

金属矿山设备：上游涨价需求迎风起，出海开启新篇章



王梓琳 分析员

SAC 执业编号：S0080523080005
zilin3.wang@cicc.com.cn

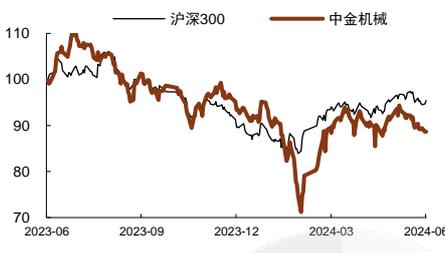
郭威秀 分析员

SAC 执业编号：S0080521120004
SFC CE Ref: BSI157
weixiu.guo@cicc.com.cn

陈显帆 分析员

SAC 执业编号：S00805211050004
SFC CE Ref: BRO897
xianfan.chen@cicc.com.cn

纵轴：相对值 (%)



中金一级行业：工业

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

观点聚焦

投资建议

我们判断 2024-2025 年全球矿企资本开支增长延续，叠加中国矿山设备企业加速布局非洲、一带一路等国家出海需求，国内矿山设备企业订单或持续表现亮眼。本文系统分析矿山设备投资机会。

理由

周期判断：矿山资本开支预计维持高位 2 年。我们以全球前 20 大矿企资本开支之和衡量主要金属矿产的资本开支，发现矿山设备企业营收、矿企资本开支、金属价格同周期波动。全球制造业温和复苏预期叠加国际局势多变对金属质抗压风险性需求提高，我们认为今年内金属价格或延续向上，矿企资本开支一般滞后于金属价格，因此我们判断未来 2 年矿企资本开支或持续。此外，中国资源企业 2023 年资本开支绝对值已较上一轮高峰值翻倍或为中国矿山设备企业带来更大增长弹性。

产业图谱：采掘环节价值占比高，出口空间广阔。据洲际矿山统计，矿山设备采购开支占矿山资本开支 20-30%，其中，采掘（挖掘机、综采系统）、输送（矿车或皮带）、选矿（破碎、筛分、粉磨）三大环节设备价值比例分别为 2：2：1。**我们分析全图谱公司发现：**1) 中国矿山设备企业下游以煤炭为主，金属矿设备稀缺；2) 布局采掘类设备的企业营收规模相对大；3) 板块平均毛利率 20%左右，专注细分赛道&选矿环节的设备毛利率略高，可达 30-40%；4) 设备企业内销金额占比 90%，出口空间广阔。

细分设备：优选海外渠道暴露度高的赛道。1) 国产化率看，运输设备、粉磨机、挖掘机、煤炭综采系统基本实现国产替代，大型凿岩机、掘进机、破碎筛分设备等高端领域依赖进口。2) 出海暴露度看，挖掘机、粉磨机出海更加成熟，运输机械近期出海增速较快。3) 集中度看，各环节均在进行头部整合，受项目大型化影响，运输机集中度提升更为明显。我们建议优选出海增长弹性大、集中度提升的设备环节，建议关注运输机、粉磨机及耗材类属性产品。

估值与建议

建议关注出海需求旺盛或集中度显著提升的设备企业，建议关注**运机集团（未覆盖）、耐普矿机（未覆盖）、中信重工（未覆盖）、新锐股份（未覆盖）**。

风险

矿山资本开支不及预期，矿山设备企业确收进度不及预期，地缘政治不稳定。

目录

矿企资本开支处于长周期景气，拉动设备企业需求	4
全球矿产资源分布图：供需错配，依赖全球化视角	4
怎么看本轮投资周期？矿企资本开支或持续 2 年以上	4
中国资源企业资本开支更为陡峭，受出海需求拉动	7
矿山设备产业链图谱：分采掘、输送、选矿三大环节，采掘价值占比最高	8
矿山开采分三大环节，采掘环节价值量占比高	8
选矿设备利润率较高，高端化产品盈利能力突出	9
中资矿山设备企业以内销为主，矿山设备出海前景广阔	11
主要细分赛道：优选海外渠道暴露高的赛道	13
采掘类设备：国产化率高，并矿开采头部厂商各有侧重	13
破碎粉磨&筛分设备：磨机龙头中信重工市占率领先，破碎&筛分设备集中度有待提高	14
带式输送设备：集中度亟待提升，出海加速正当时	17
个股巡礼	18
运机集团：带式输送机专业供应商，海外订单预计释放	18
中信重工：国内磨机龙头，定增募资助力耐磨备件突破产能瓶颈	19
耐普矿机：耐磨备件龙头，国际化发展大踏步	21
风险	25

图表

图表 1：全球矿产资源分布图	4
图表 2：全球主要矿产企业资本开支	5
图表 3：2023 年图 2 矿企占全球 Top 矿企资本开支比例为 90.4%，淡水河谷占比达 14%	5
图表 4：2023 年全球 Top20 矿企矿种产量结构，铁、煤、铜、金为收入占比最大的四类矿产	5
图表 5：国内矿山设备代表企业营收与全球头部矿山企业资本开支周期基本同步	6
图表 6：矿企资本开支高峰或出现在金属价格高位第二年	6
图表 7：潜在铜矿推进进程和投资密度	6
图表 8：主要国内矿企资本开支及增速	7
图表 9：主要国内矿企资本海外收入占比	7
图表 10：矿山开采主要流程介绍	9
图表 11：中国主要矿山机械制造企业产品概况	10
图表 12：2023 年国内主要企业市占率（按照收入）	11
图表 13：2023 年国内主要企业矿用设备板块毛利率	11
图表 14：我国矿山机械出口额近两年稳步增长，2023 年第四季度月度增速重新达到 40% 以上	12
图表 15：我国矿山机械制造企业营业收入来源以内销为主	12
图表 16：我国矿山机械产品进口结构	12
图表 17：我国矿山机械产品出口结构	12
图表 18：2022 年我国凿岩机械市场规模为 470.7 亿元	13
图表 19：2024 年我国凿岩设备出口同比增速高企	13
图表 20：破碎筛分产品分类	14

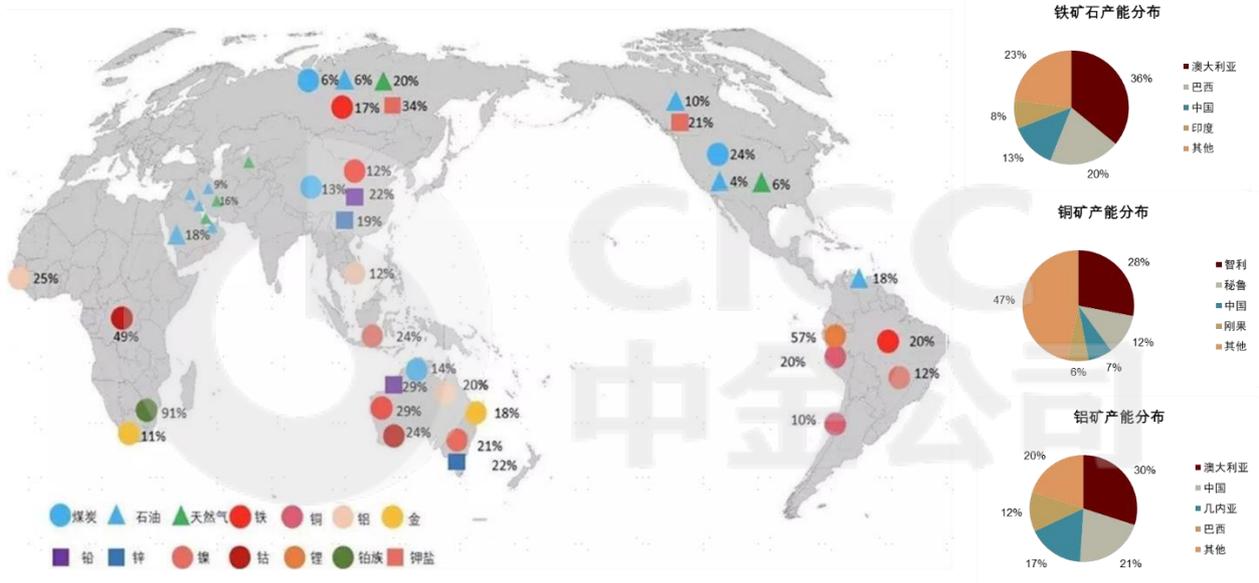
图表 21: 破碎筛分设备原材料主要为钢材, 砂石等矿产需求密切影响行业发展	15
图表 22: 中国破碎筛分设备行业市场规模	15
图表 23: 中国砂石破碎筛分设备行业市场规模	15
图表 24: 全球矿业磨机市场规模	16
图表 25: 选矿厂投资成本中 60%以上用于磨机设备	16
图表 26: 钢材和胶带原材料采购成本合计占比超过 50%	17
图表 27: 2018-2023 年皮带机出口额 CAGR 为 13%	17
图表 28: 近年公司营收持续增长, 1Q24 同比增长 34%	18
图表 29: 公司整体毛利率企稳于 25%左右水平	18
图表 30: 2022 年通用带式输送机营收占比大幅提升至 57.8%	19
图表 31: 采用定制化生产模式, 产销率维持高位	19
图表 32: 2024 年第一季度公司营收与去年同期持平	20
图表 33: 2023 年公司归母净利润同比增长 164%	20
图表 34: 矿山及重型装备营收占比持续上升	20
图表 35: 公司各产品毛利率水平差异较大	20
图表 36: 耐普矿机发展历程	21
图表 37: 矿用橡胶耐磨备件为公司首要收入来源 (2023 年)	22
图表 38: 2023 年矿用橡胶耐磨备件毛利为 2.4 亿元, 毛利率达 43.69%	22
图表 39: 新锐股份历史沿革	23
图表 40: 新锐股份产品矩阵	24
图表 41: 近年公司硬质合金工具收入占比维持高位	24
图表 42: 2023 年各产品毛利率企稳回调, 硬质合金工具毛利率为 38.9%	24

矿企资本开支处于长周期景气，拉动设备企业需求

全球矿产资源分布图：供需错配，依赖全球化视角

全球化资源调度，重视南美、澳洲市场供给端分析。需求端来看，2020年，中国、印度和东盟钢、铜、铝消费总量占全球比例分别为59%、59%、61%，印度东盟等新兴市场或受益于制造业转移未来承担更多矿山需求；供给端来看，铁、铜、铝等主要资源供给集中度较高，主要分布在南美洲、澳洲等地区，非洲矿产资源逐渐兴起。供需相对错配，导致：1) 全球视角非常重要，需要分析需求国与供给国的产业匹配情况；2) 对矿山设备而言，企业要有全球化布局眼光，尤其布局澳洲、南美洲等地区的企业成长空间更加广阔。

图表 1：全球矿产资源分布图



注：澳大利亚和巴西是主要铁矿石出口国，2018年占全球出口总量的80%。智利、秘鲁是主要铜矿出口国，占全球出口总量的40%。随着亚洲矿产资源需求的不断增加，非洲、东南亚等国家和地区逐步成为重要矿产资源供应地区，几内亚已成为全球第一大铝土矿出口国，刚果(金)成为全球第一大钴矿和第四大铜矿出口国，菲律宾、印度尼西亚的镍矿出口占全球84%

资料来源：《全球矿业发展报告 2019》，中金公司研究部

怎么看本轮投资周期？矿企资本开支或持续 2 年以上

2001-2008 年：新兴经济体发展，叠加城镇化等，拉动采矿资本开支稳健上行；

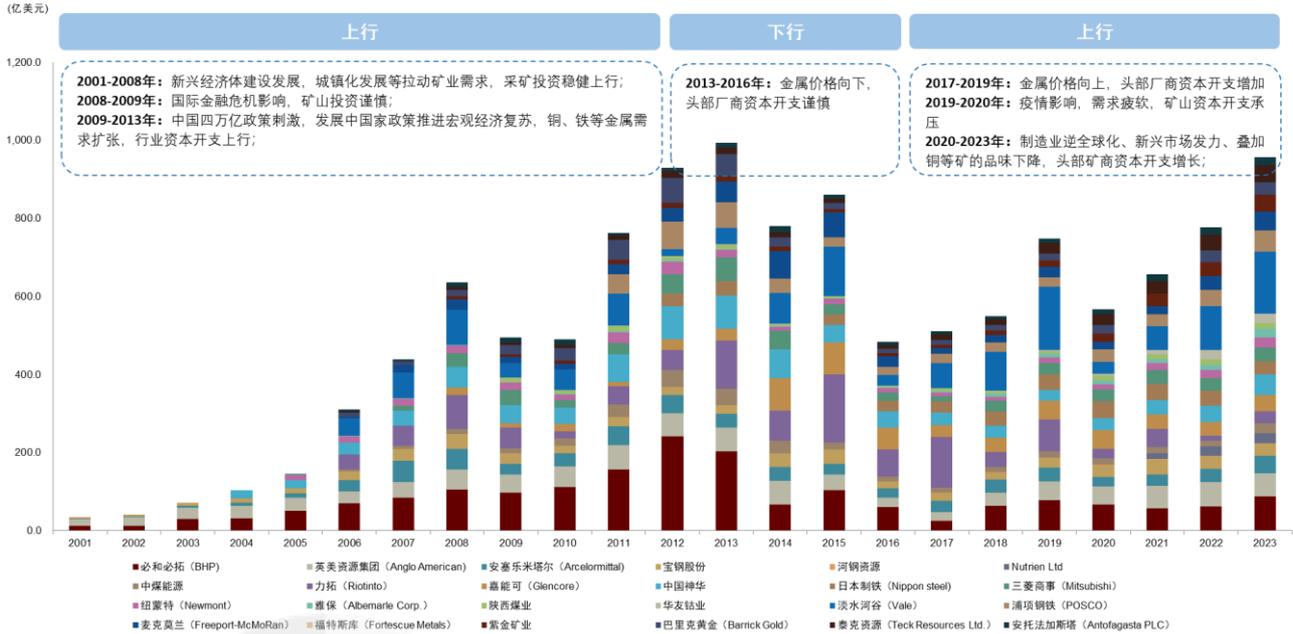
2008-2010 年：金融危机影响，矿山投资谨慎；

2010-2013 年：中国四万亿政策刺激，叠加全球流动性宽松，矿山投资向上；

2013-2016 年：产能过剩价格进入调整阶段，矿山资本开支收缩；

2016 年至今：2016年后金属价格触底，全球矿企资本开支温和复苏。2020年后，制造业逆全球化发展，欧美、东南亚等市场对于资本品需求提升。我们认为此轮周期以全球制造业转移为背景，叠加美元汇率波动，或延续更长时间。2023年下半年以来美元汇率波动，对于金属的避险属性需求持续增长，金属价格增速陡峭。

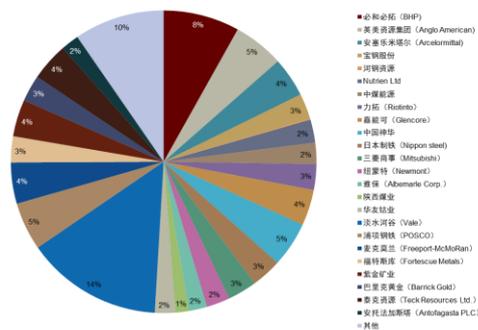
图表 2：全球主要矿产企业资本开支



资料来源：Wind，中金公司研究部

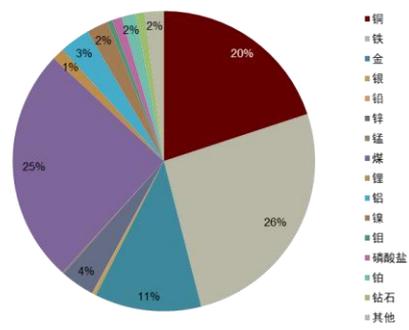
全球矿山资本开支下游集中度较高，海外需求以铁、铜、金为主。图表二统计企业覆盖全球矿山 90.4% 的资本开支，其中，淡水河谷、必和必拓及英美资源占比最高，分别为 14%、8% 及 5%。矿种结构方面，全球前 20 大矿企中，铁、煤、铜和金四类矿种的收入占比最大，分别为 26%、25%、20% 及 11%，合计占比达 83%。其中，出海需求以铁、铜、金为主。我们后文以全球主要矿企资本开支来衡量金属矿的开支需求。

图表 3：2023 年图 2 矿企占全球 Top 矿企资本开支比例为 90.4%，淡水河谷占比达 14%



资料来源：Wind，Capital IQ，中金公司研究部

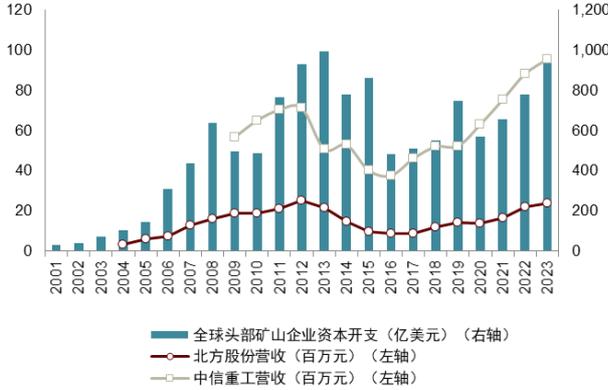
图表 4：2023 年全球 Top20 矿企矿种产量结构，铁、煤、铜、金为收入占比最大的四类矿产



注：按矿种营收统计
资料来源：公司公告，中金公司研究部

我们发现：1) 矿山设备企业（指矿山建设期需要投资购置的设备）营收高点与矿企资本开支高点基本同周期；2) 矿企资本开支属于市场化决策，主要受利润驱使，金属价格高增或增加矿企利润空间，据历史数据，矿企资本开支高峰值或出现在金属价格高位第二年。即我们认为金属价格走势可直接影响矿山设备企业需求/营收情况。

图表 5：国内矿山设备代表企业营收与全球头部矿山企业资本开支周期基本同步



注：头部矿企资本开支与图二企业样本一致
 资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：矿企资本开支高峰或出现在金属价格高位第二年

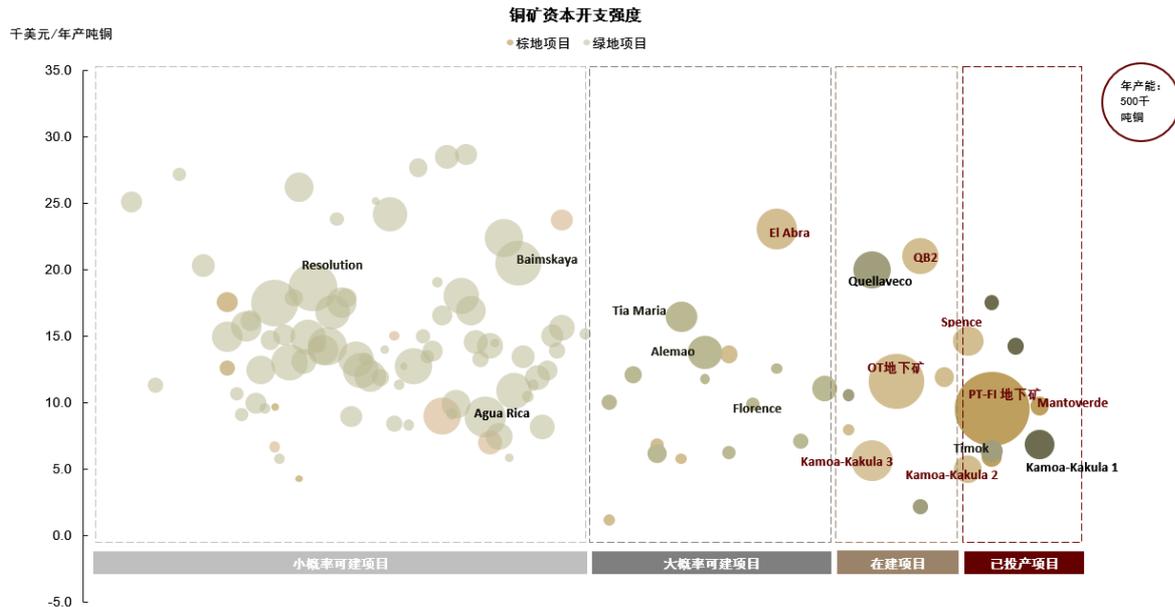


注：头部矿企资本开支与图二企业样本一致
 资料来源：Wind，中金公司研究部

本轮金属价格上涨与矿企资本开支周期或延续 2 年以上。需求端，全球制造业温和复苏预期尚存，叠加国际局势多变对金属质押的抗风险需求日益提高，我们认为铜、黄金等有色金属短期需求或延续。供给端，新增的铜、金等产能需要建设周期 4-5 年，短期供给端紧张或较难缓解，叠加南美、非洲等地区政治不稳定因素，我们预期矿山供给端或持续偏紧。我们判断金属价格或持续向上，由于矿企资本开支延后于金属价格，我们判断矿企资本开支或持续 2 年以上。

- **铜矿产能：**我们认为此轮铜矿增量释放主要贡献自棕地项目，大部分已经投产爬坡，仍有一部分在建项目可能在 2024-2025 年投产，但产能有限，因此铜产能或不能类比其他 2012-2016 年出现过的连续过剩情况。

图表 7：潜在铜矿推进进程和投资密度



资料来源：Woodmac，中金公司研究部

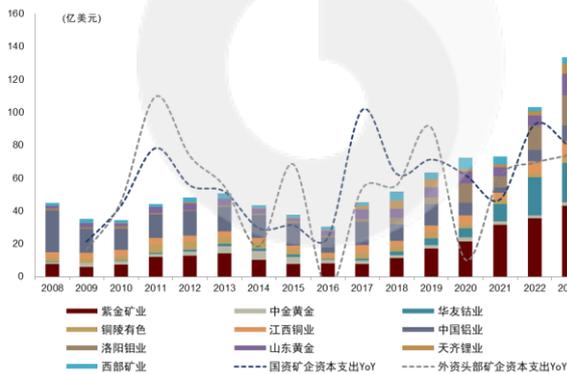
- ▶ **其他金属：金需求端持续紧张，供给端持续开发；铝供给端产能已见顶，与铜金属存在一定替代性，考虑需求端存在韧性或将拉动价格回升及矿企投资增加；铁矿**或于未来 3-5 年持续扩张资本开支，魏桥集团、力拓集团及中国铝业等矿业公司共同开发的世界上最大未开发高质量铁矿床几内亚西芒杜项目或于 2025 年建设投产，除此之外，中国在非洲阿尔及利亚，以及巴西和澳洲本土矿山企业在当地的投资项目，均将在未来 3-5 年逐步投产。

中国资源企业资本开支更为陡峭，受出海需求拉动

国内矿企龙头新项目投建持续释放，资本开支有望维持高位。我们发现国内矿企资本支出增速从 2022 年开始超过外资矿企资本开支增速，且绝对值较 2012-2013 年上一轮高峰期翻倍。中金有色组预计头部企业洛阳铝业 2024 年铜产量将比 2022 年翻一倍，紫金矿业 2024 年将有刚果（金）卡莫阿三期、塞尔维亚两大铜矿、佩吉铜金矿和西藏巨龙铜矿二期改扩建等陆续改扩建投产。据中金有色组预期，紫金矿业、洛阳铝业等 2024-2025 年资本开支有望维持高位。

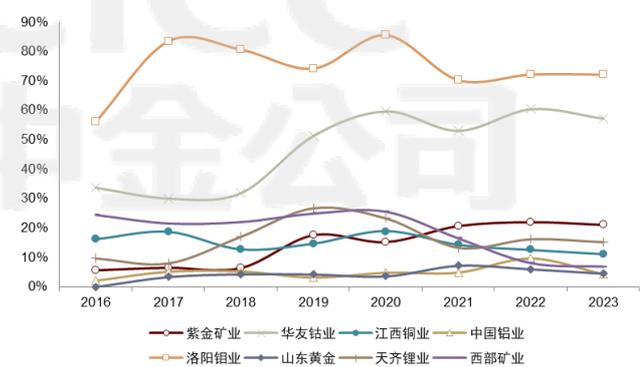
国内主要矿企近三年海外收入占比提升，我们预计出海趋势或愈发明显。趋势来看，大部分矿企海外收入占比近年有明显提升趋势，例如紫金矿业、华友钴业等；绝对值来看，洛阳铝业和华友钴业 2023 年海外收入占比高达 72% 和 57%，远高于其他内资矿企。

图表 8：主要国内矿企资本开支及增速



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 9：主要国内矿企资本海外收入占比



资料来源：Wind，中金公司研究部

矿山设备产业链图谱：分采掘、输送、选矿三大环节，采掘价值占比最高

矿山开采分三大环节，采掘环节价值量占比高

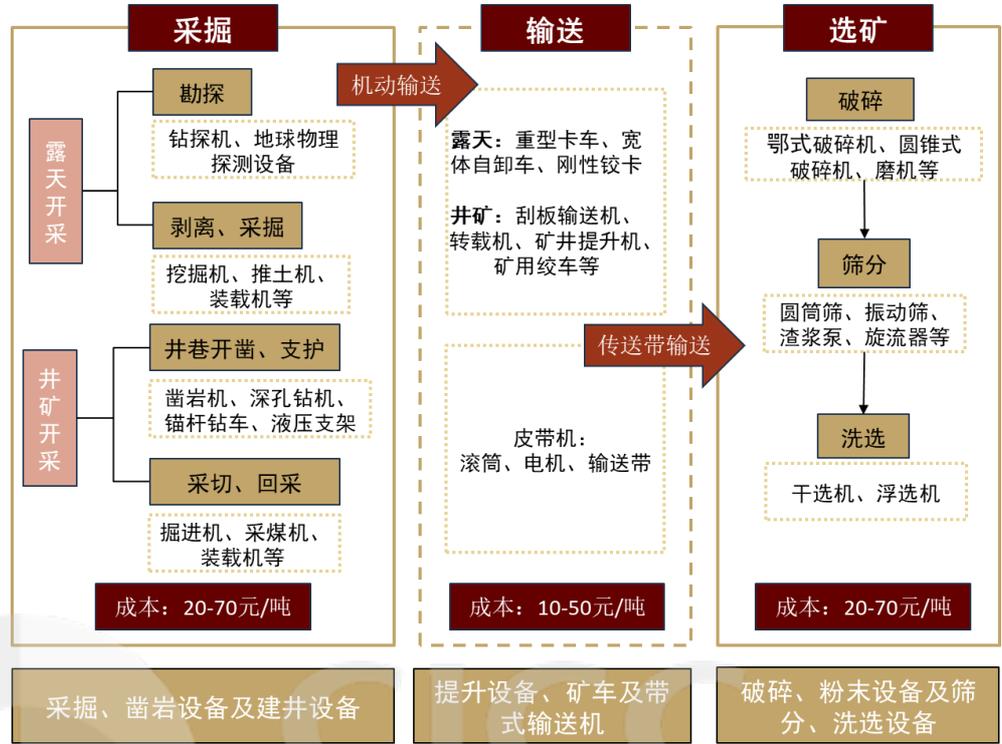
参考国家统计局《国民经济行业分类》，矿山机械制造业指用于各种固体矿物及石料的开采和洗选机械设备，包括①建井设备，②采掘、凿岩设备，③矿山提升设备，④矿物破碎、粉磨设备，⑤矿物筛分、洗选设备，⑥矿用牵引车及矿车等产品及其专用配套件六大类。

我们按照采矿流程可以分为采掘、选矿和运输三大环节，

- ▶ **采掘设备**主要包括①建井设备及②采掘、凿岩设备，可分为露天开采和井矿开采设备。
露天开采即从敞露的采矿场采掘出所需矿物的过程，进行铲运工作前须先行剥离矿体表面覆盖的土石层，一般适用于埋藏较浅的厚矿体；**井矿开采**均在地下封闭空间内进行，须由地表开凿竖井、斜井或平硐等巷道通往地下矿床，使用掘进机等进行钻采，一般适用于埋藏较深的矿床。相较于露天采掘，井矿开采涉及采切和支护作业等安全保障性工作，故产生额外的设备需求。
- ▶ **输送设备**主要包括③矿山提升设备和⑥矿用牵引车及矿车等，按照载体的不同可划分为**机动运输和传送带运输**。机动运输主要指通过矿用卡车进行矿石的运转，或通过提升机、绞车、刮板输送机等设备将井下矿料拉升至地面的过程；传送带运输被广泛运用于选矿加工工序中，通过皮带机等设备衔接各个流程，提高矿石加工效率。
- ▶ **选矿设备**主要包括④矿物破碎、粉磨设备和⑤矿物筛分、洗选设备。主要用于去除杂质，以达到冶炼标准的高品位精矿。

据洲际矿山统计，矿山设备采购开支占矿山资本开支的 20-30%，其中，采掘、选矿和输送的设备价值比例约为 2：2：1。（注：因矿企设备购置及折旧成本占比较大且折旧率稳定，我们认为各流程的采矿成本分布可一定程度上反映对应设备的价值量分布。）

图表 10：矿山开采主要流程介绍



资料来源：公司公告，洲际矿山网，中金公司研究部

选矿设备利润率较高，高端化产品盈利能力突出

我们参考《国民经济行业分类》（2017）挑选出 16 家中国主要矿山机械制造企业，我们发现：1) 中国矿山设备企业下游对应矿产以煤炭为主，部分涉及黑色金属和有色金属等非煤矿产，这与我国相对“富煤”的资源禀赋相应；2) 公司营收规模与其主要产品所涉及的开采流程存在显著关系，采掘环节市场空间大于选矿环节，大于运输环节。

图 11：中国主要矿山机械制造企业产品概况

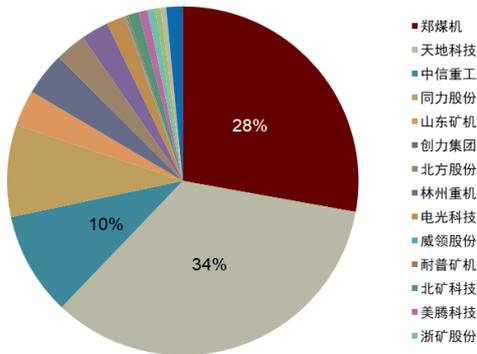
公司名称	涉及流程	主要产品	对应矿产	FY23营收 (百万元)
郑煤机	采掘、输送	液压支架、刮板输送机、采煤机、转载机	煤炭	36,423
天地科技	采掘、选矿、输送	掘进机、采煤机、防爆设备、洗选装备	煤炭	29,928
中信重工	采掘、选矿、输送、冶炼	磨机、破碎机、提升机、钻机、过滤器；活性石灰成套设备、球团烧结成套设备、转炉、有色冶金炉、轧机等	煤炭、钢铁、有色金属、砂石等	9,557
同力股份	输送	宽体自卸车	各种矿产	5,860
山东矿机	采掘、输送	刮板机、支柱、液压支架、皮带机、链条	煤炭	2,698
创力集团	采掘、选矿	采煤机、掘进机、乳化液泵站	煤炭	2,656
北方股份	输送	矿用车	各种矿产	2,403
林州重机	采掘、输送、选矿	液压支架、采煤机、掘进机、刮板机、转载机、破碎机	煤炭	1,838
电光科技	输送	矿用防爆设备、永磁滚筒、电机	煤矿等	1,374
威领股份	选矿	振动筛	煤炭	1,141
运机集团	输送	带式输送机、斗式提升机等	各种矿产	1,053
耐普矿机	选矿	渣浆泵、旋流器	黑色金属、有色金属	938
北矿科技	选矿、冶炼	浮选设备、磁选设备、磨矿设备；熔锌感应电炉、矿热炉、储热炉等	钢铁、有色金属、稀有金属、非金属矿、煤炭等	929
美腾科技	选矿	干选机	煤炭等	570
浙矿股份	选矿	破碎机、振动筛、给料机、洗砂机、洗选机	砂石、铁、有色金属	548
大宏立	选矿、输送	破碎机、圆振筛、带式输送机	砂石	544
冀凯股份	采掘、输送	支护机具、安全钻车、掘进机、破碎机、刮板等	煤炭	337

资料来源：公司公告，中金公司研究部

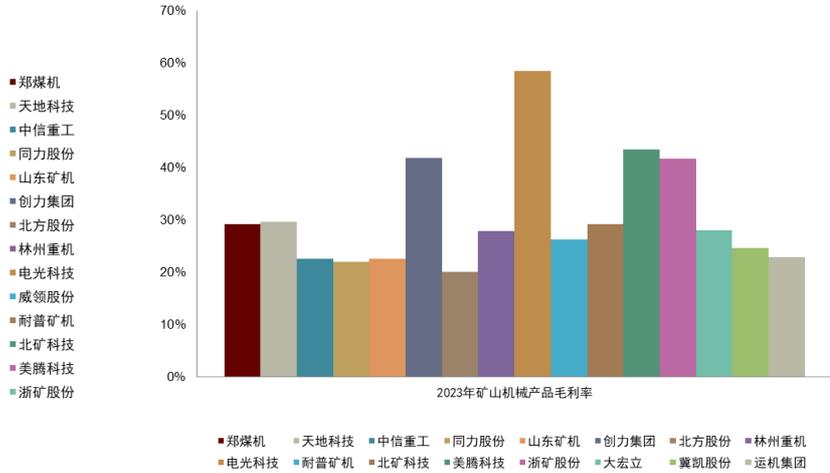
矿用设备板块毛利率平均位于 20%左右，运输设备偏低。1) 整体来看，国内矿用设备毛利率普遍位于 20-25%区间；2) 比较各类主要产品，运输相关设备格局更加分散，毛利率水平最低，其中矿用车（主要为重卡及宽体车）毛利率 20%左右，皮带机等传动式运输机械毛利率大多低于 20%；3) 高端化&集中化可提升盈利能力，创力集团、电光科技、美腾科技及浙矿股份四家企业矿用设备毛利率均高于 40%，我们分析主要系：①主要生产高端设备，产品技术水平高，研发能力强；②专注细分赛道，集中资源发展单一产品；③产品涉及流程均为选矿阶段的破碎、筛分和洗选作业。

具体分析，美腾科技主要产品为高端干选设备及检测仪器，毛利率达 43.4%；电光科技专注于矿用防爆设备赛道，毛利率达 58.4%；浙矿股份主要生产破碎筛分单机设备及成套生产线，毛利率达 41.7%；创立集团采掘类设备毛利率高于同行，但仍低于 40%，其乳化液泵毛利率 51.3%。除此以外，我们注意到部分企业的支护机具产品毛利率高达 40%。

图表 12：2023 年国内主要企业市占率（按照收入）



图表 13：2023 年国内主要企业矿用设备板块毛利率



注：仅统计《国民经济行业分类》（2017）16 家矿山机械制造企业，威领股份未披露相关业务毛利率
资料来源：公司公告，中金公司研究部

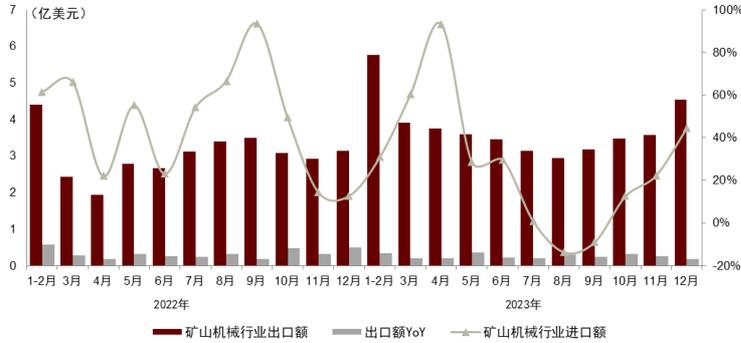
中资矿山设备企业以内销为主，矿山设备出海前景广阔

中资矿山机械制造企业收入主要来源于国内。依据中国重机协会数据，2023 年我国矿山机械行业营业收入达 3,151 亿元人民币，同比+5.2%；利润总额 210 亿元人民币，同比+16.5%；全行业利润率水平同比提升 0.7ppt 至 6.7%。其中，内销金额占比达 90%以上。

我国矿山机械出口额远高于进口额。长期以来，我国单月矿山机械进口额低于 0.5 亿美元，2023 年下半年同比增速持续为负，全年同比下降 22.6%至 2.8 亿美元，仅占进出口总额的 6.3%，主要系：1) 金属矿山资源海外分布丰富，出口设备需求更广阔；中国煤矿资源多，且设备大部分已实现国产化；2) 头部跨国公司在中国市场的主要参与方式为本地化生产与销售，例如山特维克于 1985 年进入中国市场，于 2010 年收购上海建设路桥机械设备有限公司 80%的股份以及“山宝”品牌所有权，2023 年在中国的销售额达 7.71 亿美元，市占率约 2%。

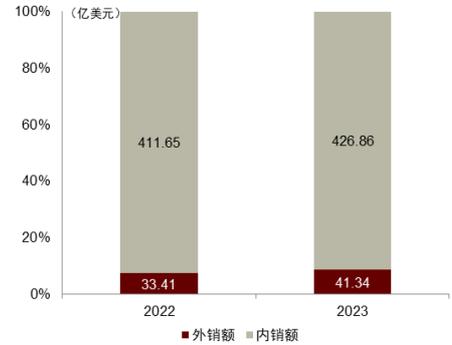
我们认为，国内市场竞争主体以中资企业为主，现阶段我国矿山机械自给率已达较高水平，例如，2023 年，挖掘机、粉磨设备、运输设备等主要设备品种国产化率高于 70%；2023 年我国矿山机械单月出口额稳定在 3 亿美元以上，全年出口额同比增长 23.7%至 41.3 亿美元，相较于全球市场规模 670 亿美元，中资企业在海外市场仍有广阔增长空间。

图表 14：我国矿山机械出口额近两年稳步增长，2023 年第四季度月度增速重新达到 40%以上



资料来源：中国重机协会，公司公告，中金公司研究部

图表 15：我国矿山机械制造企业营业收入来源以内销为主

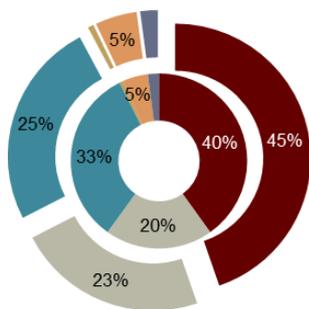


参考中国重机协会分类标准，矿山机械产品六大类包括①采掘、凿岩设备及钻机、②破碎粉末设备、③筛分洗选设备、④矿山提升设备、⑤矿用牵引车及矿车和⑥矿山机械零部件，2023 年各类产品价值量分布如下：

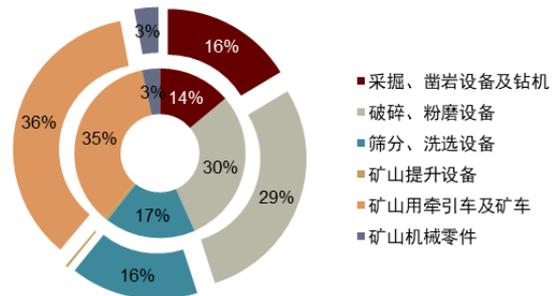
- ▶ **进口结构：**上述产品销售额占比分别为 45%、23%、25%、1%、5%和 2%。采掘、凿岩设备价值量占比接近一半。
- ▶ **出口结构：**上述产品销售额占比分别为 16%、29%、16%、0.3%、36%和 3%。其中矿用牵引车和矿车占比最大，主要系我国矿用卡车企业近年发展较为强势，中资企业主打的性价比产品宽体自卸车加速向一带一路等地区出口，海外渗透率有所提高，代表企业包括同力股份和北方股份等。

对比 2022 及 2023 年产品进、出口结构，我们发现进出口结构差异一定程度上反映我国采掘类设备国际认可度相对较低，破碎粉末设备和运输设备出海优势明显。

图表 16：我国矿山机械产品进口结构



图表 17：我国矿山机械产品出口结构



注：饼图外圈为 2023 年数据，内圈为 2022 年数据
资料来源：中国重机协会，中金公司研究部

主要细分赛道：优选海外渠道暴露高的赛道

采掘类设备：国产化率高，井矿开采头部厂商各有侧重

矿山采掘分为露天开采及井矿开采，二者使用不同的采掘设备。露天开采类设备一般为大吨位挖掘机、装载机及推土机等通用性较强的工程机械；井矿开采则一般使用掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架等地下采矿专用机械，井巷开通后，装载机、推土机等设备也可能入场进行回采。

露天开采是我国金属类矿山的主要开采方式，有色金属露天开采比例有待提升。建国以来，我国铁矿露天开采比重不断攀升，八十年代已高达 90% 以上。《现代矿业》统计数据显示，目前中国将近 50% 的有色金属矿石及约 90% 的铁矿石采用露天开采方式。而据 Atlas Copco 调查，在全球范围内，超过 90% 的金属矿山采用露天开采方式，我国有色金属类矿山露天开采比例低于全球整体水平。

金属类露天开采矿企大多采用大吨位挖掘机。由于矿山采掘作业具有工作量大、重复性强、工作时间长等特点，对相关设备的损耗大。大吨位挖掘机 (>28.5t) 有利于矿企提高工作效率，降低生产成本。据中国工程机械工业协会统计，2023 年我国大吨位挖掘机国内销量为 1.21 万台，同比下降 37.7%，过去三年受行业周期影响，大吨位挖掘机内销量持续收缩，随着市场需求磨底及设备以旧换新政策刺激，我们预测未来两年大挖内销有望企稳回升。

图表 18：2022 年我国凿岩机械市场规模为 470.7 亿元



资料来源：中经产业信息研究网，中金公司研究部

图表 19：2024 年我国凿岩设备出口同比增速高企



资料来源：Wind，中金公司研究部

金属类矿山井下开采涉及的主要设备是凿岩机及其配套。凿岩机是一种偏标准化的钻孔设备，凿岩机具备冲击、回转、推进、冲洗等功能，它主要用于在岩层上钻凿出炮眼，以便放入炸药进行爆破，因金属类矿山岩层支撑性较好，矿企多运用凿岩机提升地下开采效率。矿企按照驱动力可划分为风动和液压凿岩机两大类，风动凿岩机是目前国内应用最为广泛的类别；液压式凿岩机克服了气动凿岩机凿岩速度慢、噪音大、能量利用率低的缺陷，未来应用占比有望进一步提升。2018-2022 年，我国凿岩机械市场规模 CAGR 约 3.62% 至 470 亿元，出口金额远大于进口金额。

凿岩机进入壁垒较高，对资金和资格认证均有较高要求。1) 资金壁垒：凿岩机用户对售后服务的响应速度有较高要求，厂商建立和维护广泛的销售网络和售后服务网络需要较大资金投入。

入；2) **技术壁垒**：凿岩机涉及压缩机、制冷与系统应用，需几何学、力学、机械、材料等跨学科知识交叉，对高端研发人才的知识储备和项目经验均有较高要求。此外，厂商需通过长期技术积累及反复验证才能研发出高竞争力产品；3) **客户壁垒**：凿岩机直销客户以大型国有企业为主，对供应商资质和能力审核严格，项目过程中需进行严格的招投标流程，资质较弱的企业较难获得项目机会。

我国现阶段凿岩机行业竞争格局呈金字塔型分布。行业头部集中度高，20%左右的高端市场由山特维克、安百拓等外资企业占据，国产企业有小部分高端产品突破外资厂商垄断；中端市场以志高机械为首的专业厂商及山河智能等综合性机械设备商为主；中低端市场中区域性中小厂商众多，主要生产技术难度较低的风动式凿岩机及分体式钻机。

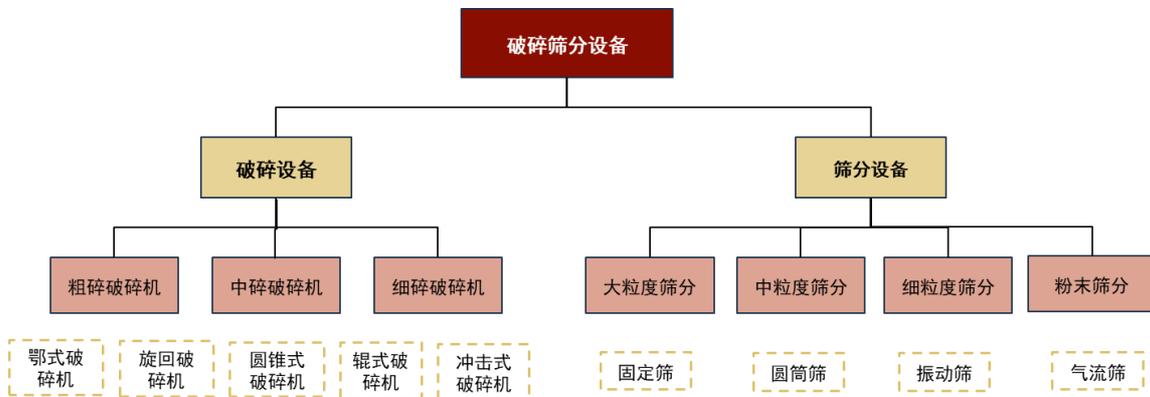
破碎粉磨&筛分设备：磨机龙头中信重工市占率领先，破碎&筛分设备集中度有待提高

破碎设备主要将大块原矿物料破碎至所需粒度，磨机为破碎后进一步降低物料粒度的粉碎设备，筛分设备主要根据粒度大小将其分隔为不同产品级别。其中，磨碎是选矿流程中价值量占比最高的环节，磨矿设备占选矿厂投资成本比重超 60%，其中，球磨机、半自磨机及其他磨机占比分别为 63%、13%和 24%。该环节设备多以直销方案对接，具有“半标准化、半非标准化”属性。

破碎及筛分设备：大型金属矿山破碎设备国产化率待突破

破碎及筛分设备可根据被处理物料的粒度，分为粗、中及细处理设备。常见破碎设备有鄂式破碎机、旋回破碎机、冲击式破碎机和圆锥式破碎机等，其中，鄂式破碎机和旋回式破碎机一般适用于粗破，属于一级破碎机，冲击式破碎机和圆锥式破碎机则多用于中碎和细碎，属于二级破碎机；常见筛分设备包括固定筛、圆筒筛、振动筛和气流筛，其中大块物料如煤炭、石子的分类主要采用固定筛，煤粉、灰渣等中细粒度物料主要采用圆筒筛及振动筛，医药、塑料粉末等细粉末状物料则多采用气流筛。

图表 20：破碎筛分产品分类

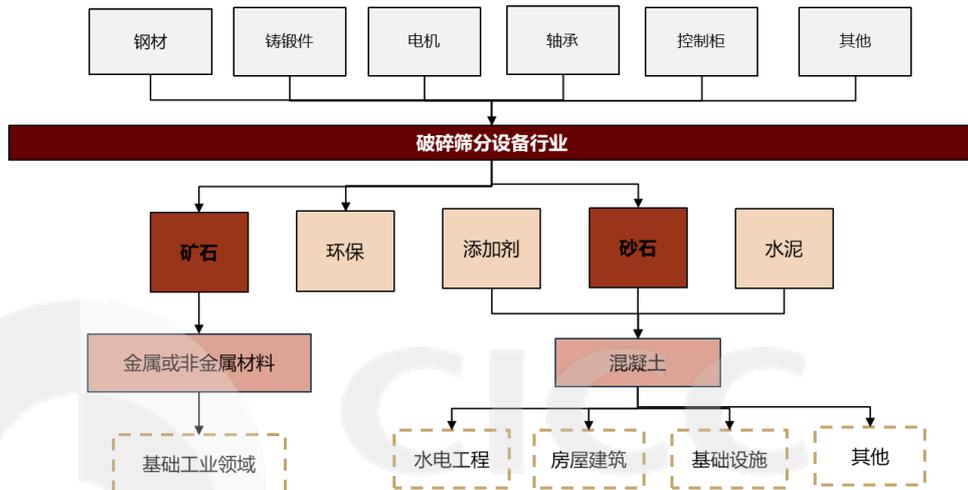


资料来源：智妍咨询，中金公司研究部

破碎筛分设备行业上游受钢材价格影响大，下游应用领域以砂石及金属矿石为主。据大宏立招股说明书，板材、铸锻件等以钢铁制成的原材料占破碎筛分设备原材料总成本超过一半，钢材价格波动对设备生产成本影响较大。

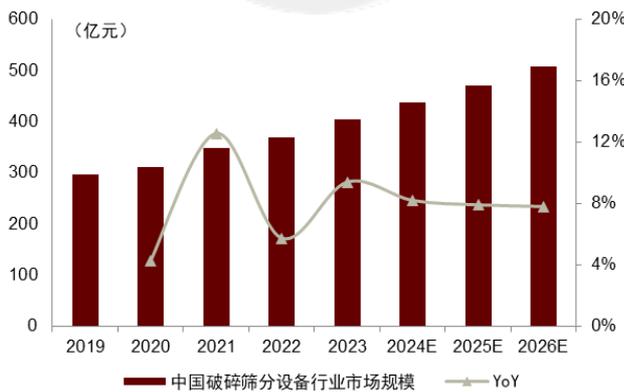
下游砂石行业占比收缩，金属矿石重要性凸显。设备下游应用以砂石骨料处理为主，2022年砂石处理占比高达65.05%，金属矿石及其他领域占比为34.95%。我们观察到过去五年该比例持续下降，预计由2019年的84%下滑至2023年73%。我们认为砂石行业景气度较大程度影响破碎筛分设备市场需求，非砂石领域重要性提升。

图表 21：破碎筛分设备原材料主要为钢材，砂石等矿产需求密切影响行业发展



资料来源：大宏立招股说明书，中金公司研究部

图表 22：中国破碎筛分设备行业市场规模



资料来源：智研瞻产业研究院，大宏立，中金公司研究部

图表 23：中国砂石破碎筛分设备行业市场规模



资料来源：中国砂石协会，中商研究院，中金公司研究部

砂石骨料和金属矿物的矿山破碎设备国产化差异较大。其中，2021年砂石骨料市场破碎设备国产化率达75%以上，国产设备与进口设备相比具备明显的价格优势，例如浙矿股份；大型有色金属矿山则多使用进口破碎设备，外采美卓、山特维克、克磊镙等，国产化率不足25%。大型有色金属矿山尚未实现国产替代主要系大型矿山的供应链进入壁垒高、金属矿较砂石骨料破碎细度要求和稳定性要求高、不允许出现意外故障停机时间、环保要求高等。

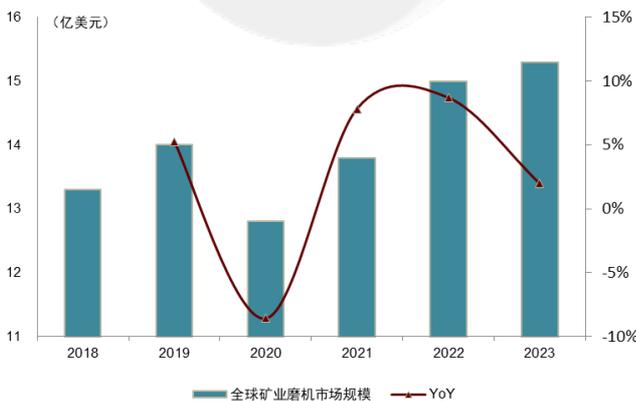
竞争格局分层，市场集中度有望提升。从行业集中度变化趋势来看，受砂石骨料矿山规模结构变化影响，主营中高端破碎筛分设备的国产一二线品牌市场份额进一步提升，中低端破碎筛分设备的市场需求逐步萎缩，大量三四线破碎筛分小厂商将面临“关退并转”，破碎筛分设备市场集中度或进一步提高。

- ▶ **头部跨国企业：**山特维克、美卓集团、特雷克斯等较早布局中国市场的跨国全产业链公司产品占据了破碎筛分设备的高端市场，市占率约 25%。
- ▶ **中资一线企业：**以大宏立、上海世邦和南昌矿机等为代表的本土一线企业产品线丰富、解决方案完善，且建立了遍布全国的销售服务网络，产品已占领国内破碎筛分成套设备生产领域的部分中高端市场，并逐步形成对外资品牌的进口替代，我们预计这部分企业市占率约 25%。
- ▶ **区域性本土企业：**以浙江双金、浙矿股份等为代表的本土其他品牌凭借自身优势在各自所处的区域市场占有相当份额。
- ▶ **其他三四线企业：**其他大量的三四线企业产品线单一、技术含量低、同质化现象严重，产品以破碎筛分单机设备为主，围绕中低端市场展开激烈竞争。

粉磨设备：进一步降低物料粒度，中信重工磨机市占率领先

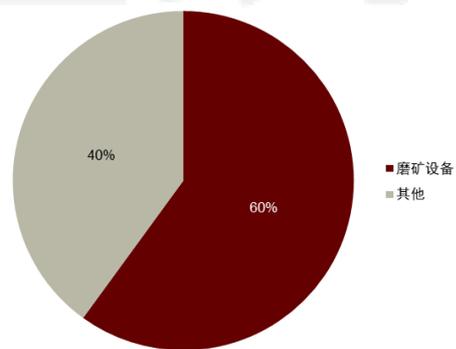
粉磨设备主要产品按照给料及出料粒度大小可依次分为高压辊磨机、自磨机、半自磨机、球磨机及立式搅拌磨机等。据 Global Info Research 调研，2023 年全球矿用磨机市场规模为 15.3 亿美元，2020-2023 年 CAGR 为 6.1%，近年增速有所放缓。

图表 24：全球矿业磨机市场规模



资料来源：Global Info Research，中金公司研究部

图表 25：选厂投资成本中 60%以上用于磨机设备



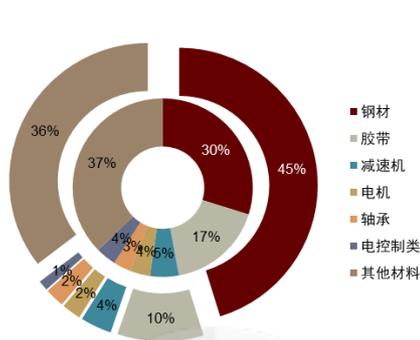
资料来源：《磨矿装备技术发展趋势研究》（刘俊，姬建钢，陈松战，2019），中金公司研究部

磨机市场竞争格局较为集中，2022 年国内 CR3 达 58.9%。中信重工为国内大型矿用磨机龙头，目前其国内市占率达 80%以上，国际市占率超过 20%。磨矿设备全球头部厂商包括美卓集团和 FLSmidth 等。全球磨机市场格局较为集中主要系：**1) 技术壁垒：**金属矿石的硬度较高，且金属矿石在粉磨阶段的出料粒度要求远高于砂石骨料，其对物料处理设备的破碎力和配件耐磨性要求严格；**2) 供应链壁垒：**全球矿企供应链体系封闭，一般新进供应商需要经过 3 个完整生命周期检验；**3) 定制化壁垒：**磨机偏定制属性，项目经验决定产品力，强者恒强。

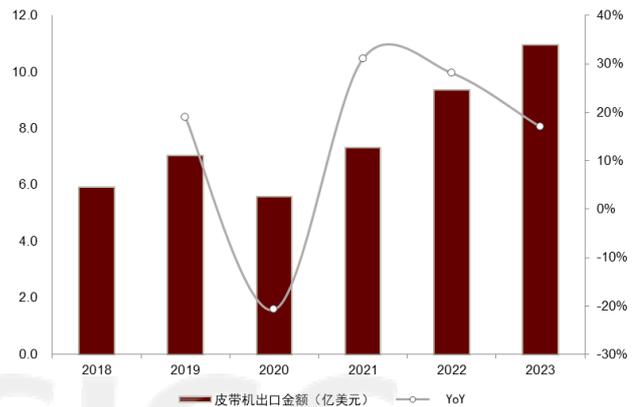
带式输送设备：集中度亟待提升，出海加速正当时

皮带运输广泛用于矿山、冶金等行业，成本优势明显。皮带机由机架、输送带、托辊、滚筒、张紧装置、驱动装置等组成，其工作原理为传送带驱动滚筒或驱动轮，以连续方式进行物料运输，主要用于输送散状物料或成件物品。下游客户分布在矿山、建材、电力等多行业，直销非标项目落地方式为主。据我们调研了解，我们认为皮带是长距离运输的最优选择。

图表 26：钢材和胶带原材料采购成本合计占比超过 50% 图表 27：2018-2023 年皮带机出口额 CAGR 为 13%



注：外圈为 1H21 数据，内圈为 2020 数据
资料来源：运机集团招股说明书，中金公司研究部



资料来源：中国海关总署，中金公司研究部

价格或受原材料价格波动影响。带式输送机原材料主要为钢材、橡胶、电机、滚筒及减速机等，原材料在产品成本中占比超过 50%，因此原材料价格波动会直接影响设备生产成本。

我国皮带机市场空间 200 亿元以上，出口增速持续较快。据智研咨询测算，2022 年我国皮带机行业市场规模约 268.37 亿元人民币，同比增长 6.3%；产量约 209.76 万台，同比增长 4.9%；需求量约 192.68 万台，同比增长 4.7%。**从进出口结构分析，国产带式输送机在国际市场中具有一定竞争优势，出口数量远大于进口数量，国产化率已达 90% 以上。**中国海关总署统计数据显示，2023 年我国带式输送机出口金额为 10.96 亿美元，同比增长 28.1%。2018-2023 年我国带式输送机出口金额 CAGR 为 13.12%，主要出口至越南、泰国、印度尼西亚等东南亚国家。

市场格局分散，国产设备出海正当时。皮带机市场竞争较为分散，国内主要参与企业有华电重工、科大重工、运机集团、山东矿机等，2023 年其营收规模均在 10 亿元出头，市占率仅个位数，集中度有待提升，主要系带式输送机运作原理较为简单，技术准入门槛较低，在部分小型项目的争夺上，中低端品牌容易凭借产品性价比获得竞争优势；我们预计行业趋势或逐渐大型化，掌握 5 公里以上运输机的头部企业优势或更加突出。国际竞争对手主要有蒂森克虏伯集团、伯曼集团等，目前在海外市场，中国企业性价比逐渐凸显。

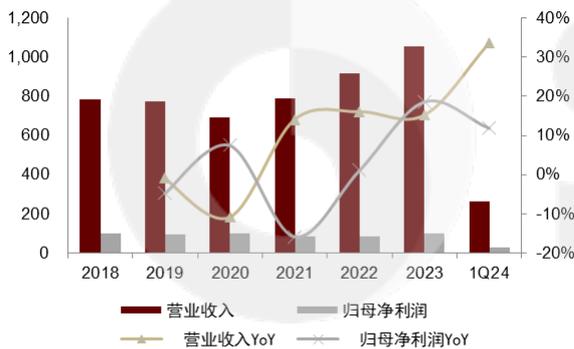
个股巡礼

运机集团：带式输送机专业供应商，海外订单预计释放

中国散装物料输送机械制造行业的领军企业之一。四川省自贡运输机械集团股份有限公司创建于 2003 年，系收购四川省自贡运输机械总厂而新组建的股份企业集团；2021 年 11 月，公司在深交所主板正式挂牌上市。公司以带式输送机成套设备的研发、设计、生产和销售为主营业务，主要下游包括矿山、煤炭、港口、电力等。

营业收入稳步增长，毛利率稳定在 25% 左右。2024 年一季度，公司营业收入为 2.64 亿元人民币，同比增速达 33.6%，主要交付紫金矿业刚果金卡莫阿铜矿项目、德龙钢铁印尼产业园、韦立国际几内亚铝土矿等海外项目；归母净利润同比增长 11.9%。据公司披露，2024 年 1-5 月新增订单 10.76 亿元，目前在手订单 26.49 亿元，海外订单占比超 60%。公司实行定制化的生产模式，不同项目产品的毛利率差异较大，整体毛利率稳定在 25%，海外项目毛利率高于国内。

图表 28：近年公司营收持续增长，1Q24 同比增长 34%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

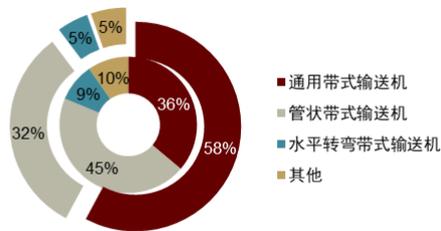
图表 29：公司整体毛利率企稳于 25% 左右水平



资料来源：公司公告，中金公司研究部

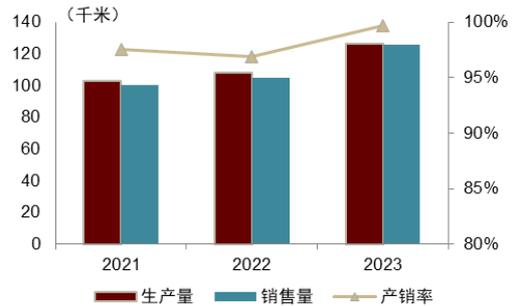
带式输送机国内专业供应商。公司系国内少有的以带式输送机为主业的上市公司（例如华电重工都是一部分业务为带式输送机），销售金额国内排名前三。自 2018 年至今，公司专注于生产通用带式输送机、管状带式输送机及水平转弯带式输送机三类产品，其中，通用带式输送机和管状带式输送机是公司主导产品，2023 年合计占比接近 90%，通用带式输送机收入占比达 58%。

图表 30：2022 年通用带式输送机营收占比大幅提升至 57.8%



注：外圈为 2022 年数据，内圈为 2021 年数据
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31：采用定制化生产模式，产销率维持高位



资料来源：公司公告，中金公司研究部

品牌力与产品力得到全球客户认可。公司为全球最大矿业项目几内亚西芒杜铁矿项目提供 55 台皮带运输机，工程长度合计 29 公里，为印度尼西亚塔里阿布岛铁矿石输送项目提供超长距离管状运输皮带机，品牌力享誉海内外，标杆项目带领公司走出世界知名度。

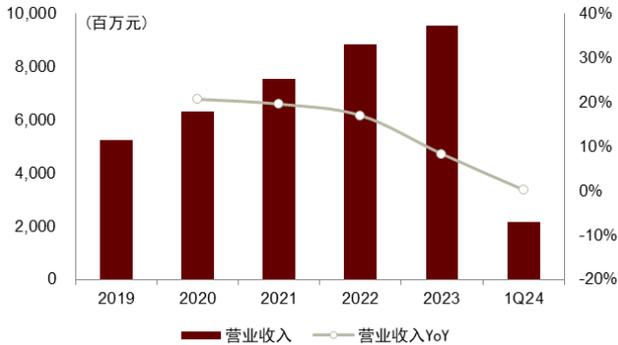
跟随中国资源企业出海，迎来订单高速增长。公司产品已在印度尼西亚、尼日利亚、俄罗斯、土耳其、阿尔及利亚、越南等多个国家的项目上投入运行，据公司招股说明书披露，其海外项目主要随中国中钢集团有限公司、中国有色矿业集团有限公司等大型国有企业出海取得。2021-2023 年，公司海外营收占比低，2023 年底公司海外在手订单待履行金额合计 12.8 亿元人民币，计划在未来两年交付，海外收入占比或明显提高。

中信重工：国内磨机龙头，定增募资助力耐磨备件突破产能瓶颈

重型装备国企，向新兴市场进军。中信重工前身为洛阳矿山机器厂，是国家“一五”期间兴建的 156 项重点工程之一，是中信集团旗下子公司；2012 年登陆 A 股市场；2015 年进军特种机器人及智能装备领域，主要服务煤矿等；2020 年进入新能源等新兴领域。历经 60 多年建设与发展，中信重工已成长为具有全球竞争力的矿山重型装备和水泥成套装备供应商和服务商。

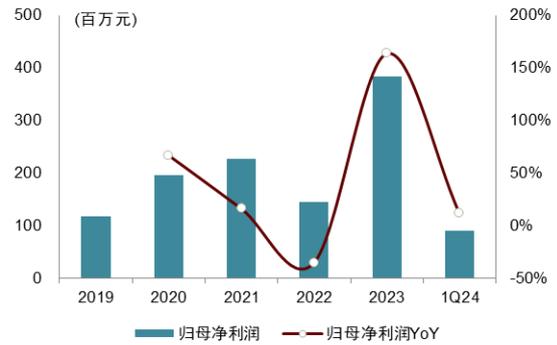
1Q24 营收增速放缓，盈利能力持续提升。2020-2023 年，公司营业收入呈稳步上升态势，2023 年同比增速放缓至 8.3%；2024 年一季度营收为 21.8 亿元，同比增速放缓至 0.2%。**公司盈利能力有所提升**，2023 年归母净利润同比增长 163.6%至 3.8 亿元，同比增速远超营业收入，主要系海外项目收入占比提高，海外项目拉动盈利能力提升。

图表 32：2024 年第一季度公司营收与去年同期持平



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33：2023 年公司归母净利润同比增长 164%

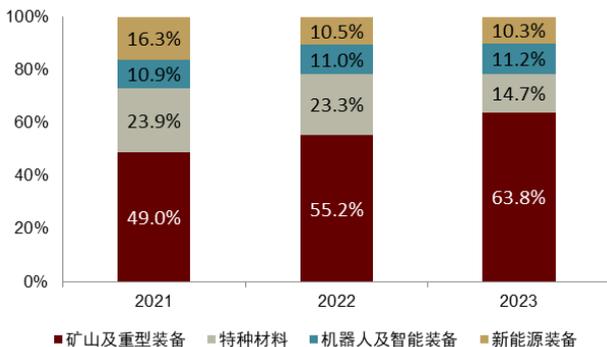


资料来源：公司公告，中金公司研究部

矿山及重型装备营收占比持续扩张，各产品盈利能力分化。

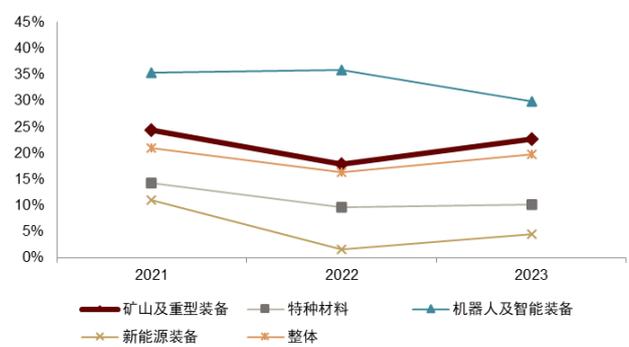
- 矿山及重型装备板块：**2023 年收入占比达 64%，毛利率较 2022 年提升 4.7ppt 至 22.6%。主要涉及矿山破碎、粉磨及筛分设备及部分采掘设备等。公司是国内头部磨机供应商，2021 年公司直径 6 米以上矿用磨机国内市占率超 80%，主要产品包括球磨机、自/半自磨机、立式搅拌磨、高压辊磨机、大型破碎机等。
- 特种材料：**2023 年收入占比达 15%，近三年特种材料毛利率约为 10-15%。特种材料板块产品主要包括各类大型关键铸锻件、磨机用衬板及耐磨材料等，已广泛应用于核电、冶金、化工、矿山、水利等行业和领域。作为主机设备供应商，公司在矿山耐磨备件领域有着超过 10 余年技术及经验积累，突破了各类世界最大的衬板批量工艺，具有年产 3 万吨耐磨衬板的生产能力。
- 新能源装备：**2023 年收入占比达 10%，该业务近两年营收占比持续下滑，毛利率水平较低。该板块聚焦海上风电等清洁能源装备，主要包括海上风电钻机等各类海上风电装备及节能环保装备等。
- 机器人及智能装备：**该板块近年营收占比稳定在 11%左右，毛利率达 30-35%。公司近年产品主要围绕应急救援、特种作业领域，其特种机器人累计销量超 3000 台，在消防机器人领域市占率超过 70%，负责起草多项国家、行业及团体标准。

图表 34：矿山及重型装备营收占比持续上升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 35：公司各产品毛利率水平差异较大



资料来源：公司公告，中金公司研究部

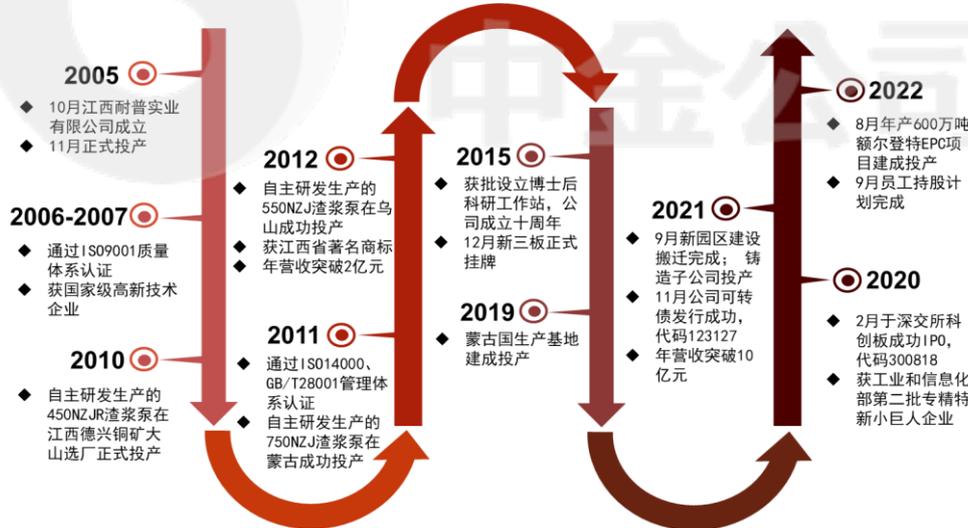
定增募资助力公司突破产能瓶颈，提高生产效率。公司定增计划于 2023 年 9 月 28 日获证监会注册批复，拟募集 82,846.28 万元用于扩建面板箱体关键装备生产线及高端耐磨件生产线等。

- ▶ **面板箱体项目：**用于特殊行业的防护工程，是该行业防护工程应急保障项目的关键装备。据公司披露，其面板箱体产线目前存在大于 1 万吨/年的产能缺口，公司需募资解决产能问题。该项目预计建设周期为一年，建设完成后将提高面板箱体产能至 1.24 万吨/年。
- ▶ **高端耐磨件项目：**项目建成后主要产品为矿山耐磨衬板等高端耐磨件，预计建设周期为两年。2021-2023 年公司耐磨衬板新增订单吨数复合增长率为 11.12%，相关需求已突破自有产线 3 万吨/年产能上限，2023 年存在产能缺口约 1.2 亿吨。项目建成后预计扩充公司耐磨件产能 1.5 万吨/年，提升产线智能化水平。

耐普矿机：耐磨备件龙头，国际化发展大踏步

选矿设备环节龙头，耐磨备件市占率较高。耐普矿机是一家集研发、生产、销售和服务于一体的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业。公司 2005 年正式成立，2010 年自主研发生产的 450NZ JR 渣浆泵在江西德兴铜矿大山选厂正式投产，后续渣浆泵和耐磨材料备件技术取得不断突破，2015 年新三板挂牌，2019 年蒙古海外生产基地投产，2020 年深交所科创板成功 IPO，是耐磨材料备件领域国产龙头。

图表 36：耐普矿机发展历程



资料来源：公司官网，中金公司研究部

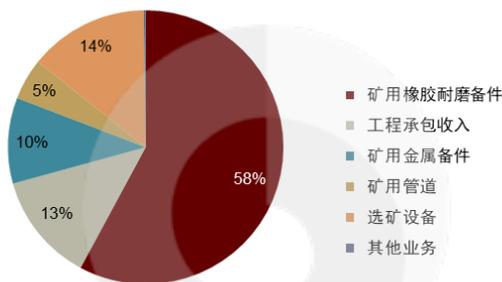
2024 年一季度扭亏为盈。2023 年公司营收 9.4 亿元，同比增长 25.3%；2024 年一季度营收 2.5 亿元，同比增长 47%。2023 年归母净利润为 8,007 万元，同比下滑 40%，主要系股权激励费用与转债费用增加影响，2024 年第一季度归母净利润同比由负转正，由 2023 年一季度的亏损 1,295 万元提升至盈利 3,924 万元，主要受蒙古国额尔登特项目高盈利拉动，叠加橡胶&金属备件业务收入同比增长。

橡胶耐磨备件收入贡献稳定在 50% 以上，是公司最主要收入来源。2023 年公司橡胶耐磨制品收入占比高达 58%，公司 2023 年橡胶复合备件收入 5.4 亿元中，2 亿元是渣浆泵的橡胶过滤

件和赛网，3 亿元是磨机的橡胶复合衬板。公司该产品在全球市占率约 10%。1Q24 公司核心矿用备件业务新签订单 2.11 亿元，同比+63.9%，保持良好增长。

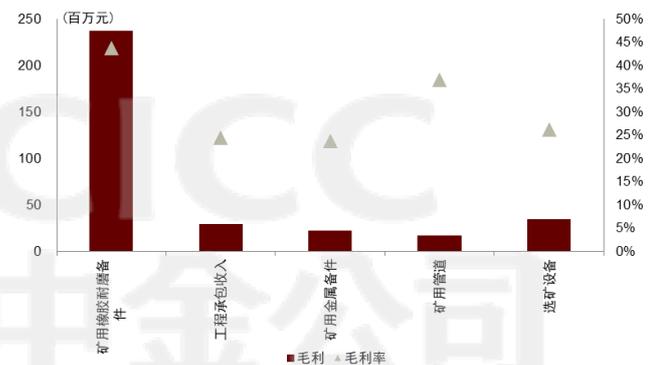
- ▶ **橡胶复合衬板渗透率亟待提高。**我们认为橡胶复合衬板既可以满足磨机效率要求，又比金属衬板更轻可以降低耗电量，根据《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》中的案例，使用橡胶复合衬板后，钢耗及电耗较之前均有所下降，合计下降 0.27 元/T。据公司 2024 年公告信息，目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率为 10%左右，我们认为后续有较大提升空间。当前海外竞争对手伟尔集团、金卓集团多以金属材料为主，橡胶材料布局国内外处于同一起跑线。
- ▶ **新材料渣浆泵耐磨备件提供弹性。**公司持续研发突破全陶瓷材料或碳化硅+橡胶融合材料的渣浆泵耐磨备件，使得综合寿命在此前橡胶基础上提高 1-2 倍，新产品或带来高需求弹性。

图表 37：矿用橡胶耐磨备件为公司首要收入来源（2023 年）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 38：2023 年矿用橡胶耐磨备件毛利为 2.4 亿元，毛利率达 43.69%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

全球市场大步迈进，积累优质客户资源。公司海外收入自 2021 年起超过国内收入，2024 年第一季度占比达 65%。公司以国际市场为重点开拓方向，以南美、澳大利亚、非洲等有色金属和黑色金属矿产资源丰富的国家或地区为主要开拓市场，目前已积累包括 Erdenet Mining Corporation、哈萨克矿业集团、Oyu Tolgoi LLC、墨西哥集团等优质国际头部客户资源。目前，公司在蒙古国建立生产基地，后续规划在赞比亚、智利、秘鲁、塞尔维亚建设海外基地。

新锐股份：硬质合金起家，上下游产业一体化发展

硬质合金制品起家，至今成为全球矿用工具龙头。公司以矿用工具合金的硬质合金齿起家，并先后于 2006 年和 2008 年成功开发出冷锻模系列产品和棒材类产品，进入**耐磨工具合金**和**切削工具合金**细分领域（硬质合金分为矿用、耐磨、切削合金三大类）。同期，公司推出第一款牙轮钻头产品，进军国内**硬质合金工具**领域。2010-2015 年间，公司针对性地对牙轮钻头密封结构进行改进，进入了国际知名矿业巨头 FMG、智利 Drillco 等海外客户的供应链体系，并在澳洲、美国分别设立子公司，服务全球化客户。

公司于 2020 年 7 月荣获“国家专精特新小巨人”称号，截至 2023 年，公司牙轮钻头国内市占率排名第一，澳洲南美市场排名前三，硬质合金产量全国排名前十。

图表 39：新锐股份历史沿革



资料来源：新锐股份招股说明书，中金公司研究部

具体分业务来看：

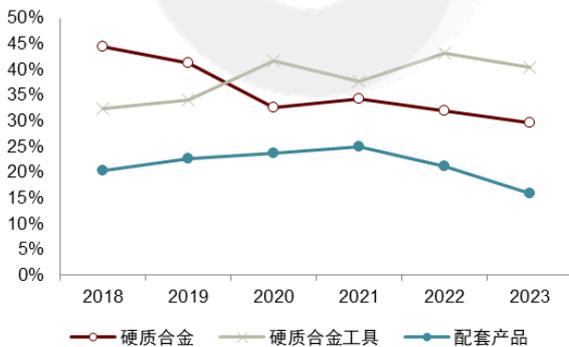
- ▶ **硬质合金**：2018-2023 年收入 CAGR 达 10.1%，2023 年同比增长 21.62%至 4.60 亿元，其中切削工具合金拉动作用明显，同比增长 36.1%。2018-2023 年产量从 780 吨上升至 1,467 吨，IPO 产能持续扩张中。
- ▶ **硬质合金工具**：2018-2023 年收入 CAGR 达 24.72%，2023 年同比上升 22.92%至 6.27 亿元。根据中国钨业协会硬质合金分会的统计数据，**公司矿用牙轮钻头的国内市场占有率超过 50%位列第一，在澳洲及南美洲矿山市场中占有率位列前三。**公司是国内唯一取得全球四大铁矿石入网资格证的供应商，是必和必拓、力拓集团和 FMG 等全球铁矿石巨头直接供应商，并通过经销商渠道进入巴西淡水河谷、智利国家铜业公司的供应链体系。
- ▶ **配套产品**：2018-2023 年收入 CAGR 为 13.64%，2023 年同比下降 1.32%至 2.48 亿元。公司除向海外大型矿山销售牙轮钻头外，也提供外购的配套产品，用于整体解决方案服务，收入占比较高的配套产品包括金刚石取芯钻头和钻杆。

图表 40：新锐股份产品矩阵



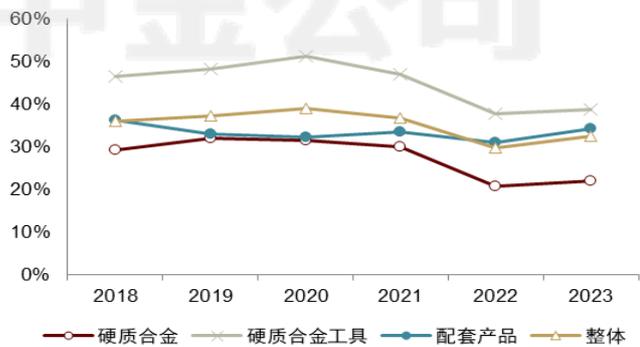
资料来源：新锐股份招股说明书，中金公司研究部

图表 41：近年公司硬质合金工具收入占比维持高位



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 42：2023 年各产品毛利率企稳回调，硬质合金工具毛
利率为 38.9%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

铁矿石产能释放利好公司钻头消耗品弹性。公司下游应用领域主要包括矿山勘探及开采、机械加工、石油开采、基础设施建设和煤炭开采等，其中矿山勘探及开采领域收入占比为 50%-60%，以铁矿石开采为主，是公司最重要的下游应用领域，占公司主营业务收入的比例较高且呈上升趋势。

风险

- 1) **矿山资本开支不及预期**：全球矿山资本开支减缓或导致对设备需求大幅下降，影响设备企业订单获取。
- 2) **矿山设备企业确收进度不及预期**：矿山设备的交付往往存在较长周期，受项目土建进度、地缘政治等多方面影响，如果项目交付不及预期可能会影响企业收入确认。
- 3) **地缘政治不稳定**：随海外项目增多，项目落地与回款可能会受到当地地缘政治影响。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

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

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号平安金融中心72层、
73层01A单元、74层0203单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3
号 丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(国际)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560