



矿山装备行业研究

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

机械组

分析师: 满在朋(执业 S1130522030002) 分析师: 李嘉伦(执业 S1130522060003)

manzaipeng@gjzq.com.cn

lijialun@gjzq.com.cn

高岭巍峨稳如山，大海波涛破岸来

投资逻辑：

大：矿山装备全球千亿市场，高壁垒孕育大市值龙头

市场空间大：23年矿山装备全球市场空间1183亿美元，矿钻&凿岩、碎磨、矿物处理、露天采矿、地下采矿设备价值量占比分别为24%、21%、20%、19%、16%。

龙头市值大：行业进入壁垒较高，尤其在追求经济性的设备大型化趋势中预计份额进一步向龙头集中，培育了一批诸如卡特彼勒、安百拓、美卓等海外大市值且盈利能力强的矿山装备龙头企业。

替代空间大：国内规模较大的中信重工23年矿山装备营收仅61亿元人民币，相比卡特彼勒、小松965、865亿元人民币营收规模有较大成长空间。

高：资本开支正处上行周期，资源品价格高位支撑高景气

景气高：当前正处新一轮矿业资本开支上行周期，从16年后主机市场景气度开始回暖，22、23年5大类矿业机械（小松口径）需求分别为5773、5824台，位于近10年高位。

价格高：铜、金为矿山装备最大两个下游市场，目前铜、金价格涨超上一轮周期高点，价格高位运行有望催化资本开支继续维持高水平，预计24年铜、金全球资本支出继续增长。

增速高：2020-23年海外头部供应商矿山装备业务收入CAGR达18.9%，21-23年伟尔集团/安百拓/山特维克矿山装备订单分别为146.5/343.3/421.1亿元人民币、219.6/354.4/484.6亿元人民币、228.0/395.9/505.5亿元人民币，新签订单也连续两年创新高。国内2021-23年矿山机械行业收入/利润分别为2635/138亿元人民币、2995/180亿元人民币、3151/210亿元人民币，行业收入稳健增长，利润大幅扩张，行业正处高速增长期。

稳：资源需求提升叠加品位下降构筑稳增长，售后市场打造业绩“稳定器”

资源需求提升叠加原矿品位下降，利好矿山装备需求稳健增长：我们以2000年到2023年这个周期作为参考，在此期间铜矿产量复合增速为2.25%，由于原矿品位下降，开采同样吨数的资源所需投入持续提升，资本密集度复合增速为6.67%，对应的资本开支复合增速可达到9.06%，拉动矿山设备需求实现长周期较高复合增速。

售后市场增长稳定，成为海外龙头业绩“稳定器”：目前海外龙头矿山装备企业的商业模式为通过长寿命设备销售实现装机量提升，再通过提供零部件、耐磨备件赚取售后市场利润，以实现可持续稳健增长。以伟尔集团为例，其23年收入中有77%来自于售后市场，并且在2011年至2023年售后市场收入保持了超过7%复合增速，实现了穿越周期的稳健增长，成为公司业绩“稳定器”。

破：中国矿山设备厂商全球份额提升，破局之路越发清晰

国内矿山企业资本开支增速在2016至2023年间复合增速为22.6%，高于海外前三十矿山企业的9.1%复合增速。国内以紫金矿业为代表的铜矿、金矿企业，在国内外同时扩大资本开支规模，助推中国矿山装备全球市场份额提升。中国矿山装备出口额2023年达到41.3亿美元，2020至2023复合增速43.76%。未来在“一带一路”政策支持下，国内矿山装备企业的“走出去”之路越发清晰。

投资建议与估值

建议关注中信重工、耐普矿机、徐工机械。

风险提示

铜、金价格波动风险；中资矿商海外扩张不及预期；能源转型进展不及预期；汇率波动风险。



内容目录

1. 大：矿山装备全球千亿美元市场，高壁垒孕育大市值龙头.....	11
1.1 市场空间大：全球千亿美元市场，广袤天地间.....	11
1.2 龙头市值大：海阔凭鱼跃，大市场孕育千亿市值龙头.....	15
1.2.1 安百拓 (EPIA.ST)：持续收购扩张，矿山装备后市场收入占比超 70%.....	18
1.2.2 山特维克 (SAND.ST)：采矿及运输解决方案供应商，在手订单维持高位.....	22
1.2.3 伟尔集团 (WEIR.L)：中后道矿山设备头部厂商，收购 ESCO 拓宽售后市场布局.....	26
1.2.4 美卓 (METSO.FIN)：美卓、奥图泰合并，成就矿山碎磨设备龙头.....	30
1.2.5 富勒史密斯 (FLIDY.OO)：矿山、水泥设备“百年老店”，外延并购加码矿山装备业务.....	34
1.2.6 卡特彼勒 (CAT.N)：全球工程机械龙头，资源业务净利润高增长.....	39
1.2.7 小松 (6301.T)：持续加码矿山业务，收入占比超四成.....	41
1.3 替代空间大：国产龙头初长成，替代潮涌正当时.....	45
2. 高：资本开支正处上行周期，资源价格高位支撑高景气.....	45
2.1 景气高：资本开支正处上行周期，全球矿山装备维持高景气.....	45
2.1.1 亚太：全球最大的矿山装备市场，新能源矿产需求高景气.....	47
2.1.2 北美：24 年铜矿资本支出维持高增长，加拿大金矿、油砂贡献新增量.....	51
2.1.3 南美：世界铜矿主产地，能源转型需求支撑矿山装备持续高景气.....	52
2.1.4 EAME：非洲黄金、铜矿需求为基本盘，供应商格局较为分散.....	54
2.2 价格高：铜、金价格超上一轮周期高点，刺激资本开支进一步上行.....	56
2.3 增速高：海外龙头收入高增订单创新高，国内行业收入、利润、出海高增长.....	57
3. 稳：资源需求提升叠加品位下降构筑稳增长，售后市场打造业绩“稳定器”.....	59
3.1 资源需求提升叠加原矿品位下降，利好矿山装备需求稳健增长.....	59
3.2 售后市场空间巨大，成为海外龙头业绩“稳定器”.....	60
4. 破：中国矿山设备厂商全球份额提升，破局之路越发清晰.....	63
4.1 中国龙头公司矿山设备收入增速显著超过海外行业平均水平，矿山机械竞争力持续提升.....	63
4.2 中国矿山企业在海外的资源配置爆发式增长，有望带动中资设备商全球份额提升.....	64
4.3“一带一路”友好国家需求高景气，国产厂商获切入机遇.....	66
5. 投资建议.....	68
5.1 中信重工：国产矿山磨机龙头，海外业务持续发力.....	69
5.2 耐普矿机：耐磨备件长坡厚雪，看好公司份额突围.....	74
5.3 五新隧装：隧道装备小巨人，拓展矿山装备.....	79
5.4 同力股份：国产非公路宽体自卸车开创者，海外收入高增长.....	82
5.5 徐工机械：工程机械龙头，横向拓展矿山机械.....	85
5.6 山推股份：国内推土机龙头，海外收入大幅提升.....	87



5.7 浙矿股份：破碎筛分设备头部供应商，一季度业绩回暖..... 90

5.8 南矿集团：破碎、筛分设备领军企业，持续加大矿山、出海、后市场布局..... 92

6. 风险提示..... 95

图表目录

图表 1： 矿山行业全流程中，典型矿山装备主要覆盖建井、采矿、选矿三大环节..... 11

图表 2： 2023 年全球矿山装备市场规模超 1100 亿美元..... 11

图表 3： 2023 年全球各类矿山装备产品份额..... 12

图表 4： 建井凿岩设备海外龙头为小松、安百拓，国内厂商为中信重工、徐工等..... 12

图表 5： 采掘设备参与者众多，竞争较为激烈..... 13

图表 6： 碎磨环节包括破碎及磨矿设备..... 13

图表 7： 矿物处理主要包含矿物筛分、洗选环节..... 14

图表 8： 美卓集团提供包含设备、传感器、控制系统、零部件的一站式磨矿系统解决方案..... 15

图表 9： 矿山设备大型化大势所趋，进一步提升行业技术壁垒..... 16

图表 10： 千亿美元的市场空间培育出一批具有竞争优势的大市值厂商..... 16

图表 11： 龙头收入体量跟随资本开支周期波动上行，市值在需求扩张周期显著增长..... 17

图表 12： 各头部矿山装备企业产品覆盖各有侧重..... 18

图表 13： 安百拓产品覆盖建井、采掘凿岩、破碎粉磨及洗选筛分环节..... 18

图表 14： 安百拓 16 年后业绩呈复苏趋势..... 19

图表 15： 安百拓归母净利润连续三年正增长..... 19

图表 16： 安百拓盈利能力较强..... 19

图表 17： 安百拓 23 年新签订单同比增长 11.7%..... 20

图表 18： 安百拓 23 年新签订单 83%来自矿山行业..... 20

图表 19： 安百拓矿山下游以铜、金、铁为主..... 20

图表 20： 安百拓通过外延收购拓展后市场业务..... 20

图表 21： 安百拓 23 年售后市场收入占比提升至约 68%..... 21

图表 22： 2024Q1 亚澳及北美收入占比达 58%..... 22

图表 23： 中东、亚澳地区收入维持高增长..... 22

图表 24： 亚澳洲及北美订单占比超 50%..... 22

图表 25： 南美、欧洲地区订单景气度较高..... 22

图表 26： 山特维克矿山装备覆盖采矿钻井到破碎筛选环节..... 23

图表 27： 2020-23 年山特维克矿山设备收入 CAGR 达 24.4%..... 23

图表 28： 23 年山特维克归母净利润同比+36.7%..... 23

图表 29： 24Q1 山特维克营收承压导致费率上行..... 24

图表 30： 24Q1 需求波动导致盈利能力下行..... 24



图表 31:	山特维克客户主要集中在铜、金和铁矿开采	24
图表 32:	山特维克 2023 年在手订单达历史高位	25
图表 33:	全球化布局, 收入均衡分布	25
图表 34:	多地区收入增速表现优异	25
图表 35:	2015-24 年 6 月山特维克平均 PE (TTM) 为 21.4 倍	26
图表 36:	伟尔自主品牌矿山业务覆盖破碎、洗选筛分设备	26
图表 37:	2015-18 年营收规模下行系业务调整所致	27
图表 38:	伟尔集团完成合并聚焦矿业后, 利润持续增厚	27
图表 39:	业务进一步聚焦矿业装备领域	27
图表 40:	23 年矿业收入规模提升至 170.8 亿元人民币	27
图表 41:	伟尔集团净利率回归稳态	28
图表 42:	2019-23 年无重大非经常性项目	28
图表 43:	ESCO 补全伟尔集团采矿备件产品矩阵	28
图表 44:	2018-23 年 ESCO 售后市场收入占比均超 90%	28
图表 45:	并入 ESCO 部门后协同增强, 整体盈利能力提升	28
图表 46:	伟尔集团售后市场收入占比持续提升, 收购 ESCO 后进一步聚焦售后市场	29
图表 47:	伟尔集团下游以铜、金、铁矿为主	29
图表 48:	23 年北美、南美地区收入占比分别为 32%、22%	30
图表 49:	23 年受俄乌局势影响, 欧洲地区收入同比-26.3%	30
图表 50:	2015-2024 年 6 月伟尔集团平均 PE 为 37.9 倍	30
图表 51:	合并后美卓收入规模节节攀升	31
图表 52:	合并后归母净利润转正	31
图表 53:	美卓主要为矿山客户提供主机设备、备件以及服务	31
图表 54:	美卓是全球破碎筛分设备前三大厂商	32
图表 55:	美卓是全球矿用磨机前三大厂商	32
图表 56:	2021-23 年销售&管理费用率持续压降	32
图表 57:	2024Q1 美卓净利率提升至 10.2%	32
图表 58:	2024Q1 美卓矿业板块收入占比提升至 75.1%	32
图表 59:	2024Q1 美卓矿业板块营业利润率提升至 15.4%	32
图表 60:	23 年美卓售后市场收入占比约 54%	33
图表 61:	售后市场业务收入增长更加稳定	33
图表 62:	美卓全球收入分布较为均衡	33
图表 63:	2024Q1 中东非洲、南美收入保持正增长	33
图表 64:	23 年美卓矿山装备新签订单达新高	34
图表 65:	2024Q1 美卓骨料新签订单出现拐点	34



图表 66:	2020-2024 年 6 月美卓平均 PE (TTM) 为 23.7.....	34
图表 67:	富勒史密斯是全球领先的金属矿山开采全流程设备供应商.....	35
图表 68:	富勒史密斯营收连续 3 年正增长.....	35
图表 69:	2024Q1 富勒史密斯归母净利润同比+154.0%.....	35
图表 70:	富勒史密斯近三年销售&管理费用保持稳定.....	36
图表 71:	2024Q1 富勒史密斯毛利率提升至 29.2%.....	36
图表 72:	收购蒂森克虏伯, 采矿、输送、碎磨设备技术得以补强.....	36
图表 73:	南美、亚太地区收入占比持续提升.....	37
图表 74:	2023 年南美、亚太地区收入同比+19.9%、16.6%.....	37
图表 75:	2024Q1 矿业板块收入占比提升至 74.0%.....	37
图表 76:	高毛利的矿山业务带动整体毛利率提升.....	37
图表 77:	24Q1 整体售后市场收入占比提升至 65.4%.....	38
图表 78:	矿山板块售后市场收入占比更高.....	38
图表 79:	售后市场收入增速更稳定.....	38
图表 80:	富勒史密斯下游铜矿占比持续提升.....	39
图表 81:	2015-24 年 6 月富勒史密斯平均 PE (TTM) 为 32.2 倍.....	39
图表 82:	卡特彼勒产品覆盖采矿挖掘、装载运输环节.....	40
图表 83:	20 年开启新一轮资源业务上行期.....	40
图表 84:	20 年开始资源业务净利润持续提升.....	40
图表 85:	卡特彼勒资源业务盈利能力更强.....	41
图表 86:	23 年资源业务北美、亚太地区收入占比达 68%.....	41
图表 87:	21-23 年受矿业景气拉动, 北美、亚太增速较高.....	41
图表 88:	小松产品覆盖露天和地下矿山装备.....	42
图表 89:	小松近三年营收稳健增长.....	42
图表 90:	下游旺盛的需求推动归母净利润上行.....	42
图表 91:	费用率长期保持稳态.....	43
图表 92:	21 年开始盈利能力持续改善.....	43
图表 93:	小松矿山机械销售屡创新高.....	43
图表 94:	小松矿山行业收入占比持续提升.....	43
图表 95:	小松矿山装备后市场收入占比超 60%.....	44
图表 96:	小松北美地区收入占比提升至 23.4%.....	44
图表 97:	受俄乌冲突影响, 欧洲&俄语区连续两年负增长.....	44
图表 98:	23 年 Q4 矿山设备订单景气度提升.....	45
图表 99:	23 年全年小松矿机公司订单/销售比高于 1.....	45
图表 100:	国产矿山设备厂商提升空间大.....	45



图表 101:	全球头部矿业公司资本支出进入新一轮上行期	46
图表 102:	21 年开始矿山装备需求开始显著提升	46
图表 103:	23 年 Q1-Q4 矿山装备需求维持高景气	46
图表 104:	亚太和北美地区为主要矿山机械市场, 占比近 70%	47
图表 105:	22 年亚太地区铜矿产量占比达 20.5%	47
图表 106:	22 年亚太地区金矿产量占比达 33.2%	47
图表 107:	亚太地区镍矿产量稳定增长	48
图表 108:	20 年开始亚太地区锂矿产能迅速扩张	48
图表 109:	2020 年以来亚洲地区煤炭产量稳健增长	48
图表 110:	2023 年亚洲煤炭产量占比达 77.2%	48
图表 111:	21 年起亚太地区矿山装备需求持续增长	49
图表 112:	2018-22 年中国矿山专用设备产量持续提升	49
图表 113:	亚太矿山装备格局较为分散	49
图表 114:	24 年亚太地区五大铜矿国资本支出将维持在 70 亿美元以上	50
图表 115:	2024-27 年亚太地区金矿开采量维持高位	50
图表 116:	澳大利亚为主的亚太地区铁矿产量将稳健增长	50
图表 117:	澳洲&中国锂矿开采持续扩张	50
图表 118:	2027 年印尼镍产能将达 191.5 万吨	50
图表 119:	近 5 年北美铜矿产量维持在 230 吨/年以上	51
图表 120:	2023 年加拿大金矿产量提升至 200 吨/年	51
图表 121:	近两年北美地区矿山装备需求景气度较高	51
图表 122:	2022 年卡特彼勒在北美地区市占率较高	51
图表 123:	预计 24 年北美地区铜矿资本支出同比+30.6%	52
图表 124:	预计 25 年加拿大金矿产量达 315.8 吨	52
图表 125:	加拿大是全球最主要的油砂生产地	52
图表 126:	2026 年加拿大油砂产量将达 3600 万桶/天	52
图表 127:	22 年智利、秘鲁铜矿产量占比达 36%	52
图表 128:	高位铜价对南美铜矿产量形成支撑	52
图表 129:	21 年起头部厂商南美地区收入持续增长	53
图表 130:	小松、卡特彼勒在南美市场市占率较高	53
图表 131:	2023-26 年南美地区铜矿项目资本开支规划 (亿美元)	53
图表 132:	2035 年全球能源转型铜需求将达 20.6 百万吨	54
图表 133:	2035 年智利、秘鲁铜矿产量将分别达 928.4、488.8 万吨	54
图表 134:	非洲金矿产量占比提升至 32%	54
图表 135:	赞比亚、刚果(金)铜矿产量占比提升至 14.8%	54



图表 136:	2020-23 年 EAME 地区头部厂商收入稳健增长.....	55
图表 137:	2022 年 EAME 地区矿业装备市场格局较为分散.....	55
图表 138:	EAME 金矿产量维持高位, 开采需求为矿山装备带来广阔市场.....	55
图表 139:	24 年 EAME 铜矿主产国资本支出维持正增长.....	56
图表 140:	预计 2035 年刚果(金)、俄罗斯铜矿产量将翻倍.....	56
图表 141:	铜、金、铁矿构成矿山机械的主流需求.....	56
图表 142:	黄金价格涨超上一轮周期高点.....	57
图表 143:	铜价格涨超上一轮周期高点.....	57
图表 144:	24 年铜、金、铁全球资本支出仍会增长至 786.4 亿美元.....	57
图表 145:	海外龙头矿业公司营收情况.....	58
图表 146:	22、23 年头部矿商装备厂商订单持续创历史新高.....	58
图表 147:	23 年中国矿山机械行业收入提升至 3151 亿元人民币.....	59
图表 148:	23 年中国矿山机械行业利润提升至 210 亿元人民币.....	59
图表 149:	全球铜矿产量从 1994 年到 2023 年复合增速 2.94%.....	59
图表 150:	近 20 年铜矿资本密集度提升超 3 倍.....	60
图表 151:	铜矿品位下降催动单位开采成本指数提升.....	60
图表 152:	海外龙头企业以设备销售驱动售后市场增长, 实现可持续稳健增长.....	60
图表 153:	海外头部厂商矿商装备业务售后市场占比高.....	61
图表 154:	矿山装备售后市场规模大.....	61
图表 155:	伟尔集团售后市场收入从 2011 至 2023 实现了 7%以上复合增速, 完成穿越上行、下行周期的稳健增长.....	61
图表 156:	美卓集团渣浆泵零部件.....	61
图表 157:	美卓集团卧式磨机衬板.....	61
图表 158:	矿山行业主要耐磨衬板材料.....	62
图表 159:	在球磨机中橡胶复合衬板有望以更高的经济性推进替代, 创造更多行业机会.....	62
图表 160:	耐普矿机申请了多个与特种陶瓷材料相关的产品专利, 新材料有望继续创造新机会.....	63
图表 161:	2022 年全球矿山装备市场格局较为分散.....	63
图表 162:	国产矿山设备厂商收入增速高于海外龙头.....	63
图表 163:	中国矿山机械出口额持续增长.....	64
图表 164:	23 年中国矿山机械进口额萎缩至 2.8 亿美元.....	64
图表 165:	23 年-24M1-M4 矿山机械月度出口保持正增长.....	64
图表 166:	矿山机械进口规模较低.....	64
图表 167:	紫金矿业持续在海外进行矿山资源配置.....	65
图表 168:	2018-22 年中国采矿业对外投资持续扩张.....	66
图表 169:	22 年中国采矿业对外投资存量达 2101.3 亿美元.....	66



图表 170:	2016-23 年中国头部矿商资本支出 CAGR 达 22.6%，高于外资的 9.1%.....	66
图表 171:	近两年海外龙头矿山机械厂商欧洲地区（包含俄语地区）收入占比下滑.....	67
图表 172:	“一带一路”矿业合作方针.....	67
图表 173:	南美地区主要铜矿产国资本支出短期承压.....	68
图表 174:	“一带一路”地区部分国家铜矿资本支出维持高位.....	68
图表 175:	“一带一路”友好地区是世界铜矿主产地.....	68
图表 176:	能源转型对铜矿需求持续扩张.....	68
图表 177:	重点公司盈利预测.....	68
图表 178:	矿山及重型装备为基，拓展机器人及智能装备、新能源装备、特种材料.....	69
图表 179:	中信重工研发支出强度远高于可比公司.....	70
图表 180:	矿山及重型装备持续突破多项“首台套”.....	70
图表 181:	21 年中信重工直径 6 米以上磨机国内市占率达 81%.....	70
图表 182:	21 年中信重工直径 6 米以上磨机全球市占率达 23%.....	70
图表 183:	中信重工营收连续 7 年保持正增长.....	71
图表 184:	23 年归母净利润大幅提升至 3.8 亿元.....	71
图表 185:	22、23 年中信重工现金流显著改善.....	71
图表 186:	中信重工资产负债率降至 54.1%.....	71
图表 187:	流动比率持续提升.....	72
图表 188:	短期偿债能力持续改善.....	72
图表 189:	中信重工矿山及重型装备收入占比持续提升.....	72
图表 190:	23 年矿山及重型装备毛利率大幅改善.....	72
图表 191:	中信重工“一带一路”沿线布局 6 个分公司.....	72
图表 192:	中信重工矿山装备配套紫金矿业等头部中资厂商出海“一带一路”.....	73
图表 193:	2023 年中信重工海外收入提升至 21.3 亿元.....	73
图表 194:	2023 年海外毛利率位于历史最高值.....	73
图表 195:	23 年海外业务毛利达 7.6 亿元.....	74
图表 196:	23 年海外毛利贡献占比大幅增长.....	74
图表 197:	24Q1 合同负债提升至 20.2 亿元.....	74
图表 198:	23 年定向增发扩面板箱体及高端耐磨件产能.....	74
图表 199:	耐普矿机产品主要覆盖矿山生产的选矿环节.....	75
图表 200:	橡胶衬板与锰钢衬板对比.....	75
图表 201:	使用橡胶衬板经济性更优.....	75
图表 202:	橡胶耐磨备件渗透率仍较低.....	76
图表 203:	伟尔集团主要橡胶备件产品目前主要覆盖渣浆泵、橡胶管道等.....	76
图表 204:	美伊电钢从竞争对手成为合作伙伴，已成为耐普矿机核心客户之一.....	77



图表 205:	中信重工在橡胶备件领域与耐普矿机开展合作	77
图表 206:	耐普矿机橡胶耐磨制品高速增长同时毛利率较高	78
图表 207:	耐普矿机 23 年新签订单高增长	78
图表 208:	1Q24 耐普矿机耐磨备件订单同比增长 64%	78
图表 209:	耐普矿机海外收入高增长且占比呈上升趋势	79
图表 210:	耐普矿机海外市场收入毛利率更高	79
图表 211:	耐普矿机 1Q24 海外市场新签订单高增长	79
图表 212:	五新隧装主业为隧道及矿山装备	80
图表 213:	2023 年五新隧装收入大幅增长	80
图表 214:	2023 年五新隧装归母净利润大幅增长	80
图表 215:	隧道智能装备占比超 90%	81
图表 216:	隧道智能装备毛利率持续修复	81
图表 217:	五新隧装研发费用率处于高位	81
图表 218:	五新隧装矿山装备实现超小-超大断面全覆盖	81
图表 219:	五新隧装远期规划矿山装备收入占比提升至 50%	81
图表 220:	同力股份主要产品为矿山物料运输所用的非公路自卸车	82
图表 221:	2019-23 年同力股份营业收入保持正增长	82
图表 222:	2023 年同力股份归母净利润大幅增长	82
图表 223:	宽体自卸车收入占比超 90%	83
图表 224:	23 年同力股份整体毛利率提升至 22.7%	83
图表 225:	2022 年同力股份非公路矿用自卸车市占率达 28.7%	83
图表 226:	2023 年同力股份海外收入占比提升至 16.7%	83
图表 227:	海外毛利率高于国内 10pcts 以上	83
图表 228:	俄罗斯、澳大利亚为主流的非公路自卸车高端市场	84
图表 229:	近三年同力股份股利支付率维持在 35% 以上	84
图表 230:	员工持股计划&股权激励彰显业绩高增长信心	85
图表 231:	徐工机械产品覆盖井工煤矿、金属矿山机械以及露天矿用装备	85
图表 232:	24Q1 徐工机械营收同比转正	86
图表 233:	24Q1 年徐工机械归母净利润达 16.0 亿元	86
图表 234:	徐工授予的限制性股票激励考核标准重视盈利质量	86
图表 235:	股权激励后徐工毛利率和净利率持续提升	86
图表 236:	2021 年徐工机械业务以起重机械和备件为主	87
图表 237:	2022 年吸收徐工有限后产品结构得以优化	87
图表 238:	徐工机械矿山装备收入规模持续增长	87
图表 239:	徐工机械主要矿山产品为矿挖、矿铰卡	87



图表 240:	山推股份产品主要覆盖工程机械主机及配件	88
图表 241:	山推股份 22-23 年出口占比大幅提升	88
图表 242:	山推股份 22-23 年海外市场毛利率明显提升	88
图表 243:	山推股份 23 年以来归母净利润大幅增长	89
图表 244:	23 年山推股份盈利能力明显提升	89
图表 245:	山推股份工程机械主机毛利率更高	89
图表 246:	山推是国产最大推土机厂商	90
图表 247:	山推股份大马力推土机毛利率更高	90
图表 248:	山推股份“高端大马力推土机产业化项目”销量预期（单位：销量为台，收入为万元）	90
图表 249:	浙矿股份产品主要为破碎与筛分设备	91
图表 250:	24Q1 浙矿股份营收高增长	92
图表 251:	24Q1 浙矿股份归母净利润同比+14.8%	92
图表 252:	浙矿股份产品多以成套产线进行销售	92
图表 253:	整体毛利率短期承压	92
图表 254:	南矿集团产品主要为金属、非金属矿山破碎筛选设备	93
图表 255:	下游需求波动导致南矿集团 23 年营收增速短期承压	94
图表 256:	原材料价格传导滞后导致南矿集团归母净利润下行	94
图表 257:	破碎筛分设备、大型集成设备为主线	94
图表 258:	受下游需求影响，毛利率承压	94
图表 259:	售后市场提升空间大	95
图表 260:	募投扩耐磨备件及主机产能	95

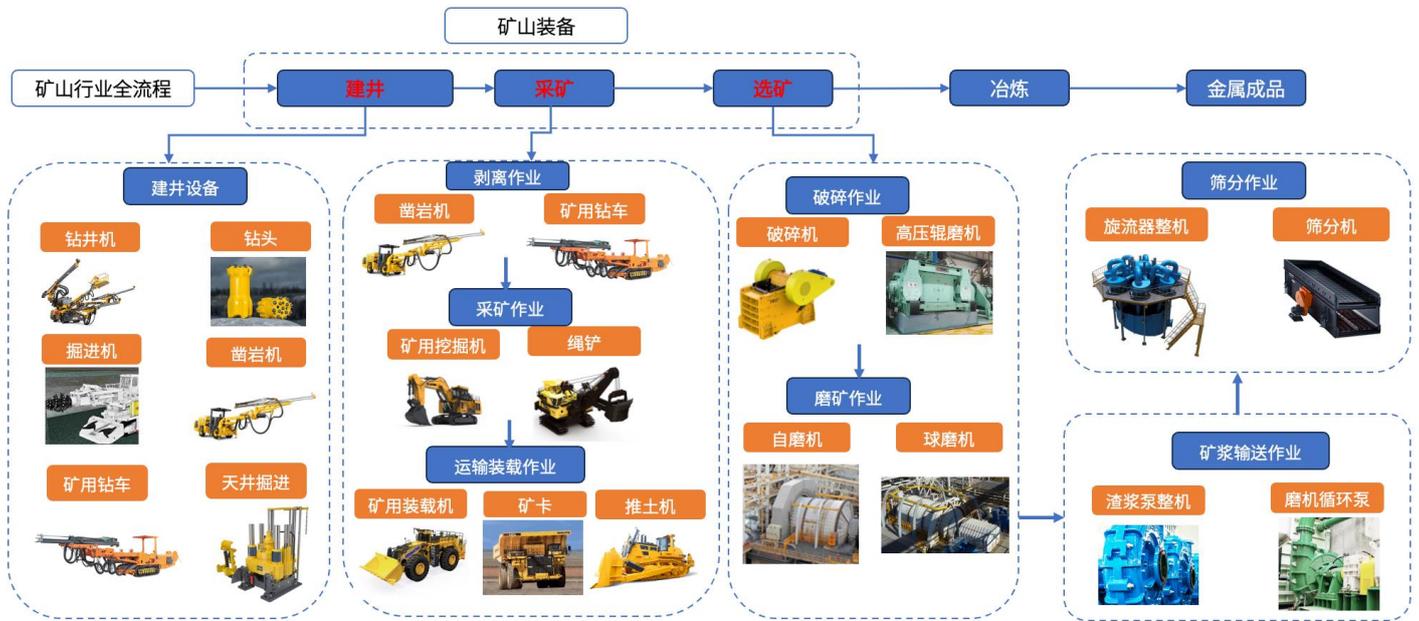


1. 大：矿山装备全球千亿美元市场，高壁垒孕育大市值龙头

1.1 市场空间大：全球千亿美元市场，广袤天地间

矿山装备是一类对固体矿物及石料进行开采和加工处理的专用设备，通过生产流程分类，矿山设备主要涉及建井、采矿、选矿工序，下游为金属矿山、煤炭及石料等非金属矿山。

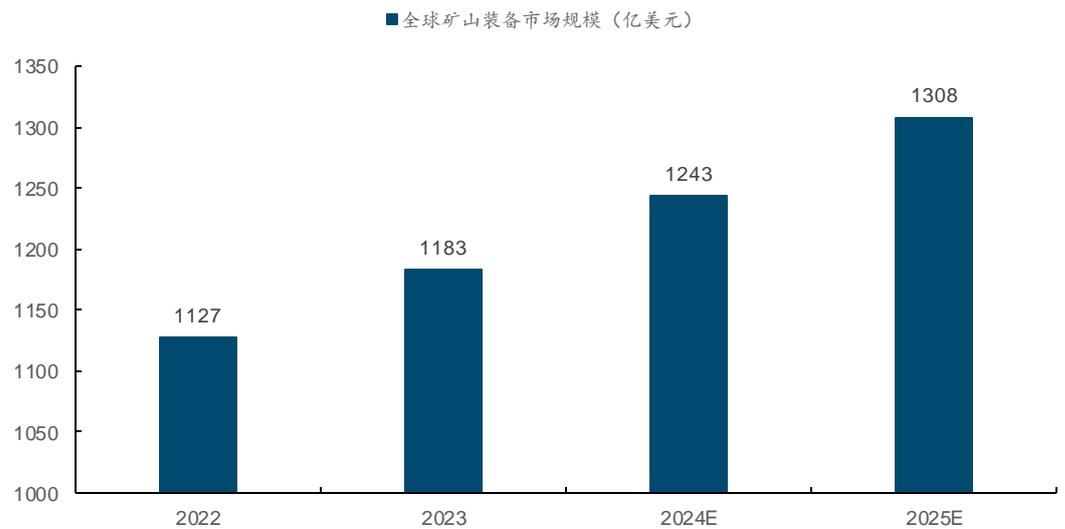
图表1：矿山行业全流程中，典型矿山装备主要覆盖建井、采矿、选矿三大环节



来源：耐普矿机官网，耐普矿机招股书，中信重工官网，小松官网，安百拓官网，山特维克官网，智研咨询，国金证券研究所

2023年矿山装备市场规模超1100亿美元。根据precedence research数据，2023年全球矿山装备市场规模为1183亿美元，随着欧洲、北美地区资源需求扩张以及中东、非洲地区设备更新的催化，预计2025年矿山装备市场规模将达1308亿美元。

图表2：2023年全球矿山装备市场规模超1100亿美元

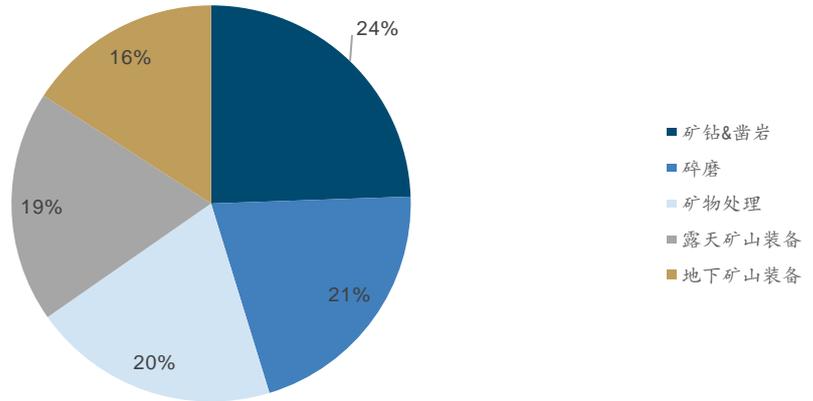


来源：precedence research，国金证券研究所

矿山装备各板块价值分配较为均衡。根据Stellar Market Research数据，2023年矿钻&凿岩、碎磨、矿物处理、露天采矿、地下采矿设备价值量占比分别为24%、21%、20%、19%、16%，各板块价值量分配较为均衡。



图表3: 2023年全球各类矿山装备产品份额



来源: Stellar Market Research, 国金证券研究所

按照价值量分配进一步对各环节产品梳理:

1) 矿钻&凿岩设备主要用于矿山钻井、凿岩,价值量占比 24%。矿钻&凿岩设备包括钻机、掘进机、凿岩机、钻车、抓岩机等,在整个建井环节使用。海外供应商主要为小松、安百拓等,国内中信重工、徐工也有部分产品覆盖。

图表4: 建井凿岩设备海外龙头为小松、安百拓,国内厂商为中信重工、徐工等

矿山设备	主要产品	图示	功能	海外公司	国产企业
建井设备	钻井机		地下采矿和隧道开挖作业中钻取爆破孔	小松、安百拓	中信重工、徐工机械、五新隧装
	掘进机	 EQC4530 TBM煤矿用全新盾构掘进机	用于平直地面下开凿巷道的机器		中信重工、徐工机械
	天井掘进设备		用于天井钻孔	安百拓	
	凿岩机		通过冲击、旋转等方式钻井巷或炮孔	小松、安百拓	徐工
	矿用钻车		适用于煤矿及其他地下工程中巷道、隧道、隧洞的掘进施工作业	山特维克	徐工、中联重科
	抓岩机		竖井掘进时装载矿石或岩石的机械	安百拓	

来源: 各公司官网, 国金证券研究所



2) 采掘设备主要用于露天与地下矿山开采, 价值量占比达 35%。采掘设备主要为矿用挖掘机、矿卡、矿用装载机等, 价值量占比高, 国内外玩家众多, 海外主要为工程机械龙头卡特彼勒、小松以及传统矿山机械厂商山特维克、安百拓, 国内主要是向矿山领域拓展的工程机械龙头三一重工、徐工机械、中联重科、山推等。

图表5: 采掘设备参与者众多, 竞争较为激烈

矿山设备	主要产品	图示	功能	海外公司	国产企业
	矿用挖掘机	 XE3000 (反铲) 矿用挖掘机	用于煤矿、金属矿、非金属矿、竖井、斜井及平巷的掘进、装岩、清底及冻土层的挖掘作业	卡特彼勒、小松	徐工、三一重工、中联重科、柳工
	矿用装载机		用于空间狭窄的洞采作业的各种矿山、水电、隧道工程的碎石、土料采集及输送施工装车	小松、美卓 (运输卡车衬板和卡车车斗)、卡特彼勒、山特维克	徐工、山推、柳工、三一重工、柳工
采掘设备 (地下及露天矿山)	矿用推土机		挖掘、运输和排弃岩土	小松、卡特彼勒	山推、柳工
	矿卡		大载重矿物运输	小松、卡特彼勒、山特维克	徐工、山推、中联重科、三一重工、柳工
	采煤机	 EML360连续采煤机 连续采煤机	以工作机构把煤从煤体上破落下来 (破煤) 并装入工作面输送机 (装煤) 的采煤机械	小松、安百拓	徐工

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

3) 碎磨环节包括破碎、磨矿工序, 价值量占比 21%。碎磨环节第一步为破碎机破碎矿石, 不同矿物颗粒度大小需要搭配不同类型破碎机使用; 第二步, 磨矿对碎矿石进行磨矿处理。由于破碎与磨矿环节工况恶劣、工作强度高, 需要耐磨性好、寿命长的设备, 同时矿山开采规模大, 经济效益要求高, 设备大型化趋势明显。

海外龙头为美卓, 国产厂商中信重工具备一定竞争力。海外山特维克、伟尔集团主要提供破碎设备。磨矿设备全球龙头为美卓集团, 全球累计销售 8000 台磨矿机, 是世界最大自磨机、半自磨机纪录创造者。国产龙头中信重工具备多类破碎设备及磨矿设备供应能力, 也是国产最大规格球磨机、半自磨机生产商, 在矿山碎磨领域具备一定竞争力。

图表6: 碎磨环节包括破碎及磨矿设备

矿山设备	主要产品	图示	功能	海外公司	国产企业
破碎设备	颚式破碎机		初级破碎, 将爆破物料加工至 350 毫米以下;	伟尔集团、山特维克、美卓	中信重工、浙矿股份、南矿集团
	旋回破碎机		初级破碎, 将爆破物料加工至 250 毫米以下;	美卓	中信重工、浙矿股份、南矿集团



粉磨设备	圆锥破碎机		中碎、细碎破碎作业，将初碎物料加工至 30-10 毫米以下；	伟尔集团、山特维克、美卓	中信重工、浙矿股份、南矿集团
	高压辊磨机		矿石经高压辊磨机闭路挤压破碎后，可获得 3~10 mm 粒级的产品；在同等条件下，单位能耗比常规破碎机低 20%~50%； 优点：原矿或经过粗碎的矿石可直接给入磨机（不需要加入介质）；可将物料一次磨碎到 0.074mm（含量占 20%~50%）； 缺点：直径小于 80mm 和大于 20mm 的矿石不易磨碎。	美卓、FLSmidth	中信重工、北方重工
	自磨机		优点：矿物细磨，将直径小于 80mm 和大于 20mm 的矿石磨碎； 缺点：依靠钢球介质来参与磨矿；衬板磨损相对增加 15%；	美卓(主机、衬板、备件)、伟尔集团(衬板、备件)、FLSmidth	中信重工、北方重工
	半自磨机		优点：矿物细磨，将直径小于 80mm 和大于 20mm 的矿石磨碎； 缺点：依靠钢球介质来参与磨矿；衬板磨损相对增加 15%；	美卓(主机、衬板、备件)、伟尔集团(衬板、备件)、FLSmidth	中信重工、北方重工
	球磨机		给料 8-15mm 粒度矿石，出料 0.074mm 粒度占比超 50%以上；	美卓(主机、衬板、备件)、伟尔集团(衬板、备件)、FLSmidth	中信重工、北方重工、中德重工
	立式搅拌磨		多用于二段磨矿，产品粒度 0.045mm 占比超 70%；	美卓(主机、衬板、备件)、FLSmidth	中信重工、北方重工

来源：各公司官网，国金证券研究所

矿物处理主要包含矿物筛分、洗选环节，价值量占比 20%。洗选、筛分设备主要有筛分机、选矿机（磁选、浮选、重力选）以及脱水设备等，海外参与者主要有伟尔集团、美卓、山特维克等，国产厂商分布较为分散，具备规模的为耐普矿机、中信重工。

图表7：矿物处理主要包含矿物筛分、洗选环节

矿山设备	主要产品	图示	功能	海外公司	国产企业
	筛分		按粒度、形状或其他特性分选岩石、矿石与其他物料	伟尔集团、山特维克、美卓	耐普矿机(筛板)
筛分、洗选设备	磁选设备		选别磁性的细颗粒物或者去除非磁性矿物中混杂的磁性矿物的磁选设备	美卓	
	浮选设备		使矿物形成矿化泡沫层浮于表面	美卓、伟尔集团	耐普矿机



重力选矿
设备



通过离心等方法使得不同密
度物体分离

伟尔集团

中信重工

脱水设备



主要作用是脱水、脱泥、脱介

美卓、伟尔集团

耐普矿机

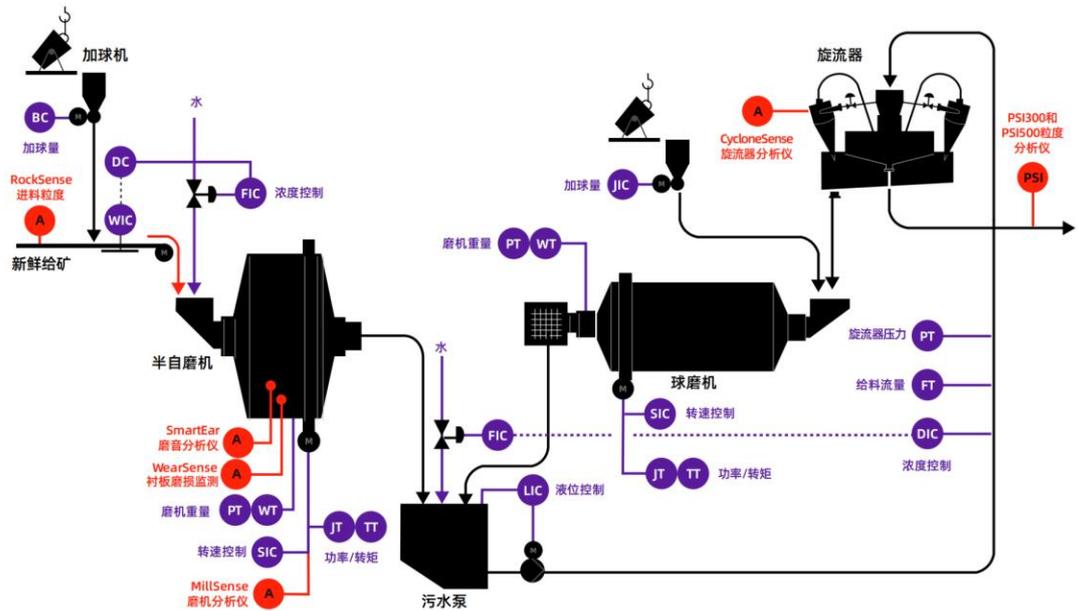
来源：各公司官网，国金证券研究所

1.2 龙头市值大：海阔凭鱼跃，大市场孕育千亿市值龙头

矿山装备行业具有较高的进入壁垒：

- 1) 海外龙头企业积累了大量长时间运行案例，产品力有较强可追溯性，更容易获得客户认可。以中国齐大山铁矿采场为例，从1995年底投产安装了一台美卓旋回破碎机，22年来一直保持稳定运行。2012年美卓与齐大山铁矿进行了破碎机衬板长寿化工工业试验，采用美卓衬板经过测算每年可降低运行成本625万以上，每年可多运行36天。
- 2) 海外龙头企业可以提供设备+服务的一站式完整解决方案，进行系统性优化来让业主方获得更好的投资回报。例如美卓集团的磨矿系统同时包含磨机、粒度/振动/温度分析仪、衬板更换机械手、取样解决方案、控制系统等，通过整体优化减少维修停机时间、增加产能、降低吨成本、提高系统效率。

图表8：美卓集团提供包含设备、传感器、控制系统、零部件的一站式磨矿系统解决方案

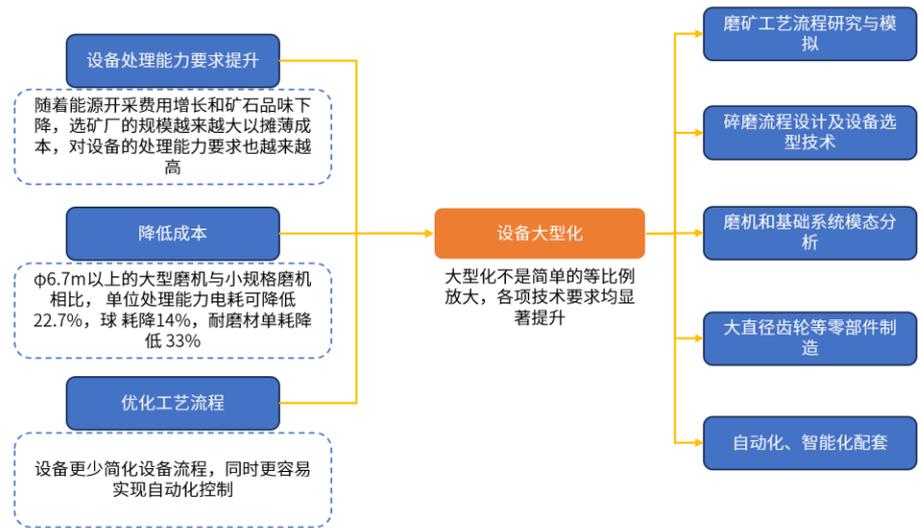


来源：《美卓设备与工艺性能优化》，国金证券研究所

- 3) 设备大型化进一步提升了行业的技术壁垒，新进厂家难以突破。根据《国产矿用磨机大型化趋势、原因及展望》，同样处理能力下，大型化设备投资成本、生产成本更低，矿山品位持续下行，推动设备大型化。以矿用磨机为例，大型矿用磨机单个零部件重达十几吨甚至几百吨不止，难度集中在关键零部件及整机定制化设计：(1) 关键零部件的精度、力学性能、焊接工艺；(2) 根据矿石性质积累运行参数以及设备选型方案。



图表9: 矿山设备大型化大势所趋, 进一步提升行业技术壁垒



来源:《磨矿装备技术发展趋势研究》, 国金证券研究所

矿山装备市场空间大同时具有较高进入壁垒, 培育了一批诸如卡特彼勒、安百拓、美卓等海外大市值且盈利能力强的矿山装备企业。

图表10: 千亿美元的市场空间培育出一批具有竞争优势的大市值厂商

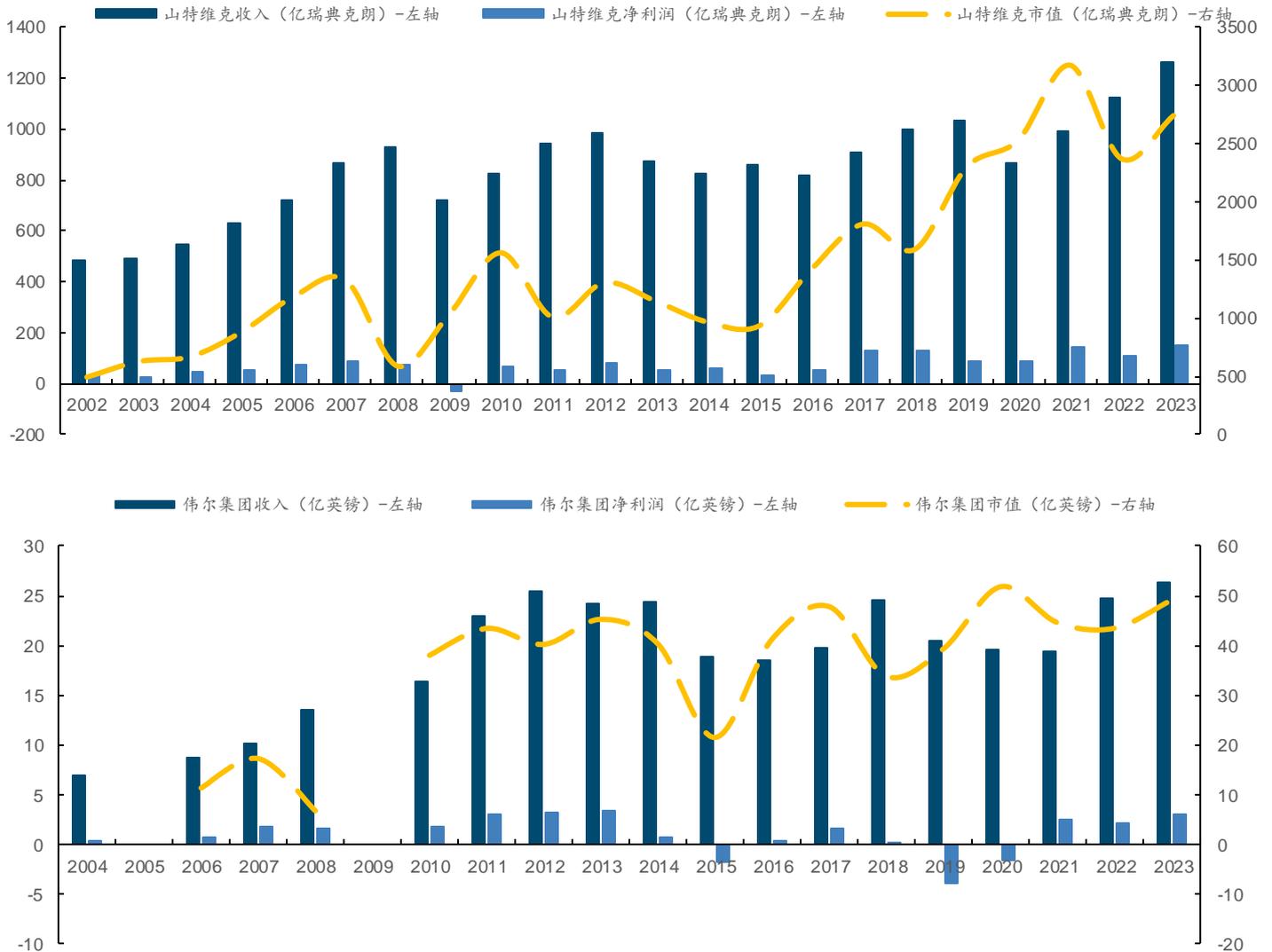
公司名称	主要产品	单位	市值/折合亿元人民币			收入			归母净利润			2023年毛利率/净利率	2024年PE
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
安百拓	覆盖勘探、开发、采矿设备	亿瑞典克朗	2577.8/1758.6	603.4	642.7	687.6	94.3	95.1	107.8	38.4%/15.6%	27.1		
山特维克	覆盖开发、采矿、输送设备	亿瑞典克朗	2897.6/1986.8	1265.0	1265.8	1325.8	153.0	142.0	180.6	41.1%/12.1%	20.4		
伟尔集团	覆盖采矿、碎磨、选矿设备	亿英镑	55.5/505.0	26.4	27.0	28.4	2.3	2.8	3.2	37.7%/8.6%	19.8		
美卓	覆盖输送、碎磨、选矿设备	亿欧元	90.8/707.2	53.9	53.1	55.5	5.3	5.6	6.3	31.6%/10.1%	16.3		
富勒史密斯	覆盖勘探、开发、采矿、碎磨、选矿、尾矿处理、冶炼设备	亿丹麦克朗	227.2/237.3	241.1	212.0	214.7	5.0	9.3	14.4	25.3%/2.1%	24.4		
卡特彼勒	覆盖采矿、输送设备	亿美元	1655.5/11919.6	670.6	645.1	670.1	103.4	105.5	108.3	36.2%/15.4%	15.7		
小松	覆盖采矿、输送设备	十亿日元	4566.2/2178.1	3865.1	3876.8	3974.5	393.4	385.0	403.7	31.9%/11.5%	11.9		

来源: Bloomberg, 国金证券研究所 注: 截止日期为 2024.6.3, 海外公司盈利预测均为 Bloomberg 一致预期; 汇率采用 2024 年 1-6 月平均汇率; 小松暂未披露年报, 采用 23Q1-Q3 数据

通过复盘过往 20 年海外龙头收入、利润以及市值表现, 山特维克、伟尔集团等具备技术优势的公司, 经历完整周期并实现周期成长, 市值步步扩张, 成就如今大市值龙头地位。下游矿商资本开支 2000-12 年上行期、2013-17 年下行期, 2018-至今温和上行期, 我们发现在资本开支上行时, 以山特维克、伟尔集团为例的海外龙头公司收入、利润大幅改善, 市值相应扩张; 资本开支下行时, 依靠备件、服务等售后业务平滑下行压力; 当新一轮资本开支周期到来, 海外龙头收入体量、利润、市值迎来增长, 超过上一轮周期, 成就如今的大市值龙头。



图表11：龙头收入体量跟随资本开支周期波动上行，市值在需求扩张周期显著增长

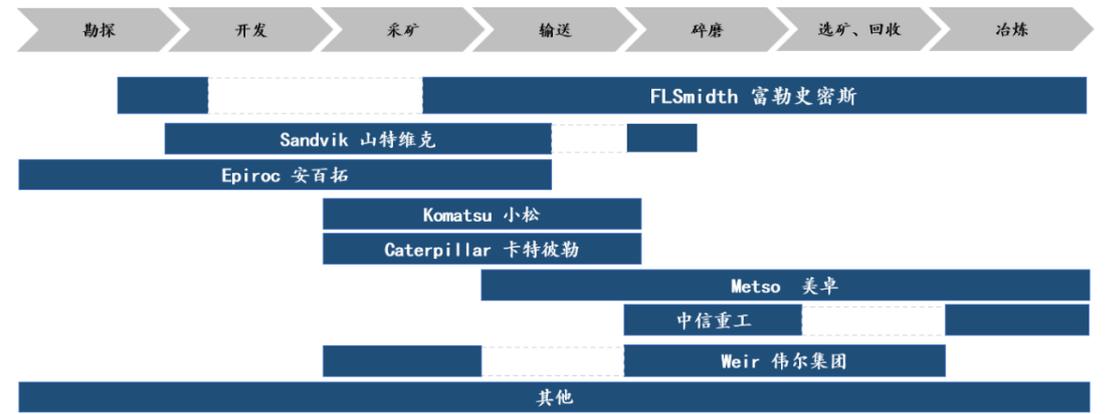


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

海外矿山装备厂商可以分为两类：第一类，是卡特彼勒、小松等传统工程机械厂商，通过工程机械积累，向矿山装备延伸，主要矿山领域产品为矿用挖掘机、矿用推土机、矿用装载机等，应用在采矿和矿物输送环节；第二类，是安百拓、山特维克、美卓等更聚焦的矿山装备厂商，具备勘探、开发、采矿、输送、碎磨以及洗选筛分装备供应能力，但在侧重方向、各环节市场地位有明显差异。



图表12：各头部矿山装备企业产品覆盖各有侧重



来源：《FLSmidth 收购蒂森克虏伯矿业简报》，国金证券研究所

1.2.1 安百拓 (EPIA.ST)：持续收购扩张，矿山装备后市场收入占比超 70%

安百拓是矿山开采设备头部供应商，业务包括矿山设备主机、附件及服务售后市场业务。产品覆盖“建井-加固-采掘凿岩-破碎-运载-粉磨-洗选筛分”环节，同时提供配件更换、附件再生产以及预测性维护等售后市场服务业务。

图表13：安百拓产品覆盖建井、采掘凿岩、破碎粉磨及洗选筛分环节



来源：安百拓官网，国金证券研究所

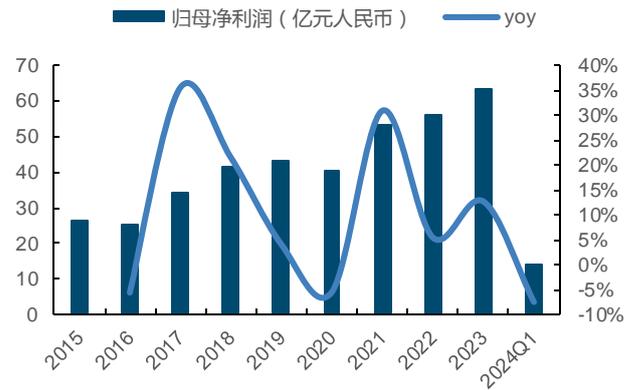
受益矿山设备行业高景气，公司从 2016 年后业绩呈上升趋势。安百拓从 16 年后业绩开始复苏，20 年受公共卫生事件影响增速下降后续重回增长趋势，1Q24 归母净利润短期承压主要由于露天矿山需求有所波动。



图表14: 安百拓16年后业绩呈复苏趋势



图表15: 安百拓归母净利润连续三年正增长



来源: 安百拓年报, 国金证券研究所

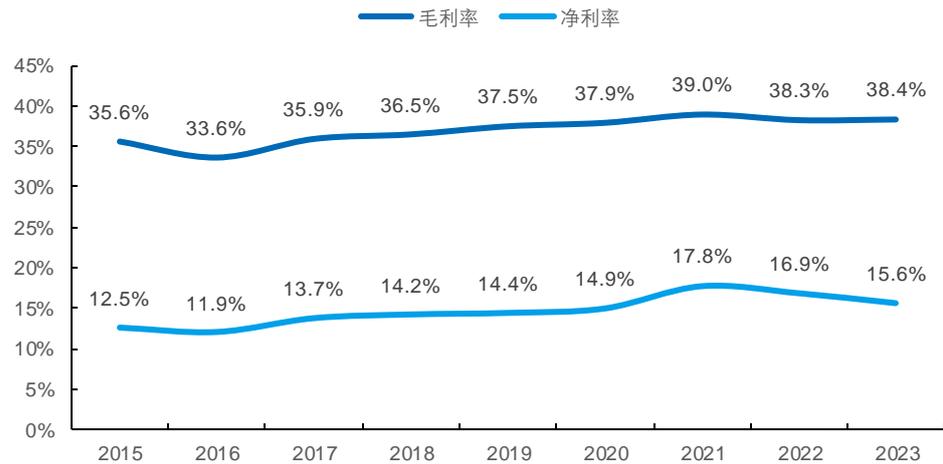
来源: 安百拓年报, 国金证券研究所

注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

安百拓盈利能力较强, 23年毛利率、净利率分别为38.4%、15.6%。

图表16: 安百拓盈利能力较强

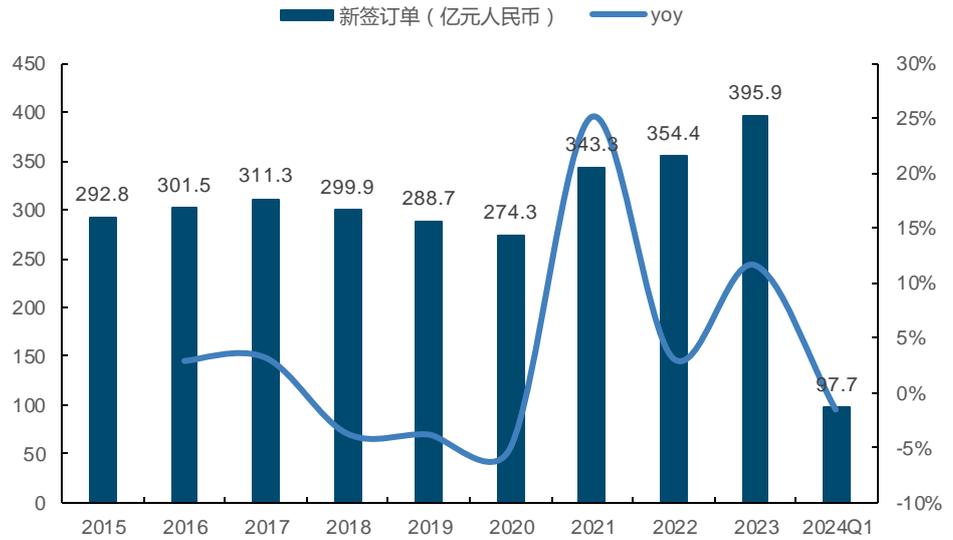


来源: 安百拓年报, 国金证券研究所

23年安百拓新签订单395.9亿元人民币, 同比增长11.7%, 1Q24新签订单97.71亿元人民币, 同比下降4%。公司预计短期看矿山行业不管是设备还是售后市场需求将维持在高水平, 而基建板块需求相对疲软。



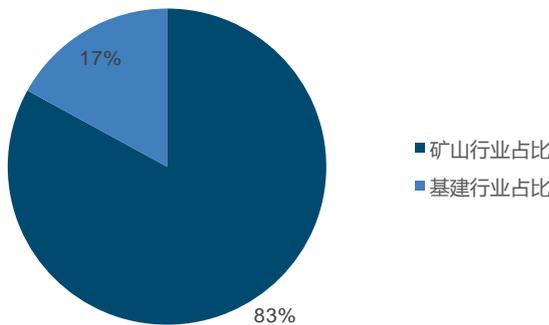
图表17: 安百拓 23 年新签订单同比增长 11.7%



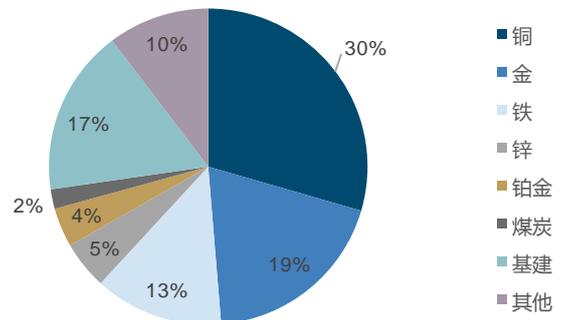
来源: 安百拓年报, 国金证券研究所 注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

安百拓 23 年新签订单 83%来自于矿山, 17%来自于基建, 其中矿山的下游以铜、金、铁矿为主。

图表18: 安百拓 23 年新签订单 83%来自矿山行业



图表19: 安百拓矿山下游以铜、金、铁为主



来源: 安百拓年报, 国金证券研究所

来源: 安百拓年报, 国金证券研究所

安百拓在近 5 年持续外延收购扩张, 拓展后市场业务版图。近 5 年公司收购了超 20 个公司, 覆盖数字化服务、通信、维修以及矿业装备相关配件业务, 拓展了后市场服务能力。

图表20: 安百拓通过外延收购拓展后市场业务

时间	被收购公司	拓展业务
2018 年	1 月 南非 Renegade Drilling Supplies Proprietary Ltd.	拓展制造和分销采矿勘探钻井消耗品业务。
	1 月 澳大利亚 Rockdrill Services Australia Pty. Ltd 和美国 Cate Drilling Solutions LLC	拓展开发、再制造、服务业务和维修业务(维修用于采矿和岩石挖掘的岩石钻机); 拓展服务分销业务, 同时包括表面钻探产品的再制造。
	2 月 澳大利亚 Hy-Performance Fluid Power Pty Ltd	拓展钻机再制造、服务和维修液压部件业务。
	11 月 爱沙尼亚 Sautech A. S.	拓展分销地下采矿设备和建筑拆除工具, 包括零件、服务和消耗品等业务。

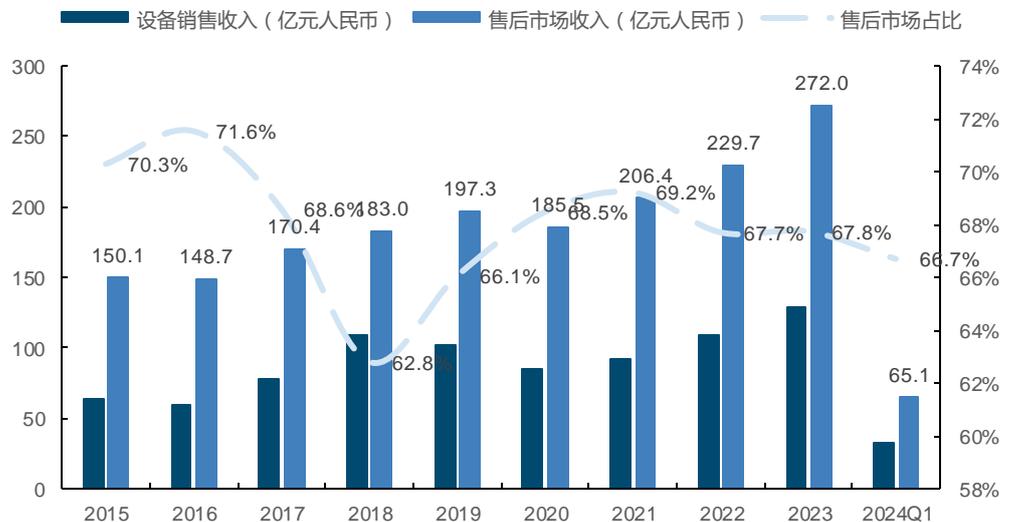


2019 年	1 月	加拿大 For-dia Group Inc	获得勘探钻探工具以及水处理系统和泵支持。
	2 月	美国 Noland Drilling Equipment	水井钻探设备及相关零件、服务和消耗品的分销业务。
	4 月	南非 Innovative Mining Products (Proprietary) Limited	获得一系列地下采矿屋顶支撑产品、岩石监测系统和相关配件支持。
2020 年	9 月	收购了位于秘鲁和智利的子公司	
	8 月	ItalParts Italia S.r.l.	服务产品的分销
2021 年	5 月	加拿大 MineRP	集成所有技术采矿数据的领先软件平台解决方案来优化大型和中型矿山。
	6 月	澳大利亚 Kinetic Logging Services Pty Ltd.	采矿技术测量服务,以建立改进的地质模型,从而提高地面生产的准确性。
	6 月	美国 3D-P	为露天采矿公司提供无线连接解决方案,以成功实施自主解决方案。
	8 月	墨西哥 RNP	凿岩机及相关配件生产业务
	10 月	澳大利亚 Geoscan	为矿业公司提供数字地质成像解决方案
	11 月	澳大利亚 Radlink	为矿山提供无线连接解决方案
	11 月	美国 Wain-Roy	拓展制造行业挖掘机附件生产业务
2023 年	12 月	澳大利亚 Remote Control Technologies	为矿产行业客户提供自动化和远程控制解决方案
	2 月	GR	扩大了其基本耗材和相关数字解决方案的供应
	2 月	Mernok Elektronik	采矿作业自动化和安全生产
	12 月宣布(预计于 2024 年二月完成)	Weco Proprietary Limited	拓展精密工程岩石钻井部件生产业务,并拓展南部非洲地区提供相关维修和服务

来源:安百拓公告,国金证券研究所

通过不断加大售后市场布局,安百拓售后市场收入从 2018 年的 181.3 亿元人民币提升至 23 年的 272.6 亿元人民币,占比提升至 67.8% (+4.8pcts)。

图表 21: 安百拓 23 年售后市场收入占比提升至约 68%



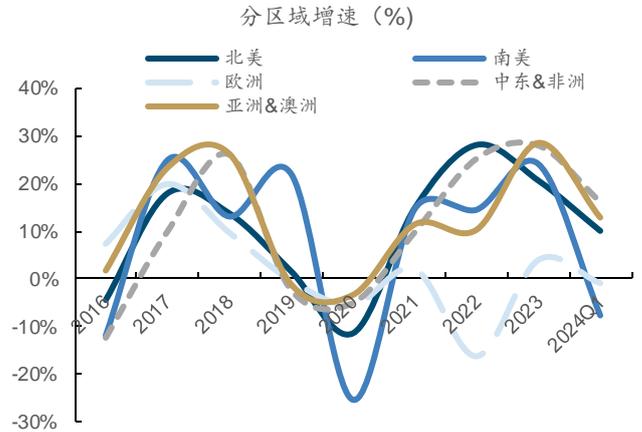
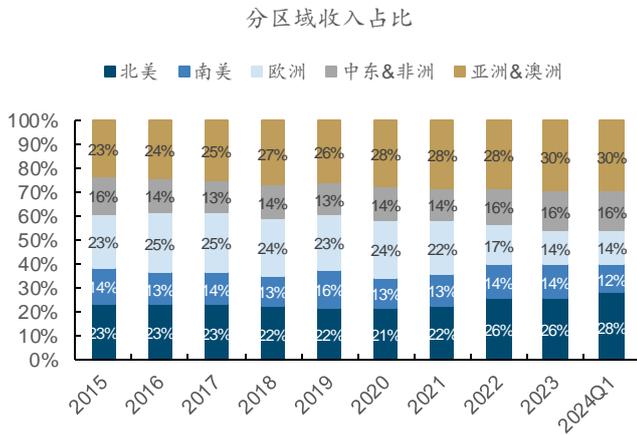
来源:安百拓公告,国金证券研究所 注:单位为亿元人民币,按照年平均汇率换算



北美及亚澳为主线，多地区均衡发展。安百拓北美&亚澳地区收入占比从2015年46%提升至23年的56%，期间提升10pcts；其余多区域收入占比均超10%，收入区域分布较为均衡。受益于全球化布局，2023年北美、南美、欧洲、中东&非洲、亚澳地区收入增速分别为20.6%、24.0%、3.8%、27.9%、28.7%，除欧洲外收入增速均超20%，整体抗区域性需求波动的风险能力较强。24Q1露天矿山需求有所波动，各区域增速有所下滑，其中南美、欧洲地区承压较大，同比-12.5%、-6.2%。

图表22：2024Q1亚澳及北美收入占比达58%

图表23：中东、亚澳地区收入维持高增长



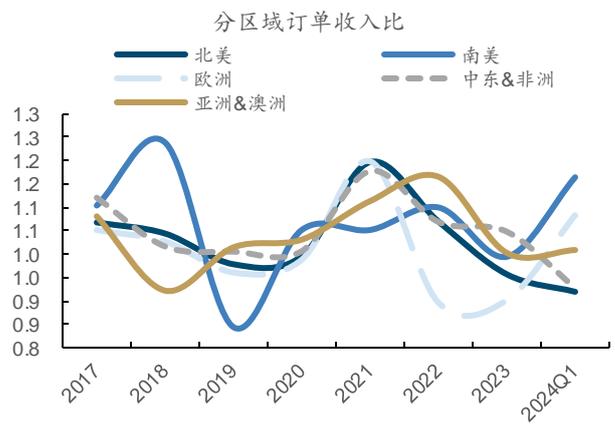
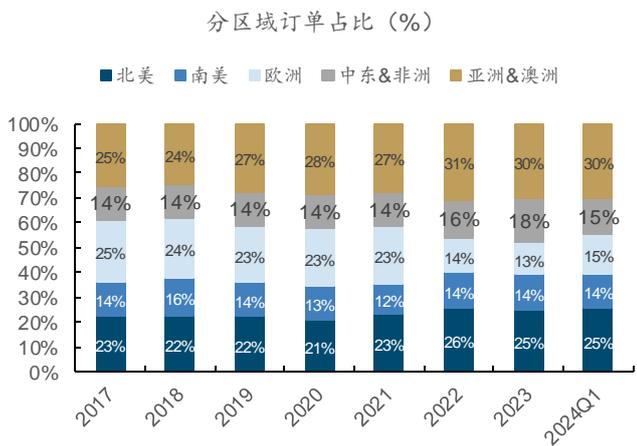
来源：安百拓年报，国金证券研究所

来源：安百拓年报，国金证券研究所

南美、欧洲地区收入短期承压，订单层面景气度仍较为可观。分区域来看，安百拓产品主流需求为北美和亚澳地区，23年订单合计占比达55%，相对17年提升7pcts。从订单收入比的角度来看，24Q1安百拓北美、亚澳地区订单收入比有些许波动，南美、欧洲订单收入比较高，分别为1.16、1.08，表明这两个地区收入下行或为短期波动，订单景气度仍较为可观。

图表24：亚澳洲及北美订单占比超50%

图表25：南美、欧洲地区订单景气度较高



来源：安百拓年报，国金证券研究所

来源：安百拓公告，国金证券研究所

1.2.2 山特维克 (SAND. ST)：采矿及运输解决方案供应商，在手订单维持高位

山特维克是历史悠久的瑞典矿业机械巨头，覆盖采矿所需多工序矿山设备。山特维克建立于1858年，最初以材料生产为主，于1998年开启矿山装备业务，发展至今山特维克产品覆盖钻探、掘进、凿岩、装载、破碎以及筛分环节。



图表26：山特维克矿山装备覆盖采矿钻井到破碎筛选环节



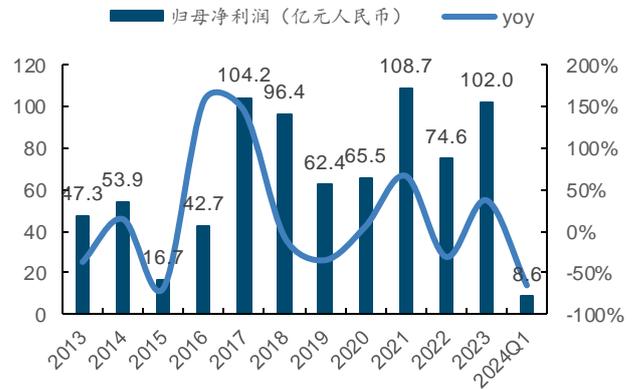
来源：山特维克官网，国金证券研究所

山特维克矿业装备收入近三年增长迅速，收入占比持续提升，成为主要增长极。20-23 年山特维克矿业装备收入从 300.3 亿元人民币提升至 514.8 亿元人民币，期间 CAGR 达 24.4%，远高于整体的 9.2%；矿业装备收入占比从 2018 年 41.1% 提升至 23 年的 61.0%，5 年期间提升近 20pcts，已经成为主要增长点。

23 年归母净利润重拾增势。山特维克 22 年营收规模正增长，但归母净利润下行 31.3%，主要系汇率波动导致；23 年汇率波动影响减弱，叠加规模效应，归母净利润提升至 102.0 亿元人民币，同比+36.6%。24Q1 扣非归母净利润下滑较大，主要是需求波动导致收入下滑。

图表27：2020-23 年山特维克矿山设备收入 CAGR 达 24.4%

图表28：23 年山特维克归母净利润同比+36.7%



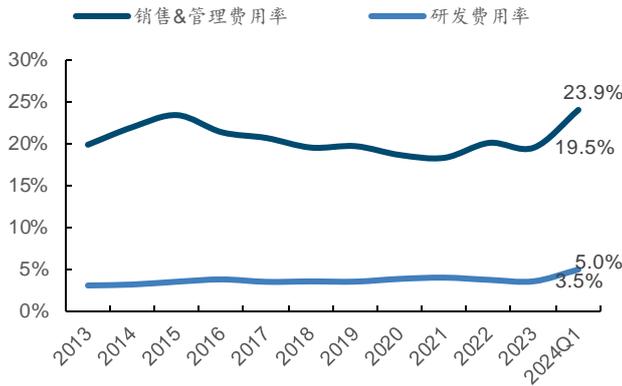
来源：Capital IQ，山特维克公告，国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

来源：Capital IQ，山特维克公告，国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

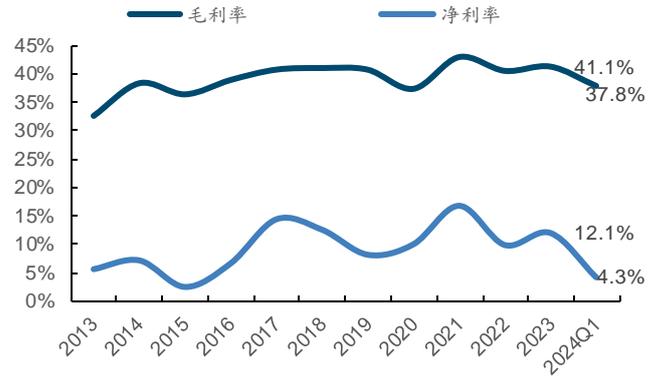
矿业装备收入扩张，23 年盈利能力有所提升。2021-23 年山特维克销售&管理费用率/研发费用率分别为 18.3%/4.0%、20.1%/3.7%、19.5%/3.5%，毛利率为 42.8%、40.4%、41.1%，净利率为 16.9%、10.0%、12.1%，22 年净利率下行系汇率波动所致，23 年矿业装备收入继续扩张，同比增长 16.3%，规模效应及费用管控带动净利率提升。24Q1 盈利能力下行主要系需求波动。



图表29：24Q1 山特维克营收承压导致费率上行



图表30：24Q1 需求波动导致盈利能力下行

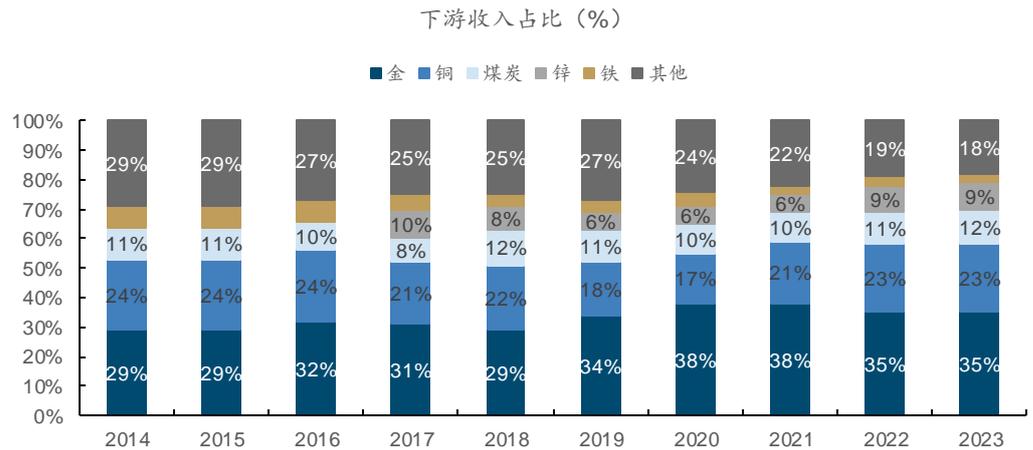


来源：山特维克公告, Capital IQ, 国金证券研究所

来源：山特维克公告, Capital IQ, 国金证券研究所

山特维克矿山板块下游以金、铜、煤炭为主，占比达 70%。根据山特维克年报，21-23 年金/铜/煤炭收入占比分别为 38%/21%/10%、35%/23%/11%、35%/23%/12%，23 年黄金、铜、煤炭合计收入占比达 70%。

图表31：山特维克客户主要集中在铜、金和铁矿开采

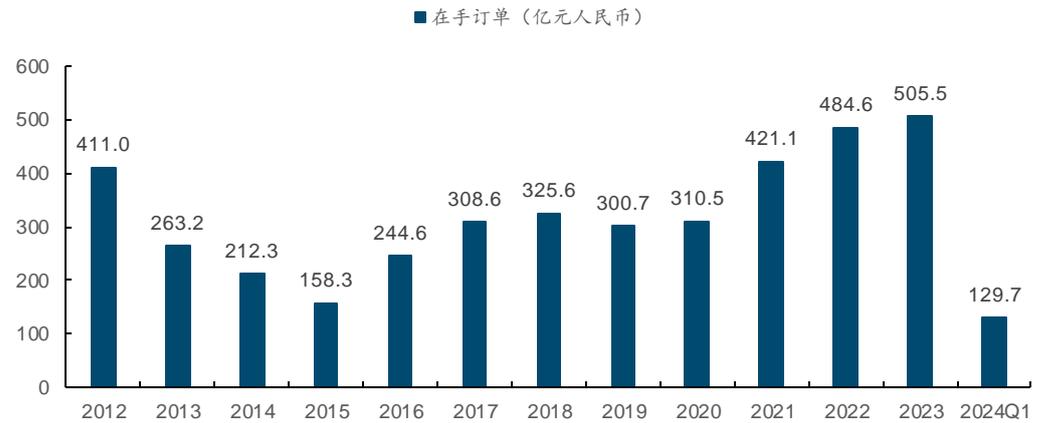


来源：山特维克年报, 国金证券研究所 注：21-23 年为采矿及矿石处理方案；13-20 年为采矿及矿石技术

山特维克矿山装备在手订单 2023 年达历史高位。根据山特维克公告，矿业装备在手订单从 2015 年 158.3 亿元人民币稳定增长至 23 年的 505.5 亿元人民币，期间 CAGR 达 15.6%，在手订单充足。短期来看，24Q1 山特维克订单收入比为 1.08 相对 23 年全年提升 0.1，中短期收入表现或将有所改善。



图表32：山特维克 2023 年在手订单达历史高位

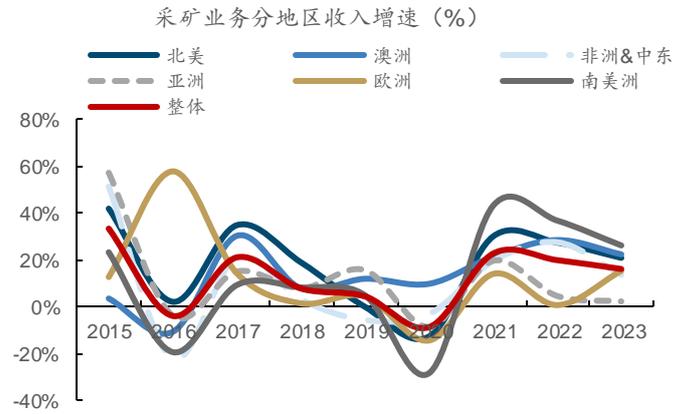
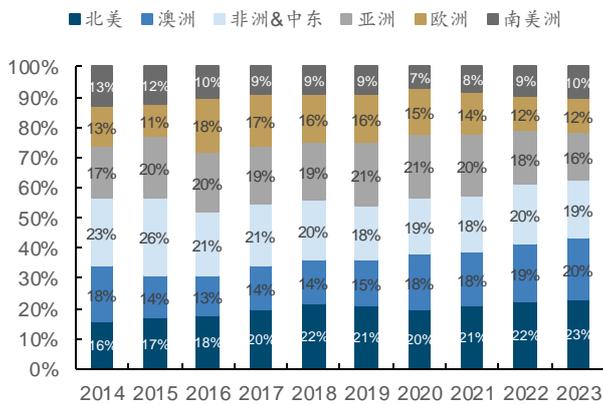


来源：山特维克年报，国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

从全球化角度来看，山特维克各地区均衡发展，整体抗风险能力较强。山特维克近 10 年各地区收入占比虽有波动，但整体保持较为均衡，其中 23 年北美、澳洲、非洲&中东、亚洲、欧洲及南美洲分别占比 23%、20%、19%、18%、12%、10%。由于各地区矿山装备受市场需求、政府政策等因素影响较大，需求呈现较大的差异性，多市场的均衡布局，平滑了收入增速曲线，如 2016 年欧洲地区、2020 年澳洲的增长都帮助山特维克弥补了其他地区的下行影响。

图表33：全球化布局，收入均衡分布

图表34：多地区收入增速表现优异



来源：山特维克年报，国金证券研究所

来源：山特维克年报，国金证券研究所

山特维克 2015-24 年 6 月平均 PE (TTM) 为 21.4 倍。截至 2024 年 6 月 5 日，山特维克市值增长至 2812.3 亿瑞典克朗，相对 2015 年的 877.9 亿瑞典克朗，市值提升 220.3%，海外龙头价值长周期增长。



图表35：2015-24年6月山特维克平均PE (TTM) 为21.4倍



来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

1.2.3 伟尔集团 (WEIR.L)：中后道矿山设备头部厂商，收购 ESCO 拓宽售后市场布局

伟尔集团主品牌“Weir”矿山设备集中在选矿和矿石处理环节，开采环节涉及较少，主要覆盖矿石破碎、磨料、泵送及洗选筛分等环节。

图表36：伟尔自主品牌矿山业务覆盖破碎、洗选筛分设备

采矿粉碎加工设备
(喂料设备、破碎设备、筛选设备、高压磨辊)



矿山分级选矿设备、泵送和泥浆输送设备



浓缩和过滤设备、尾矿处理设备、脱水处理设备



破碎、铣削设备、管道

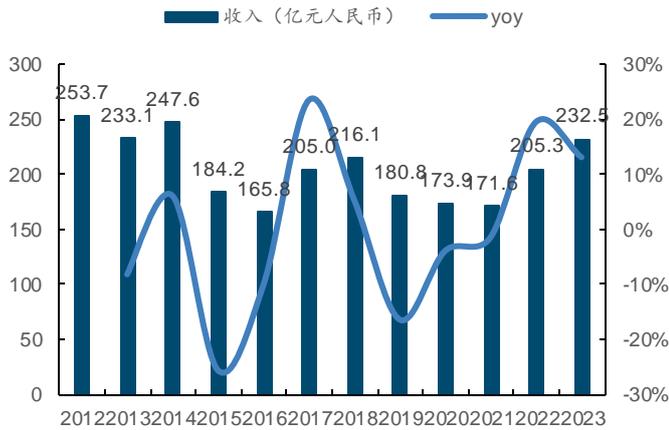


来源：伟尔集团官网, 国金证券研究所

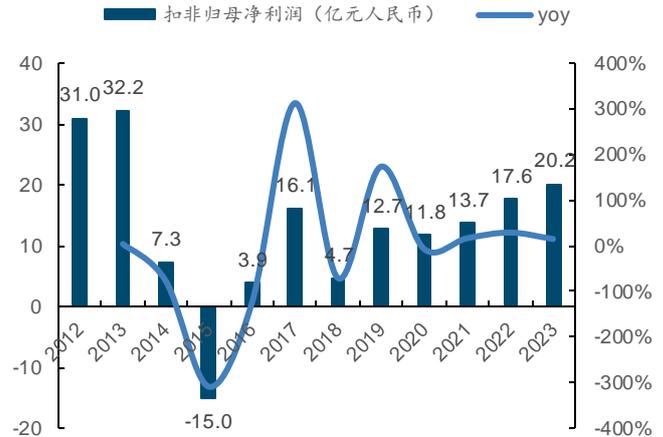
2018年后业务调整结束，聚焦矿山装备业务。2015-18年，伟尔集团处理油气、流程控制业务，合并 ESCO 公司，存在较高的减值及合并费用，导致归母净利润表现较差。19-23年业务调整结束，进入新一轮上升期，归母净利润从18年4.7亿元人民币提升至23年20.2亿元人民币，期间CAGR达34.1%。



图表37：2015-18年营收规模下行系业务调整所致



图表38：伟尔集团完成合并聚焦矿业后，利润持续增厚

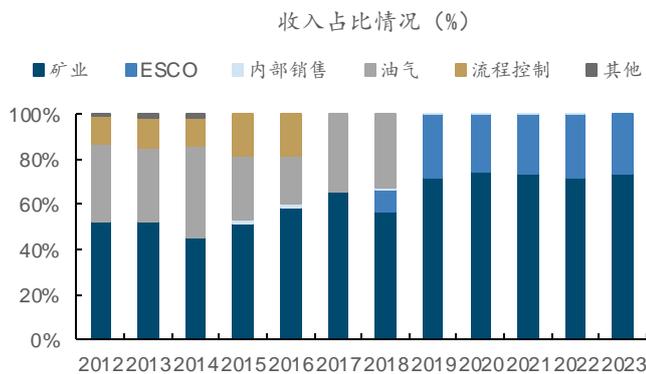


来源：伟尔集团公告，Capital IQ，国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

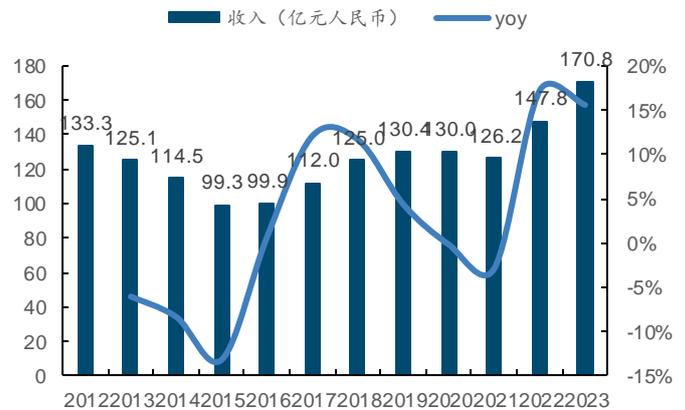
来源：伟尔集团公告，Capital IQ，国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

随着流程控制、油气业务出售，矿山装备板块收入占比提升至73.5%。伟尔集团15年矿业收入占比仅为52.4%，随后伟尔集团陆续在16年、18年处理流程控制与油气业务，矿业板块收入占比提升至19年的72.1%，并保持稳定；从收入规模领域来看，矿业板块收入从15年99.3亿元人民币提升至23年170.8亿元人民币。

图表39：业务进一步聚焦矿业装备领域



图表40：23年矿业收入规模提升至170.8亿元人民币



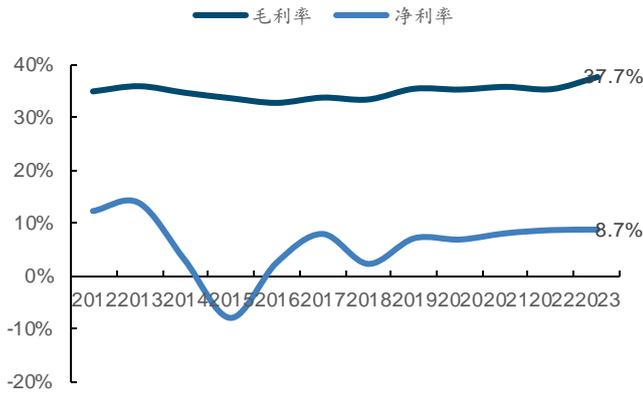
来源：伟尔集团公告，Capital IQ，国金证券研究所

来源：伟尔集团公告，Capital IQ，国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

资产重组已结束，盈利能力回归稳态。伟尔集团14-16年进行了业务调整存在较大的商誉减值与重组费用（流程控制业务出表），导致净利率大幅下行。2018年净利率下行系整合ESCO公司合并费用所致。2018年后伟尔集团业务调整结束，近5年不存在较大的非经常性损失，净利率回归稳态，2021-23年净利率分别为8.0%、8.6%、8.7%，预计随着矿物品位下降带来的矿业装备需求增长，规模效应将进一步推动盈利能力提升。

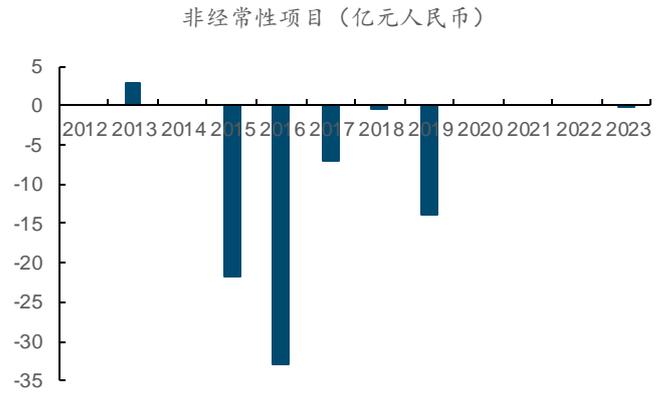


图表41：伟尔集团净利率回归稳态



来源：伟尔集团公告, Capital IQ, 国金证券研究所

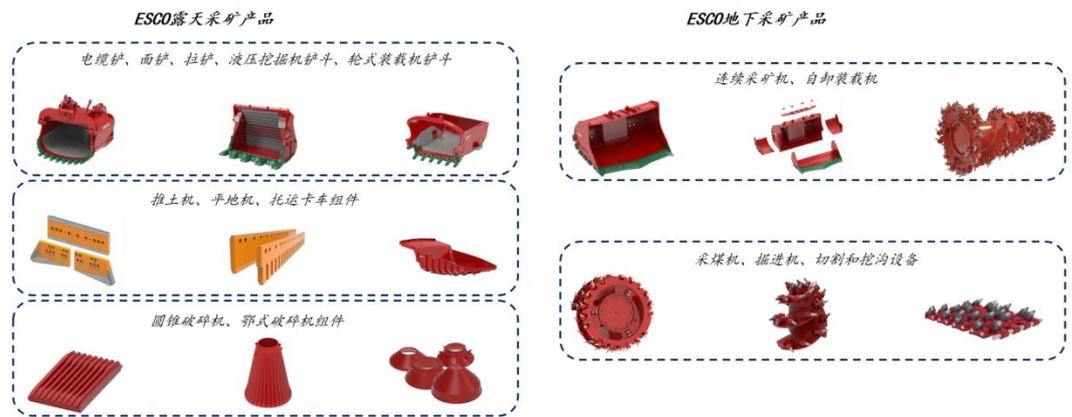
图表42：2019-23年无重大非经常性项目



来源：伟尔集团公告, Capital IQ, 国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

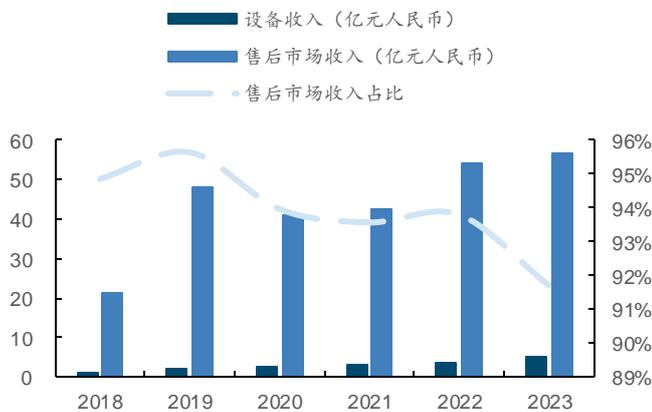
ESCO 丰富公司附件及备件产品矩阵，售后市场得以补强。2018 年伟尔集团收购 ESCO 公司拓展采矿附件产品矩阵，ESCO 公司售后市场收入占比超 90%，与母公司矿业装备形成协同，营业利润率从 17 年 12.1%提升至 23 年的 17.4%。

图表43：ESCO 补全伟尔集团采矿备件产品矩阵



来源：伟尔集团官网, 国金证券研究所

图表44：2018-23年 ESCO 售后市场收入占比均超 90%



来源：伟尔集团公告, Capital IQ, 国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

图表45：并入 ESCO 部门后协同增强，整体盈利能力提升

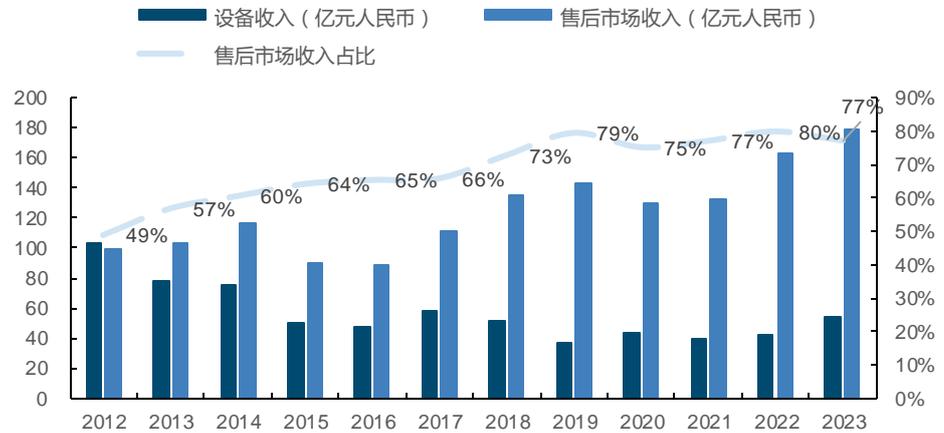


来源：伟尔集团公告, Capital IQ, 国金证券研究所



收购 ESCO 后,进一步聚焦售后市场,弱化资本开支波动对短期需求的影响。伟尔集团 2015 年以来处理油气、流程控制板块,18 年加入 ESCO 板块,聚焦售后市场业务。伟尔集团售后市场占比稳定提升,从 2015 年 64%提升至 23 年 77%水平,我们认为随着矿石品位下降,加工设备磨损的增加推动对售后备件和消耗品的需求,以售后市场为核心的矿山业务能弱化矿山设备开支周期性影响,提升整体业务的稳定性。

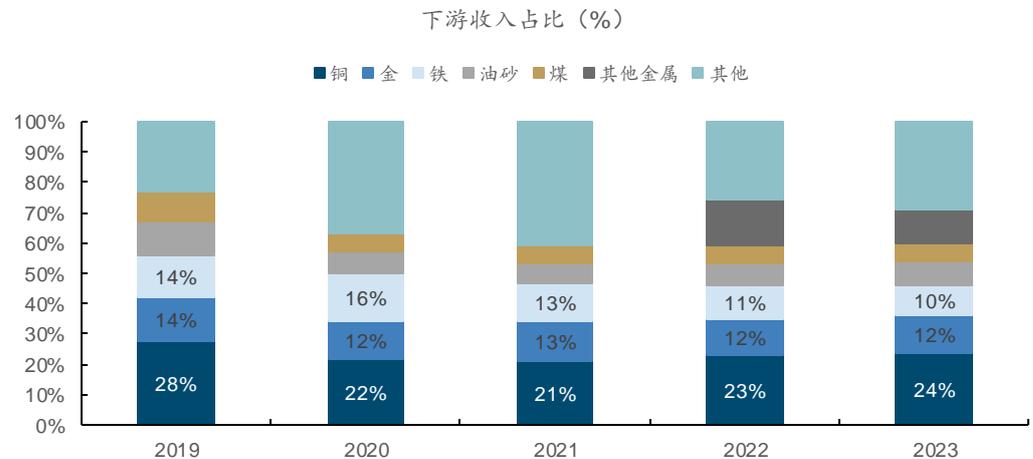
图 46: 伟尔集团售后市场收入占比持续提升,收购 ESCO 后进一步聚焦售后市场



来源: 伟尔集团公告, 国金证券研究所 注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

伟尔集团下游以铜、金、铁矿为主, 23 年合计占比达到 46%。

图 47: 伟尔集团下游以铜、金、铁矿为主



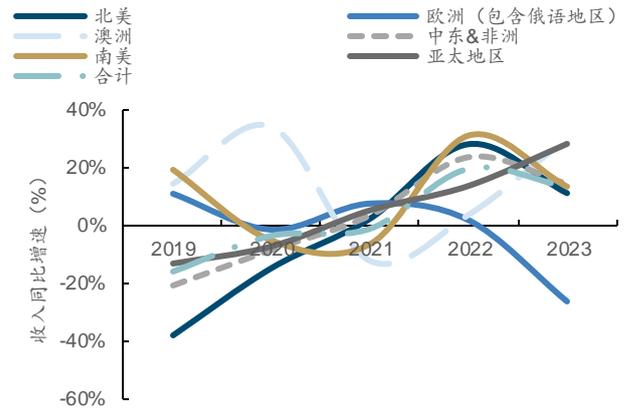
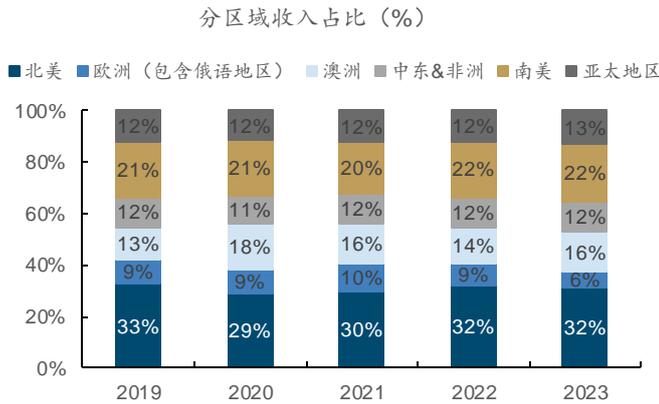
来源: 伟尔集团公告, 国金证券研究所

北美、南美为基本盘, 亚太、澳洲地区增长显著。分区域来看, 北美、南美地区为伟尔集团主要阵地, 22 年收入占比分别为 24%、23%; 短期表现来看, 23 年各地区 (除欧洲) 收入增速均超 10%, 其中亚太、澳洲地区表现较好, 同比+28.0%、30.2%, 欧洲地区主要受俄乌局势影响同比下行 26.3%。



图表48: 23年北美、南美地区收入占比分别为32%、22%

图表49: 23年受俄乌局势影响, 欧洲地区收入同比-26.3%

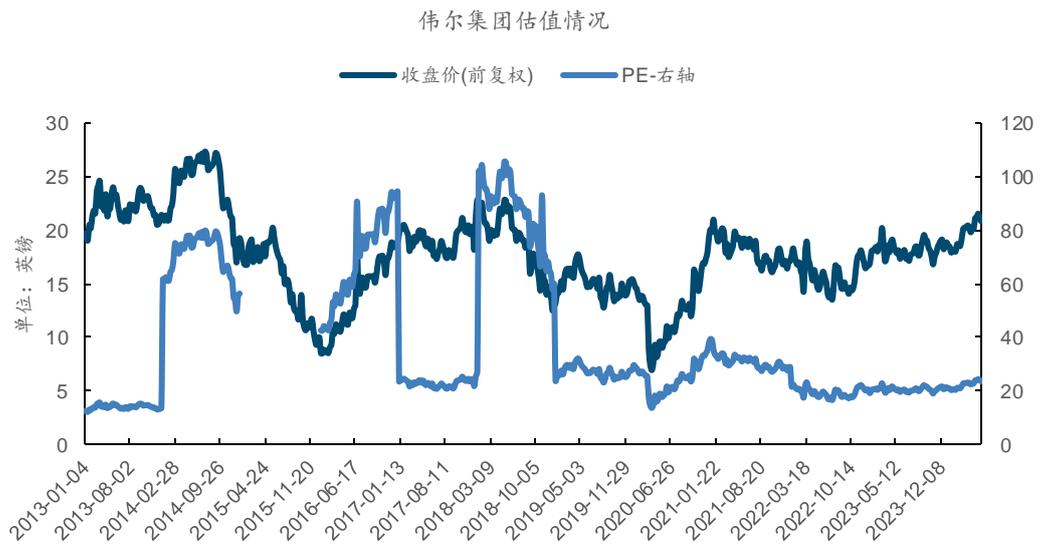


来源: 伟尔集团公告, 国金证券研究所

来源: 伟尔集团公告, 国金证券研究所

伟尔集团 2015-24 年 6 月平均 PE 为 37.9 倍。截至 2024 年 6 月 5 日, 伟尔集团市值增长至 53.8 亿英镑, 市值提升相对较小, 主要系伟尔集团 2016-18 年进行系列业务板块调整, 收购费用较高, 整合后业绩发力有一定滞后。但整体估值水平较高, 历史平均估值 PE 为 37.9 倍。

图表50: 2015-2024年6月伟尔集团平均PE为37.9倍



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所 注: 伟尔集团不发布季度盈利数据, PE 采用年度 EPS 计算; 伟尔集团 2015 年 EPS 为负

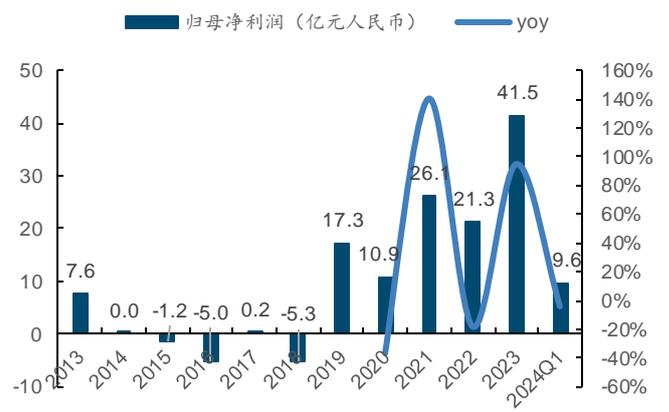
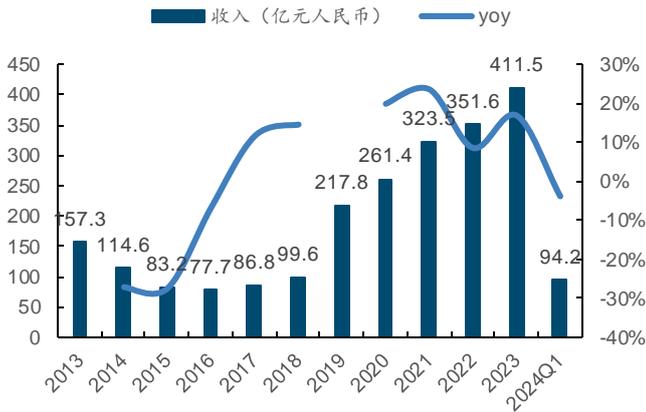
1.2.4 美卓 (METSO.FIN): 美卓、奥图泰合并, 成就矿山碎磨设备龙头

美卓公司由奥图泰与原美卓集团的矿山装备业务合并而成。2019 年, 奥图泰矿业领域收入为 62.9 亿元人民币, 美卓集团矿山装备业务收入为 234.4 亿元人民币。2020 年, 美卓集团拆分矿山装备业务与奥图泰 (剥离金属、能源、水板块) 合并, 成就如今的矿山装备巨头之一的美卓公司。23 年美卓实现营业收入 411.4 亿元人民币, 其中矿山装备、骨料装备分别为 308.7、102.7 亿元人民币。



图表51: 合并后美卓收入规模节节攀升

图表52: 合并后归母净利润转正



来源: 美卓公司公告, Bloomberg, 国金证券研究所 注: 合并上市前上市主体为奥图泰, 13-18 年数据为奥图泰公司, 19 年为根据 20 年口径调整后的数据

来源: 美卓公司公告, Bloomberg, 国金证券研究所 注: 合并上市前上市主体为奥图泰, 13-18 年数据为奥图泰公司, 19 年为根据 20 年口径调整后的数据

美卓产品主要为矿山设备主机、备件以及服务, 共三个板块。两大矿山破碎筛分设备供应商合并后, 美卓产品供应能力进一步增强, 现已形成覆盖装载、输送、碎磨、洗选、筛分多等环节的产品矩阵, 同时提供主机配套备件及相关服务业务。

图表53: 美卓主要为矿山客户提供主机设备、备件及服务

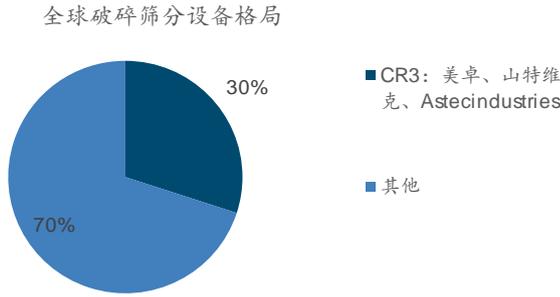


来源: 美卓官网, 国金证券研究所

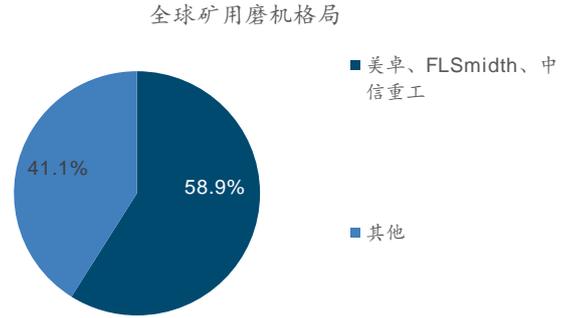
美卓王牌产品破碎筛分设备及矿用磨机市占率位于全球前三。美卓主机设备较多, 其中破碎筛分设备以及矿用磨机产品力强, 广泛受下游客户认可。与奥图泰合并后, 两大王牌产品进一步补强, 2022 年美卓破碎筛分设备、矿用磨机全球市占率均位于全球前三。



图表54: 美卓是全球破碎筛分设备前三大厂商



图表55: 美卓是全球矿用磨机前三大厂商

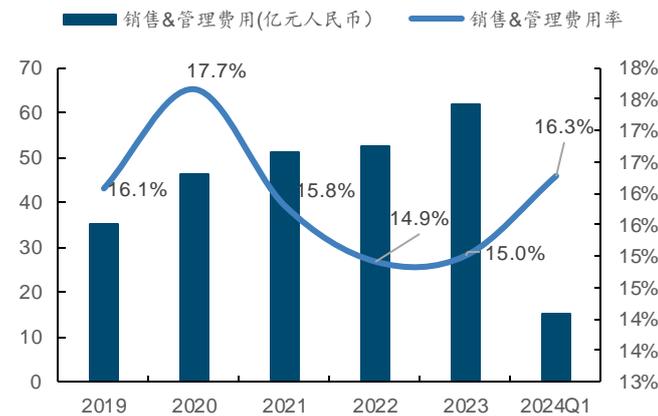


来源: QY Research, 国金证券研究所

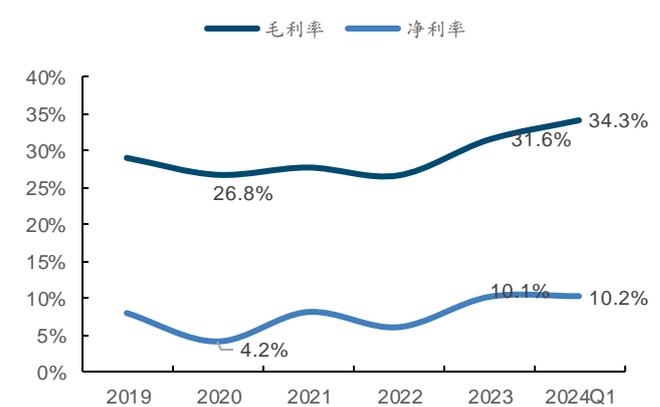
来源: Global Info Research, 国金证券研究所

管理费用持续压降, 盈利能力持续提升。2020-23 年, 美卓销售&管理费用率为 17.7%、15.8%、14.9%、15.0%, 规模效应带动费用端持续压降, 推动盈利能力持续上行。2020-2024Q1 美卓净利率从 4.2% 提升至 10.2%。

图表56: 2021-23 年销售&管理费用率持续压降



图表57: 2024Q1 美卓净利率提升至 10.2%

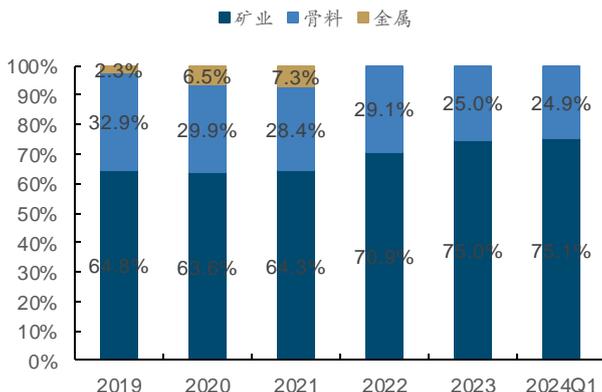


来源: 美卓公司公告, Bloomberg, 国金证券研究所 注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

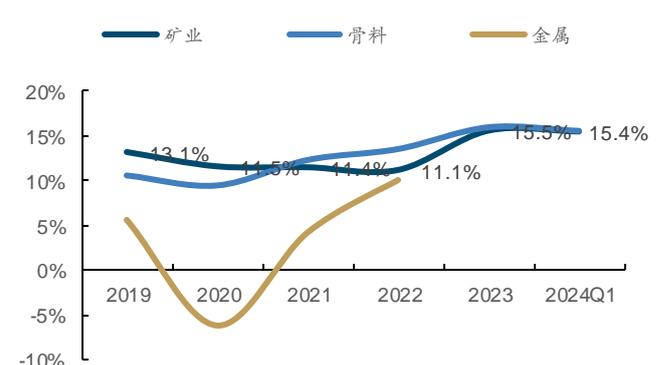
来源: 美卓公司公告, Bloomberg, 国金证券研究所

美卓业务持续向矿山装备领域聚焦。2021 年美卓剥离铝, 2022 年剥离金属回收业务、湿法冶金归入矿业板块, 2023 年剥离金属化学加工、黑色金属传热业务。2024Q1 矿业和骨料收入占比分别为 75.1%、24.9%。美卓持续聚焦高景气行业, 受益于下游资本开支扩张, 2024Q1 美卓矿业、骨料营业利润率分别提升至 15.4%、15.9%, 相对 21 年提升 4.0、3.2pcts。

图表58: 2024Q1 美卓矿业板块收入占比提升至 75.1%



图表59: 2024Q1 美卓矿业板块营业利润率提升至 15.4%





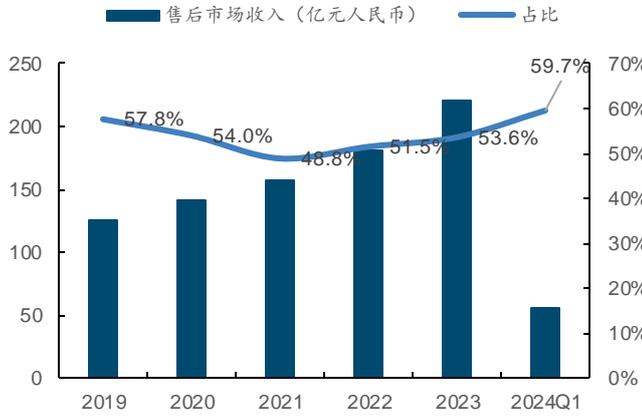
来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

美卓售后市场占比较高同时增长稳定。22-24Q1 美卓售后市场收入为 181.0、220.7、56.3 亿元人民币，占比达 51.5%、53.6%、59.7%，售后市场收入占比持续提升。2022-24Q1 期间，售后市场收入同比增速为 14.6%、22.0%、11.3%，均保持正增长。

图表60：23年美卓售后市场收入占比约54%

图表61：售后市场业务收入增长更加稳定



来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

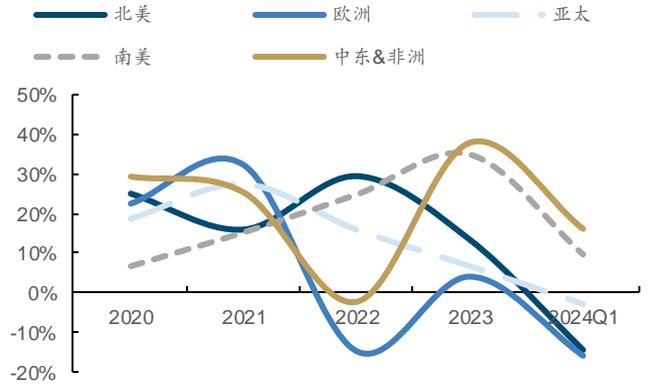
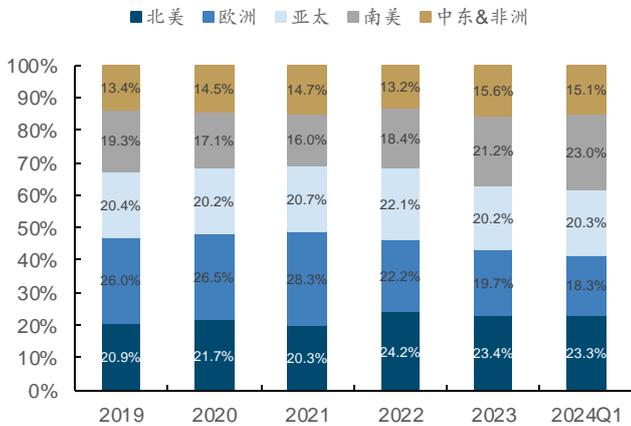
来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

美卓全球运营，各区域收入分布较为均衡，2024Q1 南美、中东&非洲收入同比增速为 9.8%、16.2%，在其他区域收入下行时，帮助公司平滑周期波动。

图表62：美卓全球收入分布较为均衡

图表63：2024Q1 中东非洲、南美收入保持正增长



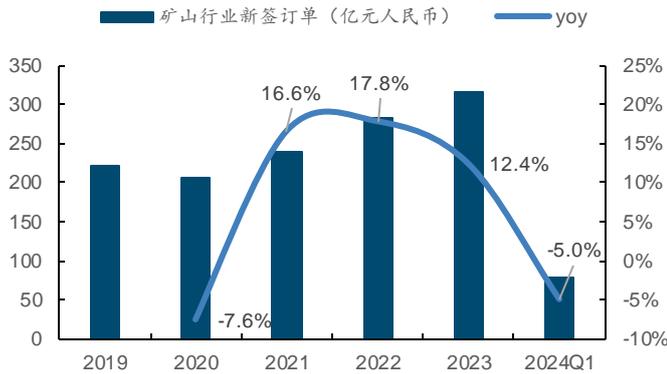
来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

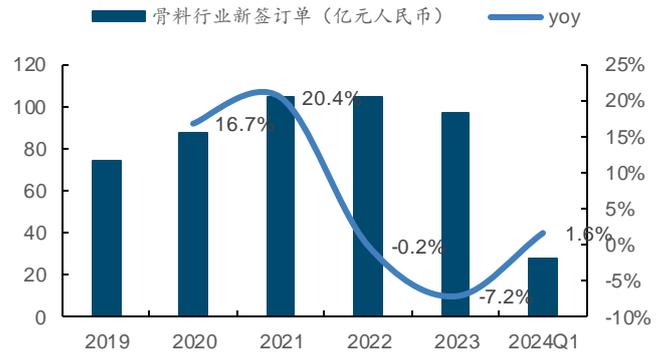
美卓矿山装备板块订单在 21 到 23 年连续三年正增长，23 年新签订单 316.3 亿元人民币，同比增长 12.4%达历史新高。



图表64：23年美卓矿山装备新签订单达新高



图表65：2024Q1美卓骨科新签订单出现拐点



来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

来源：美卓公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

美卓2020-24年6月平均PE(TTM)为23.7倍。截至2024年6月6日，美卓市值增长至90.5亿欧元，相对2020年的67.7亿欧元，市值提升33.7%，海外龙头价值长周期增长，将为国产设备厂商提供成长典范。

图表66：2020-2024年6月美卓平均PE(TTM)为23.7



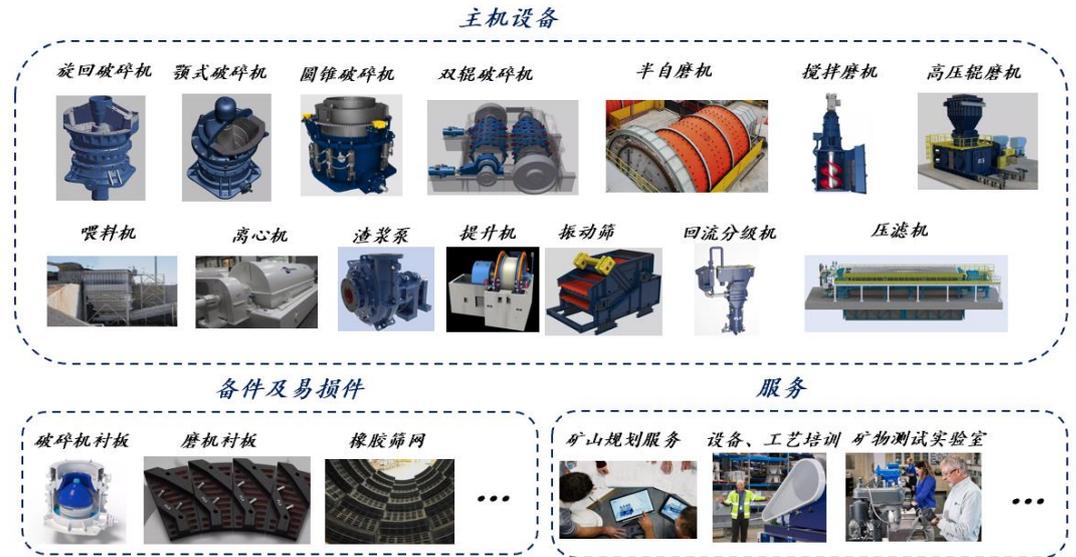
来源：Wind，Bloomberg，国金证券研究所

1.2.5 富勒史密斯 (FLIDY.OO)：矿山、水泥设备“百年老店”，外延并购加码矿山装备业务

富勒史密斯是历史超百年的老牌丹麦矿山及水泥设备企业，是全球领先的铜、金等金属矿山开采全流程技术供应商，主机产品覆盖破碎、磨矿、筛分、输送、分离、泵送、尾矿处理等；售后市场主要为主机提供备件、易损件以及服务。



图表 67: 富勒史密斯是全球领先的金属矿山开采全流程设备供应商



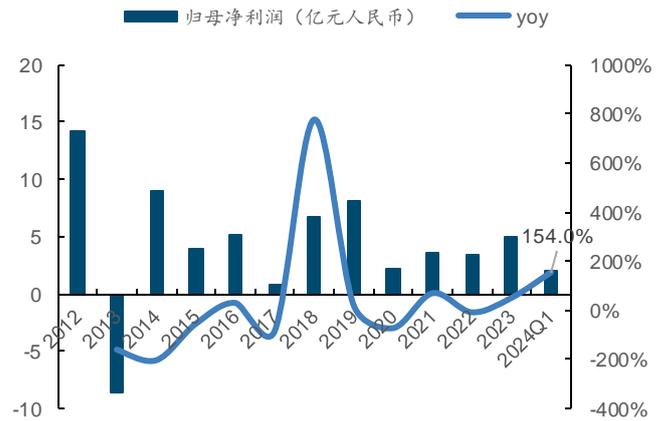
来源: 富勒史密斯官网, 国金证券研究所

富勒史密斯迅速从公共卫生事件影响中恢复, 营收连续 3 年正增长。2013-16 年, 受下游矿业资本支出下行, 富勒史密斯收入下滑。2017-19 年期间, 工业金属需求扩张, 富勒史密斯营收从 179.5 亿元人民币提升至 213.8 亿元人民币。2020 年受公共卫生事件影响收入下滑至 173.5 亿元人民币。2021-23 年, 富勒史密斯聚焦矿山设备领域, 收入持续扩张, 从 180.3 亿元人民币提升至 247.3 亿元人民币, 期间 CAGR 达 17.1%。期间归母净利润从 3.7 亿元人民币提升至 5.0 亿元人民币, 其中 22 年略下行, 主要是收购蒂森克虏伯所致。

2024Q1 受益于高毛利的矿山业务占比提升, 收入下滑的情况下, 富勒史密斯归母净利润达 2.0 亿元人民币, 同比+154.0%。

图表 68: 富勒史密斯营收连续 3 年正增长

图表 69: 2024Q1 富勒史密斯归母净利润同比+154.0%



来源: 富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

来源: 富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

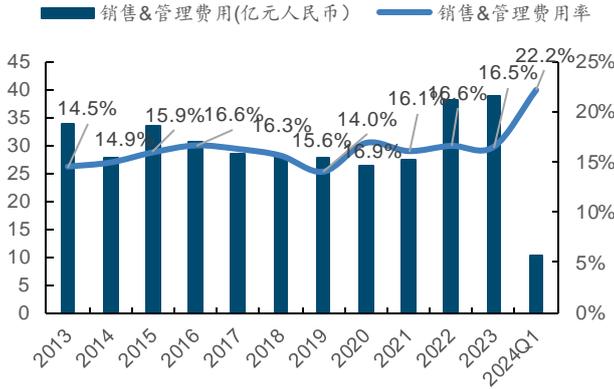
注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

盈利能力持续提升。2021-23 年, 富勒史密斯销售&管理费用率为 16.1%、16.6%、16.5%, 费用率保持在 16%左右。盈利能力方面, 受益于下游需求扩张、聚焦高毛利的矿山业务, 22-24Q1 富勒史密斯毛利率/净利率为 23.2%/1.7%、25.3%/2.1%、29.2%/4.0%, 盈利能力持续提升。



图表70：富勒史密斯近三年销售&管理费用保持稳定

图表71：2024Q1 富勒史密斯毛利率提升至 29.2%



来源：富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

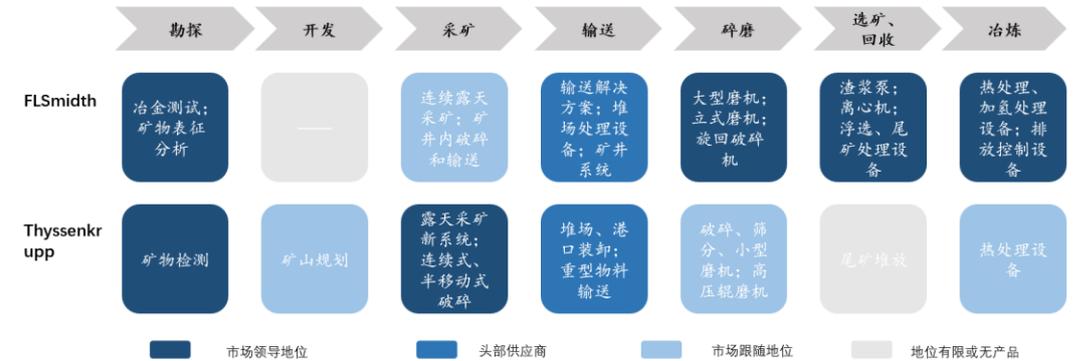
来源：富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

收购蒂森克虏伯后，富勒史密斯矿山设备能力、客户区域覆盖得到互补：

1) 补强矿山设备能力。根据《FLSmidth 收购蒂森克虏伯矿业简报》，蒂森克虏伯矿业在勘探、采矿、输送、碎磨领域均有相关设备布局，尤其矿物检测、露天采矿系统、移动式破碎站位于市场领导地位。蒂森克虏伯矿业能与富勒史密斯产品线形成互补，矿山装备供应能力进一步补强。

图表72：收购蒂森克虏伯，采矿、输送、碎磨设备技术得以补强

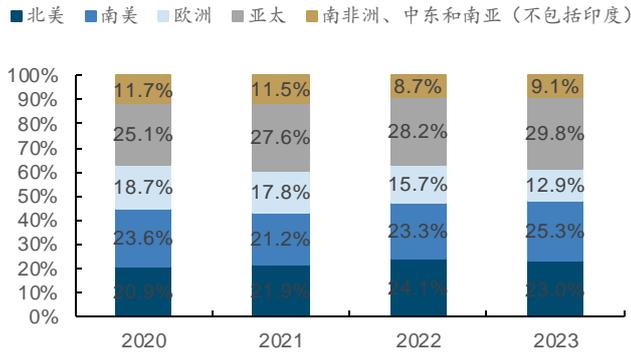


来源：《FLSmidth 收购蒂森克虏伯矿业简报》，国金证券研究所

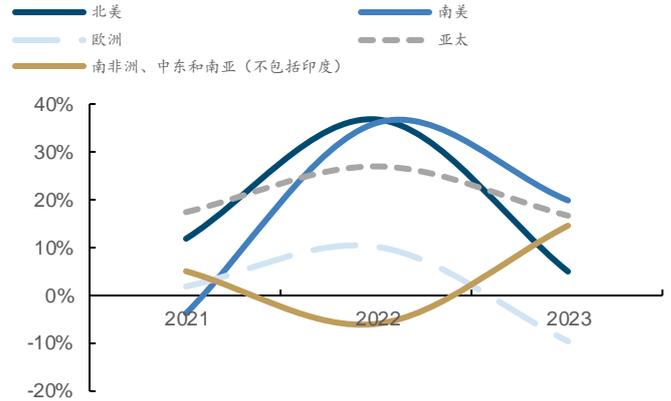
2) 客户群互补，22 年北美、南美、亚太地区表现亮眼。根据《FLSmidth 收购蒂森克虏伯矿业简报》，蒂森克虏伯公司在美国西部、南美、中国西部、印度、东欧等多地区客户资源丰富，赋能富勒史密斯区域扩张，2022 年北美、南美、亚太收入占比提升至 24.1%、23.3%、28.2%，收入同比+36.9%、36.2%、26.9%。2023 年南美、亚太地区仍保持较高增速，同比+19.9%、16.6%。



图表73：南美、亚太地区收入占比持续提升



图表74：2023年南美、亚太地区收入同比+19.9%、16.6%

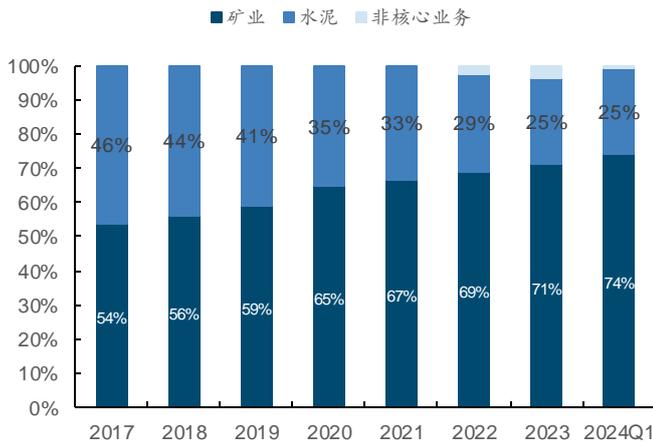


来源：富勒史密斯公司公告, Capital IQ, 国金证券研究所

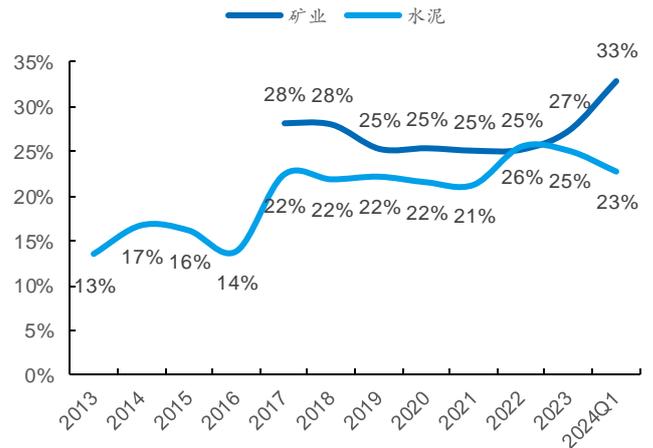
来源：富勒史密斯公司公告, Capital IQ, 国金证券研究所

富勒史密斯通过外部收购、内部聚焦两重措施聚焦矿山业务，2024Q1 富勒史密斯矿业业务收入占比提升至 74.0%，相对 2017 年提升 19.7pcts。高毛利的矿山收入占比提升，带动整体毛利率持续增长，24Q1 富勒史密斯整体毛利率提升至 29.2%，相对 22 年提升 6.0pcts，达到近 10 年新高。

图表75：2024Q1 矿业板块收入占比提升至 74.0%



图表76：高毛利的矿业业务带动整体毛利率提升



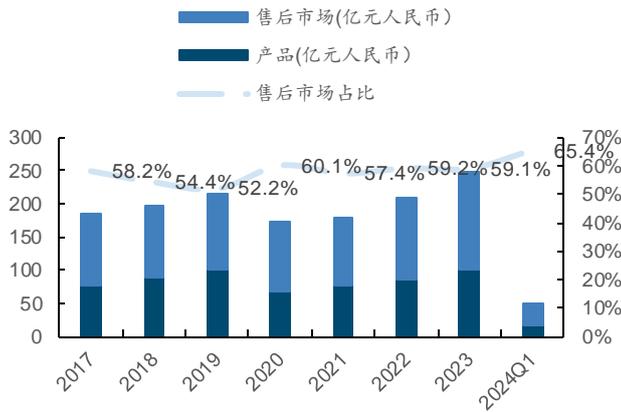
来源：富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

来源：富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

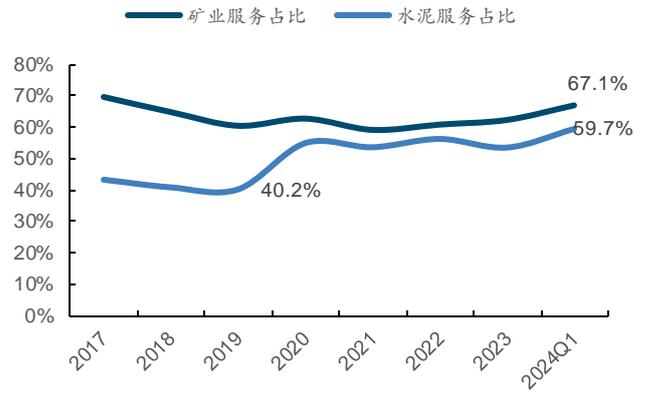
进一步加大售后市场布局，平滑资本支出周期影响。富勒史密斯收购蒂森克虏伯后，售后市场收入占比持续提升，24Q1 达到 65.4%，相对 22 年提升 8pcts，售后市场业务主要为客户提供备件及全生命周期服务，将帮助其平滑下游资本开支周期影响，进一步提升收入稳定性。分版块来看：22-24Q1 矿业服务收入增速为 22.8%、25.4%、-2.1%，表现均优于水泥服务业务，预计更高占比的矿业服务将为富勒史密斯增长提供更大助力。



图表 77: 24Q1 整体售后市场收入占比提升至 65.4%



图表 78: 矿山板块售后市场收入占比更高

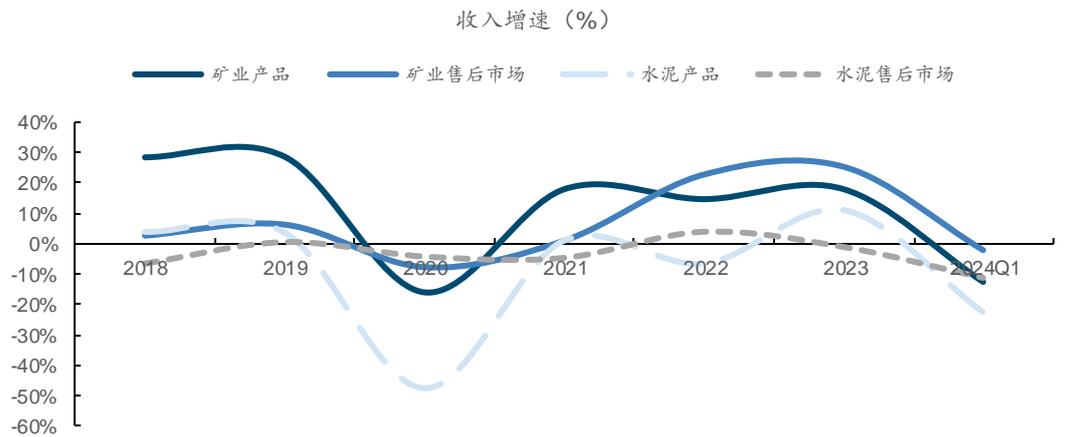


来源: 富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

来源: 富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

图表 79: 售后市场收入增速更稳定

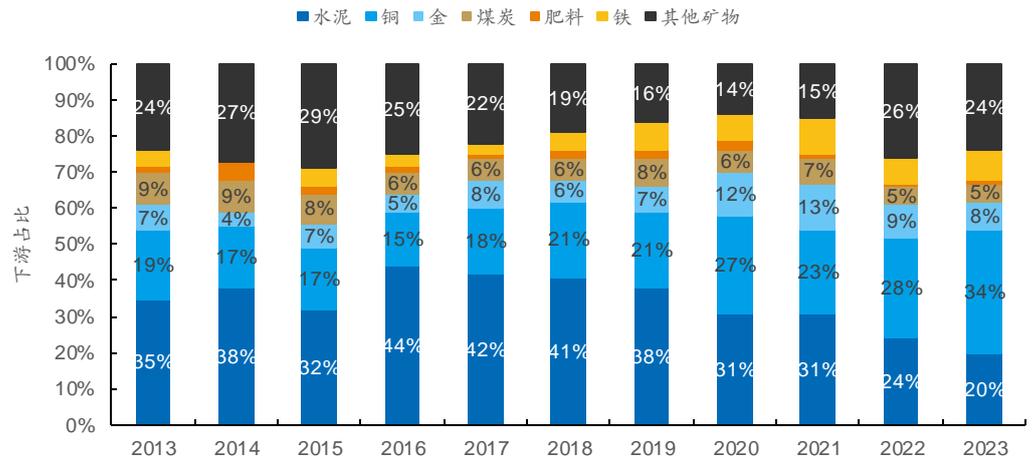


来源: 富勒史密斯公司公告, Bloomberg, Capital IQ, 国金证券研究所

富勒史密斯注重铜矿等金属矿客户拓展, 2023 年铜矿领域收入占比提升至 34%, 将受益于铜矿产量扩张。富勒史密斯收购的蒂森克虏伯公司矿山业务占比为 100%, 收购后 22 年水泥行业收入占比下行至 24%, 铜矿客户收入占比提升至 28%。2023 年, 富勒史密斯铜矿、水泥领域收入占比进一步分化, 达 34%、20%。根据各头部矿业公司年报, 2024 年必和必拓、力拓、淡水河谷、紫金矿业等 4 家公司预计铜矿合计产量同比+7.7%, 将为公司增长带来支撑。



图表80：富勒史密斯下游铜矿占比持续提升



来源：富勒史密斯公司公告，国金证券研究所

富勒史密斯 2015-24 年 6 月平均 PE (TTM) 为 32.2 倍。截至 2024 年 6 月 6 日，富勒史密斯市值增长至 221.6 亿丹麦克朗，相对 2015 年的 117.4 亿欧元，市值提升 88.8%，海外龙头价值长周期增长，将为国产设备厂商提供成长典范。

图表81：2015-24 年 6 月富勒史密斯平均 PE (TTM) 为 32.2 倍



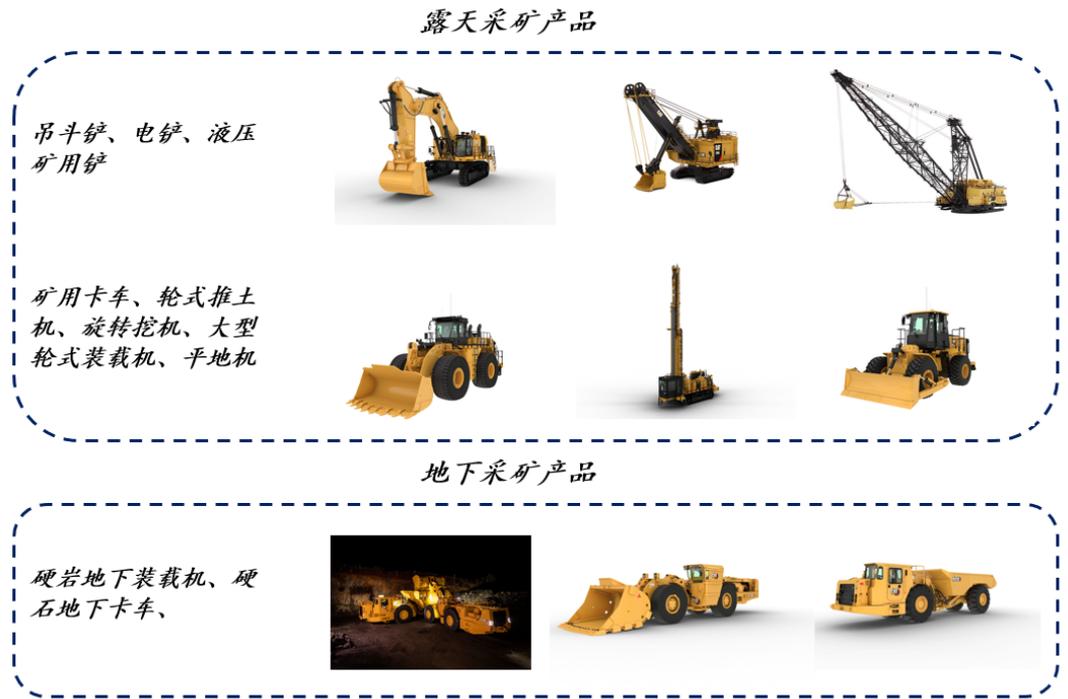
来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所 注：2017 年部分数据缺失

1.2.6 卡特彼勒 (CAT.N)：全球工程机械龙头，资源业务净利润高增长

卡特彼勒矿业领域产品主要为采矿和装载运输设备，其中采矿包括吊斗铲、电铲、液压矿用铲等，运输产品有大型轮式装载机、矿卡及地下装载机等。



图表82：卡特彼勒产品覆盖采矿挖掘、装载运输环节



来源：卡特彼勒官网，国金证券研究所

受益行业高景气，资源业务利润大幅提升。2020-23年卡特彼勒资源业务收入从514.0亿元人民币提升至956.0亿元人民币，CAGR达23.0%；受益下游高景气，卡特彼勒矿业装备产品提价顺畅，资源业务净利润从61.8亿元人民币提升至199.6亿元人民币，期间CAGR达47.8%，利润端表现亮眼。24Q1受矿山行业需求波动，短期业绩有所承压。

图表83：20年开启新一轮资源业务上行期

图表84：20年开始资源业务净利润持续提升



来源：Wind，卡特彼勒年报，卡特彼勒公告，国金证券研究所

来源：Wind，卡特彼勒年报，卡特彼勒公告，国金证券研究所

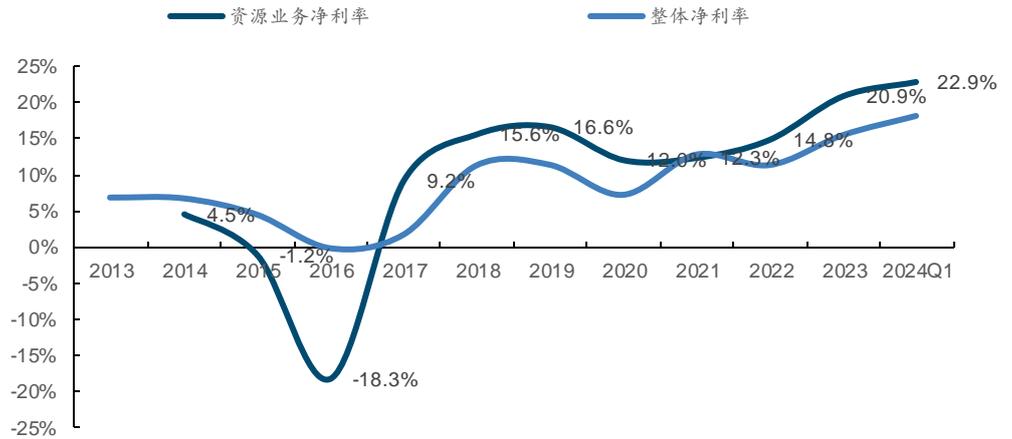
注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

自17年以来（除21年外），资源业务净利率高于卡特彼勒整体净利率3pcts以上。主要系：（1）资源业务主要客户为矿山、重型建筑商、采石场，所用挖掘机、装载机及矿卡等均为大功率、大吨位设备，技术难度高、盈利能力更强。（2）矿业领域需求供给紧平衡，厂商提价顺畅。



图表85：卡特彼勒资源业务盈利能力更强

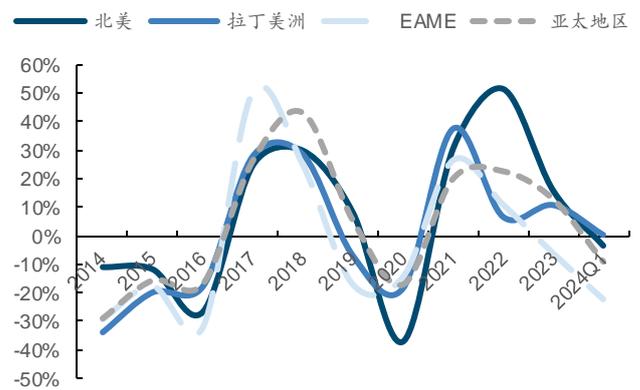
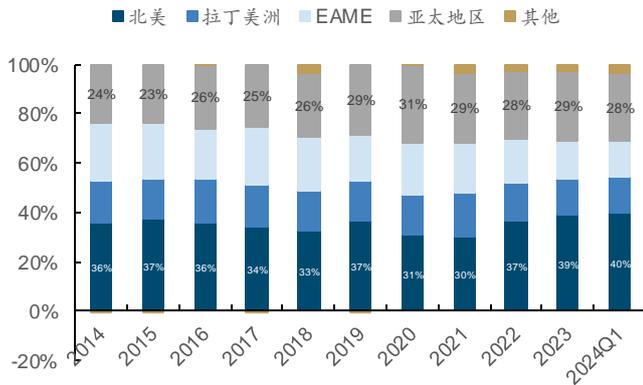


来源：Wind，卡特彼勒公告，国金证券研究所

卡特彼勒资源业务主要以北美和亚太为主，23年收入占比达68%。卡特彼勒资源业务在本土地区收入占比达40%，亚太为另一核心区域，占比接近30%。21-23年受矿业需求拉动，北美地区表现亮眼，增速为30.7%、51.7%、16.0%。24Q1行业需求短期波动导致整体增速下滑，其中EAME地区下滑严重主要为退出俄语地区带来的持续影响。

图表86：23年资源业务北美、亚太地区收入占比达68%

图表87：21-23年受矿业景气拉动，北美、亚太增速较高



来源：卡特彼勒公告，国金证券研究所

来源：卡特彼勒公告，国金证券研究所

1.2.7 小松 (6301.T)：持续加码矿山业务，收入占比超四成

小松是全球工程机械龙头之一，工程机械领域产品有挖掘机、装载机、推土机等全品类产品，依托工程机械技术积累，向矿山客户拓展适用于矿山领域的大功率设备，现有矿业产品主要覆盖：(1) 露天矿山：矿用挖掘机、矿用装载机、矿用自卸卡车；(2) 地下矿山：凿岩车、连续采矿机、地下矿用卡车、地下矿用装载机、钻井机、破碎及提升设备。



图表88：小松产品覆盖露天和地下矿山装备



来源：小松官网，国金证券研究所

近三年营业收入稳定增长，归母净利润表现优秀。2021-23 年小松收入、归母净利润分别为 1646.1/1817.1/1947.2、139.4/177.5/198.2 亿元人民币，同比+16.4%/10.4%/7.2%、+92.5%/26.7%/18.4%，归母净利润增速高于营收增速，主要是汇兑收益以及北美、拉丁美洲等地区需求旺盛产品涨价所致。

图表89：小松近三年营收稳健增长

图表90：下游旺盛的需求推动归母净利润上行



来源：小松公司公告，国金证券研究所

来源：小松公司公告，国金证券研究所

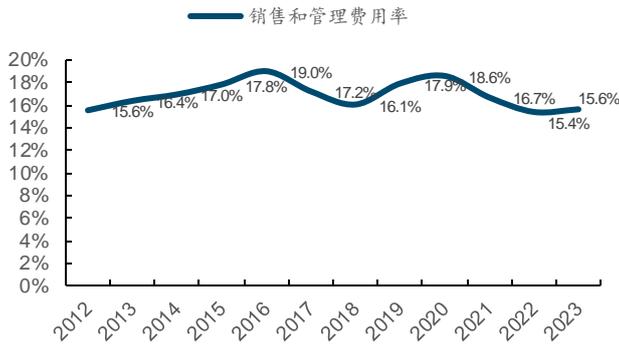
注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

注：单位为亿元人民币，按照年平均汇率换算

费用管控有力，21 年起盈利能力持续改善。小松销售与管理费用率长期维持在 16%-18% 水平，随着下游景气度提升，产品提价顺畅，盈利能力持续改善，净利率从 20 年 4.9% 提升至 23Q1-Q3 的 10.9%。



图表 91: 费用率长期保持稳态



图表 92: 21 年开始盈利能力持续改善



来源: Wind, 小松公司公告, 国金证券研究所

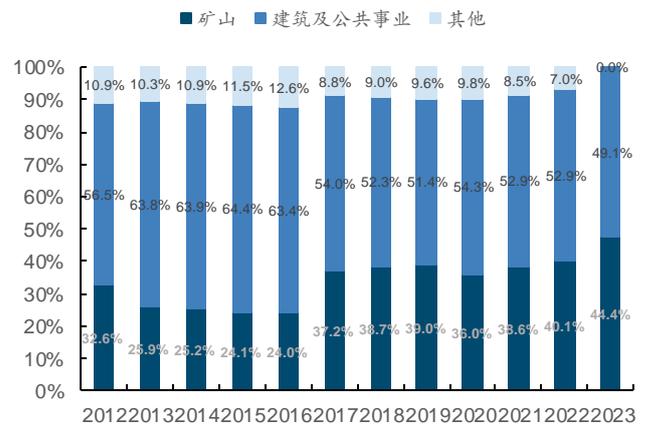
来源: Wind, 小松公司公告, 国金证券研究所 注: 小松仅发布 23 年 presentation, 暂未发布年报, 暂无 23 年全年毛利率、净利率数据

矿山机械助力小松规模持续扩张。2017 年以来小松积极布局矿山领域, 收入占比从 24.0% 提升至 23 年的 44.4%, 矿山业务规模逐步追齐建筑机械业务; 从收入规模角度来看, 2016-23 年小松矿山装备收入从 264.7 亿元人民币提升至 23 年 865.1 亿元人民币, CAGR 达 18.4%, 高于整体的 8.5%, 矿山领域成为小松公司的另一增长极。

图表 93: 小松矿山机械销售屡创新高



图表 94: 小松矿山行业收入占比持续提升



来源: 小松公司公告, 国金证券研究所

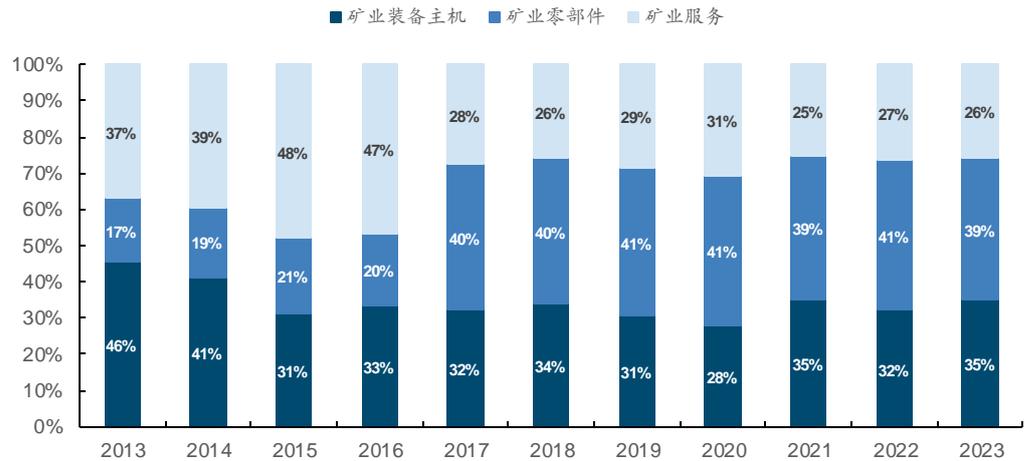
来源: 小松公司公告, 国金证券研究所

注: 单位为亿元人民币, 按照年平均汇率换算

后市场收入占比超 60%。小松售后市场业务主要为矿业装备零部件和服务, 其中零部件业务为矿山客户提供矿山作业所需掘地工具、铲斗附件及切割系统等, 服务业务主要是维保、设备监控及设备再制造等。小松矿山后市场收入占比从 13 年的 54% 提升至 23 年的 65%, 售后市场是伴随设备全生命周期的业务, 提升了收入的可持续性。



图表 95：小松矿山装备后市场收入占比超 60%



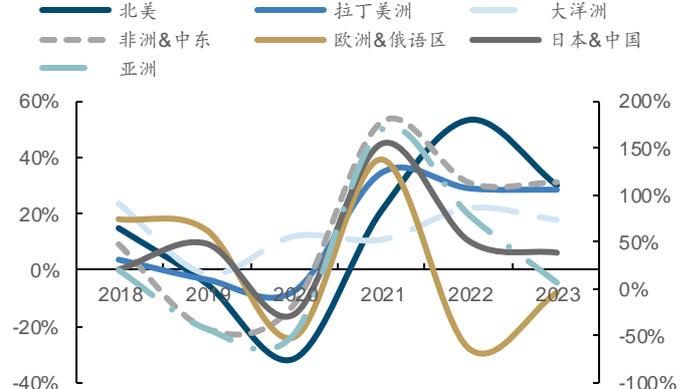
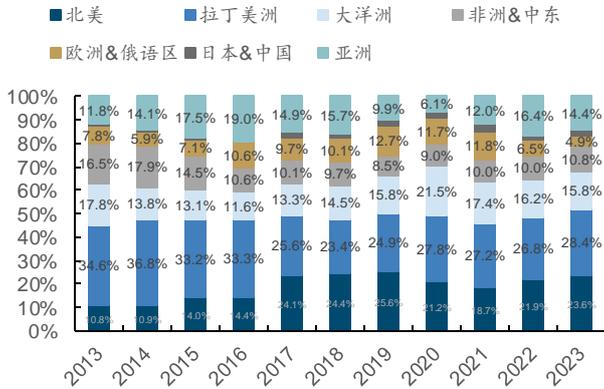
来源：小松公司公告，国金证券研究所

长周期来看，北美地区收入占比提升趋势明显。2012-23 年北美地区矿商资本支出扩张，小松顺势加码北美布局，北美地区收入占比从 12.3% 提升至 23.6%，期间提升 11.3pcts。

短期来看，多地区矿山需求景气度较高。2023 年北美、非洲&中东、大洋洲、拉丁美洲地区收入增速为 30.2%、31.2%、18.0%、28.5%。受俄乌地缘政治影响，小松退出俄国市场，欧洲&俄语区连续两年负增长，22、23 年增速分别为 -28.3%、-8.2%，收入占比从 21 年 11.8% 降至 23 年的 4.9%。

图表 96：小松北美地区收入占比提升至 23.4%

图表 97：受俄乌冲突影响，欧洲&俄语区连续两年负增长



来源：小松公司公告，国金证券研究所

来源：小松公司公告，国金证券研究所

23Q4 小松订单维持高景气。小松 23 年上半年订单/销售指数景气度较低，但 23Q4 订单/销售指数提升，主要受益于下游矿商需求提升；23 年小松矿机公司则订单/销售指数均高于 1，订单维持高景气，中短期矿山装备收入确定性较强。



图表98：23年Q4矿山设备订单景气度提升



图表99：23年全年小松矿机公司订单/销售比高于1



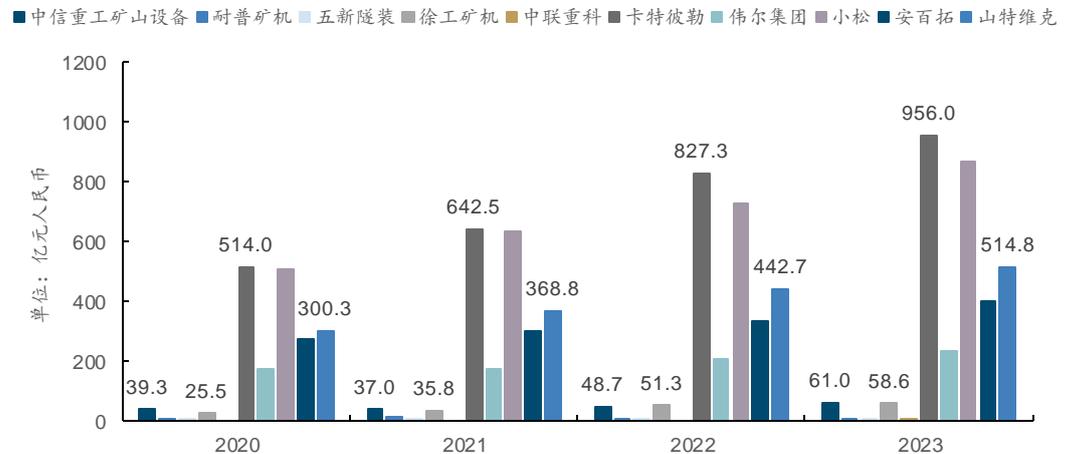
来源：公司 23Q3 财报，国金证券研究所 注：小松本部矿山装备主要为矿用卡车、矿用挖掘机、矿用装载机、推土机、平地机

来源：公司 23Q3 财报，国金证券研究所 注：小松矿山机械公司主要设备为绳铲、钻机、拖拉机、连续采矿机、地下装载机、巨型钻机

1.3 替代空间大：国产龙头初长成，替代潮涌正当时

国产矿山装备厂商规模仍较小，远期成长空间大。根据各公司公告，国内矿山设备厂商仍处在高速发展期，规模较小，其中规模较大的中信重工矿山装备 23 年收入仅 61.0 亿元人民币，相对海外龙头卡特彼勒、小松矿业业务 956.0、865.1 亿元人民币的规模，差异较大，远期提升空间广阔。

图表100：国产矿山设备厂商提升空间大



来源：各公司公告，Capital IQ，国金证券研究所 注：中信重工采用矿山及重型装备板块口径，耐普矿机、五新隧装、安百拓、韦尔集团采用整体收入口径；卡特彼勒采用资源业务口径；小松、山特维克、徐工机械、中联重科采用矿山机械口径

2. 高：资本开支正处上行周期，资源价格高位支撑高景气

2.1 景气高：资本开支正处上行周期，全球矿山装备维持高景气

当前正处于新一轮矿业公司资本开支上行周期：

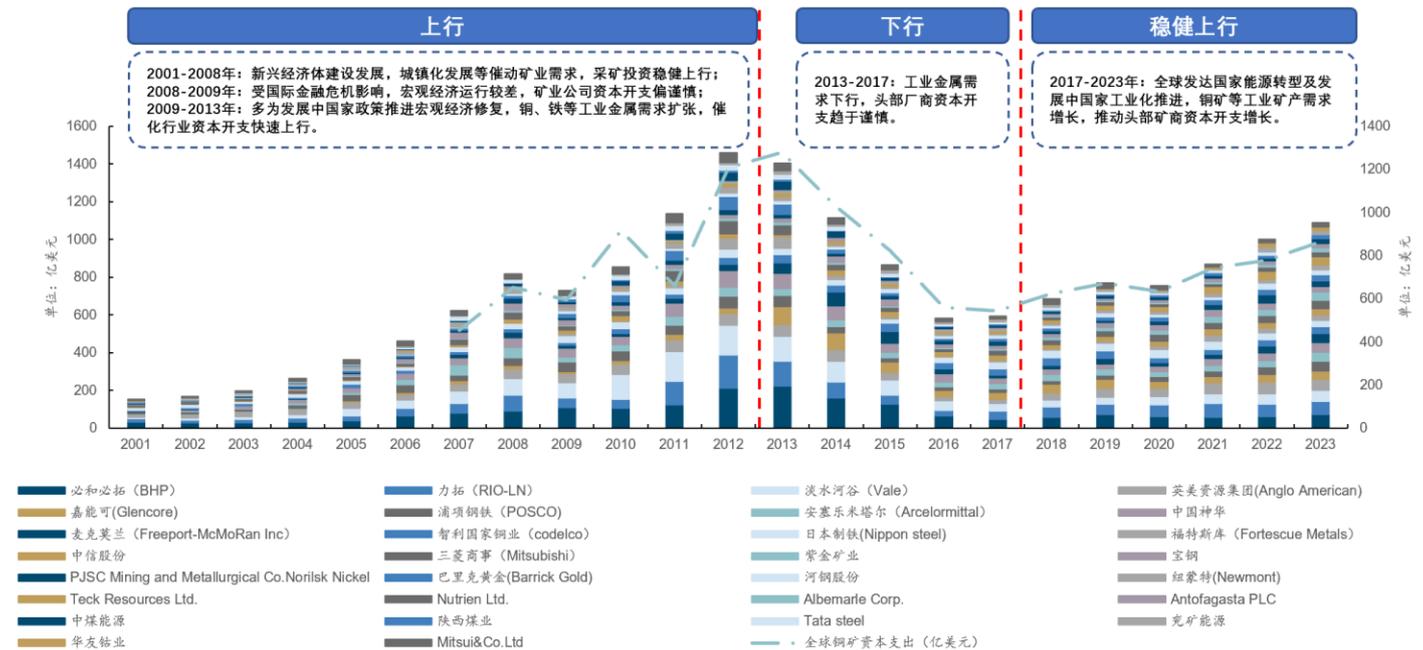
2001-2008 年：新兴经济体建设发展、城镇化发展催动矿业需求，采矿业投资稳健上行；
2008-2009 年：受国际金融危机影响，宏观经济增长压力大，矿业公司资本开支偏谨慎；
2009-2013 年：多数发展中国家政策推进宏观经济修复，铜、铁等工业金属需求扩张，催化行业资本开支快速上行。

2013-2017：工业金属需求下行，头部厂商资本开支趋于谨慎。



2017-2023 年：全球发达国家能源转型及发展中国家工业化推进，铜矿等工业矿产需求增长，推动头部矿商资本开支增长。

图表 101：全球头部矿业公司资本支出进入新一轮上行期



来源：Capital IQ, Bloomberg, 国金证券研究所

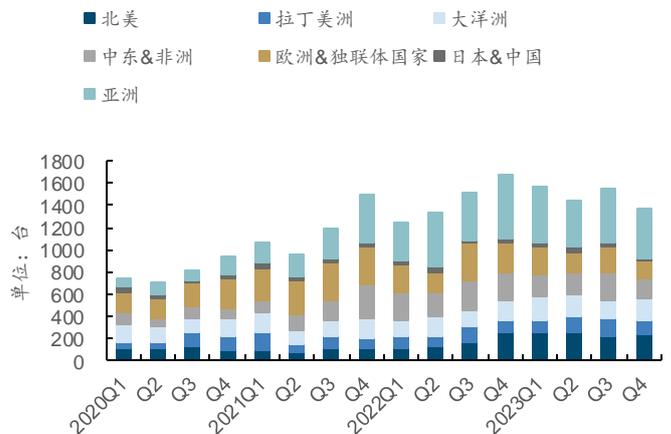
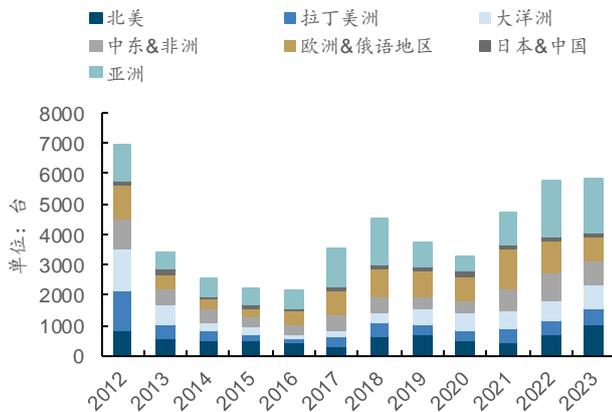
伴随资本开支回暖，矿山装备主机市场从 16 年开始回暖：

年度维度：21 年市场需求持续回暖。在经历上一轮工业金属需求下行后，全球矿山 5 大类矿业机械的需求自 2016 年开启短暂复苏，但受公共卫生事件影响，复苏进程有所中断。随着全球发达国家能源转型及发展中国家工业化推进，21 年起市场需求持续回暖，22、23 年 5 大类矿业机械（小松口径）需求分别为 5773、5824 台，位于近 10 年高位。

季度维度：从短期来看，近三年全球矿业机械需求稳定提升后，稳定维持在较高水平，23Q1-Q4 全球需求分别为 1578、1446、1557、1369 台，同比+27%、+18%、+20%、-18.6%。

图表 102：21 年开始矿山装备需求开始显著提升

图表 103：23 年 Q1-Q4 矿山装备需求维持高景气



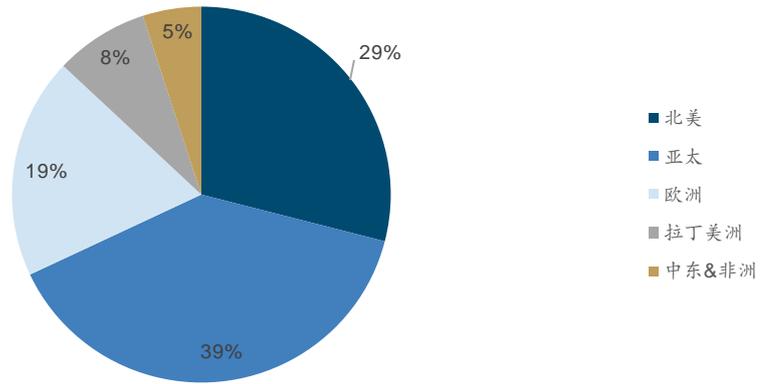
来源：小松 23 年 presentation, 国金证券研究所 注：矿业机械统计范围为自卸卡车，525 马力以上推土机，200t 以上挖掘机，810HP 以上装载机，280HP 以上平地机

来源：小松 23 年 presentation, 国金证券研究所 注：矿业机械统计范围为自卸卡车，525 马力以上推土机，200t 以上挖掘机，810HP 以上装载机，280HP 以上平地机

亚太和北美地区为最主要的矿山装备市场，占比达 68%。根据 precedence research 数据，亚太、北美地区矿产资源丰富，为主要的矿山装备市场，22 年需求占比分别为 39%、29%。



图表 104: 亚太和北美地区为主要矿山机械市场, 占比近 70%

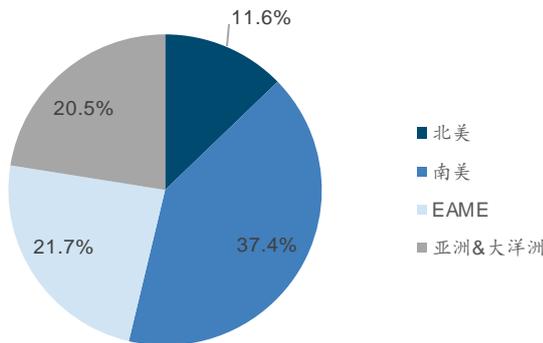


来源: precedence research, 国金证券研究所

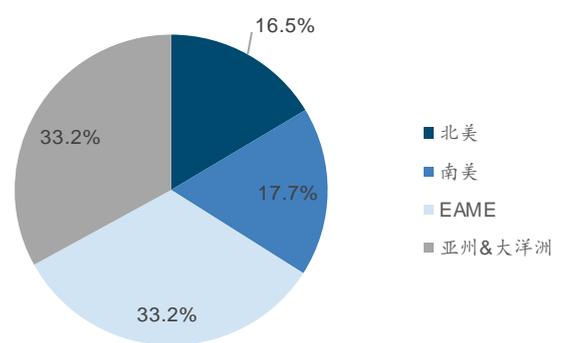
2.1.1 亚太: 全球最大的矿山装备市场, 新能源矿产需求高景气

铜、金矿构成亚太市场的矿山装备需求基本盘。根据智利国家铜业委员会和世界黄金协会数据, 22 年亚太地区铜、黄金产量全球占比分别为 20.5%、33.2%, 达 441.5 万吨、1015.1 吨, 构成亚太地区矿山装备需求基本盘。

图表 105: 22 年亚太地区铜矿产量占比达 20.5%



图表 106: 22 年亚太地区金矿产量占比达 33.2%



来源: 智利国家铜业委员会, iFinD, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, iFinD, 国金证券研究所

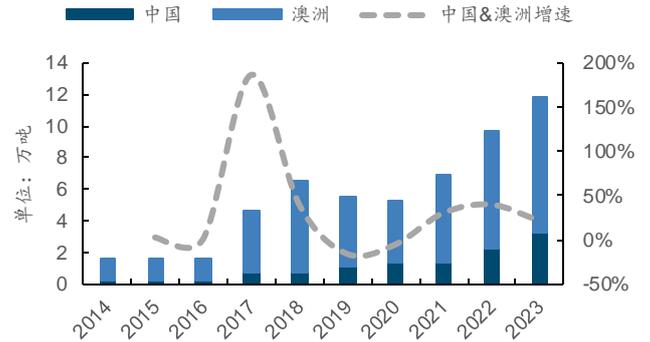
能源转型大背景下, 新能源金属为矿山装备新增长极。印尼、澳洲、中国地区锂矿、镍矿等新能源矿产资源丰富, 随着新能源汽车、储能需求持续扩张, 整个亚太地区镍、锂矿产量分别从 2016 年 84.8、3.1 万吨提升至 23 年的 247.0、16.3 万吨, 期间 CAGR 达 16.5%、27.0%, 形成矿山装备需求新增长极。



图表 107: 亚太地区镍矿产量稳定增长



图表 108: 20 年开始亚太地区锂矿产能迅速扩张

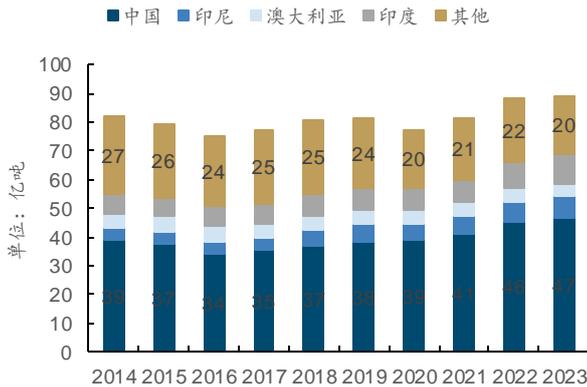


来源: 美国地质调查局, iFind, 国金证券研究所

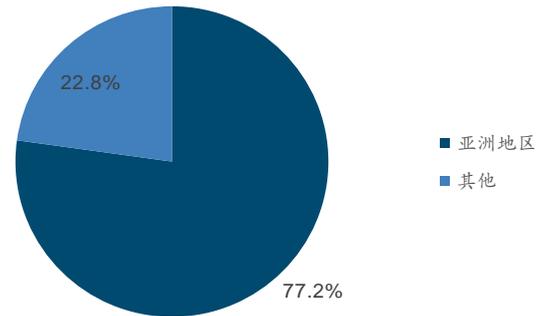
来源: 美国地质调查局, iFind, 国金证券研究所

能源矿山需求贡献一定增量。根据中国煤炭经济研究会数据, 2023 年亚洲地区是主要的煤炭生产地区, 产量达 68.85 亿吨, 占全球产量比重达 77.2%, 煤炭等能源矿产开采需求将为矿山装备贡献一定增量。

图表 109: 2020 年以来亚洲地区煤炭产量稳健增长



图表 110: 2023 年亚洲煤炭产量占比达 77.2%



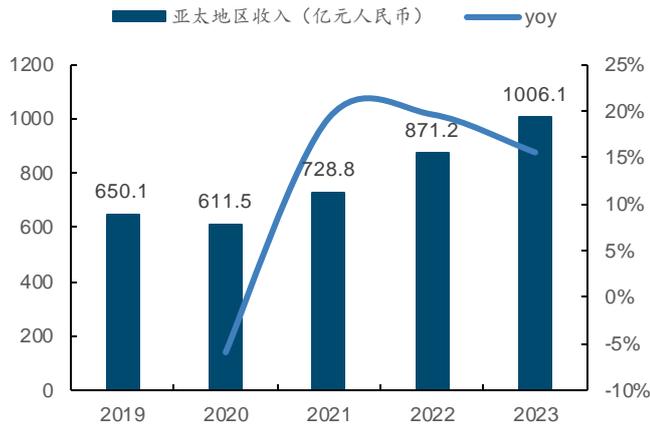
来源: 英国石油公司, 中国煤炭经济研究会, 陕西煤炭运销物流平台, iFind, 国金证券研究所

来源: 英国石油公司, 中国煤炭经济研究会, 陕西煤炭运销物流平台, iFind, 国金证券研究所

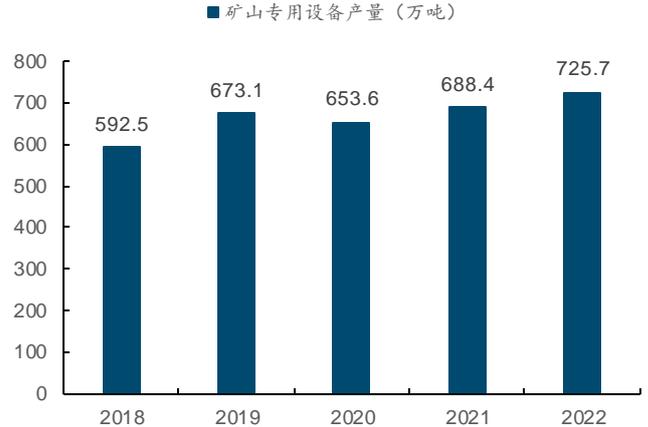
受益于传统金属、新能源金属以及能源矿产的需求高景气, 近两年亚太地区矿山装备保持高增长。根据我们统计的 5 家头部矿山机械厂商表现, 合计收入从 20 年的 611.5 亿元人民币提升至 23 年的 1006.1 亿元人民币, 期间 CAGR 达 18.1%。并且, 2018-22 年中国矿山专用设备也有亮眼表现, 产量从低点 592.5 万吨提升至 725.7 万吨。



图表 111: 21 年起亚太地区矿山装备需求持续增长



图表 112: 2018-22 年中国矿山专用设备产量持续提升

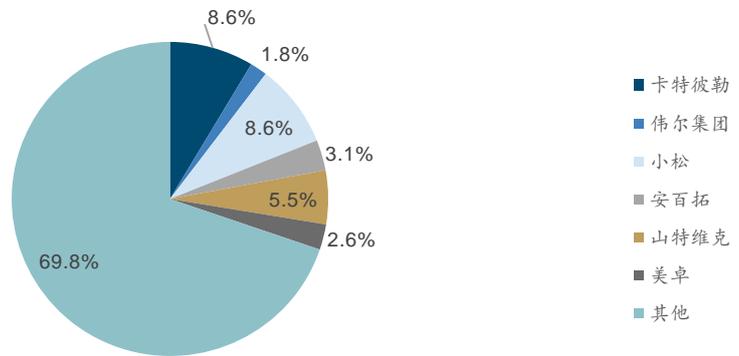


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 1. 统计对象为卡特彼勒、小松、伟尔集团、安百拓、山特维克、美卓共 6 家公司; 2. 卡特彼勒为资源业务; 3. 伟尔集团为矿山+ESCO 业务

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

亚太矿山装备市场格局较为分散, 暂时还未出现垄断性厂商。截至 2022 年, 亚太地区矿山装备头部厂商分别为卡特彼勒、小松、山特维克, 市占率分别为 8.6%、8.6%、5.5%, 市占率均未超 10%。我们认为亚太广阔的市场需求将为能提供全套智能化解决方案和性价比备件的厂商带来发展的新机遇。

图表 113: 亚太矿山装备格局较为分散

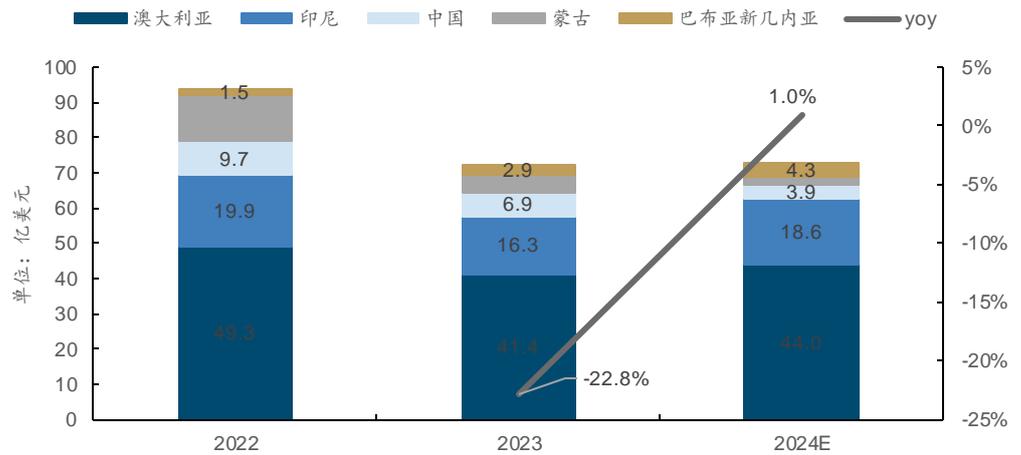


来源: precedence research, 各公司公告, 国金证券研究所 注: 1. 卡特彼勒用资源业务收入计算; 2. 伟尔集团为矿山+ESCO 业务

2024 年亚太地区五大铜矿国资本支出维持在 70 亿美元以上, 支撑矿山装备主机需求。根据 S&P Global Market Intelligence 数据, 24 年亚太主要铜矿产国资本支出预算相对 22 年降低 20 亿美元, 主要系蒙古、中国地区降低资本投资强度。其余国家铜矿支出依然维持高位, 将继续支撑矿山装备主机需求。



图表114: 24年亚太地区五大铜矿国资本支出将维持在70亿美元以上

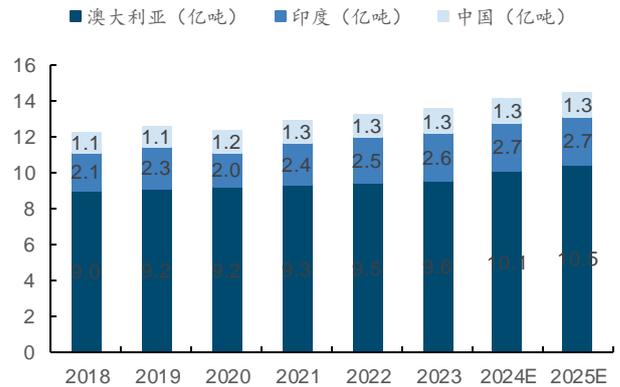
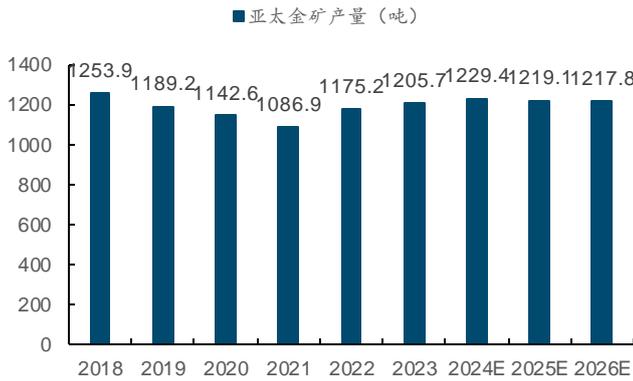


来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

金矿、铁矿为基，锂、镍开采持续迸发活力。根据 CRU 等数据，2024-26 年亚太地区金矿产量将维持在 1200 吨以上，澳大利亚铁矿产量也将稳定增长至 2025 年的 10.5 亿吨。新能源矿产方面，中国、澳洲锂矿开采将持续扩张，根据 Wood Mackenzie 预测，2025 年中国、澳大利亚锂矿产能将分别达 63.0、28.6 万吨 LEC，相比 22 年提升 66.4%、75.8%。预计下游传统金属矿产及新能源矿产开采，将持续带动亚太地区矿山装备需求扩张。

图表115: 2024-27年亚太地区金矿开采量维持高位

图表116: 澳大利亚为主的亚太地区铁矿产量将稳健增长

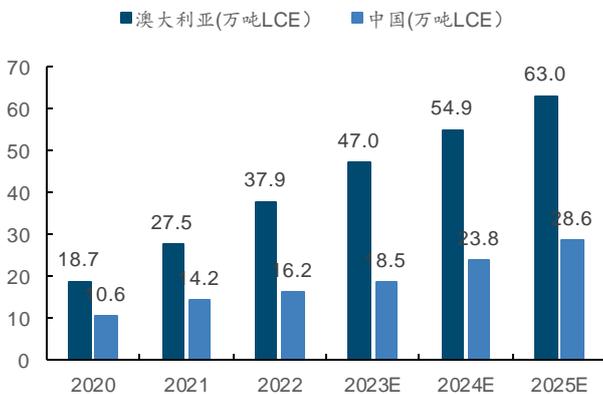


来源: CRU, 国金证券研究所

来源: Canadian Mining, Global Data, 国金证券研究所

图表117: 澳洲&中国锂矿开采持续扩张

图表118: 2027年印尼镍产能将达191.5万吨



来源: Wood Mackenzie (2023), Mining, 国金证券研究所

来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

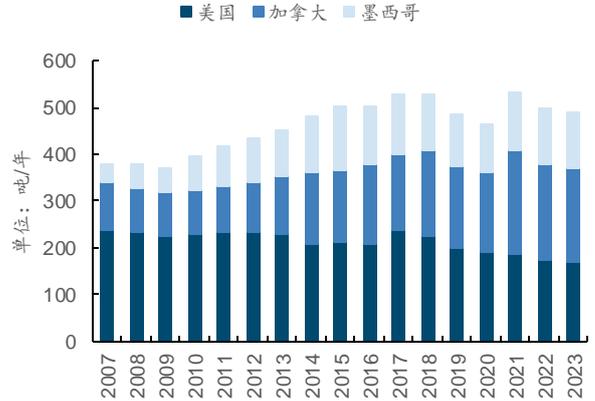
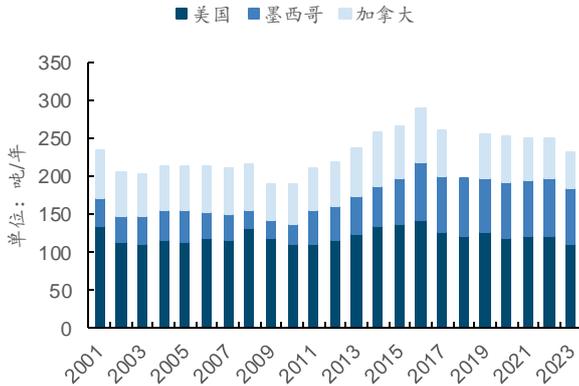


2.1.2 北美：24年铜矿资本支出维持高增长，加拿大金矿、油砂贡献新增量

北美黄金、铜矿生产构成对矿山装备的持续性需求。北美铜矿在经历上一轮供应扩张后，受铜金属供应过剩影响，2016-23年该地区铜矿产量有所下滑，但仍维持在年产230吨以上；北美地区金矿产量从2007年378吨/年提升至23年的490吨/年，增幅29.6%，其中加拿大地区有全球最大的黄金矿业公司巴里克黄金，该地区23年产量为200吨，相对2007年近翻倍增长。

图表119：近5年北美铜矿产量维持在230吨/年以上

图表120：2023年加拿大金矿产量提升至200吨/年



来源：美国地质调查局，国金证券研究所 注：18年加拿大数据未披露

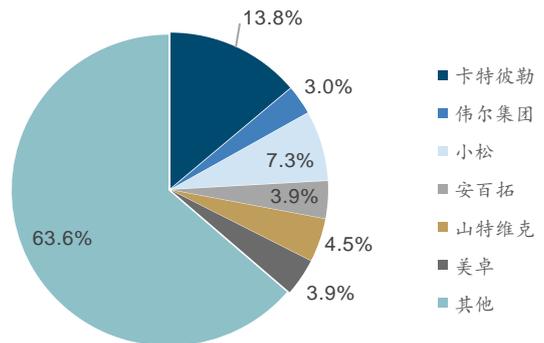
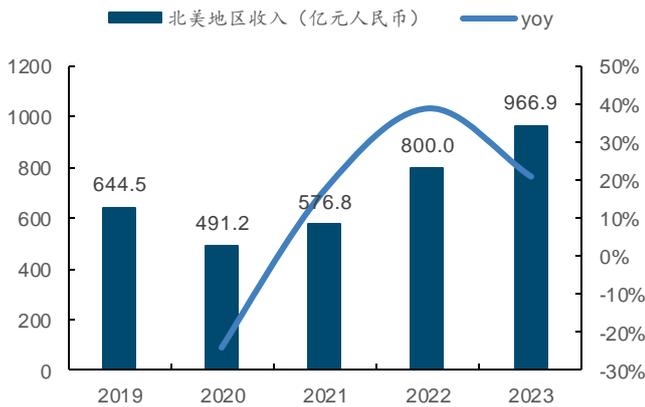
来源：美国地质调查局，国金证券研究所

随着公共卫生事件后煤炭等需求修复，叠加能源转型及矿山装备智能化推进，近两年北美地区矿山装备需求景气度较高，23年主流6家矿山装备厂商北美地区收入提升至966.9亿元人民币，相对20年提升96.9%。

卡特彼勒在北美地区市占率较高，达13.8%。北美地区是全球第二大的矿山机械市场，达2200亿元人民币，全球占比近30%。作为北美本土企业，卡特彼勒依托工程机械领域技术及客户积累，矿用挖掘及装载运输产品广泛销往北美各大矿业巨头，22年卡特彼勒北美地区市占率达13.8%。

图表121：近两年北美地区矿山装备需求景气度较高

图表122：2022年卡特彼勒在北美地区市占率较高



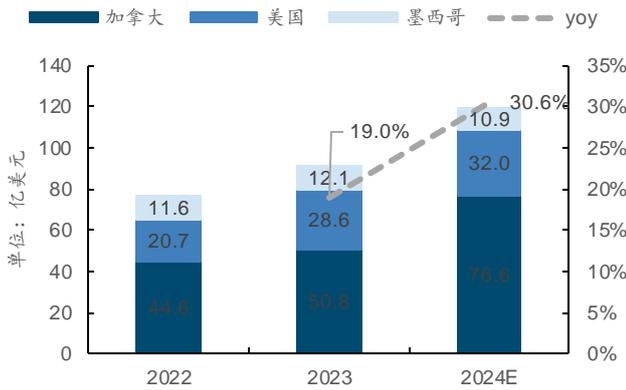
来源：各公司公告，国金证券研究所 注：1.统计对象为卡特彼勒、小松、伟尔集团、安百拓、山特维克、美卓共6家公司；2.卡特彼勒为资源业务；3.伟尔集团为矿山+ESCO业务

来源：precedence research，各公司公告，国金证券研究所 注：1.卡特彼勒用资源业务收入计算；2.伟尔集团为矿山+ESCO业务

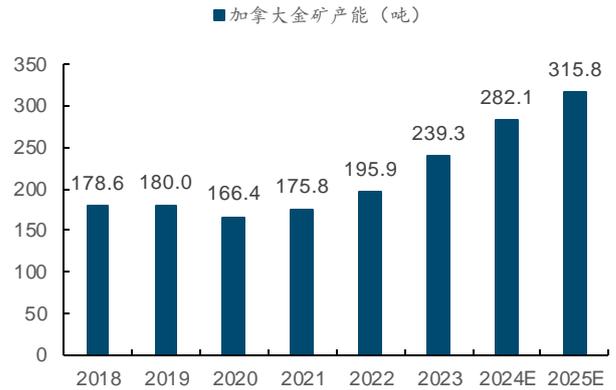
北美地区铜、金两大金属开采维持高景气。根据 S&P Global Market Intelligence 数据，24年北美地区铜矿资本支出将达119.5亿美元，同比+30.6%；另一方面，加拿大将贡献北美黄金开采主要增量，预计2025年产量将达315.8吨，相对23年提升32.0%。预计铜、金矿开采的高景气将支撑北美地区矿山机械需求高增长。



图表123: 预计24年北美地区铜矿资本支出同比+30.6%



图表124: 预计25年加拿大金矿产量达315.8吨

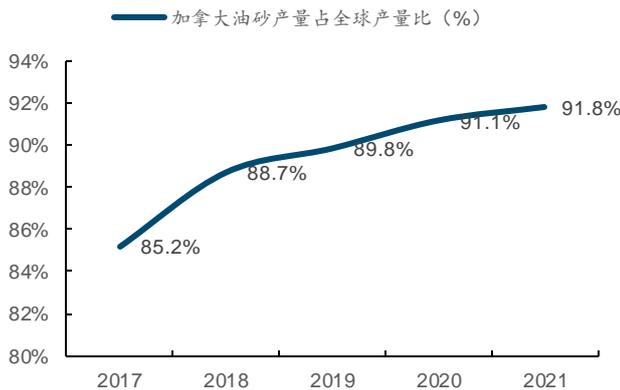


来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

加拿大是全球最主要的油砂产地，产量提升将为矿山装备贡献新增量。加拿大是全球最大的油砂生产地，23年全球产量占比提升至91.8%；油砂的开采与普通原油开采方式不同，其需要挖掘石油浸染的砂岩，经过一系列后处理产出原油，即油砂生产类似于铜矿需要挖掘、运输、分离等设备。根据 S&P Global Commodity Insights 数据，2026 年加拿大油砂产量将提升至 3600 万桶/天，将为矿山装备贡献新增量。

图表125: 加拿大是全球最主要的油砂生产地



图表126: 2026年加拿大油砂产量将达3600万桶/天



来源: BMLRT, 国金证券研究所

来源: S&P Global Commodity Insights, 国金证券研究所

2.1.3 南美：世界铜矿主产地，能源转型需求支撑矿山装备持续高景气

智利、秘鲁为世界主要铜矿生产地区，22年铜矿产量占全球总产量比例分别为24.7%、11.3%。自21年以来，铜矿价格指数维持在400以上，预计高铜价将持续支撑南美地区开采景气度。

图表127: 22年智利、秘鲁铜矿产量占比达36%

分布	国家	占比	合计
	智利	24.7%	
南美	秘鲁	11.3%	37.3%
	巴西	1.3%	
北美	/	/	11.6%
EAME	/	/	21.7%
亚洲&大洋洲	/	/	20.5%

图表128: 高位铜价对南美铜矿产量形成支撑





来源：智利国家铜业委员会，iFinD，国金证券研究所

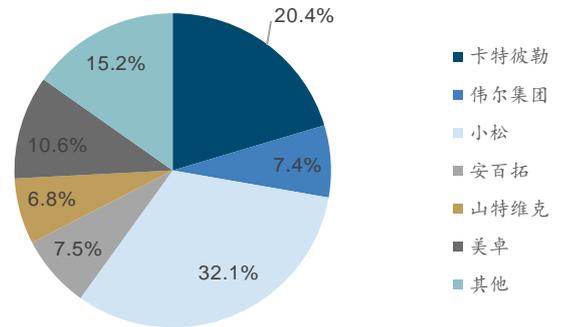
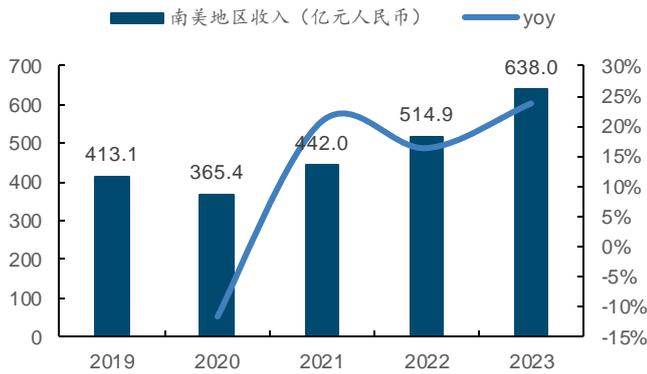
来源：智利国家铜业委员会，iFinD，国金证券研究所 注：2001 年铜价格指数为 100

受益于铜矿开采维持高景气，头部厂商在南美地区收入增速亮眼。 矿山开采工况较差，设备、零件损耗与开采强度具有一定相关性。铜价维持在历史高位，推动南美矿山资本支出和矿山开采景气度上行，矿山装备主机及备件需求持续扩张，表现为头部矿山装备厂商收入持续扩张，从 20 年 365.4 亿元人民币提升至 23 年的 638.0 亿元人民币，期间 CAGR 达 20.4%。

格局：小松、卡特彼勒在南美地区布局较早，依靠工程机械技术积累，开发矿用大功率挖掘机、装载机及自卸卡车，深度匹配矿山客户需求，22 年小松、卡特彼勒在南美地区市占率分别为 32.1%、20.4%。

图表 129：21 年起头部厂商南美地区收入持续增长

图表 130：小松、卡特彼勒在南美市场市占率较高



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：1. 统计对象为卡特彼勒、小松、韦尔集团、安百拓、山特维克、美卓共 6 家公司；2. 卡特彼勒为资源业务；3. 韦尔集团为矿山+ESCO 业务；

来源：precedence research，各公司公告，国金证券研究所 注：1. 卡特彼勒为资源业务收入计算；2. 韦尔集团为矿山+ESCO 业务

短期：秘鲁、阿根廷新建铜矿项目对矿业装备需求形成支撑。 根据 BNamericas database 不完全统计，24、25 年南美各国铜矿项目资本开支预计为 43.8、107.1 亿美元。

图表 131：2023-26 年南美地区铜矿项目资本开支规划 (亿美元)

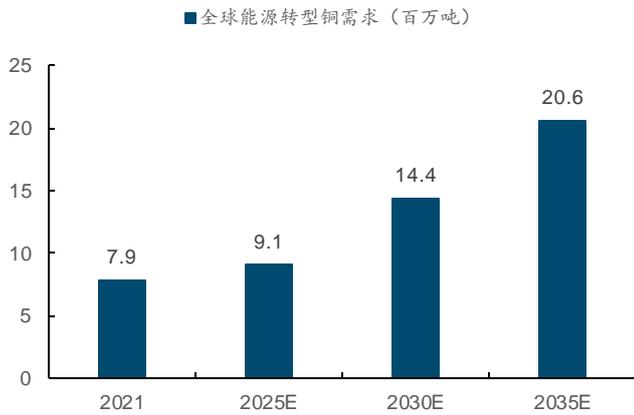
	2023	2024E	2025E	2026E
智利	57.3	13.0	7.0	100.1
秘鲁	68.0	8.0	14.5	28.4
阿根廷	/	/	83.8	42.0
厄瓜多尔	/	1.3	1.8	/
巴西	6.3	13.5	/	/
哥伦比亚	/	/	/	22.7
巴拿马	/	4.5	/	/
圭亚那	/	3.6	/	/
总计	131.6	43.8	107.1	193.2

来源：BNamericas database，国金证券研究所

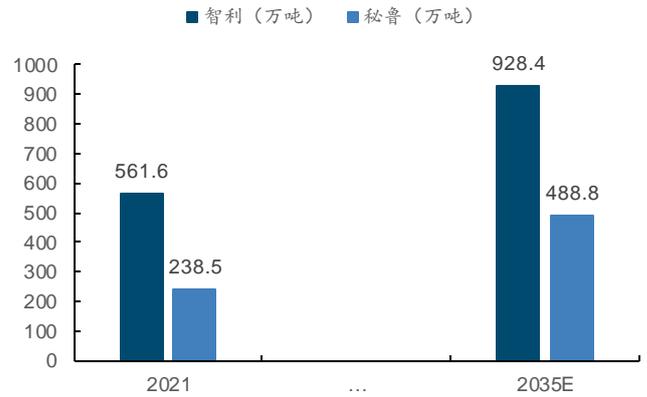
远期来看：全球能源转型将拉动智利、秘鲁铜矿开采量持续扩张，铜矿开采装备需求长期高景气。 随着风电、光伏以及电网建设等能源转型项目推进，2035 年全球能源转型的铜需求将提升至 20.6 百万吨，相对 21 年提升 160.3%。智利、秘鲁作为全球最主要的铜矿生产地区，能源转型需求势必会催化该地区产量扩张，根据 S&P Global Market Intelligence 预测，2035 年智利、秘鲁铜矿产量将分别提升至 928.4、488.8 万吨，相对 21 年+65.3%、104.9%。



图表 132: 2035 年全球能源转型铜需求将达 20.6 百万吨



图表 133: 2035 年智利、秘鲁铜矿产量将分别达 928.4、488.8 万吨



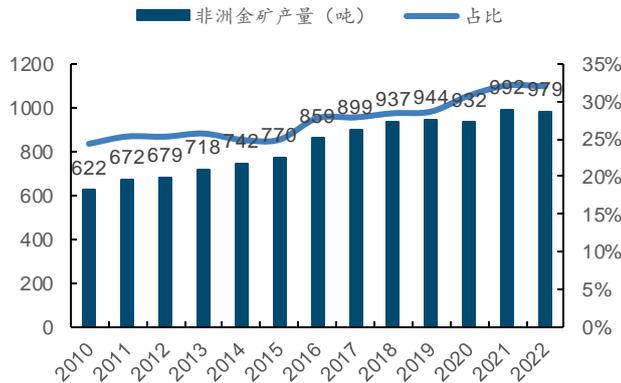
来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

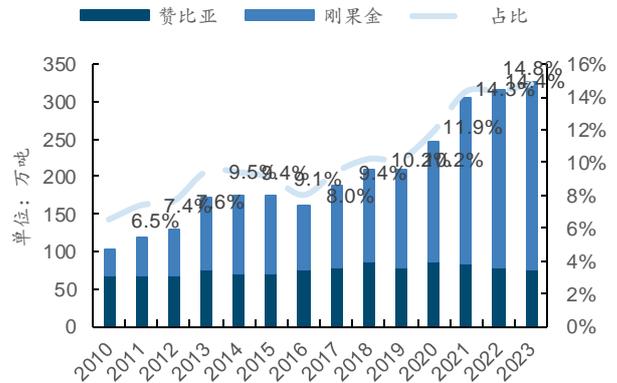
2.1.4 EAME: 非洲黄金、铜矿需求为基本盘, 供应商格局较为分散

非洲地区黄金与铜矿构成 EAME 矿山设备需求基本盘。根据世界黄金协会, 非洲地区金矿年产量从 2010 年 621.8 吨提升至 22 年的 979.2 吨, 全球份额达 32.0%。另一方面, 2010 年-23 年期间, 赞比亚&刚果(金)地区铜矿年产量/占比提升至 326.0 万吨/14.8%, 期间提升 222.7 万吨/8.3pcts。

图表 134: 非洲金矿产量占比提升至 32%



图表 135: 赞比亚、刚果(金)铜矿产量占比提升至 14.8%



来源: 世界黄金协会, iFinD, 国金证券研究所

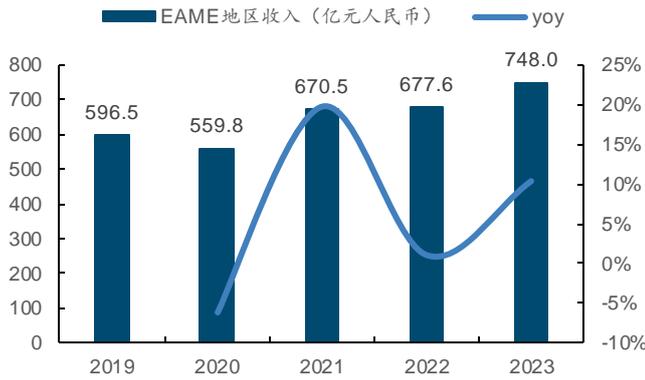
来源: 美国地质调查局, iFinD, 国金证券研究所

以头部 5 家矿山设备收入表现来看 EAME 地区景气度: 受益于金矿、铜矿需求高景气, 头部厂商收入从 20 年 559.8 亿元人民币提升至 23 年的 748.0 亿元人民币, 期间 CAGR 达 10.1%。

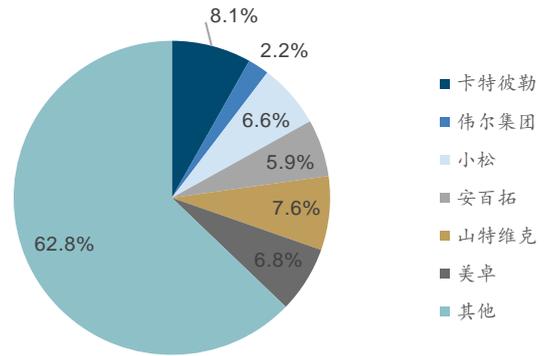
22 年 EAME 地区矿山机械市场规模超 1800 亿元人民币, 卡特彼勒、伟尔集团、小松、安百拓、山特维克、美卓该地区收入分别为 148.1、39.5、120.0、107.1、138.5、124.4 亿元人民币, 市占率为 8.1%、2.2%、6.6%、5.9%、7.6%、6.8%, 市场格局较为分散。



图表 136: 2020-23 年 EAME 地区头部厂商收入稳健增长



图表 137: 2022 年 EAME 地区矿业装备市场格局较为分散

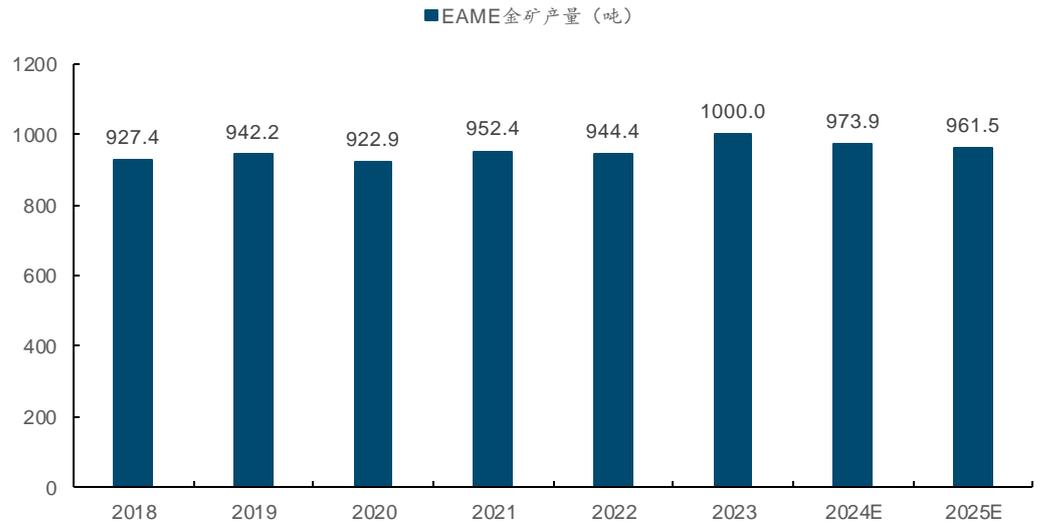


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 1. 统计对象为卡特彼勒、小松、韦尔集团、安百拓、山特维克、美卓共 6 家公司; 2. 卡特彼勒为资源业务; 3. 韦尔集团为矿山+ESCO 业务

来源: precedence research, 各公司公告, 国金证券研究所 注: 1. 卡特彼勒用资源业务收入计算; 2. 韦尔集团为矿山+ESCO 业务

EAME 金矿产能维持高位, 开采需求为矿山装备带来广阔市场。根据 CRU 统计, 2024-2025 年该地区金矿产量将分别为 973.9、961.5 吨, EAME 地区金矿产量维持高位水平, 开采需求构成矿山装备主机及备件市场广阔市场的基本盘。

图表 138: EAME 金矿产量维持高位, 开采需求为矿山装备带来广阔市场

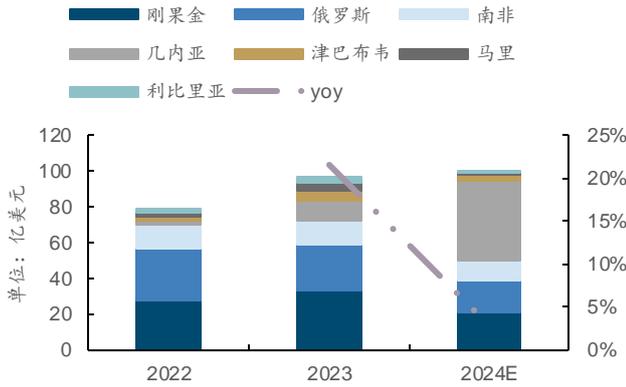


来源: CRU, 国金证券研究所

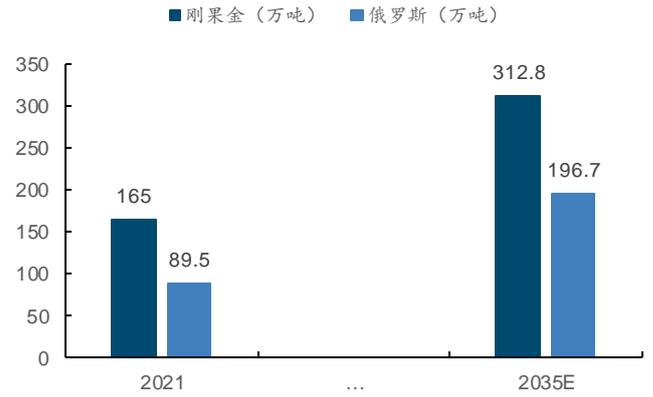
铜矿: 2024 年 EAME 地区资本支出近 100 亿美元, 主要铜矿产国产量远期翻倍。根据 S&P Global Market Intelligence 预测, 短期 EAME 铜矿产国产量资本支出维持正增长, 2024 年将达 99.2 亿美元; 长期来看, 受全球能源转型及新能源车渗透率提升拉动, 全球铜金属将维持高需求, 将是铜矿山扩产的动力, 预计 2035 年刚果(金)、俄罗斯铜矿年产量将分别达 312.8、196.7 万吨, 相对 21 年近翻倍。



图表 139: 24 年 EAME 铜矿主产国资本支出维持正增长



图表 140: 预计 2035 年刚果(金)、俄罗斯铜矿产量将翻倍



来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所 注: 统计口径为刚

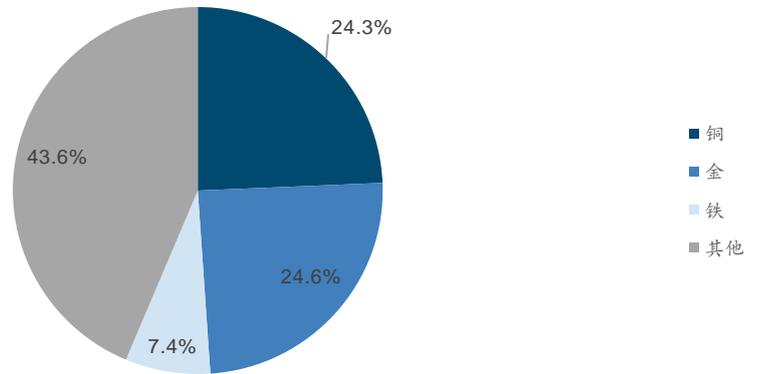
果(金)等 7 国, 不完全代表 EAME 地区

来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

2.2 价格高: 铜、金价格超上一轮周期高点, 刺激资本开支进一步上行

铜、金、铁矿为矿山装备的主要下游, 对应矿商资本支出能较大程度影响矿山主机装备需求的景气度。根据头部公司年报, 22 年铜、金、铁矿开采为主要矿业机械需求领域, 占比分别为 24.3%、24.6%、7.4%, 合计占比超过 50%, 这三类金属矿产的资本支出将较大程度地影响矿业装备行业需求的景气度。

图表 141: 铜、金、铁矿构成矿山机械的主流需求



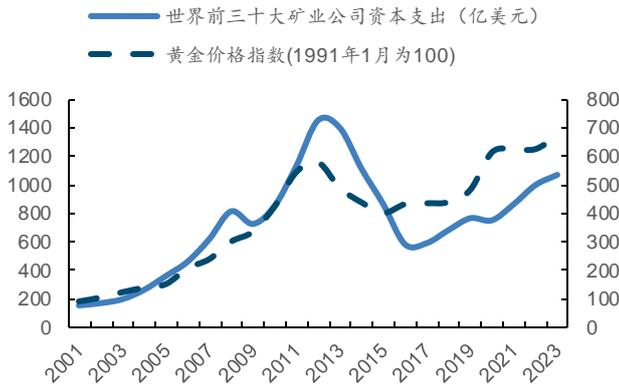
来源: 安百拓年报, 伟尔集团年报, 山特维克年报, 国金证券研究所

注: 通过安百拓、伟尔集团、山特维克合并计算得出

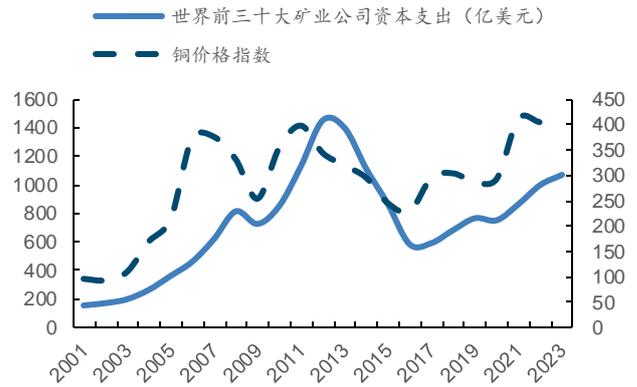
铜、黄金价格维持高位, 有望支撑行业资本开支持续上行。通过对比上一轮周期(2001-2013 年), 黄金、铜价格与头部矿业公司资本支出呈现较明显的正相关关系; 23 年黄金、铜价格已经超过上一轮上行周期高点, 但行业资本支出并未恢复前高, 我们认为主要金属价格高位运行有望继续催化资本开支维持高水平。



图表 142: 黄金价格涨超上一轮周期高点



图表 143: 铜价格涨超上一轮周期高点

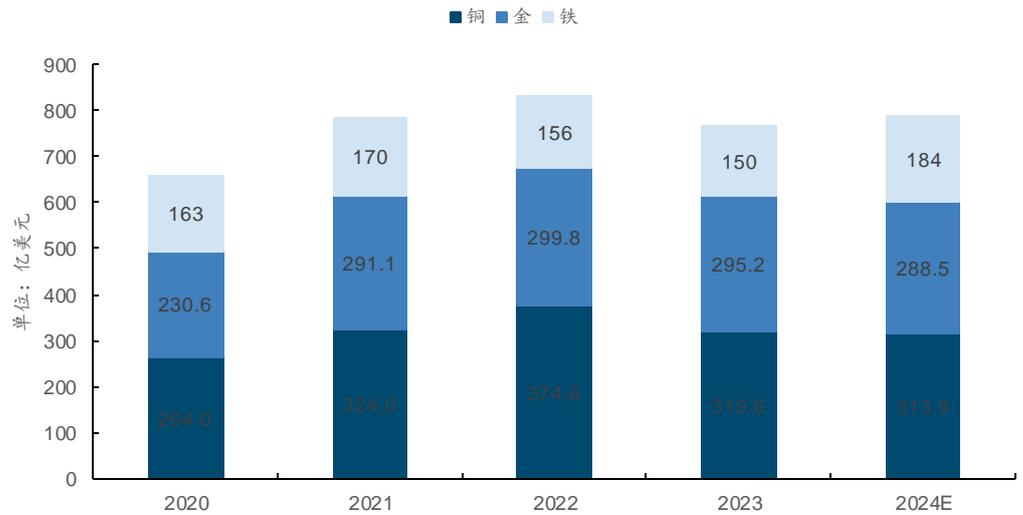


来源: Capital IQ, iFinD, 世界黄金协会, 国金证券研究所 注: 世界前三十大矿商选取依据 S&P Global Intelligence 划分口径

来源: Capital IQ, iFinD, 上海有色, 国金证券研究所 注: 世界前三十大矿商选取依据 S&P Global Intelligence 划分口径

主流金属矿资本支出将位于相对高位水平。根据 S&P Global 预测, 随着矿山项目资本密集度提升, 叠加老矿山设备更新及矿山智能化建设推进, 24 年铜、金、铁全球资本支出仍会增长至 786.4 亿美元, 位于相对高位水平。

图表 144: 24 年铜、金、铁全球资本支出仍会增长至 786.4 亿美元



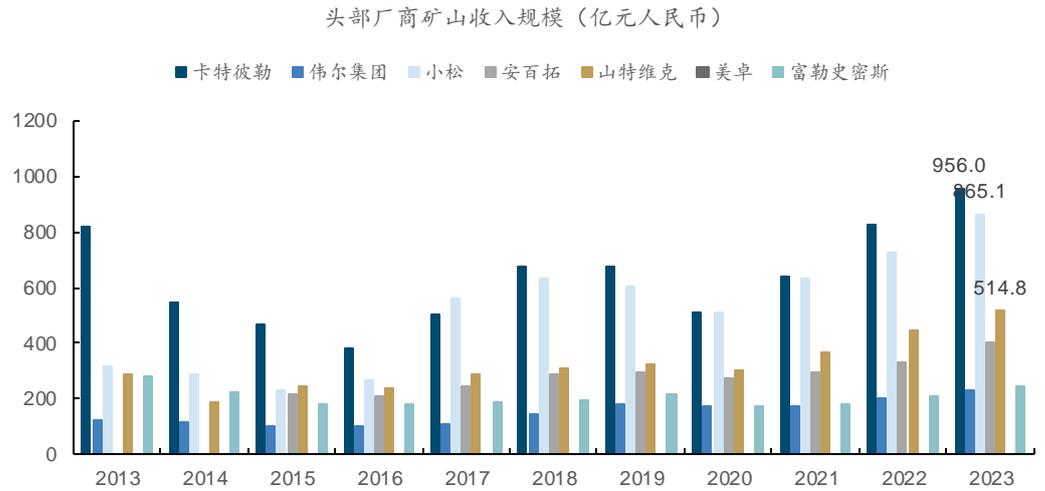
来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

2.3 增速高: 海外龙头收入高增订单创新高, 国内行业收入、利润、出海高增长

2020-23 年头部供应商矿山装备业务收入 CAGR 达 18.9%。2013-16 年工业金属需求下行, 下游资本开支缩减, 导致头部厂商规模持续缩减; 2017-19 年全球发达国家能源转型及发展中国家工业化推进, 铜、铁等工业金属需求推动矿业装备需求扩张; 20 年受公共卫生事件影响, 需求有所回落, 影响结束后开启了新一轮上行期。



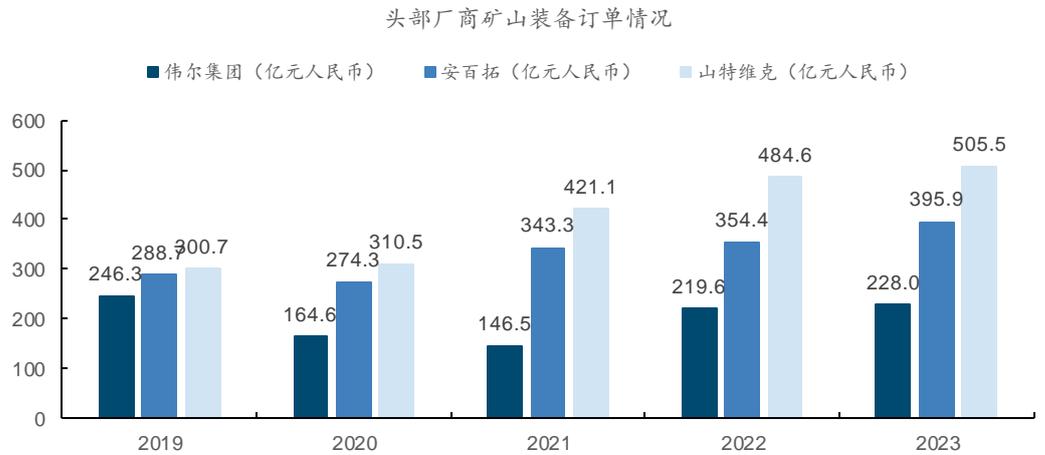
图表 145: 海外龙头矿业公司营收情况



来源: 各公司年报, 国金证券研究所 注: 卡特彼勒口径为资源业务; 伟尔集团口径为矿山+ESCO; 美卓业务为矿山和骨料, 采用公司整体收入; 富勒史密斯业务为矿山和水泥, 采用矿山收入口径

全球头部矿山装备公司订单持续创历史新高。21-23 年伟尔集团/安百拓/山特维克矿山装备订单分别为 146.5/343.3/421.1 亿元人民币、219.6/354.4/484.6 亿元人民币、228.0/395.9/505.5 亿元人民币, 订单连续两年创新高, 下游需求景气度高。

图表 146: 22、23 年头部矿商装备厂商订单持续创历史新高

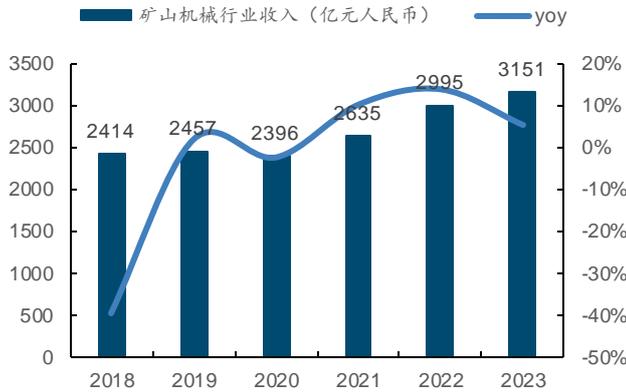


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 伟尔集团口径为矿山+ESCO

中国矿山机械近几年景气度向好。根据中国重型机械工业协会数据, 2021-23 年中国矿山机械行业收入/利润分别为 2635/138 亿元人民币、2995/180 亿元人民币、3151/210 亿元人民币, 行业收入稳健增长, 利润大幅扩张, 系中国矿山机械产品竞争力提升, 大型化设备逐渐获得认可, 高毛利的产品持续放量, 看好中国矿山机械行业量利双增。

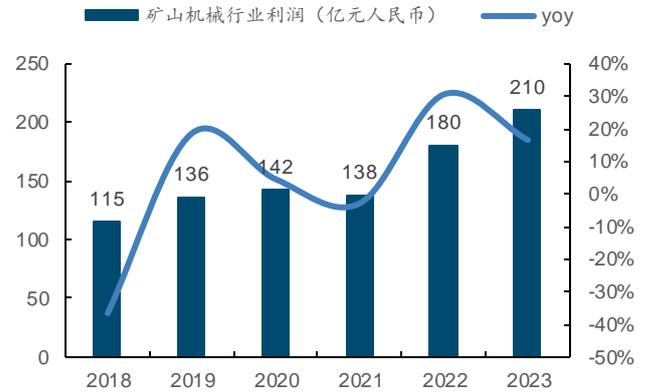


图表 147: 23 年中国矿山机械行业收入提升至 3151 亿元人民币



来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所

图表 148: 23 年中国矿山机械行业利润提升至 210 亿元人民币



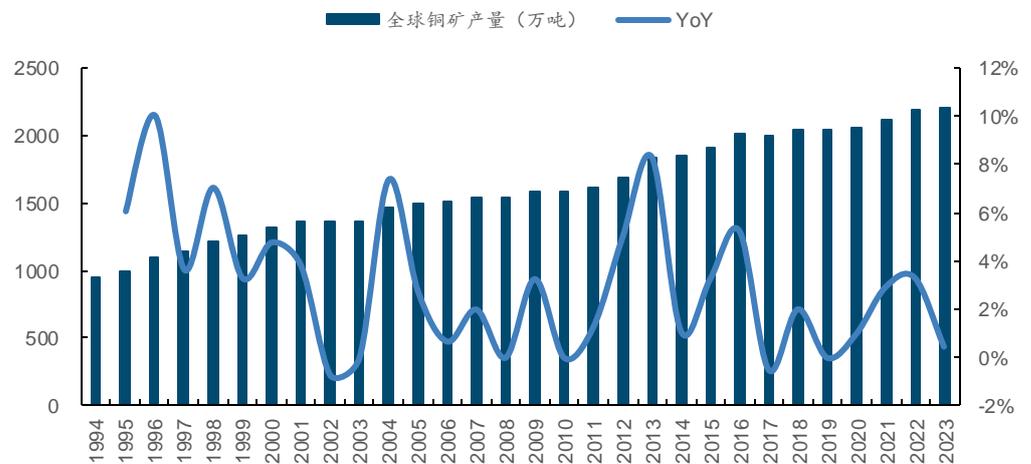
来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所

3. 稳: 资源需求提升叠加品位下降构筑稳增长, 售后市场打造业绩“稳定器”

3.1 资源需求提升叠加原矿品位下降, 利好矿山装备需求稳健增长

以矿山装备核心下游铜矿为例, 全球铜矿产量从 1994 年 943 万吨增长到 2023 年 2200 万吨, 复合增速为 2.94%。

图表 149: 全球铜矿产量从 1994 年到 2023 年复合增速 2.94%

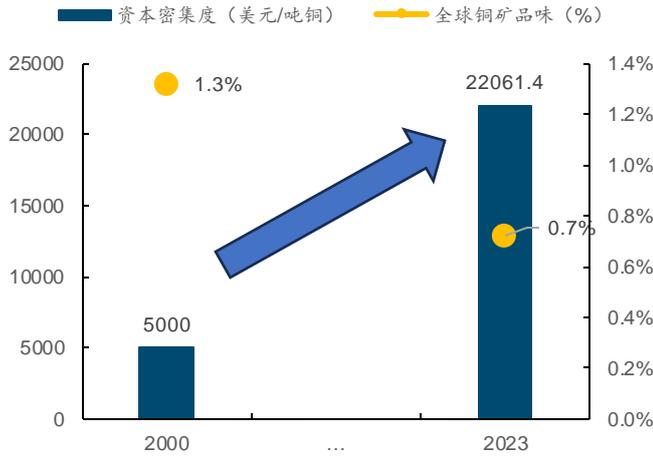


来源: I find, 美国地质调查局, 国金证券研究所

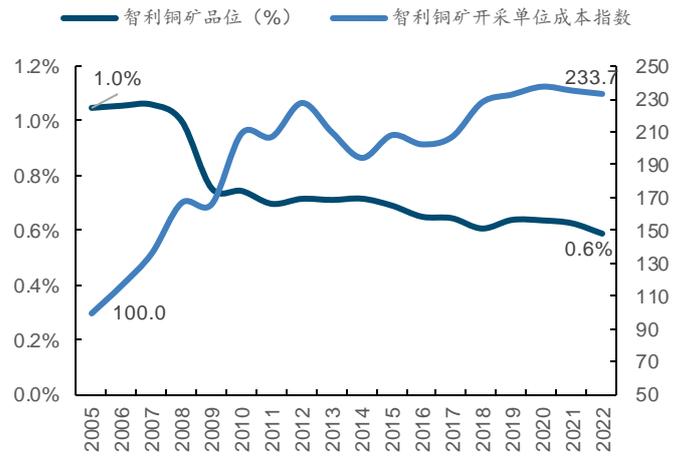
在铜矿产量持续增长的同时, 由于矿石品位持续下降, 对矿山装备的需求增速更高。全球铜矿石品位从 2000 年 1.3% 降至 23 年 0.7%, 为保持生产具备经济效益, 矿石品位降低持续推动矿山建设规模扩张, 体现在铜矿项目资本密集度从 2000 年 5000 美元/吨提升至 23 年的 22061.4 美元/吨, 资本密集度的提升将为矿山设备贡献新增量。根据 Cochi lco 数据, 智利铜矿单位开采成本指数从 2005 年 100 提升至 22 年的 233.7, 期间提升 133.7%。



图表 150: 近 20 年铜矿资本密集度提升超 3 倍



图表 151: 铜矿品位下降催动单位开采成本指数提升



来源: HBM 公告, Ahead of the herd, 国金证券研究所 注: 1. 资本密集度定义为初始资本除以矿山寿命期平均铜产量; 2. 2023 全球铜矿品味实为 World Copper 公司统计 2022 年全球品味数据

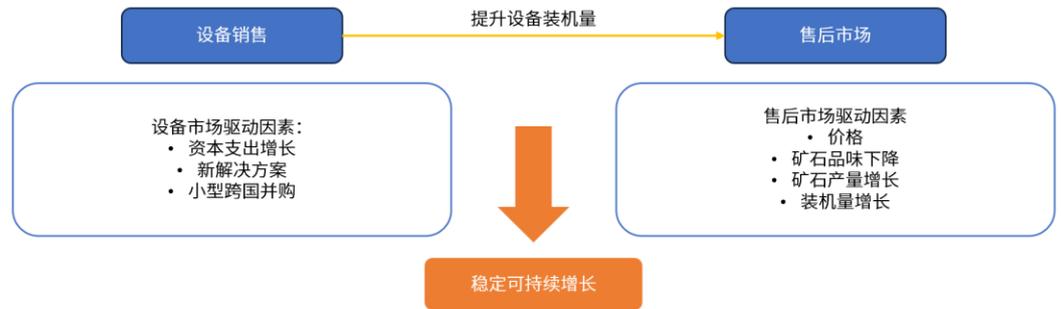
来源: Cochilco, 国金证券研究所

我们以 2000 年到 2023 年这个周期作为参考, 在此期间铜矿产量复合增速为 2.25%, 资本密集度复合增速为 6.67%, 对应的资本开支复合增速可达到 9.06%, 拉动矿山设备需求实现长周期较高复合增速。

3.2 售后市场空间巨大, 成为海外龙头业绩“稳定器”

目前海外龙头矿山装备企业的商业模式为通过长寿命设备销售实现装机量提升, 再通过提供零部件、耐磨备件赚取后市场利润, 以实现可持续稳健增长。

图表 152: 海外龙头企业以设备销售驱动售后市场增长, 实现可持续稳健增长

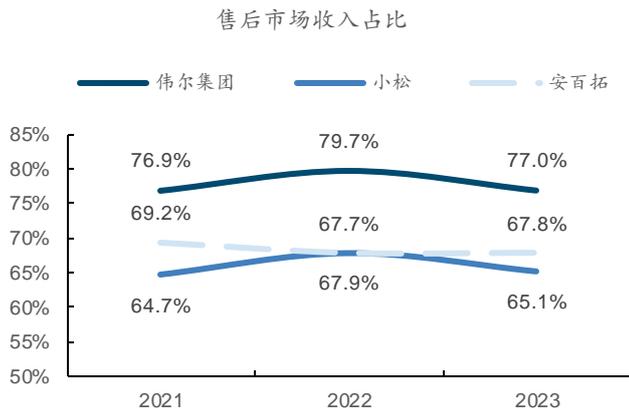


来源: 伟尔集团年报, 国金证券研究所

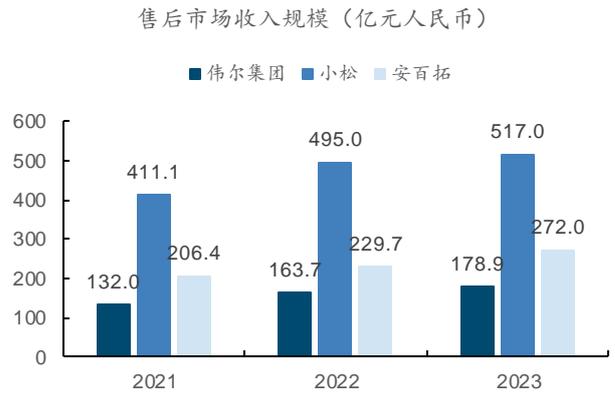
目前全球龙头企业售后市场收入占比高, 成为了业绩增长的稳定器。2019-23 年, 头部厂商伟尔集团、小松、安百拓矿山板块售后市场收入占比均高于 60%, 售后市场是成熟的矿山装备厂商主要收入来源。



图表 153: 海外头部厂商矿商装备业务售后市场占比高



图表 154: 矿山装备售后市场规模大



来源: 各公司公告, Capital IQ, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, Capital IQ, 国金证券研究所

注: 伟尔集团、小松、安百拓为矿山装备售后市场收入

注: 伟尔集团、小松、安百拓为矿山装备售后市场收入

以伟尔集团为例, 其售后市场从 2011 至 2023 年保持了超过 7% 复合增速, 尤其是在矿山机械行业的下行周期中依旧保持了稳健增长, 成为了业绩稳定器。

图表 155: 伟尔集团售后市场收入从 2011 至 2023 实现了 7% 以上复合增速, 完成穿越上行、下行周期的稳健增长



来源: 伟尔集团年报, 国金证券研究所

售后市场除提供服务外, 销售的产品主要以零部件和耐磨备件为主。

图表 156: 美卓集团渣浆泵零部件



图表 157: 美卓集团卧式磨机衬板



来源: 美卓集团官网, 国金证券研究所

来源: 美卓集团官网, 国金证券研究所

其中耐磨备件的性能以硬度、耐磨性、摩擦系数、冲击韧性等项目体现, 以磨机衬板为例, 在矿山行业常用的材料有锰钢衬板、橡胶衬板、复合衬板、磁性衬板等。



图表158: 矿山行业主要耐磨衬板材料

材质	材料发展方向	性能特点
锰钢衬板	高锰钢物理性能优化主要通过改变碳、锰含量并添加合金元素与热处理,对高锰钢进行表面预硬处理等方式,以此改善高锰钢的物理性能(耐磨性、硬度、韧性等),改善高锰钢的适用性,延长高锰钢衬板的使用周期。	具有高耐磨、高韧性、高性价比、适应性能强的优点,但磨损较快、容易断裂、寿命短、钢耗能耗较高且安装困难
橡胶衬板	橡胶衬板主要从衬板结构、橡胶材质和安装方式等方面进行综合改进,加强了衬板的适应性,推动橡胶衬板的广泛使用。	有良好的耐腐蚀、耐磨损性能,重量低降低电耗提升经济性,但由于不能有效冲击物料,会降低磨矿效率
橡胶金属复合衬板	目前复合材料种类繁多,其特性又具有良好的可设计性、综合性能等,运用范围较广,目前最常见的是橡胶金属复合材料。	橡胶金属复合衬板兼顾了橡胶衬板与合金衬板的优点,具有重量轻、耐磨、抗冲击力强、隔音效果好等优点
磁性衬板	由磁性材料与保护磁性材料的金属外壳等构成,安装时依靠磁力吸附在磨机筒体内部,不用螺栓固定,工作时依靠磁力在衬板工作面吸附一层由细小磨矿介质、介质碎块和铁磁性矿物等组成的保护层,该保护层处于一种动态平衡状态,可以减小磨矿介质及物料对衬板的直接冲击和磨剥,进而达到延长衬板使用寿命的目的。	安装过程采用磁性吸附,安装简单,基于在衬板表面形成的磁性保护层,衬板使用寿命较长,但随着筒体直径的增加,对衬板磁性的要求更高,必须增加磁性衬板的磁性来满足安装要求,后期的更换,拆除困难,同时对于检修孔等连接部分,极易破坏磁场的整体性,降低保护层厚度,降低衬板使用寿命。

来源:《磨机衬板材料综述》,国金证券研究所

在当前磨机大型化背景下,耐磨衬板所使用材料预计会出现较大变化,创造更多的行业机会。根据《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》中的案例,使用橡胶复合衬板后,钢耗及电耗较之前均有所下降,合计下降 0.27 元/T 按年处理矿石 105 万 T 计算,使用后每年可节省成本 28 万元以上。根据耐普矿机 2024 年公告信息,目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率为 10%左右,后续有望较大提升空间。

图表159: 在球磨机中橡胶复合衬板有望以更高的经济性推进替代,创造更多行业机会

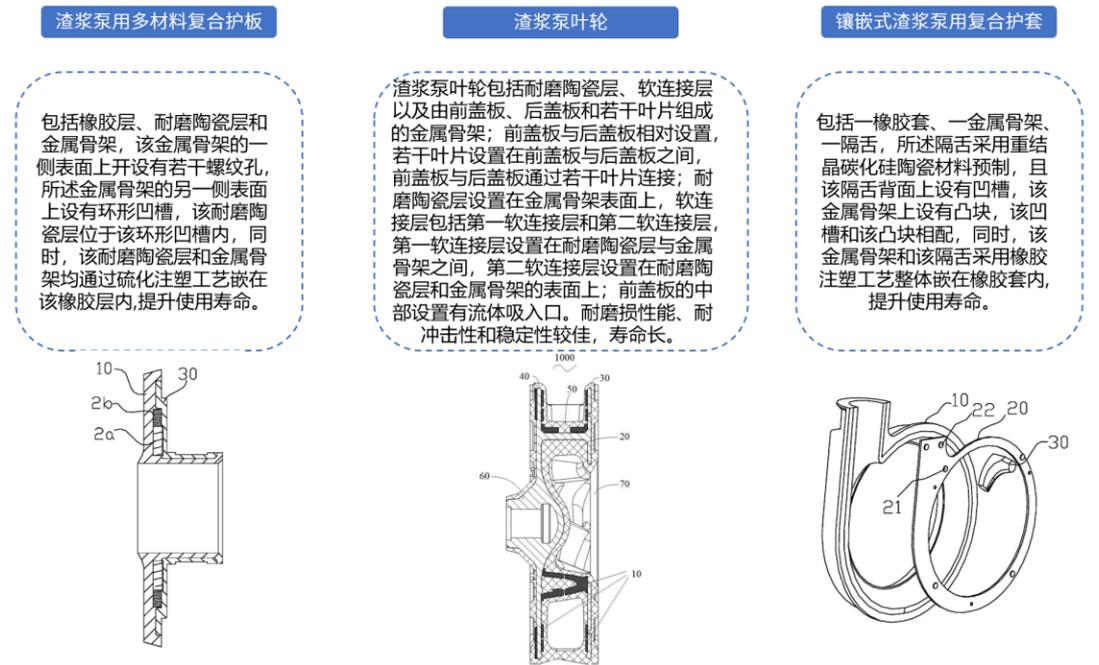
衬板材料	处理矿量 /(t/d)	钢耗成本 /(元/t)	电耗成本 /(元/t)	费用合计 /(元/t)
锰钢衬板	3 500	4.68	3.81	8.49
橡胶衬板	3 580	4.54	3.68	8.22

来源:《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》,国金证券研究所

根据耐普矿机公告信息,公司正着手研发矿用碳化硅、氮化硅的复合材料以及耐磨特种陶瓷和橡胶的复合技术,解决选矿设备寿命瓶颈的行业痛点。目前,相关产品已取得了较好的试用效果,后续新材料的研发落地有望继续创造新机会。



图表160: 耐普矿机申请了多个与特种陶瓷材料相关的产品专利, 新材料有望继续创造新机会



来源: 国家知识产权局, 国金证券研究所

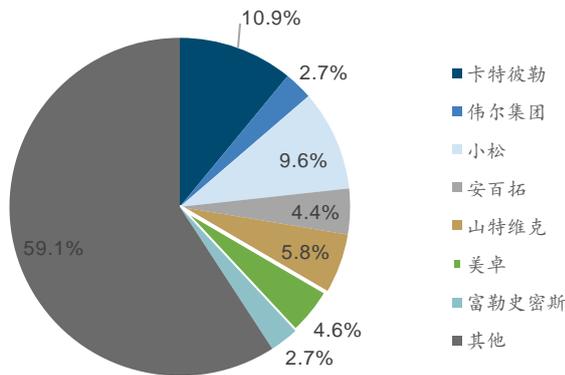
4. 破: 中国矿山设备厂商全球份额提升, 破局之路越发清晰

4.1 中国龙头公司矿山设备收入增速显著超过海外行业平均水平, 矿山机械竞争力持续提升

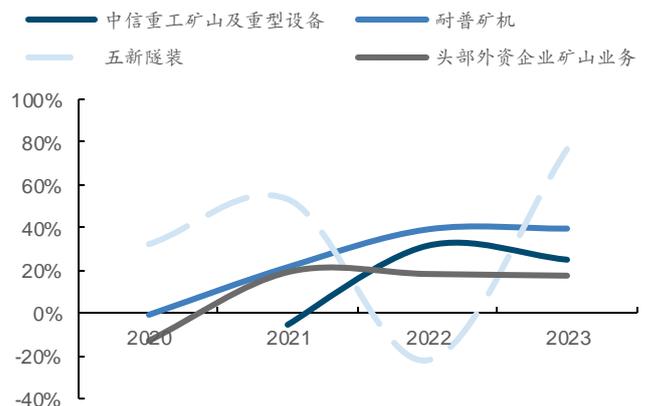
矿山装备种类较多, 涉及钻井、凿岩、运输、碎磨、筛分及洗选等多个环节, 不同厂商的产品覆盖有一定侧重, 目前矿山装备供应商市占率均较低, 22 年头部厂商卡特彼勒、伟尔集团、小松、安百拓、山特维克市占率分别为 10.9%、2.7%、9.6%、4.4%、5.8%。

国产厂商收入增长显著超过海外头部厂商水平。增长逻辑: (1) 国内矿商积极收购海外优质矿山, 积极扩产, 国产设备厂商享优先配套红利; (2) 国产矿山设备凭借性价比及快速响应的服务优势, 逐渐打入海外龙头矿山的供应名单。2023 年国产矿山装备厂商中信重工(矿山业务)、耐普矿机、五新隧装收入同比增速为 25.2%、25.2%、76.3%, 均显著高于海外七家头部厂商矿山机械的 17.3%。矿山装备市场空间大, 设备种类多, 仍处在充分竞争阶段, 并且随着矿山品位下行, 矿产商对设备、备件价格敏感度提升, 我们认为能够在某个环节提供质量优异、性价比高产品的国产厂商具备一定竞争优势, 有望持续打开市场。

图表161: 2022 年全球矿山装备市场格局较为分散



图表162: 国产矿山设备厂商收入增速高于海外龙头





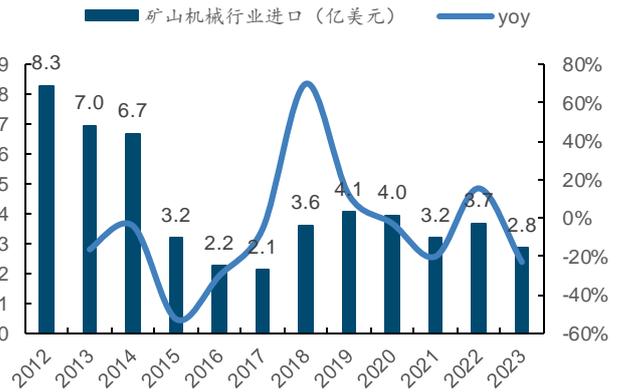
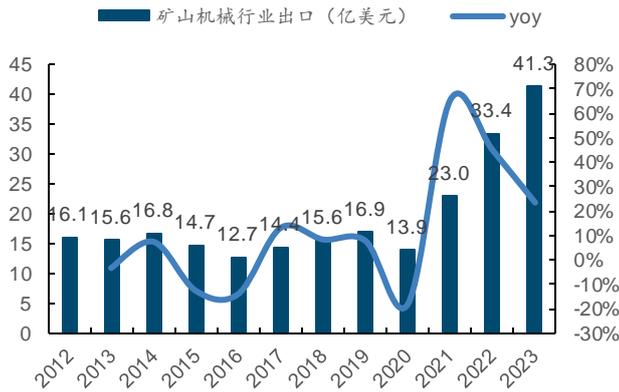
来源: precedence research, 各公司公告, 国金证券研究所 注: 1. 卡特彼勒用资源业务收入计算; 2. 伟尔集团采用矿山+ESCO 口径; 3. 小松为矿山业务口径; 4. 安百拓、山特维克、美卓、富勒史密斯主营均为矿山设备, 口径为整体收入

来源: 各公司公告, iFinD, Capital IQ, 国金证券研究所 注: 1. 耐普矿机收入口径去除 EPC 板块; 2. 卡特彼勒用资源业务收入计算; 伟尔集团采用矿山+ESCO 口径; 小松为矿山业务口径; 安百拓、山特维克、美卓、富勒史密斯主营均为矿山设备, 口径为整体收入

中国矿山机械竞争力持续提升, 表现为贸易顺差持续扩张。20-23 年中国矿业机械出口/进口额分别为 13.9/4.0 亿美元、23.0/3.2 亿美元/、33.4/3.7 亿美元、41.3/2.8 亿美元, 贸易顺差为 9.9、19.9、29.7、38.5 亿美元, 贸易顺差持续扩大, 体现了中国矿山机械产品竞争力持续提升, 逐渐获得海外企业认可, 看好国产矿山装备厂商出口持续发力。

图表 163: 中国矿山机械出口额持续增长

图表 164: 23 年中国矿山机械进口额萎缩至 2.8 亿美元



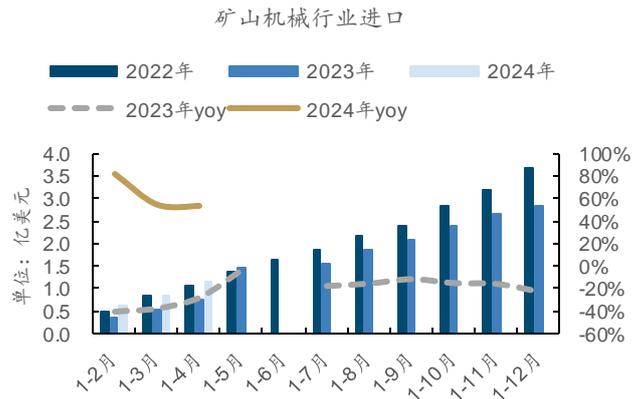
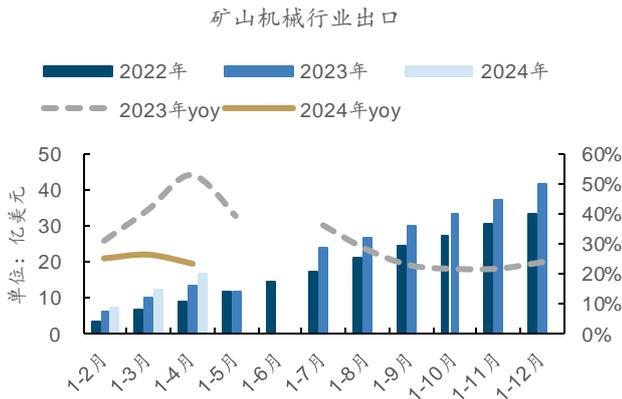
来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所

来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所

23 年全年矿山机械月度累计出口均保持正增长, 累计进口均为负增长, 表现为国产矿山机械厂商竞争力提升, 出口逐渐成为国产矿山机械厂商另一增长极。2024M1-M4 矿山机械行业出口 16.5 亿美元, 同比+23.0%。考虑到矿山品位下降, 下游矿山开采企业对设备价格敏感度提升, 具有性价比优势的国产设备厂商将获发展新机遇。

图表 165: 23 年-24M1-M4 矿山机械月度出口保持正增长

图表 166: 矿山机械进口规模较低



来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所 注: 2023 年 1-6 月数据协会未披露

来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所 注: 2023 年 1-6 月数据协会未披露

4.2 中国矿山企业在海外的资源配置爆发式增长, 有望带动中资设备商全球份额提升

紫金矿业在“一带一路”重点市场持续进行收购扩张。受益于“一带一路”政策指引, 以紫金矿业为首的国内矿商近几年积极在海外友好地区布局, 收购优质矿山。根据紫金矿业公告, 2023 年公司主要海外金、铜矿山权益产能分别提升至 35.5 吨、52.9 万吨, 相对 18 年提升近 2 倍、13 倍。



图表 167: 紫金矿业持续在海外进行矿山资源配置

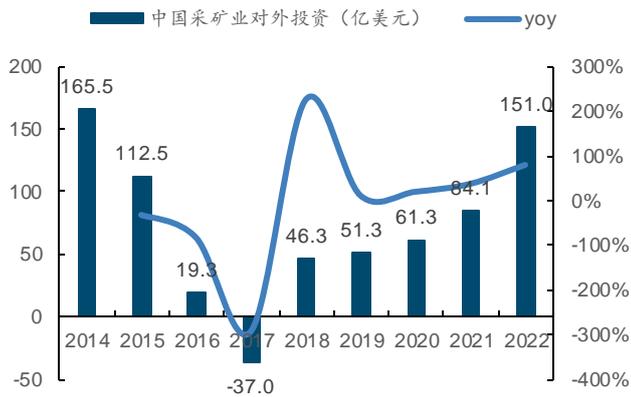
年份	名称	持有权 益	矿产量 (吨)	权益产 量(吨)	年份	名称	持有权 益	矿产量 (吨)	权益产量 (吨)
金矿									
2018	巴布亚新几内亚波 格拉金矿	48%	6766	3.2	2023	哥伦比亚武里 蒂卡	69%	8321	5.8
	塔吉克斯坦泽拉夫 尚公司	70%	4567	3.2		罗斯贝尔	95%	7573	7.2
	澳洲诺顿金田黄金 公司	100%	4262	4.3		澳大利亚诺顿 金田	100%	6660	6.7
	吉尔吉斯斯坦奥同 克公司	60%	3237	1.9		塔吉克斯坦泽 拉夫尚	70%	5991	4.2
	合计		18832	12.6		塞尔维亚紫金 铜业	63%	1989	1.3
					塞尔维亚紫金 矿业	100%	4955	5.0	
					吉尔吉斯斯坦 奥同克	60%	4091	2.5	
					圭亚那奥罗拉 合计	100%	3023	3.0	
							42603	35.5	
铜矿									
2018	刚果(金)科卢韦 齐铜矿	72%	53235	38329	2023	刚果(金)卡 莫阿铜业(权 益)	45%	177026	177026
						塞尔维亚紫金 矿业	100%	138512	138512
						刚果(金)科 卢韦齐铜(钴) 矿	72%	127018	91453
						塞尔维亚紫金 铜业	63%	100397	63250
						阿舍勒铜矿	51%	44240	22563
	合计		53235	38329		西藏玉龙(权 益)	22%	26347	26347
						厄立特里亚碧 沙矿业	55%	17595	9677
						合计		631135	528828

来源: 紫金矿业年报, 国金证券研究所

行业整体角度: 中国采矿业对外投资持续扩张, 国产矿山装备企业获配套新机遇。从中国采矿业对外投资增量角度来看, 根据《2022 年中国对外直接投资统计公报》, 2018-22 年中国采矿业对外投资从 46.3 亿美元提升至 151.0 亿美元, 期间 CAGR 达 34.4%。从采矿业对外投资存量角度来看, 2022 年中国采矿业对外投资存量提升至 2101.3 亿美元, 相对 14 年提升 69.8%, 对外投资存量规模扩张将对矿山设备售后市场配套需求形成较强支撑。



图表168: 2018-22年中国采矿业对外投资持续扩张



图表169: 22年中国采矿业对外投资存量达2101.3亿美元

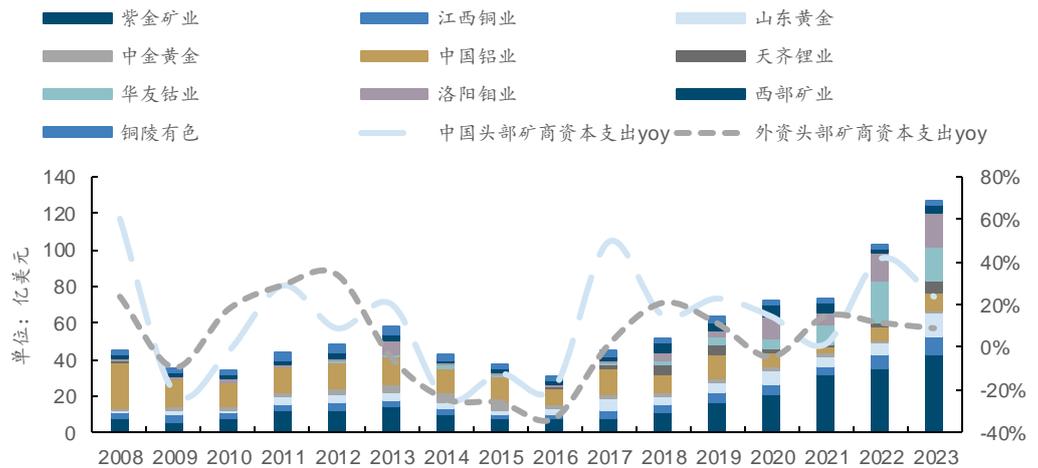


来源:《2022年中国对外直接投资统计公报》, 国金证券研究所

来源:《2022年中国对外直接投资统计公报》, 国金证券研究所

国内厂商资本开支增速远高于海外头部整体水平。在经历了上一轮金属矿资本开支下行期后, 2016-23年外资头部矿商资本支出开始稳健上行, 期间CAGR达9.1%。国内以紫金矿业为代表的铜矿、金矿开采商, 在国内、海外同时扩大资本开支规模, 期间CAGR达22.6%, 远高于海外前三十厂商(除中资外)增速水平。

图表170: 2016-23年中国头部矿商资本支出CAGR达22.6%, 高于外资的9.1%



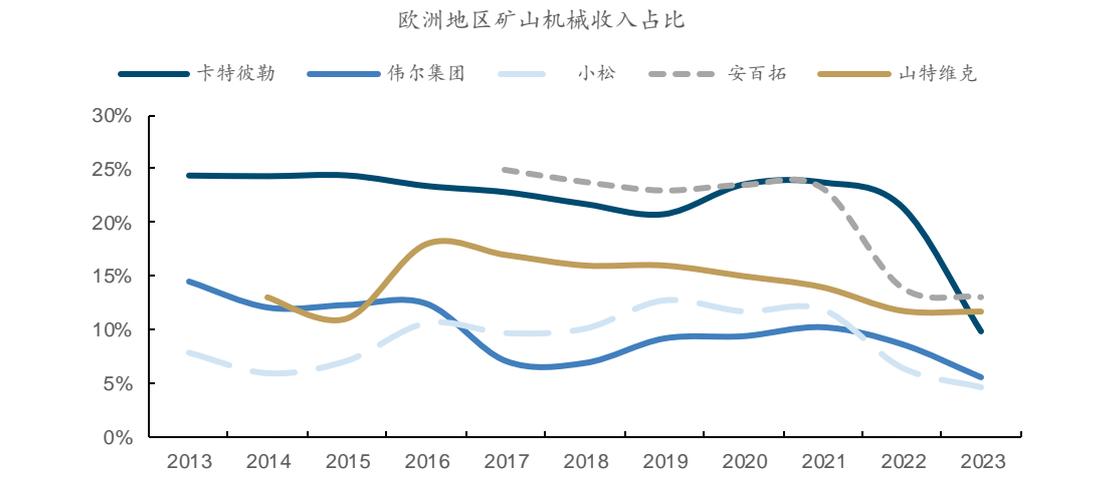
来源: Capital IQ, Bloomberg, iFinD, 各公司公告, 国金证券研究所 注: 外资头部厂商为世界前三十矿商(除中资外)

4.3 “一带一路”友好国家需求高景气, 国产厂商获切入机遇

逆全球化将为国产厂商带来切入机遇。由于地缘政治因素影响, 近两年部分海外矿山装备龙头厂商走逆全球化趋势, 其中卡特彼勒(EAME)、安百拓、小松表现明显, 21-23年欧洲地区(包含俄语地区)收入占比为24%/22%/12%、23%/14%/7%、12%/6%/5%, 海外厂商的逆全球化行为将为国产企业走出去、打开市场带来机遇。



图表 171: 近两年海外龙头矿山机械厂商欧洲地区 (包含俄语地区) 收入占比下滑



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 卡特彼勒口径为 EAME 地区, 其余公司为欧洲 (包含俄语地区)

“一带一路”政策助力国内矿山企业走出去, 国产装备厂商有望配套出海。根据《“一带一路”矿业合作的策略与路径思考》, “一带一路”沿线国家矿山有近 200 种, 价值约 250 万亿美元, 占全球的 60%左右。政策聚焦四大举措、五种能力、六大区域, 提升国内矿商全球矿山资源配置, 国产装备厂商有望配套出海。

图表 172: “一带一路”矿业合作方针

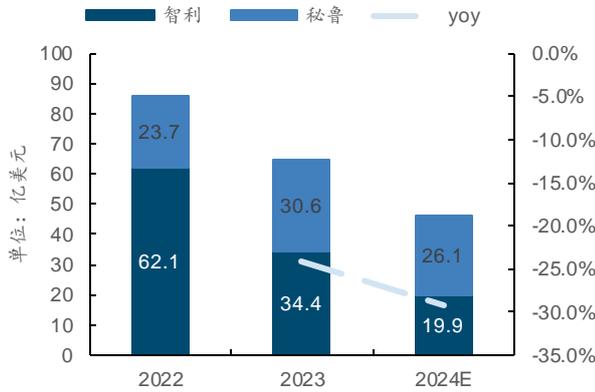
核心抓手	发展战略	具体内容
健全矿业走出去服务保障机制		整合部门职能, 健全完善境外矿产资源开发协调机制, 为国内企业走出去提供基础地质调查与信息服务、风险监测预警、资源外交、人才培养等全方位、全产业链无缝式保障服务。
四大举措	优化政策环境	引导兼并、联合、重组, 着力打造一批中国特色国际矿业公司, 增强文化包容与合作意识, 推动矿业企业本土化经营, 树立良好形象。
	活跃资本市场	推动包括风险勘查资本市场在内的多层次的矿业资本市场。
	积极参与全球矿业治理	加强与一带一路沿线国家矿业市场、政策、标准等领域对接, 推动建立区域性矿产品交易中心, 加快推进实施自由贸易区战略等。
提升五种能力	提升全球矿产资源配置能力	坚持和平合作、开放包容、互学互鉴、互利共赢的丝路精神, 努力提升通过市场化、多渠道的合资合作, 公平合理获取全球资源的能力, 实现共赢发展。
	提升矿业资本运作能力	通过资本市场运作, 逐步掌握主要矿产品国际市场价格调节话语权, 跳出卖什么, 什么贱; 买什么, 什么贵的怪圈。
	提升话语权	提升对国际矿业规则、标准制定的参与和主导能力。
	实施创新驱动发展战略	提升矿产资源勘查开发科技创新能力, 提升国内矿业发展质量和水平。
聚焦六大区域	全面深化改革	顺应市场经济、全球化和新科技革命发展态势, 加快构建矿产资源管理新体制新机制, 提升矿产资源治理和行业管理能力。
		区域上聚焦中蒙俄、新亚欧大陆桥、中国-中亚-西亚、中国-中南半岛、中巴、孟中印缅等六大经济走廊; 合作方式上, 大力发展矿业+模式, 与机械制造、建筑服务、现代物流、金融服务、互联网经济等产业抱团, 联合走出去, 全产业链合资合作。

来源: 中国自然经济研究院, 国金证券研究所

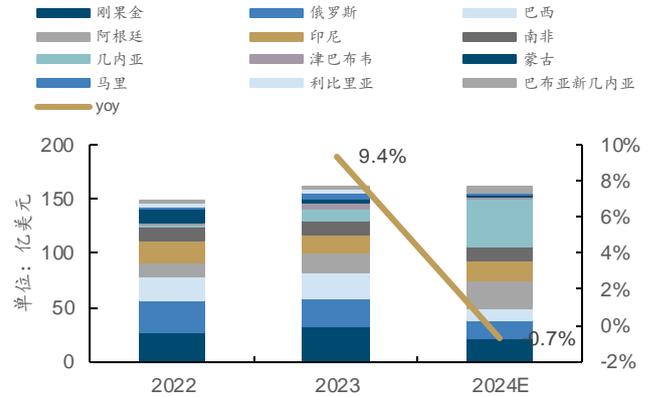
“一带一路”友好国家矿山开采需求维持高景气。短期来看, “一带一路”友好地区中, 智利、秘鲁前期项目超支导致短期铜矿资本支出下滑; 根据 S&P Global Market Intelligence, 2022-24 年刚果(金)、俄罗斯、巴西、阿根廷、印尼等 12 国铜矿资本支出总计为 148.1、162.0、160.9 亿美元, 维持较高支出水平, 矿山开采需求将持续增长。



图表173: 南美地区主要铜矿产国资本支出短期承压



图表174: “一带一路”地区部分国家铜矿资本支出维持高位

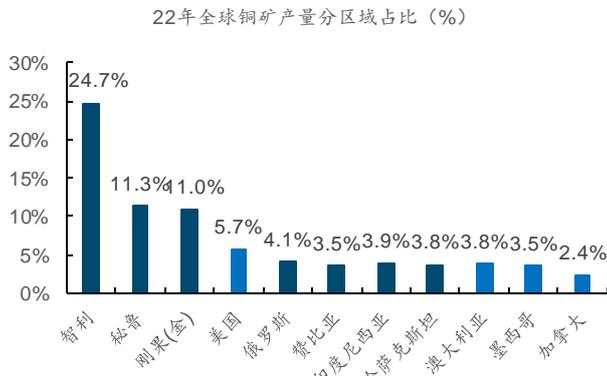


来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

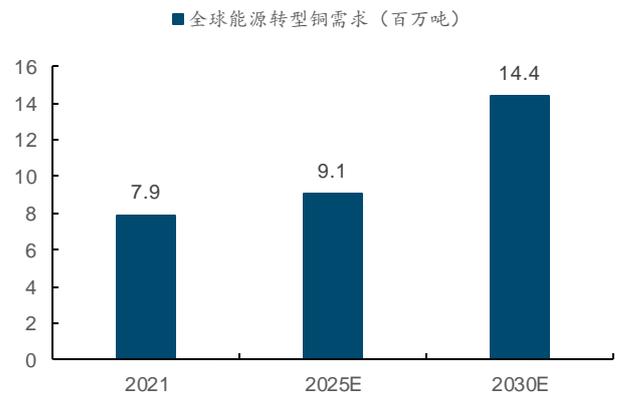
来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

“一带一路”地区为世界铜矿主产地, 能源转型对铜需求持续扩张, 或将对该地区矿山设备需求提供支撑。根据智利国家铜业委员会, 2022年智利、秘鲁、刚果(金)等“一带一路”友好地区铜矿产量占全球产量比例分别为24.7%、11.3%、11.0%, 为世界主要铜矿生产地。预计随着能源转型对铜矿需求持续扩张, “一带一路”地区或为主要扩产地区, 将对矿山设备需求提供支撑。

图表175: “一带一路”友好地区是世界铜矿主产地



图表176: 能源转型对铜矿需求持续扩张



来源: 智利国家铜业委员会, 国金证券研究所 注: 深色为“一带一路”友好国家

来源: S&P Global, 国金证券研究所

5. 投资建议

我们建议关注中信重工、耐普矿机、五新隧装、徐工机械、山推股份、浙矿股份、南矿集团、同力股份。

图表177: 重点公司盈利预测

公司名称	市值	主要产品	收入 (亿元人民币)			归母净利润 (亿元人民币)			2024年PE	2024年归母净利润增速
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
中信重工	173.1	球磨机、自磨机	95.6	110.9	127.4	3.8	6.1	8.8	29	58%
耐普矿机	40.3	橡胶耐磨备件、选矿设备	9.4	13.0	15.0	0.8	1.6	2.2	26	94%
五新隧装	16.3	隧道施工装备	9.5	/	/	1.6	/	/	/	/
同力股份	36.2	非公路自卸车	58.6	63.5	70.7	6.2	6.9	8.0	5	13%
徐工机械	870.9	工程机械、矿挖、矿卡	1015.8	1176.4	1417.5	64.3	79.3	104.3	11	23%



山推股份	130.4	推土机、装载机	105.4	133.4	154.9	7.7	9.8	11.7	13	28%
浙矿股份	21.2	破碎、筛分设备	5.5	/	/	1.1	/	/	/	/
南矿集团	26.5	破碎、筛分设备	9.2	/	/	1.0	/	/	/	/

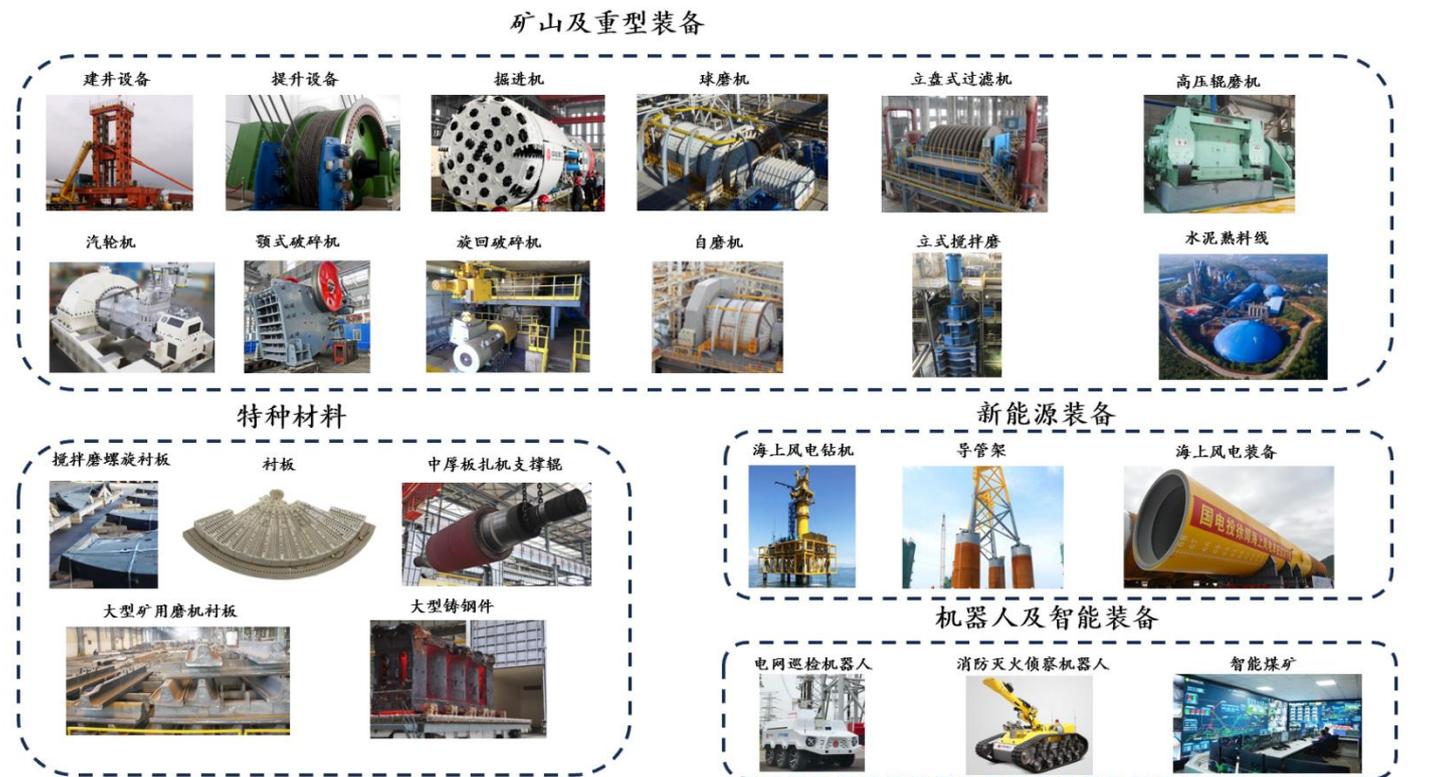
来源：iFinD，国金证券研究所

注：浙矿股份、南矿集团、五新隧装无一致预期；同力股份、山推股份为 iFinD 一致预期值；其余为国金证券研究所盈利预测；截止日期为 2024.06.19

5.1 中信重工：国产矿山磨机龙头，海外业务持续发力

矿山及重型装备为基，拓展机器人及智能装备、新能源装备、特种材料。中信重工是国内矿山及重型装备头部供应商，矿山及重型装备涉及大型矿用磨机、破碎机、高压辊磨机、立式搅拌磨、提升机、回转窑等标志性产品，拓展了航空航天、国防、核电、石化、海工、冶金等多领域的高品质精品钢等特种材料，以及海上风电装备和特种机器人、智慧煤矿、智慧矿山等。

图表 178：矿山及重型装备为基，拓展机器人及智能装备、新能源装备、特种材料

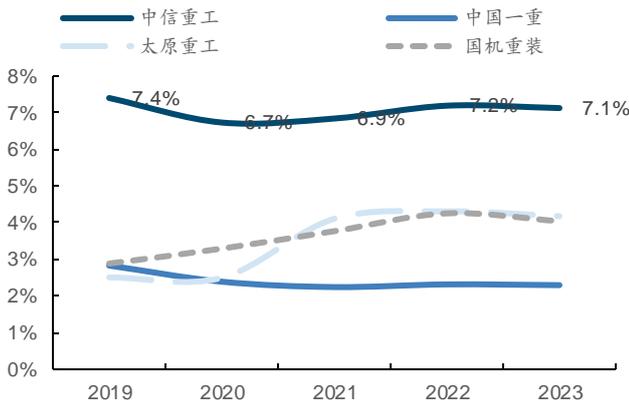


来源：中信重工官网，国金证券研究所

重视研发，突破国内多项“首台套”。2021-23 年中信重工研发支出强度分别为 6.9%、7.2%、7.1%，远高于行业可比公司，较高的研发支出强化“国之重器”地位。近年来中信重工在大型磨机、破碎及其他重型装备上接连实现“国产首台套”、“国产最大规格”及“世界最大”，成为具有全球竞争力的一流高端装备制造企业。



图表179: 中信重工研发支出强度远高于可比公司



图表180: 矿山及重型装备持续突破多项“首台套”

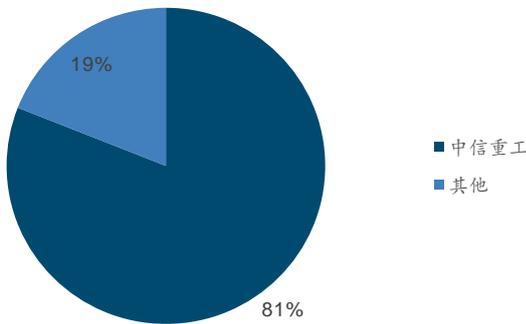
产品	水平
Φ11.6×6.3m 半自磨机	国产最大规格; 国产首台套
Φ11×7.2m 半自磨机	国产最大规格; 国产首台套
Φ8.2×12.7m 球磨机	国产最大规格; 国产首台套
GM240-15 高压辊磨机	突破“卡脖子”规格
立式搅拌磨 CSM-2250	国内最大高转速产品
半移动式破碎站 PSZ3000-B	国产首台套
Φ5×15.5m 阳极炉	世界最大
5600mm 中厚板粗轧机	世界最大

来源: 各公司公告, iFinD, 国金证券研究所

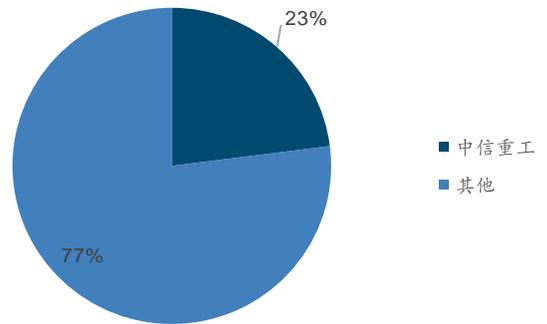
来源: 《中信重工投资者关系活动记录表》, 中信重工公告, 国金证券研究所

大国重器代表性企业, 国产大型磨机龙头。中信重工大型设备技术国内领先, 尤其是大型矿用磨机居于国内领导地位, 根据中信重工微信官方公众号, 21 年中信重工直径 6 米以上磨机国内市占率达 81%; 同时中信重工大型球磨机也广泛受海外客户认可, 全球直径 6 米以上磨机市占率达 23%。

图表181: 21 年中信重工直径 6 米以上磨机国内市占率达 81%



图表182: 21 年中信重工直径 6 米以上磨机全球市占率达 23%



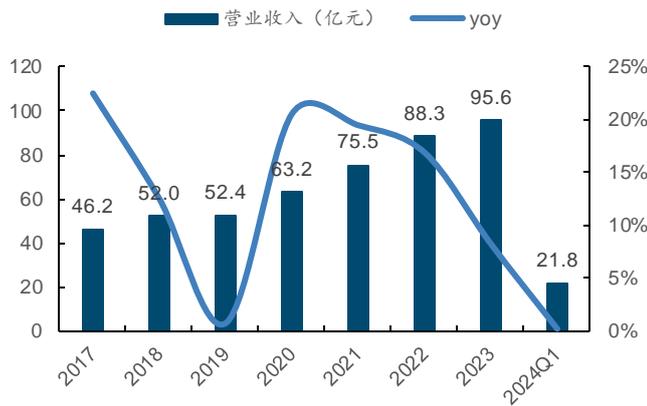
来源: 中信重工官方公众号, 国金证券研究所

来源: 中信重工官方公众号, 国金证券研究所

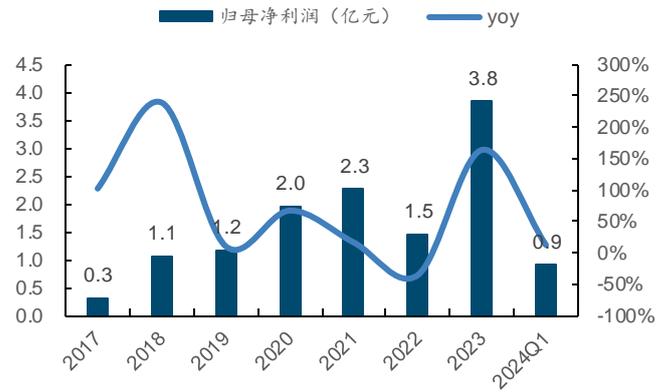
中信重工营收连续 7 年正增长, 23 年归母净利润大幅提升。中信重工深耕矿山及重型装备领域时间较长, 技术储备较深, 客户对接国内八大有色企业和世界三大矿业巨头, 营收连续 7 年保持正增长; 受海外业务拉动, 23 年归母净利润大幅提升至 3.8 亿元, 同比+163.5%。2024Q1 中信重工营收/归母净利润为 21.8/0.9 亿元, 同比+0.2%/12.1%。



图表183: 中信重工营收连续7年保持正增长



图表184: 23年归母净利润大幅提升至3.8亿元

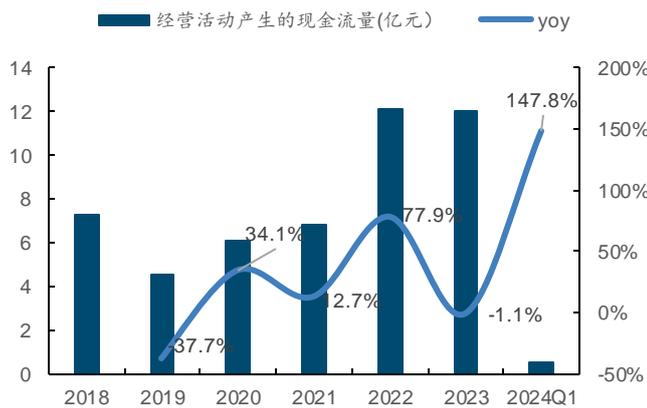


来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

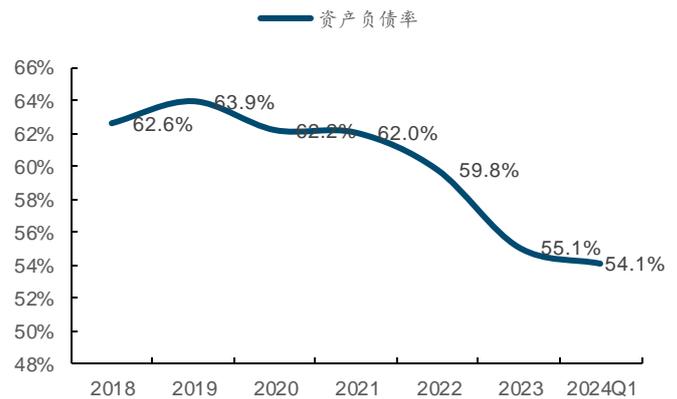
来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

经营性现金流、资产负债率改善, 中信重工经营持续向好。受益于矿山装备需求高景气及海外业务持续突破, 21-23年中信重工经营性现金流/资产负债率分别为6.8亿元/62%、12.1亿元/59.8%、12.0亿元/55.1%, 中信重工经营性现金流与资产负债率持续改善。24Q1中信重工资产负债率进一步压降至54.1%, 整体经营情况持续向好。

图表185: 22、23年中信重工现金流显著改善



图表186: 中信重工资产负债率降至54.1%



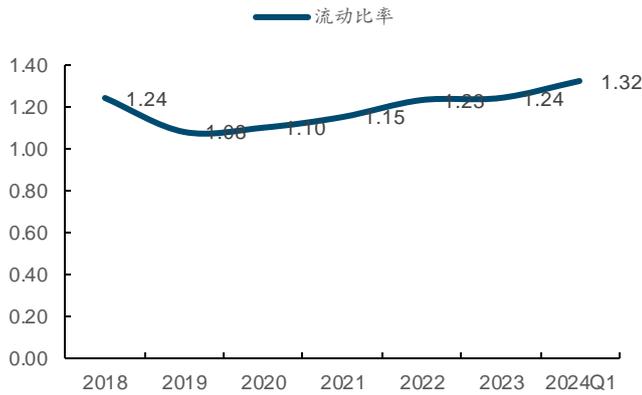
来源: iFinD, 中信重工公告, 国金证券研究所

来源: iFinD, 中信重工公告, 国金证券研究所

短期偿债能力提升, 财务状况持续改善。中信重工近年来矿山及重型装备制造、销售顺畅, 规模效益持续提升, 2023年中信重工流动比率、经营活动产生的现金流量净额/流动负债分别提升至1.24、0.14, 相对19年提升0.19、0.1pcts。2024Q1中信重工流动性比率进一步提升至1.32, 现金流量净额/流动负债为0.01, 同比转正。



图表 187: 流动比率持续提升



图表 188: 短期偿债能力持续改善

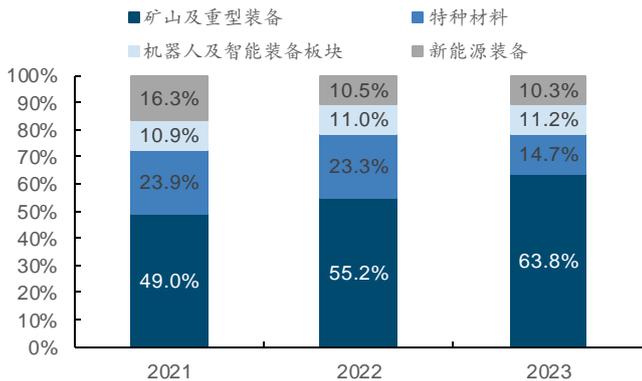


来源: iFinD, 国金证券研究所

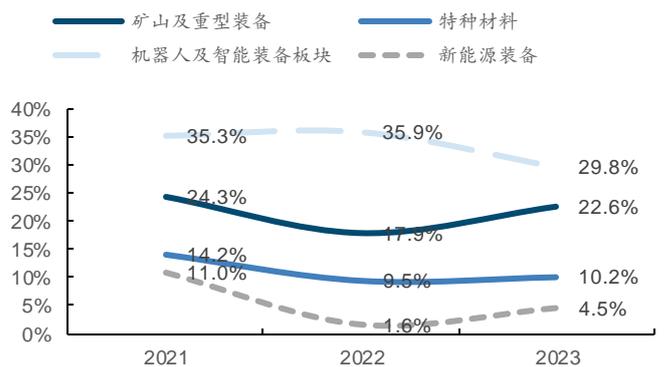
来源: iFinD, 国金证券研究所

矿山及重型装备占比持续提升, 23 年毛利率大幅改善。中信重工重视矿山及重型装备开发, 国内规格最大球磨机、自磨机于 23 年交付紫金矿业巨龙铜业矿山项目, 受益于矿山重型装备持续突破, 中信重工该板块收入占比从 21 年 49.0% 提升至 23 年的 63.8%, 23 年毛利率恢复至 22.6%。

图表 189: 中信重工矿山及重型装备收入占比持续提升



图表 190: 23 年矿山及重型装备毛利率大幅改善



来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

中信重工海外本地建设重点布局“一带一路”沿线。中信重工海外重点布局“一带一路”沿线地区, 在南非、智利等 7 个国家建立分公司/分支机构, 其中 6 个分公司位于“一带一路”沿线, 为与“走出去”中资矿山绑定出海提供坚实基础。

图表 191: 中信重工“一带一路”沿线布局 6 个分公司

机构名称	是否为“一带一路”国家
南非公司	是
智利公司	是
巴西公司	是
澳大利亚公司	否
西班牙公司/制造基地	是
秘鲁分公司	是
缅甸	是

来源: 中信重工官网, 中信重工官方微信公众号, 国金证券研究所

中信重工矿山装备配套紫金矿业等头部中资厂商出海“一带一路”。中信重工积极响应“一带一路”政策, 跟随中资头部矿山企业出海, 其中典型项目为紫金矿业卡莫阿-卡库拉铜矿(全球第二大铜矿)、紫金矿业(维亚佩吉铜金矿)提供大型球磨机、半自磨机。



图表192: 中信重工矿山装备配套紫金矿业等头部中资厂商出海“一带一路”

矿商名称	海外矿山名称	国家	提供设备名称
紫金矿业	卡莫阿-卡库拉铜矿	刚果金	Φ6.1×9.75m 球磨机 Φ11×5.4m 半自磨机
	维亚佩吉铜金矿	塞尔维亚	Φ7.9×13.6m 球磨机 转炉 阳极炉
山东黄金	卡蒂诺纳穆蒂尼矿业项目	澳大利亚	Φ8.2×12.7m 溢流型球磨机
	纳穆蒂尼金矿	非洲加纳	Φ8.2×12.7m 溢流型球磨机
华友钴业	鲁库尼	刚果(金)	Φ5.5×2.8m 半自磨机 Φ3.6×5.0m 球磨机
			Φ8.8×4.8m 半自磨机 Φ6.4×11.15m 球磨机
中国有色矿业	迪兹瓦铜钴矿	刚果(金)	PSZ2000-B 半固定式旋回破碎站
中铁资源集团华刚矿业	SICOMINES 铜钴矿	刚果(金)	磨机系统设备
中铁建铜冠投资公司	米拉多铜矿	厄瓜多尔	Φ10.97×5.4m 半自磨机 Φ7.9×13.6m 球磨机

来源: 中信重工官网, 中信重工公告, 中信重工官方微信公众号, 国金证券研究所

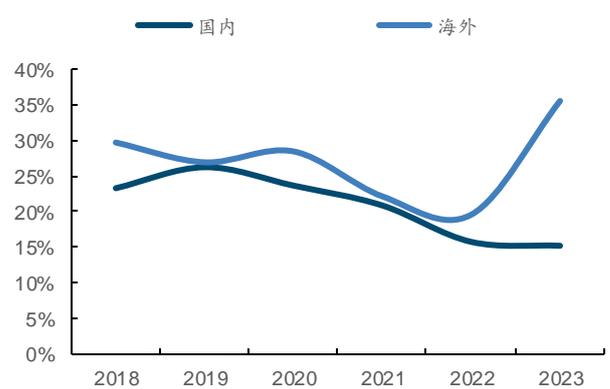
海外收入快速增长, 23年海外毛利率破新高, 海外毛利额达到7.6亿元, 同比增长215.3%、占中信重工毛利总额的比例提升至40.4%。中信重工积极布局海外市场, 配套巴西Trek矿业、紫金矿业刚果(金)等大型核心项目, 主机及耐磨件出口澳大利亚、智利、巴西等国家, 海外收入/占比从2020年的7.1亿元/11.3%提升至23年的21.3亿元/22.3%。受益于海外收入规模扩张及订单条件较好, 23年海外毛利率达35.7%, 相对22年提升16pcts。

截至23年底, 中信重工矿山及重型装备海外市场订货首次突破30亿元, 预计中信重工矿山海外收入高增长具有较高的确定性。

图表193: 2023年中信重工海外收入提升至21.3亿元



图表194: 2023年海外毛利率位于历史最高值



来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

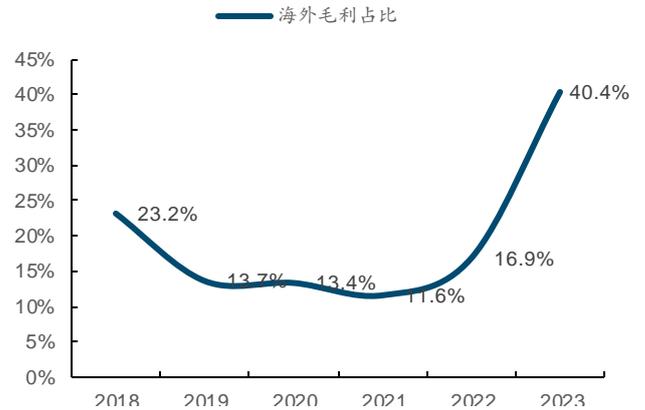
来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所



图表 195: 23 年海外业务毛利达 7.6 亿元



图表 196: 23 年海外毛利贡献占比大幅增长

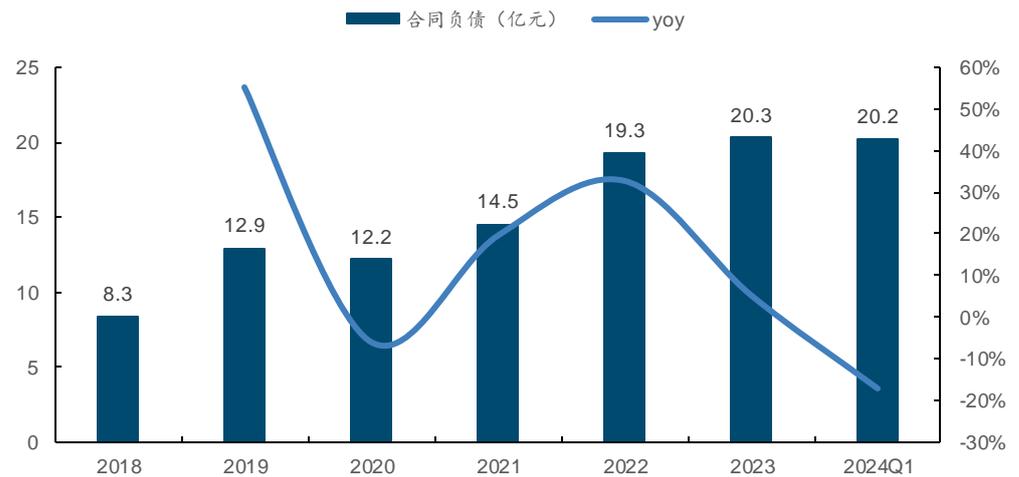


来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

合同负债规模稳健提升, 下游需求景气度较高。中信重工核心产品在“一带一路”沿线大规模输出, “国内+国际”两开花, 24Q1 合同负债提升至 20.2 亿元, 相对 18 年提升 143.3%。

图表 197: 24Q1 合同负债提升至 20.2 亿元



来源: 中信重工公告, iFinD, 国金证券研究所

定增募投加码面板箱体铸锻件及耐磨备件, 产能瓶颈缓解有望缓解。中信重工定向增发于 2023 年 10 月 23 日获准, 拟增发不超过 4 亿股, 募集 82846 万元用于拓展面板箱体、高端耐磨件产能及重型装备智能制造提升工程建设项目。其中面板箱体、高端耐磨件分别新增产能 1.24 万吨/年、1.5 万吨/年。

图表 198: 23 年定向增发扩面板箱体及高端耐磨件产能

项目名称	新增产能	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
面板箱体关键装备生产线建设项目	1.24 万吨/年	42,036	37,375
高端耐磨件制造产线智能化改造项目	1.5 万吨/年	18,003	15,559
重型装备智能制造提升工程建设项目		18,508	5,058
补充流动资金及偿还银行贷款		30,254	24,854
合计		108,802	82,846

来源: 《中信重工定向增发募集说明书》, 国金证券研究所

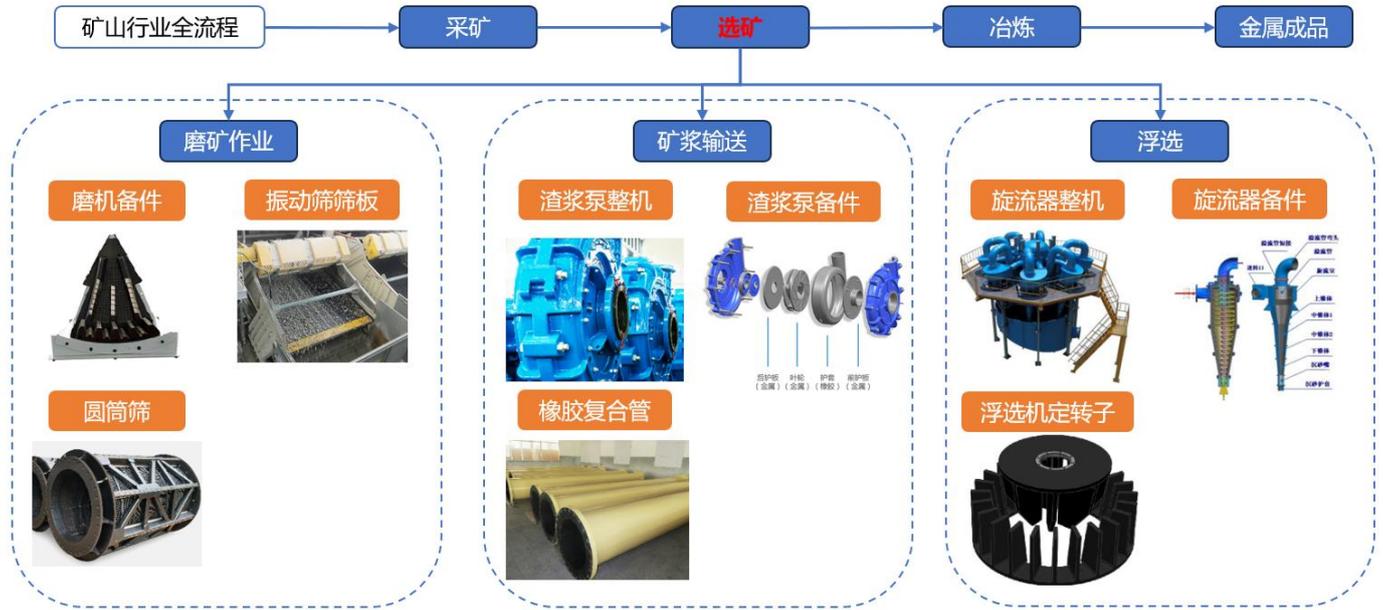
5.2 耐普矿机: 耐磨备件长坡厚雪, 看好公司份额突围

耐普矿机深耕重型矿山选矿装备及新材料耐磨备件, 产品覆盖矿物生产流程中的选矿环节,



其中包括磨机耐磨备件、矿浆输送（整机&备件）、浮选（整机&备件）等。

图表199：耐普矿机产品主要覆盖矿山生产的选矿环节



来源：耐普矿机招股说明书，耐普矿机公告，耐普矿机官网，国金证券研究所

橡胶耐磨件寿命高，经济效益强。橡胶材料基于寿命、重量、电耗等方面的多重优势具有较强性价比。基于下方案例测算，在球磨机中使用橡胶衬板，每处理 105T 的矿石能带来 28 万元以上经济效益。

图表200：橡胶衬板与锰钢衬板对比

衬板材料	使用周期 (h)	重量 (t 每套)	噪音 (dB)	吨矿球耗 (KG/t)	日用电量 (kWh)	吨矿电耗 (kWh/t)
锰钢衬板	5760	76	100.5	0.66	17792	5.08
橡胶衬板	7200	40	88.2	0.64	17167	4.9

来源：《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，国金证券研究所

图表201：使用橡胶衬板经济性更优

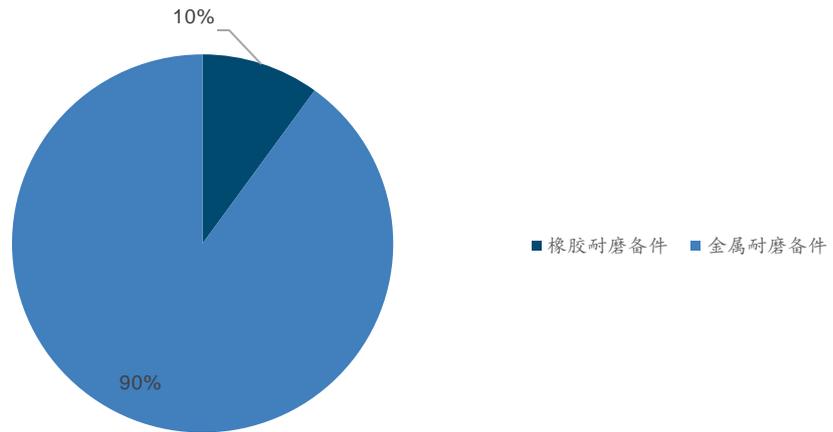
衬板材料	处理矿量 (t/d)	钢耗成本 (元/t)	电耗成本 (元/t)	费用合计 (元/t)
锰钢衬板	3500	4.68	3.81	8.49
橡胶衬板	3580	4.54	3.68	8.22

来源：《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，国金证券研究所

目前橡胶耐磨备件渗透率较低，远期替代空间大。根据耐普矿机《20230810 投资者交流纪要》，目前选矿环节橡胶耐磨备件渗透率仅 10%，考虑到橡胶耐磨件具备更好的经济效益，远期替代空间仍较大。



图表 202: 橡胶耐磨备件渗透率仍较低



来源:《20230810 耐普矿机投资者交流纪要》, 国金证券研究所

伴随选矿设备大型化, 例如球磨机中橡胶/金属橡胶复合衬板渗透率有望加速提升为耐普矿机创造了很好的切入机会:

1) 海外竞争对手产品以金属材料为主, 橡胶材料布局也是逐步加码, 领先优势相对更弱以伟尔集团为例, 根据耐普矿机招股说明书信息, 其橡胶备件占比较少, 在橡胶备件领域逐步进行了扩张, 1999 年收购了澳大利亚 WARMAN 渣浆泵品牌, 2010 年收购了马来西亚耐磨橡胶装备品牌 Linatex, 2013 年收购了加拿大橡胶耐磨衬里企业 RWales 集团。目前根据其官网披露产品信息, 橡胶耐磨件主要集中在渣浆泵、橡胶管道等。

图表 203: 伟尔集团主要橡胶备件产品目前主要覆盖渣浆泵、橡胶管道等

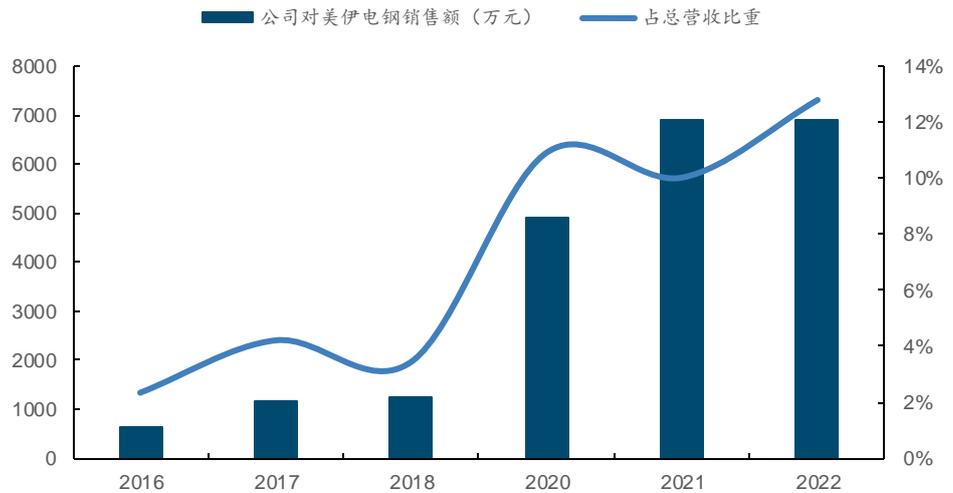
Linard硬橡胶	Linatex高端天然橡胶	Linagard耐磨橡胶	Linacure未固化橡胶
应用于橡胶密封、橡胶踢脚	应用于管道、溜槽、线轴、容器和软管的橡胶衬里	应用于浮选、包装、皮带环节	应用于浮选、初筛、分类、研磨等环节
应用案例			
提升橡胶衬里溜槽的使用寿命	提升渣浆泵底流洗涤槽的使用寿命	提升输送管道耐磨件寿命	

来源: 伟尔集团官网, 国金证券研究所

美伊电钢作为耐磨备件厂商, 由于之前产品以金属材料为主, 在橡胶材料领域采取了与耐普矿机开展合作的方式, 新材料的机会让美伊电钢从竞争对手成为了合作伙伴, 根据耐普矿机招股说明书信息, 耐普矿机与美伊电钢签署《生产与供应协议》、《代理经销协议》及《合资协议》一系列框架协议, 约定耐普矿机为美伊电钢橡胶耐磨机备件产品的独家供应商。



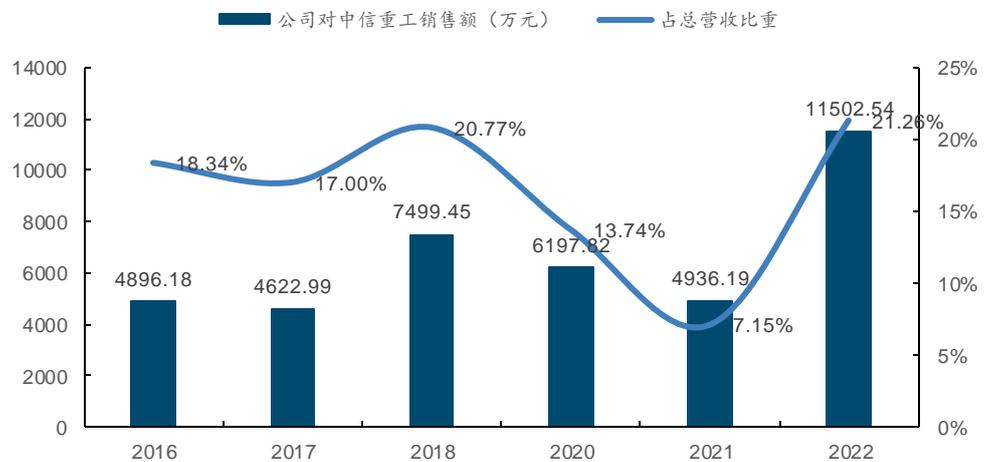
图表204: 美伊电钢从竞争对手成为合作伙伴, 已成为耐普矿机核心客户之一



来源: 耐普矿机公司公告, 国金证券研究所

2) 矿山机械设备整机厂自产备件以金属备件为主, 在橡胶备件领域与耐普矿机开展合作。例如国内矿山机械磨机领军企业中信重工, 其自产备件以金属材料为主, 在橡胶备件领域与耐普矿机开展合作, 根据耐普矿机招股说明书信息, 耐普矿机与中信重工签署《战略合作协议》, 约定在协议期间建立战略合作关系, 在同类产品采购中优先选择耐普矿机产品, 22年耐普矿机对中信重工销售额达到1.15亿元, 收入占比达到21%, 为耐普矿机核心大客户。

图表205: 中信重工在橡胶备件领域与耐普矿机开展合作

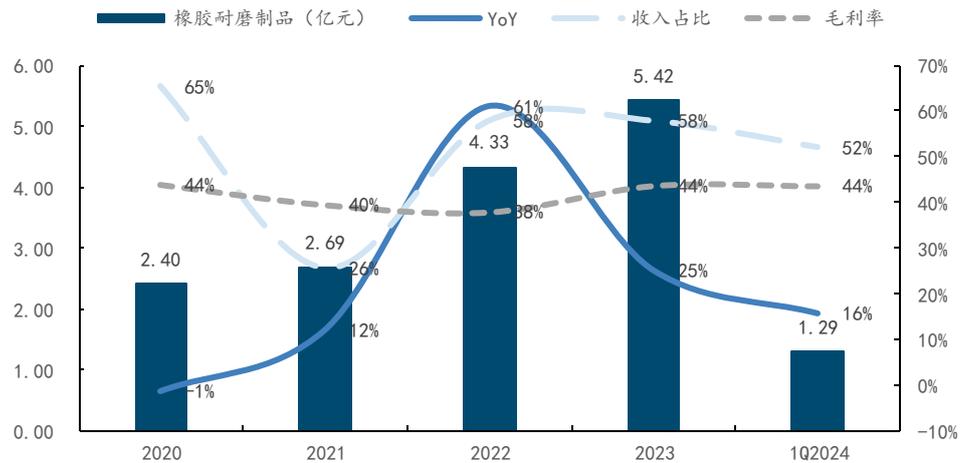


来源: 耐普矿机公司公告, 国金证券研究所

在橡胶耐磨备件渗透率提升、中资矿企出海带来的材料、客户端机会下, 耐普矿机核心橡胶耐磨制品业务近年保持了良好增长, 2022/2023/1Q2024 增速分别为60.77%/25.41%/15.74%, 目前收入占比超过50%, 预计后续占比将持续提升。



图表206: 耐普矿机橡胶耐磨制品高速增长同时毛利率较高



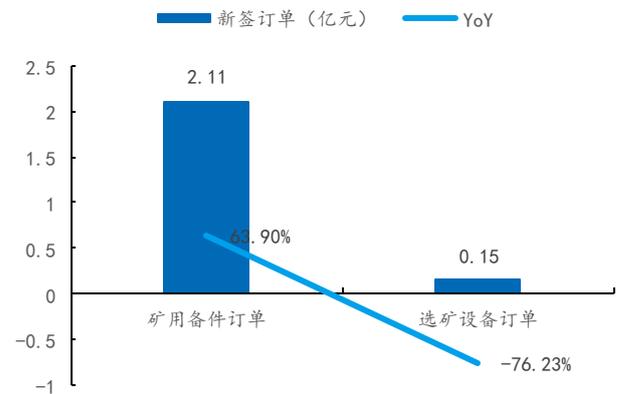
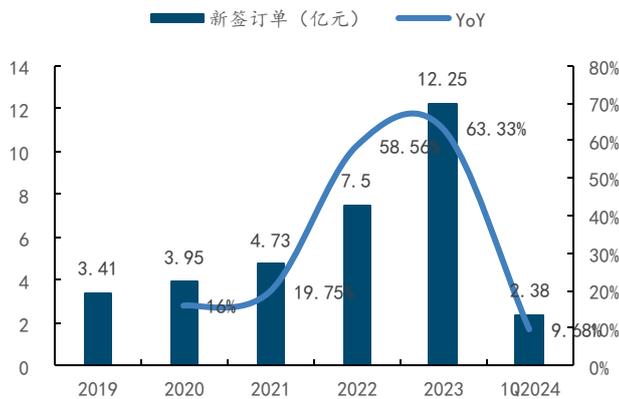
来源: Ifind, 国金证券研究所

耐普矿机22/23年新签保持了50%以上增长,23年新签订单12.25亿元,同比增长63.33%。

1Q24耐普矿机新签订单增速下降,主要是由于选矿设备新签订单为0.15亿元,同比下降76.33%,耐普矿机核心的矿用备件业务新签订单2.11亿元,同比增长63.9%,继续保持了良好的增长趋势。

图表207: 耐普矿机23年新签订单高增长

图表208: 1Q24耐普矿机耐磨备件订单同比增长64%



来源: 耐普矿机公司公告, 国金证券研究所

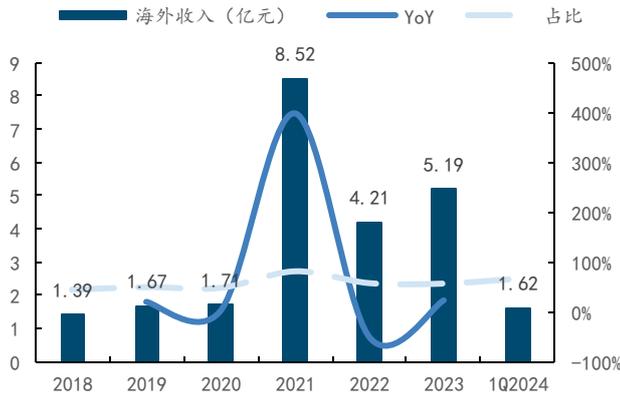
来源: 耐普矿机公司公告, 国金证券研究所

注: 1Q24新签订单增速为剔除了去年同期EPC项目影响结果

2021年耐普矿机与蒙古国有额尔登特矿业公司EPC项目确认收入6.83亿元,到22年该EPC项目的确认收入为1.6亿元,导致耐普矿机海外收入出现了较大波动。不考虑EPC项目的影响,耐普矿机海外收入高速增长同时占比呈上升趋势,根据耐普矿机公告信息,耐普矿机目标未来三年海外收入占比达到65%-70%(不含EPC收入),同时海外市场毛利率更高,伴随海外收入占比持续提升也有望推动耐普矿机整体盈利能力提升。

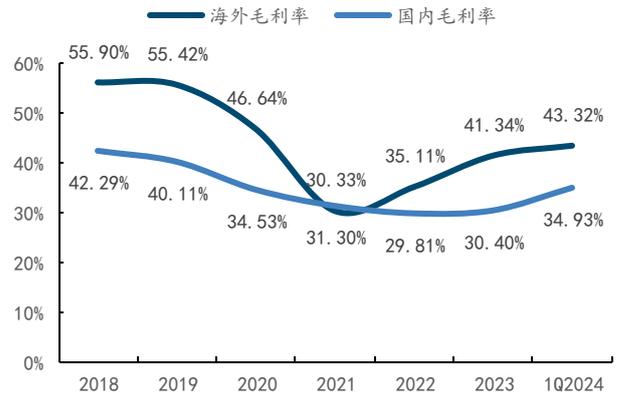


图表209: 耐普矿机海外收入高增长且占比呈上升趋势



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表210: 耐普矿机海外市场收入毛利率更高

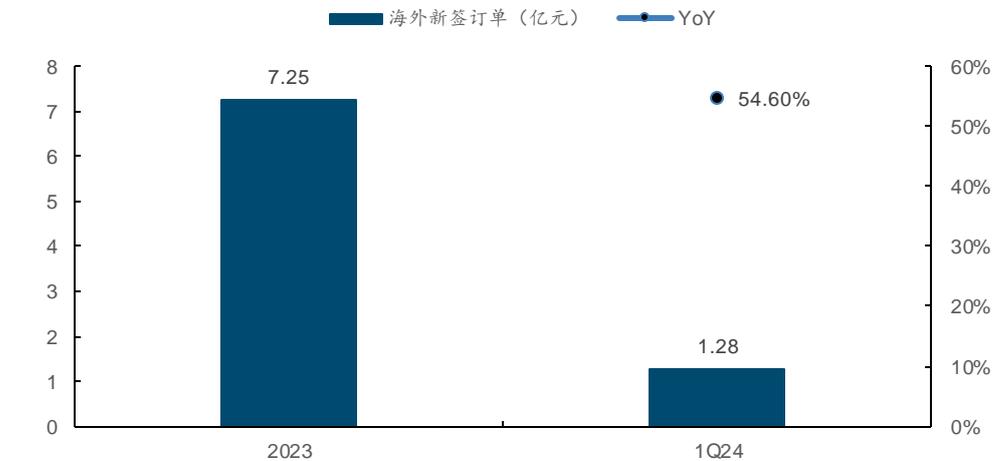


来源: Ifind, 国金证券研究所

注: 2021 年海外收入有较大增幅主要是蒙古额尔登特 EPC 项目导致

根据耐普矿机公告信息,1Q24 耐普矿机实现海外市场新签订单 1.28 亿元,同比增长 54.6% (剔除 EPC 项目),耐普矿机已在智利、秘鲁、墨西哥、厄瓜多尔、赞比亚、塞尔维亚、澳大利亚、新加坡等全球多个国家设立了控股子公司,基本建设了覆盖全球的营销网络。重点开拓方向为中亚、非洲及南美等一带一路沿线矿业发达地区市场,海外市场后续有望继续保持高增长。

图表211: 耐普矿机 1Q24 海外市场新签订单高增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

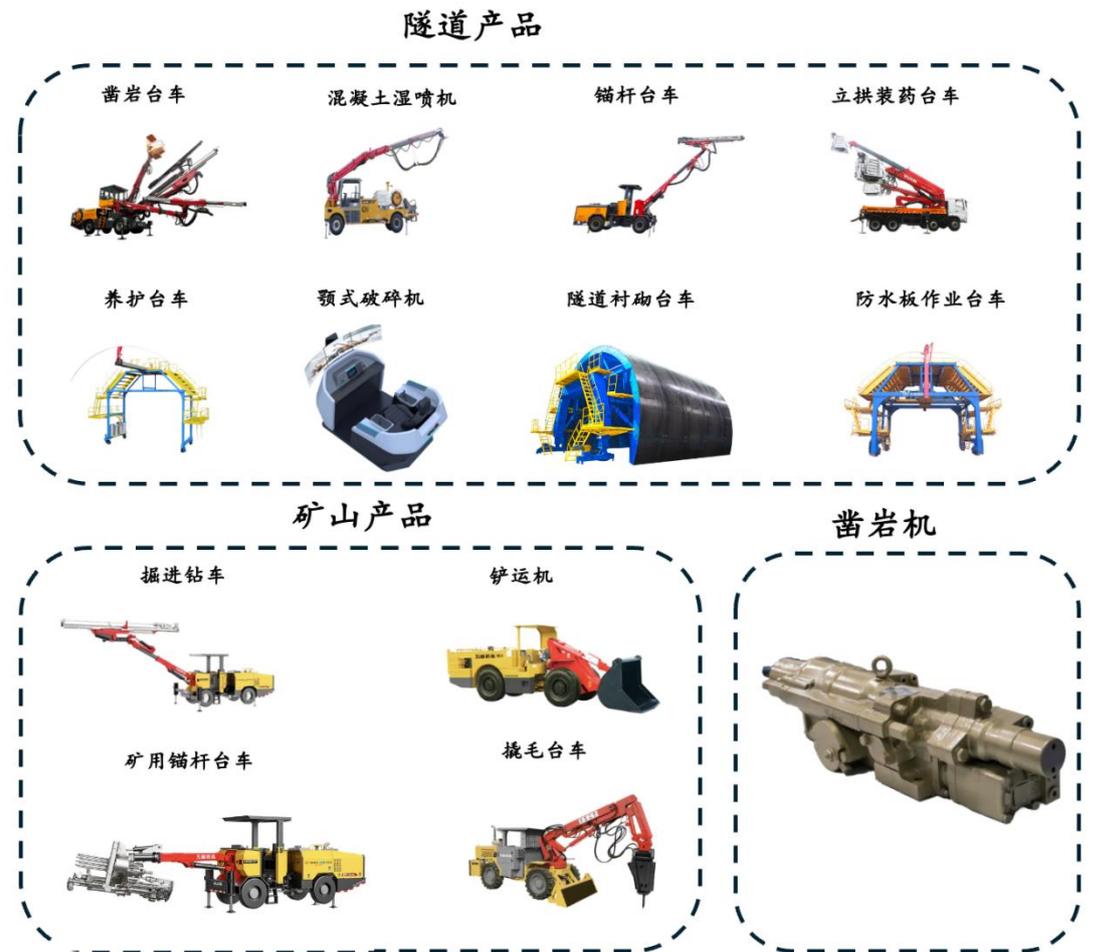
注: 1Q24 同比增速剔除 EPC 项目计算

5.3 五新隧装: 隧道装备小巨人, 拓展矿山装备

五新隧装是隧道施工与矿山开采成套智能装备供应商,主要产品为隧道衬砌台车、凿岩台车以及智能掘进钻车等,下游应用领域为铁路、公路、矿山、水利水电和地下洞库。



图表212: 五新隧装主业为隧道及矿山装备

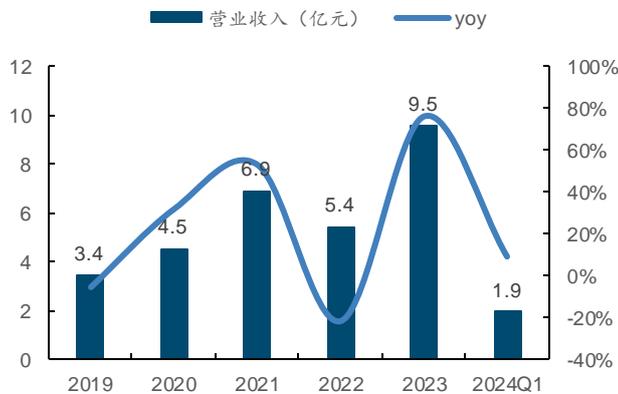


来源: 五新隧装官网, 国金证券研究所

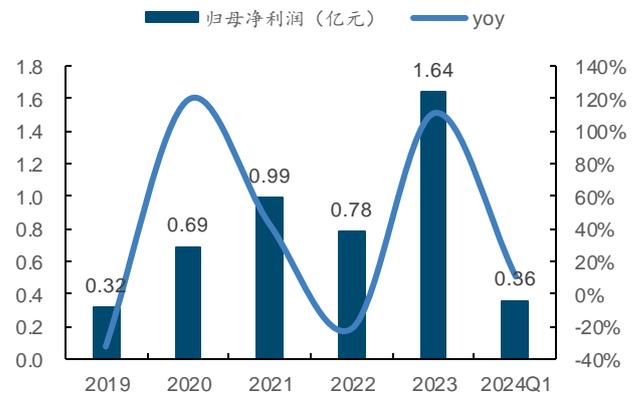
市场需求恢复, 营收、利润显著改善。2022 年下游需求波动, 相关施工项目有所延后, 2023 年恢复常态化运行, 部分延期项目开工, 叠加市场需求逐步恢复, 五新隧装营业收入提升至 9.5 亿元, 归母净利润提升至 1.64 亿元。

图表213: 2023 年五新隧装收入大幅增长

图表214: 2023 年五新隧装归母净利润大幅增长



来源: iFinD, 国金证券研究所

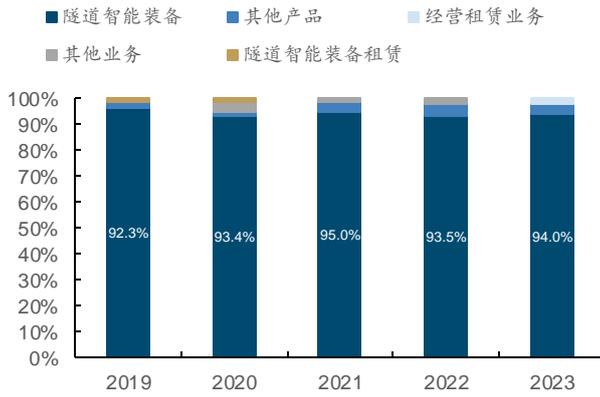


来源: iFinD, 国金证券研究所

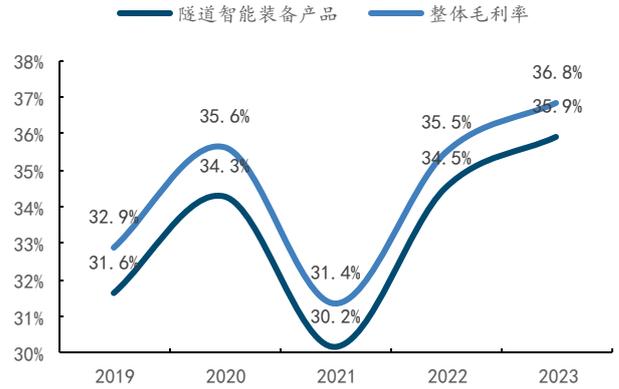
隧道智能装备为基, 毛利率持续修复。五新隧装拳头产品“隧道衬砌台车”认可度高, 获评第七批国家级制造业单项冠军产品。23 年隧道智能装备占比达 94.0%, 随着高技术含量的双曲臂凿岩台车放量, 叠加市场需求恢复, 五新隧装隧道智能装备板块毛利率从 21 年 30.2% 提升至 23 年的 35.9%。



图表215: 隧道智能装备占比超 90%



图表216: 隧道智能装备毛利率持续修复

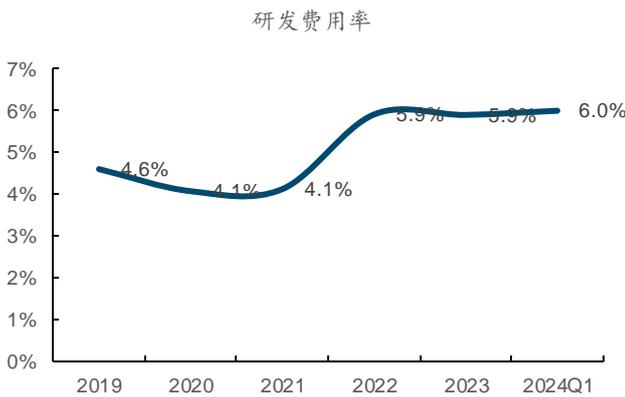


来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

联合长矿院共同研发, 拓展非煤矿山装备。长沙矿山研究院技术水平处于我国金属矿床开发领先地位, 五新隧装联手长矿院合作研发非煤矿山装备, 近两年研发费用率均保持在 5.9%, 相对 21 年提升 1.8pcts。近年来, 矿山产品持续取得突破, 彻底解决了矿山 3*3m 以下中小巷道机械化施工的行业痛点。

图表217: 五新隧装研发费用率处于高位



图表218: 五新隧装矿山装备实现超小-超大断面全覆盖

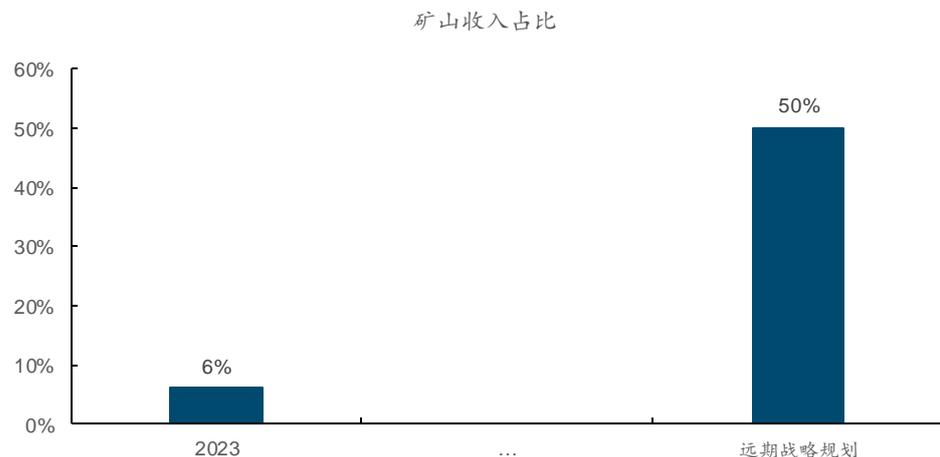
名称	指标	公司是否产品覆盖
超小断面	<3m*m	√
小断面	3-10m*m	√
中等断面	10-50m*m	√
大断面	50-100m*m	√
超大断面	>100m*m	√

来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: 五新隧装官网, 五新隧装年报, 国金证券研究所

五新隧装将持续聚焦矿山装备。目前五新隧装矿山装备收入占比低于 10%, 根据五新隧装 2023 年年报信息, 五新隧装树立了十年奋斗目标, 通过 10 年的努力, 打造基建和矿山市场销售规模各占 50%、国内和国外市场销售规模各占 50%、主机和 aftermarket 销售规模各占 50% 的业务新格局。

图表219: 五新隧装远期规划矿山装备收入占比提升至 50%





来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所 注：2023 年矿山装备占比依据隧道装备占比 94%计算，实际低于 6%

5.4 同力股份：国产非公路宽体自卸车开创者，海外收入高增长

同力股份为国产非公路宽体自卸车开创者，产品拓展矿用自卸车、非公路特种运输设备以及井巷运输设备。公司于 2004 年研发出国内首台非公路宽体自卸车，此后近 20 年持续深入一线调研工况，深耕非公路运输设备，目前产品矩阵拓展至非公路特种运输车等矿用设备。

图表 220：同力股份主要产品为矿山物料运输所用的非公路自卸车

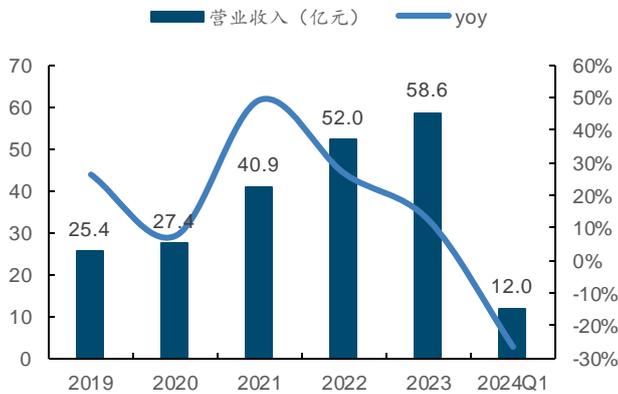


来源：同力股份官网，国金证券研究所

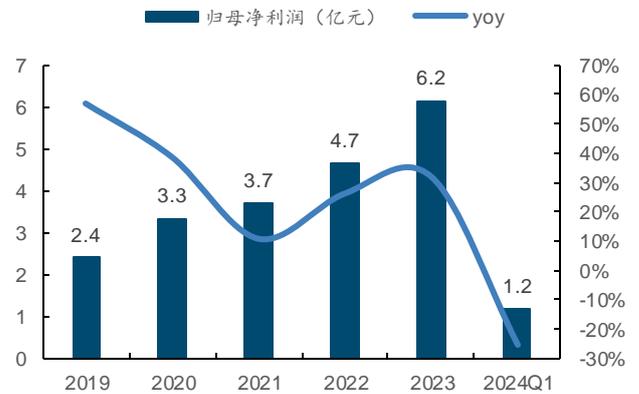
受益于矿山需求高景气，同力股份 23 年营收、归母净利润双增。2019-23 年同力股份营收、净利润持续增长，从 25.4/2.4 亿元提升至 58.6/6.2 亿元，期间 CAGR 达 23.3%/26.4%，其中 23 年归母净利润同比增长 31.8%，主要系高毛利的海外业务快速增长。24Q1 业绩承压主要因为国内露天煤矿一季度开工不足，以及海外市场增速放缓。

图表 221：2019-23 年同力股份营业收入保持正增长

图表 222：2023 年同力股份归母净利润大幅增长



来源：iFinD，国金证券研究所

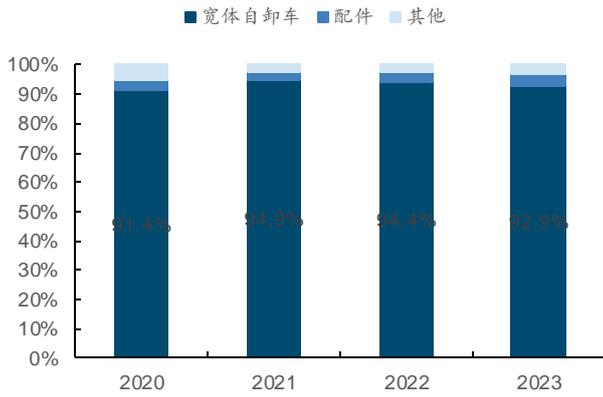


来源：iFinD，国金证券研究所

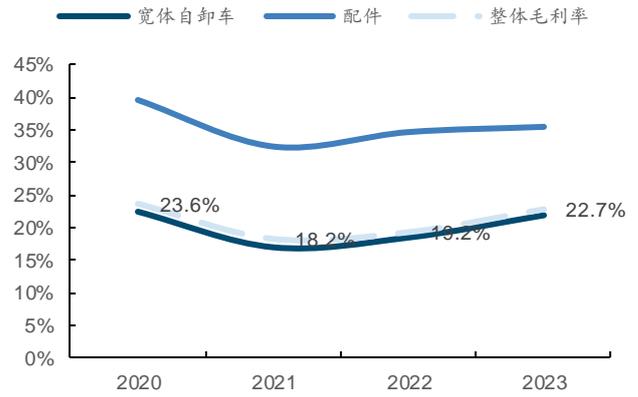
宽体自卸车为核心，收入占比超 90%。根据同力股份公告，2020-23 年宽体自卸车收入占比分别为 91.4%、94.9%、94.4%、92.9%，均超过 90%。2023 年同力股份募投项目全面投产，叠加海外渠道进入收获期，高毛利的海外业务带动整体毛利率提升至 22.7%，相对 22 年提升 3.5pcts。



图表223: 宽体自卸车收入占比超90%



图表224: 23年同力股份整体毛利率提升至22.7%



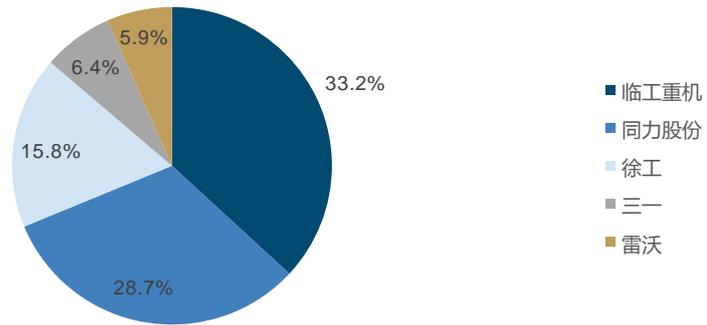
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

非公路矿用自卸车头部供应商, 市占率达28.7%。同力股份是国内非公路矿用自卸车产品创造者, 自2004年研发出该产品后, 一直深耕非公路矿用自卸车领域, 根据中国工程机械工业协会数据, 同力股份2022年在非公路矿用自卸车市占率达28.7%。

图表225: 2022年同力股份非公路矿用自卸车市占率达28.7%

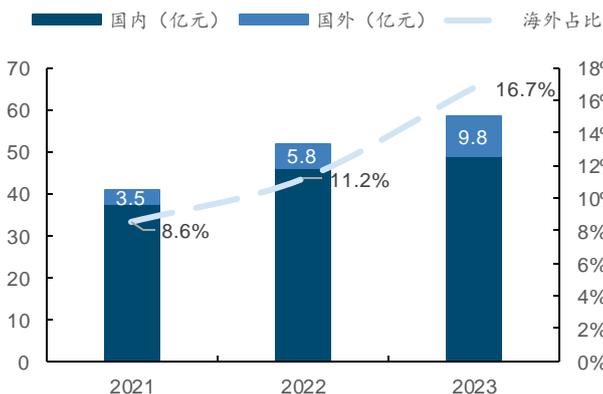
2022年非公路矿用自卸车格局



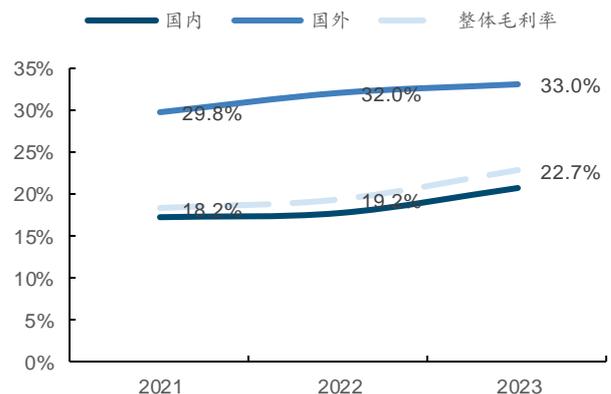
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

海外建设进入收获期, 收入占比持续提升。近年来, 同力股份成立新加坡子公司, 全面布局东南亚等海外市场营销, 从业绩表现来看, 同力股份海外业务收入/占比从21年3.5亿元/8.6%提升至23年的9.8亿元/16.7%。盈利能力方面, 2023年高毛利的海外业务占比提升, 带动整体毛利率提升至22.7%, 同比提升3.5pcts。

图表226: 2023年同力股份海外收入占比提升至16.7%



图表227: 海外毛利率高于国内10pcts以上



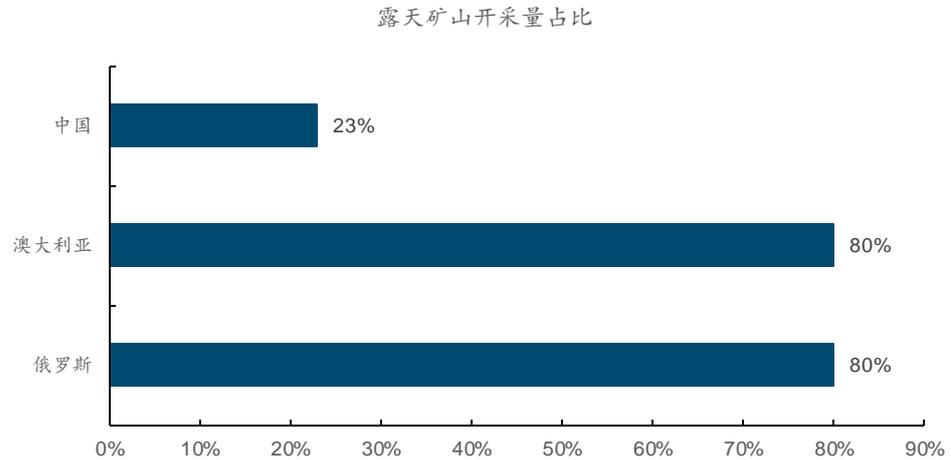


来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

大型化产品持续取得突破，有望进入海外高端市场。根据同力股份公告，海外澳大利亚、俄罗斯等地露天开采占比达 80%左右，为主要的非公路自卸车高端市场，主流产品为 200 吨以上的大型化产品。同力股份目前 TL135 产品已经上市，180 吨级别产品研发也已经落地，大型化产品突破将是同力股份打开海外高端市场核心抓手，同力股份海外毛利率有望随着高端产品落地进一步提升。

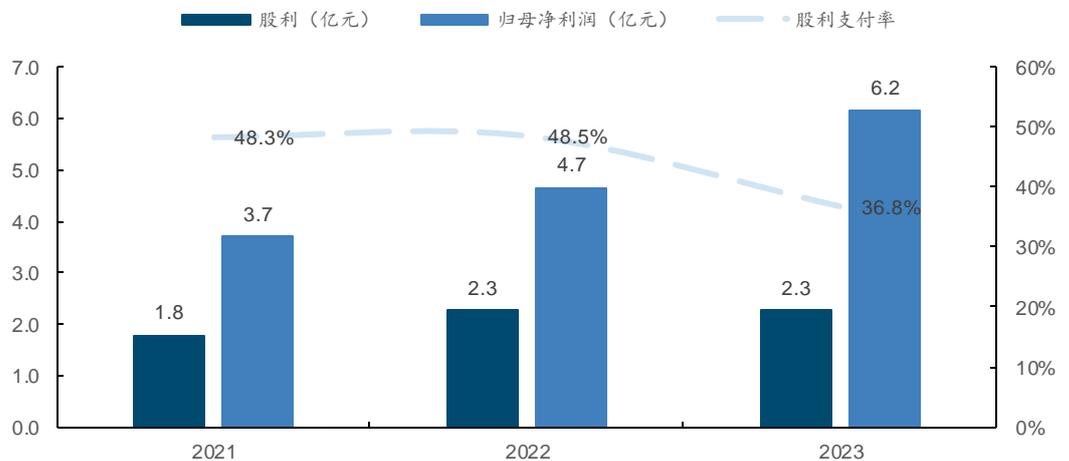
图表 228：俄罗斯、澳大利亚为主流的非公路自卸车高端市场



来源：同力股份公告，国金证券研究所

上市以来维持高股利支付率，积极回报股东。同力股份 2021 至 2023 年股利分别为 1.8、2.3、2.3 亿元，股利支付率为 48.3%、48.5%、36.8%，同力股份积极通过高股利支付率，向股东回报经营成果。

图表 229：近三年同力股份股利支付率维持在 35%以上



来源：同力股份公告，iFinD，国金证券研究所

员工持股计划、股权激励绑定核心员工，彰显业绩高增长信心。同力股份 22 年实施员工持股计划，员工认购资金总额 4000 万元对应 1000 万股，占总股本的 2.21%，三个解锁期考核目标为 22-24 年营收不低于 45、50、55 亿元；同力股份 23 年实施股权激励计划，授予 1000 万股，占总股本的 2.21%，其中 800 万股行权价格为 5.04 元/股，200 万股为 4.54 元/股，考核目标以 21 年为基数，24 年营业收入增长率不低于 41%，净利润增长率不低于 38%。连续两次进行激励安排，绑定核心员工，彰显公司业绩高增长信心。



图表230: 员工持股计划&股权激励彰显业绩高增长信心

类别	时间	占计划公告日总股本	考核目标
员工持股计划	2022	2.21%	2022 年营收不低于 45 亿元 2023 年营收不低于 50 亿元 2024 年营收不低于 55 亿元
股权激励	2023	2.21%	以 21 年为基数, 23 年营业收入增长率不低于 34%, 净利润增长率不低于 33% 以 21 年为基数, 24 年营业收入增长率不低于 41%, 净利润增长率不低于 38%

来源: iFinD, 同力股份公告, 国金证券研究所

5.5 徐工机械: 工程机械龙头, 横向拓展矿山机械

徐工机械是国内工程机械龙头, 向矿山机械横向拓展。目前徐工机械矿山装备覆盖采煤机械、露天矿山机械以及地下矿山机械。其中采煤机械主要有地下铲运机、掘锚机、连续采煤机、掘进机、无轨胶轮车; 露天矿山机械有矿用挖掘机、矿车、矿用洒水车、破碎机、筛分设备; 地下矿山设备有地下运矿车、矿用采矿钻车、矿用掘进钻车、地下铲运机以及矿用锚杆钻车。

图表231: 徐工机械产品覆盖井工煤矿、金属矿山机械以及露天矿用装备

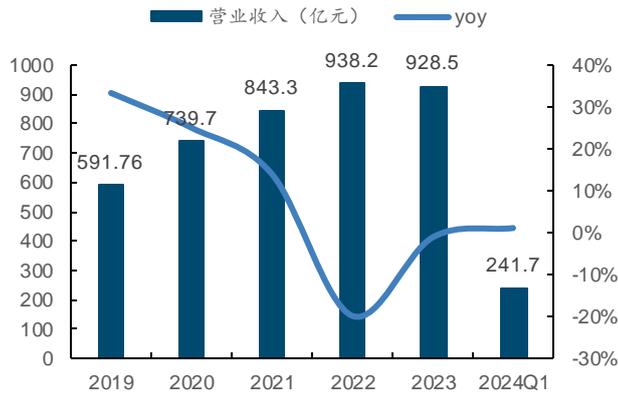


来源: 徐工机械官网, 国金证券研究所

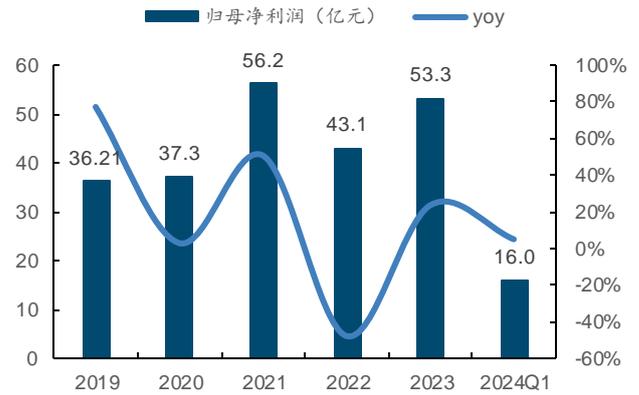
24Q1 徐工机械营收、归母净利润双增。受益于行业上行周期驱动, 17-21 年徐工机械营收规模持续提升, 22 年工程机械行业进入下行周期, 业绩明显承压。24Q1 徐工机械实现营业收入 241.7 亿元 (同比+1.2%), 归母净利润 16.0 亿元 (同比+5.1%)。



图表232: 24Q1 徐工机械营收同比转正



图表233: 24Q1 年徐工机械归母净利润达 16.0 亿元



来源: 徐工机械公告, iFinD, 国金证券研究所

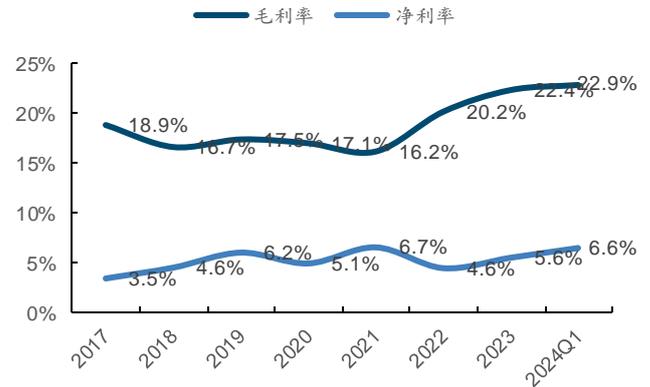
来源: 徐工机械公告, iFinD, 国金证券研究所

徐工机械股权激励目标重视盈利能力, 看好公司长期利润率提升。根据公告, 股票激励计划业绩目标为 2023-2025 年净资产收益率不低于 9.0%/9.5%/10%, 净利润不低于 53/58/65 亿元, 分红比例不低于 30%。凭借海外出口持续占比持续提升、坚持降本增效, 24Q1 徐工机械毛利率、净利率均达到或接近五年新高。

图表234: 徐工授予的限制性股票激励考核标准重视盈利质量

图表235: 股权激励后徐工毛利率和净利率持续提升

考核期	净资产收益率	净利润	分红比例
2023 年	≥9%, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	≥53 亿元, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%
	≥9.5%, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	≥58 亿元或 23-24 年累计净利润不低于 111 亿元, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%
2024 年	≥10.0%, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	≥65 亿元或 23-25 年累计净利润 176 亿元, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%



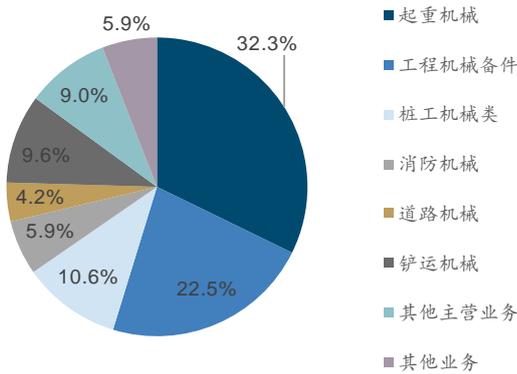
来源: 徐工机械公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 徐工机械公告, iFinD, 国金证券研究所

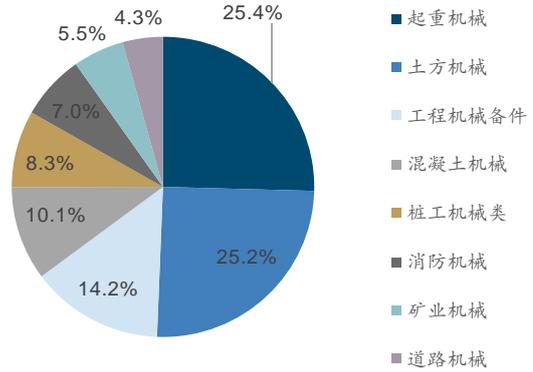
徐工机械吸收合并徐工有限, 完成工程机械、矿山机械板块整体上市。2022 年徐工有限的挖掘机、塔式起重机、混凝土机械、矿业机械等优势资产注入, 徐工机械产品结构得以优化, 推动公司盈利上行。



图表236: 2021年徐工机械业务以起重机械和备件为主



图表237: 2022年吸收徐工有限后产品结构得以优化

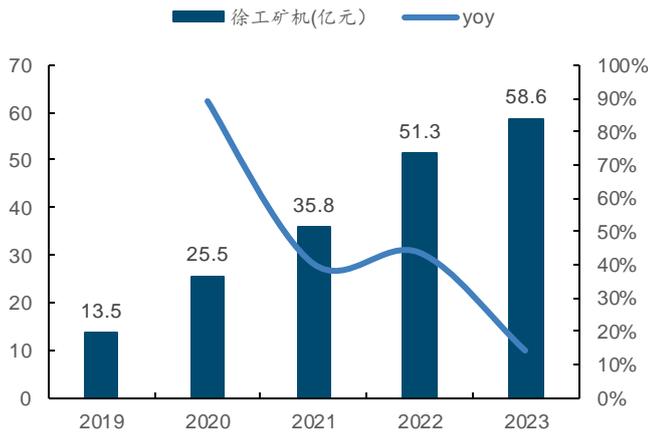


来源: Wind, 国金证券研究所

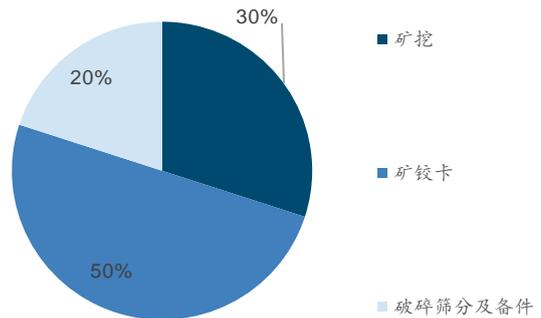
来源: Wind, 国金证券研究所

以矿挖、矿铰卡为主, 徐工机械矿山装备增长强劲。2019-22年徐工机械矿机业务收入从13.5亿元提升至58.6亿元, 期间CAGR达44.4%。根据徐工机械投资者交流纪要信息, 徐工机械矿山机械以矿挖、矿铰卡为主, 占比达30%、50%。

图表238: 徐工机械矿山装备收入规模持续增长



图表239: 徐工机械主要矿山产品为矿挖、矿铰卡



来源: 徐工机械公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 徐工机械公告, iFinD, 国金证券研究所 注: 统计口径为2023年1-9月

5.6 山推股份: 国内推土机龙头, 海外收入大幅提升

山推股份是国产推土机龙头, 产品覆盖推土机、装载机等主机, 还包括推土机履带、润滑链轨总成等一系列配件产品。主机: 公司主机产品较多, 包括推土机、装载机、矿卡、挖掘机、推装机、破碎筛分设备等; 配件: 润滑链轨总成、超越离合器、履带总成、油泵、轮胎等一系列主机配套产品及易耗件。



图表240: 山推股份产品主要覆盖工程机械主机及配件

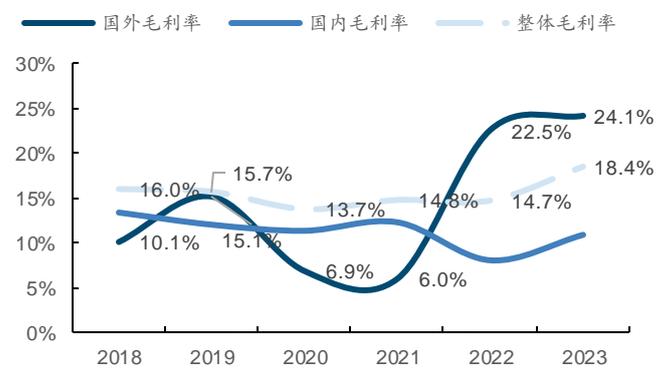
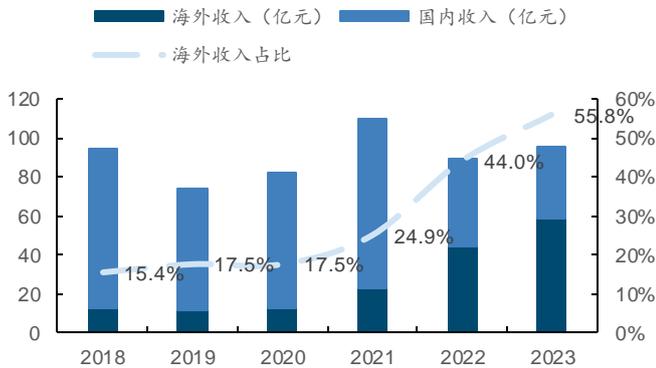


来源: 山推股份官网, 国金证券研究所

22-23 年山推股份推土机产品出口顺利, 内销承压, 海外出口占比大幅提升。21-23 年山推股份海外收入分别为 22.8/44.0/58.8 亿元, yoy+83.6%/92.4%/33.7%, 海外收入占比从 24.9% 提升到 55.8%。海外盈利能力 23 年表现突出, 带动整体盈利水平提升。

图表241: 山推股份 22-23 年出口占比大幅提升

图表242: 山推股份 22-23 年海外市场毛利率明显提升



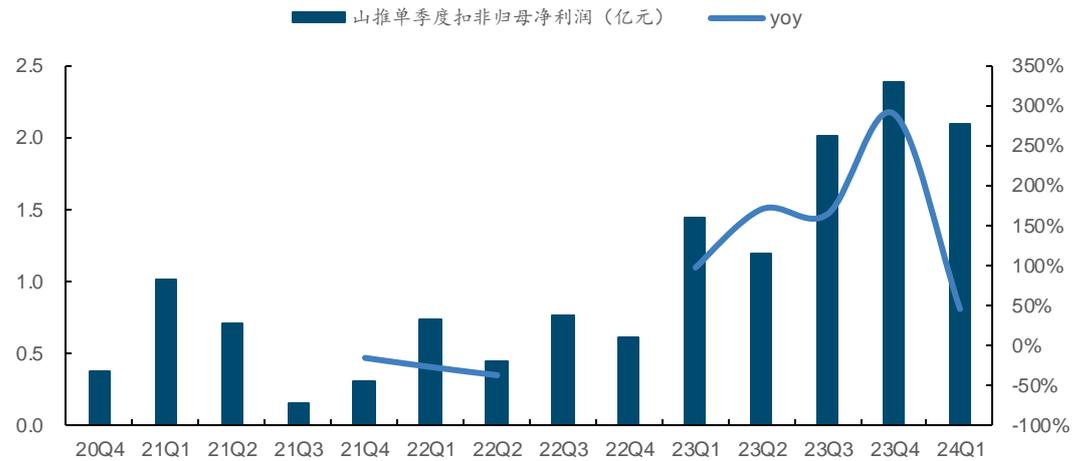
来源: 山推股份公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 山推股份公告, 国金证券研究所 注: 22 年公司统计口径相比之前存在差异

23 年以来归母净利润表现亮眼。受益于推土机出口高增, 23 年山推股份扣非后归母净利润单季度连续四个季度翻倍增长。在 23 年高基数下, 24Q1 山推股份扣非归母净利润为 2.1 亿元, 同比+45.1%, 表现依旧亮眼。



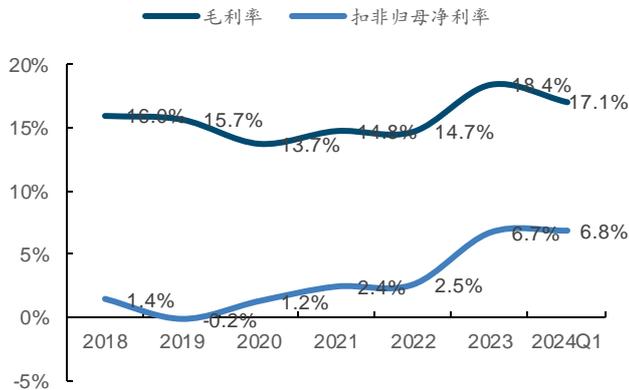
图表243: 山推股份23年以来归母净利润大幅增长



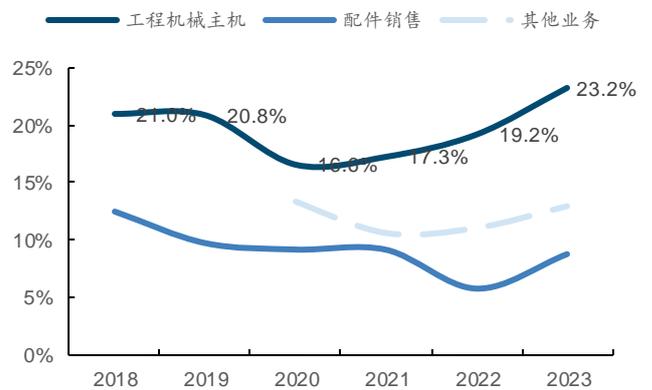
来源: 山推股份公告, iFinD, 国金证券研究所

外增内控, 盈利能力显著提升。山推股份大马力推土机出口放量、海外收入占比提升, 同时注重费用、减值管控, 推动整体盈利能力明显提升, 23年山推股份毛利率、扣非后归母净利率分别达17.6%/6.5%, 同比分别提升2.9/3.7pcts, 24Q1山推股份产品结构调整, 导致毛利率有所波动, 但整体费用管控良好, 扣非归母净利率提升至6.8%。分产品来看, 工程机械主机类业务23年毛利率达到过去5年新高。

图表244: 23年山推股份盈利能力明显提升



图表245: 山推股份工程机械主机毛利率更高



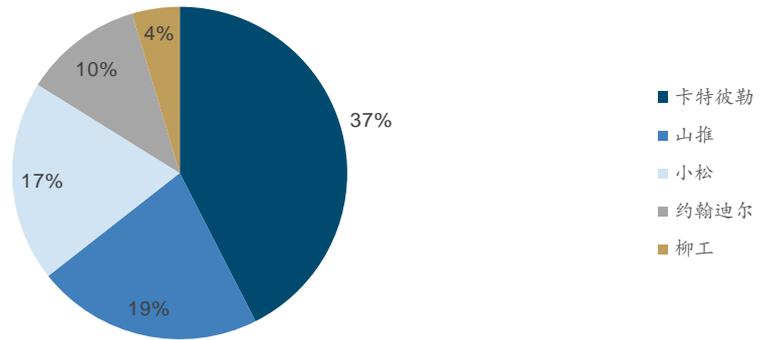
来源: 山推股份公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 山推股份公告, iFinD, 国金证券研究所

山推股份是全球推土机龙头之一。山推股份坚持深耕推土机多年, 是技术领先的国产推土机龙头, 全球市占率达19%。



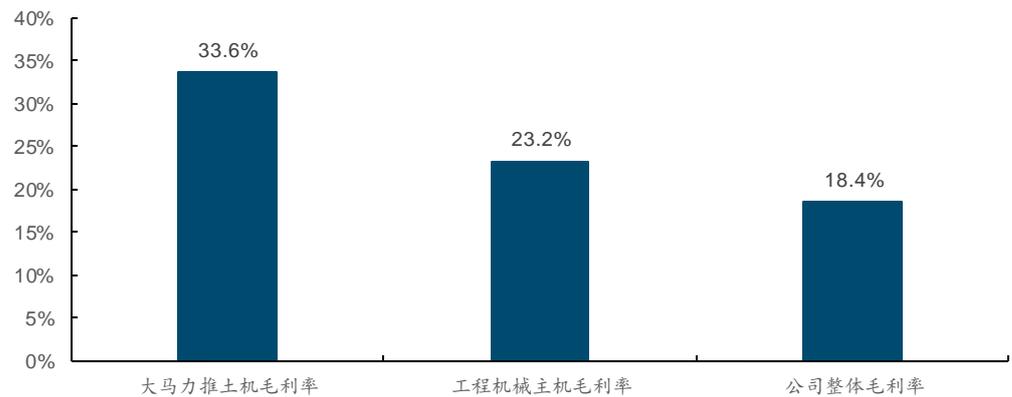
图表246: 山推是国产最大推土机厂商



来源: 证券之星, 柳工投资者互动平台, 国金证券研究所

加码高盈利的大马力推土机。2020年山推股份进行定向增发扩张大马力推土机产能, 根据公告, 20M1-M9山推股份大马力推土机毛利率达33.6%, 远高于工程机械主机和公司整体毛利率; 公司远期460、600、900马力推土机产能分别120、120、60台, 大型产品供应能力得以扩充。根据山推股份公告, 全球大马力推土机年均需求量为1500台以上, 加码大马力推土机市场, 将为其贡献新增长点。

图表247: 山推股份大马力推土机毛利率更高



来源: 山推股份公告, iFinD, 国金证券研究所 注: 大马力推土机毛利率为20年1-9月值, 工程机械主机、公司整体毛利率取2023年数据

图表248: 山推股份“高端大马力推土机产业化项目”销量预期 (单位: 销量为台, 收入为万元)

型号	T+1		T+2		T+3		T+4		T+5		T+6		T+7-T+12	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
460hp	4	1,200	10	3,000	30	9,000	50	15,000	90	27,000	105	31,500	120	36,000
600hp	6	2,400	12	4,800	32	12,800	65	26,000	90	36,000	105	42,000	120	48,000
900hp	6	4,080	10	6,800	18	12,240	35	23,800	40	27,200	50	34,000	60	40,800
合计	16	7,680	32	14,600	80	34,040	150	64,800	220	90,200	260	107,500	300	124,800

来源: 山推股份公告, 国金证券研究所

5.7 浙矿股份: 破碎筛分设备头部供应商, 一季度业绩回暖

浙矿股份是国内破碎筛分设备头部供应商, 目前设备主要应用于砂石行业。浙矿股份深耕破碎与筛分设备多年, 目前产品矩阵囊括颚式破碎机、圆锥式破碎机等4类主流破碎机,



以及振动筛、给料机、洗砂机、洗选机等筛选设备。

图表249：浙矿股份产品主要为破碎与筛分设备

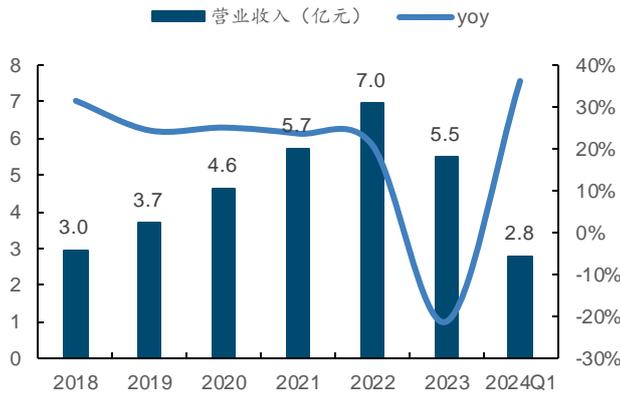
类别	产品种类	功能及特点	示意图
破碎设备	颚式破碎机	结构轻巧、耐冲击性能强、高强度铸钢，可快速调整排料口、易于安装维护，运行成本低	
	圆锥式破碎机	坚固耐用、主轴摆动速度快使产量更大、粒型更好，自动化程度高，承载力强使运转更加平稳，易于操作维护	
	冲击式破碎机	采用稀油润滑系统，稳定性更好、使用寿命更长；采用软启动器启动，对电网系统冲击更小、启动时间更短	
	锤式破碎机	采用全不锈钢制作，高转速、大冲程，适用于废铅酸蓄电池整体破碎	
筛选设备	振动筛	具有结构简单合理、筛分效率高、低噪声、低能耗、方便维修等特点	
	给料机	结构简单、运行可靠，调节安装方便，重量轻、体积小，维护保养方便	
	洗砂机	中细砂和石粉流失极少，运行稳定、使用寿命长	
	洗选机	具有新颖的密封结构，可调式溢流堰板，可靠的传动装置，确保清洗脱水的效果	

来源：浙矿股份官网，浙矿股份年报，国金证券研究所

行业下行期浙矿股份积极拓展业务，24Q1 业绩表现亮眼。浙矿股份产品主要用于生产砂石骨料，其下游应用领域主要为地产、基建及道路等，2023 年受宏观经济和地产下行影响，砂石需求有所减弱，浙矿股份订单有所减少，浙矿股份 23 年营收/归母净利润分别为 5.5/1.1 亿元，同比-21.1%、-42.6%。24Q1 行业虽然仍处于下行阶段，浙矿股份积极拓展业务，营收/归母净利润提升至 2.8/0.6 亿元，同比+36.4%/14.8%。



图表250: 24Q1 浙矿股份营收高增长



图表251: 24Q1 浙矿股份归母净利润同比+14.8%

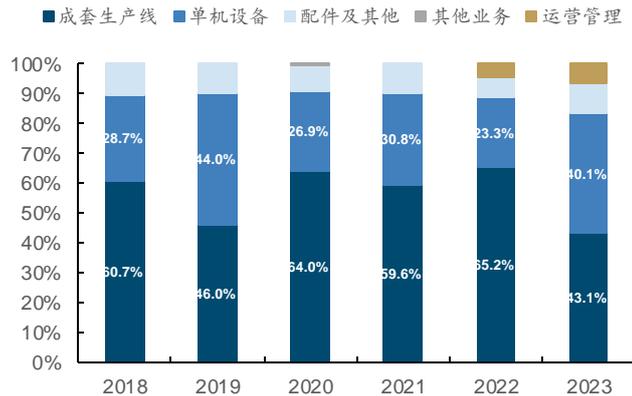


来源: 浙矿股份公告, iFinD, 国金证券研究所

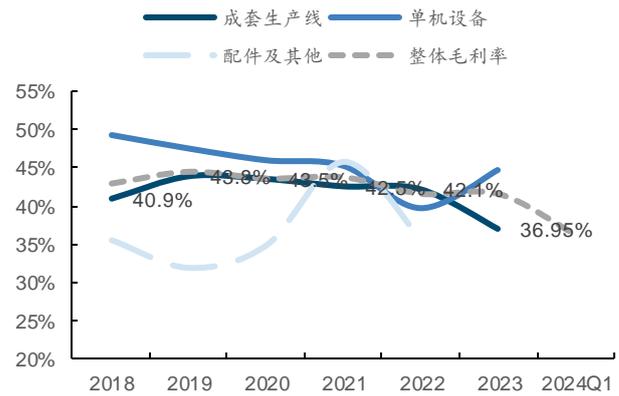
来源: 浙矿股份公告, iFinD, 国金证券研究所

砂石成套解决方案供应商, 短期盈利能力承压。浙矿股份在破碎与筛分环节产品较全, 能够提供砂石处理中通用、石骨料、沙骨料三个环节成套解决方案, 23 年成套产线收入占比超 63%。受下游房地产、基建需求复苏缓慢影响, 24Q1 毛利率下行至 36.3%。

图表252: 浙矿股份产品多以成套产线进行销售



图表253: 整体毛利率短期承压



来源: 浙矿股份公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 浙矿股份公告, iFinD, 国金证券研究所

5.8 南矿集团: 破碎、筛分设备领军企业, 持续加大矿山、出海、后市场布局

南矿集团专注金属、非金属矿山以及石料破碎筛分设备。公司由南昌矿山机械厂改制而来, 深耕矿山处理装备, 主要设备为旋回破碎机等 5 类破碎装备、筛分机、给料机, 近年来积极向“装备制造+服务”转型, 具备提供全套矿石处理解决方案以及配件、智能运维等后市场服务能力。



图表254: 南矿集团产品主要为金属、非金属矿山破碎筛选设备

类别	产品种类	用途	示意图
破碎设备	旋回破碎机	1、领域：矿山和石料加工； 2、作业：初级破碎，将爆破物料加工至 250 毫米以下； 3、岩石：用于各种硬度和磨蚀性的矿石和岩石。	
	颚式破碎机	1、领域：矿山和石料加工； 2、作业：初级破碎，将爆破物料加工至 350 毫米以下； 3、岩石：用于各种硬度和磨蚀性的矿石和岩石。	
	圆锥破碎机	1、领域：矿山和石料加工； 2、作业：中碎、细碎破碎作业，将初碎物料加工至 30-10 毫米以下； 3、岩石：用于各种硬度和磨蚀性的矿石和岩石。	
	反击式破碎机	1、领域：非金属矿和石料加工； 2、作业：爆破矿山的初级、中碎和细碎破碎作业； 3、岩石：用于各种中等硬度以下和低磨蚀性的岩石	
	立轴冲击式破碎机	1、领域：非金属矿和石料加工； 2、作业：细碎整形作业； 3、岩石：用于各种硬度和磨蚀性的矿石和岩石。	
筛选设备	筛分机（圆筛、直线筛、自同步椭圆筛）	1、领域：矿山和石料加工； 2、作业：预筛和产品干湿筛分作业； 3、物料：用于各种散状物料。	
	筛分机（MLS-L 系列水平筛）	1、领域：金属矿山领域的矿物加工； 2、作业：大处理量的矿物筛分作业； 3、物料：用于各种散状金属矿山物料。	
	筛分机（HFS/V 系列液压高频筛）	1、领域：矿山和石料加工； 2、作业：用于 5 毫米以下细粒径的高效筛分，广泛用于机制砂筛分作业； 3、物料：用于各种散状物料。	
大型集成设备	给料机	1、领域：矿山和石料加工； 2、作业：预筛和产品干湿筛分作业； 3、物料：用于各种散状物料。	
	移动破碎筛分站	1、领域：矿山和建筑工程建设； 2、作业：用于小规模、短期的破碎筛分作业； 3、物料：用于各种岩石。	

来源：南矿集团招股说明书，国金证券研究所

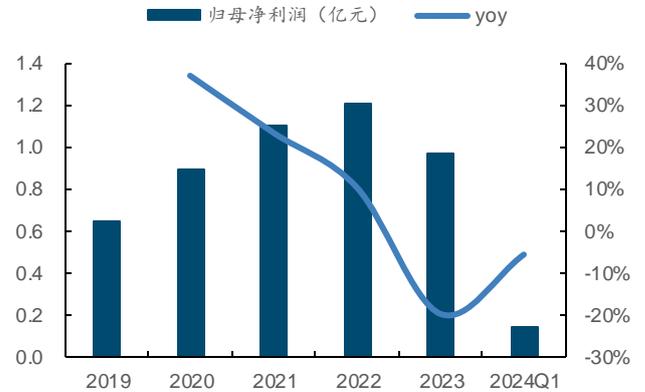
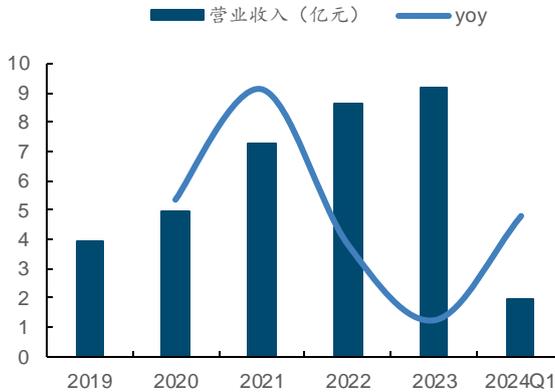
受砂石行业需求波动，业绩短期承压。2023 年砂石骨料市场表现疲软，一些大型及超大型砂石骨料项目投产后的骨料价格下行，南矿集团部分客户项目推进进度不及预期，南矿



集团营收增速承压。24Q1 南矿集团营收达 2.0 亿元，同比+24.0%，归母净利润降幅收窄至 5.8%。

图表 255: 下游需求波动导致南矿集团 23 年营收增速短期承压

图表 256: 原材料价格传导滞后导致南矿集团归母净利润下行



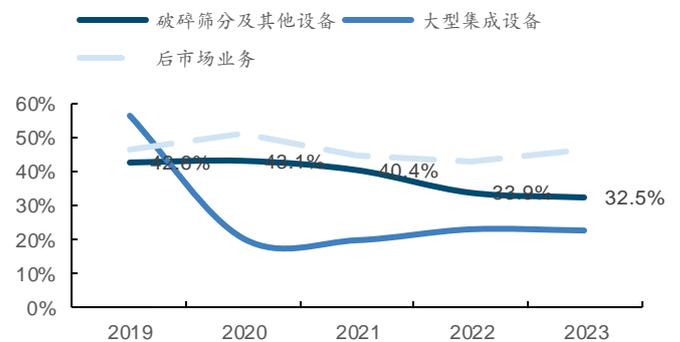
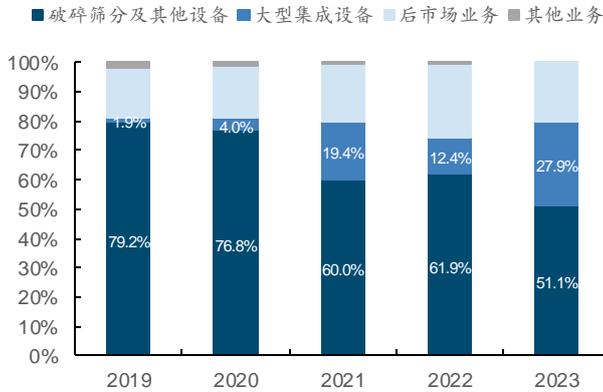
来源：南矿集团公告，iFinD，国金证券研究所

来源：南矿集团公告，iFinD，国金证券研究所

破碎筛分设备、大型集成设备为主线。2021-23 年南矿集团破碎筛分设备/大型集成设备收入占比分别为 60.0%/19.4%、61.9%/12.4%、51.1%/27.9%，合计占比超 70%。22、23 年受下游房地产、基建低迷影响，产品售价承压，破碎筛分设备毛利率分别为 33.0%、32.5%，相对 21 年下行 7.4pcts、6.4pcts，但仍处于较高水平。

图表 257: 破碎筛分设备、大型集成设备为主线

图表 258: 受下游需求影响，毛利率承压



来源：南矿集团公告，iFinD，国金证券研究所

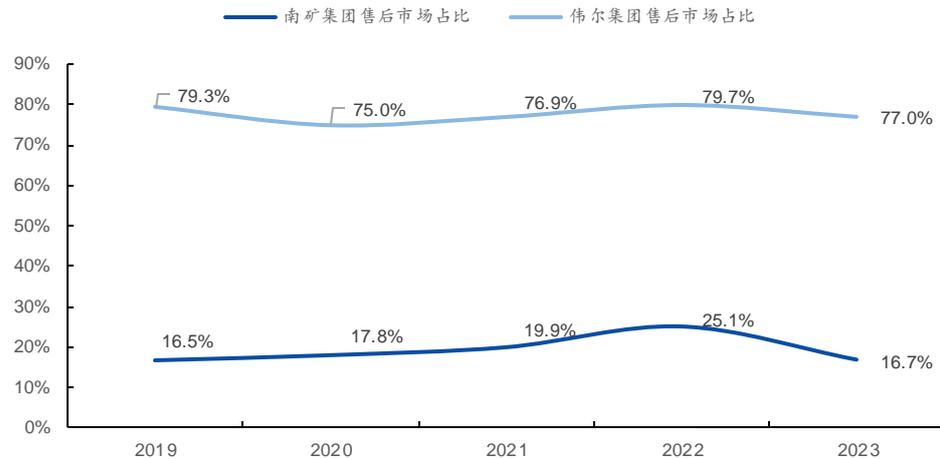
来源：南矿集团公告，iFinD，国金证券研究所

南矿集团售后市场收入占比多年在 20% 以下，而全球破碎筛分龙头伟尔集团售后市场占比保持在 70% 以上，跟进备件替换、运维服务是南矿集团进一步扩大规模、提升收入稳定性的一大关键。

根据南矿集团公告信息，其制定了中期的战略规划，目标是提高金属矿山营收占比至 70%，海外营收占比提升至 70%，后市场服务营收占比提升至 70%。



图表259: 售后市场提升空间大



来源: 南矿集团公告, 伟尔集团公告, 国金证券研究所

IPO 募投耐磨备件及主机产能。南矿集团于 2023 年 3 月 IPO 上市, 拟使用募集资金扩耐磨备件及主机产能, 其中耐磨件为 4.1 万吨/年、合金钢铸件为 1.8 万吨/年, 主机为 1000 台/年破碎筛分设备。南矿集团重视售后市场建设, 预计随着备件产能逐步达产, 售后市场板块将为南矿集团业绩稳定性提供支撑。

图表260: 募投扩耐磨备件及主机产能

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	产能	项目建 设期
1	高性能智能破碎机关键配套件产业化项目	59,738.58	59,738.58	4.1 万吨/年耐磨件、1.8 万吨/年合金钢铸件	5 年
2	南昌矿机集团股份有限公司智能化改造建设项目	40,629.04	40,629.04	1000 台/年破碎筛分设备	5 年
3	综合科技大楼建设与智能运维平台建设项目	15,043.94	15,043.94		5 年
	总计	115,411.56	115,411.56		-

来源: 南矿集团招股说明书, 国金证券研究所

6.风险提示

铜、金等主要金属价格波动, 导致下游资本支出不及预期风险。海外头部矿山机械公司来源铜矿、金矿的收入占比超 40%, 若铜、黄金价格下跌, 或影响矿山资本开支意愿, 从而对企业订单造成不利影响。

中资矿商海外扩张不及预期。国内矿山装备企业近年来受益中资矿山企业“一带一路”布局, 实现了全球市场份额提升。若中资矿商海外拓展不及预期, 或对企业海外业务造成不利影响。

能源转型进展不及预期。全球能源转型是铜金属价格维持高位的核心因素, 若全球能源转型进展不及预期, 会削弱下游矿山资本开支及生产意愿, 对矿山装备主机及耐磨配件需求造成不利影响。

汇率波动风险。中资矿山机械厂商海外收入占比持续提升, 若汇率波动, 可能会对相关公司收入、利润造成不利影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究