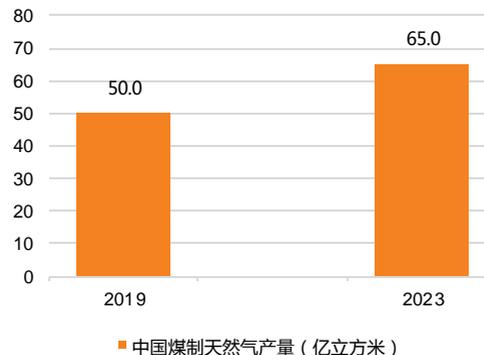
□ 煤制气项目：新疆拟建、在建项目合计340亿立方米/年，总投资超2000亿元。

➢ 据统计，新疆目前拟建在建的煤制天然气项目共9个，合计340亿立方米/年，总投资超2000亿元；新疆地区的投资对全国煤制气项目的推进有比较重要的贡献。目前国内煤制天然气工程处于起步阶段，2023年总产量仅65亿立方米，新疆项目有望对煤制气的发展产生较强推动作用。

表：目前新疆拟建、在建的煤制气项目

项目	公司	地址	项目投资 (亿元)	天然气产量 (亿立方米/年)
1 40亿立方米/年煤制天然气示范项目	国家能源集团新疆能源有限责任公司	新疆昌吉回族自治州	250.37	40
2 20亿立方米煤制天然气项目	河南能源化工集团新疆投资控股有限公司	新疆昌吉回族自治州	150	20
3 新疆煤气化、煤制烯烃项目	河南能源化工集团新疆投资控股有限公司	新疆昌吉回族自治州	200	20
4 年产40亿立方米煤制天然气项目	新疆龙宇能源有限责任公司	新疆昌吉回族自治州	200	40
5 年产40亿立方米煤制天然气项目	新疆能源(集团)有限责任公司	新疆哈密市	200	40
6 准东40亿Nm <sup>3</sup> /a煤制天然气项目	新疆天池能源有限责任公司	新疆昌吉回族自治州	230	40
7 煤基化工耦合绿氢清洁能源示范项目—40亿立方米年煤制天然气项目	新疆中新建煤炭产业有限公司	新疆新星市	330	40
8 600万吨/年煤基甲醇项目	新疆其亚新材料有限公司	新疆昌吉回族自治州	330	60
9 煤制天然气项目二、三期	新疆庆华能源集团有限公司	新疆伊犁哈萨克自治州	200	40
煤制天然气合计			2090.37	340

图：目前国内煤制天然气的产量



## 1.2.1.5煤制油、煤制烯烃

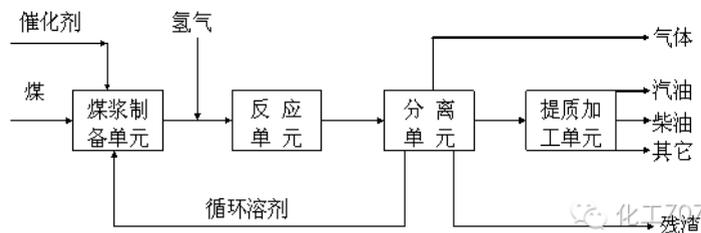
- **煤制油与煤制烯烃：分别投资1883亿元、981亿元，合计投资近3000亿。**
- 煤制油中投资较大的项目为国家能源的“哈密能源集成创新基地项目400万吨/年制油工程”，总投资约1700亿元，一阶段400万吨/年煤制油工程，包括320万吨/年煤直接液化、80万吨/年煤间接液化等共计19套工艺装置及其配套公辅设施。全项目建设周期共46个月（可研批复起），暂定中交日期为2027年10月31日。伊泰伊犁100万吨/年煤制油示范项目总投资是183亿元，于2024年10月份重启，主要产品是柴油、汽油、乙醇等，总产品是115.21万吨。计划在2026年12月全厂装置建设投产。煤制烯烃目前拟建在建项目共7个，981亿元的总投资额。
- 根据我们的不完全统计，煤制气、煤制油、煤制烯烃三大工艺的目前拟建、在建项目的投资金额2090、1883、981亿元，合计接近5000亿元。如果考虑到煤制乙二醇、煤制芳烃等其他煤化工项目的投资，新疆煤化工项目的合计投资金额可能更高。

分类	序号	项目	公司	地址	项目投资 (亿元)
煤制烯烃	1	年产30万吨聚乙醇酸项目	国能新疆化工有限公司	新疆乌鲁木齐	98.24
	2	新疆煤气化、煤制烯烃项目	河南能源化工集团新疆投资控股有限公司	新疆昌吉回族自治州	200
	3	年产80万吨煤制烯烃项目	新疆东明塑胶有限公司	新疆昌吉回族自治州	211.45
	4	准东五彩湾80万吨年煤制烯烃项目	新疆山能化工有限公司	新疆山能化工有限公司	208.58
	5	80万吨/年煤制烯烃项目	兖矿新疆能化有限公司	新疆昌吉回族自治州	133
	6	塔里木120万吨/年二期乙烯项目	中国石油天然气股份有限公司	新疆巴音郭勒盟自治州	100
	7	100万吨/年油田伴生资源综合利用项目	新疆华辉新能源有限公司	新疆巴音郭勒盟自治州	30.16
<b>煤制烯烃合计</b>					<b>981.43</b>
煤制油	1	国家能源集团哈密能源集成创新基地项目（一阶段煤制油工程）	国家能源集团	新疆哈密市	1700
	2	100万吨/年煤制油示范项目	伊泰伊犁能源有限公司	伊犁	183
<b>煤制油合计</b>					<b>1883</b>

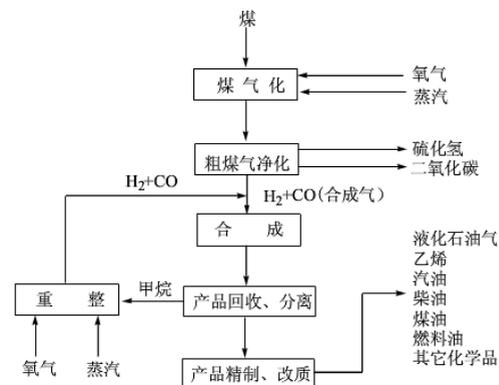
## 1.2.1.6煤制油

- ❑ 煤液化是把固体煤通过化学加工过程，使其转化成为液体燃料、化工原料和产品的先进洁净煤技术。根据不同的加工路线，煤炭液化可分为**直接液化**和**间接液化**两大类。
- **煤直接液化**：以中国一重为代表的国内企业，依托大型加氢反应器的制造经验，凭借多年持续的技术进步和工艺改进，以及长期积累的现场组焊经验，确保大型煤液化反应器的顺利制造。此外，国内制造企业已完成煤直接液化装置中的煤浆预热器、分离器、高压换热器等其他静设备的国产化。
- **煤间接液化**：相比于煤直接液化装置，由于煤间接液化装置的相关静设备制造难度较低，参与相关项目的制造企业综合实力参差不齐，给用户使用和行业发展带来了一定的隐患。由于相关企业难以在研发领域大量投入，不利于企业良性发展。尤其采用国外专利的装置，如煤气化炉的制造仍存在较大难度。其他煤化工领域的低压容器设备多为碳钢类普通材质，且多为薄壁大直径设备，制造门槛较低，大部分压力容器制造企业均有能力完成该类设备的制造。

图：煤直接液化工艺流程



图：煤间接液化工艺流程



## 1.2.1.7新疆煤化工项目不完全统计

- ❑ 煤炭气化是指煤在特定的设备内，在一定温度及压力下使煤中有机质与气化剂(如蒸汽/空气或氧气等)发生一系列化学反应，将固体煤转化为含有CO、H<sub>2</sub>、CH<sub>4</sub>等可燃气体和CO<sub>2</sub>、N<sub>2</sub>等非可燃气体的过程。
- ❑ 煤化工气化炉根据煤的性质和对煤气的不同要求有多种气化方法，按照煤颗粒的运动状态相应的气化设备有固定床（移动床）气化炉、流化床（沸腾床）气化炉、气流床煤气化炉。
- ❑ 国产煤气化炉以其适应国内主要煤种、对杂质不敏感的优良特性，改善了大部分进口炉只吃“精煤”的缺陷，为劣质煤的清洁利用提供了有效途径。由于国产炉的制造门槛相对较低，而大部分制造企业同时拥有同类型进口气化炉的制造经验，加之部分国产炉是由制造企业与设计院联合研制，所以能够生产国产气化炉的厂家较多。如固定床气化炉有赛鼎炉、云煤炉等，流化床气化炉有灰融聚炉（ICC）等，气流床气化炉有航天炉、东方炉、五环炉、宁煤炉、清华炉、多元料浆炉等，都拥有很好的口碑和市场。

表：煤气化不同工艺

名称	原理	原料	常见汽化炉	优势	劣势	使用情况
固定床	煤由气化炉顶加入，气化剂由炉底加入。流动气体的上升力不致使固体颗粒的相对位置发生变化，煤即固体颗粒处于相对固定状态，床层高度亦基本保持不变，因而称为固定床气化。	块煤或焦炭	间歇式气化（UGI）和连续式气化（鲁奇Lurgi）；赛鼎炉、云煤炉	简单，可靠，具有较高的热效率。	煤气初步净化系统极为复杂	UGI用于生产合成气时一定要采用白煤（无烟煤）或焦炭为原料，以降低合成气中CH <sub>4</sub> 含量，国内有数千台这类气化炉，弊端颇多；鲁奇Lurgi国内有20多台炉子，多用于生产城市煤气。
流化床	以小颗粒煤为气化原料，这些细颗粒在自下而上的气化剂的作用下，保持着连续不断和无秩序的沸腾和悬浮状态运动，迅速地进行着混合和热交换，其结果导致整个床层温度和组成的均一。	碎煤	温克勒（Winkler）、灰熔聚（U-Gas）、循环流化床（CFB）、加压流化床（PFB是PFBC的气化部分）	生产强度较固定床大；直接使用小颗粒碎煤为原料，适应采煤技术发展，避开块煤供求矛盾	气化操作温度不高，导致转化率很难达到较高的水平	
气流床	煤炭细粉粒经特殊喷嘴进入反应室，会在瞬间着火，直接发生火焰反应，同时处于不充分的氧化条件下。随气流的运动，未反应的气化剂、热解挥发物及燃烧产物裹挟着煤焦粒子高速运动，运动过程中进行着煤焦颗粒的气化反应。	水煤浆、干燥粉	谢尔气化炉、Prenflo气化炉和Destec气化炉；航天炉、东方炉、五环炉、宁煤炉	对煤种（烟煤、褐煤）、粒度、含硫、含灰都具有较大的兼容性	投资高，设计复杂，建设周期长，维护难度大	国际上已有多家单系列、大容量、加压厂在运作，其清洁、高效代表着当今技术发展潮流。

## 1.2.2 新疆煤化工标的推荐/建议关注

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1.2.2.1 航天工程：煤气化炉占有率较高

- ❑ 公司是中国航天科技集团有限公司所属中国运载火箭技术研究院控股的上市公司，创立于2007年6月，是国家企业技术中心、国家级粉煤气化技术工程研究中心、高新技术企业、国家知识产权示范企业、制造业单项冠军企业。
- ❑ 公司以航天高温燃烧、传热、特种材料、系统控制等核心技术为基础，自主研发的航天粉煤气化技术成功应用于煤炭洁净高效利用领域。同时拓展高端装备制造、绿氢工程技术、环保和工业气体运营等领域，是集技术研发、工程设计、核心设备制造、工程总承包管理和全生命周期服务为一体的一流综合服务商。
- ❑ 公司2019年以来营收保持稳定增长，2014~2023营收年复合增长率为9.5%；归母净利润则出现波动，主要由于公司2014~2019年毛利率及净利率总体呈向下的态势，而在2019~2023年净利率能够基本维持。

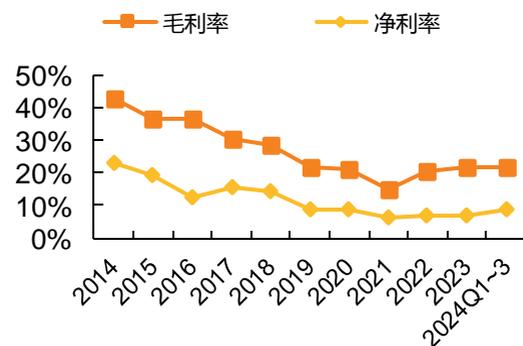
图：公司营收变化



图：公司归母净利润变化



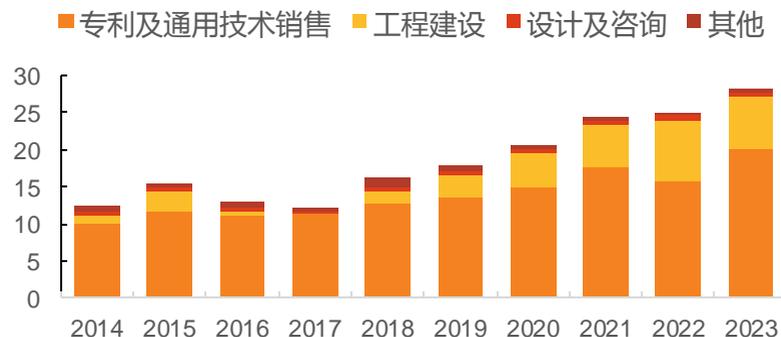
图：公司毛利率及净利率变化



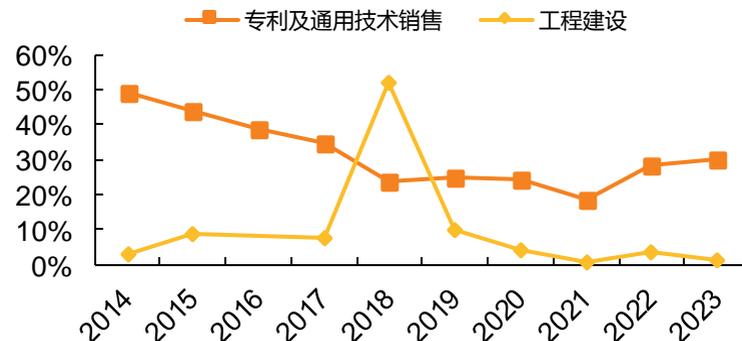
## 1.2.2.1 航天工程：煤气化炉占有率较高

- ❑ 设备销售为公司主要业务，近几年工程建设占比不断提升，EPC能力得到加强。毛利率方面，专利及通用技术销售毛利率较高，2014年以来不断走低，2022年逐步回暖。
- ❑ 公司具备工程资质齐全、专业配置完善的技术基础能力，拥有完善的技术研发、工程设计、装备制造能力，建立了贯穿设计、采购、施工、开车全过程EPC项目管理能力。
- ❑ 公司航天粉煤加压气化技术具有自主知识产权，经中国石油和化学工业协会鉴定达到国际领先水平。在操作安全性、生产稳定性、煤种适应性、运行经济性、环境友好性等方面与国内外同类技术相比均表现出较强的竞争优势。通过航天粉煤加压气化技术可对煤炭进行高效、环保、低成本转化，可广泛应用于煤制合成氨、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气、煤制油、煤制氢、IGCC发电等多个领域。2023年公司航天炉市场占有率持续提升，高压化（65bar气化压力）、大型化（日处理煤量3000吨~4000吨）、高效热回收（带辐射废锅）、智能化气化技术继续引领行业技术发展方向。
- ❑ 阀门子公司强化产品研发深度和广度，持续攻关石油化工领域苛刻工况技术难点，2500磅450度16寸高温高压渣油阀门在石油化工领域实现进口替代。

图：公司营收变化（亿元）



图：公司各产品毛利率



## 1.2.2.2 陕鼓动力：坐落西北的国内压缩机龙头，大国重器国产化攻关排头兵

- 压缩机是流程工业中的核心设备。陕鼓基于“1+7”系统解决方案，可为传统煤化工和新型煤化工领域用户提供包含设备、工程EPC、服务、运营、供应链、智能化、金融七大增值服务的分布式能源领域的系统解决方案。陕鼓可为煤制甲醇、煤制油、煤制天然气、煤制乙二醇、合成氨等典型煤化工装置提供流程压缩机组。
- 陕鼓在全球最大的在建煤化工项目中供货20台套工艺气压缩机组。陕煤集团榆林化学180万吨/年乙二醇项目是目前在建的全球最大的煤化工项目，年转化煤炭超过2400多万吨。项目主要通过煤热解、气化等系列深加工技术的系统集成，生产包括聚烯烃、聚酯、聚碳、聚苯乙烯、丙烯酸酯等在内的各类产品590万吨/年。陕鼓为该项目提供了20台套工艺气压缩机组和专业的能量转换设备及分布式能源系统解决方案。

图：陕鼓动力的轴流压缩机



图：陕鼓动力的离心压缩机



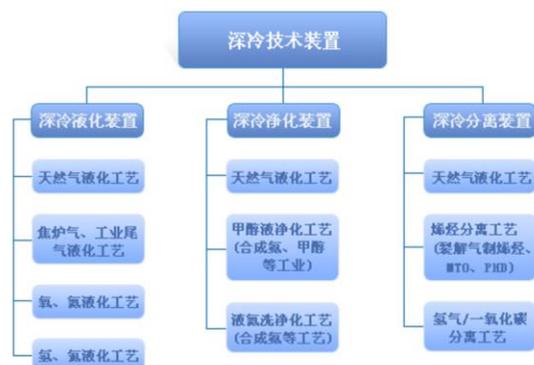
图：陕鼓动力的能量转换设备产品

设备类型	设备名称	应用场合
轴流压缩机	高炉鼓风用电拖轴流压缩机	高炉鼓风机组
	高炉鼓风和煤气余压能量回收BPRT机组	冶金高炉鼓风和高炉煤气能量回收
	烧结余热与高炉顶压能量回收STRT机组	冶金行业存在富余蒸汽
	高炉鼓风与汽轮发电同轴BCSG机组	冶金行业存在富余蒸汽
	烧结余热能量回收SHRT机组	冶金行业存在富余蒸汽
	汽电同驱高炉鼓风机与能量回收BCRT机组	冶金行业存在富余蒸汽
	石化行业催化裂化工业流程	催化裂化装置FCC、DCC
	石化行业硝酸生产工业流程	硝酸装置
离心压缩机	石化行业丙烷脱氢装置	丙烷脱氢装置
	特殊应用压缩机压缩机组	各类实验装置等
	LNG机组	大型、中小LNG装置
	空分机组	石油化工、化肥冶金等行业
	天然气长输管线机组	天然气管线输送
膨胀机	石油化工及天然气领域用离心机组	丙烷脱氢、催化、焦化等
	基础化工及煤化工领域用离心机组	甲醇、乙二醇、合成氨等
	汽轮机	覆盖100 MW以内所有领域
	高炉余压能量回收透平机组（TRT）	高炉煤气余压能量回收
	硝酸尾气透平机组	硝酸生产工艺
	向心透平机组	PTA生产、天然气减压膨胀工艺等

## 1.2.2.3中泰股份：深冷设备制造板块领军企业，煤化工部分工艺段已取得龙头地位

- **深冷设备制造板块领军企业。**公司主营化工能源领域的深冷技术装置，含天然气液化装置、大型空分装置、煤化工合成氨配套深冷净化装置、氢气—一氧化碳深冷分离装置、丙烷脱氢制丙烯深冷分离装置等。公司核心制造产品——冷箱及铝制板翅式换热器，已跻身世界一流水平。
- **煤化工领域部分深冷技术工艺段已取得龙头地位。**公司是合成气氢与一氧化碳分离制乙二醇深冷分离工艺段的龙头企业，目前已有多套一氧化碳与氢分离订单，已成功实现该等项目上的国产化进口替代，并已具备高纯度氢大规模制取的技术和业绩，在将来氢能市场化利用时占据先机；在传统煤化工合成氨项目中，公司在大型、高压液氮洗装置上占据绝对技术及业绩优势；同时，公司抓住下游各行业工业气体需求提升带来的空分需求，提升市场份额，在煤化工行业取得一定地位。

图：中泰股份的深冷技术装置产品布局



图：中泰股份的深冷净化装置——合成氨液氮洗装置



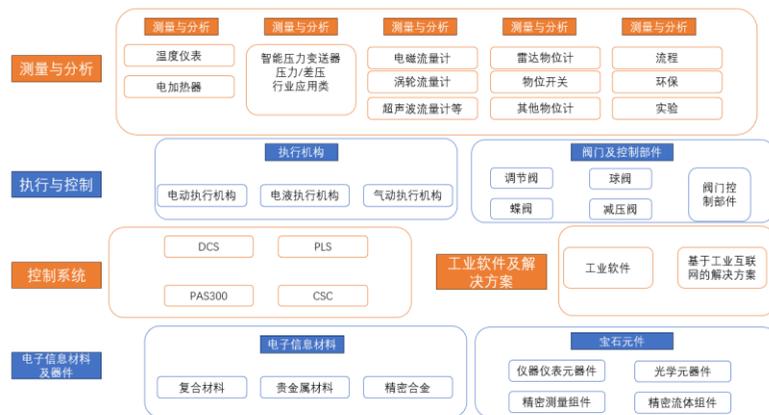
图：中泰股份的深冷液化装置——天然气液化装置



## 1.2.2.4川仪股份：仪表及阀门在多领域实现进口替代

- 公司致力于工业领域的测量与控制，是国家重点布局的全国三大仪器仪表基地之一，现已成为我国工业自动控制系统装置制造业领军企业。公司大股东为四联集团、重庆渝富资本和重庆水务环境，实际控制人为重庆市国资委。
- 公司主营业务是工业自动控制系统装置及工程成套，包括智能执行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表、物位仪表、控制设备及装置、分析仪器等各大类单项产品以及系统集成及总包服务。长期以来，公司坚持实施创新驱动发展战略，经过持续对标赶超、提档升级，主导产品技术性能国内领先，部分达到国际先进水平，为加快重大装备国产化进程、实现关键技术自主可控、引领我国自动化仪表技术发展做出了积极贡献，“川仪”品牌在业内享有较高知名度和美誉度。
- 公司是国内极少数综合型自动化仪表及控制装置研发制造企业，产品谱系完备、配置规格齐全、技术优势领先、业务多维发展。覆盖温度仪表、压力仪表、流量仪表、物位仪表、在线分析仪器、控制阀、控制系统等主要产品门类，具备为石油化工、冶金、电力、新能源等行业提供单项产品销售和多产品组合解决方案的能力。公司产品在石油化工、冶金、新能源、新材料等领域实现替代进口，超低温蝶阀、PDS高频球阀等20余项产品实现首台套应用，核级执行机构、永磁式钠流量计、汽机旁路调节阀等10余项产品在核电领域填补国内空白。

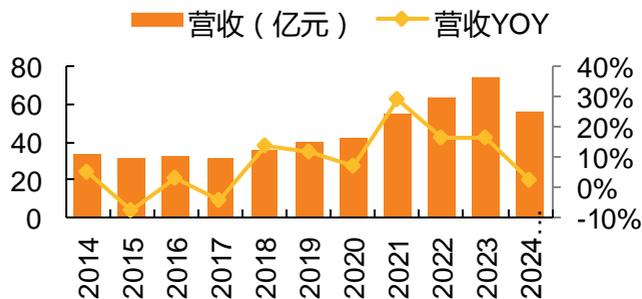
图：公司主要产品



## 1.2.2.4川仪股份：仪表及阀门在多领域实现进口替代

- 自2018年以来公司营收不断提升；而归母净利润2019年出现下降，随后保持稳定增长。
- 公司2024年在四大板块加快市场开拓：
  - 石油化工市场：公司聚焦石油化工产业重大新增项目、升级改造项目和备品备件需求，集中资源抢抓大项目，多方发力提升中标率，同时大力开拓石油天然气、医药化工、化工新材料等市场，先后承接了中国石油天然气集团有限公司、万华化学集团股份有限公司、湖北三宁化工股份有限公司、上海华谊控股集团有限公司、舟山华康生物科技有限公司等一批重点项目。
  - 装备制造市场：把握装备制造业高速发展战略机遇期，积极挖掘电子电器、设备制造、船舶等细分市场需求，装备制造业新签订单实现较快增长。
  - 核电市场：加快推进核电产品研发和取证工作，强化核电订单全过程管控，持续加深与中国核工业集团有限公司、中国广核集团有限公司、国家电力投资集团有限公司的合作，核电业绩稳步提升。
  - 海外市场：不断深化与中国石化工程建设有限公司、中国天辰工程有限公司、山东电力建设第三工程有限公司等大型工程公司的项目合作，积极开拓东南亚、南亚、中东、非洲等海外市场；加大区域性合作伙伴及渠道商的开发，完善海外目标市场产品认证，增强相关人力、技术资源配置等，不断夯实海外市场开拓基础，上半年公司海外市场新签订单同比增长86%。

图：公司营收变化



图：公司归母净利润变化



## 1.2.2.5 武进不锈：产品应用于煤化工行业

- 是国内不锈钢管龙头企业之一，于2016年12月19日在上海证券交易所主板成功上市。公司为能源行业、高端装备制造业等各领域提供不锈钢及特种合金无缝管、焊接管和管件、法兰产品的研发、制造和销售。公司产品广泛用于电站锅炉、核电、石油、石化、化工、煤化工、盐化工、LNG、光伏发电、光热发电、船舶与海洋及压力容器、机械制造等行业。
- 煤化工：公司开发了具有自主知识产权的高压临氢用N08825合金管技术研发制造技术，产品和各项的机械、理化性能达到国际先进水平，满足高压临氢用合金无缝管的使用要求，实现高压临氢用合金无缝管产品的工程化开发，形成自主知识产权，替代进口，并形成产业化能力。满足石油加氢装置用管要求，同时满足核电、石化及煤制油、化工、航天等国家重大装备、高端装备制造特种管材的需要。
- 公司优异的产品质量赢得了国内外客户的一致认可。公司已成为中国石化、中国海油、中国石油、哈锅、上锅、东锅、Sabic、BHEL、EIL、Sasol、Petrobras、KOC、KNPC、PDO、JGC、SK、LINDE等国内外知名企业的合格供方。

图：公司参与神华宁煤煤化工项目

### 经典案例



神华宁煤400万吨/年煤炭间接...  
这是一个年产油品400万吨，目前世界上单套投资规模最大、装置最大、拥有中国自主知识产权的煤炭间接液化示范项目。

图：公司下游应用广泛



## 1.2.2.6 杭氧股份：全球空分设备龙头，国内市占率50%+，大型化空分设备优势显著

- 杭氧拥有全面的空分设备系列产品，杭氧空分国内市场占有率一直保持在50%以上，产量和销量稳居全球第一，累计为各行业提供成套空分设备4000多套，其中公司研制的十万等级空分设备经中国机械工业联合会与中国通用机械工业协会联合鉴定，其总体技术达到国际领先水平。
- 神华宁煤十万等级空分设备被誉为“大国重器”，总体技术达到国际领先水平。神华宁煤项目中,杭氧与全球巨头林德分庭抗礼,各承担六套 10 万等级空分设备。神华宁煤 400 万 t/a 煤炭间接液化项目是国家“十二五”煤炭深加工示范项目,也是当今全球一次建设规模最大的煤化工项目。在生产过程中,每小时需要消耗 120 多万 m<sup>3</sup> 的氧气,需要建设一个 12 套 10 万 m<sup>3</sup>/h 等级的空分集群。这个空分项目无论是合同金额、空分规模,还是技术复杂性,均居世界第一。杭氧承担了其中的 6 套,另外 6 套则由全球工业气体龙头林德集团承担,在此项目中展开了与国际空分巨头同台竞技。

图：神华宁煤项目中杭氧和林德的空分设备



图：煤化工各个环节对应的空分设备制氧能力要求

	工艺环节	设备的产能	制氧能力的要求 (m <sup>3</sup> /h)
气化	氨	30 (万吨/年)	30,000
	甲醇	100 (万吨/年)	120,000
	天然气	1000 (万 m <sup>3</sup> /d)	240,000
液化	间接制油	100 (万吨/年)	300,000
	直接制油	100 (万吨/年)	100,000

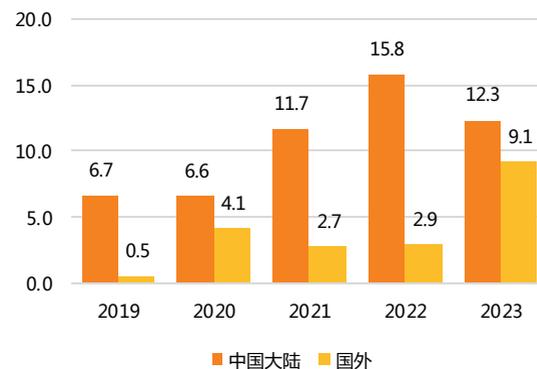
## 1.2.2.7福斯达：民营空分设备领军者，海外+国内业务打造双重成长曲线

- **海外+国内业务打造双重成长曲线。**公司海外业务拓展上，继续巩固中东、东南亚、日韩等传统优势市场，成功新开拓多个国家和地区市场，签订公司多个新产品项目。其中2023年签订首个出口海外用于大型液化天然气装置的绕管换热器项目、公司首套9万等级特大型空分设备、海外日产50万方/天LNG项目等。公司在海外深冷装备行业的市场影响力进一步得到巩固。国内项目也不断取得突破，2023年国内签约煤化工行业6万等级空分成套项目，钢铁行业6万等级空分成套项目，有色金属行业7万等级空分成套项目（两套3.5万等级），石化行业4万等级空分成套项目，并于2024年一季度中标石化行业两套5万等级空分成套装置，为公司继续深耕传统优势行业及高端石化行业大型空分设备领域夯实基础。
- **目前已有8万等级特大型空分业绩，10万等级以上超大型空分设备积极推进中。**公司兼具国内和海外8万等级特大型空分设备业绩，具有多套国内和海外LNG装置业绩。公司研究院目前在积极推进10万等级特大型空分装置、液化石油气（LPG）装置、超高纯二氧化碳、制氢、氢净化和液化、异丁烷脱氢、氦氖稀有气体精制等多项技术研发及促进。

图：福斯达的空分设备



图：福斯达的收入分布（亿元）



## 1.2.2.8 纽威股份：煤化工阀门市场主要供应商

- ❑ 纽威是中国大型的工业阀门制造商，为各种新型的工业需求提供全套阀门解决方案。纽威生产的球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀、核电阀、调节阀、水下阀、安全阀和井口石油设备等产品，其质量和持续创新能力已经得到全球行业内各主要终端用户和工程公司的认证，并被广泛应用于全球各个苛刻工况环境且需求量大的炼油、化工、煤化工、海工（包括深海领域）、空分、液化天然气、核电、常规电力、长输管线以及可再生和绿色能源应用等工业。
- ❑ **煤化工**：公司已成为现代煤化工行业阀门市场的主要供应商。纽威阀门的产品广泛应用于耐磨工况（如气化、催化剂等）、低温工况（如空分、乙烯裂解、低温甲醇洗等）、高温工况（P91高温蒸汽管线，裂解气等）、低泄漏工况（有毒有害介质）、氧气工况（如空分、气化等）、切断阀（紧急切断阀、高频切断阀、脉冲阀、锁渣阀、氧气切断阀）等严苛工况。纽威阀门的供货范围已扩展至煤炭的直接液化、间接液化、煤制天然气及多种化学品等产业链。
- ❑ 根据公司官网，公司参与了神华鄂尔多斯直接液化项目、兖矿榆林100万吨煤制油项目、神华宁煤400万吨煤制油项目。

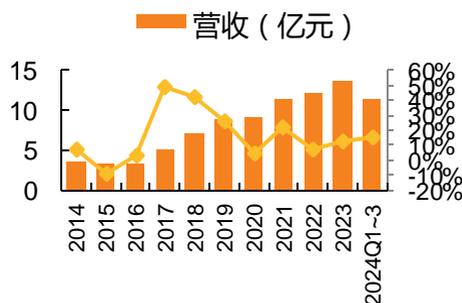
图：公司下游分布



## 1.2.2.9中密控股：产品性能达国际水平，高性价比提升优势

- ❑ 中密控股股份有限公司的前身是四川省机械研究设计院密封技术研究所，成立于一九七八年七月，是中国最早开展密封技术研究的单位之一，是国内机械密封行业唯一的A股上市公司。
- ❑ 公司的主要产品包括机械密封、干气密封、密封辅助（控制）系统、旋转喷射泵、橡塑密封、特种阀门等产品，产品种类齐全、参数范围宽、适用范围广，还为客户量身定制不同设备、不同运行工况下的机械密封整体解决方案。这些产品广泛应用于石油化工、煤化工、天然气化工、油气输送、电力、冶金等领域，产品和服务远销亚太、东南亚、中亚、中非等地区。
- ❑ 公司营收在2017~2019年增速较快，2020年受疫情影响，总体保持稳定增长。归母净利润同样在2020年受到影响，而近几年则稳定增长。从毛利率和净利率来看，公司产品毛利率略有下滑，而得益于内部管理增强，公司净利率一直保持稳定的水平，在23%到25%之间上下波动。

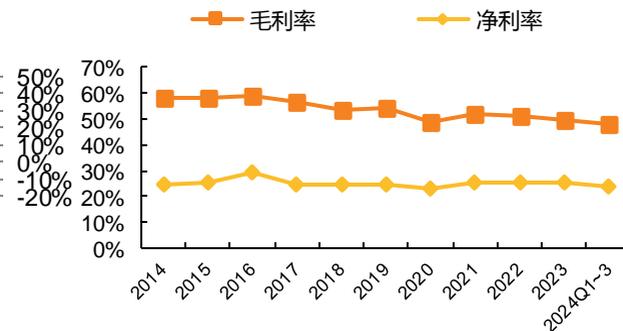
图：公司营收变化



图：公司归母净利润变化



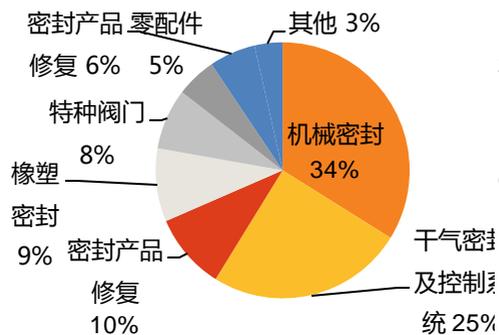
图：公司毛利率及净利率变化



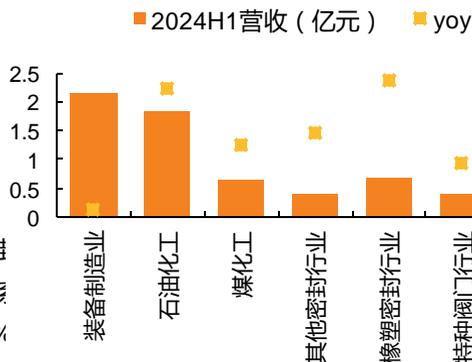
## 1.2.2.9中密控股：产品性能达国际水平，高性价比提升优势

- 产品来看，公司机械密封、干气密封及控制系统为两大主要业务。按行业划分，公司装备制造业收入在2024H1同比有所降低，而石油化工、煤化工等则不断提升。从产品毛利率来看，密封行业石油化工、煤化工及其他业务毛利率较高。2024H1公司增量业务整体毛利率仍处于历年较低水平，与去年基本持平，但凭借公司在国内明显领先的综合竞争力以及国际业务的持续发展，公司增量业务收入同比增长较多。由于公司主要下游行业面对的需求较低迷、用户装置效益有所下降导致装置开工率有所下降、用户压缩开支，公司存量业务受到一定影响，毛利率基本维持稳定但收入略有下滑。24H1由于较低毛利率的增量业务占比明显上升，机械密封板块的综合毛利率略有下降。
- 通过实施“内生外延、双轮驱动”的发展战略，公司不断拓展密封产品范围，丰富完善“大密封”产业布局，目前已拥有机械密封（含干气密封）、橡塑密封、特种阀门三大主要产品类型。公司长期服务于石油化工、煤化工、油气输送、核电等国民经济支柱能源行业，主要客户为国有大型龙头企业及其下属骨干企业、大型知名民企及国际知名主机厂，如中石化、中石油、中海油、国家管网、国家能源集团等。
- 在密封领域，公司产品的技术水平与国际知名厂商的差距已日趋缩小，公司产品已基本能够替代国际品牌的密封产品，产品质量基本达到国际水平，个别领域甚至已超越国际品牌。在追求产品性能领先的同时，得益于国内制造业的人力成本优势、公司良好的成本控制能力，相对于国外竞争对手，公司产品性能优异、价格更具竞争力，且提供的售后服务更优、后续维护成本更低，具有较明显的性价比优势。

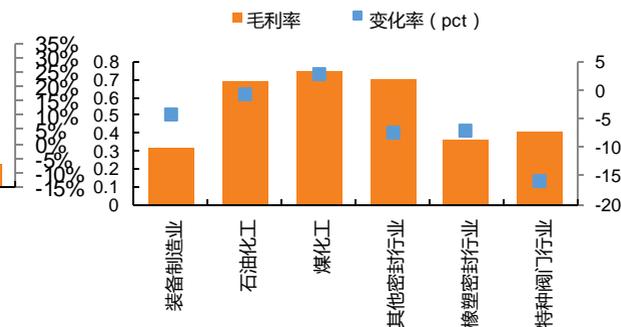
图：公司营收占比（按产品，2024H1）



图：公司营收变化（按行业）



图：公司各产品毛利率（2023年）



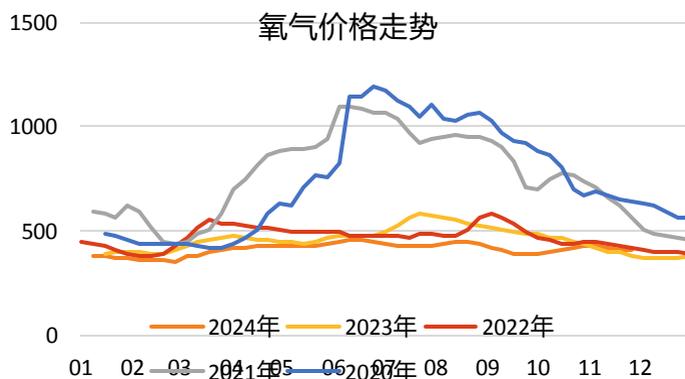
## 1.3

**工业气体：气价已达历史底部，向下空间非常有限，向上弹性较为充足**

### 1.3.1工业气体：气价或已达历史底部，向下空间非常有限，向上弹性较为充足

- 11月价格来看：氧气405元/吨，环比-0.9%，同比+8.4%；氮气420元/吨，环比-1.9%，同比-8.0%；氩气688元/吨，环比-4.8%，同比-48.2%。
- 大宗气体价格在连续五周环比回升后，11/30周度价格环比略有下滑，但同比增速仍呈现扩大趋势。

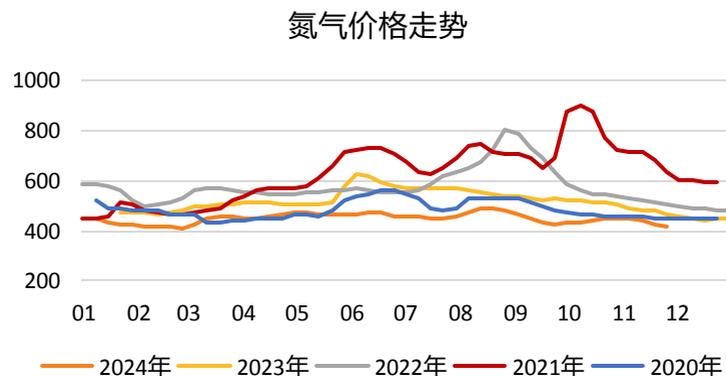
图：氧气历史价格走势



图：氩气历史价格走势



图：氮气历史价格走势



## 1.3.1工业气体：气价或已达历史底部，向下空间非常有限，向上弹性较为充足

- 复盘历史价格走势，每年冬季至春节后时间为需求最低谷，这两年气体价格基本维持在前五年的春节前后的最底部价格水平，也即：我们认为23年至今的气体价格或已到底部区间，进一步下降的空间或非常有限。

图：氧气历史价格走势（元/吨）



图：氩气历史价格走势（元/吨）



图：氮气历史价格走势（元/吨）



# 1.4 电梯行业

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

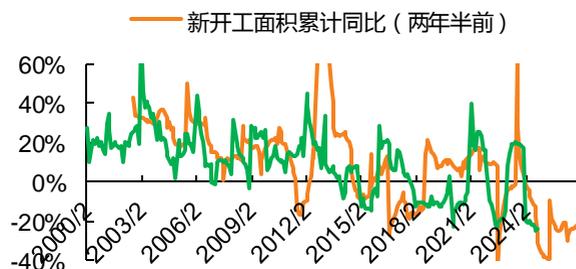
# 1.4.1 电梯行业：设备更新减缓行业下降幅度

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

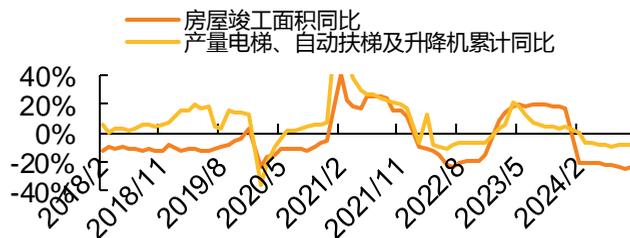
## 1.4.1 电梯行业：设备更新减缓行业下降幅度

- 历史数据来看，新开工面积移动平均值领先竣工面积移动平均值两年半到三年左右；而在2020~2022年受疫情影响出现了部分错位。
- 但电梯销量韧性有望得到提升。2022年下半年由于疫情影响，竣工面积及电梯产量大幅下降。23年低基数背景下，保交楼政策推动竣工面积在下半年特别是四季度迎来高峰，电梯产量同比大幅提升。从今年电梯产销表现来看，我们发现其降幅远低于房屋竣工增速，我们认为主要有以下几点原因：1、随着电梯保有量的不断增长，老旧电梯基数不断提升，电梯更新量在增加。且过去对于电梯更新的重视程度不够，存在大量“超龄”电梯(15年甚至20年以上电梯)仍在使用中，随着更新政策推动，电梯更新量有望不断提升弥补竣工面积下滑带来的电梯销量下滑；2、电梯出口、老旧小区电梯加装存在增量。
- 结合以上两点，虽然新开工面积存在着大幅度下滑，导致电梯整体销售承压，但得益于电梯更新及其政策加码，电梯行业表现有望优于竣工面积及新开工面积表现。我们认为2025年电梯销售存在较强的韧性。**

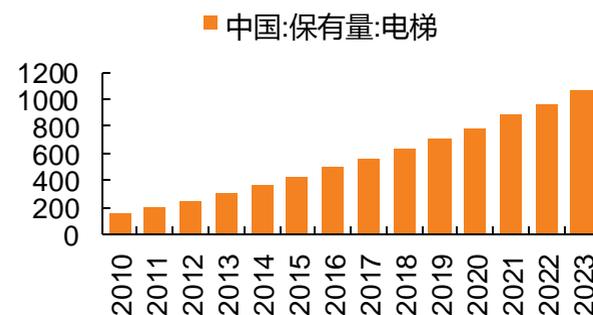
图：中国新开工面积累计同比与竣工面积（两年半后）累计同比比较



图：电梯产量同比与房地产竣工面积同比



图：电梯保有量（万台）



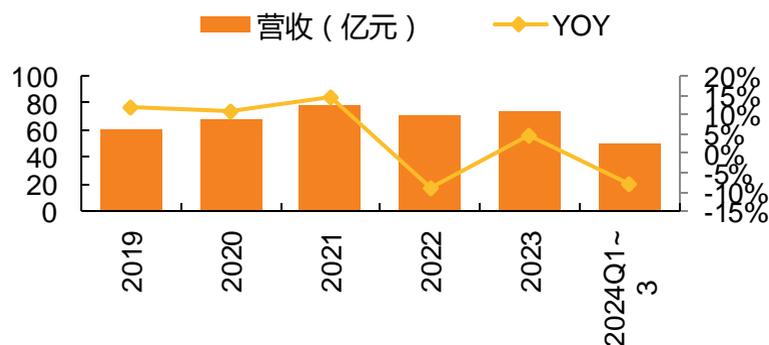
## 1.4.2 电梯行业：标的推荐/建议关注

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

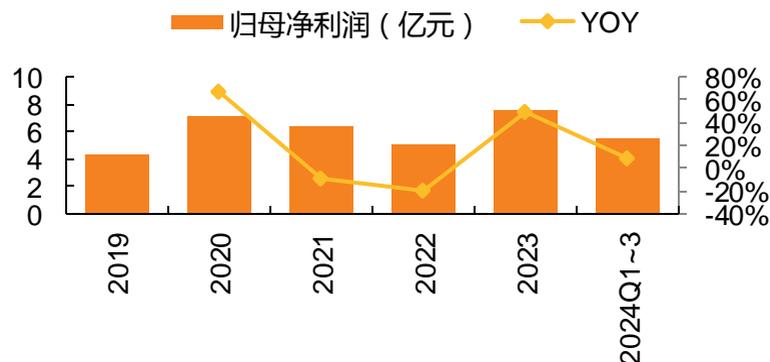
## 1.4.2.1 广日股份

- ❑ 公司2024年前三季度营业收入为49.44亿元，同比下降7.82%；归母净利润为5.45亿元，同比增长8.96%；扣非归母净利润为5.47亿元，同比增长9.65%。
- ❑ 电梯整机方面，在电梯行业订单整体下滑的情况下，公司上半年电梯整机的订单台量和发运台量实现逆势增长。其中：电梯订单同比增长20.9%，电梯发运台量同比增长15.6%。公司全国化布局持续推进。公司2024年围绕做大做强电梯核心主业目标，加快华东数字化产业园建设和电梯后市场外延式发展，进一步完善电梯主业“1+N”全国化产业布局。
- ❑ 降本增效逐步起效。公司从四方面对盈利能力进行优化：一是各企业成立专项小组，从“人、机、料、法、环”全维度，全力以赴打造极致成本；二是从供应链入手，创新供应链管理方式，对供应商进行重新评估、入库，实现供应链降本；三是从技术、工艺入手，通过数字化建设及优化产品结构等措施，打造高性价比产品；四是从管理入手，通过组织优化、流程优化等措施降低管理费用。2024年上半年，公司毛利率同比增长1.9个百分点。

图：公司营收变化



图：公司归母净利润变化



# 2 船舶

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 2.1 震荡上行

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

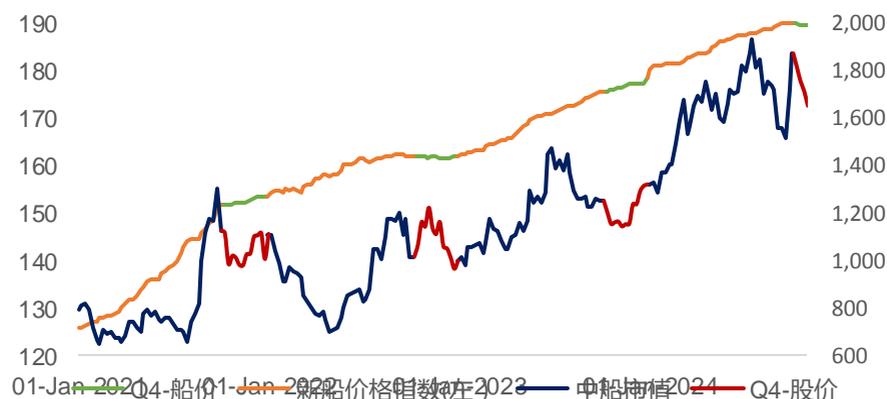
## 2.1.1 船价：供需缺口支撑继续震荡上行

□ 回顾：根据克拉克森船价指数，本轮周期高点为189.96（2024/9/27），2024年内上涨幅度约4.81%。

图：历史船价序列图



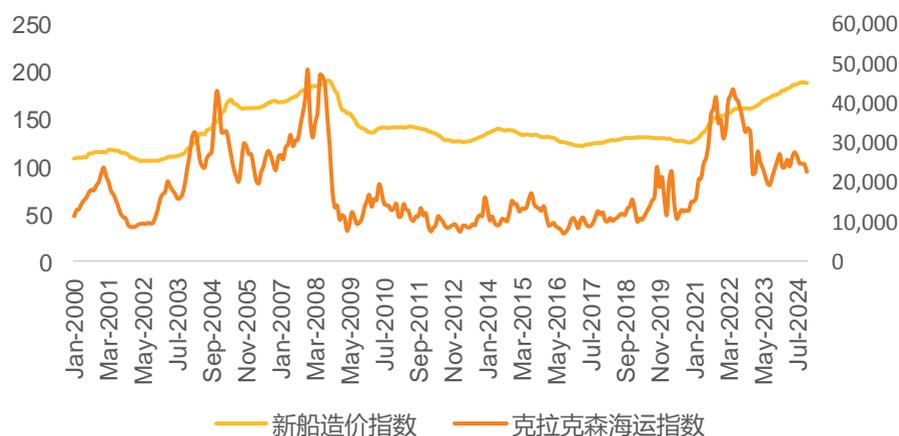
图：船价季节性效应回归



## 2.1.2 运价：显著影响船东意愿，股价相关性回归

□ **运价>船价**：从长期趋势来看，船价和运价息息相关，无论是运价先行上涨改善船东现金流还是长期预期抬升都会导致船东买船意愿增强而促成船价上涨。

图：全球造船产能变化预测



图：分船型运价情况



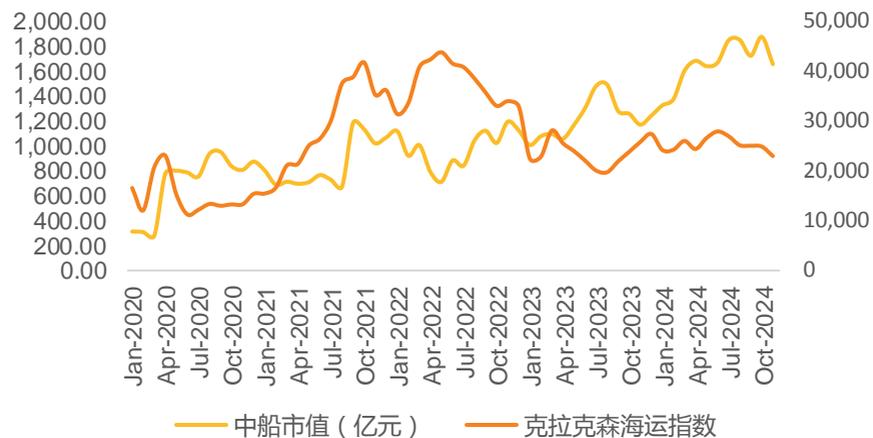
## 2.1.2 运价：显著影响船东意愿，股价相关性回归

□ 长期来看，中国船舶股价和运价亦息息相关。

图：长期运价指数和中船市值拟合



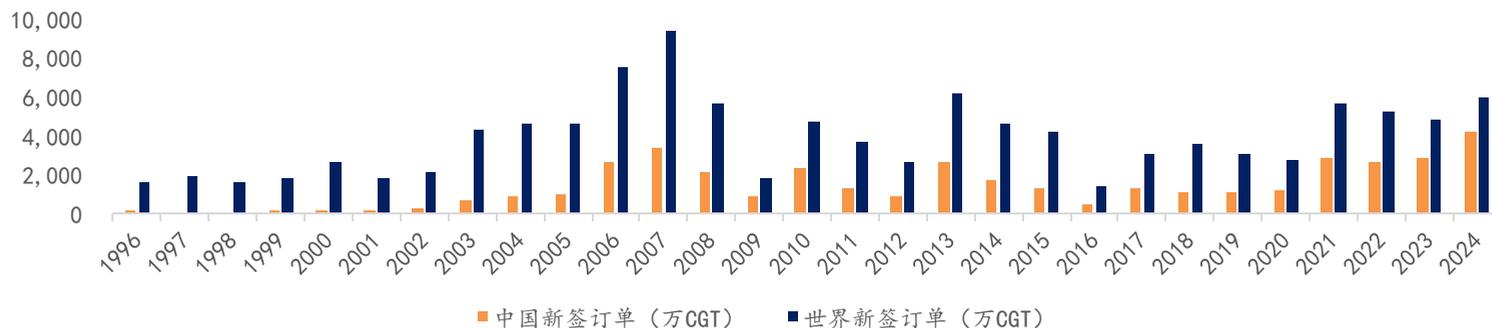
图：短期运价指数和中船市值拟合



## 2.1.3 订单：新签订单创今年新高

- 根据克拉克森11月6日发布的数据，2024年10月，全球新船订单成交量为77艘241万修正总吨（CGT），以CGT计，环比9月的289万CGT下降16.6%，与2023年同期的453万CGT相比下降47%；以艘数计，环比9月的90艘减少了13艘。其中，**中国承接了60艘158万CGT，以65%的市场占有率连续3个月占据榜首**；韩国承接了11艘62万CGT，市场占有率为26%。
- 2024年1~10月，全球累计新船订单成交量为1910艘、5416万CGT，以CGT计与2023年同期的4106万CGT相比增长32%，以艘数计与2023年同期的1852艘相比增加了58艘。其中，**中国承接了1338艘3750万CGT，市场占有率为69%，位居第一**；韩国承接了219艘966万CGT，市场占有率为18%，排名第二。

图：中国新签订单与世界新签订单



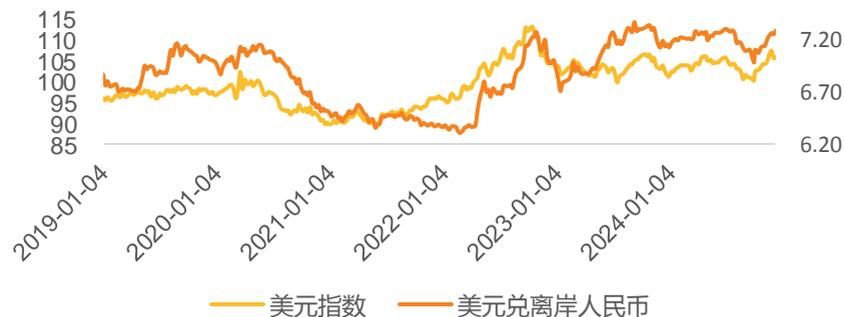
## 2.1.4 成本：钢价延续下行趋势，美元阶段性优势显著

- ❑ **成本持续下行**：受益于房地产市场低迷，钢材价格持续下行，钢板价格成本占比约20%，截至2024年12月6日，上海10mm/20mm造船板同比-11.7%/12.2%。
- ❑ **汇率具备优势**：近期美元强势，人民币因此被动贬值，全球贸易以美元结算为主，国内船企或带来汇兑收益。

图：船板价格情况（元/吨）



图：汇率变动情况



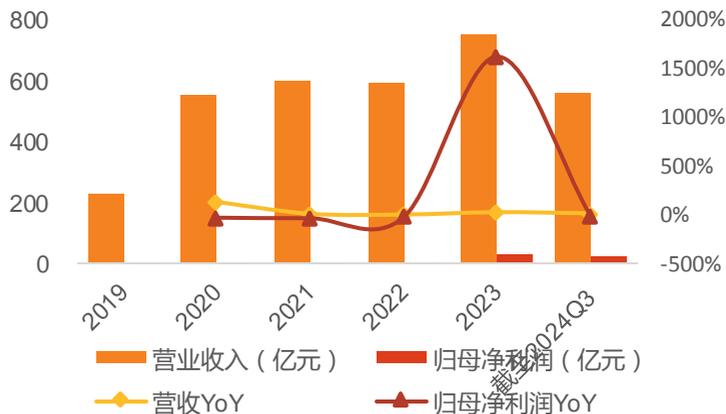
## 2.2 标的推荐/建议关注

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

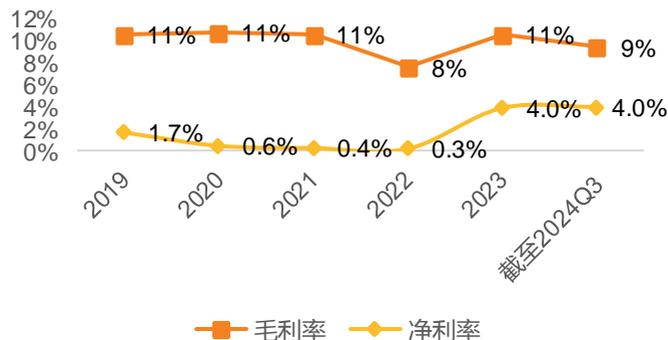
## 2.2.1 中国船舶：国内造船行业领跑者，具备研发、人才、规模多维优势

- ❑ **中船集团核心民品主业上市公司**：主要业务包括造船业务（军、民）、修船业务、海洋工程及机电设备等。造船业务方面，公司产品涵盖了各式军用舰船、军辅船和散货船、油船、集装箱船、大型邮轮、大型LNG船以及各类特种船等民船船型；海洋工程方面，公司在自升式钻井平台、FPSO领域已经形成系列化、批量化的建造能力。
- ❑ **研发、人才、规模多维优势**：1) 研发优势：保持技术领先优势，掌握多种高技术高附加值船型方面的核心技术，并已形成大型邮轮工程化开发能力和系统集成设计能力；2) 人才优势：公司依托一批国家级创新中心、院士工作站、博士后工作站、研修生工作站和技师工作室，打造一支高水平人才队伍；3) 规模优势：公司造船总量常年位居全国第一，具备明显规模优势，造船完工量、手持订单量、新接订单量等均处于国内领先地位。

图：公司营收和归母净利润情况



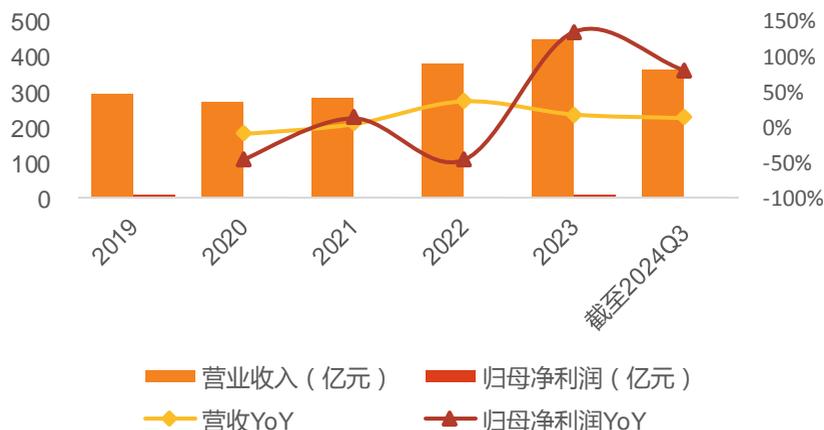
图：公司净利率和毛利率情况



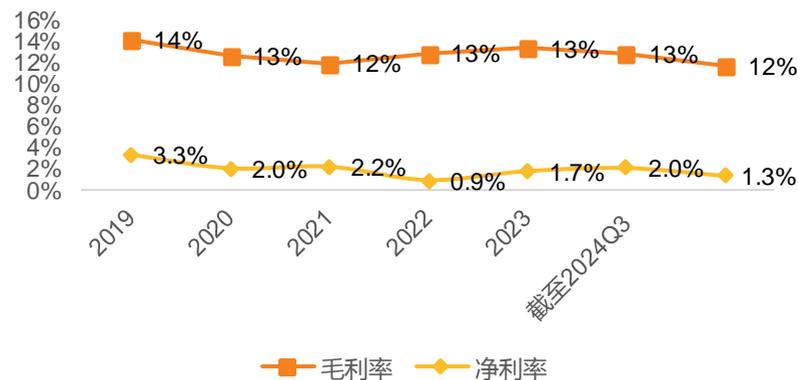
## 2.2.2 中国动力：船用低速机利润率空间弹性更大

- **一站式动力需求解决方案供应商**:主要业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、柴油机动力、综合电力、化学动力、热气机动力、核动力(设备)等七类动力业务及机电配套业务,公司主要产品为:燃气轮机,汽轮机,柴油机,电机、电控设备,蓄电池,热气机,核电特种设备,船用机械、港口机械,齿轮箱等。
- **合作伙伴稳定可靠,品牌形象深入人心**:多年的信誉积累,深受包括全球各大船东、各大知名汽车厂商以及能源巨头等众多“一带一路”项目业主和国际知名公司的信任,是公司未来稳健发展的基石。创建了一批在行业、地区、全国市场具有较高知名度的品牌,风帆、重齿、火炬、WMMP、海西重机、沪东重机、中船三井等品牌深入人心,良好的口碑大幅提升了公司产品的影响力及竞争力。

图：公司营收和归母净利润情况



图：公司净利率和毛利率情况



## 2.2.3 松发股份：民营船舶新巨头启航，关注效率提升途径

- ❑ **上市公司业务战略转型，谋求利润新增点**：松发股份原主要从事日用陶瓷制品的研发、生产和销售。近年主营业务的经营及盈利面临较大压力。尽管通过优化生产、改进管理等方式降本增效，但主营业务调整尚未取得预期的效果。本次收购完成后，主营业务转变为船舶及高端装备的研发、生产及销售，有利于加快战略转型，寻求新的利润增长点。
- ❑ **恒力重工借壳上市，民营船舶新巨头启航**：恒力重工借壳松发股份实现上市，可为恒力重工未来的发展提供资金保障。借助我国资本市场良好的融资功能及激励机制，恒力重工将持续致力于高性能船舶研发及工艺改良升级，不断满足高端绿色船型研发建造需求，加快船舶制造业高端化、智能化、绿色化转型，助力船舶业实现高质量发展。

图：公司营收和归母净利润情况



图：公司净利率和毛利率情况



3

外需：出海链+纺服+摩托

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

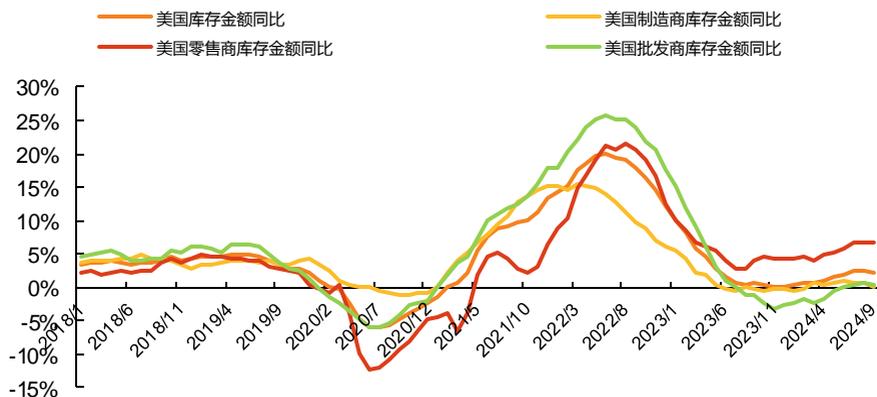
# 3.1.1 出海链

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

### 3.1.1.1 库存周期

- 库存方面，美国库存金额2024年开启补库周期，实现同比增长。其中零售商补库速度较快，而批发商补库则于2024年下半年开启。
- 我们认为当前节点美国制造商、批发商仍在补库状态，而从库销比看零售商库存仍有空间，因此我们认为2025年仍将是正常偏紧的补货状态。

图：美国库存金额同比



图：美国库销比变化



### 3.1.1.2 细分赛道出口表现：工具类补库启动，水泵、摩托车维持增长

- 各细分品类出口出现分化：1、手工工具、电动工具、园林机械、全地形车等于2024年开启补库周期；2、水泵、摩托车、餐饮设备于2023年中开启补库周期，且2024年仍保持相对增长。我们认为2024年整体补库节奏较为平缓，2025年有望维持增速，相关优质出口标的或将受益。

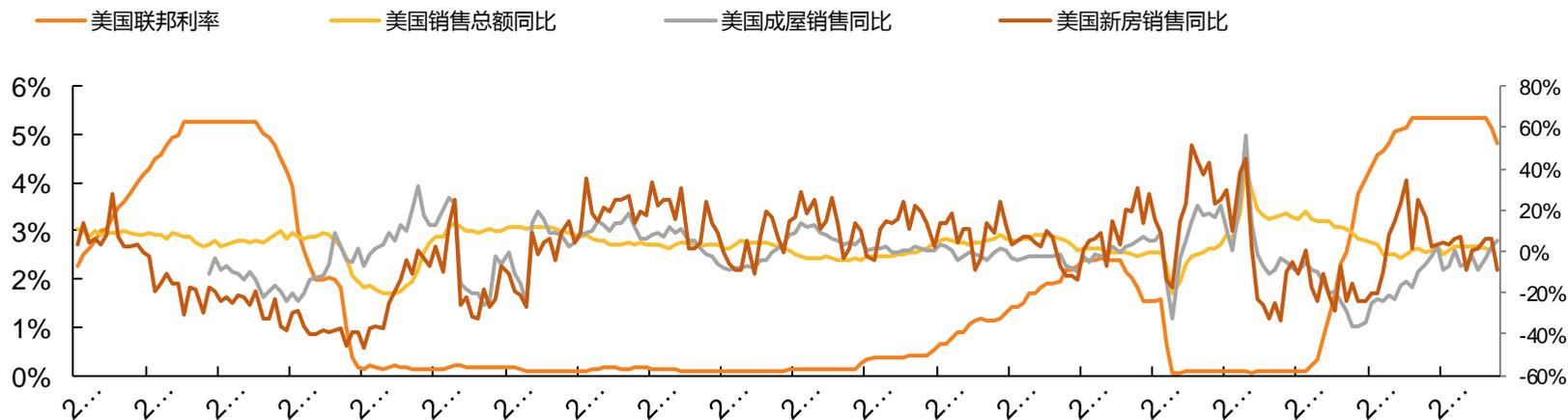
图：重点出口品类出口金额增速

海关编码	手工工具		园林机械		水泵		电动工具		舞台灯光		餐饮设备		摩托车		全地形车	
	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比
	8204		84331100		84137099		84672100		9405		8418		87112050		87031011	
2023-01	-21%	-21%	-28%	-28%	-7%	-7%	-44%	-44%	-16%	-16%	-11%	-11%	-9%	-9%	-21%	-21%
2023-02	-26%	-23%	-32%	-30%	-10%	-8%	-41%	-43%	-40%	-24%	-16%	-13%	-50%	-29%	-21%	-21%
2023-03	25%	-8%	-30%	-30%	17%	0%	-11%	-33%	26%	-11%	-6%	-11%	54%	-6%	2%	-14%
2023-04	35%	1%	-45%	-33%	21%	5%	-2%	-26%	1%	-8%	0%	-8%	40%	4%	-15%	-14%
2023-05	-6%	0%	-49%	-35%	13%	7%	10%	-21%	-5%	-7%	5%	-5%	24%	8%	-2%	-12%
2023-06	-4%	-1%	-26%	-34%	23%	10%	-18%	-20%	-11%	-8%	2%	-4%	45%	15%	-19%	-13%
2023-07	-17%	-4%	-49%	-35%	12%	10%	-40%	-24%	-11%	-8%	-5%	-4%	37%	18%	-24%	-15%
2023-08	0%	-3%	-45%	-36%	5%	9%	-20%	-23%	-8%	-8%	4%	-3%	29%	19%	-11%	-14%
2023-09	-5%	-4%	-64%	-38%	5%	9%	-12%	-22%	-13%	-9%	16%	-2%	43%	21%	25%	-11%
2023-10	-4%	-4%	-48%	-38%	3%	8%	-7%	-21%	-16%	-10%	17%	0%	10%	20%	10%	-9%
2023-11	2%	-3%	-31%	-38%	18%	9%	-3%	-20%	-6%	-9%	22%	2%	23%	21%	-6%	-9%
2023-12	13%	-2%	-21%	-36%	13%	9%	7%	-18%	1%	-8%	28%	3%	15%	20%	1%	-8%
2024-01	25%	25%	0%	0%	13%	13%	24%	24%	7%	7%	15%	15%	2%	2%	-1%	-1%
2024-02	43%	31%	28%	12%	43%	24%	27%	25%	85%	29%	21%	17%	73%	26%	18%	6%
2024-03	-18%	10%	13%	12%	-9%	12%	-17%	8%	-25%	8%	7%	13%	-14%	9%	8%	7%
2024-04	1%	8%	48%	19%	6%	10%	0%	6%	-5%	4%	14%	13%	-6%	4%	39%	15%
2024-05	17%	10%	91%	26%	8%	10%	13%	7%	2%	4%	15%	14%	16%	7%	40%	20%
2024-06	21%	12%	84%	31%	7%	9%	15%	9%	0%	3%	27%	16%	8%	7%	43%	24%
2024-07	13%	12%	119%	35%	1%	8%	33%	12%	-6%	2%	21%	17%	1%	6%	34%	25%
2024-08	16%	12%	138%	39%	16%	9%	23%	14%	-7%	0%	23%	18%	18%	8%	30%	26%
2024-09	13%	12%	121%	42%	15%	9%	2%	12%	-11%	-1%	10%	17%	31%	10%	-2%	22%
2024-10	34%	14%	145%	48%	26%	11%	41%	15%	5%	0%	28%	18%	41%	13%	6%	21%

### 3.1.1.3 降息：有望带动消费及地产增长

- ❑ 美联储2024年9月19日凌晨宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%至5.00%之间的水平。这是美联储自2020年3月以来的首次降息，标志着货币政策由紧缩周期转向宽松周期。随着美联储降息靴子落地，全球多个经济体也开始加入降息队伍。
- ❑ 根据我们对以往美国联邦利率与美国总体消费以及房屋销售的对比，可以发现利率变化与美国总体消费以及房屋销售呈现较强的负相关性。数据显示，2024年10月美国成屋销售量按年率计算增至396万套，同比增长2.9%，为2021年9月以来首次出现上涨，房贷利率下降以及库存上升拉动房屋销售量提升。**因此我们认为，随着2024年底降息通道打开，2025年美国房屋销售有望持续回暖，带动工具等地产链销售回暖。**

图：美国降息或带来消费提振（联邦利率为左轴，其余为右轴）



### 3.1.1.4 扰动因素：汇率及海运费

- **关于汇率**：2024年汇率在上半年整体保持稳定，在9月份开始出现波动，随后在年底大幅度波动，2024年12月3日上午离岸人民币兑美元跌破7.30关口。我们认为，短暂的汇率波动不具有持续性，但出口公司或受益于Q4结汇。而由于2024年汇率相对高位平稳，2025年汇兑影响将较2024年有所降低。
- **关于海运费**：目前海运费较2024年8月高点大幅回落，若2025年海运费能够维持稳定或降低，对于出口企业来说将会是一大利好。

图：人民币汇率变化



图：中国出口集装箱运价指数变化



## 3.1.2 出海链标的推荐/建议关注

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

### 3.1.2.1 巨星科技：持续推进海外基地建设

- 2024年前三季度公司实现营业收入110.84亿元，同比增长28.73%；归母净利润19.35亿元，同比增长28.5%；扣非净利润19.33亿元，同比增长24.95%。24年前三季度毛利率/净利率分别为32.39%/17.85%，同比+0.59pct/2.34pct；公司销售/管理/研发/财务费用率分别为6.52%/5.85%/2.24%/0.31%，同比-0.59/-0.52/-0.35pct/+2.29pct。
- 2024年上半年，全球工具市场整体需求有所复苏，受益于下游客户基本结束主动去库存，整体订单恢复匹配终端市场需求。公司产品端和渠道端均取得突破，主动推出了大量新品，取得了客户的重要订单，线上渠道快速增长，线下经销商拓展有所进展，市场份额明显提升；同时，收入规模的增加带来的规模效应，以及东南亚制造基地的投产，提升了公司的盈利能力，公司主要财务指标回到合理水平，后续仍有提升空间。

图：公司营收变化



图：公司归母净利润变化



### 3.1.2.2 凌霄泵业：下游去库进行时，高分红汇报投资者

- 公司2024年前三季度实现营业收入11.68亿元，同比+23.57%；归母净利润3.30亿元，同比+17.92%；基本每股收益0.92元。24年前三季度毛利率/净利率分别为36.53%/28.27%，同比-1.56pct/-1.35pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为1.48%/1.37%/3.11%/-2.46%，同比+0.16pct/-0.4pct/-0.59pct/+0.65pct。
- 2024上半年国外销售同比增加 36.34%，主要是海外客户的库存逐渐消耗，订单回暖，以及去年基数较低，同比增长较好。与此同时，公司根据2024年年初的规划稳步推进海外营销，参加意大利、泰国、巴西等国家的专业展会，拜访老客户，开发新客户。2024H1，出口的塑料卫浴泵、通用泵增幅较大，不锈钢泵也稳步增长，区域上美洲、亚洲的增幅靠前。

图：公司营收变化



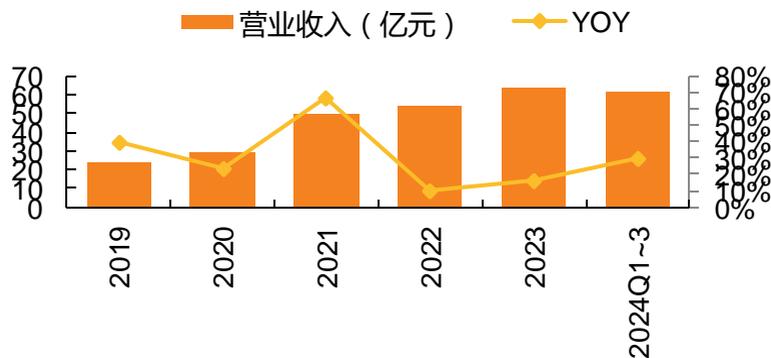
图：公司归母净利润变化



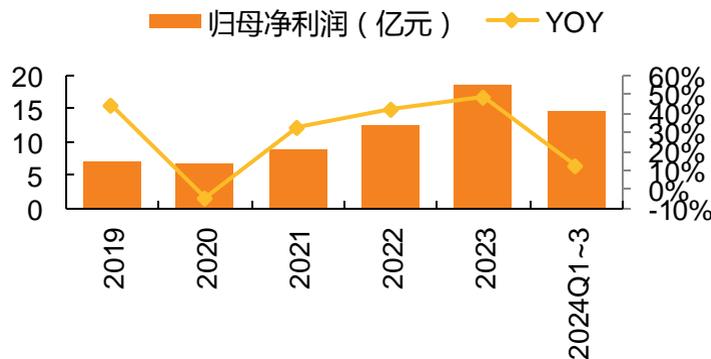
### 3.1.2.3 浙江鼎力：并表CMEC

- 2024年前三季度公司实现营业收入61.34亿元，同比增长29.35%；归母净利润14.6亿元，同比增长12.91%；扣非净利润14.82亿元，同比增长19.42%。24年前三季度毛利率/净利率分别为36.16%/23.83%，同比-5.75pct/-4.48pct；公司销售/管理/研发/财务费用率分别为2.24%/2.32%/2.94%/-1.04%，同比-1.84pct/+0.21pct/-0.3pct/+2.22pct。
- 公司产品矩阵完善，高端优质产品储备丰富，已自主研发出业内最多的200余款高空作业平台，臂式、剪叉式、桅柱式及差异化等全品类产品型谱已全面完善。公司全系列臂式产品提供三种动力源选择，电柴混动同平台，工作高度覆盖16-44米，适配多种应用场景，全方位满足客户需求。臂式系列作为公司近年来主推产品，已成为公司成长主要动力。2024年上半年，公司臂式产品销售收入同比增长57.67%，占主营业务收入比例达48.57%。公司全系列产品已实现电动化，是全球首家实现高米数、大载重、模块化电动臂式系列产品制造商。2024年上半年，公司臂式电动款产品销量同比增长38.87%。

图：公司营收变化



图：公司归母净利润变化



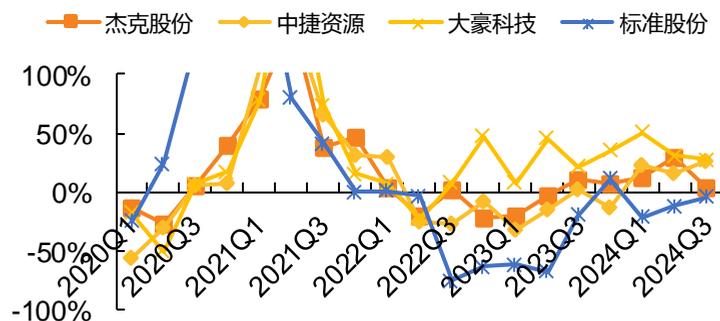
## 3.2.1 纺服设备

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

### 3.2.1.1 服装设备：缝制设备上升周期到来

- 缝制机械行业的周期性主要取决于下游纺织服装、箱包、鞋帽等行业用户对缝制设备的购置和更新升级周期性，国内行业基本上每3-4年经历一轮景气周期。我们从大豪科技、杰克股份、中捷资源和标准股份的营收增速以及工业缝纫机产量变化中可以看出，在2013、2017以及2021年，每4年会迎来缝制机械行业景气上行期；而周期低点分别出现在2015、2019、2022，间隔时间为3~4年。可以看出，行业上行期时间约为2年，而下行期约为1~2年；每一轮周期则表现为缝纫机产值的弱-强-次强-弱。
- 而选取四家上市公司自2020年以来的季度表现，可以发现杰克股份/中捷资源自2023年下半年以来营收表现逐步好转，2024年营收保持同比增长；标准股份收入仍承压，但是降幅较2022~2023年收窄。而大豪科技自2023年以来则持续保持较高增速。**我们认为，目前已经进入缝制设备上升周期。**

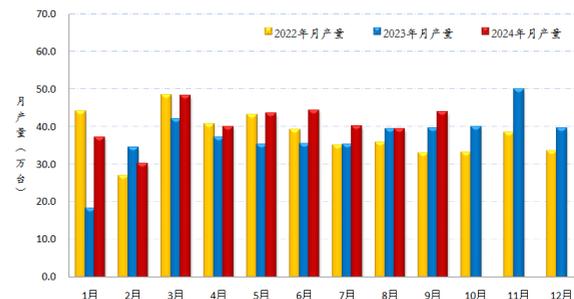
图：各公司营收与工业缝纫机产量增速对比



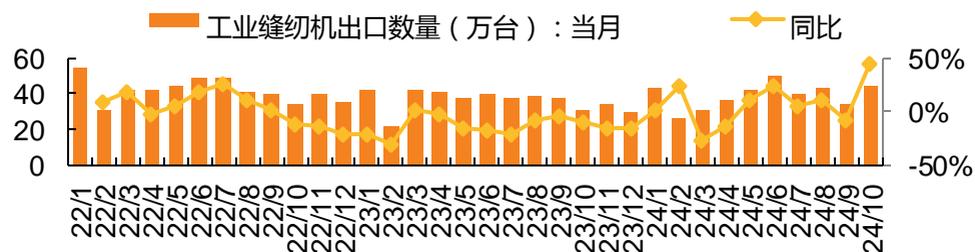
### 3.2.1.2 服装设备：工业缝纫机内需放缓、外销增长的态势或将持续

- 2024年前十月呈现内需回暖、外销增长的走势。从行业月度百家整机企业工业缝纫机生产情况来看，2024年前三季度行业生产较上年明显增长。二、三季度以来，受市场需求平缓回落的影响，行业百家企业工业缝纫机产量在4月稍下调之后再度平缓回升，产量稳定在40万台左右。
- 内需来看，一季度行业内销增长明显；二、三季度受消费、订单、库存及工价等因素影响，用户开始对市场持谨慎观望态度，服装工厂对传统缝制设备的需求明显减少，行业内销增速有所放缓。
- 出口来看，二、三季度海外市场逐步回暖。9月受国际贸易不确定性加大、地缘冲突加剧、美国大选等因素影响，下游用户逐步陷入观望态势，行业月出口额下滑至2.6亿美元，同比增长8.70%，环比下滑16.28%。10月国际主要缝制设备市场需求加快释放，工业缝纫机出口较快发力，我国缝制机械出口加速回升。**其中，工业缝纫机出口量44万台，出口额1.36亿美元，同比分别增长44.04%和63.72%，环比分别增长28.82%和19.00%。**
- 我们认为，在我国缝制机械行业依然有望保持相对平稳发展，**2025年预计内需放缓、外销增长的态势将持续**，市场增量将进一步向各类专业化、功能化和自动化设备集中。

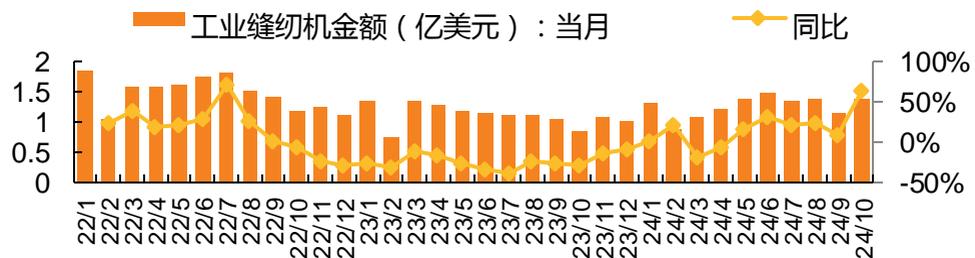
图：近三年行业月出口缝制机械产品金额情况



图：工业缝纫机出口数量及同比



图：工业缝纫机出口金额及同比



## 3.2.2 纺服设备标的推荐/建议关注

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

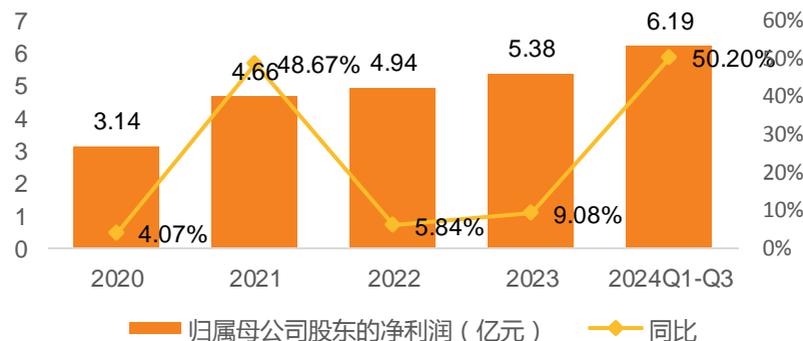
### 3.2.2.1 杰克股份：盈利能力不断提升，爆品策略初见成效

- 公司2024年前三季度营收约47.06亿元，同比增加14.79%；归母净利润6.19亿元，同比增加50.2%；基本每股收益1.31元。24年前三季度毛利率/净利率分别为32.22%/13.35%，同比+3.67pct/2.99pct。
- 公司紧抓行业复苏机遇，在聚焦核心品类、打造爆品、实现价值营销的经营指引下，通过快反王等爆品发布会及挑战赛拉动产品结构升级，带动各产品品类的增长。根据公司公众号，截至2024年11月5日，公司“双王”累计销量超80万台。我们认为，公司通过“双王”销售全面提升公司产品力，引领高端品类发展方向。此外，根据公司公众号，经弗若斯特沙利文的权威认证，杰克连续14年全球工业缝纫机销量第一。

图：公司营收及同比



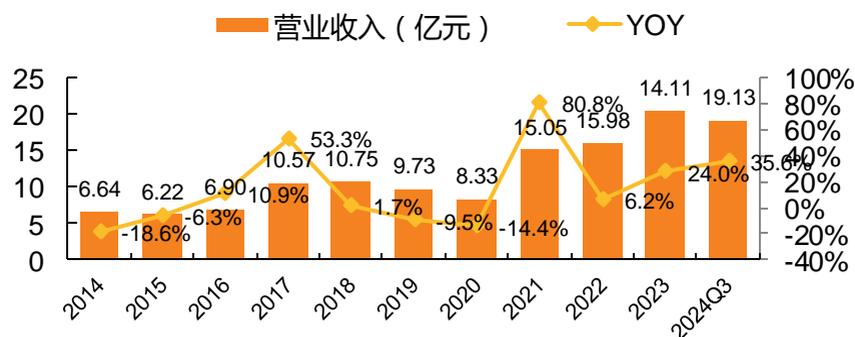
图：公司归母净利润及同比



### 3.2.2.2 大豪科技：业绩高增，需求有望维持

- ❑ 公司2024年前三季度实现营收19.13亿元，同比增加35.63%；实现归母净利润4.92亿元，同比增加68.93%；基本每股收益0.44元，同比增加69.23%。
- ❑ 2024年上半年整体行业市场向好受出口和内销需求双重驱动。高速机、一体化等新技术、新机型换代升级，以及中国风潮流兴起、流行风格切换等市场持续热点，推动了国内市场换机需求；外需受印度、巴基斯坦、东南亚、土耳其等国家的需求增长带动。公司紧抓市场时机、快速响应，进一步巩固和提升了产品的市场占有率，2024年上半年延续了收入高增长态势，高附加值产品的热销也进一步提高了公司智能电控产品的盈利能力。
- ❑ 此外，公司积极布局、开拓海外市场，在全球设立了8家海外办事处，不仅在印度、巴基斯坦、越南、孟加拉等亚洲市场深耕发展，更将触角延伸至国际品牌的优势区域土耳其、阿联酋、欧洲等新兴市场。

图：公司营收及同比



图：公司归母净利润及同比



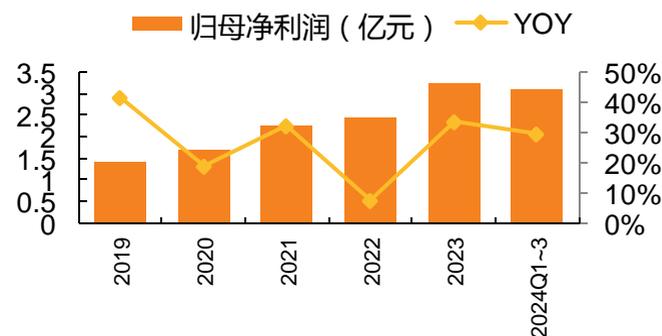
### 3.2.2.3 宏华数科：产能逐渐释放，竞争力持续提升

- ❑ 公司2024年前三季度营收12.65亿元，同比增加43.36%；归母净利润3.1亿元，同比增加29.51%；基本每股收益1.74元。毛利率/净利率分别为46.45%/25.39%，同比-1.53pct/-3.02pct。
- ❑ 公司首次公开发行募投项目“年产2000套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂”已正式投产；定增募投项目“年产3,520套工业数码喷印设备智能化生产线”正在有序推进建设；喷印产业一体化基地项目已正式开工，计划将2025年建成投产，实现年产4.7万吨数码喷印墨水和200台工业数码喷印机产能。近几年产能快速增长有助于打通全产业链，促进企业提效降本、提升竞争力。

图：公司营收及同比



图：公司归母净利润及同比



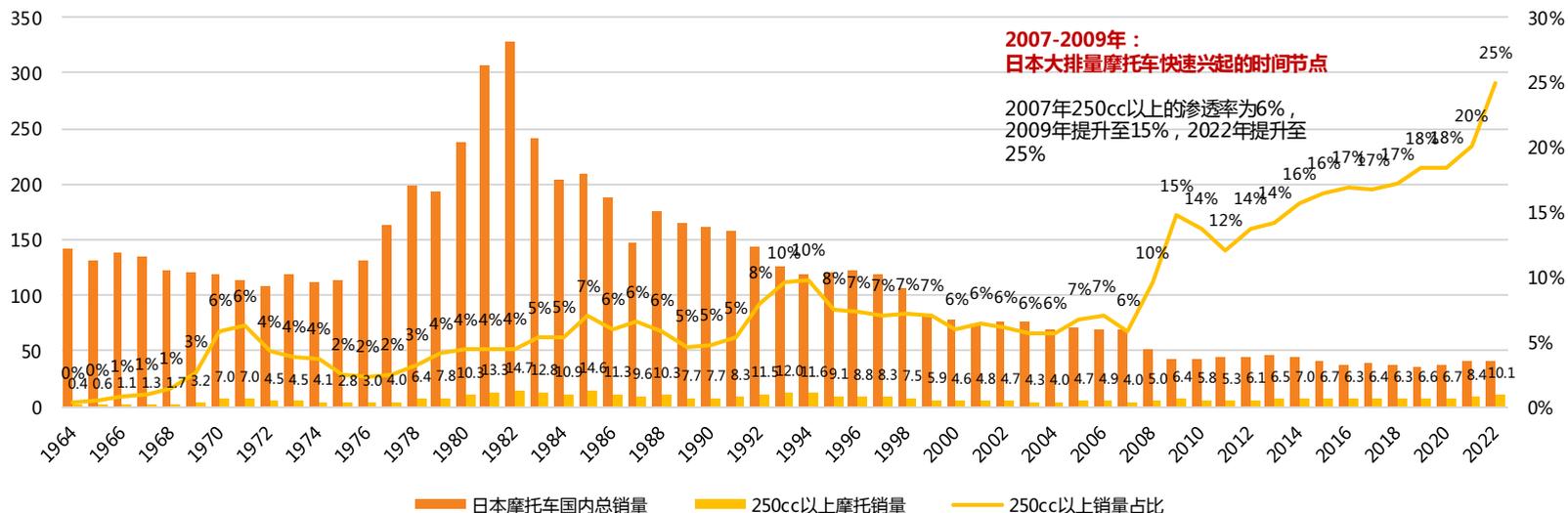
## 3.3

# 摩托车：内销与出口均保持不错增速趋势，新车型的发布有望创造全新增长曲线

### 3.3.1 摩托车内销：大排量摩托车对标日本判断国内天花板尚早

- 日本大排量摩托兴起时间比国内早十年，2022年250cc以上摩托销量渗透率已提升至25%，人均大排量摩托车消费量8.1辆/万人。
- 日本的大排量开始兴起时间为2007年左右，比中国早十年左右。日本的大排量摩托兴起时间点为2007年，当年日本的大排量渗透率仅为6%，而后渗透率开始迅速提升，2022年日本250cc以上的销量占比已经达到25%。日本的大排量摩托车消费8.1辆/万人，而中国只有3.9辆/万人，约是两倍左右。

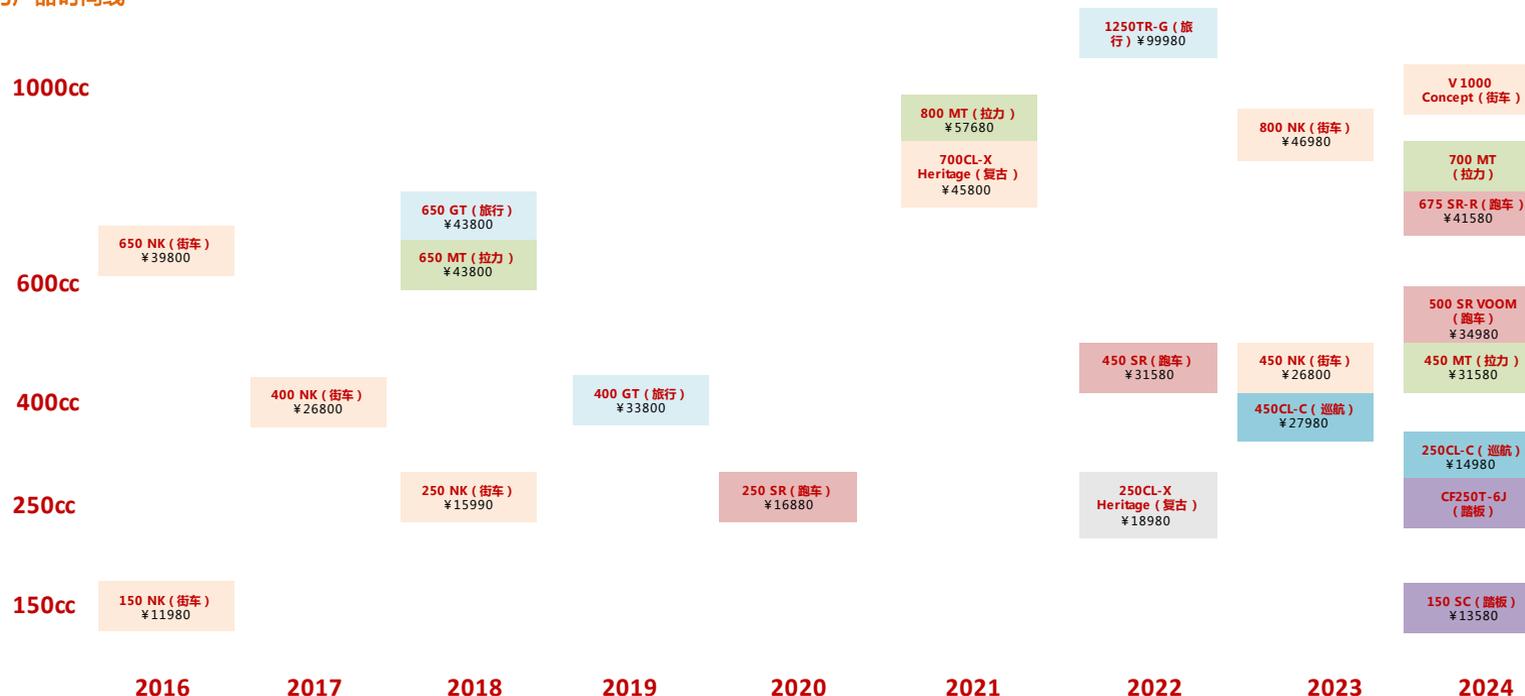
图：日本市场摩托车销量复盘（单位：万辆）



### 3.3.1 摩托车内销：大排量摩托车自2018年加速兴起，对标日本判断国内天花板尚早

□ 春风动力：主打精品+畅销款路线，2022年推出畅销车型450SR，品牌认可度开始加速提升，2024年新品发布密集。

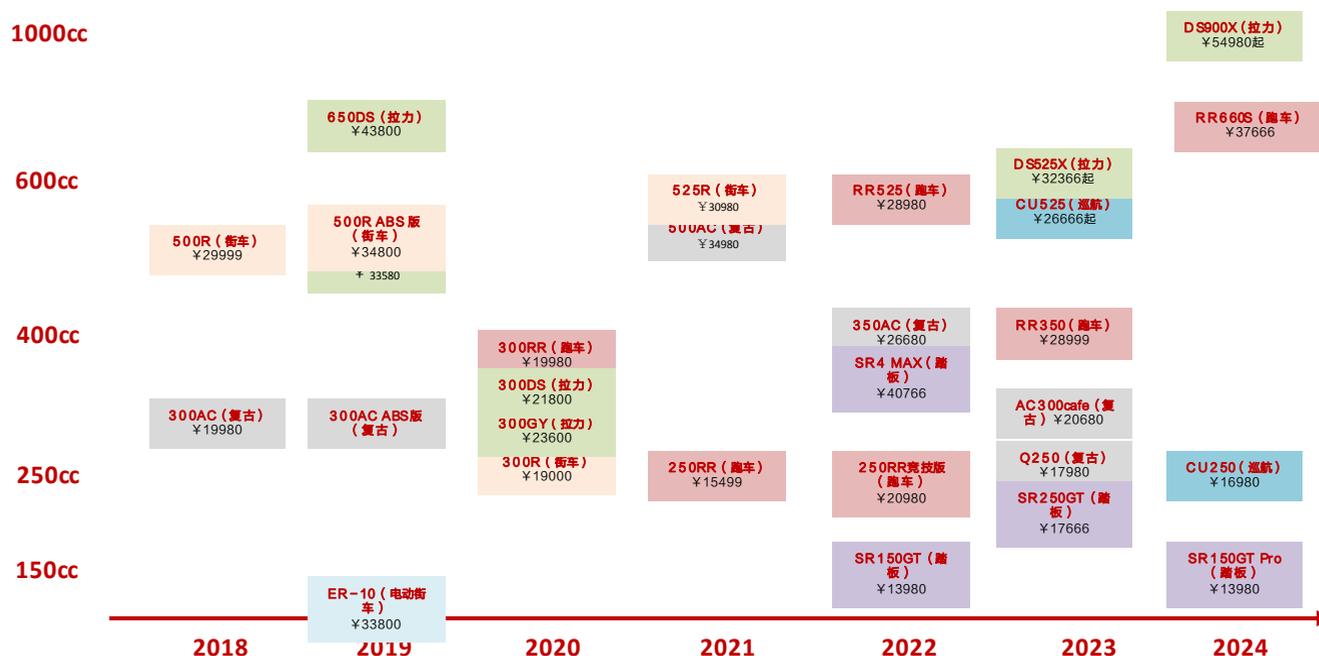
图：春风动力产品时间线



### 3.3.1 摩托车内销：大排量摩托车自2018年加速兴起，对标日本判断国内天花板尚早

□ 隆鑫通用：宝马深度合作的代工商，CU525畅销款巡航收获大量市场认可，“宝马背书”下开启加速成长。

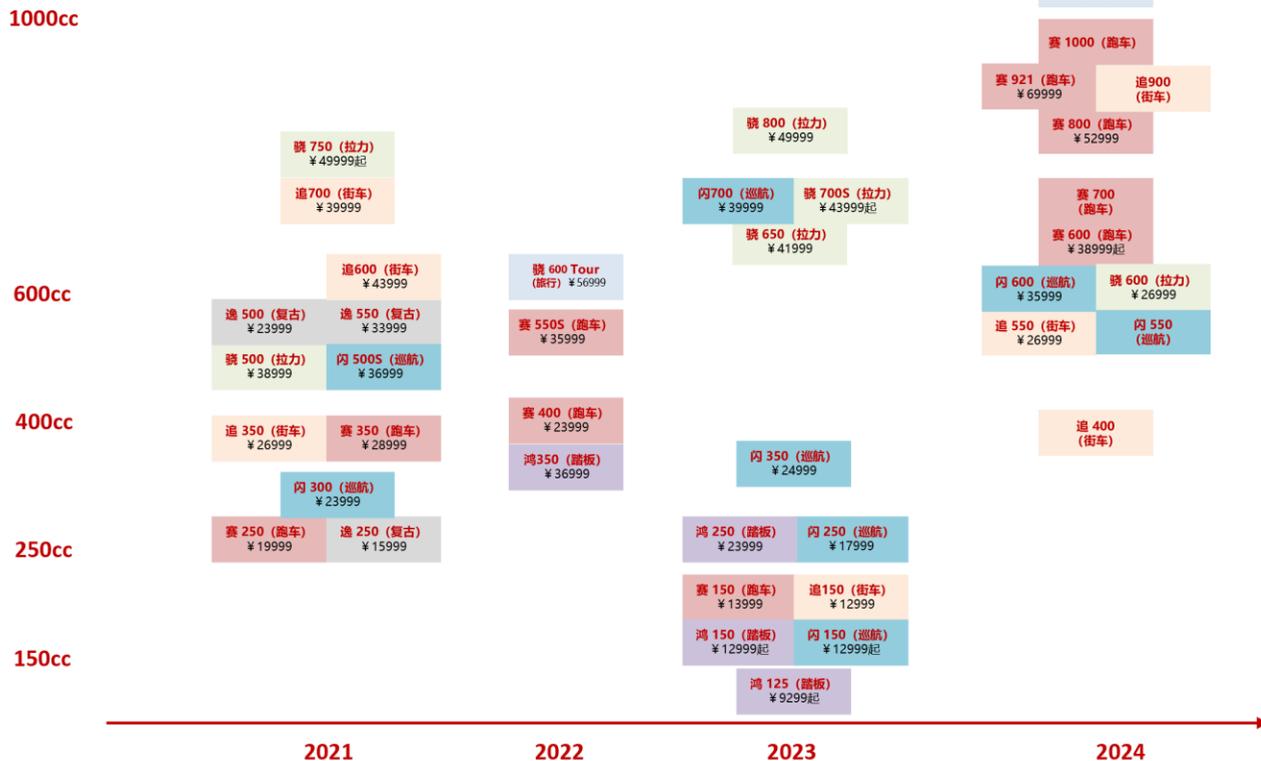
图：无极机车产品时间线



### 3.3.1 摩托车内销：大排量摩托车自2018年加速兴起，对标日本判断国内天花板尚早

□ 钱江摩托:产品开发实力强劲,类型与排量布局非常完善。

图：钱江摩托产品时间线

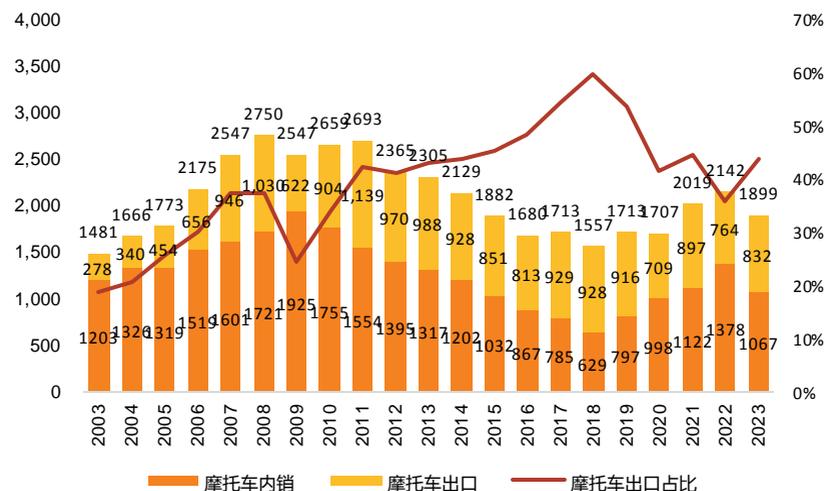


### 3.3.2 摩托车出口：大排量摩托出口增速迅猛，欧洲、拉美为大排量出口主要市场

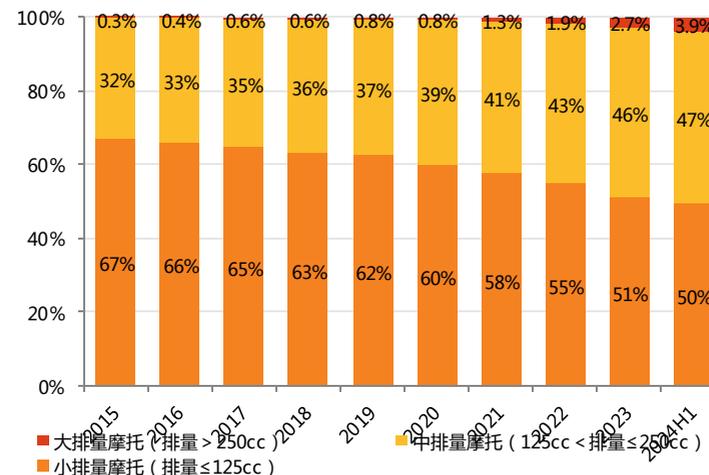
#### 中国摩托车销量：内销趋稳，出口占比持续提升

- 摩托车出口占比提升：内销经历2010年-2016年的持续萎缩之后，2016年起迎来平稳期；出口自2016年后有回暖态势。2012年起摩托车出口占比呈上升态势，从2012年的占比41%提升至2018年的60%，在2022年出现大幅波动，但在2023年又迅速回稳。
- 中大排量摩托出口占比提升：2015年-2024H1，中大排量摩托出口占比份额逐步增加，分别从2015年的32%、0.3%跃升至2024H1的47%、3.9%；小排量摩托出口占比逐渐收窄，从2015年的67%跌至2024H1的50%。

图：中国的摩托车历史销量复盘（单位：万辆）



图：中国摩托车出口排量占比结构-按数量

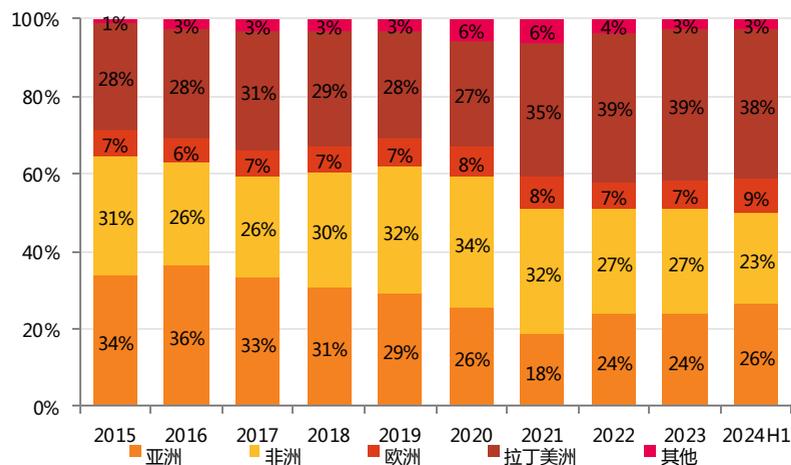


### 3.3.2 摩托车出口：排量摩托出口增速迅猛，欧洲、拉美为大排量出口主要市场

#### □ 中国摩托出口区域：主要面向亚非拉市场。

- 拉美市场占据中国摩托车出口的份额从2015年的28%提升至2024H1的38%，已成为中国摩托车出口的最大市场。其次是亚洲、非洲，欧美的占比较小，合计仅12%。
- 过去五年增速表现较为亮眼的还有土耳其、委内瑞拉、俄罗斯等国家。五年CAGR24%、315%、33%。

图：中国的摩托车出口区域分布-按数量



图：中国摩托车2023年出口数量前三十的国家

排名	国家	2023年出口数量 (万辆)	2018年出口数量 (万辆)	出口数量 CAGR5	24H1出口数量 (万辆)	24H1出口数量同比增速
1	墨西哥	158.3	88.0	12%	98.5	71%
2	菲律宾	66.8	95.6	-7%	33.6	-3%
3	土耳其	56.7	19.4	24%	45.4	35%
4	多哥	41.1	45.6	-2%	18.8	-4%
5	尼日利亚	40.6	45.0	-2%	16.1	-9%
6	阿根廷	40.1	44.1	-2%	12.2	-40%
7	委内瑞拉	37.6	0.0	315%	30.9	95%
8	美国	29.2	27.9	1%	17.9	48%
9	哥伦比亚	28.1	23.3	4%	17.0	18%
10	秘鲁	25.7	22.3	3%	10.1	-20%
11	危地马拉	25.2	12.7	15%	12.6	19%
12	加纳	24.8	16.7	8%	13.9	16%
13	俄罗斯	24.5	5.8	33%	18.5	58%
14	摩洛哥	23.3	17.0	7%	16.8	55%
15	伊朗	22.0	6.4	28%	18.9	47%
16	坦桑尼亚	19.2	10.2	13%	9.0	28%
17	莫桑比克	18.3	9.1	15%	8.7	2%
18	缅甸	18.2	71.9	-24%	14.2	56%
19	阿联酋	17.0	2.8	43%	6.9	-25%
20	喀麦隆	16.8	7.9	16%	9.4	11%
21	多米尼加	16.5	10.4	10%	9.0	28%
22	厄瓜多尔	15.7	12.7	4%	8.7	23%
23	巴拉圭	15.2	13.2	3%	11.7	84%
24	安哥拉	15.0	5.1	24%	4.7	-53%
25	巴拿马	14.9	1.1	69%	5.6	371%
26	埃及	14.4	24.9	-10%	8.0	53%
27	阿富汗	13.8	7.1	14%	9.3	11%
28	洪都拉斯	13.2	9.4	7%	7.0	43%
29	塞内加尔	11.9	7.9	9%	7.0	32%
30	马里	11.4	9.9	3%	7.0	2%

### 3.3.2 摩托车出口：排量摩托出口增速迅猛，欧洲、拉美为大排量出口主要市场

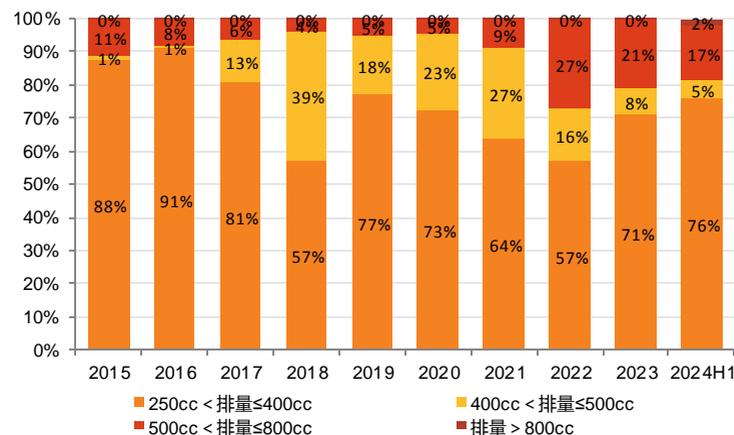
□ 大排量摩托出口增速迅猛，250cc-400cc占据大排量出口的主要份额。

- 2015年起，大排量摩托车出口数量增态明显，2015-2023年期间CAGR为38.18%，并在2024H1同比增长88%，增长势头延续。
- 2024H1，出口主要排量段以250-400cc为主，占比在70%以上，其次为500-800cc产品，占比17%左右。800cc以上产品在24H1首次实现出口5025辆，开始逐渐开拓海外市场潜力。

图：中国大排量摩托车出口数量（250cc以上）



图：中国大排量摩托车出口数量的分布结构

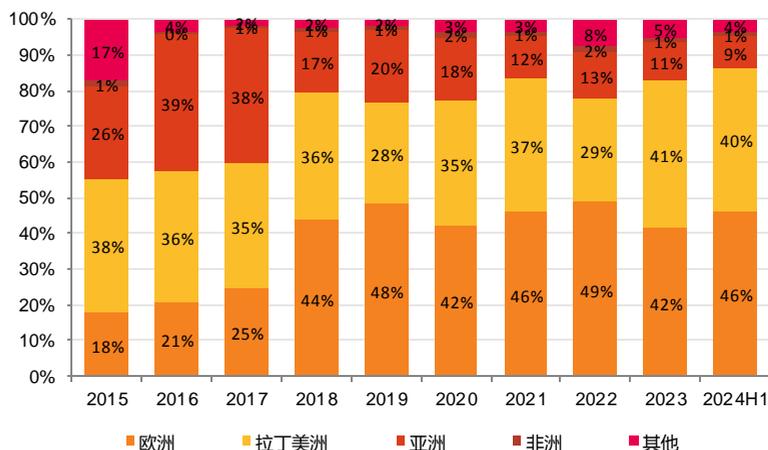


### 3.3.2 摩托车出口：出口增速亮眼，欧洲市场品牌认可度持续提升

#### □ 欧洲、拉美为大排量出口主要市场，有望延续增长势头

- 2018年起，欧洲、拉美在大排量摩托出口占比中合计80%左右，是大排量出口的两大主要市场。
- 其中墨西哥、危地马拉、俄罗斯、白俄罗斯增速较快，墨西哥是大排量出口最多的国家。

图：中国大排量摩托车出口排量占比结构-按数量

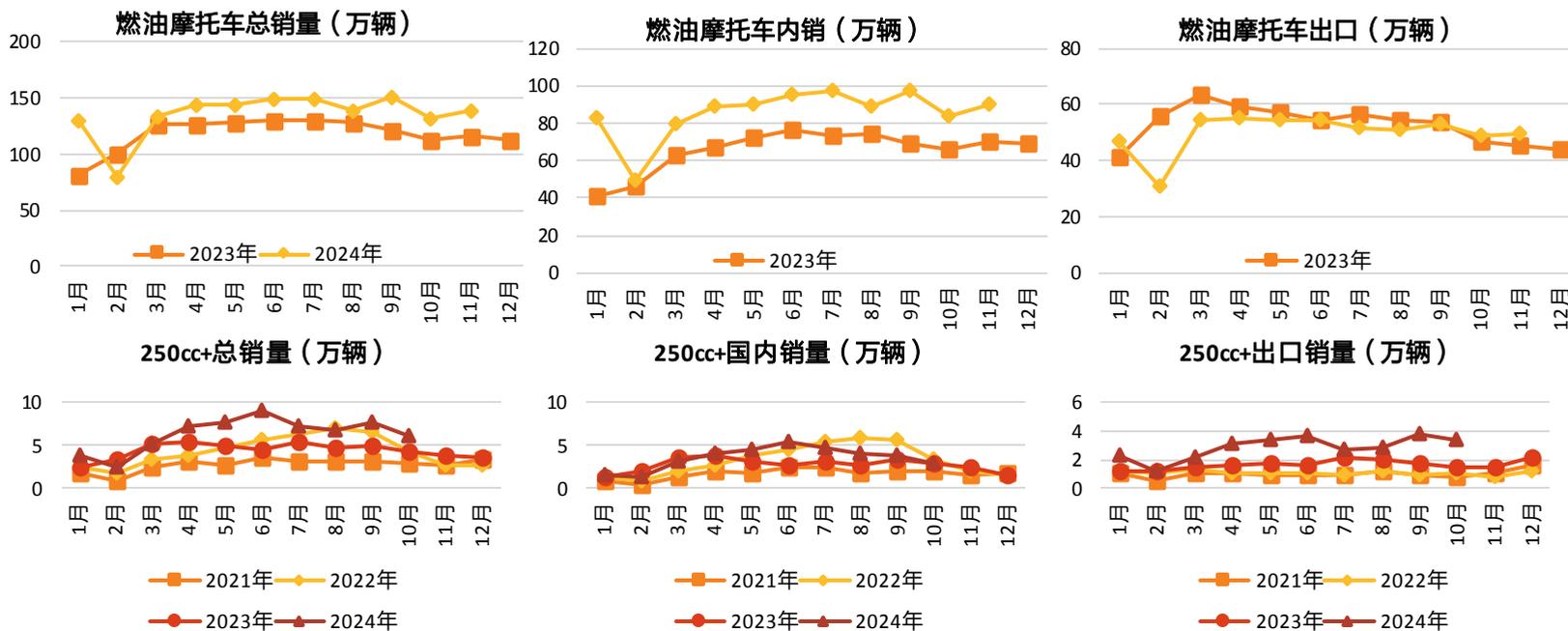


图：中国大排量摩托车2023年出口数量前三十的国家

排名	出口国家	2023年出口数量(辆)	2023年同比增速	24H1出口数量(辆)	24H1出口增速
1	墨西哥	59258	283%	62101	384%
2	意大利	33774	-10%	25966	16%
3	俄罗斯	24698	245%	37279	218%
4	阿根廷	18264	55%	6380	-38%
5	秘鲁	13220	22%	8948	44%
6	西班牙	12513	15%	7764	18%
7	美国	11562	3%	6379	-18%
8	奥地利	11070	122%	8869	32%
9	危地马拉	10079	2105%	10792	2841%
10	德国	9950	0%	5561	-11%
11	土耳其	8209	204%	7587	116%
12	法国	5809	-16%	4615	11%
13	希腊	5437	67%	5301	81%
14	巴西	5414	596%	2489	88%
15	泰国	4774	90%	1653	-57%
16	白俄罗斯	4618	197%	4258	160%
17	厄瓜多尔	4016	17%	4115	98%
18	委内瑞拉	3111	369%	2081	1679%
19	哥伦比亚	2909	-33%	1571	18%
20	葡萄牙	2885	32%	1157	35%
21	菲律宾	2881	-41%	1839	61%
22	澳大利亚	2786	4%	2658	104%
23	马来西亚	2734	24%	2135	78%
24	波兰	2345	203%	3111	175%
25	英国	2232	33%	1572	2%
26	韩国	2199	-27%	1009	30%
27	乌克兰	2151	118%	4115	676%
28	多米尼加	2112	19%	189	-88%
29	日本	2078	282%	1192	174%
30	智利	2040	-46%	949	-12%

### 3.3.3 摩托车：内销与出口均保持不错增速趋势

- 11月单月，全行业燃油两轮摩托销量139.52万辆，环比+5.96%，同比+20.75%。其中大排量（250cc以上）销量5.48万辆，环比-10.22%，同比+42%。
- 内销：总销量49.23万辆，环比+1.3%，同比+7.9%；大排量（250cc以上）销量2.45万辆，环比-12.8%，同比+4.2%。
- 出口：总销量90.29万辆，环比+8.67%，同比+29.46%；大排量（250cc以上）销量3.04万辆，环比-8.0%，同比+81.5%。



# 4

## 主题&成长：机器人、风电、 3C设备、光伏

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 4.1. 机器人产业链

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 4.1.1 华为机器人历程

### □ 华为人形机器人的发展时间线：

- 2017：与爱丁堡大学、软银签订协议，围绕AI+机器人领域开展研发
- 2022：达闼机器人签订了合作协议，旨在机器人技术与行业应用方面展开合作
- 2023：成立了东莞极目机器有限公司，并专门建设了产业园区
- 2024：推出了专门针对垂直领域的盘古具身智能大模型；华为(深圳)全球具身智能产业创新中心宣布正式运营

表：华为机器人的发展时间线

时间	事件
2017	与爱丁堡大学、软银签订协议，围绕AI+机器人领域开展研发
2022	达闼机器人签订了合作协议，旨在机器人技术与行业应用方面展开合作
2023	成立了东莞极目机器有限公司，并专门建设了产业园区
2024	推出了专门针对垂直领域的盘古具身智能大模型 华为(深圳)全球具身智能产业创新中心宣布正式运营

## 4.1.2 建议关注标的

- ❑ **赛力斯**：2022年7月推出aito第二款品牌问界M7，23年12月发布问界M9，2021年4月，双方合作的首款车型赛力斯华为智选SF5诞生，2021年4月至12月赛力斯SF5累计销量超过8500辆，2021年12月发布高端智慧品牌-AITO。
- ❑ **豪能股份**：公司投资人形机器人板块，璧山建设运营“智能制造核心零部件项目”（一期投资总额10亿元，旨在建设新能源汽车行星减速机构零件、高精度工业行星减速机产线，并布局机器人用高精度减速机及关节驱动总成等相关领域，并同时规划二期、三期）
- ❑ **瑞迪智驱**：在机器人领域，公司谐波减速机已经开始供货。
- ❑ **柯力传感**：布局力矩传感器，送样头部企业
- ❑ **科力尔**：推出一款完全自主可控的伺服驱动器，且性能进入国内第一梯队
- ❑ **雷赛智能**：从2018年起持续耕耘机器人行业（AGV/AMR、协作机器人等），并于2023年12月成功研发出高密度无框力矩电机、CD伺服驱动器、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等核心产品。
- ❑ **汉威科技**：柔性传感器产品已经送样给多家机器人整机厂商

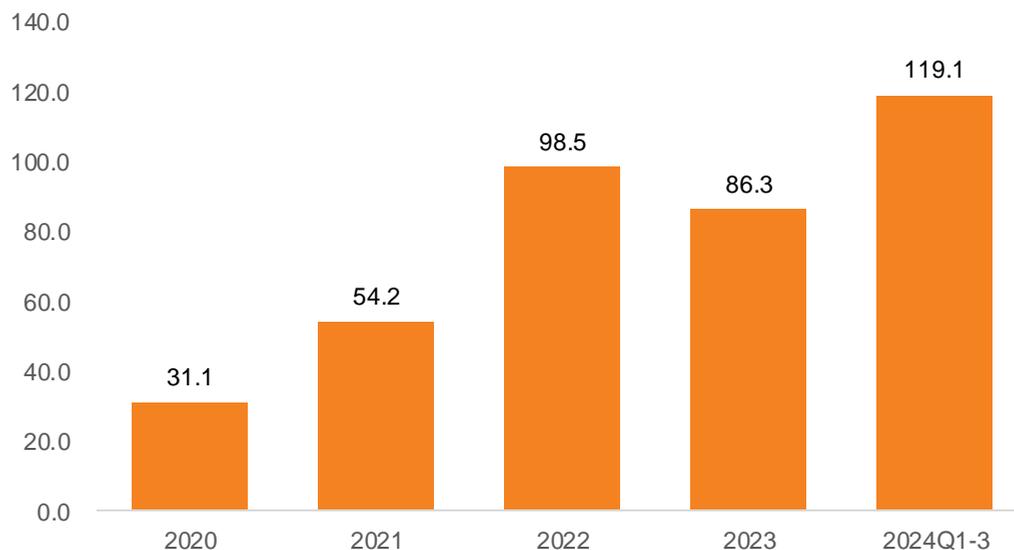
## 4.2. 风电板块：海风陆风有望同时量价齐升

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 4.2.1 国内有望开启密集建设期，陆风海风共振

□ 国内市场：2024Q1-Q3公开招标119.1GW，2025年有望开启密集建设期

图：2020-2024Q3公开招标情况（单位：GW）



## 4.2.2 海外市场风电需求加速，出海份额持续提升

- 海外风电需求加速，根据GWEC预测2025年海外市场的陆风海风装机量增速达26%、59%。
- 陆上风电：根据GWEC预测，2025年海外市场将迎来加速推进，欧洲、北美、亚太地区将新增20.9、13.5、11.9GW的陆风装机，23-28年海外市场新增陆风新增装机容量将从36.3GW提升至70.5GW，CAGR达到14%。
- 海上风电：主要区域为欧洲，2025年将建设5.5GW海上风电，预计2028年欧洲新增容量将提升至14.2GW，23-28年CAGR为30%。若考虑其他市场，海外市场的风电新增装机总量2028年将提升至22.2GW，CAGR为37%。

表：海外市场新增风电装机容量预测（单位GW，根据GWEC的预测）

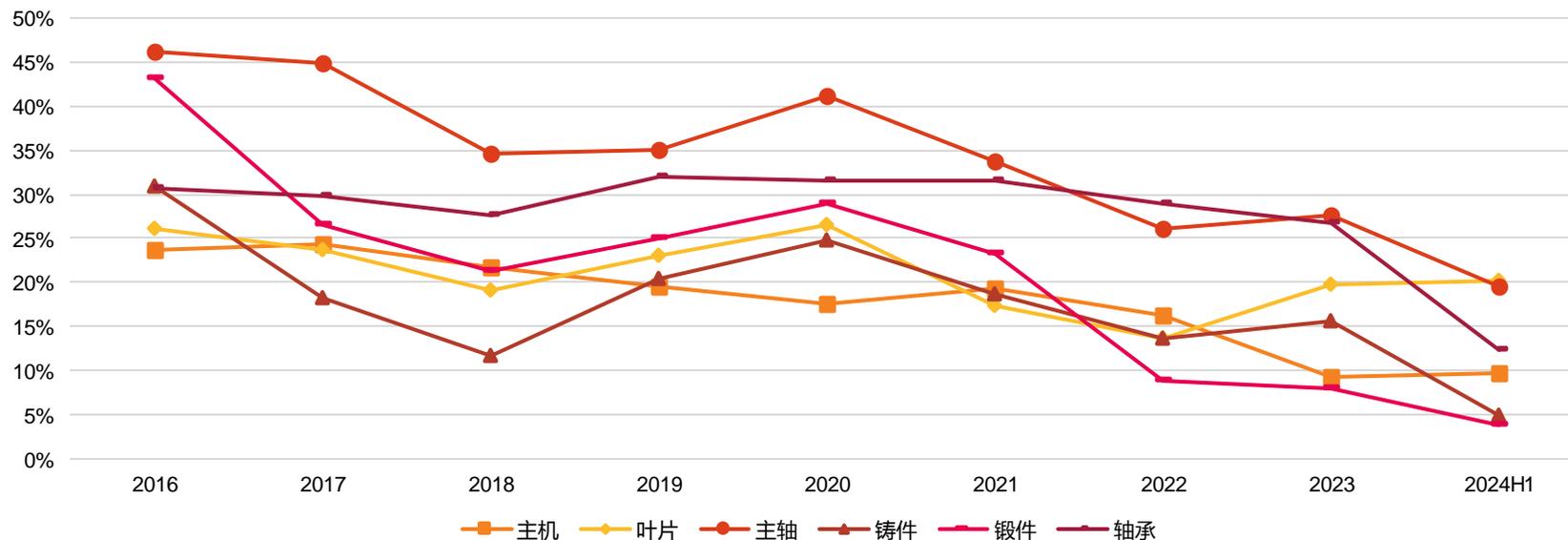
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	23-28年CAGR
<b>陆风</b>							
北美	8.1	9.5	13.5	15.5	16	17	16%
拉美	6.3	5.6	4.8	5.4	6.2	6.9	2%
欧洲	14.5	16.1	20.9	22.6	25.1	27	13%
非洲	0.6	1.5	1.8	2.3	3.1	3.4	41%
中东	0.3	0.8	1.4	1.6	1.6	1.8	43%
亚太（除中国）	6.5	9.6	11.9	13	13.1	14.4	17%
<b>海外陆风新增合计</b>	<b>36.3</b>	<b>43.1</b>	<b>54.3</b>	<b>60.4</b>	<b>65.1</b>	<b>70.5</b>	<b>14%</b>
<b>陆风YoY</b>		<b>19%</b>	<b>26%</b>	<b>11%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	
<b>海风</b>							
欧洲	3.8	3.6	5.5	8.6	10.7	14.2	30%
北美	0	0.9	1.6	2.4	2.6	2.8	-
亚太（除中国）	0.77	1.1	1.8	2.6	2.6	5.2	47%
<b>海外海风新增合计</b>	<b>4.57</b>	<b>5.6</b>	<b>8.9</b>	<b>13.6</b>	<b>15.9</b>	<b>22.2</b>	<b>37%</b>
<b>海风YoY</b>		<b>23%</b>	<b>59%</b>	<b>53%</b>	<b>17%</b>	<b>40%</b>	

## 4.2.3 变化：风机大型化+供需格局改善

### □ 变化：风机大型化+供需格局改善

- **供需格局改善**：2020年抢装过程中，零部件供应偏紧，主机毛利率有所下降，而叶片、主轴、铸件、锻件等零部件的毛利率均出现显著改善，预计2025年国内风电迎来密集开工期，供需关系有望得到改善，零部件环节的毛利率有望迎来提升。
- **风电大型化**：国内风电大型化的趋势显著，大型化零部件的供应能力紧缺，部分小厂商较难参与竞争，因此各家上市公司作为行业的头部竞争者，有望获得较强的竞争优势。

图：各零部件环节毛利率变动情况



注：本图数据源自样本公司均值（金风科技、阳明智能、远达股份、三一重能、电气风电）

# 4.3 3C设备

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

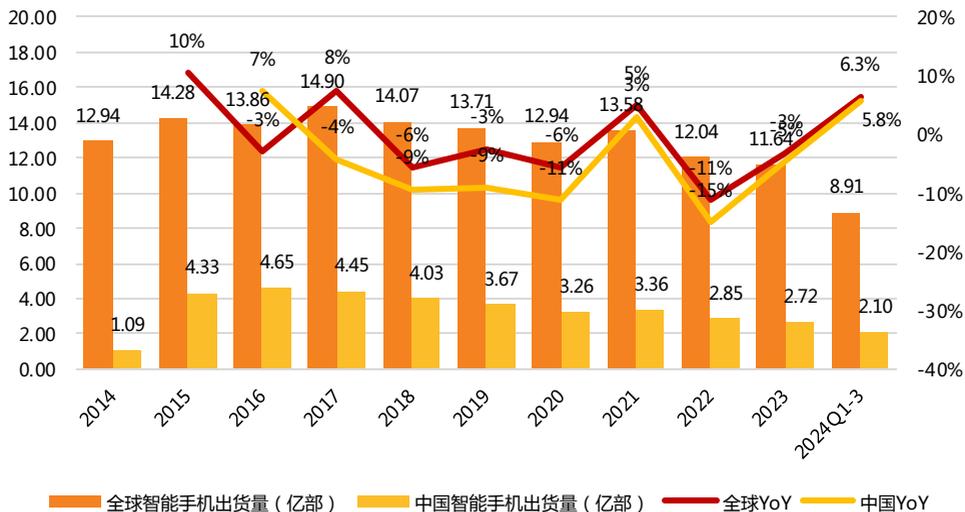
## 4.3.1

# 3C设备：苹果创新大周期，超薄手机、 折叠屏、二代MR、AI眼镜等新产品有望 曝光

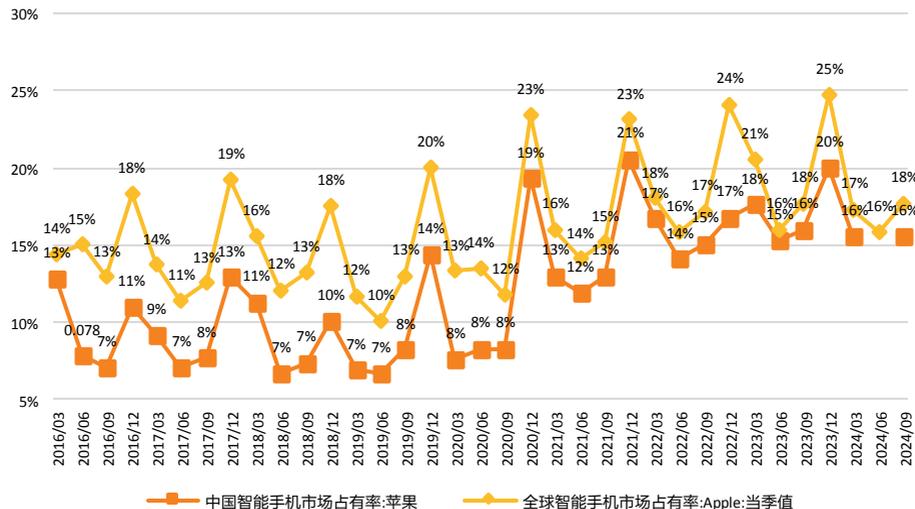
## 4.3.1 全球与国内消费电子2024年需求有所修复，预计25年在AI换机潮的加持下延续回暖趋势

- 全球与国内消费电子2024年需求有所修复，预计25年在AI换机潮的加持下延续回暖趋势。2024年前三季度，全球与中国的手机销量为8.91、2.10亿部，同比增长6.3%、5.8%，在连续两年下滑后有所回暖，2025年AI手机有望进一步在功能上得到丰富，使得用户的换机周期进一步缩短，2025年消费电子预计将进一步回暖。
- 苹果手机在全球的市场份额在2020年后呈现持续提升趋势，（每年四季度苹果份额较高，主要因为Apple每年发布新机时间都在九月份，新机型对销量的带动作用明显），2025年iphone17系列预计增加超薄机型、AI进一步升级，有望带动Apple市占率进一步提升。

图：全球和中国的手机销量



图：苹果手机在全球与中国的市场份额



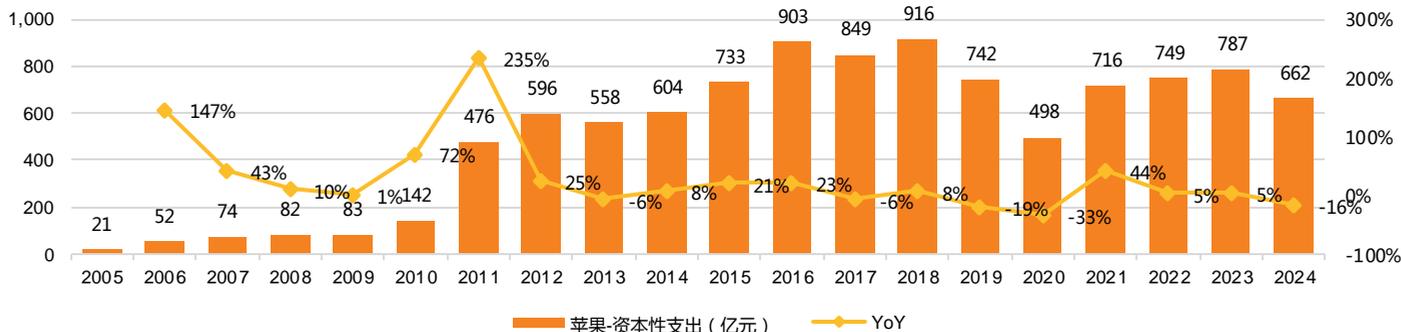
## 4.3.2 苹果手机2015年至今销量趋稳，设备开支主要来自设计创新的迭代需求。

□ 苹果手机2015年至今销量趋稳，设备开支主要来自设计创新的迭代需求。2015年至今苹果手机基本稳定在2亿部销量，后续苹果对于设备的需求主要来自产品设计创新对设备迭代更新的带动。

图：苹果手机销量



图：苹果的资本开支



### 4.3.3 iPhone 17或迎来重大变化

- **iPhone 17 硬件创新**：根据智东西，iPhone 17系列被传将在摄像头排列、相机像素、灵动岛、机身按键、屏幕尺寸、外观材质等方面大改，或有望带动新设备变化。

图：IPHONE 17或迎来诸多变化



## 4.3.4 相关标的推荐/建议关注

- **3C设备非标定制化属性较强，受益创新周期的设备迭代。**我们认为3C设备将显著受益，由于非标定制化程度较高，主要需求来自手机内部结构升级带来的设备更新投资，因此AI手机带来的内部结构升级将显著拉动设备开支。

表：3C设备梳理

公司	代码	市值（亿元）	收入（亿元）				净利润（亿元）				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
博众精工	688097.SH	124	48.4	53.2	63.7	75.7	3.9	13.6	16.9	20.1	9.1	7.3	6.1
快克智能	603203.SH	59	7.9	10.2	12.9	15.3	1.9	2.6	14.0	16.4	22.7	4.2	3.6
燕麦科技	688312.SH	44	3.3	4.6	6.5	8.2	0.7	0.9	1.5	1.8	50.8	28.4	24.1
杰普特	688025.SH	46	12.3	14.6	17.9	21.2	1.1	1.5	2.1	2.7	30.6	21.8	17.1
联赢激光	688518.SH	55	35.1	36.4	41.3	47.4	2.9	2.7	3.8	5.1	20.5	14.3	10.7
赛腾股份	603283.SH	123	44.5	53.1	65.3	76.0	6.9	8.3	10.1	11.8	14.9	12.2	10.4
鼎泰高科	301377.SZ	95	13.2	16.5	20.4	24.7	2.2	2.6	3.5	4.4	35.8	27.0	21.3
统联精密	688210.SH	31	5.6	8.6	12.1	17.0	0.6	1.1	1.6	2.4	29.1	19.0	13.0
凯格精机	301338.SZ	34	7.4	9.2	11.2	13.2	0.5	0.7	0.9	1.2	51.3	38.2	29.2
创世纪	300083.SZ	105	35.3	47.1	57.3	67.5	1.9	4.4	5.7	7.0	23.8	18.4	15.1

注：本表内容为WIND一致预期；数据截止时间为20250123收盘

# 5.风险提示

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 5. 风险提示

- ❑ **基建需求不及预期：**我们认为2025年工程机械内需增量来源于财政扩张期的基建建设，若基建需求不及预期，则推荐标的/建议关注标的存在业绩不及预期的可能性。
- ❑ **工程机械出海不及预期：**我们认为2025年工程机械外需增量来源于国内龙头机械的出海情况，若出海不及预期，则推荐标的/建议关注标的存在业绩不及预期的可能性。
- ❑ **船舶替换需求不及预期：**若船舶替换需求不及预期，则推荐标的/建议关注标的存在业绩不及预期的可能性。
- ❑ **海外关税上涨风险：**美国新任总统上台或对华颁布更加严苛的关税政策，若如此，则存在推荐标的/建议关注标的业绩不及预期的可能性。
- ❑ **机器人产业化不及预期：**人形机器人产业尚处在0-1阶段，若产业化速度不及预期，则存在推荐标的/建议关注标的业绩不及预期的可能性。
- ❑ **3C销量不及预期：**我们认为2025年3C设备主要受益于苹果设备换新周期的需求拉动，若下游销量不及预期，则推荐标的/建议关注标的存在业绩不及预期的可能性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS