

2026 年 04 月 23 日

公司研究

评级：买入(维持)

研究所：

证券分析师：

 张钰莹 S0350524100004
 zhangyy03@ghzq.com.cn

从 2010 年到 2026 年，重构新的黄金时期

——山推股份（000680）公司深度研究 2

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2026/04/23

表现	1M	3M	12M
山推股份	0.3%	-13.1%	17.8%
沪深 300	8.3%	1.8%	26.4%

市场数据

2026/04/23

当前价格（元）	10.98
52 周价格区间（元）	8.50-13.75
总市值（百万元）	16,471.57
流通市值（百万元）	14,435.17
总股本（万股）	150,014.26
流通股本（万股）	131,467.86
日均成交额（百万元）	267.73
近一月换手（%）	1.94

相关报告

《山推股份（000680）2025 年报点评：业绩持续稳增长，海外持续拓展（买入）*工程机械*张钰莹》
 ——2026-03-16

《山推股份（000680）公司深度研究：“挖”出新天地，“推”向全世界（买入）*工程机械*张钰莹》
 ——2026-02-25

投资要点：

本篇报告解决了以下核心问题：1) 为什么 2010-2011 年是推土机行业短暂的黄金时期？2) 在 2016-2021 年工程机械的上行周期为什么推土机行业相对平淡+公司的业绩弹性一般？3) 为什么 2022 年之后公司构建了推土机新的竞争优势？

■ **2010-2011：推土机短暂的黄金时期：**1) 从推土机行业的销量来看，2010-2011 年是推土机的黄金时期。据中国工程机械工业年鉴，2010 年 100 马力以上推土机行业销量 13911 台；2012 年开始销量随着工程机械行业的下行而下行，到 2015 年 100 马力以上推土机行业销量 3682 台。2) 拆分内外销来看，推土机的量增主要来自内销。政策带动工程机械行业快速发展，推土机的内销带动行业整体销量高增。3) 拆分销售结构来看，以 2011 年为例，销售的推土机以 160 马力-179 马力为主，该马力段 2011 年销售量达到 7848 台，占比约为 60%。2011 年 >400 马力以上的推土机销量占比约 1%。4) 随着工程机械行业进入下行期，公司的业绩也随之承压。由我们分析，主要原因是行业处于下行期+产能过剩+企业产能扩张与销售激进透支部分需求。

■ **2016-2021 年：工程机械的上行周期与相对平淡的推土机市场：**1) 从行业销量来看，相较于挖掘机，推土机的量增弹性显得相对平淡。2016-2021 年 100 马力以上推土机整体行业销量从 4061 台增长至 6914 台，CAGR 约为 11.2%，绝对额的增量为 2853 台。从企业业绩弹性来看，推土机龙头企业也相应平淡；2) **主要原因系：**推土机的应用场景相对单一与挖机对推土机的使用替代+挖机处在国产替代的加速期，推土机已基本完成国产替代+大马力产能与技术受限。

■ **2022 年之后：公司构建推土机新的优势：**1) **海外市场出现历史性契机：**2022 年初爆发的乌克兰冲突，导致欧美及日本的工程机械制造商大规模撤出俄罗斯市场，为中国企业提供了机遇。2) **公司构建大马力推土机的优势：**包括完成大马力推土机的产能扩建+俄罗斯市场成为公司推土机核心市场（大马力推土机出口主要出口地区）+用俄罗斯成功经验推向其他主要矿山市场。

■ **2026 年公司推土机有望演绎量价齐升逻辑：**1) **量：**公司通常以销定产，产能利用率仍有提升空间。从公司整体的海外营收占比来看，

2025H1 非洲市场与亚太地区是公司的主要出口区域。未来亚太地区有望随着基建加速+非洲地区的矿企资本开支贡献推土机的增量。2) 价：公司推土机价格优势明显，有望受益结构性供需失衡涨价。一方面，公司推土机相较国内推土机出口有溢价，相较海外品牌有较大的价差优势；另一方面，非洲地区矿企资本开支加大，我们分析国际龙头卡特彼勒与小松尚未在非洲布局大马力推土机产能。

■ **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 164/190/221 亿元，归母净利润分别为 15/18/22 亿元，对应的 PE 分别为 11/9/7X。我们认为从公司的 α 来看，公司的核心产品推土机有望实现量价齐升逻辑，量受益于亚太地区基建加速+非洲地区的矿企资本开支；价有望受益结构性供需失衡而涨价。公司的挖掘机受益内外挖机 β 共振，公司挖机有望实现量升价稳逻辑，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险；基建、地产投资不及预期风险；市场风险；海外拓展不及预期；汇率波动风险；原材料价格波动风险；中东事件风险；应收账款计提减值风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14620	16446	19046	22145
增长率(%)	3	12	16	16
归母净利润（百万元）	1211	1491	1821	2221
增长率(%)	10	23	22	22
摊薄每股收益（元）	0.81	0.99	1.21	1.48
ROE(%)	20	20	20	20
P/E	14.79	11.04	9.04	7.42
P/B	2.91	2.20	1.80	1.47
P/S	1.23	1.00	0.86	0.74
EV/EBITDA	10.30	6.48	4.85	3.12

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 历史的轨迹：从鼎盛时期落寞，再到构建新的黄金时代	6
2、 2010 年-2015 年：推土机短暂的黄金时期与公司逐渐承压的业绩	7
2.1、 政策带动工程机械行业快速发展，企业产能扩张激进透支部分需求	7
2.1.1、 政策带动工程机械行业快速发展	7
2.1.2、 企业产能扩张与销售激进透支部分需求	8
2.2、 推土机短暂的黄金时期	9
2.3、 公司逐渐承压的业绩	11
3、 工程机械的上行周期与相对平淡的推土机	12
3.1、 工程机械新一轮的上行期	12
3.2、 相对平淡的推土机行情	12
3.2.1、 销量与业绩弹性相对平淡	12
3.2.2、 三大因素或抑制推土机市场	13
4、 抓住历史契机的 2022 年与构建新的推土机优势	16
4.1、 历史契机的 2022 年	16
4.1.1、 工程机械的全球化在 2022 年大爆发	16
4.1.2、 俄罗斯市场成为国内工程机械出口的重要区域	17
4.2、 构筑大马力推土机的竞争优势	18
4.2.1、 完成大马力推土机的产能扩建	18
4.2.2、 俄罗斯市场成为公司推土机核心市场	19
4.3、 公司推土机有望实现量价齐升逻辑	21
4.3.1、 量：公司通常以销定产，产能利用率仍有提升空间	21
4.3.2、 价：公司推土机价格优势明显，有望受益结构性供需失衡涨价	22
5、 盈利预测与评级	23
5.1、 分业务盈利预测	23
5.2、 可比公司估值	24
5.3、 投资建议	24
6、 风险提示	25

图表目录

图 1: 2010-2025 年公司营收及同比变化	6
图 2: 2010-2025 年公司归母净利润及同比变化	6
图 3: 2008 年-2024 年 100 马力以上推土机行业销量情况（内销+出口）	6
图 4: 2008-2012 年固定资产投资与房屋新开工面积情况	7
图 5: 2008-2012 年部分主要工程机械产品销量情况	7
图 6: 工程机械主机厂 2008-2014 年固定资产占总资产比重情况	8
图 7: 工程机械主机厂 2008-2014 年在建工程占总资产比重情况	8
图 8: 工程机械主机厂 2008-2015 年应收账款周转率情况	9
图 9: 工程机械主机厂 2008-2015 年存货周转率情况	9
图 10: 2009 年-2015 年 100 马力以上推土机行业销量拆分	9
图 11: 2011 年推土机销售以 160 马力-179 马力为主	9
图 12: 2011 年我国主要推土机厂商市占率	10
图 13: 2012 年我国主要推土机厂商市占率	10
图 14: 2010-2015 年公司业绩逐渐承压	11
图 15: 较高的存货+应收账款影响利润	11
图 16: 2015 年公司铲土运输机械毛利率为 8.81%	11
图 17: 2010-2015 年公司推土机量价情况	11
图 18: 2016-2021 年挖机内销同比增速与基建、房屋投资同比增速情况	12
图 19: 推土机量增弹性相对平淡	13
图 20: 相较于土石方营收占比更高的柳工，山推股份利润弹性较弱	13
图 21: 推土机在 2011 年国内 CR3 市占率达到 77.67%	14
图 22: 2016 年开始挖掘机处在国产替代加速阶段	14
图 23: 2016-2021 年采矿业投资完成额同比情况	15
图 24: 挖机 2004-2025 年内外销及同比变化情况	16
图 25: 工程机械出口俄罗斯情况	17
图 26: 2023 年俄罗斯大于 33 吨的重型挖掘机品牌市占率情况	17
图 27: 2023 年俄罗斯市场重型推土机品牌市占率情况	17
图 28: 公司大马力项目产能与效益情况	18
图 29: 俄罗斯推土机市场是欧洲区域的推土机核心市场	19
图 30: 公司出口欧洲市场的金额与欧洲市场营收占比情况	19
图 31: 2021-2025 年我国推土机出口俄罗斯月度销量（台）	20
图 32: 2021-2025 年我国推土机出口俄罗斯月度金额（亿元）	20
图 33: 2021-2025 年我国对各大洲的各类型推土机出口均价（万元/台）	20
图 34: 2021-2025 年我国对俄罗斯的各类型推土机出口均价	20
图 35: 西伯利亚极寒矿区，山推 SD60-C5 大马力推土机高效运行	21
图 36: 公司推土机设计产能与产能利用率情况	21
图 37: 公司推土机实际产销量情况	21
图 38: 2022-2025H1 公司推土机均价情况（万元/台）	22
图 39: 二手推土机价格中枢逐步提升（美元/台）	22
图 40: 2024 财年小松工程机械、矿山机械及公用事业设备各区域营收占比	22
图 41: 小松推土机的主要母工厂布局在日本	22
表 1: 2013 年时的国内推土机技术发展差距	10
表 2: 挖掘机分类及应用	13

表 3：推土机按照马力大小分类情况	14
表 4：使用矿用推土机对工作效率的提高	15
表 5：工程机械的全球化在 2022 年大爆发的原因	16
表 6：投资大马力推土机产业项目原因	18
表 7：分业务收入预测	23
表 8：可比公司估值对比（截至 2026 年 4 月 23 日收盘价）	24

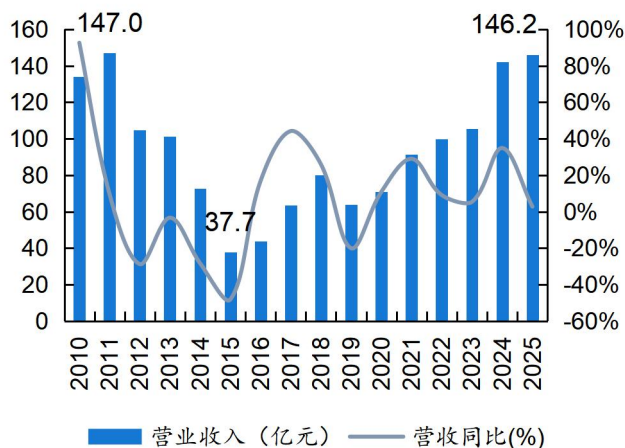
1、历史的轨迹：从鼎盛时期落寞，再到构建新的黄金时代

作为推土机行业龙头企业，公司的业绩变化趋势与推土机行业变化趋势存在较大相关性。根据中国工程机械工业协会年鉴公布的 100 马力以上推土机行业销量情况+公司 2010-2025 年的营收与归母净利润变化，我们发现 100 马力以上推土机行业销量于 2010 年见顶，公司的归母净利润也开始逐渐下滑。

根据推土机行业销量的变化趋势与公司业绩变化趋势，我们分出三个时间段：2010 年-2015 年、2016 年-2021 年和 2022 年之后。由此引出我们想要分析解决的三个问题：

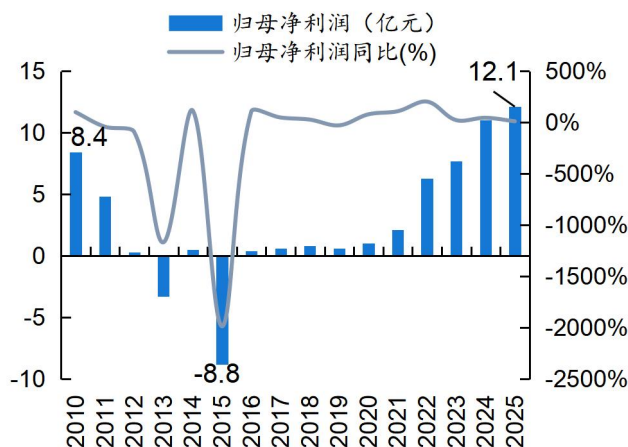
1) 为什么 2010-2011 年是推土机行业短暂的黄金时期？2) 在 2016-2021 年工程机械的上行周期为什么推土机行业相对平淡+公司的业绩弹性一般？3) 为什么 2022 年之后公司构建了推土机新的黄金时期？

图 1：2010-2025 年公司营收及同比变化



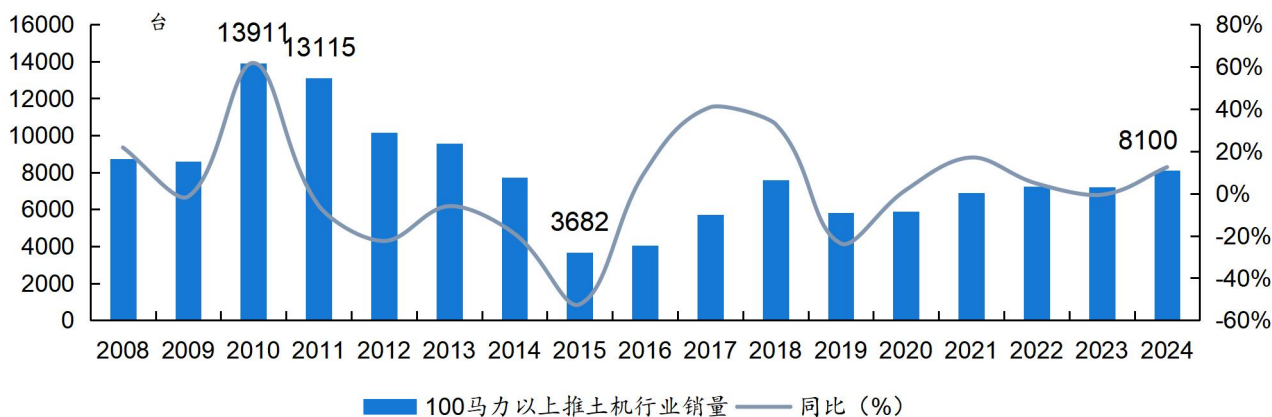
资料来源：iFinD，国海证券研究所

图 2：2010-2025 年公司归母净利润及同比变化



资料来源：iFinD，国海证券研究所

图 3：2008 年-2024 年 100 马力以上推土机行业销量情况（内销+出口）



资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

2、2010 年-2015 年：推土机短暂的黄金时期与公司逐渐承压的业绩

2.1、政策带动工程机械行业快速发展，企业产能扩张激进透支部分需求

2.1.1、政策带动工程机械行业快速发展

2008 年 11 月，为应对金融危机，我国开始实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，带动了未来几年内工程机械行业的高速发展。财政政策方面，政府推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，主要针对基建、棚改、医疗卫生等领域投资建设，后被广泛称为“四万亿计划”。货币政策方面，央行连续多次下调存贷款基准利率和存款准备金率，取消对商业信贷规模的约束，并引导商业银行合理扩大信贷规模，进一步拓宽企业融资渠道。

从固定资产投资增速来看，2008 年-2012 年固定资产投资完成额累计同比维持在较高水平；基础设施建设投资累计同比自 2009 年 2 月进入加速阶段；房屋新开工面积累计同比自 2010 年 2 月起进入加速阶段。

从部分主要工程机械产品销量来看，2010-2011 年的销量基本上为阶段性最高点，工程机械行业处于快速发展阶段。据中国工程机械工业协会年鉴，其中挖机在 2010 年的同比增速达到 76.5%，装载机在 2010 年的同比增速达到 52.8%，推土机（100 马力以上）在 2010 年的同比增速达到 61.8%。

图 4：2008-2012 年固定资产投资与房屋新开工面积情况

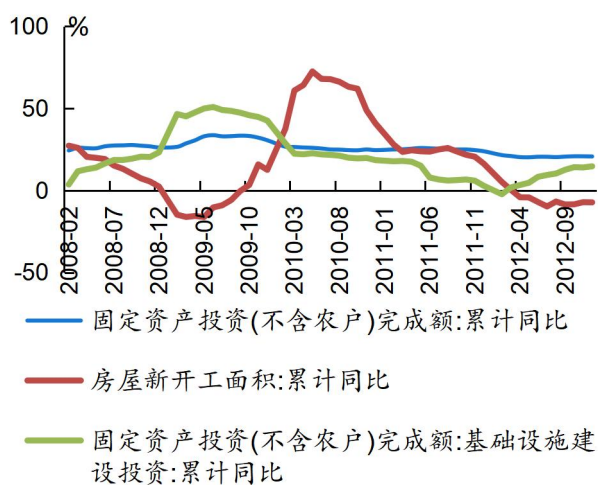
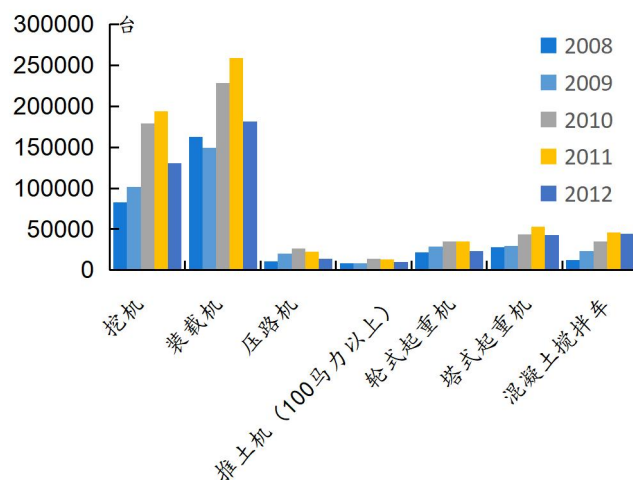


图 5：2008-2012 年部分主要工程机械产品销量情况



资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

2.1.2、企业产能扩张与销售激进透支部分需求

据联合评级公众号，工程机械属于重资产行业，企业产能扩张在财务指标中反映为固定资产，而在建工程作为固定资产增量的先行指标对企业产能扩张具有一定的预判作用。

我们选取三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份五家企业为样本企业。从固定资产规模角度看，工程机械样本企业固定资产占比在 2012~2014 年处于提升状态，反映了前期在建工程完工，企业产能扩张；在建工程方面，样本企业在建工程投产高峰集中于 2010~2012 年，上轮景气周期中企业有较强的扩产动力。

图 6：工程机械主机厂 2008-2014 年固定资产占总资产比重情况

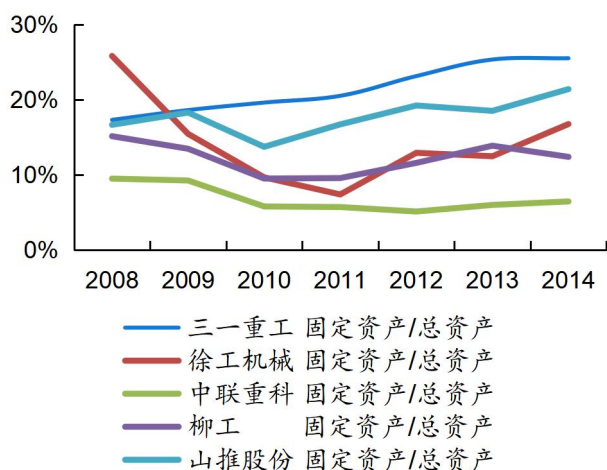
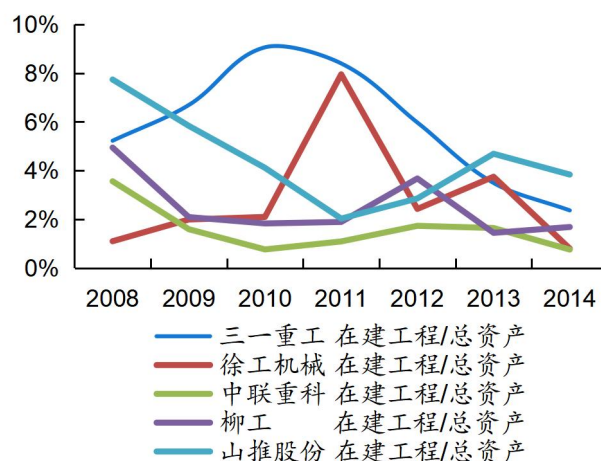


图 7：工程机械主机厂 2008-2014 年在建工程占总资产比重情况



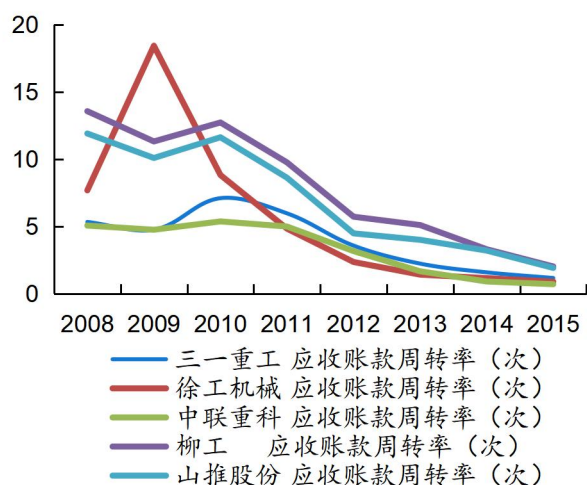
资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

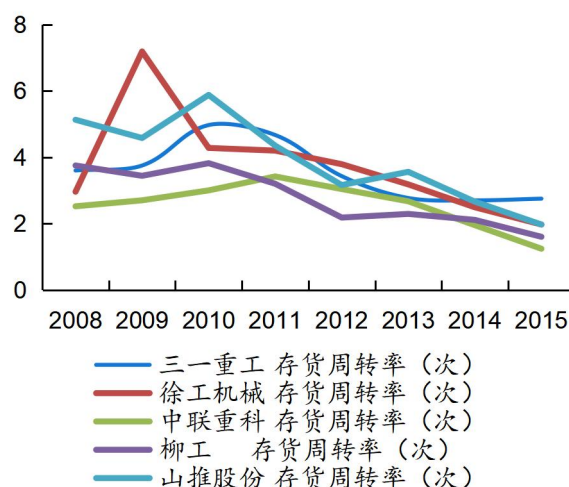
工程机械产品单位价值较大，企业销售时普遍采取信用销售策略，应收账款对工程机械企业资金占用现象较多。我们选取五家样本企业应收账款周转率和存货周转率反映工程机械企业销售信用政策的变化情况。

据联合评级公众号，2008-2015 年从应收账款周转率和存货周转率情况看，剔除徐工机械 2009 年因合并范围变化及应收账款资产证券化导致的异常值，工程机械行业应收账款周转率总体呈下降趋势，随着工程机械产品单价的增长及企业销售规模的扩大，应收账款周转率的下降符合行业特征。

分阶段看，2010~2013 年，应收账款周转率下降速度较快，反映工程机械企业信用政策宽松，在行业需求增加时，企业普遍采取宽信用政策以提升市场占有率。同期存货周转率缓慢下降，在销量增长的情况下，存货周转率下降，反映了工程机械企业对下游需求的乐观估计，主动增加产品备货。2013~2015 年，应收账款周转率持续下降趋势，在行业景气度下降时，工程机械企业产品销售困难，对下游话语权减弱，期建设产能投产，工程机械企业为持续经营不得不继续放宽信用政策，导致企业应收账款规模大幅增长，资产质量恶化；同期存货周转率同样保持下降趋势，反映了需求下降时，企业库存难以消化的情况。

图 8：工程机械主机厂 2008-2015 年应收账款周转率情况


资料来源：iFinD，国海证券研究所

图 9：工程机械主机厂 2008-2015 年存货周转率情况


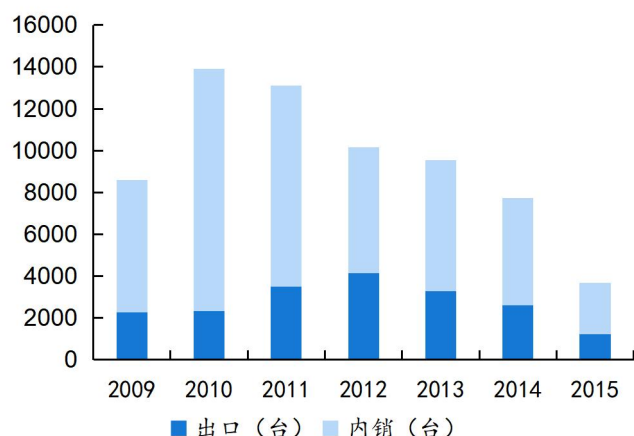
资料来源：iFinD，国海证券研究所

2.2、推土机短暂的黄金时期

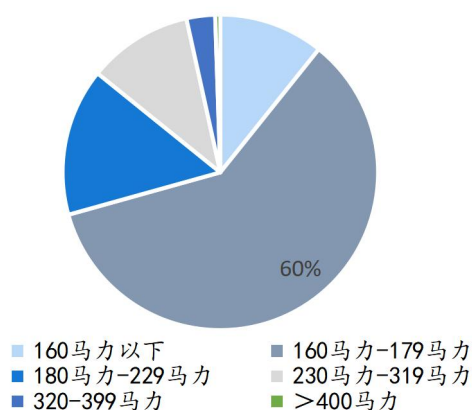
从推土机行业的销量来看，**2010-2011 年是推土机的黄金时期**。据中国工程机械工业年鉴，2010 年 100 马力以上推土机行业销量 13911 台；2012 年开始随着工程机械行业的下行，到 2015 年 100 马力以上推土机行业销量 3682 台。

拆分内外销来看，**推土机的量增主要来自内销**。政策带动工程机械行业快速发展，推土机的内销带动行业整体销量高增。

拆分销售结构来看，以 2011 年为例，销售的推土机以 **160 马力-179 马力为主**，2011 年销售量达到 7848 台，占比约为 60%。2011 年 >400 马力以上的推土机销量占比为约 1%。

图 10：2009 年-2015 年 100 马力以上推土机行业销量拆分


资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

图 11：2011 年推土机销售以 160 马力-179 马力为主


资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

从行业竞争格局来看，山推股份市占率稳居行业第一。以2011年-2012年的市场竞争来看，山推股份的市占率断层领先，其余销量较大的厂商主要为河北宣工、天津建筑机械厂、上海彭浦机器厂、陕西中联等。

据2013年4月的期刊《国内外推土机的发展现状及趋势》，160马力以下的中小型推土机，宣工占了近60%的市场份额；220马力的中型推土机，山推占近60%；320马力以上的大中型产品市场约60%由上海彭浦占领。

图 12：2011 年我国主要推土机厂商市占率

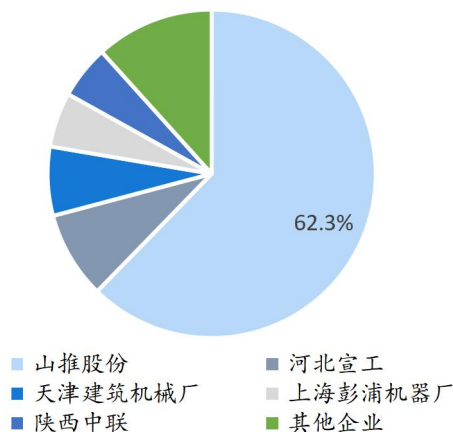
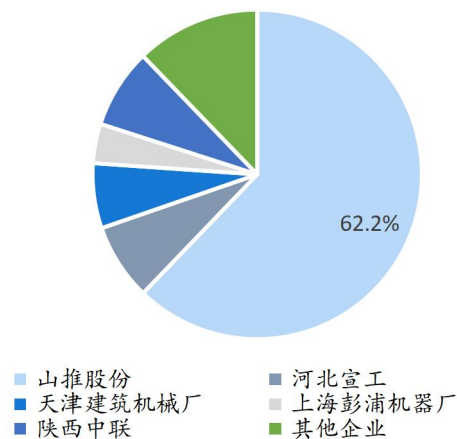


图 13：2012 年我国主要推土机厂商市占率



资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

销量的黄金时期也隐含着一些不利因素。国内推土机产业已形成一定规模，研制水平有了长足进步，由于制造成本较低、售价低，在国内市场上占据统治地位，且随着近年来技术水平的不断提高和较高性价比，也逐步打入非洲、中东和拉美等国际市场，但由于起步较晚，总体技术相对落后，与世界先进水平相比还有较大差距。

表 1：2013 年时的国内推土机技术发展差距

技术发展差距	具体说明
两级发展不够	国产推土机主要集中在 59~235 kW，超小型和大型、超大型功率机种较少，部分还需依靠进口。
技术发展水平相对滞后	当时国产液力机械推土机技术相对成熟，但都是简单的引进、消化吸收，全液压推土机研制刚刚起步，缺乏对推土机的基础性研究和技术创新。
可靠性差	国产推土机的平均无故障工作时间(MTBF)只有 250~350h，平均寿命(第一次大修期)在 5000~6000h，而卡特彼勒和小松的推土机平均无故障时间为 600 h 以上，平均寿命达 12000~15000h。
配套件缺乏	动力换挡变速箱、高压液压泵、马达、缸、轮边减速器等核心部件部分需进口，价格高，供货期长，无法满足行业发展和用户需要。
外观造型设计缺乏	我国许多推土机产品在外观造型方面出现了和国外产品不同程度的雷同，仿制情况非常普遍，已经严重影响到中国推土机产品在世界范围内的综合竞争力。

资料来源：《国内外推土机的发展现状及趋势》蔡应强等，国海证券研究所

2.3、公司逐渐承压的业绩

随着工程机械行业进入下行期，公司的业绩也随之承压。2010年公司归母净利润8.4亿元，而2015年公司归母净利润为-8.8亿元。由我们上述分析，主要原因是行业处于下行期+产能过剩+企业产能扩张与销售激进透支部分需求。

其中2015年公司资产减值达到1.7亿元，占利润总额比例约为18%，主要原因系部分产品出现成本高于可变现净值的情况，计提了存货跌价准备+应收款项计提了坏账准备。

图 14：2010-2015 年公司业绩逐渐承压

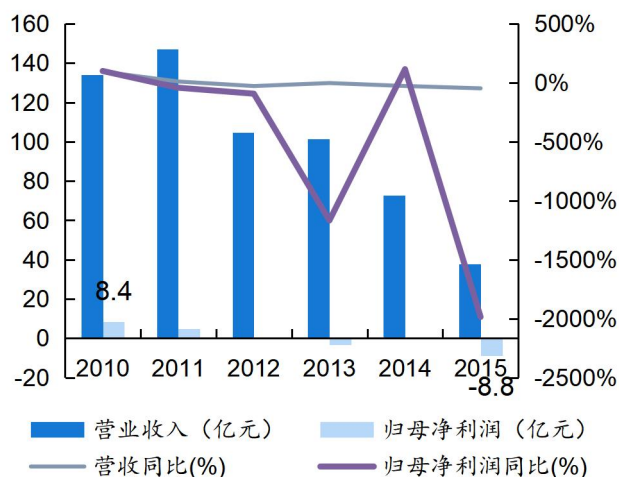
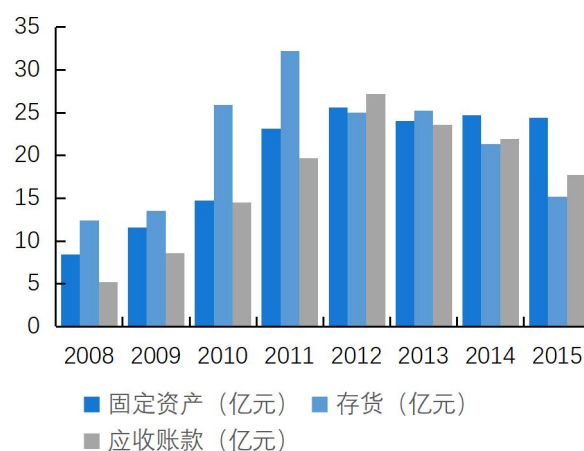


图 15：较高的存货+应收账款影响利润



资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

2015年，公司铲土运输机械毛利率在行业下行期快速下降。产品成本由于固定成本分摊增加而导致产品毛利率下降，公司铲土运输机械毛利率在2015年为8.81%，同比下降11.13pct。从推土机销量来看，2010-2012年呈现量降价升的情况，我们认为或与公司产品销售结构改善。

图 16：2015 年公司铲土运输机械毛利率为 8.81%

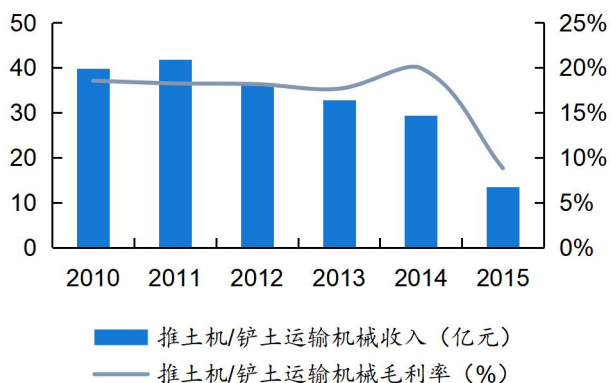
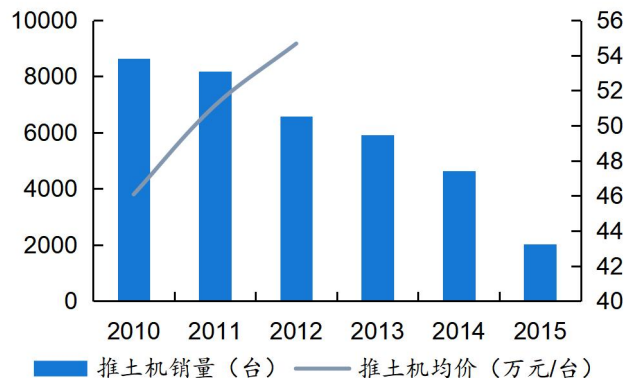


图 17：2010-2015 年公司推土机量价情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：公司公告，中国工程机械工业年鉴，国海证券研究所

注：2013年-2015年公司铲土运输机械口径（包含推土机+装载机）

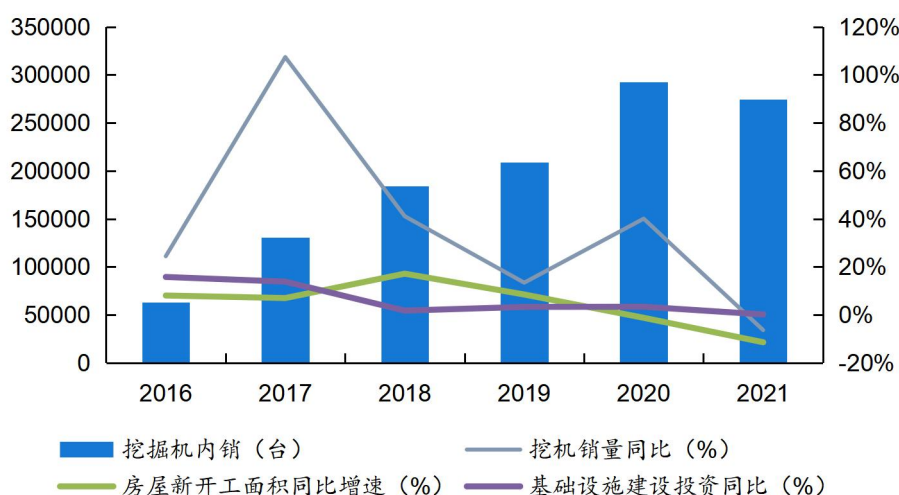
3、工程机械的上行周期与相对平淡的推土机

3.1、工程机械新一轮的上行期

以挖机视角刻画新一轮周期：挖掘机是工程机械的核心风向标，一是挖机销售额占行业 30% 以上，占比最大；二是挖机的使用场景和应用最为广泛；三是从施工顺序来看，挖掘机使用期处于工程项目的前期。

据中国工程机械工业协会数据，受益新型城镇化+存量设备更新，行业迎来新一轮景气周期。挖机内销从 2016 年的 62993 台上升至 2021 年的 274342 台，CAGR 为 34.2%。

图 18：2016-2021 年挖机内销同比增速与基建、房屋投资同比增速情况



资料来源：中国工程机械工业协会，iFinD，国海证券研究所

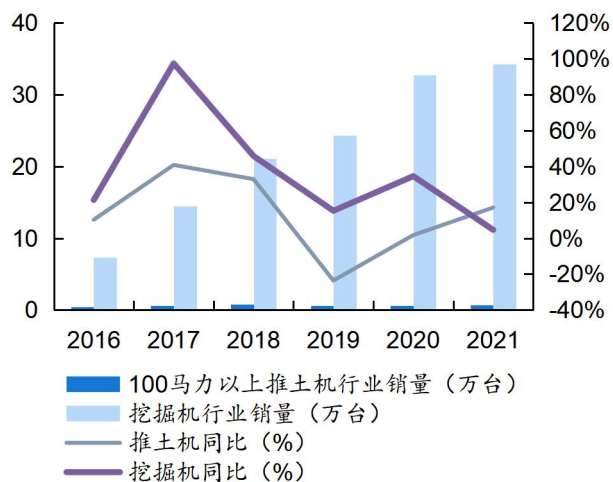
3.2、相对平淡的推土机行情

3.2.1、销量与业绩弹性相对平淡

从行业销量来看，相较于挖掘机，推土机的量增弹性显得相对平淡。据中国工程机械工业年鉴，2016-2021 年 100 马力以上推土机整体行业销量从 4061 台增长至 6914 台，CAGR 约为 11.2%，绝对额的增量为 2853 台。

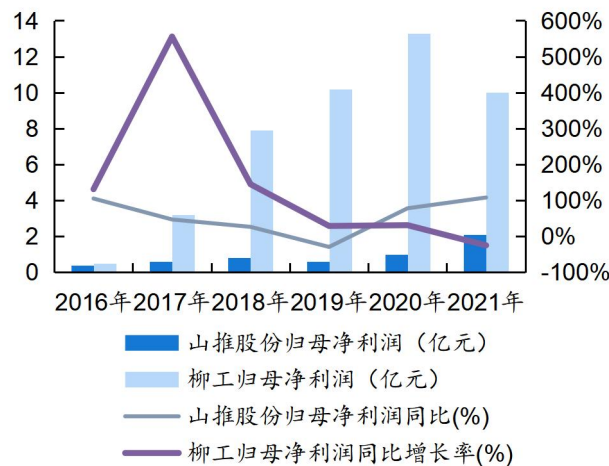
从企业业绩弹性来看，推土机也相应平淡。以山推股份和柳工的收入与利润为例，其中 2016 年柳工土石方铲运机械营收占比为 62.6%，山推股份铲土运输机械营收占比为 36.6%。2016 年山推股份营收 44 亿元，归母净利润 0.4 亿元；柳工营收 70 亿元，归母净利润 0.5 亿元。在 2016-2021 年的上行周期中，柳工的营收从 70 亿元上升至 287 亿元，归母净利润从 0.5 亿元最高上升至 2020 年的 13.3 亿元；山推股份的营收从 44 亿元提升至 91.6 亿元，归母净利润从 0.4 亿元最高提升至 2021 年的 2.1 亿元。

图 19：推土机量增弹性相对平淡



资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

图 20：相较于土石方营收占比更高的柳工，山推股份利润弹性较弱



资料来源：iFinD，国海证券研究所

3.2.2、三大因素或抑制推土机市场

1) 推土机的应用场景相对单一+挖机对推土机的使用替代

按照吨位和需求，挖掘机可分为超大挖、大挖中挖、小挖和迷你挖等，超大挖主要用于矿山开采和岩石破碎领域，应用领域较为集中，周期性波动较强，中大挖主要用于城市、道路桥梁等大型基建领域，受整体基建需求影响较大，小挖和迷你挖主要用于农林、绿化等小型项目，应用领域广泛。

表 2：挖掘机分类及应用

协会分类	小挖 (0-20 吨)		中挖 (20-30 吨)	大挖 (30 吨以上)	
按用途分类	迷你挖 (0-5t)	小挖 (5-20t)	中挖 (20-30t)	大挖 (30-40t)	超大挖(40t 以上)
用途/场景	农林、果园	城市基建、水利等	城市基建、地产、道路等	大型基建、地产等	矿山开采、石方破碎

资料来源：观研天下，国海证券研究所

据山推股份官网，根据推土机不同的马力，可将推土机分为小型推土机（130 马力以下）、中型推土机（130 马力-260 马力）、大型推土机（260 马力-460 马力）、矿用推土机（460 马力以上）。

表 3：推土机按照马力大小分类情况

	小型推土机	中型推土机	大型推土机	矿用推土机
马力范围	130 马力以下	130 马力-260 马力	260 马力-460 马力	460 马力以上
产品举例	DH10-G	SD24-G	SD34-G	SD90-C5
适用场景	主要适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业，以及软土、湿地、沼泽地带的施工作业。	适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业。	适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业，是国防工程、矿山建设、城乡道路等建筑施工和水利建设等不可缺少的机械设备。	可用于岩石剥离、土石方、矿山工况。该款推土机采用电液控操纵行走系统，配备大容量推土铲，重型底盘，能够满足大型矿山的各种需求。

资料来源：山推股份官网，国海证券研究所

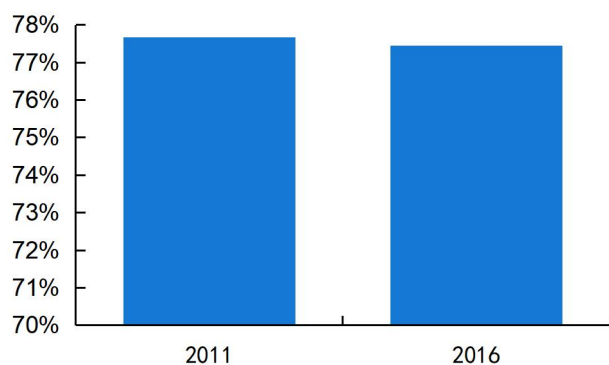
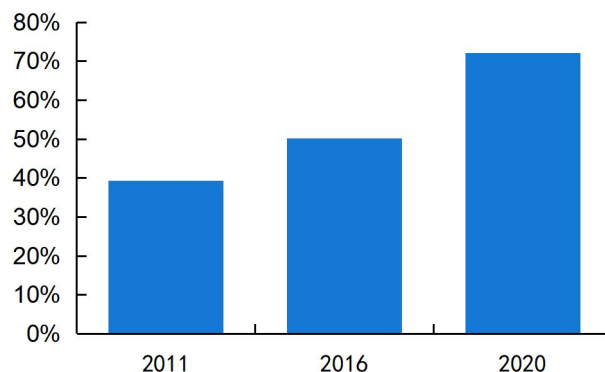
挖掘机的用途和功能也很广泛，通过换装不同的附属装置，如液压锤、液压剪、推土铲、扒斗等可以完成破碎、拆卸、抓取等多种作业。兼有推土机、装载机、起重机等的功能，能代替这些机械工作。据中原五金机电建材网公众号，工程施工中有 60% 以上的土石方量是靠挖掘机来完成的。

以 2020 年为例，我国推土机销量机型主要集中在 160 马力-179 马力，我们认为中小马力推土机在土方作业中应用场景相对单一，主要应用于土石方物料的开挖、回填等作业，因此中小马力推土机在土方作业中易被挖掘机替代。

2) 挖机处在国产替代的加速期，推土机已基本完成国产替代

从行业竞争格局来看，2010-2011 年推土机已经基本实现国产替代。据中国工程机械工业协会年鉴，2011 年推土机国内 CR3（山推股份、河北宣工、天津建筑机械厂）市占率达到 77.67%。2016 年推土机国内 CR3（山推股份、河北宣工、天津建筑机械厂）市占率仍高达 77.44%。

挖掘机在 2011 年时，主要仍是外资品牌主导，发展至 2016 年国产挖掘机品牌市场占有率达到 50.2%，2020 年国产挖掘机品牌市场占有率达到 72.2%。

图 21：推土机在 2011 年国内 CR3 市占率达到 77.67%**图 22：2016 年开始挖掘机处在国产替代加速阶段**

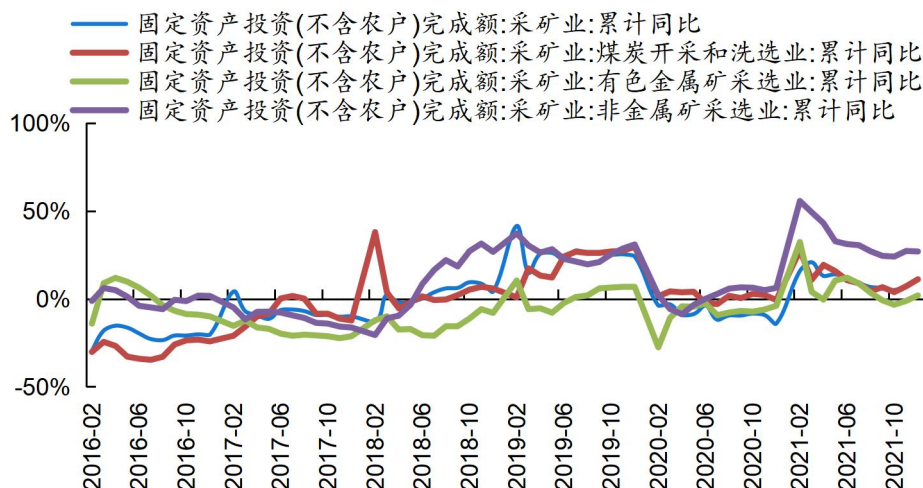
资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

资料来源：中国工程机械工业协会年鉴，国海证券研究所

3) 采矿业投资波动与大马力产能受限

从 2016-2021 年的采矿业投资来看，虽然存在波动，但从 2018 年开始整体的增速趋势是正向增速。

图 23：2016-2021 年采矿业投资完成额同比情况



资料来源：iFinD，国海证券研究所

据中国机械工业集团官网，矿用推土机在生产效率、多功能性、成本效益、资源回收率等方面提高了采矿的工作效率。

表 4：使用矿用推土机对工作效率的提高

效率提高环节	具体说明
生产效率	国际矿业与金属理事会 (ICMM) 的一份报告显示，推土机等先进机械的引入使露天采矿作业的效率提高了高达 30%。矿用推土机的多功能性也显著提高了其生产力。它们能够以极高的速度和精度执行各种任务，例如推土、平整和搬运物料。
采矿作业中的多功能性	推土机坚固耐用，能够胜任从场地准备、物料搬运到运输和整平等各种任务；推土机可以配备各种附件，例如铲刀、耙子和绞车，从而执行诸如清除表土、修建道路或清理碎石等专业任务。
成本效益	在采矿项目中，推土机的应用通过提升各项作业效率，显著提高了成本效益。据美国国家矿业协会的一份报告显示，包括推土机在内的先进重型机械，可将项目总成本降低高达 30%。
资源回收率	推土机能够改善废物管理和资源开采，从而最大限度地提高每个项目的价值。国际矿业与金属理事会发布的一项研究表明，战略性地部署推土机可使资源回收率提高 20%。

资料来源：中国机械工业集团官网，国海证券研究所

2020 年-2021 年之间我国推土机产品销量大于等于 400 马以上分别为 12 台/17 台。据山推股份公司公告（2020-11），当时高端大马力推土机产品基本上被国外企业（日本小松、美国卡特彼勒、德国利勃海尔等公司）主导，整机及配件主要依赖进口，采购、维修及外汇成本高昂。以国内推土机龙头企业为例，山推股份 2020 年 11 月大马力推土机年产量区间为 10~20 台。

4、抓住历史契机的 2022 年与构建新的推土机优势

4.1、历史契机的 2022 年

4.1.1、工程机械的全球化在 2022 年大爆发

据正见品牌出海公众号，从宏观层面来看，2022 年的海外销售激增，是由一股强大的内部“推力”和一股罕见的外部“拉力”共同作用的结果。

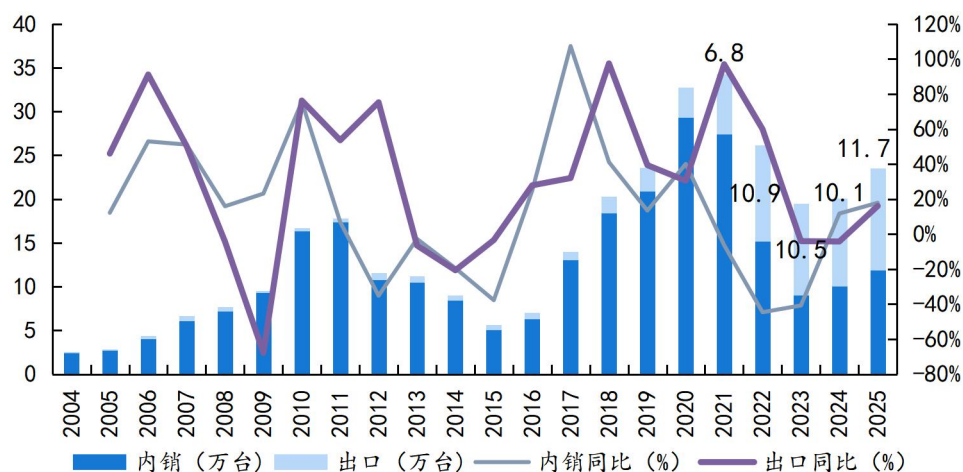
以挖掘机的年度出口表现举例来说明 2022 年是工程机械行业范围的“结构性迁徙”：根据中国工程机械工业协会的数据，2022 年挖掘机的出口量达到 10.9 万台，出口同比增速高达 60%。2022 年之后，挖掘机的出口销量保持在 10 万台以上。

表 5：工程机械的全球化在 2022 年大爆发的原因

原因	具体说明
内部推力	1) 中国工程机械行业的增长曾与国内高速的房地产和基础设施建设周期深度绑定。自 2021 年下半年起，市场转入严峻的下行通道。 2) “出海”从一个锦上添花的战略选项，迅速转变为一个必须完成的生存任务。这股强大的内部推力，迫使企业必须将庞大的制造能力和资源，系统性地转向海外，寻求新的增长空间。
外部拉力	1) 地缘政治的重塑。如 2022 年初爆发的乌克兰冲突，导致欧美及日本的工程机械制造商大规模撤出俄罗斯市场，为中国企业提供了机遇。 2) 后疫情时代的供应链替代。全球竞争对手仍在艰难应对新冠疫情带来的全球供应链中断、生产延误和交付周期延长等后遗症。在这种背景下，拥有相对完整的本土供应链和充裕产能的中国制造商，能够向全球客户提供其竞争对手无法企及的核心价值——现货和更短的交付时间。

资料来源：正见品牌出海公众号，国海证券研究所

图 24：挖机 2004-2025 年内外销及同比变化情况



资料来源：工程机械杂志公众号，国海证券研究所

4.1.2、俄罗斯市场成为国内工程机械出口的重要区域

2021 年开始，工程机械出口俄罗斯的金额呈现高增增长，2022 年初爆发的乌克兰冲突，导致欧美及日本的工程机械制造商大规模撤出俄罗斯市场，为中国企业提供了机遇。2022 年出口工程机械出口俄罗斯金额 36.4 亿美元，同比+70.65%，2023 年工程机械出口俄罗斯金额占比达到 12.5%。

图 25：工程机械出口俄罗斯情况



资料来源：iFinD，国海证券研究所

据《国际建设》，以俄罗斯重型挖掘机和重型推土机为例：1) 重型挖掘机：2021 年，前五名如下：现代（第一）、小松、沃尔沃、斗山和卡特彼勒。到了 2023 年徐工机械、三一重工、柳工等新设备位列第一，供应量增幅也十分可观。2) 重型推土机：原先该领域的品牌数量有限，其骨干由全球巨头组成：小松、卡特彼勒和利勃海尔。进入 2022 年，中国品牌的活跃度已经变得非常明显，山推股份和中联重科率先脱颖而出。

图 26：2023 年俄罗斯大于 33 吨的重型挖掘机品牌市占率情况

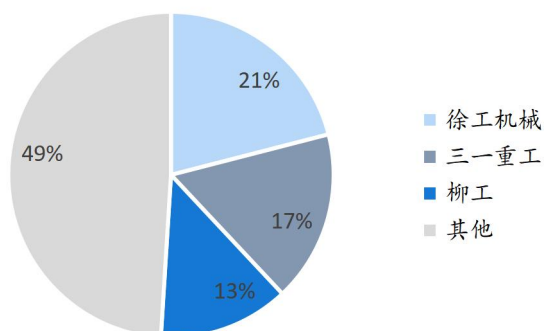
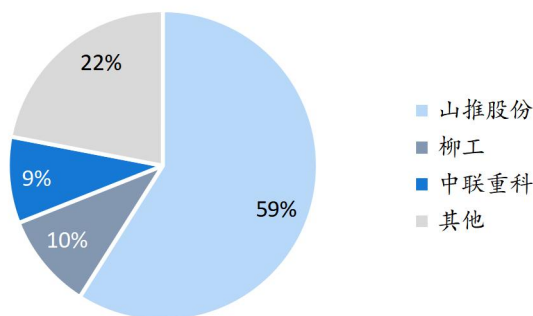


图 27：2023 年俄罗斯市场重型推土机品牌市占率情况



资料来源：《国际建设》，机械情报站公众号，国海证券研究所

资料来源：《国际建设》，机械情报站公众号，国海证券研究所

4.2、构筑大马力推土机的竞争优势

4.2.1、完成大马力推土机的产能扩建

公司于 2020 年 11 月发布非公开发行 A 股股票预案募集资金，投资于高端大马力推土机产业化项目，其中包括加工设备、热处理设备、装配设备、焊接设备、试验设备、检测设备、工装设备、信息化软件、环保除尘设备、工程建设其他费用投资、基本预备费等。

据公司公告（2020-11），根据 AEM 协会统计，自 2010 年以来，400 马以上推土机的年销售量平均在 1000 台左右，其中 2012 年达至约 1757 台；从设备更新角度看，未来五年内全球主要矿山的现役大马力推土机即将进入淘汰更新期，大马力推土机市场即将迎来新一轮波峰销售周期。

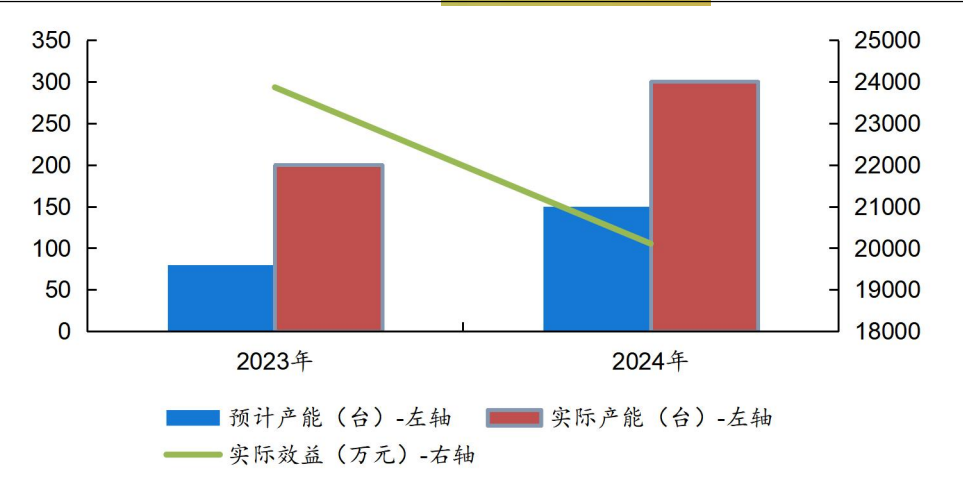
表 6：投资大马力推土机产业项目原因

原因	具体说明
现有设备无法支持加工要求	2017-2020 年 9 月期间，公司大马力推土机年产量在 10 台左右；大马力推土机关键零部件因尺寸较大、加工精度要求较高，现有加工设备、热处理设备、装配设备等已经无法满足其加工要求，需新增专用设备。
提升产品毛利率	2017-2020 年 9 月期间，公司生产销售的推土机产品以中小马力为主，市场竞争较为激烈，为保证公司推土机产品市场占有率，该类产品短期内盈利提升空间较小。而大马力推土机毛利率水平较高，其销量增长能有效提升公司盈利能力。公司 2017-2020 年 9 月期间，大马力推土机综合毛利率 33.63%，高于这期间推土机产品综合毛利率。
增强推土机产品竞争力	公司在大马力推土机领域已研发多年，拥有丰富的技术储备、成熟的生产工艺，推进奠定强大的技术基础。通过本次募投项目，公司将购买先进的生产制造设备，不断增强公司在大马力推土机领域的产品竞争力，巩固公司在行业内的领先地位。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

按照募投项目实际投产进度，2023 年和 2024 年的实际产能为 200 台和 300 台，2023 和 2024 年的实际产量合计为 472 台。截至 2024 年 12 月 31 日按照募投项目实际投产进度计算的投资项目累计产能利用率为 94.40%。

图 28：公司大马力项目产能与效益情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

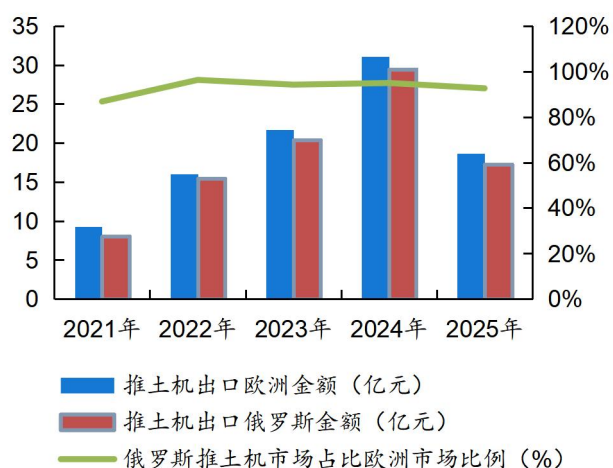
4.2.2、俄罗斯市场成为公司推土机核心市场

根据海关总署，从推土机出口金额来看，俄罗斯推土机市场是欧洲区域的推土机核心市场。2021 年-2025 年，我国出口俄罗斯市场的推土机金额占出口欧洲推土机市场的 86% 以上。

由上述分析，2022 年初爆发的乌克兰冲突，导致欧美及日本的工程机械制造商大规模撤出俄罗斯市场，为中国企业创造机会。根据海关总署，2022 年我国推土机出口俄罗斯金额达到 15.44 亿元，同比+92%。

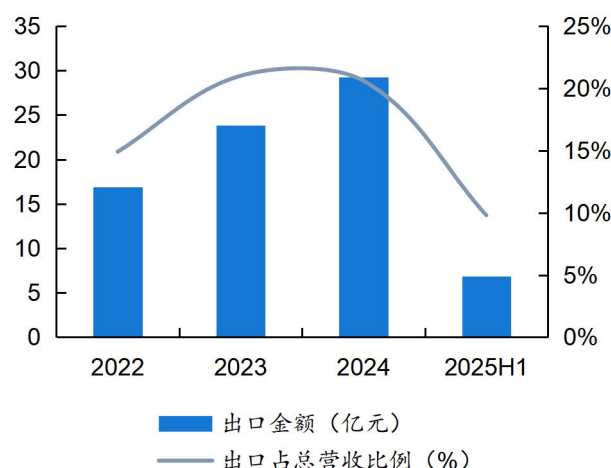
根据我们推测，公司的海外市场中，欧洲市场的绝对额与营收占比与推土机出口俄罗斯市场存在较大相关性。

图 29：俄罗斯推土机市场是欧洲区域的推土机核心市场



资料来源：海关总署，国海证券研究所

图 30：公司出口欧洲市场的金额与欧洲市场营收占比情况

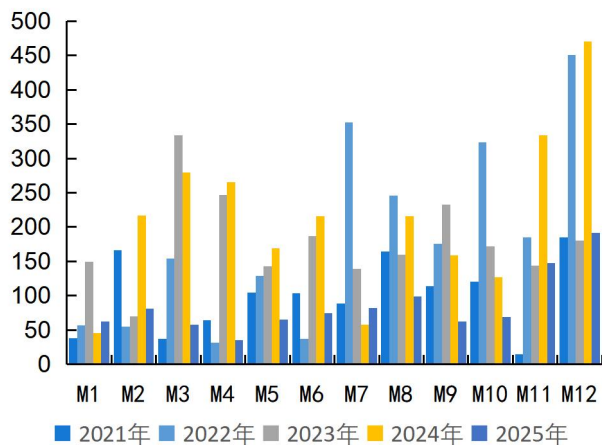


资料来源：公司港股招股书，国海证券研究所

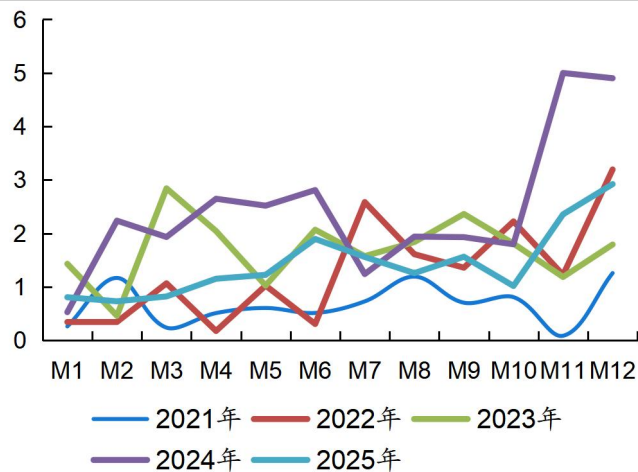
从推土机出口的销量/金额/均价来看，我们认为公司的大马力推土机主要出口在俄罗斯地区。据海关总署，根据我国推土机出口俄罗斯销量与金额测算我国出口俄罗斯的均价。2022 年之后，我国对俄罗斯的各类型推土机出口均价由 70.3 万元/台提升至 2025 年的 168.2 万元/台，我们认为这与出口的销量结构变化相关，更多的大马力推土机出口至俄罗斯市场。

由 2021-2025 年我国对各大洲的各类型推土机出口均价来看，欧洲市场的出口均价大多时间高于其他大洲，我们分析这与俄罗斯市场的大马力推土机出口变化相关。

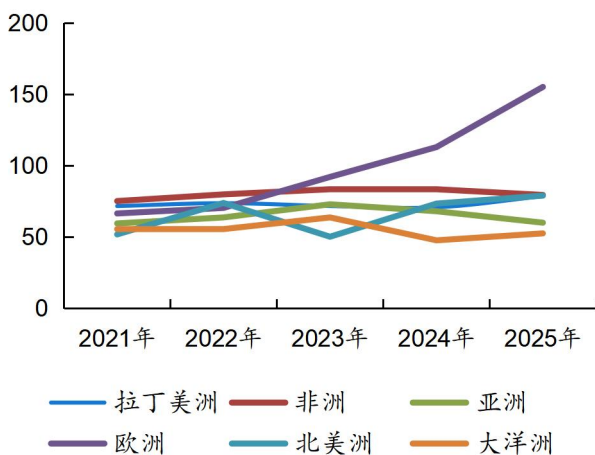
公司 2017-2020 年 9 月期间的大马力推土机年产量在 10 台左右，随着募投项目的进行，2023 和 2024 年公司大马力推土机的实际产量合计为 472 台。我们结合《国际建设》中 2023 年俄罗斯市场重型推土机品牌市占率情况+我国对俄罗斯的各类型推土机出口欧洲市场的情况，认为公司 2023-2024 年的大马力推土机产量主要出货在俄罗斯市场。

图 31：2021-2025 年我国推土机出口俄罗斯月度销量（台）


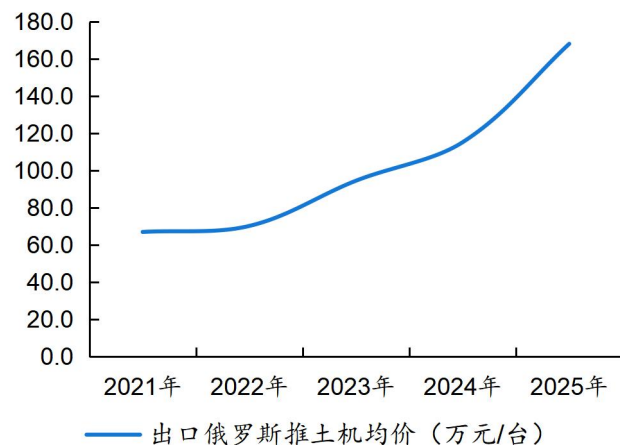
资料来源：海关总署，国海证券研究所

图 32：2021-2025 年我国推土机出口俄罗斯月度金额（亿元）


资料来源：海关总署，国海证券研究所

图 33：2021-2025 年我国对各大洲的各类型推土机出口均价（万元/台）


资料来源：海关总署，国海证券研究所

图 34：2021-2025 年我国对俄罗斯的各类型推土机出口均价


资料来源：海关总署，国海证券研究所

据公司公告，2025 年，受俄罗斯当地政策法规与市场整体情况影响，公司围绕“降库存、优结构、重战略产品”等方面持续开展工作。我们认为这与 2025H1 公司出口欧洲市场的金额占比下降相应匹配。

用俄罗斯成功经验推向其他主要矿山市场。据公司公告，以大马力推土机为例，公司 2025 年来，利用俄罗斯高寒工况，持续迭代、升级产品，并将成熟的销售服务经验，推广至全球其他主要矿山市场，实现了在多个地区与国家由零到一的迈进。

图 35：西伯利亚极寒矿区，山推 SD60-C5 大马力推土机高效运行



资料来源：第一工程机械网公众号

4.3、公司推土机有望实现量价齐升逻辑

4.3.1、量：公司通常以销定产，产能利用率仍有提升空间

公司通常根据销售订单及市场预测制定生产计划。2022-2024 年，公司推土机产品产能年度设计产能在 6000 台以上，产能利用率维持在 60%-70%之间；公司的产销量基本接近，显示了公司较好的生产运营能力。

从公司整体的海外营收占比来看，2025H1 非洲市场与亚太地区是公司的主要出口区域。根据我们推土机的行业分析，未来亚太地区有望随着基建加速+非洲地区的矿企资本开支贡献推土机的增量。

图 36：公司推土机设计产能与产能利用率情况

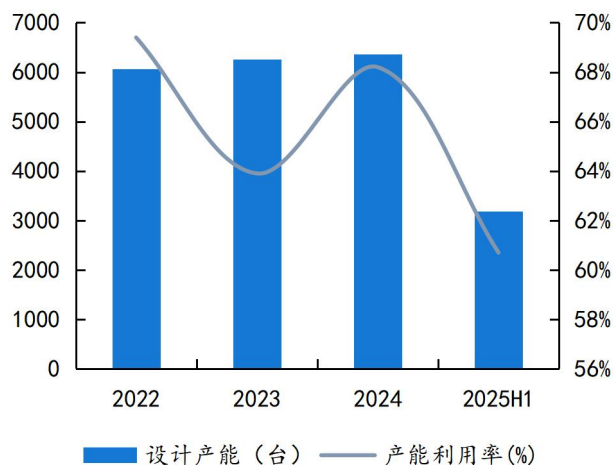
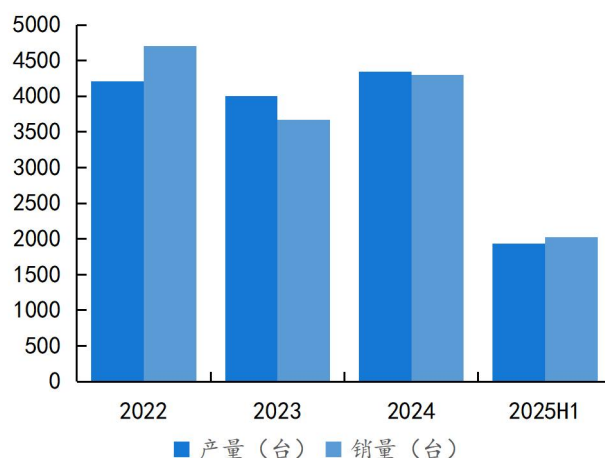


图 37：公司推土机实际产销量情况



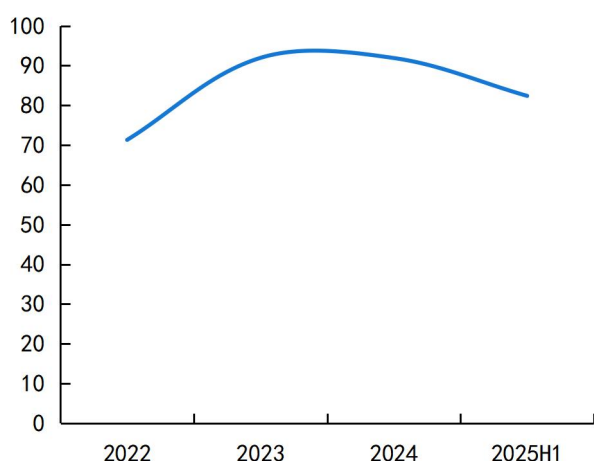
资料来源：公司港股招股说明书，国海证券研究所

资料来源：公司港股招股说明书，国海证券研究所

4.3.2、价：公司推土机价格优势明显，有望受益结构性供需失衡涨价

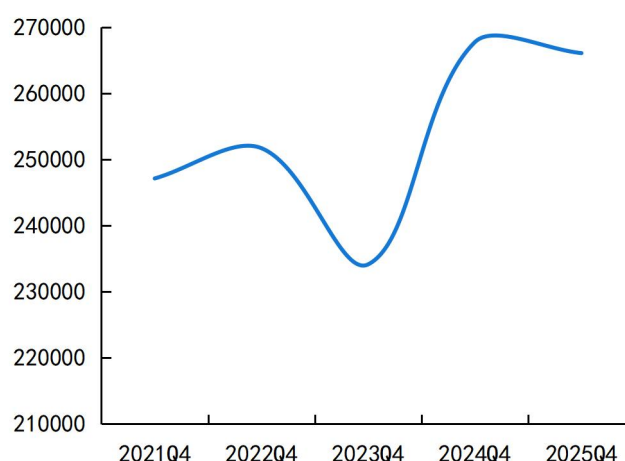
公司推土机相较国内推土机出口有溢价，相较海外品牌有较大的价差优势。1) **相较国内**：根据公司港股招股说明书和海关总署数据，公司 2024 年与 2025H1 推土机均价分别为 91.9/82.4 万元/台，高于 2024/2025 年全年国内各类型推土机出口到非洲与亚洲的均价。2) **相较于海外**：对比 Equipment World 的二手机均价与公司的推土机均价，公司的推土机产品相较于海外品牌有较大的价差优势。

图 38：2022-2025H1 公司推土机均价情况（万元/台）



资料来源：公司港股招股说明书，国海证券研究所

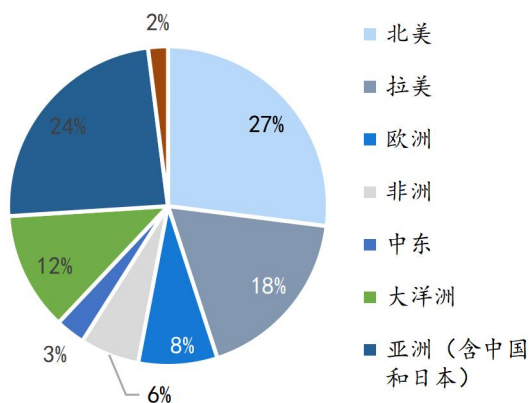
图 39：二手推土机价格中枢逐步提升（美元/台）



资料来源：Equipment World，国海证券研究所

非洲矿企资本开支加大，我们分析国际龙头卡特彼勒与小松尚未在非洲布局大马力推土机产能。据卡特彼勒官网，卡特彼勒的大型推土机的生产基地位于伊利诺斯州东皮奥里亚；据小松官网，2024 财年小松工程机械、矿山机械及公用事业设备在非洲的营收占比较小，同时小松推土机的主要母工厂布局在日本。非洲地区矿企资本开支下，公司推土机有望受益结构性供需失衡而涨价。

图 40：2024 财年小松工程机械、矿山机械及公用事业设备各区域营收占比



资料来源：小松官网，国海证券研究所

图 41：小松推土机的主要母工厂布局在日本

Model	Production			
	Japan	EU	Americas	Asia
Excavators	◎	◎	○	○
Wheel loaders	◎	○	○	○
Dump trucks	◎		◎	○
Bulldozers	◎		○	○
Utility	◎	◎		○

资料来源：小松官网

5、盈利预测与评级

5.1、分业务盈利预测

(1) 工程机械主机：公司推土机有望实现量价齐升，挖掘机有望实现量升价稳，我们预计公司 2026-2028 年工程机械主机营收 yoy+15%、+18%、+18%，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 25%、25.2%、25.5%。

(2) 工程机械配件及其他：随着工程机械主机增长而增长，我们预计公司 2026-2028 年工程机械零部件营收 yoy+5%、+10%、+12%，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 8.9%、9%、9%。

(3) 其他业务：我们预计公司 2026-2028 年工程机械零部件营收 yoy+5%、+5%、+5%，我们预计 2026-2028 年毛利率维持在 18%。

表 7：分业务收入预测

主营业务		2024A	2025	2026E	2027E	2028E
工程机械主机	营收（百万元）	9,763	10,950	12,593	14,859	17,534
	成本（百万元）	7,506	8,234	9,444	11,115	13,063
	毛利（百万元）	2,257	2,716	3,148	3,745	4,471
	毛利率（%）	23.12%	24.80%	25.00%	25.20%	25.50%
工程机械配件及其他	营收（百万元）	3,145	2,668	2,801	3,081	3,451
	成本（百万元）	2,784	2,426	2,552	2,804	3,140
	毛利（百万元）	361	241	249	277	311
	毛利率（%）	11.48%	9.04%	8.90%	9.00%	9.00%
其他业务	营收（百万元）	1,310	1,002	1,053	1,105	1,160
	成本（百万元）	1,077	819	863	906	952
	毛利（百万元）	233	183	189	199	209
	毛利率（%）	17.79%	18.28%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源：Wind，国海证券研究所

5.2、可比公司估值

我们选取同行业的三一重工、徐工机械、中联重科、柳工作为同行业可比公司。据 iFinD 机构盈利一致预期，截至 2026 年 4 月 23 日收盘，可比公司 2026-2027 年平均 PE 分别为 12.4/10.0 倍；山推股份对应 2026-2028 年 PE 分别为 11.0/9.0/7.4 倍，公司估值水平处于低位。

表 8：可比公司估值对比（截至 2026 年 4 月 23 日收盘价）

公司名称	代码	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
三一重工	600031.SH	0.91	1.17	1.46	1.77	23.1	16.7	13.5	11.1
徐工机械	000425.SZ	0.62	0.79	0.98	/	15.9	12.5	10.0	/
中联重科	000157.SZ	0.56	0.69	0.84	1.01	15.4	11.5	9.6	7.9
柳工	000528.SZ	0.82	1.09	1.4	/	12.0	9.0	7.0	/
行业平均						16.6	12.4	10.0	
山推股份	000680.SZ	0.81	0.99	1.21	1.48	14.8	11.0	9.0	7.4

资料来源：iFinD，国海证券研究所

注：三一重工、中联重科盈利预测来自于 iFinD 机构一致预期，徐工机械、柳工 2025 年报尚未发布，采用 iFinD 机构一致预期；山推股份盈利预测来自于国海证券研究所预测

5.3、投资建议

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 164/190/221 亿元，归母净利润分别为 15/18/22 亿元，对应的 PE 分别为 11/9/7X。我们认为从公司的 α 来看，公司的核心产品推土机有望实现量价齐升逻辑，量受益于亚太地区基建加速+非洲地区的矿企资本开支；价有望受益结构性供需失衡而涨价。公司的挖掘机受益内外挖机 β 共振，公司挖机有望实现量升价稳逻辑，维持“买入”评级。

6、风险提示

- 1) 政策风险：工程机械行业与基础建设密切相关，宏观政策不及预期可能会影响下游需求，从而影响公司收入。
- 2) 基建、地产投资不及预期风险：近年来国内房地产行业持续低迷，基建投资增速或不及预期，工程机械行业面临拉动不足的风险。
- 3) 市场风险：大国博弈及地缘政治和贸易保护给公司国际市场带来不确定性。同时国内市场存在竞争加剧而影响盈利能力的风险。
- 4) 海外拓展不及预期：公司海外营收占比逐渐提升，如果海外拓展不及预期将影响公司盈利能力。
- 5) 汇率波动风险：随着公司国际业务的不断发展，国际化进程的进一步深入，海外销售体系日益完善，受国际收支及外汇储备、政治局势及人民币汇率走势不确定性的影响，导致结算或收汇金额与合同金额存在差异产生损失的可能性。
- 6) 原材料价格波动风险：以钢材为主的原材料价格上涨，会对公司成本控制带来较大压力。
- 7) 中东事件影响：中东事件影响或导致全球工程机械需求下降。
- 8) 应收账款计提减值风险：公司应收账款较高，若出现坏账进行计提减值，会影响公司利润。

附表：山推股份盈利预测表

证券代码：	000680	股价：	10.98	投资评级：	买入	日期：	2026/04/23		
财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					每股指标				
ROE	20%	20%	20%	20%	EPS	0.81	0.99	1.21	1.48
毛利率	21%	22%	22%	23%	BVPS	4.11	5.00	6.10	7.45
期间费率	8%	8%	8%	7%	估值				
销售净利率	8%	9%	10%	10%	P/E	14.79	11.04	9.04	7.42
成长能力					P/B	2.91	2.20	1.80	1.47
收入增长率	3%	12%	16%	16%	P/S	1.23	1.00	0.86	0.74
利润增长率	10%	23%	22%	22%					
营运能力					利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产周转率	0.78	0.82	0.86	0.87	营业收入	14620	16446	19046	22145
应收账款周转率	2.73	2.88	3.26	3.29	营业成本	11480	12859	14825	17155
存货周转率	3.56	3.80	3.96	4.04	营业税金及附加	80	90	105	122
偿债能力					销售费用	621	740	819	952
资产负债率	66%	63%	60%	58%	管理费用	424	493	590	664
流动比	1.29	1.37	1.46	1.56	财务费用	74	53	33	13
速动比	0.93	1.01	1.09	1.19	其他费用/（-收入）	575	658	762	886
					营业利润	1281	1595	1948	2379
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	营业外净收支	3	3	3	3
现金及现金等价物	3316	5371	6716	8738	利润总额	1284	1598	1952	2382
应收款项	5987	5437	6254	7238	所得税费用	70	104	127	155
存货净额	3249	3520	3973	4529	净利润	1214	1494	1825	2227
其他流动资产	1938	1994	2159	2562	少数股东损益	3	3	4	7
流动资产合计	14490	16322	19102	23067	归属于母公司净利润	1211	1491	1821	2221
固定资产	2184	2156	2099	1859					
在建工程	151	125	100	76	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
无形资产及其他	1433	1390	1345	1282	经营活动现金流	781	2785	2023	2708
长期股权投资	798	828	858	888	净利润	1211	1491	1821	2221
资产总计	19057	20820	23503	27172	少数股东损益	3	3	4	7
短期借款	760	710	610	510	折旧摊销	315	376	406	607
应付款项	8668	9287	10295	11913	公允价值变动	0	0	0	0
合同负债	418	386	447	520	营运资金变动	-921	763	-351	-265
其他流动负债	1424	1526	1691	1829	投资活动现金流	-310	-256	-255	-258
流动负债合计	11270	11910	13043	14772	资本支出	-66	-288	-287	-288
长期借款及应付债券	1059	859	759	659	长期投资	-261	-18	-18	-20
其他长期负债	257	255	253	253	其他	17	50	50	50
长期负债合计	1316	1114	1012	912	筹资活动现金流	-660	-493	-423	-428
负债合计	12586	13023	14055	15684	债务融资	-19	-252	-202	-200
股本	1500	1500	1500	1500	权益融资	0	0	0	0
股东权益	6471	7797	9448	11488	其它	-641	-241	-221	-228
负债和股东权益总计	19057	20820	23503	27172	现金净增加额	-170	2055	1345	2022

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【机械小组介绍】

张钰莹，机械行业首席分析师，致力于前瞻研究及深度研究，擅长自上而下与自下而上相结合挖掘机械板块投资机会。

【分析师承诺】

张钰莹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的

本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。