

行业研究

迎接新一轮资本开支周期

——矿山机械系列报告（一）

要点

矿山机械：上游资源开发必备

2021年全球矿山机械市场规模约750.5亿美元，其中露天采矿设备、地下采矿机械、破碎，粉碎和筛分设备、选矿机械分别占比41.4%、31.4%、12.2%、7.4%。上游产品主要是钢材、大型铸件、电机、轴承、变频器、板材、型材等；下游应用较为广泛，主要包括金属矿山、煤矿、砂石骨料等行业。我国矿山机械设备总体上可划分为中低端、中高端（中信重工、北方重工等）及外资高端（芬兰美卓、瑞典山特维克、美国特雷克斯等）三个层次。

全球矿山投资存在缺口

“碳中和”带来远期铜供给缺口。Bloomberg NEF 预测，2027年全球铜矿短缺在500万吨以上；S&P Global 预测，2030年全球铜矿的短缺在315万吨；CRU 预测，如果没有新的资本投资，2034年全球铜矿供应缺口超过1500万吨。

品位下降、剥离率提升，抬高铜成本。由于品位下降、矿区偏远，铜矿资本密度不断提升，2000-2017年，智利的铜矿开采成本从68.4美元/磅上升至211.8美元/磅。同时，随着矿山深度增加，铜矿剥离率提升，导致采矿成本增加。

矿山领域需要更大的投资力度。据 Wood Mackenzie 测算，2030年初级矿山的供应缺口约300万吨，需要的资本支出约650亿美元。据 CRU 研究所，矿商需要在2025年至2032年期间投入超过1500亿美元才能满足该行业的供应需求。

中国矿山机械迎来机遇期

勘探与矿业投资上行。2017-2023年，全球勘探预算CAGR为7.9%。2023年，铜勘探预算增长12%至31.2亿美元，为2014年以来最高增幅，连续第三年实现两位数增长。根据 S&P Global 数据，预计全球30家顶级矿业公司的资本支出在2023年增长6.2%，达到1092亿美元。

中国矿企海外投资带动国产设备出海。2023年，我国矿山机械出口41.3亿美元，同比+23.8%；2024年1-9月，中国矿山机械出口额36.6亿美元，同比+23.0%。

投资建议：铜价高位运行刺激矿山资本支出，叠加铜矿品位长期下降，铜矿资本密度提升，同等产量下需要更多设备和耗材。中国矿业对外投资增长迅速，带动矿山机械出海。投资方面关注两条主线：1) 铜矿品位下降，耗材备件的单位消耗增加，推荐耐普矿机，建议关注新锐股份；2) 铜矿供给缺口下，资本支出有望提速，从而带动设备需求，推荐运机集团、山推股份、中信重工，建议关注同力股份。

风险分析：（1）相关投资不及预期风险；（2）上游原材料价格波动风险；（3）竞争格局恶化风险。

机械行业

买入（维持）

作者

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006

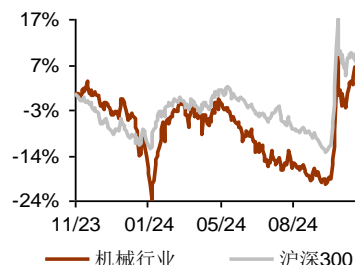
021-52523836

lijiaqi@ebsecn.com

联系人：夏天宇

xiatianyu@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
300818.SZ	耐普矿机	28.59	0.51	1.01	1.38	56	28	21	买入
001288.SZ	运机集团	29.30	0.62	1.03	1.56	47	28	19	买入
000680.SZ	山推股份	9.47	0.51	0.64	0.81	19	15	12	买入
601608.SH	中信重工	4.85	0.08	0.10	0.15	58	46	32	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-7

投资聚焦

2024 年以来，随着铜价的新一轮上行，铜的中长期供需缺口引发市场关注。而作为上游资本开支的必要环节，矿山机械面临投资机遇，本篇报告从供给端和需求端进行综合分析：1) 需求端：从“碳中和”到电气化，带来新的铜需求；2) 供给端：品位下降、位置偏远等原因造成铜矿的投资密度不断提升；3) 中国矿企出海趋势明确，带动国产矿山机械设备出海。

我们区别于市场的观点

1) 市场认为全球经济复苏缓慢，因此铜的供需关系较缓和。我们认为，中长期维度来看，新能源带来的新增需求是明确的，叠加铜矿开采周期较长，所以当前加大矿山资本开支是必要的，且趋势明确；

2) 市场认为国内矿山机械的全球竞争力较弱。我们认为，中国在“一带一路”沿线地区采矿投资快速增长，将带动国产矿山机械加速出海，且国内矿山机械在部分环节已达到国际先进水平。

股价上涨的催化因素

1) 采矿行业资本开支超预期上行。尽管矿山领域投资面临着投资密度提升、不确定性增加的不利因素，但市场对于中长期内铜的供需缺口较为确定。若全球范围内矿山领域资本开支超预期上行，将有望带动矿山机械公司股价上涨；

2) 铜价超预期上行。高水平的铜价可以提升矿山资本开支的回报率，对冲开发过程中的风险因素，刺激矿企提升投资矿山的意愿。若铜价上涨幅度超预期，则有望推动矿山机械行业景气度提升，并带动股价上涨。

投资观点

铜价高位运行刺激矿山资本支出，叠加铜矿品位长期下降，铜矿资本密度提升，同等产量下需要更多设备和耗材。中国矿业对外投资增长迅速，带动矿山机械出海。投资方面关注两条主线：1) 铜矿品位下降，耗材备件单位消耗增加，推荐耐普矿机，建议关注新锐股份；2) 铜矿供给缺口下，资本支出有望提速，从而带动设备需求，推荐运机集团、山推股份、中信重工，建议关注同力股份。

目录

1、 矿山机械：上游资源开发必备	7
1.1 2021 年全球市场规模超 750 亿美元	7
1.2 矿山机械发展步入新常态	10
2、 全球矿山投资存在缺口	12
2.1 从碳中和到电气化，铜供给存在硬缺口	12
2.2 品位下降、剥离率提升，抬高铜成本.....	14
2.3 铜矿投资缺口高达数百亿美元.....	17
3、 中国矿山机械迎来机遇期	18
3.1 全球矿业投资周期上行.....	18
3.2 中国矿企出海带动国产设备	20
4、 投资建议	22
4.1 耐普矿机	22
4.2 运机集团	27
4.3 山推股份	31
4.4 中信重工	35
4.5 新锐股份	40
4.6 同力股份	41
5、 风险分析	43

图目录

图 1: 矿山机械主要产品及应用领域	7
图 2: 全球矿山机械应用领域分布情况 (2020 年)	7
图 3: 矿山机械市场规模: 分产品金额 (单位: 百万美元)	8
图 4: 矿山机械市场规模: 分产品数量 (单位: 千台)	8
图 5: 矿山机械市场规模: 分应用领域金额 (单位: 百万美元)	8
图 6: 矿山机械市场规模: 分应用领域数量 (单位: 千台)	8
图 7: 中国矿山机械行业竞争梯队	9
图 8: 矿山机械行业产业链	9
图 9: 矿山机械各环节应用	10
图 10: 我国砂石骨料需求量	10
图 11: 我国水泥产量	10
图 12: 采矿业固定资产投资增速 (%)	11
图 13: 采矿业固定资产投资增速 (分下游) (%)	11
图 14: 我国粗钢产量增速 (%)	11
图 15: 我国十种有色金属产量 (万吨)	11
图 16: 中国矿山机械制造行业营收、利润	12
图 17: 采矿业企业景气指数	12
图 18: 新能源发电和新能源汽车对关键金属的单位需求	12
图 19: 铜消费量增长前景 (单位: 千吨)	13
图 20: 绿色部门的铜需求量展望 (单位: 百万吨)	13
图 21: S&P Global 预测 2030 年铜短缺 315 万吨	13
图 22: BloombergNEF 预测 2027 年铜短缺 500 万吨以上	13
图 23: CRU 预测 2035 年铜短缺超过 1500 万吨	14
图 24: 智利铜矿资本密度	14
图 25: 智利平均铜品位	14
图 26: 智利的铜矿开采成本 (2000 VS 2017)	15
图 27: 智利的铜矿开采成本上涨 (分项目, 2000-2016)	15
图 28: 目前已发现的铜储量	15
图 29: 智利铜矿的现金成本、净成本 (美元/磅)	16
图 30: 铜矿和金矿剥采率	16
图 31: 剥离率与金属价格趋势	17
图 32: 初级矿山的供应缺口和资本支出需求	17
图 33: 为满足铜矿短缺所需的投资	18
图 34: 全球年度有色金属勘探预算	18
图 35: 2023 年全球有色金属勘探预算分配	18
图 36: 有色金属勘探预算分配 (不同规模公司)	19
图 37: 有色金属勘探预算分配 (不同阶段的勘探)	19
图 38: 全球头部矿业公司的资本开支	19
图 39: 前 10 大矿业公司的总资本支出	20

图 40: LME 铜期货价格 (美元/吨)	21
图 41: 中国对外投资: 采矿 (百万美元)	21
图 42: 我国矿山机械进出口 (亿美元)	21
图 43: 耐普矿机营收情况.....	23
图 44: 耐普矿机归母净利润情况.....	23
图 45: 耐普矿机分产品营业收入情况 (亿元)	23
图 46: 耐普矿机分区域营业收入情况 (亿元)	23
图 47: 耐普矿机利润率情况	24
图 48: 耐普矿机费用率情况	24
图 49: 运机集团营收情况.....	28
图 50: 运机集团归母净利润情况.....	28
图 51: 运机集团利润率情况	28
图 52: 运机集团费用率情况	28
图 53: 运机集团分产品营业收入情况 (亿元)	29
图 54: 运机集团分区域营业收入情况 (亿元)	29
图 55: 山推股份营收情况.....	32
图 56: 山推股份归母净利润情况.....	32
图 57: 山推股份利润率情况	32
图 58: 山推股份费用率情况	32
图 59: 山推股份分产品营业收入情况 (亿元)	33
图 60: 山推股份分区域营业收入情况 (亿元)	33
图 61: 中信重工营收情况.....	36
图 62: 中信重工归母净利润情况.....	36
图 63: 中信重工分产品营业收入情况 (亿元)	36
图 64: 中信重工分区域营业收入情况 (亿元)	36
图 65: 中信重工利润率情况	37
图 66: 中信重工费用率情况	37
图 67: 新锐股份营收情况.....	40
图 68: 新锐股份归母净利润情况.....	40
图 69: 新锐股份利润率情况	41
图 70: 新锐股份费用率情况	41
图 71: 同力股份营收情况.....	42
图 72: 同力股份归母净利润情况.....	42
图 73: 同力股份利润率情况	42
图 74: 同力股份费用率情况	42

表目录

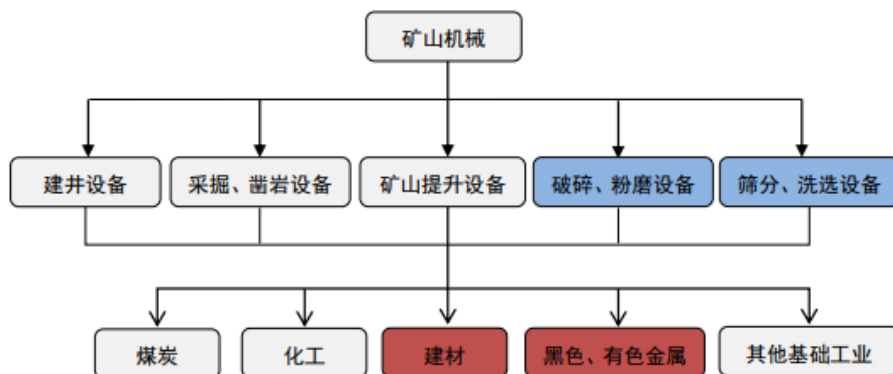
表 1：中国部分金属矿产与冶炼全球产量占比.....	20
表 2：耐普矿机分业务营业收入盈利预测表	25
表 3：耐普矿机与可比公司估值比较	27
表 4：耐普矿机盈利预测与估值简表	27
表 5：运机集团分业务营业收入盈利预测表	30
表 6：运机集团与可比公司估值比较	31
表 7：运机集团盈利预测与估值简表	31
表 8：山推股份营业收入盈利预测表	33
表 9：山推股份与可比公司估值比较	34
表 10：山推股份盈利预测与估值简表.....	35
表 11：中信重工分业务营业收入盈利预测表.....	38
表 12：中信重工与可比公司估值比较.....	39
表 13：中信重工盈利预测与估值简表.....	39

1、矿山机械：上游资源开发必备

1.1 2021 年全球市场规模超 750 亿美元

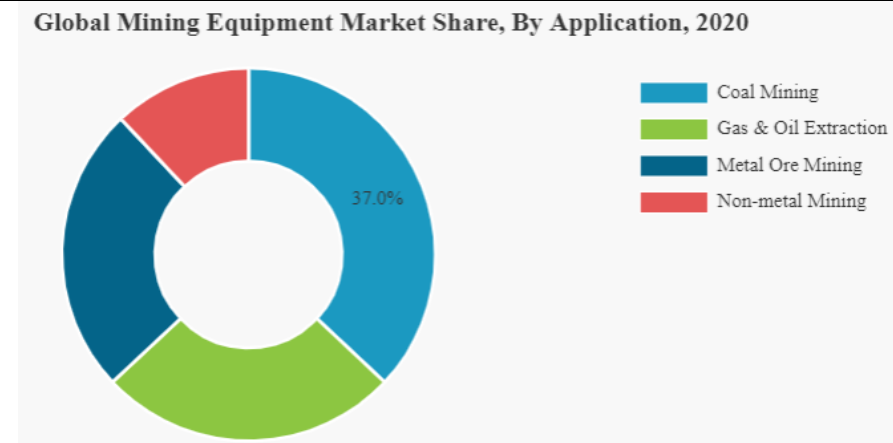
矿山机械是对固体矿物及石料进行开采和加工处理的专用设备，主要包括建井设备、采掘凿岩设备、矿山提升设备、破碎粉磨设备、筛分洗选设备五大类。矿山机械服务于黑色和有色冶金、煤炭、建材、化工等诸多重要基础工业部门，在建筑、交通、水利等基础设施建设领域大量应用。

图 1：矿山机械主要产品及应用领域



资料来源：浙矿股份招股说明书，光大证券研究所

图 2：全球矿山机械应用领域分布情况（2020 年）

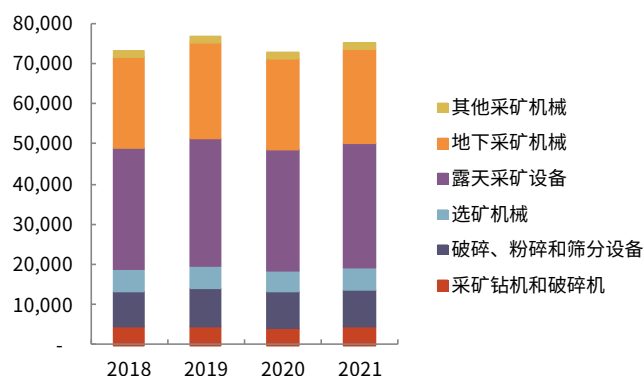


资料来源：fortune business insights，光大证券研究所

根据 GMI 数据，2021 年全球矿山机械市场规模约 750.5 亿美元，其中露天采矿设备、地下采矿机械、破碎，粉碎和筛分设备、选矿机械分别占比 41.4%、31.4%、12.2%、7.4%。

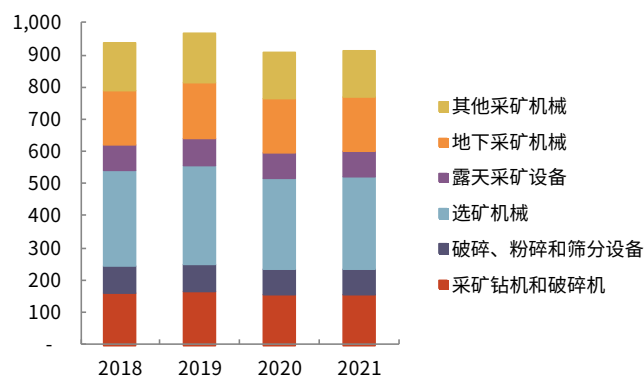
根据 MARKETS AND MARKETS 预测，汽车、航空航天、运输、能源和可再生能源、电子和半导体制造等各种应用对各种金属和大宗商品的需求增加，从而推动了矿山机械市场，2023-2030 年市场规模 CAGR 为 4.1%。

图 3: 矿山机械市场规模: 分产品金额 (单位: 百万美元)



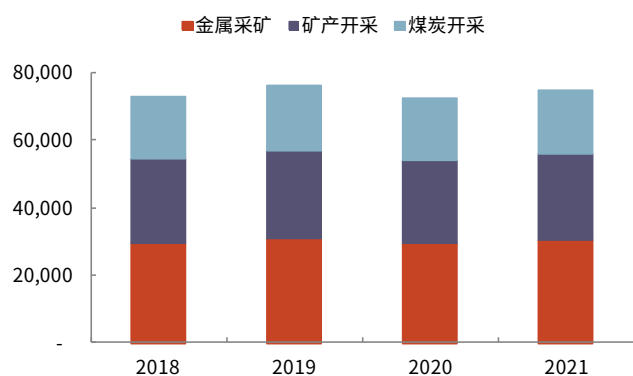
资料来源: GMI、光大证券研究所

图 4: 矿山机械市场规模: 分产品数量 (单位: 千台)



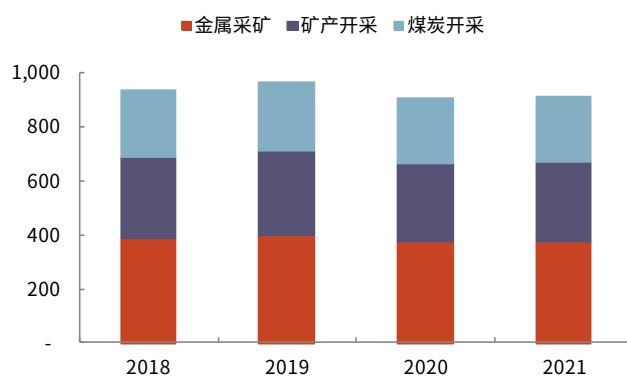
资料来源: GMI、光大证券研究所

图 5: 矿山机械市场规模: 分应用领域金额 (单位: 百万美元)



资料来源: GMI、光大证券研究所

图 6: 矿山机械市场规模: 分应用领域数量 (单位: 千台)

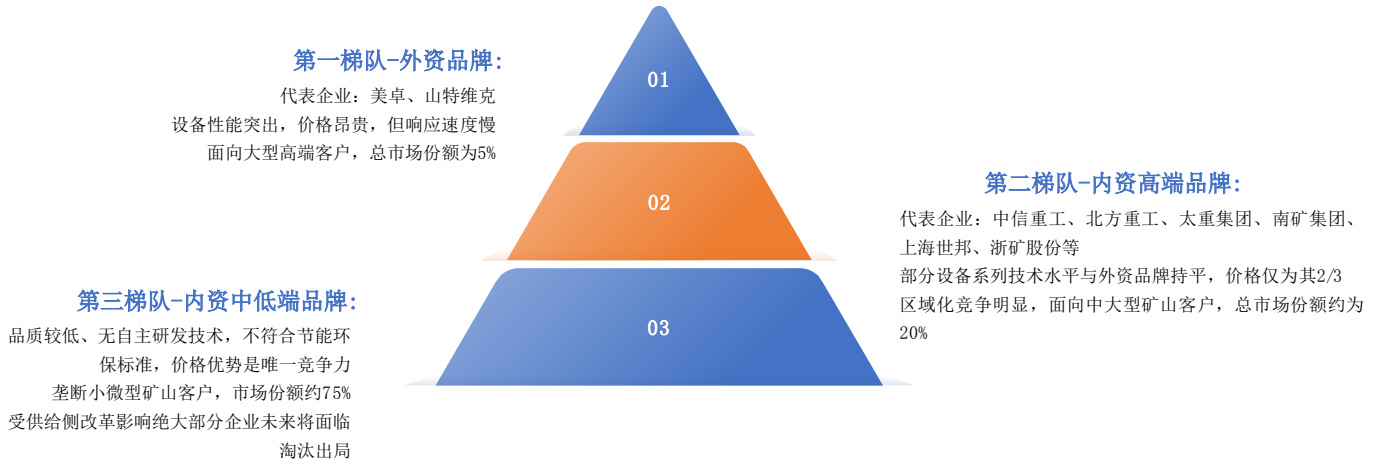


资料来源: GMI、光大证券研究所

目前我国矿山机械设备总体上可划分为中低端、中高端及外资高端三个层次。第一梯队: 外资高端品牌, 如芬兰美卓、瑞典山特维克、美国特雷克斯等国际知名企业, 多年来凭借领先的技术研发实力与产品服务, 已在国内外市场形成较强的影响力, 拥有一批粘性较高的优质客户; 第二梯队: 国内矿山机械龙头企业, 如中信重工机械股份有限公司、北方重工集团有限公司、太原重型机械集团有限公司等, 发展重心主要聚焦于资本规模、产品服务及品牌建设, 最终逐步扩大市场份额, 获得超越行业水平的盈利能力; 第三梯队: 企业数量众多, 以中小型企业为主。

随着中小矿山整合的趋势不断推进, 大中型矿山比例提升, 大量围绕小微型矿山展开竞争、同质化严重的低端内资品牌的生存空间正在被挤压, 通过技术积累竞争胜出的龙头企业在品牌效应、规模效应等方面优势越来越突出, 资源进一步向龙头聚拢, 强者恒强效应凸显。

图 7：中国矿山机械行业竞争梯队



资料来源：南矿集团招股说明书、智研咨询、光大证券研究所

矿山机械制造业上游产品主要是钢材、大型铸件、电机、轴承、变频器、板材、型材等。下游应用较为广泛，主要包括金属矿山、煤矿、砂石骨料等行业。

图 8：矿山机械行业产业链



资料来源：智研咨询、光大证券研究所

1.2 矿山机械发展步入新常态

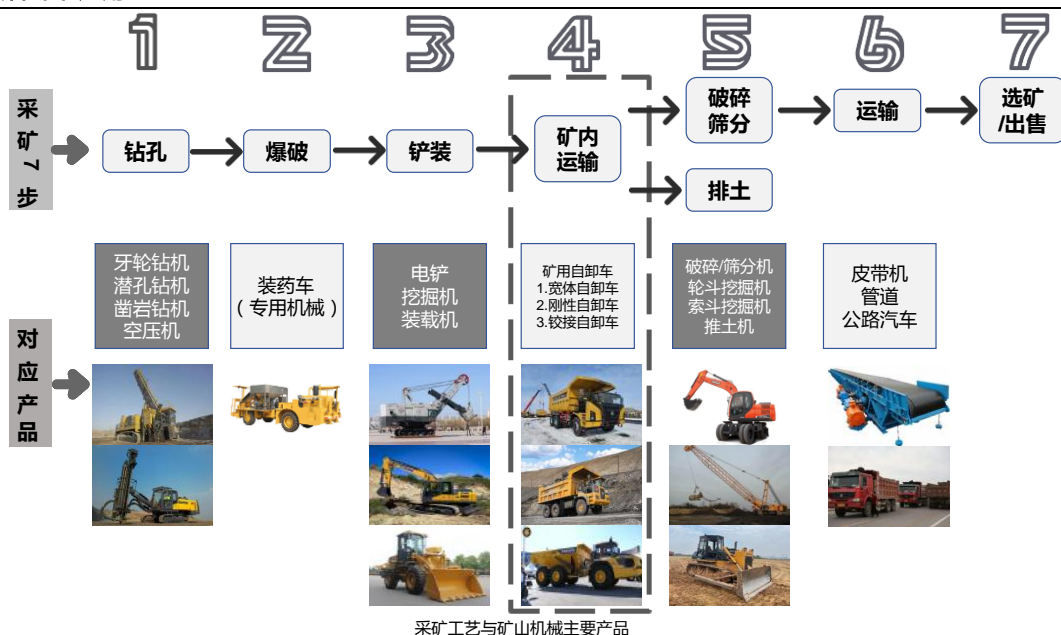
整体来看，矿山机械分为前端和后端设备。

前端设备以钻孔、爆破、铲装、矿内运输为主，其中钻孔、爆破环节设备在大型基建中亦有应用，采装环节设备以矿山专用挖掘机、推土机、电铲等为主，运输环节可采用矿用自卸车，主要包括矿用宽体自卸车、刚性自卸车以及铰接自卸车。

后端设备以粉碎、筛分、排土为主，而不同行业所需的流程长度有所不同，例如砂石骨料行业以破碎环节为终点，水泥行业以磨粉行业为终点，金属矿山行业以筛分、选矿环节为终点。

以破碎、筛分、粉磨设备为例，其行业需求受到砂石骨料、水泥、矿山等下游的多重拉动。

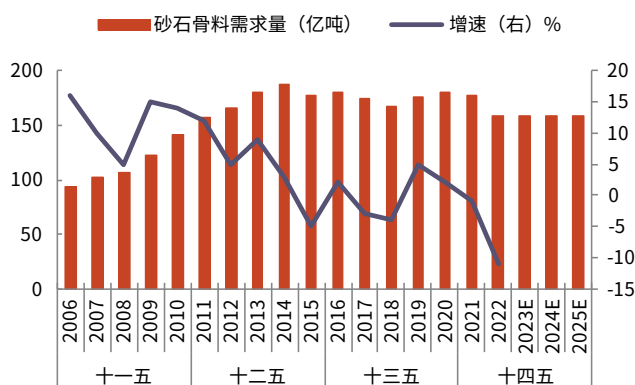
图 9：矿山机械各环节应用



资料来源：《Q 集团矿山机械公司的营销策略研究》赵丹萍、光大证券研究所制作

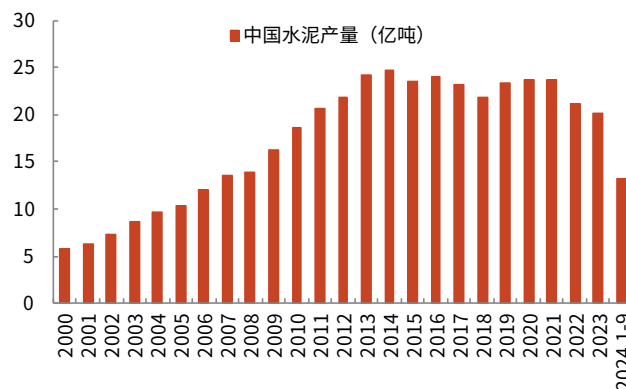
经历了“十一五”、“十二五”时期的高速发展，房地产、基建投资增速中枢下行，我国砂石骨料、水泥产量进入平稳期，2020 年以来，由于疫情影响、房地产投资下行，我国砂石骨料、水泥产量连续下降。

图 10：我国砂石骨料需求量



资料来源：砂石骨料网数据中心

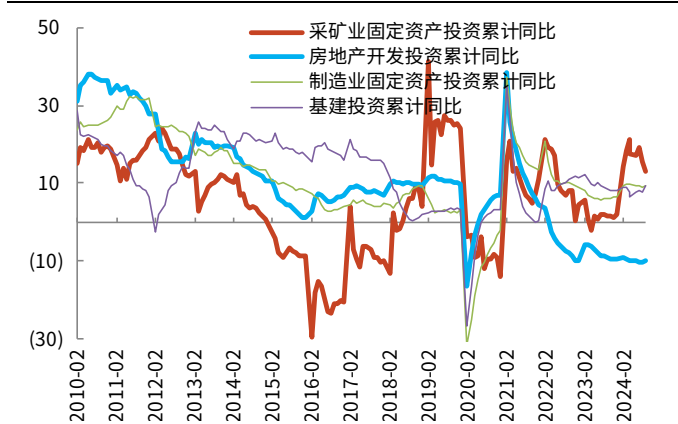
图 11：我国水泥产量



资料来源：Wind、光大证券研究所

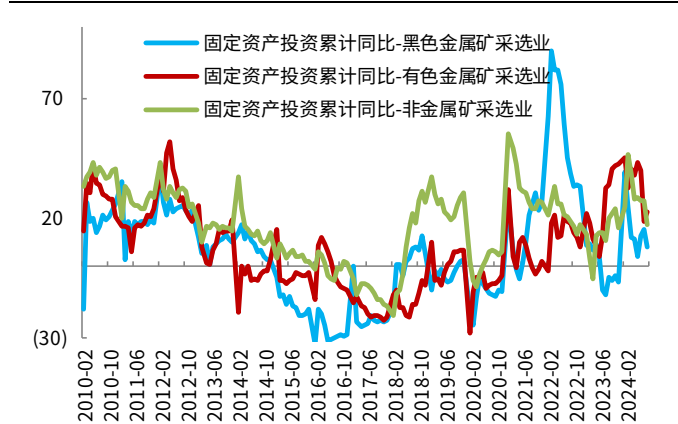
2024年1-9月,采矿业固定资产投资累计同比+13.2%,较2023年累计增速2.1%大幅提升。分项来看,有色金属矿采选业、黑色金属矿采选业、非金属矿采选业固定资产投资24年1-9月累计增速分别达到22.5%、8.4%、17.1%。

图 12: 采矿业固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所 统计时间截至 2024 年 9 月

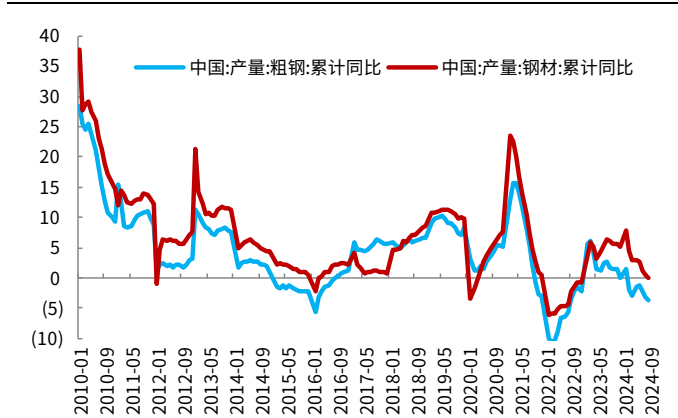
图 13: 采矿业固定资产投资增速 (分下游) (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所 统计时间截至 2024 年 9 月

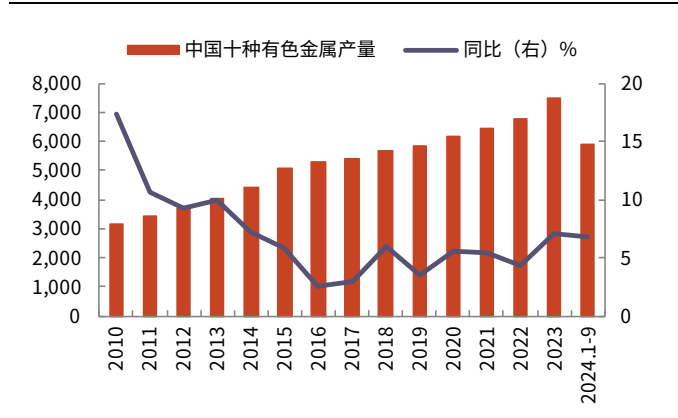
从需求端来看,黑色金属与宏观经济整体走势较为一致,2024年1-9月,我国粗钢、钢材产量累计增速分别为-3.6%、-0.1%。受到空调、新能源汽车等行业拉动,我国十种有色金属产量连续提升,2024年1-9月,累计增速达到6.8%。

图 14: 我国粗钢产量增速 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所 统计时间截至 2024 年 9 月

图 15: 我国十种有色金属产量 (万吨)

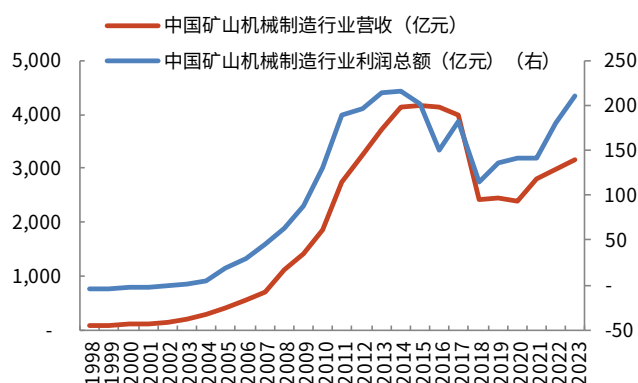


资料来源: Wind、光大证券研究所

2014年前,中国矿山机械制造行业营收、利润呈连续上升趋势。“十三五”期间,中国矿山机械制造行业营收、利润震荡下行,主要反映了非金属矿业行业需求下行。

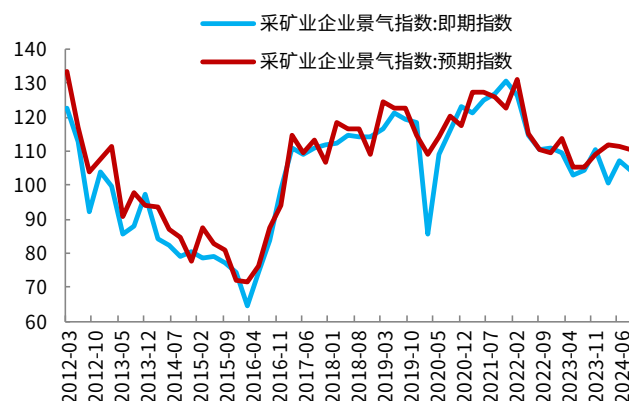
目前,房地产行业在政策支持下有望企稳,超长期特别国债支持下基建投资有望持续改善。而随着制造业转型升级,“碳中和”不断推进,对铜、镍、锂等上游资源的需求持续增加。我国矿山机械步入以金属资源需求推动的新周期。

图 16: 中国矿山机械制造行业营收、利润



资料来源: Wind、光大证券研究所 统计时间截至 2023 年

图 17: 采矿业企业景气指数



资料来源: Wind、光大证券研究所 统计时间截至 2024/9

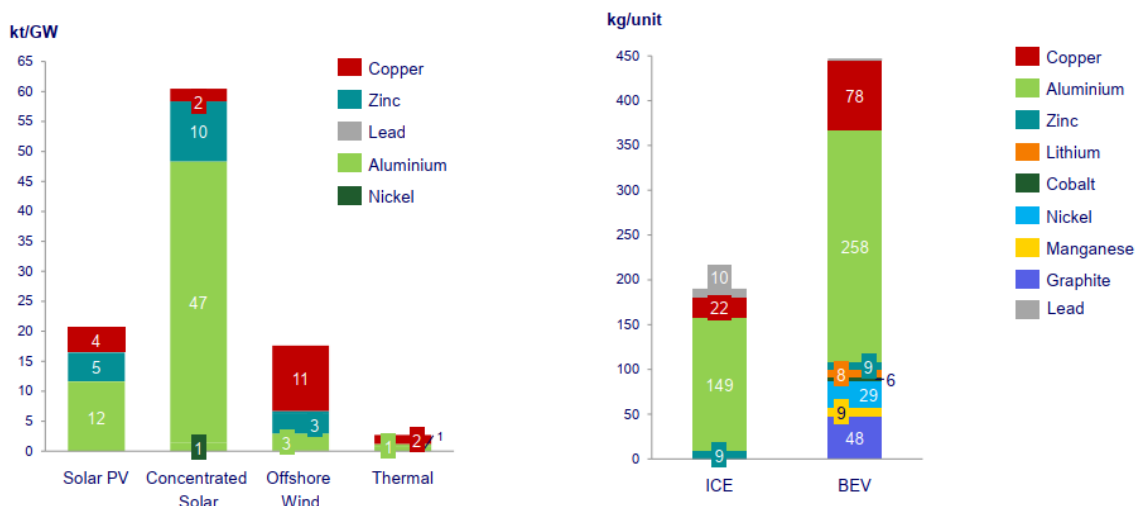
2、全球矿山投资存在缺口

2.1 从碳中和到电气化，铜供给存在硬缺口

以可再生能源和电动汽车为代表的再电气化是实现碳中和的主要路径，但发展的过程需要大量的关键金属作为支撑。

据 Wood Mackenzie 测算，光伏、光热发电、海风、热力发电的单位铜使用量为 4/2/11/2 kt/GW，单位铝使用量为 12/47/3/1 kt/GW，燃油车、新能源汽车的单位铜使用量为 22/78 kg/辆，单位镍使用量为 0/29 kg/辆。

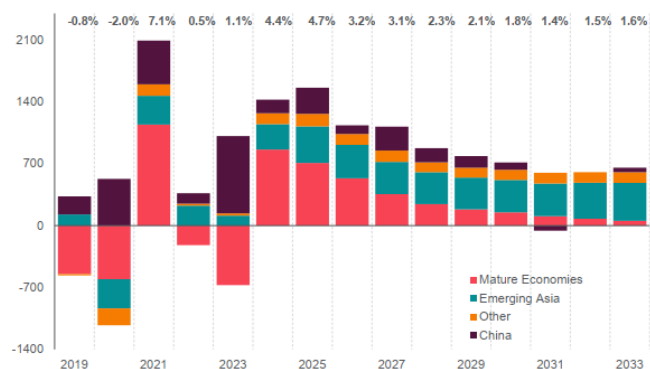
图 18: 新能源发电和新能源汽车对关键金属的单位需求



资料来源: Wood Mackenzie

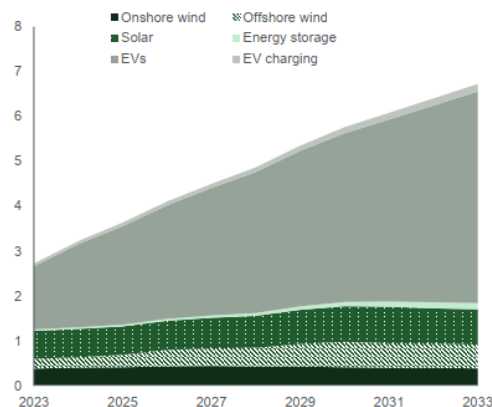
据 Wood Mackenzie 测算，全球铜消费总量在 2025 年前持续增长，且年增量长期稳定在 70 万吨左右。而能源转型所需的铜则持续提升，陆风、海风、光伏、储能、新能源车、充电桩合计带动的铜需求在 2033 年接近 700 万吨。

图 19: 铜消费量增长前景 (单位: 千吨)



资料来源: Wood Mackenzie

图 20: 绿色部门的铜需求量展望 (单位: 百万吨)

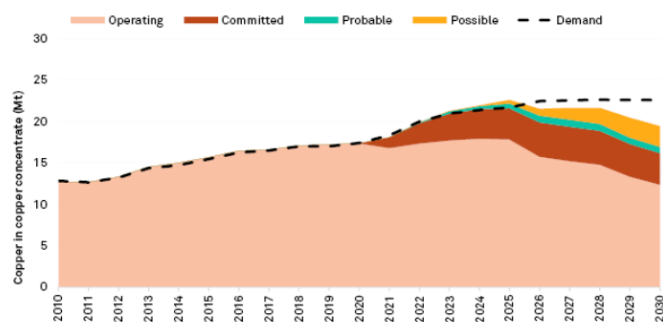


资料来源: Wood Mackenzie

根据 S&P Global Market Intelligence 2021 年的预测, 矿铜产量将从 2020 年的 2116 万吨增至 2025 年的 2614 万吨、2030 年的 2352 万吨。但由于矿石品位下降, 现有运营矿山的产量 (不考虑正在启动的资产、项目扩建或矿山重启) 预计将从 2021 年的 2053 万吨降至 2030 年的 1590 万吨, 最终导致 2030 年铜矿的短缺在 315 万吨。

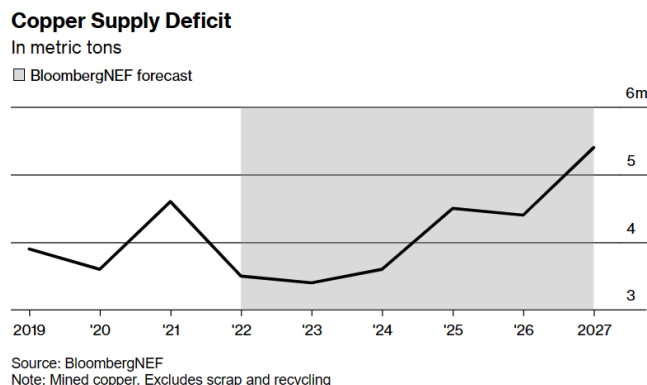
而 BloombergNEF 预测, 到 2027 年, 铜的短缺在 500 万吨以上 (排除废铜和循环利用)。

图 21: S&P Global 预测 2030 年铜短缺 315 万吨



资料来源: S&P Global Market Intelligence; 预测时间: 2021.11

图 22: BloombergNEF 预测 2027 年铜短缺 500 万吨以上

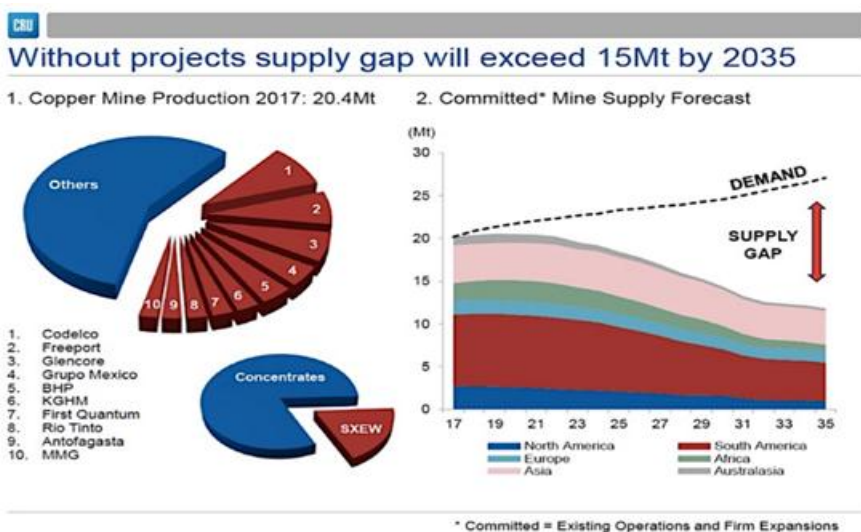


Source: BloombergNEF
Note: Mined copper. Excludes scrap and recycling

资料来源: BloombergNEF, mining.com; 预测时间: 2024.4

根据 CRU 预测, 如果没有新的资本投资, 到 2035 年, 铜矿产量将从目前的 2000 万吨下降到 1200 万吨以下, 导致供应缺口超过 1500 万吨。预计届时将有 200 多个铜矿的矿石枯竭, 而没有足够的新矿来替代它们。

图 23: CRU 预测 2035 年铜短缺超过 1500 万吨



资料来源: aheadoftheherd

2.2 品位下降、剥离率提升，抬高铜成本

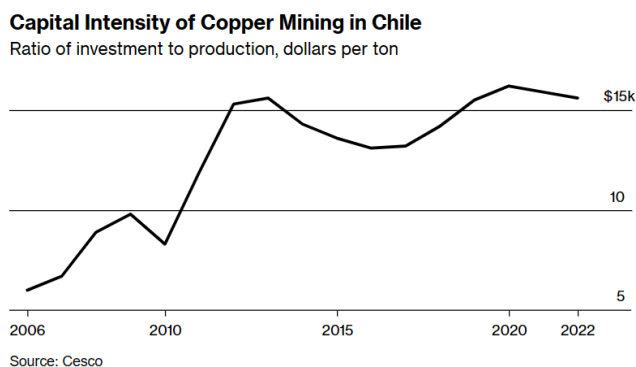
圣地亚哥研究机构铜和采矿研究中心(Cesco)通过分析数据，发现自 2006 年以来在智利生产一吨铜所需的投资已大幅增加。

资本支出成本不断上升的原因包括：

- 1) 铜矿石品位下降意味着所需采矿和选矿作业的相对规模要大得多；
- 2) 越来越多的采矿项目位于发展中经济体偏远地区，这些地区几乎没有必需的基础设施；
- 3) 随着 40 年来全面通货膨胀渗透到整个行业，矿山建设所需的许多投入成本越来越高。这包括两项最大的成本：工资和用于运行采矿设备的柴油。

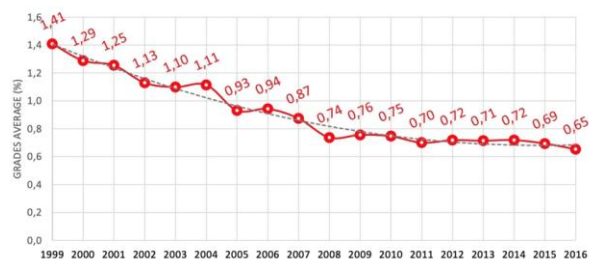
根据 Mining.com 数据，在全球范围内，随着现有矿山的成熟，在过去二十年中，从一定数量的矿石中可提取的矿物量已减少了一半，从约 1% 降至 0.5%。根据 aheadoftheherd 数据，从 1999 年至 2016 年，智利的平均铜品位从 1.41% 下降至 0.65%。

图 24: 智利铜矿资本密度



资料来源: Cesco

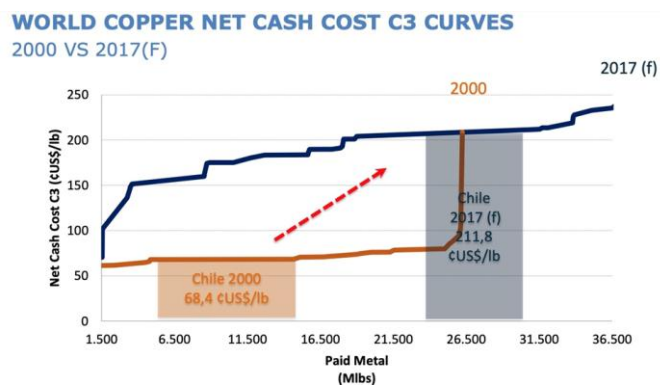
图 25: 智利平均铜品位



资料来源: aheadoftheherd

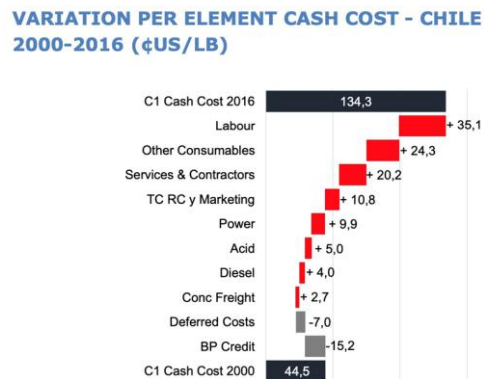
2000-2017年，智利的铜矿开采成本从68.4美元/磅上升至211.8美元/磅。在2000年至2016年间上涨的成本项目中，涨幅最大的是劳动力（增长35.1%）、其他消耗品（增长24.3%）、服务和承包商（增长20.2%）、电力（增长9.9%）、硫酸（增长5%）和柴油（增长4%）。

图 26：智利的铜矿开采成本（2000 VS 2017）



资料来源：aheadoftheherd

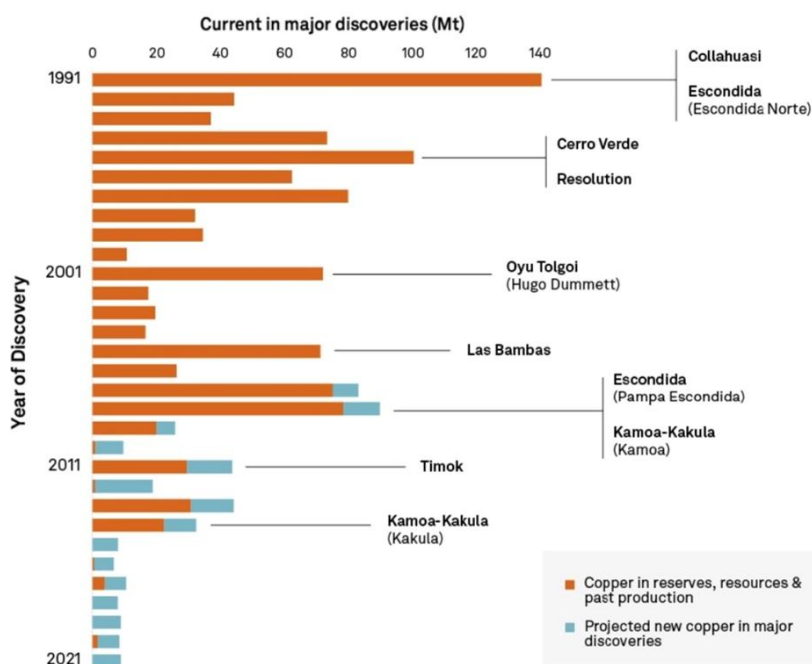
图 27：智利的铜矿开采成本上涨（分项目，2000-2016）



资料来源：aheadoftheherd

与此同时，在过去十年左右的时间里，勘探取得的重大发现较少。这导致新增储量和开采主要围绕已发现的铜矿进行，这在部分程度上解释了铜矿品位降低。

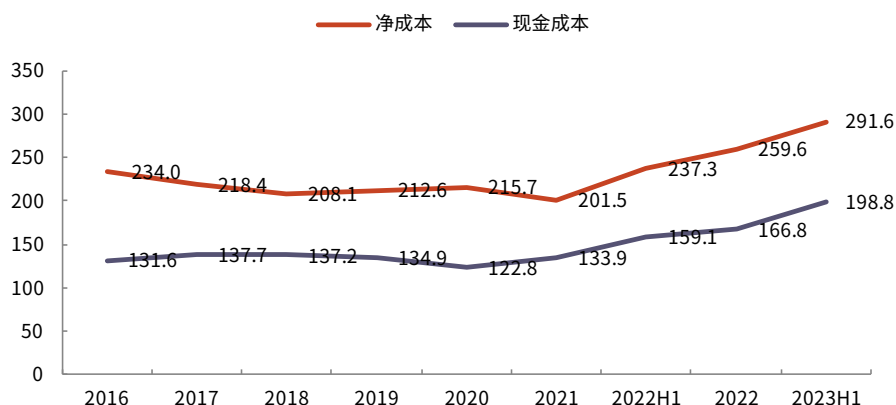
图 28：目前已发现的铜储量



资料来源：ahead of the herd，光大证券研究所

根据智利铜业委员会的最新测算，2023年上半年铜矿的现金成本、净成本分别为198.8/291.6美元/磅，同比+25.0%/+22.9%。

图 29: 智利铜矿的现金成本、净成本 (美元/磅)

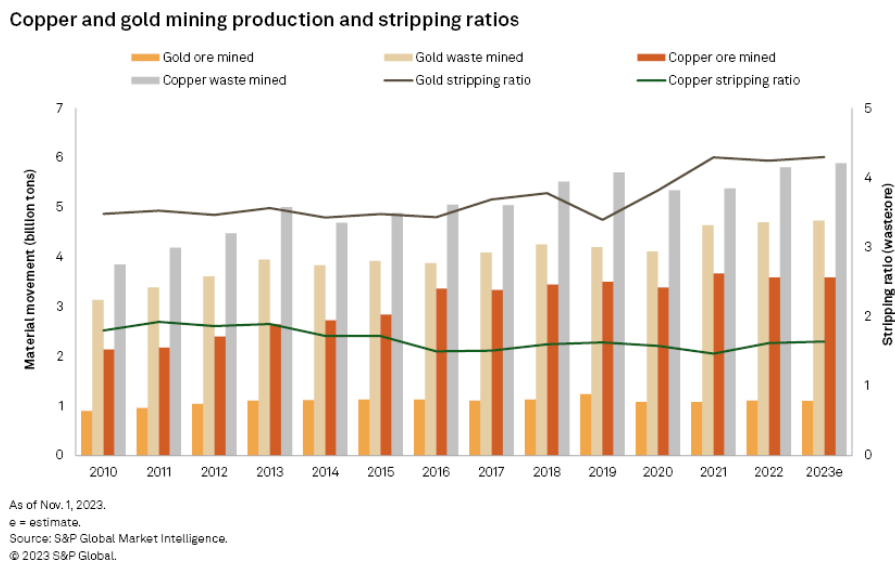


资料来源: Cochilco、光大证券研究所

另一方面,随着矿山深度增加,开采单位矿石必须移动的覆盖层或废料的体积增加,导致铜、金矿的剥离率提升。较高的剥离率通常会导致采矿成本增加,从而可能降低矿床的经济效益。

2023 年全球矿石和废料运输量创历史新高,这使得矿山开采过程中的土方机械需求提升。S&P Global 预测,未来几年,铜矿剥离率将上升。2021 年,铜矿剥离率处于历史低位 1.47 比 1,但在 2022 年反弹至 1.62 比 1,预计 2024 年达到 1.65 比 1。

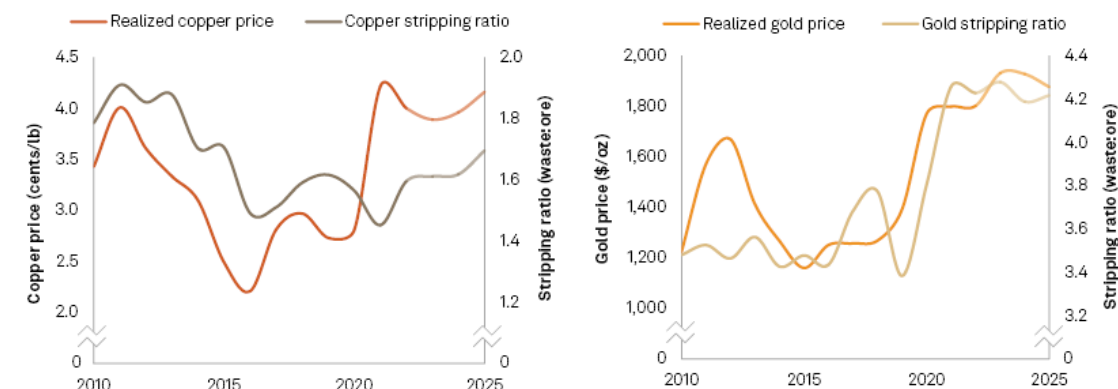
图 30: 铜矿和金矿剥离率



资料来源: S&P Global; 预测时间: 2023.12

图 31: 剥离率与金属价格趋势

Average stripping ratios and metal price trends



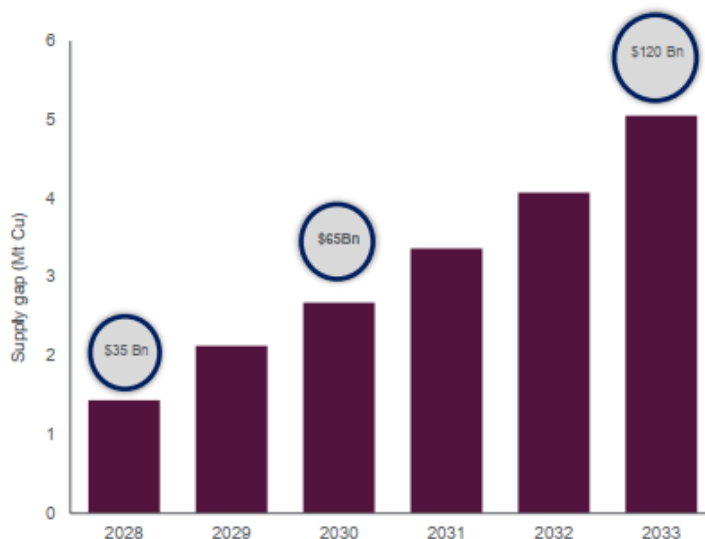
As of Nov. 20, 2023.
 Consensus price forecast scenario, primary gold and copper mines.
 Source: S&P Global Market Intelligence.
 © 2023 S&P Global.

资料来源: S&P Global; 预测时间: 2023.12

2.3 铜矿投资缺口高达数百亿美元

市场需要新的矿山供应,来抵消老旧矿山消耗、品位下降和需求增长。根据 Wood Mackenzie 测算,2030 年初级矿山的供应缺口近 300 万吨,需要的资本支出约 650 亿美元,而到 2033 年,供应缺口和需要的资本支出分别达到 500 万吨左右和 1200 亿美元。

图 32: 初级矿山的供应缺口和资本支出需求

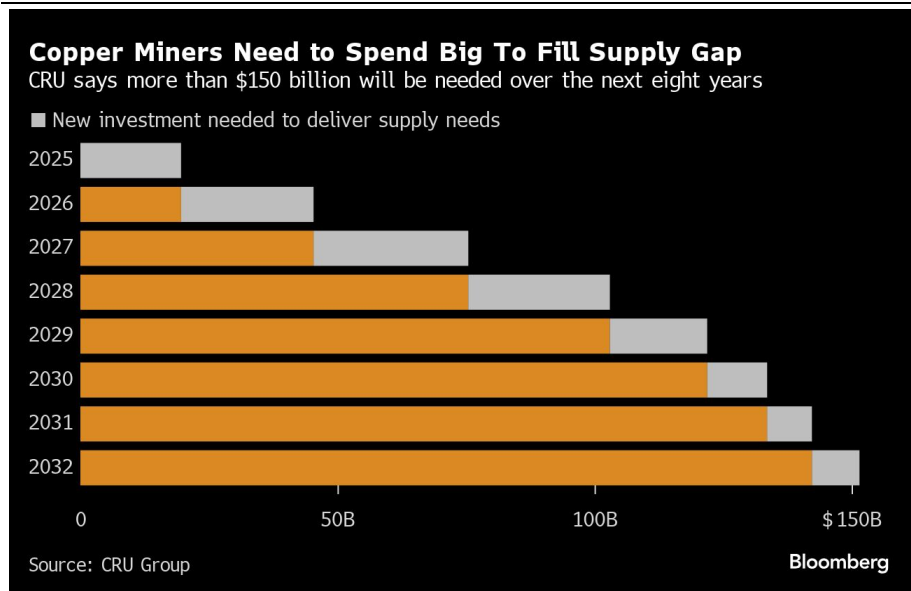


资料来源: Wood Mackenzie

CRU Group (英国商品研究所) 表示,未来几年现有矿山的产量将大幅下降,矿工将需要在 2025 年至 2032 年期间投入超过 1500 亿美元才能满足该行业的供应需求。

投资不足的原因主要包括：优质矿藏越来越难找，小型勘探者的资金也越来越少；社会和环境对采矿的抵制情绪越来越强烈，劳动力、设备和原材料的成本也大幅上涨。贝莱德世界矿业基金联合经理奥利维亚·马卡姆表示，铜价需要达到每吨12000美元，才能激励对新矿的大规模投资。

图 33：为满足铜矿短缺所需的投资



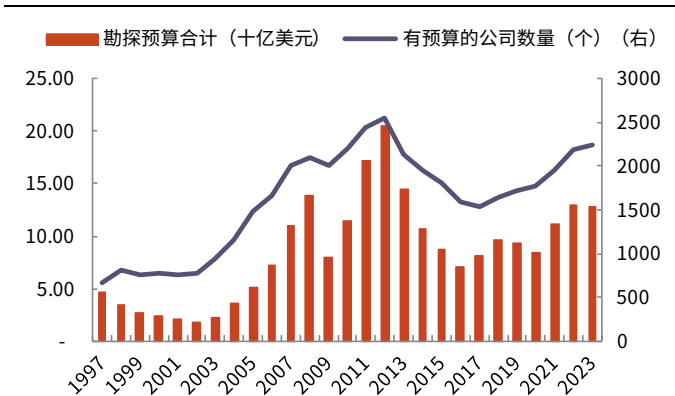
资料来源：CRU Group

3、中国矿山机械迎来机遇期

3.1 全球矿业投资周期上行

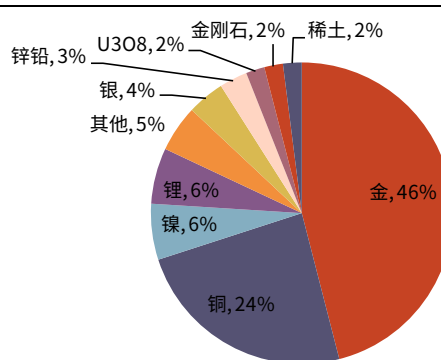
根据 S&P Global 《2023 年矿业勘探趋势概览》，自 2017 年起，全球勘探预算呈上行趋势，2017-2023 年 CAGR 为 7.9%。2023 年勘探总预算 127.6 亿美元，同比-1.9%，主要受到融资利率提高及地缘局势紧张影响。随着铜价持续上行，预计勘探支出仍将提升。

图 34：全球年度有色金属勘探预算



资料来源：S&P Global、光大证券研究所

图 35：2023 年全球有色金属勘探预算分配



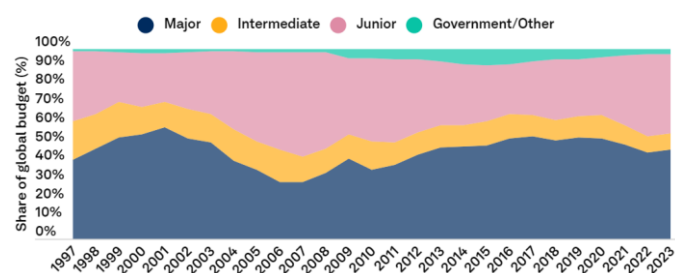
资料来源：S&P Global、光大证券研究所

绿色金属，特别是铜、镍和锂的勘探预算增长强劲。2023 年全球铜勘探预算增长 12%，达到 31.2 亿美元，取得 2014 年以来最高增幅，连续第三年实现两位

数增长。锂勘探预算同比增长 77%，达到 8.3 亿美元。镍勘探预算同比增长 19%，达到 7.3 亿美元。

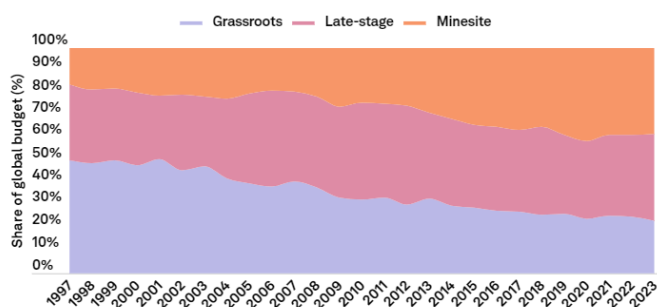
初级勘探者（收入低于 5000 万美元的公司）是疫情后勘探复苏的推动力，但 2023 年其预算同比下降 4.5% 至 53.6 亿美元，主要由于高利率条件下融资条件受限。大公司则公布了 60.2 亿美元的总预算，增长了 1.2%。

图 36：有色金属勘探预算分配（不同规模公司）



资料来源：S&P Global

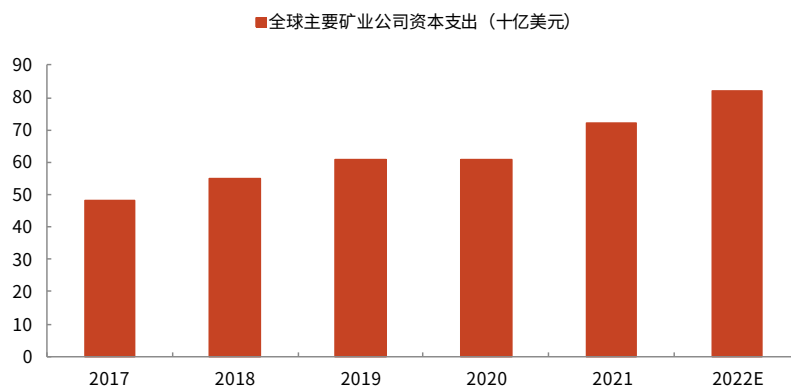
图 37：有色金属勘探预算分配（不同阶段的勘探）



资料来源：S&P Global

2017 年以来，随着铜价回升，全球头部矿业公司的资本开支呈上升趋势。根据 statista 数据，2021 年全球矿业 40 强公司的资本支出（Capex）总计 720 亿美元，较上年增长 18%。

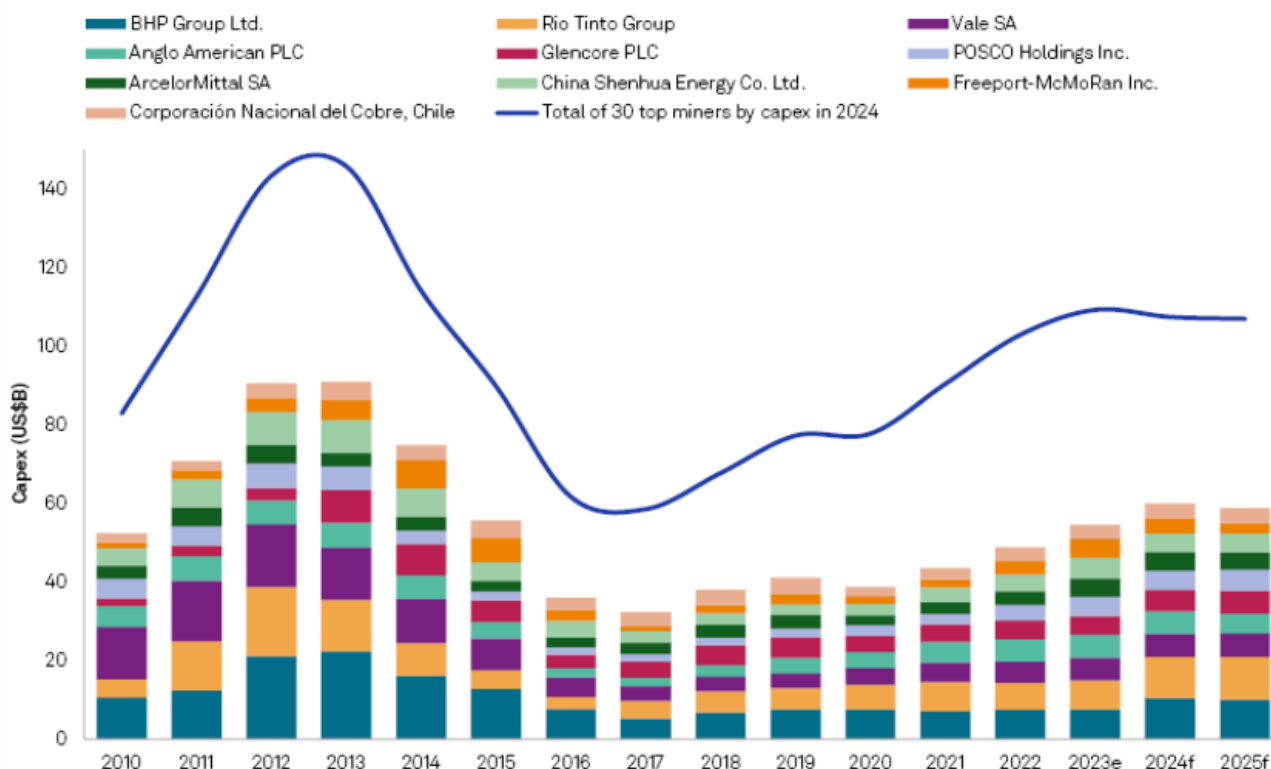
图 38：全球头部矿业公司的资本开支



资料来源：statista 预测、光大证券研究所

根据 S&P Global 数据，全球 30 家顶级矿业公司的资本支出 2021 年和 2022 年分别增长 13.8% 和 16.3%，预计将在 2023 年增长 6.2%，达到 1092 亿美元，但尚未达到顶峰，因为 2023 年的计划资本支出仍比 2013 年 1457 亿美元的峰值少 365 亿美元。

图 39：前 10 大矿业公司的总资本支出



资料来源：S&P Global

3.2 中国矿企出海带动国产设备

在铜、镍、钴等金属方面，我国总需求量大，国内资源自给能力不足，必须依靠海外资源满足生产所需。

根据 Visual Capitalist 统计，2022 年我国在精炼铜、镍、钴的产量份额分别为 40%、35%、65%，但开采占比仅为 8%、5%、2%，并通过并购、入股、签署包销协议等方式锁定海外矿产资源。

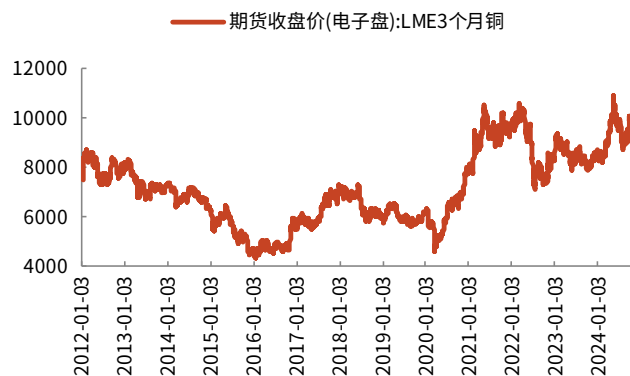
表 1：中国部分金属矿产与冶炼全球产量占比

	开采	精炼
铜	8%	40%
镍	5%	35%
钴	2%	65%
稀土	60%	87%
锂	13%	58%

资料来源：Visual Capitalist；统计时间为 2022 年

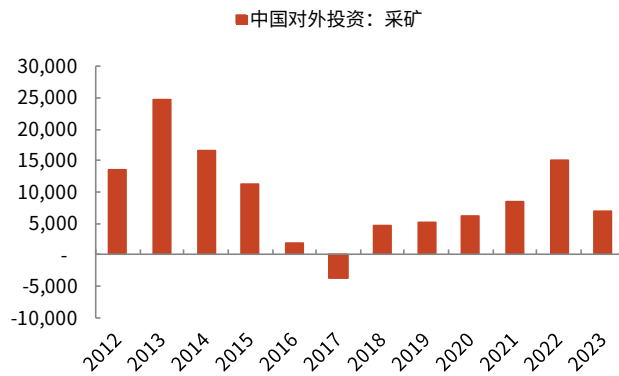
从历史数据来看，我国对外采矿业投资与铜价呈现正相关关系。根据 CEIC，2016-2017 年铜价处于底部区间，我国对外采矿业投资亦处于较低水平，且 2017 年净投资额为负值。伴随着铜价的新一轮回升，中国对外采矿业投资自 2018 年以来逐年提升。2023 年中国矿业对外投资 70 亿美元，同比-53.6%，主要由于美元升值影响。

图 40: LME 铜期货价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所 统计时间截至 2024/10/31

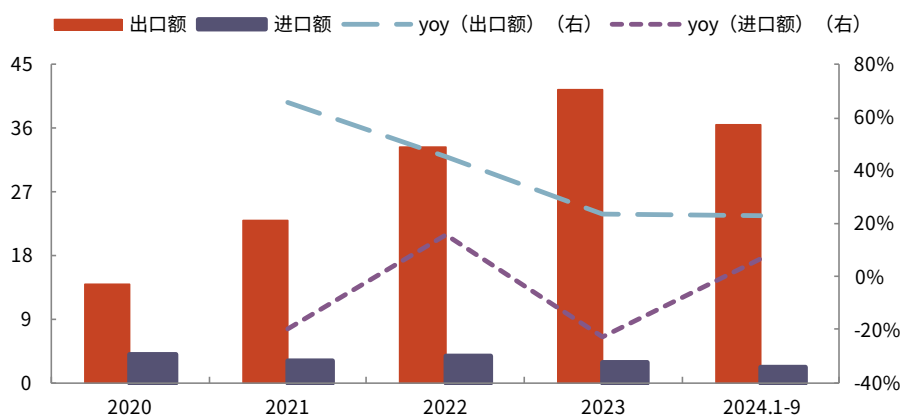
图 41: 中国对外投资: 采矿 (百万美元)



资料来源: CEIC、光大证券研究所

2023 年, 我国矿山机械出口额 41.34 亿美元, 同比增长 23.75%。2024 年 1-9 月, 中国矿山机械出口额 36.6 亿美元, 同比增长 23.0%。

图 42: 我国矿山机械进出口 (亿美元)



资料来源: 中国重型机械工业协会、光大证券研究所

4、投资建议

铜价高位运行刺激矿山资本支出，叠加铜矿品位长期下降，铜矿资本密度提升，同等产量下需要更多设备和耗材。中国矿业对外投资增长迅速，带动矿山机械出海。2024年1-9月，中国矿山机械出口额36.6亿美元，同比增长23.0%。

目前来看，相较于未来新能源引发的需求，铜矿供给仍存在较大缺口。在相关资本支出落地并实现有效产出前，铜价有望进一步上行，从而推动新增投资落地。

投资建议：铜价高位运行刺激矿山资本支出，叠加铜矿品位长期下降，铜矿资本密度提升，同等产量下需要更多设备和耗材。中国矿业对外投资增长迅速，带动矿山机械出海。投资方面关注两条主线：1) 铜矿品位下降，耗材备件单位消耗增加，推荐耐普矿机，建议关注新锐股份；2) 铜矿供给缺口下，资本支出有望提速，从而带动设备需求，推荐运机集团、山推股份、中信重工，建议关注同力股份。

4.1 耐普矿机

江西耐普矿机股份有限公司成立于2005年，主要业务涵盖研发、生产、销售和服务于一体的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造，于2020年2月在深圳证券交易所上市。

公司产品体系丰富，定制开发能力强，响应时效快，产品规格坚持大型化和高端化。其中公司自主研发制造的渣浆泵以及高分子复合耐磨材料具有先发优势。公司积极进行全球化生产布局，蒙古国的生产基地于2019年投入使用，未来公司将继续打造以江西上饶为中心，以蒙古国、赞比亚、智利、塞尔维亚、秘鲁为依托，建设覆盖国内、中亚、非洲、美洲的生产基地。

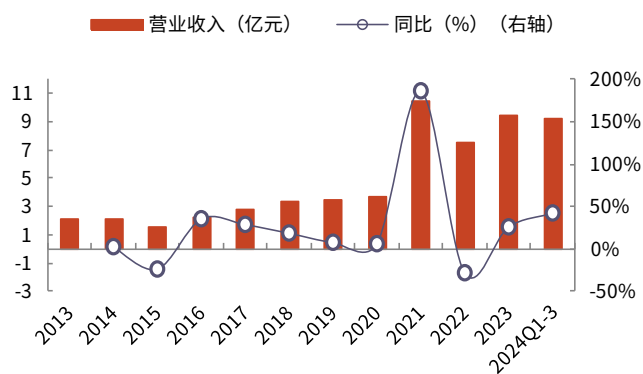
公司以国内大型、特大型矿山市场为基础，重点以中亚、南美、非洲等有色金属和黑色金属矿产资源丰富的国家或地区为主要开拓市场，主要采取直销的销售模式。目前公司已积累部分优质客户资源，且建立了长期的合作关系，为进一步深耕市场打下了基础。

2021年以前，公司营收稳步增长，归母净利润在0.7亿元以下波动。2021年公司营收和归母净利润均大幅增长，分别为10.5亿元和1.8亿元，主要由于确认了额尔登特“年产量600万吨自磨厂房4号生产线建造和投产”EPC项目。2022年公司营收下滑29%至7.5亿元，归母净利润下滑27%至1.34亿元，主要由于EPC项目的完工以及选矿系统方案及服务业务的下滑所致，另外，汇率波动导致汇兑损失。

2023年公司实现营业收入9.4亿元，同比+25.3%，主要由于公司充分把握海外市场，国际订单再创佳绩。归母净利润0.8亿元，同比-40.4%；扣非归母净利润0.8亿元，同比+73.3%，两者差异较大主要由于2022年存在非流动资产处置损益0.9亿元。

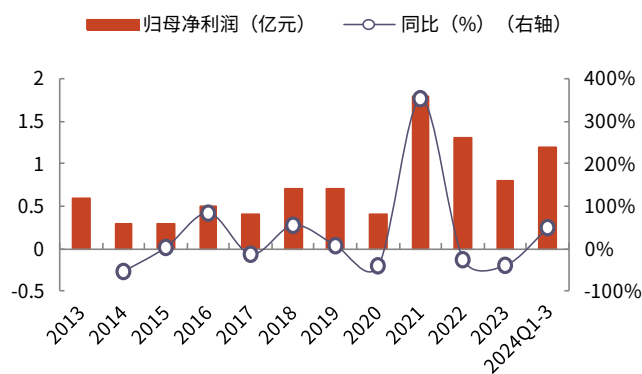
2024年前三季度，公司实现营业收入9.2亿元，同比+41.7%，归母净利润1.2亿元，同比+48.8%，公司选矿系统方案及服务收入实现较快增长，橡胶耐磨备件业务稳步提升。

图 43：耐普矿机营收情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 44：耐普矿机归母净利润情况

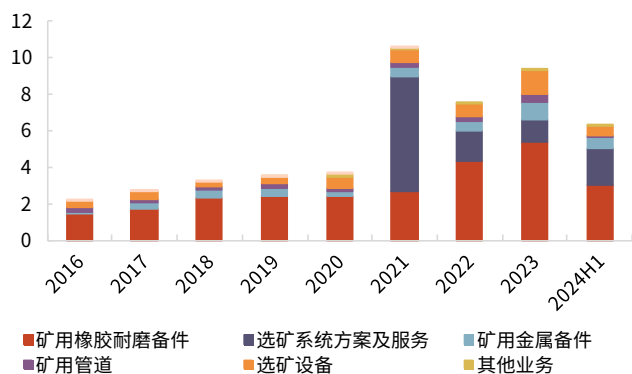


资料来源：Wind、光大证券研究所

分产品来看，公司核心收入来源为矿用橡胶耐磨备件，2023 年公司矿用橡胶耐磨备件产品实现营收 5.4 亿元，同比+25.4%，占营业收入的比重为 57.8%，毛利率为 43.7%，同比+5.8pct。2024H1 年公司矿用橡胶耐磨备件营收 3.0 亿元，同比+20.0%，毛利率为 42.5%，同比+5.5pct。

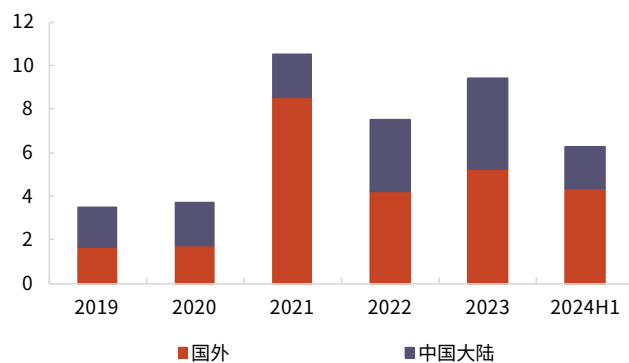
分区域来看，2023 年公司海外营收为 5.2 亿元，同比+23.3%，在总营收中占比为 55.4%，海外毛利率为 41.3%，高于国内毛利率 30.4%。2024H1，公司实现海外营收为 4.3 亿元，同比+153.3%，在总营收中占比为 68.7%，海外毛利率为 37.1%，高于国内毛利率 30.3%。

图 45：耐普矿机分产品营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 46：耐普矿机分区域营业收入情况（亿元）

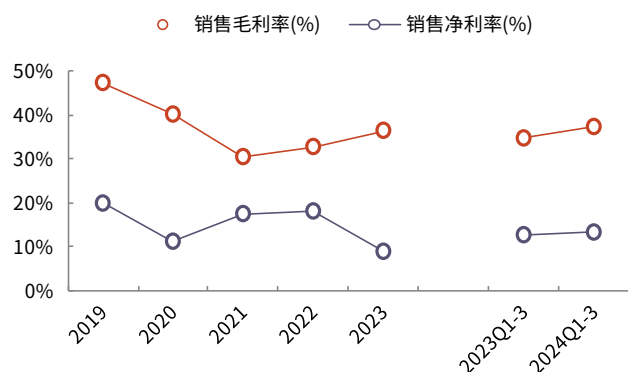


资料来源：Wind、光大证券研究所

2023 年公司毛利率 36.5%，同比提升 3.7pct，主要原因在于公司有效实现降本，核心产品橡胶耐磨备件产品毛利率显著高于 2022 年。2023 年公司净利率 8.9%，同比-9.2pct，主要系 2022 年存在资产处置收益。另外，公司在 23 年发生资产计提减值准备 1349 万元，同比增长 844 万元。

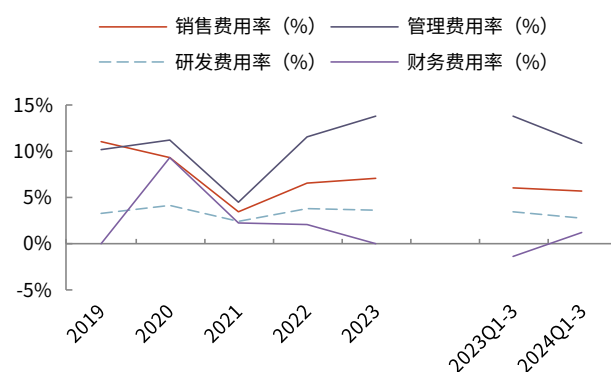
费用率：23 年公司期间费用率为 24.7%，2024Q1-3 下降为 20.5%，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率均有所下降，分别较 23 年下降 1.5pct、3.0pct、1.0pct 至 5.6%、10.9%、2.7%。

图 47：耐普矿机利润率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 48：耐普矿机费用率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

盈利预测、估值与评级

关键假设：

矿用橡胶耐磨备件：

公司研发制造的高分子复合耐磨材料选矿备件在耐磨性、耐腐蚀性、环保性等诸多方面优于传统金属材料备件，对市场上的传统金属材料备件形成了一定的替代效应。截至 2024 年 9 月，公司赞比亚工厂一期已实现投产，智利工厂 2025 年投产，同时，公司在上饶经开区的二期扩建工厂和西藏工厂亦在稳步建设中。未来公司将打造以江西上饶为中心，以蒙古国、赞比亚、智利、秘鲁、塞尔维亚为依托，完成覆盖全球主要矿业地区的布局。2023 年该板块营收 5.4 亿元，占比 57.8%，同比+25.4%，毛利率 43.7%，同比+5.8pct。2023 年公司签订合同 12.3 亿元，同比+63.3%，其中国际市场合同 7.3 亿元，占比 59.2%。2024H1 该板块营收 3.0 亿元，占比 48.2%，同比+20.0%，毛利率 42.5%，同比+5.5pct。

矿用橡胶耐磨备件是公司的核心业务，在手订单充足。从长期趋势来看，铜矿品位下降，耗材备件的单位消耗增加。随着多个海外基地逐步投产，将有效支撑公司业务发展。我们假设 2024-26 年营收增速 35.0%/20.0%/18.0%。随着海外订单逐步确认收入，有望带动毛利率提升，预计 2024-26 年分别为 46.0%/47.0%/48.0%；

选矿设备：

主要为渣浆泵和水力旋流器，是矿浆输送的主要设备。公司以大型现代化有色金属和黑色金属矿石采选企业和大型矿山机械制造企业为重点开拓方向，已与 Erdenet Mining Corporation、中信重工、紫金矿业、美伊电钢、江铜集团、哈萨克矿业集团、Oyu Tolgoi LLC、墨西哥集团等国内外知名矿业公司或矿业设备制造建立了稳定的合作关系。

大型化选矿设备需求提升，公司产品具有较强竞争力。2023 年该板块营收 1.3 亿元，占比 14.1%，同比+86.5%，毛利率 26.3%，同比-4.5pct。2024H1 该板块营收 0.5 亿元，占比 7.6%，同比-27.1%，毛利率 32.4%，同比+9.8pct。主要由于美元利率高企，短期对全球矿山资本开支形成一定压制。假设 2024-26 年营收增速 0%/40.0%/30.0%。我们认为随着公司出海收入增长，24 年选矿设备毛利率将有所回升，25/26 年持续小幅提升，我们预计 2024-26 年毛利率分别为 27.0%/27.5%/28.0%。

选矿系统方案及服务：

公司已经完成的 EPC 项目案例通过业务员及技术员在各大知名矿山进行传播推广。因为公司在海外知名矿山有 EPC 案例，所以会更加得到客户认可，目前也有目标客户在跟进。

随着公司选矿设备出货增加，向客户提供的选矿工艺流程设计、采购、施工等实行全过程的总承包服务将同步增长，2024H1 该板块营收 2.0 亿元，已超去年全年，占比 32.0%，毛利率 26.0%。从历史数据来看，该板块为项目制，业绩波动较大，假设 2024-26 年营收增速 70.0%/5.0%/5.0%，毛利率稳定在 24.5%。

矿用金属备件：

为了应对客户需求，公司向客户提供除矿用橡胶耐磨备件外的金属备件，2023 年该板块营收 1.0 亿元，占比 10.1%，同比+60.7%，毛利率 23.8%。2024H1 该板块营收 0.6 亿元，占比 9.5%，同比+58.4%，毛利率 25.7%，同比+1.3pct。由于矿山品位下降，金属备件单位需求将呈上升趋势，假设 2024-26 年营收增速 50.0%/30.0%/28.0%，毛利率稳定在 23.8%。

矿用管道：

包括钢橡复合管和橡胶软管两个系列，用于需要耐磨、耐腐的管路输送系统，具有出色的耐冲击、耐磨、防腐性能，使用寿命长。同时，基于橡胶件可以提升矿山的设备运转率，降低能耗成本等，橡胶件替代纯金属件已经是行业共识。

2023 年该板块营收 0.5 亿元，同比+114.9%，毛利率 36.9%，同比+15.3pct。2024H1 该板块营收 0.1 亿元，同比-51.9%，主要由于 2024H1 全球矿山设备招标不及预期，毛利率 51.6%，同比+15.4pct。随着矿山管路输送系统需求提升，假设 2024-26 年营收增速-40.00%/20.0%/18.0%，预计毛利率稳定在 36.9%。

其他主营业务：

主要包括其他类型零部件，假设 2024-26 年营收增速 10.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为 64.0%/64.0%/64.0%。

公司 2021-23 年销售费用率为 3.4%/6.6%/7.1%，管理费用率为 4.4%/11.5%/13.9%，研发费用率为 2.4%/3.8%/3.7%。销售/管理费用率提升主要是海外市场销售人员增加，目前海外市场渠道较为稳定，随着收入体量增加，销售/管理费用率有望稳中有降；研发费用有所提升主要系公司在大型号选矿设备、耐磨材料等领域的研发投入较高，参考 24 年前三季度为 2.74%，预计研发费用率自 24 年起稳中有降。因此我们预计 2024-26 年销售费用率为 6.5%/6.0%/5.8%，管理费用率为 13.5%/13.3%/13.3%，研发费用率为 3.1%/2.9%/2.9%。

综上，我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 12.4/15.0/17.8 亿元，归母净利润分别为 1.6/2.2/2.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.01/1.38/1.71 元。

表 2：耐普矿机分业务营业收入盈利预测表

项目	2022A	2023 A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	748.5	937.8	1,241.6	1,499.5	1,781.9
增长率	-28.9%	25.3%	32.4%	20.8%	18.8%
毛利（百万元）	245.4	341.9	467.9	574.1	692.5
主营毛利率	32.8%	36.5%	37.7%	38.3%	38.9%
矿用橡胶耐磨备件					
收入（百万元）	432.5	542.4	732.3	878.7	1,036.9
增长率	60.8%	25.4%	35.0%	20.0%	18.0%
毛利（百万元）	164.0	237.0	336.8	412.9	497.6

项目	2022A	2023 A	2024E	2025E	2026E
毛利率	37.9%	43.7%	46.0%	47.0%	48.0%
选矿设备					
收入 (百万元)	70.7	131.8	131.8	184.5	239.9
增长率	-7.9%	86.5%	0.0%	40.0%	30.0%
毛利 (百万元)	21.8	34.6	35.5	50.7	67.1
毛利率	30.8%	26.3%	27.0%	27.5%	28.0%
选矿系统方案及服务					
收入 (百万元)	163.8	120.7	205.2	215.4	226.2
增长率	-74.0%	-26.3%	70.0%	5.0%	5.0%
毛利 (百万元)	35.6	29.5	50.2	52.7	55.3
毛利率	21.7%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
矿用金属备件					
收入 (百万元)	59.2	95.1	142.6	185.4	237.3
增长率	7.8%	60.7%	50.0%	30.0%	28.0%
毛利 (百万元)	19.2	22.6	33.9	44.0	56.4
毛利率	32.5%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
矿用管道					
收入 (百万元)	21.3	45.7	27.4	32.9	38.8
增长率	11.9%	114.8%	-40.0%	20.0%	18.0%
毛利 (百万元)	4.6	16.8	10.1	12.1	14.3
毛利率	21.6%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%
其他主营业务					
收入 (百万元)	1.1	2.1	2.3	2.5	2.8
增长率	-59.6%	90.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利 (百万元)	0.3	1.3	1.5	1.6	1.8
毛利率	27.5%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

考虑到公司主营矿用橡胶耐磨备件, 应用于选矿流程中的磨矿分级和选矿作业, 我们选取同样为矿山机械及备件行业的新锐股份、运机集团、中信重工作为可比公司。

新锐股份主营硬质合金制品及矿用凿岩工具研发与制造, 公司积极拓展海外市场, 通过向海外矿山客户供应开采、勘探领域的矿用硬质合金工具及其配套产品, 为其提供矿山耗材综合解决方案。2023 年公司营收 15.5 亿元, 同比+30.9%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比+10.9%。

运机集团主要产品为以带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备, 广泛运用于冶金、煤炭、港口、仓储等行业。2023 年公司营收 10.5 亿元, 同比+15.2%, 归母净利润 1.0 亿元, 同比+18.6%。公司成功中标全球最大的铁矿石项目西芒杜铁矿, 中标金额 12.79 亿元。截止 2024 年 3 月底, 公司在手订单 24 亿元, 其中海外订单占比超 70%。

中信重工主营矿山及重型装备, 2023 年, 公司国际业务订货量大幅增长, 海外市场订货额首次突破 30 亿元。2023 年公司营收 95.6 亿元, 同比+8.3%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比+163.6%。其中海外营收 21.3 亿元, 同比+73.0%。

可比公司当前股价对应 24/25 年 PE 均值为 30/22 倍，公司当前股价对应 24/25 年 PE 为 28/21 倍，公司 PE 低于可比公司均值。

表 3：耐普矿机与可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2023	PEG -2024	市值 (亿元)
	2024/11/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E				
新锐股份	16.92	1.26	1.07	1.40	1.78	13	16	12	10	12.3%	1.28	31	
运机集团	29.30	0.64	1.01	1.49	2.11	46	29	20	14	48.8%	0.59	49	
中信重工	4.85	0.09	0.11	0.15	0.18	55	45	33	27	26.5%	1.68	222	
平均值						38	30	22	17	29.2%	1.19		
耐普矿机	28.59	0.51	1.01	1.38	1.71	56	28	21	17	49.6%	0.57	45	

资料来源：wind 光大证券研究所。注：耐普矿机 EPS 为光大证券研究所预测，其余为 wind 一致预期；CAGR 根据归母净利润计算

我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 1.6/2.2/2.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.01/1.38/1.71 元，当前股价对应 2024-26 年 PE 分别为 28/21/17 倍。公司致力于高性能橡胶耐磨材料及橡胶复合材料的研发应用，并且在大型化选矿设备方面优势明显，同时公司积极在“一带一路”沿线矿业发达国家建设生产基地，加快全球化布局。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新材料渗透率不及预期；下游资本支出不及预期；设备性能未能满足行业需求。

表 4：耐普矿机盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	749	938	1,242	1,499	1,782
营业收入增长率	-28.9%	25.3%	32.4%	20.8%	18.8%
净利润 (百万元)	134	80	159	216	268
净利润增长率	-27.1%	-40.4%	98.4%	35.8%	24.4%
EPS (元) (按最新股本计算)	0.86	0.51	1.01	1.38	1.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.7%	6.0%	10.8%	13.0%	14.3%
P/E	33	56	28	21	17
P/B	1.6	2.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-7

4.2 运机集团

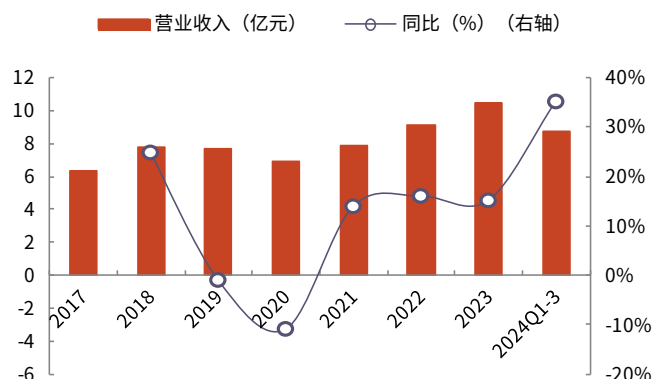
四川省自贡运输机械集团股份有限公司成立于 2003 年，系收购四川省自贡运输机械总厂而新组建的股份制企业集团，是中国散料输送机械设计、制造和安装领军企业之一，于 2021 年 11 月 1 日在深圳交易所上市。

公司主要从事通用带式输送机、管状带式输送机、曲线带式输送机、斗式提升机、螺旋输送机、驱动装置和逆止装置的设计制造和系统 EPC。公司自创立以来，构建了完善的散料输送设备制造体系以及科学合理的产品链，产品涉及电力、钢铁、煤炭、交通、水利、化工、冶金、石油、建材等领域，并出口印度、尼日利亚、塞内加尔、巴基斯坦、印尼、老挝、越南、马来西亚、美国、马里、缅甸等国家，取得了良好业绩。公司现已成为中国散料输送机械市场具有创造力和发展的品牌，并以对技术发展方向及客户需求的精准把握，顺应节能环保的需要，成为国内散料输送机械设计制造方面的领军者之一。

2023 年，公司实现营业收入 10.5 亿元，同比+15.2%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比+18.6%，主要由于海外市场快速发展，新增订单快速增长。2023 年，公司海外营收为 0.04 亿元，在总营收中占比为 0.37%，毛利率为 30.7%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 8.7 亿元，同比+35.2%，归母净利润 0.8 亿元，同比+20.6%。根据公司微信公众号，2024 年 10 月 31 日，公司合同总金额为

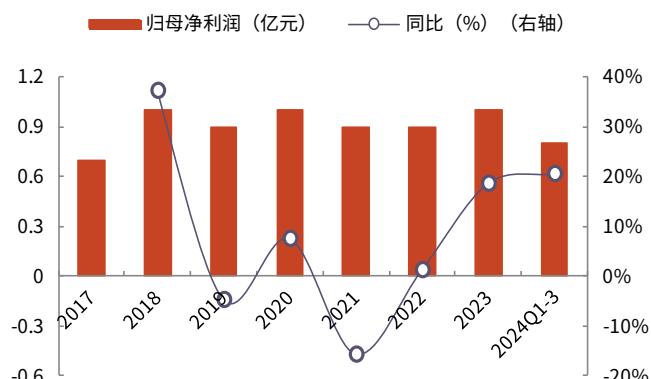
7.63 亿元《西芒杜铁矿项目带式输送机（标段三）设备采购合同》关键部件滚筒组顺利起运，为实现全年高速增长奠定基础。

图 49：运机集团营收情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

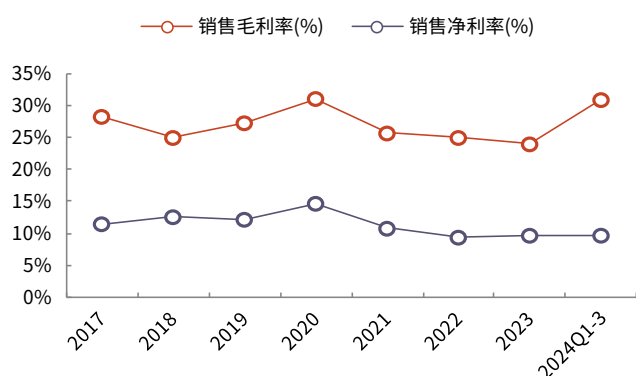
图 50：运机集团归母净利润情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

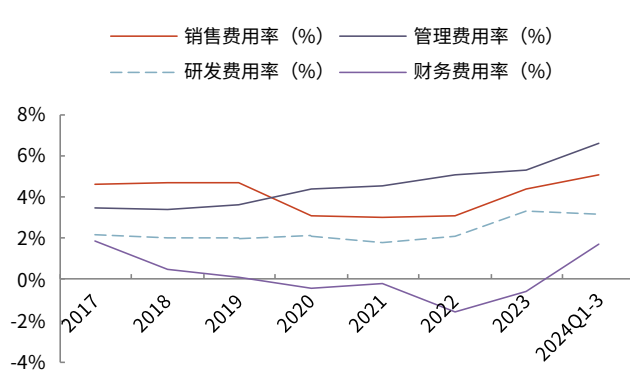
2023 年公司毛利率为 23.95%，同比略有所下滑，主要由于材料成本上涨；从期间费用率来看，除财务费用率外各项费用率基本保持稳定，2023 年公司加大海外市场拓展力度，销售、管理、研发费用率略有提升。2024 前三季度，公司毛利率显著提升，主要由于海外业务步入收获期，海外营收占比提升。

图 51：运机集团利润率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 52：运机集团费用率情况

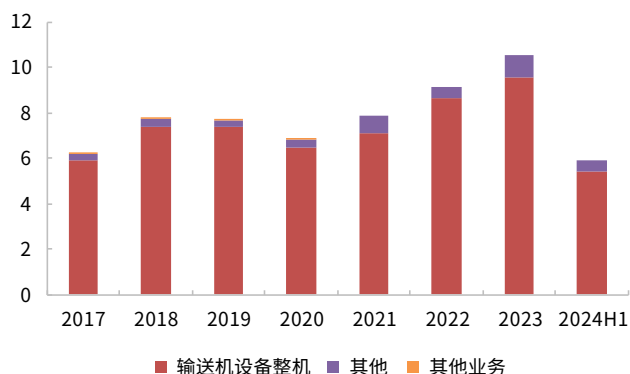


资料来源：Wind、光大证券研究所

分产品来看，公司核心收入来源为输送机设备整机，2023 年公司输送机设备整机营收 9.6 亿元，同比+11.1%，占营业收入的比重为 91.2%，毛利率为 22.9%，同比-1.6pct。2024H1 年公司输送机设备整机营收 5.5 亿元，同比+23.3%，毛利率为 31.3%，同比+8.6pct。

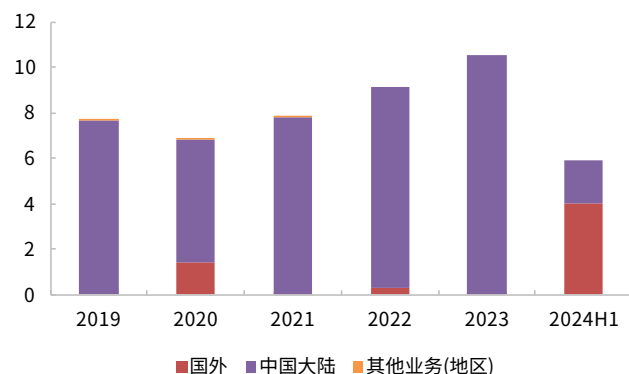
分区域来看，2023 年公司海外营收为 390 万元，同比-85.5%，海外业务量尚处于较低水平。2024H1，实现海外营收为 4.0 亿元，同比+27026.6%，在总营收中占比为 67.8%，主要由于 2023 年加强海外拓展，订单逐步落地。海外毛利率为 36.7%，高于国内毛利率 13.4%。

图 53：运机集团分产品营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 54：运机集团分区域营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

盈利预测、估值与评级

关键假设：公司产品为输送机设备整机，在行业内处于领先地位。

输送机设备整机：

公司从事以带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备的研发、设计、生产和销售，是物料输送系统解决方案的供应商。公司与宝钢集团、中材国际、中国有色、中交建、中电建等大型央企携手在“一带一路”沿线开展业务，公司的输送系统产品已在土耳其、马来西亚、越南、印度尼西亚、阿尔及利亚、尼日利亚等多个国家的项目上运行。2023 年该板块营收 9.6 亿元，占比 91.2%，同比+11.1%，毛利率 22.9%，同比-1.6pct。2024H1 该板块营收 5.5 亿元，占比 92.1%，同比+23.3%，毛利率 31.3%，同比+8.6pct。

订单方面，2023 年，成功中标全球最大的铁矿石项目西芒杜铁矿，中标金额 12.79 亿元。其中西芒杜铁矿配套马瑞巴亚港项目皮带机系统设备采购项目合同约定供货期为：2025 年 10 月 1 日前，所有设备完成调试，具备投产条件；几内亚西芒杜铁矿项目带式输送机系统设备采购项目（标段三）合同约定供货期为：收到备货通知后 14 个月内完成一期所有设备国内集港，24 个月内完成二期所有设备国内集港。截止 2024 年 3 月底，公司在手订单 24 亿元，其中海外订单占比超 70%。

产能方面，公司 IPO 前输送机产能 9 万米。IPO 募投项目新增 9 万米产能，其中唐山基地 2 万米产能已经投产，自贡基地 7 万米产能在环评和设备调试阶段。随着 IPO 募投项目投产，产能将达到 18 万米。预计到 25 年上半年曹妃甸智能输送机制造基地投产，产能达到 22 万米。

公司下游矿山企业等资本支出高景气度，设备需求旺盛，同时公司在海外持续布局与深耕，预计 24 年业务放量明显将带动该项收入高速增长，我们假设 2024-26 年营收增速 50.0%/45.0%/40.0%，随着收入快速放量，规模效应显现，毛利率较 23 年将有所提升，预计 2024-26 年毛利率分别为 29.0%/29.0%/29.0%；

备件及其他：

主要包括其他类型零部件及备件，随着公司产能实现突破，由于基数较低，备件营收增速有望快速增长并维持较高增速。2024H1 该板块营收 0.5 亿元，占比 7.9%，同比+78.0%。假设 2024-26 年营收增速 50.0%/35.0%/30.0%，随着收入快速放量，备件产品毛利率有望保持稳定，预测毛利率分别为 35.1%/35.1%/35.1%。

公司 2021-23 年销售费用率为 3.0%/3.1%/4.4%，管理费用率为 4.5%/5.1%/5.3%，研发费用率为 1.8%/2.1%/3.3%。公司仍将保持对技术研发和产品创新的较高投入水平，提高产品的核心竞争力。24 年前三季度，公司销售/管理/研发费用率分别为 5.1%/6.6%/3.1%，整体期间费用率较 23 年有所提升，主要由于海外业务放量初期，相关的产品设计研发费用较高。随着公司海外业务加快拓展力度，并逐步步入收获期，公司各项费用率预计将稳中有降，我们预计 2024-26 年销售费用率为 5.0%/4.8%/4.6%，管理费用率为 6.3%/6.1%/5.9%；公司维持较高水平研发投入，我们预计随着收入体量快速增长，费用率将有所下降，预计 24-26 年公司研发费用率为 4.0%/3.8%/3.6%。

我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 15.8/22.8/31.7 亿元，归母净利润分别为 1.7/2.6/3.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.56/2.12 元。

表 5：运机集团分业务营业收入盈利预测表

项目	2022A	2023 A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	914.5	1,053.5	1,580.2	2,277.4	3,169.5
增长率	16.1%	15.2%	50.0%	44.1%	39.2%
毛利（百万元）	228.2	252.3	466.8	672.0	934.2
主营毛利率	25.0%	24.0%	29.5%	29.5%	29.5%
输送机设备整机					
收入（百万元）	865.1	960.7	1,441.0	2,089.5	2,925.2
增长率	21.5%	11.1%	50.0%	45.0%	40.0%
毛利（百万元）	211.9	219.7	417.9	605.9	848.3
毛利率	24.5%	22.9%	29.0%	29.0%	29.0%
备件及其他					
收入（百万元）	49.4	92.8	139.2	187.9	244.3
增长率	-34.7%	87.7%	50.0%	35.0%	30.0%
毛利（百万元）	16.2	32.6	48.9	66.0	85.8
毛利率	32.8%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

考虑到公司主要产品以带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备，广泛应用于冶金、煤炭、港口、仓储等行业，我们选取同样为矿山机械及备件行业，同时在出口领域重点发力的耐普矿机、中信重工、华电科工作为可比公司。

中信重工主营矿山及重型装备，2023 年，公司国际业务订货大幅增长，海外市场订货首次突破 30 亿元。2023 年公司营收 95.6 亿元，同比+8.3%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比+163.6%。其中海外营收 21.3 亿元，同比+73.0%。

耐普矿机主营矿用橡胶耐磨备件，应用于选矿流程中的磨矿分级和选矿作业。2023 年公司营收 9.4 亿元，同比+25.3%，归母净利润 0.8 亿元，同比-40.4%，扣非归母净利润 0.8 亿元，同比+73.3%。其中海外营收 5.2 亿元，占比 56.2%，同比+23.3%。

华电科工是工程整体解决方案供应商，目前业务已拓展至电力、港口、冶金、石油、化工、建材、采矿等多个行业，项目遍及全国各地及海外十余个国家。23 年公司实现营业收入 71.74 亿元，同比-12.57%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比-68.54%。

可比公司当前股价对应 24/25 年 PE 均值为 34/25 倍，公司当前股价对应 24/25 年 PE 为 28/19 倍，公司 PE 低于可比公司均值。

表 6：运机集团与可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)					PE (X)				CAGR -3/2023	PEG -2024	市值 (亿元)
	2024/11/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E					
中信重工	4.85	0.09	0.11	0.15	0.18	55	45	33	27	26.5%	1.68	222		
耐普矿机	28.59	0.77	1.00	1.35	1.79	37	29	21	16	32.4%	0.89	45		
华电科工	6.11	0.08	0.22	0.29	0.35	73	27	21	18	60.1%	0.45	71		
平均值						55	34	25	20	39.7%	1.01			
运机集团	29.30	0.62	1.03	1.56	2.12	47	28	19	14	50.9%	0.56	49		

资料来源：wind 光大证券研究所。注：运机集团 EPS 为光大证券研究所预测，其余为 wind 一致预期；CAGR 根据归母净利润计算

我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 1.7/2.6/3.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.56/2.12 元，当前股价对应 2024-26 年 PE 分别为 28/19/14 倍。公司作为中国散料输送机械设计、制造和安装领军企业之一，在海外布局了稳定的销售渠道，构建了全球产能供应体系。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：海外市场拓展不及预期；原材料大幅上涨；市场竞争加剧。

表 7：运机集团盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	914	1,053	1,580	2,277	3,169
营业收入增长率	16.1%	15.2%	50.0%	44.1%	39.2%
净利润 (百万元)	86	102	172	258	351
净利润增长率	1.2%	18.5%	67.7%	50.4%	36.1%
EPS (元) (按最新股本计算)	0.52	0.62	1.03	1.56	2.12
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.7%	4.9%	7.8%	10.6%	12.9%
P/E	56	47	28	19	14
P/B	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-7

4.3 山推股份

山推工程机械股份有限公司成立于 1993 年，产品覆盖推土机系列、道路机械系列、混凝土机械系列、装载机系列、挖掘机系列等十多类主机产品和底盘件、传动部件、结构件等工程机械配套件，于 1997 年 1 月在深圳证券交易所上市。

公司现年生产能力达到 1 万台推土机、6000 台道路机械、500 台混凝土搅拌站、15 万条履带总成、100 万件工程机械“四轮”、8 万台套液力变矩器、2 万台套变速箱。公司全系工程机械产品在全球享有盛誉，为客户提供一体化施工解决方案，人性化、智能化的优质服务赢得了客户口碑，是全球建设机械制造商 50 强、中国制造业 500 强。

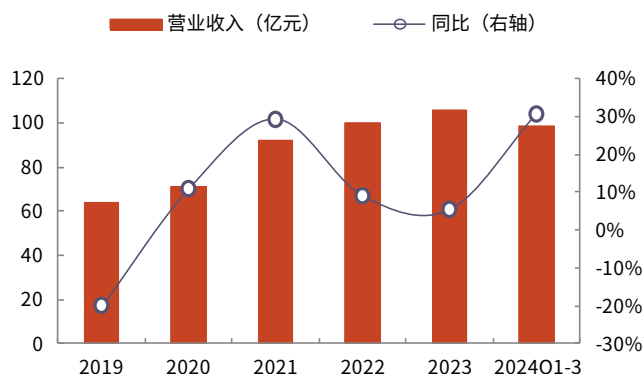
公司拥有健全的销售体系，完善的营销服务网络，产品远销海外 160 多个国家和地区。在全国建有 27 个营销片区，80 余家专营店，设立 360 余个营销服务网点。在海外发展代理及经销商 100 余家，先后在南非、阿联酋、巴西、美国等地设立了十余个海外分支机构。

2019-2023 年，公司积极调整产业结构，国内市场产品占有率进一步提高，海外营收表现突出，公司利润率稳步提升。

2023 年公司实现营业收入 105.4 亿元，同比+5.4%，主要由于海外营业收入再创历史新高对冲国内市场的下滑；归母净利润 7.7 亿元，同比+21.2%，主要由于降本控费力度增加、大马力产品销售结构调整、出口市场高增，盈利能力提升。归母净利润增长高于营收增长，主要来自毛利率提升。2024 年前三季度，公司

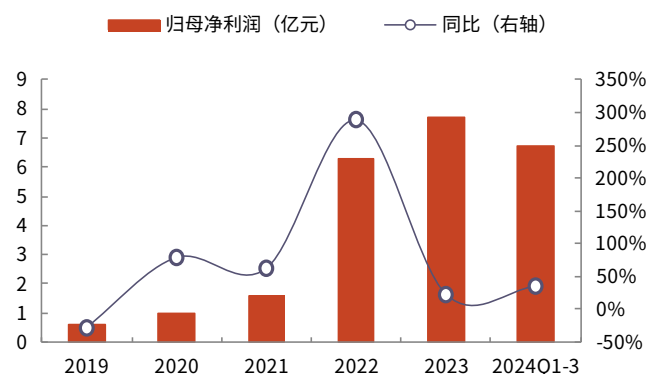
实现营业收入 98.4 亿元，同比+30.6%，归母净利润 6.7 亿元，同比+34.2%，主要由于推土机、挖掘机海外持续增长。

图 55：山推股份营收情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

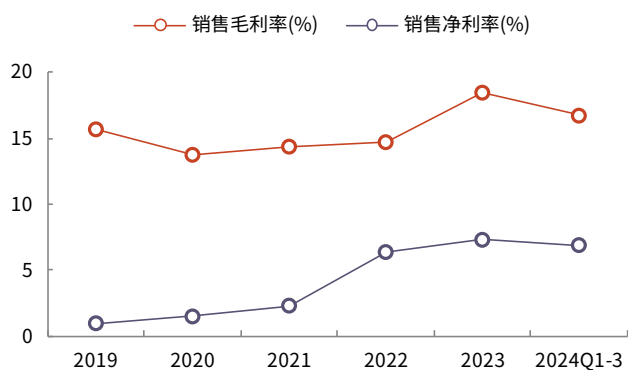
图 56：山推股份归母净利润情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

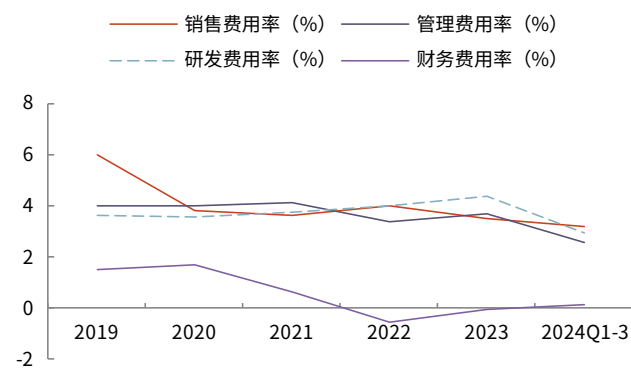
2023 年公司利润率稳中向好，主要由于开拓海外市场成效显著，弥补国内下行影响，大马力产品出口高增。公司管理、研发、财务费用率均呈上升趋势，主要由于 23 年度辞退福利、汇兑损失以及研发投入增加所致。2024 前三季度，公司毛利率略有下降，主要由于低毛利的挖掘机业务（贸易为主）占比提升。

图 57：山推股份利润率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 58：山推股份费用率情况

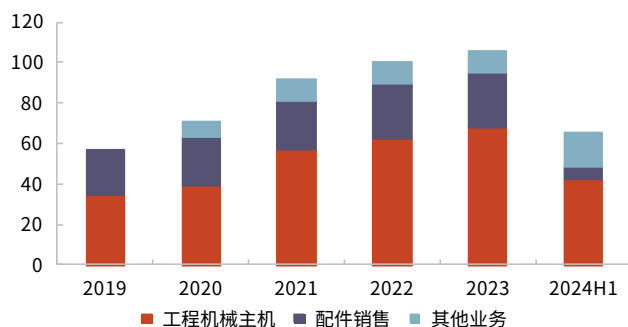


资料来源：Wind、光大证券研究所

分产品来看，公司核心收入来源为工程机械主机业务，2023 年公司工程机械主机营收 67.7 亿元，同比+8.8%，在总营收中占比为 64.2%，毛利率为 23.2%，同比+4.0pct。2024H1 公司工程机械主机营收 42.3 亿元，同比+40.0%，在总营收中占比为 65.1%，毛利率为 19.7%，同比-2.7pct。

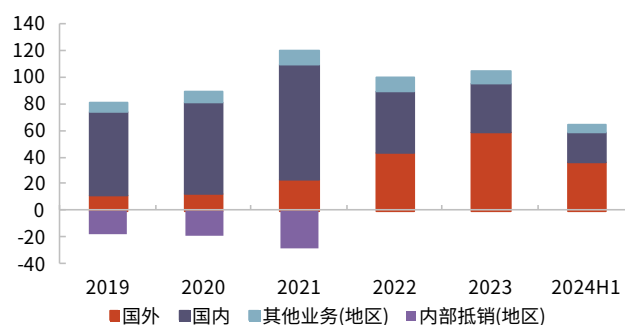
分区域来看，2023 年海外出口收入实现 58.8 亿元，同比+33.7%，出口收入占比 55.8%；2024 年 H1 海外出口收入实现 36.2 亿元，同比+44.4%，出口收入占比 55.7%。

图 59: 山推股份分产品营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 60: 山推股份分区域营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

盈利预测、估值与评级

关键假设:

工程机械主机:

公司推土机产品市场占有率连续多年始终保持 60%以上, 整体技术达到国际先进水平, 其中纯电推土机为国际领先水平。针对矿山施工场景, 发布矿山魔方产品组合解决方案, 力求多角度演绎“让施工更简单”的品牌使命。2023 年该板块营收 67.7 亿元, 占比 64.2%, 同比+8.8%, 毛利率 23.2%, 同比+4.0pct。2024 H1 该板块营收 42.3 亿元, 占比 65.1%, 同比+40.0%, 毛利率 19.74%, 同比-2.7pct。

公司 2023 年产品结构调整取得阶段性成果, 预计出口业务也会延续增长态势。假设 2024-26 年营收增速 40.0%/20.0%/15.0%。预计 2024-26 年毛利率略下降并稳定在 20.0%。

配件:

2023 年该板块营收 27.5 亿元, 占比 26.1%, 同比+0.9%, 毛利率 8.8%, 同比提升 3.0pct。2024 年 H1 该板块营收 16.9 亿元, 占比 26.0%, 同比+24.7%, 毛利率 11.9%, 同比+4.2pct。

随着整机产品收入增速加快, 配件业务收入增速将同步提升, 假设 2024-26 年营收增速 25.0%/12.0%/10.0%。预计 2024-26 年毛利率保持稳定, 分别为 10.0%/10.0%/10.0%。

其他业务:

公司其他业务为技术服务、材料销售等业务, 假设 2024-26 年营收增速 10.0%/10.0%/10.0%, 毛利率分别为 11.0%/11.0%/11.0%。

表 8: 山推股份营业收入盈利预测表

项目	2022A	2023 A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (亿元)	100.0	105.4	140.4	164.6	186.7
增长率	9.1%	5.4%	33.2%	17.2%	13.5%
毛利 (亿元)	14.7	19.4	23.6	27.9	31.9
主营毛利率	14.7%	18.4%	16.8%	17.0%	17.1%
工程机械主机					

收入 (亿元)	62.2	67.7	94.7	113.7	130.7
增长率	10.0%	8.8%	40.0%	20.0%	15.0%
毛利 (亿元)	11.9	15.7	18.9	22.7	26.1
毛利率	19.2%	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
配件					
收入 (亿元)	27.3	27.5	34.4	38.5	42.3
增长率	12.3%	0.8%	25.0%	12.0%	10.0%
毛利 (亿元)	1.6	2.4	3.4	3.8	4.2
毛利率	5.8%	8.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他主营业务					
收入 (亿元)	10.5	10.3	11.3	12.4	13.7
增长率	-2.2%	-2.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)	1.2	1.3	1.2	1.4	1.5
毛利率	11.0%	13.0%	11.0%	11.0%	11.0%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

公司 2021-23 年销售费用率为 3.6%/4.0%/3.5%，管理费用率为 4.1%/3.4%/3.7%，研发费用率为 3.7%/4.0%/4.3%，2023 年销售/管理/研发费用率分别同比-0.5/+0.3/+0.4pct，主要由于 23 年公司销售服务费减少/辞退福利增加/为紧跟市场需求加大研发投入等因素，我们预计 2024-26 年销售费用率为 3.2%/3.0%/3.0%，管理费用率为 3.0%/3.0%/3.0%，研发费用率为 3.0%/3.0%/3.0%。

综上，我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 140.4/164.6/186.7 亿元，归母净利润分别为 9.6/12.2/14.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.81/0.97 元。

考虑到公司主要产品为工程机械，打造工程机械海外业务平台，推进矿山产品一体化销售，大力推进大马力推土机和挖掘机等产品销售，我们选取同样为工程机械等重型装备公司的中信重工、徐工机械、南方路机作为可比公司。

中信重工主营矿山及重型装备，2023 年，公司国际业务订货大幅增长，海外市场订货首次突破 30 亿元。2023 年公司营收 95.6 亿元，同比+8.3%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比+163.5%。其中海外营收 21.3 亿元，同比+73.0%。

徐工机械主要产品为工程机械，产品包括土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械五大支柱产业，以及矿业机械、高空作业平台、农业机械等战略新产业，公司重视全球化布局，拥有 39 家海外子公司，40 个海外大型服务备件中心，营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。2023 年公司营收 928.5 亿元，同比-1.0%，归母净利润 53.3 亿元，同比+23.5%。2023 年海外营收 372.2 亿元，同比+33.7%，占比 40.1%。

南方路机主要产品包括破碎筛分设备、工程搅拌设备、原生骨料加工处理设备及配件。2023 年公司营收 11.4 亿元，同比-6.3%，归母净利润 1.2 亿元，同比+5.3%。

可比公司当前股价对应 24/25 年 PE 均值为 26/20 倍，公司当前股价对应 24/25 年 PE 为 15/12 倍，低于可比公司均值。

表 9：山推股份与可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2023	PEG -2024	市值 (亿元)
	2024/11/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E				
中信重工	4.85	0.09	0.11	0.15	0.18	55	45	33	27	26.5%	1.68	222	
徐工机械	8.43	0.45	0.54	0.69	0.87	19	16	12	10	24.7%	0.63	996	
南方路机	21.16	1.11	1.25	1.44	1.69	19	17	15	13	15.0%	1.12	23	

平均值						31	26	20	16	22.1%	1.14	
山推股份	9.47	0.51	0.64	0.81	0.97	19	15	12	10	23.9%	0.62	142

资料来源：wind 光大证券研究所。注：山推股份 EPS 为光大证券研究所预测，其余为 wind 一致预期；CAGR 根据归母净利润计算

我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 9.6/12.2/14.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.81/0.97 元，当前股价对应 2024-26 年 PE 分别为 15/12/10 倍。公司大马力推土机产品优势明显，国内市场产品占有率进一步提高，海外营收表现突出，公司利润率稳步提升。**首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：国际局势不稳定风险；海外市场拓展不及预期；汇率风险；原材料价格波动的风险。

表 10：山推股份盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,998	10,541	14,037	16,457	18,671
营业收入增长率	9.1%	5.4%	33.2%	17.2%	13.5%
净利润（百万元）	632	765	955	1,219	1,457
净利润增长率	201.6%	21.2%	24.8%	27.5%	19.6%
EPS（元）（按最新股本计算）	0.42	0.51	0.64	0.81	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.9%	13.7%	15.2%	16.6%	17.1%
P/E	22	19	15	12	10
P/B	2.9	2.6	2.3	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-7

4.4 中信重工

中信重工机械股份有限公司于 2008 年 1 月改制成立，是全球领先的矿业装备、水泥装备制造与服务商、全球为数不多的具备重大装备和特种材料研发及制造能力的高新技术企业，是国内特种机器人行业第一梯队企业、最大的特种机器人研发及产业化基地之一，于 2012 年 7 月在上海证券交易所上市。

公司主要从事国家基础工业技术装备、成套工艺技术装备及国家高新技术装备的研发、制造及销售，拥有大型球磨机、大型减速机、大型辊压机、大型水泥回转窑等四项中国名牌产品，可为全球客户提供重型装备、关键基础件、工程成套、备件服务、机器人及智能装备、高新技术产业等领域重大技术装备和整体解决方案。

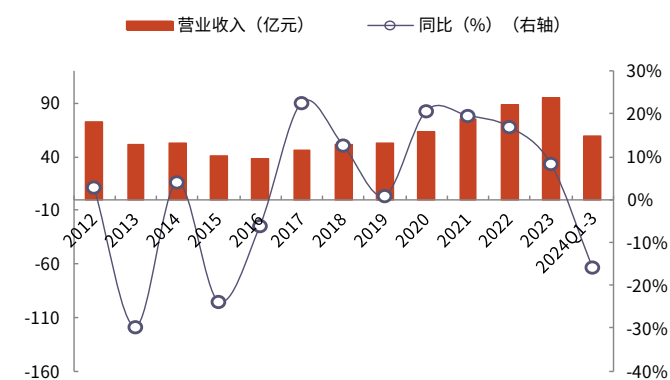
公司先后与全国十三大煤炭基地、十大钢铁集团、八大有色企业、十二大水泥生产商等建立了长期战略合作关系，与世界三大矿业巨头、五大水泥集团和铜、金、铝三大有色巨头建立了长期供货及服务关系。

公司积极响应“一带一路”倡议，在“一带一路”沿线国家共设立了 7 家境外机构，实现研发、制造、营销、服务等全流程的国际化布局。市场拓展至欧洲、澳洲、南美、北美、非洲、中亚、东南亚等区域，产品和服务覆盖 68 个国家和地区，已成为全球领先的矿山装备供应商和服务商。

2023 年公司实现营业收入 95.6 亿元，同比+8.3%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比+163.6%，营业收入增长主要由于海外市场持续发力。2023 年公司高毛利的海外设备订单增长加之钢价格下行，公司归母净利润同比出现大幅增长。

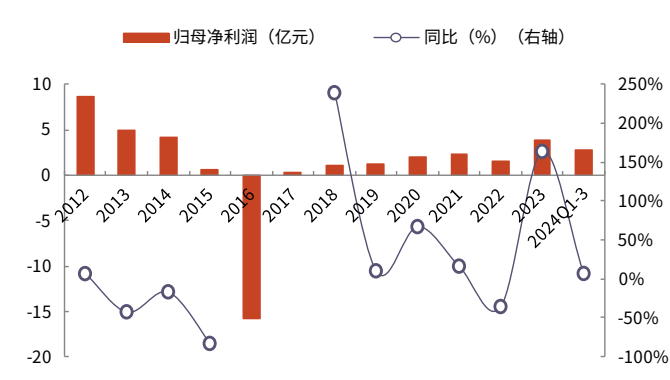
2024 年前三季度，公司实现营业收入 58.8 亿元，同比-15.8%，归母净利润 2.8 亿元，同比+6.7%。

图 61: 中信重工营收情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 62: 中信重工归母净利润情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

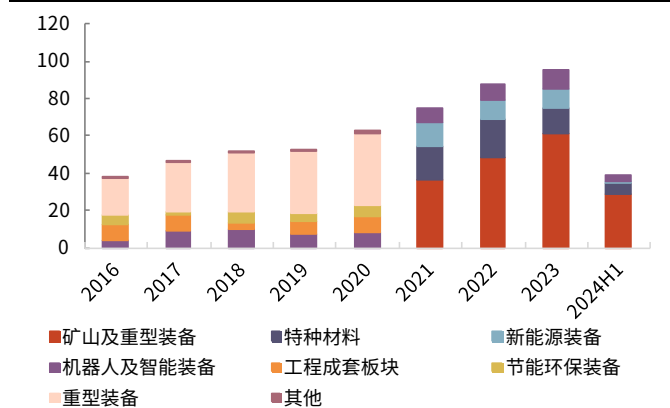
分产品来看, 2023 年公司矿山及重型设备实现营收 61.0 亿元, 同比+25.2%, 营收占比 63.9%, 毛利率为 22.6%, 同比+4.7pct; 特种材料实现营收 14.0 亿元, 同比-31.8%, 营收占比 14.7%, 毛利率为 10.2%, 同比+0.6pct; 机器人及智能装备板块实现营收 10.7 亿元, 同比+10.0%, 营收占比 11.2%, 毛利率为 29.8%, 同比-6.1pct; 新能源装备实现营收 9.9 亿元, 同比+6.4%, 营收占比 10.3%, 毛利率为 4.6%, 同比+3.0pct。

2024H1, 公司矿山及重型设备实现营收 28.6 亿元, 营收占比 73.5%; 特种材料实现营收 6.4 亿元, 营收占比 16.5%; 机器人及智能装备板块实现营收 3.0 亿元, 营收占比 7.7%; 新能源装备实现营收 0.9 亿元, 营收占比 2.4%。

2021 年公司统计口径发生变化, 从 21-23 年来看, 矿山设备为公司主要收入来源, 该板块的营收以及营收占比逐年提升。

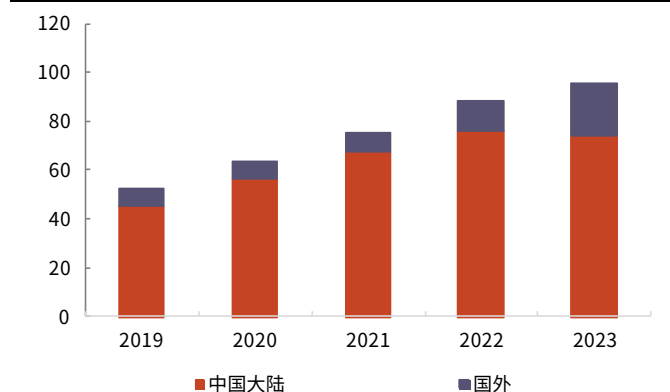
分区域来看, 2023 年公司海外营收为 21.4 亿元, 同比+73.0%, 在总营收中占比为 22.3%, 海外毛利率为 35.7%, 高于国内毛利率 15.1%。2024H1, 实现海外生效订货超 39 亿元 (2023 年为 30 亿元), 同比+65%, 海外市场生效订货总量和占比均创历史新高。

图 63: 中信重工分产品营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 64: 中信重工分区域营业收入情况 (亿元)

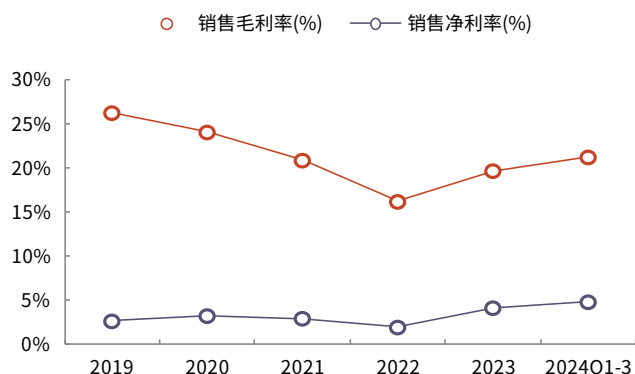


资料来源: Wind、光大证券研究所

2023 年公司毛利率增长主要由于海外市场营收出现较大幅度增长, 且海外毛利率高于国内。2024 前三季度公司毛利率增长主要由于公司围绕全要素降本增效, 持续推进离散型制造连续化精益管理, 营业成本下降, 叠加公司产品结构变化、海外市场销售占比提升。

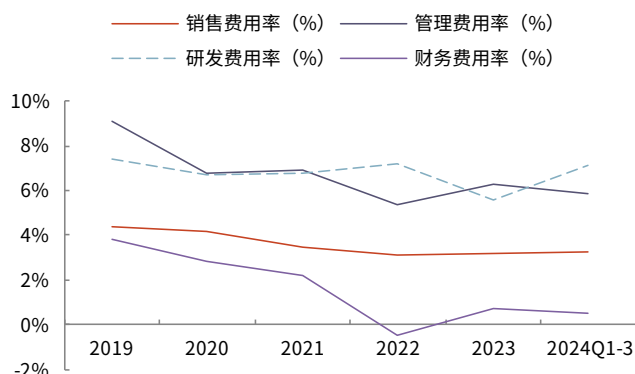
近年来，公司销售费用率、管理费用率稳中有降，研发费用率保持在 6%-7% 左右，财务费用率明显下降。

图 65：中信重工利润率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 66：中信重工费用率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

盈利预测、估值与评级

关键假设：

矿山及重型装备：

以矿业为核心主业，覆盖建材、冶金、煤炭等下游。2021 年，公司直径 6 米以上大型磨机国内市占率 81% 以上，全球市占率 23% 以上。2023 年，公司国际业务订货大幅增长，海外市场订货首次突破 30 亿元，矿山及重型装备业务实现营收 61.0 亿元，同比+25.2%。2024H1，实现海外生效订货超 39 亿元，同比+65%，海外市场生效订货总量和占比均创历史新高。2024H1 该板块营收 28.6 亿元，占比 73.5%，同比+0.8%，毛利率 21.2%，同比-0.07pct。

随着中资企业在全全球矿业深入布局，公司矿山及重型装备业务有望实现新一轮增长。公司在手订单较充足，随着矿山投资启动，假设 2024-26 年营收增速 3.0%/12.0%/12.0%。随着海外营收占比提升，预计将有效带动毛利率稳步提升，预计 2024-26 年毛利率分别为 22.6%/23.6%/23.6%。

特种材料：

主要包括大型关键铸锻件、耐磨材料、特种产品。2023 年该板块营收 14.0 亿元，同比-31.8%，主要受整机需求疲软影响。2021-23 年公司耐磨衬板产品新增订单吨数复合增长率为 11.1%；2021-2023 年公司的新增订单吨数和销量均已突破目前自有产线 3 万吨/年产能上限，外协产量超 5000 吨。公司目前正稳步推进定增项目，拟投入 1.8 亿元用于高端耐磨件制造产线智能化改造项目。公司一直存在外协产量，待项目完成后有望解决产能瓶颈，实现该板块业务进一步发展。

2024H1 该板块营收 6.4 亿元，占比 16.5%，同比-6.3%，毛利率 17.5%，同比+6.2pct。随着矿山机械需求加速提升，以及公司在核电、钢铁轧机领域产品交付，假设 2024-26 年该板块营收增速 5.0%/15.0%/20.0%。预计未来毛利率在 24 年基础上保持稳定，2024-26 年分别为 16.0%/16.0%/16.0%。

机器人及智能装备：

主要包括应急救援、特种作业机器人、提升机、变频器、智慧矿山装备。2023 年该板块营收 10.7 亿元，同比+10.0%。在石化领域，深入推进用户和技术单位的战略合作，相关产品得到大面积推广。

2024H1 该板块营收 3.0 亿元，占比 7.7%，同比-12.9%，毛利率 31.3%，同比-5.7pct。随着机器人及智能装备业务不断拓展应用领域，预计未来 3 年继续稳中有增，我们假设 2024-26 年营收增速 0.0%/5.0%/5.0%，毛利率与 23 年持平为 29.8%。

新能源装备：

主要包括海上风电、节能环保装备，2023 年该板块营收 9.9 亿元，同比+6.4%，毛利率 4.6%。2024H1 该板块营收 0.9 亿元，占比 2.4%，同比-88.2%，毛利率 5.7%，同比+1.8pct。

考虑到公司二季度新增生效订货环比增长 237%，成功扭转了持续低迷的市场形势。假设 2024-26 年营收增速 -50.0%/5.0%/5.0%，毛利率分别为 4.6%/4.6%/4.6%。

公司 2021-23 年销售费用率为 3.5%/3.1%/3.2%，管理费用率为 6.9%/5.4%/6.3%，研发费用率为 6.8%/7.2%/5.6%。随着公司收入规模增长，各项费用率有望稳中有降，我们预计 2024-26 年销售费用率为 3.5%/3.3%/3.0%，管理费用率为 6.5%/6.3%/6.3%，研发费用率为 5.8%/5.6%/5.6%。

综上，我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 93.2/103.7/116.4 亿元，归母净利润分别为 4.8/6.9/8.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.10/0.15/0.19 元。

表 11：中信重工分业务营业收入盈利预测表

项目	2022A	2023 A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (亿元)	88.3	95.6	93.2	103.7	116.4
增长率	16.9%	8.3%	-2.5%	11.3%	12.2%
毛利 (亿元)	14.3	18.9	20.0	22.9	25.6
主营毛利率	16.2%	19.7%	21.4%	22.1%	22.0%
矿山及重型装备					
收入 (亿元)	48.8	61.0	62.8	70.4	78.8
增长率	31.8%	25.1%	3.0%	12.0%	12.0%
毛利 (亿元)	8.7	13.8	14.2	16.6	18.6
毛利率	17.9%	22.6%	22.6%	23.6%	23.6%
特种材料					
收入 (亿元)	20.5	14.0	14.7	16.9	20.3
增长率	14.0%	-31.8%	5.0%	15.0%	20.0%
毛利 (亿元)	2.0	1.4	2.4	2.7	3.2
毛利率	9.6%	10.2%	16.0%	16.0%	16.0%
机器人及智能装备					
收入 (亿元)	9.7	10.7	10.7	11.2	11.8
增长率	18.2%	10.1%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利 (亿元)	3.5	3.2	3.2	3.3	3.5
毛利率	35.9%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
新能源装备					
收入 (亿元)	9.3	9.9	4.9	5.2	5.4
增长率	-24.6%	6.4%	-50.0%	5.0%	5.0%
毛利 (亿元)	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
毛利率	1.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

考虑到公司主要营收来源为矿山重型装备及相关备件，受到全球特别是“一带一路”沿线矿业投资周期的影响，我们选取同样为重型装备企业，同时在海外市场重点发力的国机重装、运机集团、徐工机械作为可比公司。

国机重装主要服务于国内外重大技术装备及重大工程建设等领域，主要产品包括大型冶金成套装备、重型石化容器等以及国内外冶金、矿山、港口等工程的设计和总承包以及带资运营等业务，在“一带一路”沿线国家和地区有较强影响力。2023 年公司营收 112.6 亿元，同比+16.6%，归母净利润 4.3 亿元，同比+6.8%。其中海外营收 30.7 亿元，占比 27.9%，同比+57.2%。

运机集团主要产品以带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备，广泛运用于冶金、煤炭、港口、仓储等行业。2023 年公司营收 10.5 亿元，同比+15.2%，归母净利润 1.0 亿元，同比+18.6%。公司成功中标全球最大的铁矿石项目西芒杜铁矿，中标金额 12.79 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司在手订单 24 亿元，其中海外订单占比超 70%。

徐工机械主要产品为工程机械，产品包括土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械五大支柱产业，以及矿业机械、高空作业平台、农业机械等战略新产业。公司重视全球化布局，拥有 39 家海外子公司，40 个海外大型服务备件中心，营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。2023 年公司营收 928.5 亿元，同比-1.0%，归母净利润 53.3 亿元，同比+23.5%。2023 年海外营收 372.2 亿元，同比+33.7%，占比 40.1%。

可比公司当前股价对应 24/25 年 PE 均值为 29/22 倍，公司当前股价对应 24/25 年 PE 为 46/32 倍，高于可比公司均值。公司 2021 年直径 6 米以上大型磨机国内市占率 81%以上，技术壁垒高，处于国内市场垄断地位，享有一定估值溢价。

表 12：中信重工与可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)					PE (X)				CAGR -3/2023	PEG -2024	市值 (亿元)
	2024/11/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E					
国机重装	3.57	0.06	0.09	0.10	0.12	60	42	34	29	27.8%	1.51	258		
运机集团	29.30	0.64	1.01	1.49	2.11	46	29	20	14	48.8%	0.59	49		
徐工机械	8.43	0.45	0.54	0.69	0.87	19	16	12	10	24.7%	0.63	996		
平均值						41	29	22	17	33.8%	0.91			
中信重工	4.85	0.08	0.10	0.15	0.19	58	46	32	26	30.9%	1.50	222		

资料来源：wind 光大证券研究所。注：中信重工 EPS 为光大证券研究所预测，其余为 wind 一致预期；CAGR 根据归母净利润计算

我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 4.8/6.9/8.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.10/0.15/0.19 元，当前股价对应 2024-26 年 PE 分别为 46/32/26 倍。公司作为矿业装备制造与服务商，海外市场拓展顺利，海外收入快速增长，利润有望持续改善。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：竞争格局恶化；原材料大幅上涨；设备性能未能满足行业需求。

表 13：中信重工盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,827	9,557	9,317	10,370	11,635
营业收入增长率	16.9%	8.3%	-2.5%	11.3%	12.2%
净利润 (百万元)	146	384	480	686	859
净利润增长率	-35.8%	163.6%	25.0%	43.1%	25.2%
EPS (元) (按照最新股本计算)	0.03	0.08	0.10	0.15	0.19
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.9%	4.8%	5.7%	7.7%	8.9%
P/E	153	58	46	32	26
P/B	2.8	2.6	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-7

4.5 新锐股份

苏州新锐合金工具股份有限公司是国家高新技术企业，成立于 2005 年 8 月，拥有苏州、武汉两个一线城市研发、生产、制造基地，控股美国 AMS、澳洲 AMS，是一家专注于硬质合金制品与矿用凿岩工具及矿山服务，集研发、制造、销售、服务为一体的国际化制造服务商。

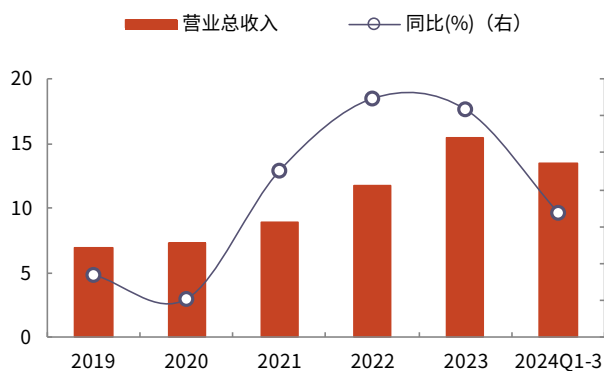
公司主要产品包括：石油钻探用硬质合金、矿用硬质合金、金刚石复合片用基体、石油钻头喷嘴、超细硬质合金棒料、细晶粒切削刀具、冲压模具用板块、冷镦模、粉末冶金模具、碳化钨管状焊条、耐磨件、非标异型件及矿用三牙轮钻头、冲击器等；产品远销日本、韩国、美国、加拿大、澳大利亚、俄罗斯等 40 多个国家和地区。

根据中国钢结构协会钎钢钎具分会统计信息，公司矿用牙轮钻头的国内市场占有率位列国内第一；在全球市场范围内，公司矿用牙轮钻头在澳洲等市场占有率位列前三，具备与跨国公司在该细分市场竞争的實力。

经过多年发展，公司实现了硬质合金生产、工具制造以及矿山耗材综合服务的产业链贯通，成为必和必拓（BHP）、力拓集团（RioTinto）和 FMG 等全球铁矿石巨头的直接供应商，并通过经销商渠道进入巴西淡水河谷（VALE）、智利国家铜业公司（CODELCO）的供应链体系。

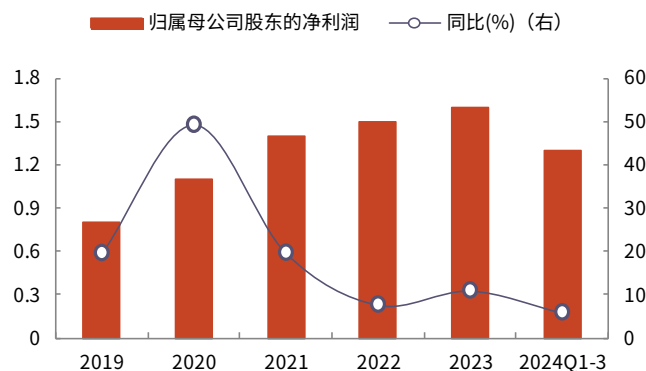
2023 年公司实现营业收入 15.5 亿元，同比+30.9%，归母净利润 1.6 亿元，同比+10.9%，营收、利润同增主要由于公司海外业务稳步增长，以及公司 2022 年底并购江仪股份，并于 2022 年 12 月末并表。2024 年前三季度，公司实现营业收入 13.5 亿元，同比+16.8%，归母净利润 1.3 亿元，同比+5.9%，主要由于公司凿岩工具业务稳步增长，并于 2024 年 5 月增持并表苏州锑玛工具。

图 67：新锐股份营收情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 68：新锐股份归母净利润情况

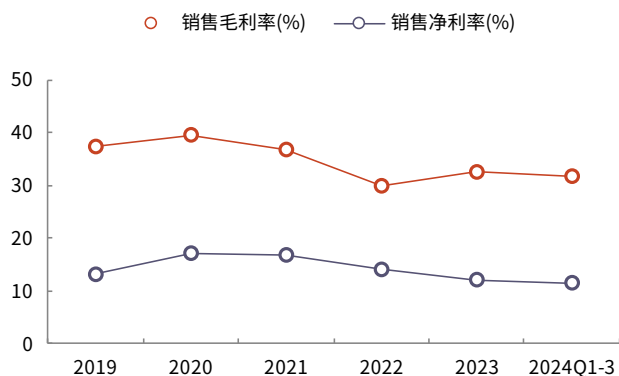


资料来源：Wind、光大证券研究所

2022 年公司毛利率下降 6.9pct，主要由于上游原材料价格持续上涨、武汉“硬质合金制品建设项目”竣工投产后折旧增加。2024 年前三季度公司毛利率、净利率基本保持平稳。

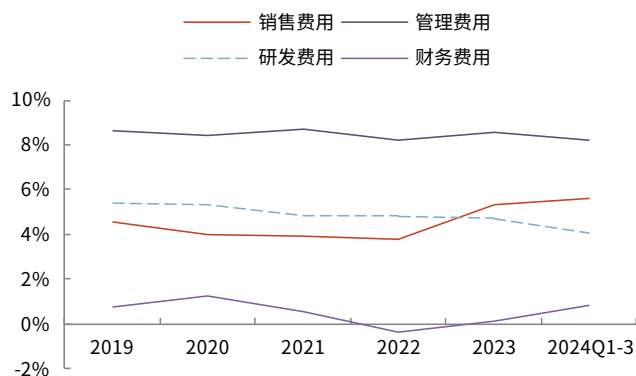
从费用率来看，除财务费用率外各项费用率基本保持稳定。2023 年公司销售费用率提升 1.5pct，主要由于公司加大海外市场拓展力度，销售人员薪酬（含股份支付）增加。2024 年前三季度公司销售费用率略有提升，主要系公司加大海外市场拓展力度。

图 69：新锐股份利润率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 70：新锐股份费用率情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

风险提示：铁矿石价格、油价大幅波动风险、境外子公司经营管理风险、原材料价格波动风险。

4.6 同力股份

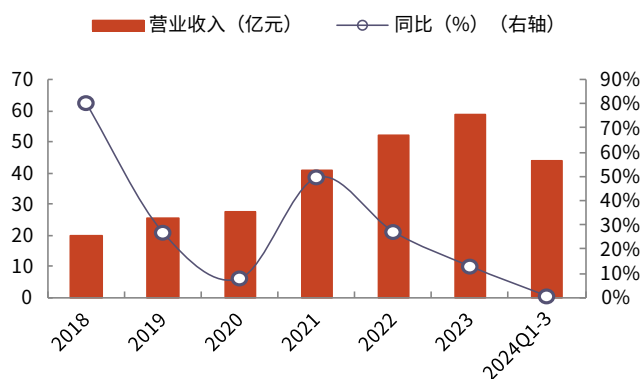
陕西同力重工股份有限公司成立于 2005 年，于 2021 年 2 月在北京证券交易所上市。业务现已覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车、井巷运输设备及非公路特种运输设备等四大业务板块，并形成纯电动充电版、侧置换电版、顶置换电版、甲醇混动版、柴油混动版、天然气混动版和无人驾驶版等多系列产品，广泛应用于煤矿、铁矿、砂石骨料水泥矿、有色金属矿、水电工地、大型平基工程等领域。

公司主要从事各类矿山开采及大型工程物料运输所需的非公路宽体自卸车、坑道车、洒水车等整车的研发、制造、销售和服务。主要客户集中于露天煤矿、金属矿、砂石骨料矿等领域。公司以“大型化、智能化、新能源”为战略方向，为未来发展持续助能。

公司深耕国内细分市场，积极拓展海外市场，采取的模式包括经销模式和直销模式。公司产品已覆盖国内全部省份，并已拓展出口至巴基斯坦、印度尼西亚、马来西亚等多个国家和地区，随着国际化战略的快速推进，未来还会有更多的国家和地区布局销售及服务保障体系。

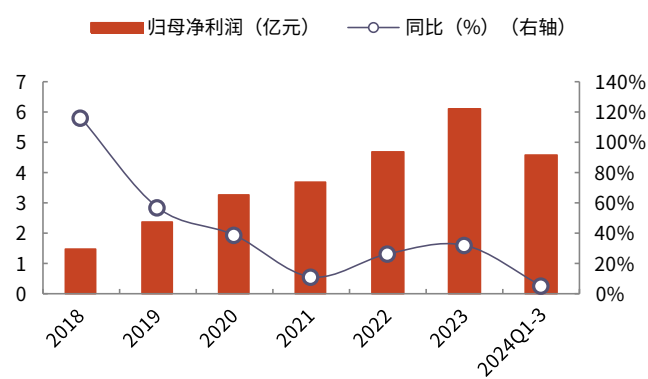
2023 年公司实现营业收入 58.6 亿元，同比+12.7%，归母净利润 6.1 亿元，同比+31.8%，营收、利润同增主要由于公司产品结构优化，海外市场拓展以及新生产基地建成投产。2024 年前三季度，公司实现营业收入 43.8 亿元，同比+0.4%，归母净利润 4.6 亿元，同比+4.9%。

图 71: 同力股份营收情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 72: 同力股份归母净利润情况

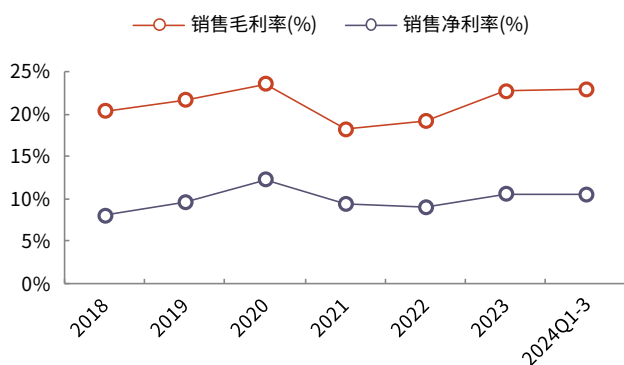


资料来源: Wind、光大证券研究所

2022-2023 年公司利润率逐年提升, 主要由于海外市场需求释放、矿车大型化, 以及新能源产品的不断推出。

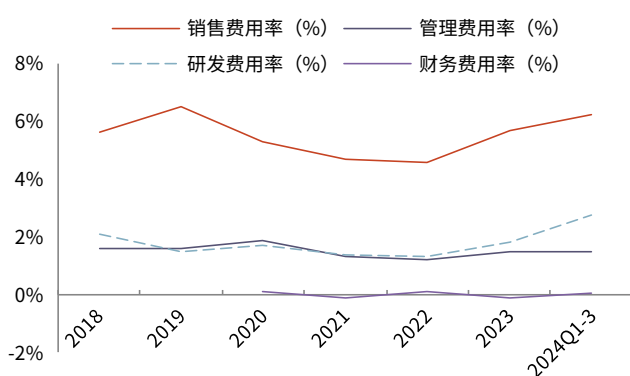
从费用率来看, 23 年期间费用率增长明显, 由 22 年的 7.15% 增长到 23 年的 8.81%, 其中销售费用率和研发费用率的增长较多。2023 年公司销售费用率增长明显, 主要由于销售费用中三包费的增加以及 2023 年度新增的销售人员股权激励费用导致; 研发费用率增加主要由于公司研发材料费的增加以及授予部分研发人员股权激励导致。2024 年前三季度, 公司销售费用率提升, 主要系大型化产品、新能源产品相比成熟产品三包费增加所致; 研发费用率提升, 主要系新车型研发投入多导致的研发材料费增加以及授予部分研发人员股权激励导致研发人员薪酬增加所致。

图 73: 同力股份利润率情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 74: 同力股份费用率情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

分产品来看, 2023 年公司整车-宽体自卸车实现营收 54.47 亿元, 同比+10.91%, 在总营收中占比为 92.95%, 毛利率为 22.07%; 配件实现营收 2.36 亿元, 同比+56.88%, 在总营收中占比为 4.03%, 毛利率为 35.53%; 其他业务实现营收 1.24 亿元, 同比+5.29%, 在总营收中占比为 2.11%, 毛利率为 5.66%; 维修服务实现营收 0.53 亿元, 同比+141.42%, 在总营收中占比为 0.90%, 毛利率为 74.58%。整车-宽体自卸车为公司主要收入来源。

风险提示: 宏观经济周期性波动风险; 下游行业需求下行风险; 汇率波动风险; 业绩下滑风险。

5、风险分析

(1) 相关投资不及预期风险：矿山项目属于重资本行业，未来需要较大资本开支。若受到宏观因素或资本短缺影响，导致相关投资放缓，可能对产业链造成负面影响；

(2) 上游原材料成本波动风险：矿山机械上游原材料包括大宗商品、电机、减速器等，若上游原材料成本大幅提升，则可能对产业链造成负面影响；

(3) 竞争格局恶化风险：行业需求旺盛，若后续参与者增多，导致竞争加剧，可能对产业链造成负面影响。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP