

路永光

执业证书编号: S0730209060093

021-50588666-8030

luyg@ccnew.com

支架为先、成套拓展

——郑煤机(601717)调研报告

研究报告-公司调研

增持(首次)

发布日期: 2010年10月12日

市场数据(2010年10月8日)

收盘价(元)	33.14
一年内最高/最低(元)	35.56/28.51
沪深300指数	3044.23
市净率(倍)	12.45
流通市值(亿元)	37.12

基础数据(2010年6月31日)

每股净资产(元)	3.33
每股经营现金流(元)	0.42
毛利率(%)	23.95
净资产收益率(%)	26.83
资产负债率(%)	63.32
总股本/流通股(万股)	70000/11200
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是国内煤机行业龙头,在高端液压支架市场占有率超过70%;公司募资投产后液压支架产能规模由20万吨增加到40万吨,打开进一步增长空间;煤机行业未来增速将放缓,但公司向刮板机等煤机成套设备发展前景看好。

投资要点:

- **公司是国内煤炭综采备液压支架龙头,液压支架产销量世界第一。**公司是从事煤炭综合采掘设备“三机一架”中液压支架生产的龙头企业,公司市场份额连续多年居国内第一,液压支架产销量世界第一,目前国内市场占有率超过25%,在高端液压支架领域份额达到70%以上,居主导地位。
- **历史积淀深厚,竞争优势突出。**公司前身是成立于1958年的郑州煤矿机械厂,是国内第一台液压支架诞生地,是世界第一台放顶煤液压支架诞生地,历史积淀深厚。
- **业绩增长良好,盈利能力突出。**公司07-09年收入增速分别为20.0%、57.9%、38.6%,净利润增速分别为39.1%、136.2%、31.1%,增速良好;07-09年公司综合毛利率分别为24.77%、20.15%、24.70%,高于液压支架行业整体水平。
- **行业将步入平稳增长期,竞争渐趋激烈。**01-08年液压支架产值年复合增长率52.8%,高于煤炭消费和煤炭投资增速;未来几年行业增速将可能下降到20%左右,行业竞争也将趋于激烈。
- **给予“增持”评级。**我们预计公司2010-2011年EPS分别为1.30元和1.57元,对应PE分别为25.5倍和21.1倍,考虑公司良好竞争能力,给予“增持”评级。
- **风险提示。**公司面临主要风险是煤炭投资大幅下滑、成套化进展缓慢以及原材料成本大幅上涨等。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(亿元)	37.22	51.60	65.96	82.70
增长比率(%)	57.85	38.64	27.82	25.38
净利润(亿元)	4.81	6.30	9.34	11.28
增长比率(%)	135.78	30.98	48.25	20.77
每股收益(元)	0.69	0.90	1.30	1.57
市盈率(倍)	44.60	34.01	25.48	21.09

1. 公司简介: 煤机龙头企业

公司主营煤炭综合采掘设备“三机一架”中液压支架及其零部件生产销售。液压支架用于煤炭综采工作面的支护和控制及工作面设备的推移行走,属于煤机设备行业的综合采掘设备子行业。

公司液压支架市场份额连续多年居国内第一,液压支架产销量世界第一,目前国内市场占有率超过25%,在高端液压支架领域份额达到70%以上,居主导地位。

公司历史悠久,前身是成立于1958年的郑州煤矿机械厂,是国内第一台液压支架诞生地,是世界第一台放顶煤液压支架诞生地,有深厚历史积淀。2008年底公司研制出大功率刮板输送机,并交付用户,开始走向综采成套设备商发展之路。

2010年7月公司发行1.4亿股A股在上交所上市,发行后总股本7亿股,主要股东是,河南省国资委2.72亿股,比例38.80%;上海立言股权投资中心0.83亿股,比例11.91%;焦承尧等26名管理层持股0.33亿股,占比4.64%;西安汉高科技发展有限公司持股0.28亿,占比4.05%。

2. 经济增长需要能源支撑,煤炭主导短期难改

2.1 经济增长拉动煤炭需求

我国GDP在第二季度时首次超越日本,位居世界第二,能源消耗量世界排名也是数一数二,在夏季用电高峰时期,拉闸限电现象此起彼伏,煤炭供给仍是不足。上半年我国进口煤炭8109万吨,同比增长70.6%,进口金额79亿美元,增长100.6%;同期煤炭出口量1014万吨,同比下降13.1%,出口金额10.5亿美元,下降26.8%,净进口状况更加突出。

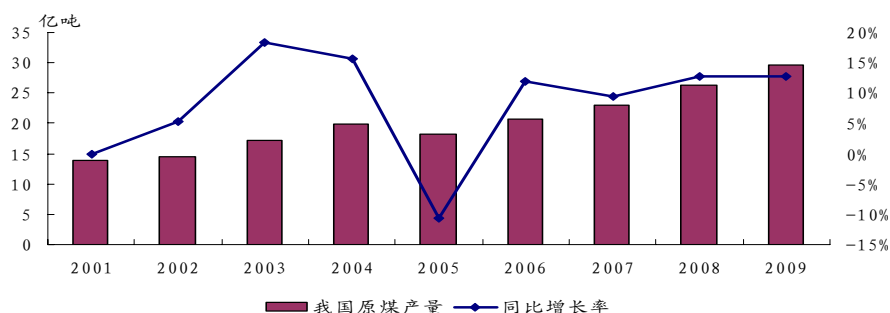
我国正处于工业和城镇化快速发展时期,中国经济仍将保持较高增长速度,而支撑经济增长和让人民过上体面的生活,一定要能源的消耗,从这个角度看我国能源需求仍有增加的趋势和空间。

我国“富煤、贫油、少气”的能源结构决定了煤炭在我国的一次能源结构中占有绝对主导地位。2009年我国能源消费总量30.7亿吨标准煤,增长5.2%,其中煤炭占比70.3%(实际消费量近30亿吨);原油占比18.0%(实际消费量3.8亿吨);天然气占比3.9%(实际消费量807亿立方米);水电、核电、风电等商品化非化石能源消费量占7.8%。可再生能源绝对规模虽逐年上升,但在能源消费总量中所占比例却呈下降趋势,主要原因还是能源需求太旺。从下游主要行业来看,我国民用燃料的80%、电力燃料的76%、钢铁能源的70%、化工燃料的60%均来自于煤炭,因此随着经济的快速增长,煤炭占主导地位的一次能源消费结构短期内很难改变。

随着消费需求增加,我国原煤产量也快速增长,2001年我国原煤产量13.81亿吨,到2009年已达29.65亿吨。我国是煤炭产量最大、煤种最全的国家之一,也是煤炭的主要出口国之一,但随着国内需求的增加,煤炭出口逐年下降,而进口逐年上升,09年煤炭进口首次超过出口,成为煤炭净进口国。

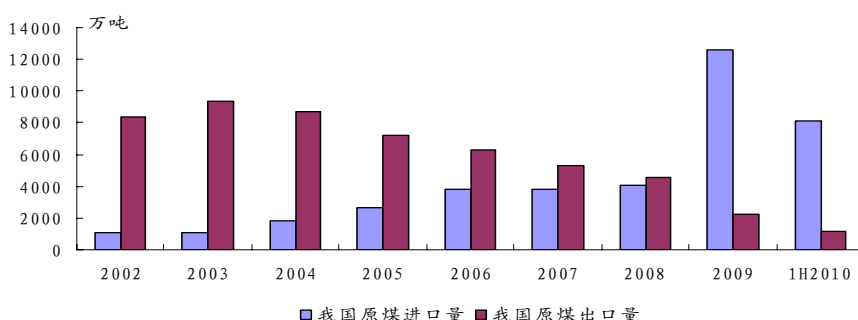
2010年上半年煤炭进口更是创出新高，进口量达到8109万吨，同比增长70.6%，煤炭贸易逆差加大。

图 1：我国原煤产量及增速



资料来源：wind

图 2：我国原煤进出口量

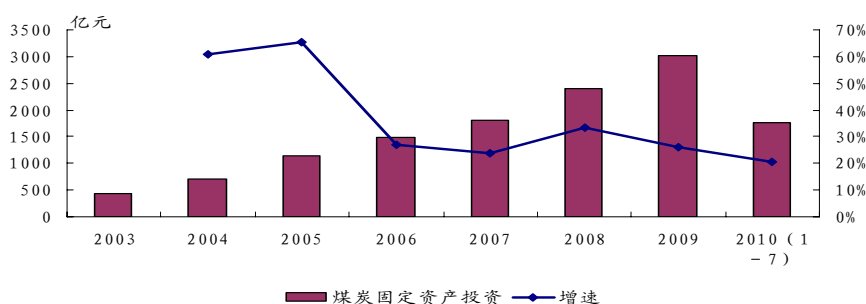


资料来源：wind

2.2 煤炭需求及我国煤炭供给结构变化带动煤机增长

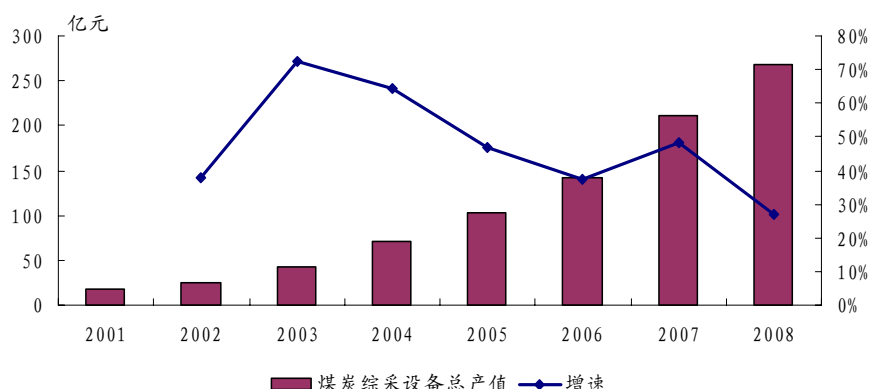
旺盛的煤炭需求使煤炭行业固定资产投资不断上升，07-09年煤炭行业固定资产投资平均增速达到27.7%，2010年1-7月份同比增长20.7%。07-09年煤炭综采设备产值平均增速达到37.7%，高于煤炭业固定资产投资增速约10个百分点。

图 3：我国煤炭业固定资产投资及增速情况



资料来源：wind

图 4: 煤炭综采设备产值及增速



资料来源：中原证券、招股书

从下面几个因素看，未来几年我国煤机行业仍有望保持稳定增长态势。

- 煤炭工业结构调整机遇。我国大小煤矿结构不合理，小煤矿仍占到煤矿总数的 90% 以上。截至 2008 年底，我国煤炭企业约 1.6 万家，原煤产量 25.3 亿吨，企业平均年产量仅 15.8 万吨。其中国有重点煤矿原煤产量 12.4 亿吨，国有地方煤矿原煤产量 3.2 亿吨，乡镇煤矿原煤产量 9.59 亿吨，国有重点、国有地方和乡镇三大类煤矿累计原煤产量占全国的比重分别为 49%、13%、38%。乡镇煤矿由于技术和资金等多方面的因素造成煤炭在开采过程中资源浪费严重，同时，乡镇中小煤矿重大安全事故发生频率较高。今后大型煤炭企业对小企业的兼并整合将成为改变我国煤炭企业结构的重要方式，产业集中度上升将催生对大型设备的投资需求。
- 煤价有望维持高位，煤炭企业盈利能力能保持和提升。综合各种情况判断，煤炭价格仍有望维持高位，煤炭行业的盈利状况将能维持和提升，上游煤炭企业良好的盈利能力为增加投资奠定了良好基础。
- 大型煤炭基地建设和机械化程度提高。《煤炭工业发展“十一五”规划》提出到“十一五”末，将形成 6~8 个亿吨级和 8~10 个 5000 万吨级的大型煤炭企业集团，其煤炭产量占全国的 50% 以上。国家目前正建设一些大型和特大型煤炭基地，加大煤矿基本建设投入，加快新矿井建设步伐，提高煤矿采掘机械化程度，未来大型煤矿采掘机械化程度达到 95% 以上，中型煤矿达到 80% 以上，小型煤矿机械化、半机械化程度达到 40%。
- 政策支持。煤机行业是属于国家政策支持的设备制造业之一，09 年的《装备制造业调整振兴规划》提出，“依托煤矿采掘等领域的重点工程，有针对性地实现重点产品国内制造”；“以平朔东、胜利东二号、白音华、朝阳等十个千万吨级大型露天煤矿，酸刺沟等十个深井煤矿，以及大型金属矿建设为依托，大力发展新型采掘、提升、洗选设备，重点实现电牵引采煤机、液压支架、大型矿用电动轮自卸车、大型露天矿用挖掘机等设备的国内制造”。

3. 煤机行业由高增到平稳，龙头将享集中度提升

广义上的煤机，按照煤矿开采的顺序，主要分为勘探设备、综合采掘设备、提升设备、洗选设备、煤炭安全设备和其他设备，以及露天矿设备等。地矿勘探设备包括钻探设备及仪器仪表等；综合采掘设备包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架等；提升设备包括绞车、矿用车等；洗选设备包括破碎机、球磨机、筛分设备、浮选设备、过滤机等；煤炭安全设备包括通风机、瓦斯防治设备、矿井灭火设备及救护装备等；露天矿设备包括矿用重型汽车、自卸车、铲运机和挖掘机等。狭义上的煤机指煤炭综合采掘设备，包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架，合称“三机一架”。掘进机用于煤矿各种巷道的掘进，采煤机用于煤矿采煤工作面的落煤和装煤，刮板输送机用于煤矿采煤工作面内的煤炭运输，同时也是采煤机的行走轨道，液压支架用于综采工作面顶板的支护和控制及工作面设备的推移行走。液压支架能可靠而有效地支撑和控制工作面的顶板，隔离采空区。它与采煤机、刮板输送机配套使用，可大大提高煤炭开采效率，减轻煤矿工人的劳动强度，保障煤矿工人的生命安全。

图 5：综采设备三机一架



资料来源：公司招股书

图 6：综采设备三机一架



资料来源：公司招股书

图 7：应用中的综采设备工作面



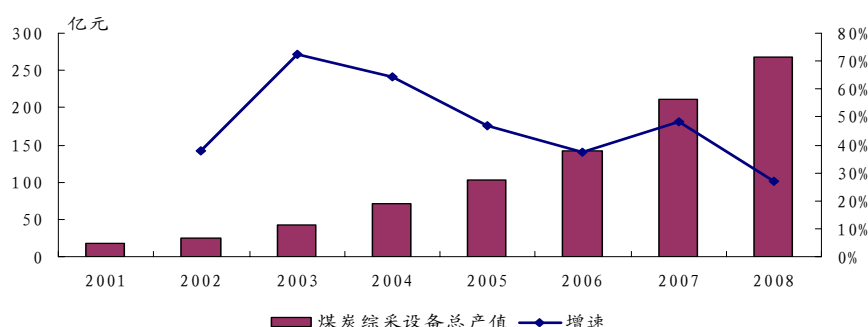
资料来源：公司招股书

综采是煤炭工业发展方向。煤炭开采方式包括炮采、普采和综采等方式。综采是综合机械化采煤的简称，将工作面落煤、装煤、运煤、顶板支护和顶板管理工艺全部用机械、自动化方式完成。其中，落煤、装煤使用双滚筒采煤机，运煤使用刮板输送机，顶板控制使用液压支架。综采改善了劳动条件，大大提高了工作面产量和效率，顶板事故大为减少，是煤炭工业的发展方向。

受益煤炭业快速发展和煤炭固定资产投资的增加，01-08 年煤炭综采设备总产值年均增长率达到 47.8%，同期液压支架产值年平均增长率 52.8%，呈现快速增长的格局。2008 年我国煤机行业总产值 355.4 亿元，综采设备 268.2 亿元，其中液压支架 124.9 亿元。行业内前 4 家企业占煤机行业总产值的 22.6%，占综采设备总产值的 30%。

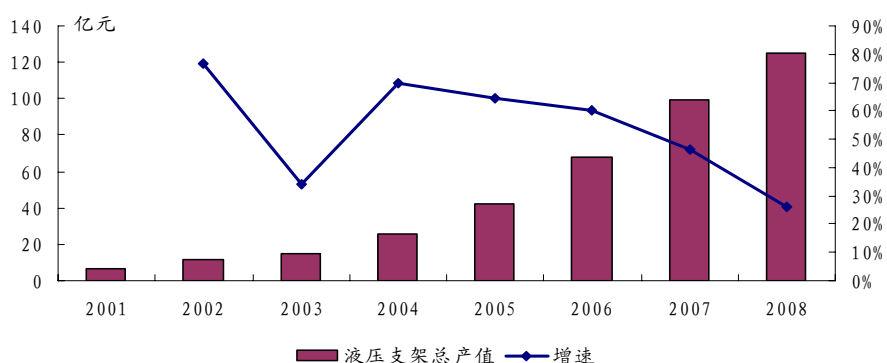
从过去几年看，液压支架占煤炭综采设备产值整体呈上升趋势，液压支架的发展方向是高端化。按照液压支架欧洲标准 EN1804 或相当于欧洲标准的企业标准进行设计、制造、检测的液压支架产品称作高端产品；按照国内现行的 MT312-2000 行业标准进行设计、制造、检测的液压支架产品称作中低端产品。

图 8：煤炭综采设备产值及增速



资料来源：中原证券 公司招股书

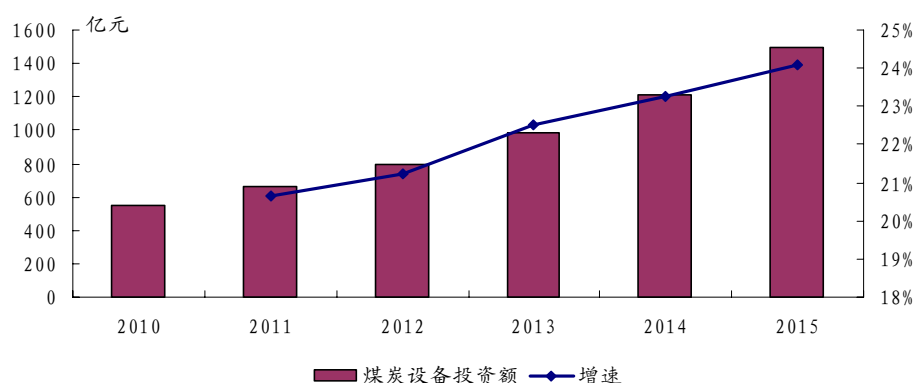
图 9：液压支架产值及增速



资料来源：中原证券 公司招股书

考虑煤炭新增需求、设备更新换代需求（煤炭综采设备的经济使用寿命是 5-8 年）、机械化程度提高要求（从目前的 60% 提高到 90% 以上）等因素，预计未来几年煤机行业仍能实现 20% 左右的增幅。目前国内煤机制造企业高达百余家，行业集中度依然偏低，08 年液压支架前 6 家市场份额 67.58%。

图 10: 煤炭设备投资额及增速



资料来源：中国煤炭机械工业协会

受益煤炭行业集约化发展以及安全要求的提高和煤炭企业盈利能力增加，煤炭机械的需求也呈现大型化、智能化、高端化的发展趋势，高端液压支架需求增速提高。

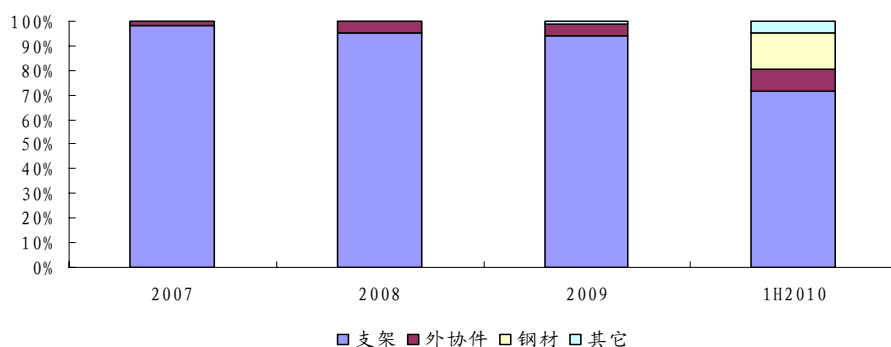
4. 郑煤机：煤机行业龙头，竞争优势突出

4.1 公司是煤机行业龙头，液压支架产销量世界第一

公司主导产品是液压支架，自 2000 年以来公司液压支架占有率基本保持在 30% 以上，2004 年公司率先按照欧洲标准推出高端液压支架，开启了高端液压支架国产化之先河，目前公司高端液压支架国内占有率超过 70%，而外资巨头德国 DBT、美国 JOY 则不断被挤出国内市场。郑煤机成为我国液压支架发展的领跑者，液压支架产销量世界第一，09 年液压支架以产量计算达到 27.75 万吨。公司 08 年收入 37.2 亿元，是第二、第三名的总和，09

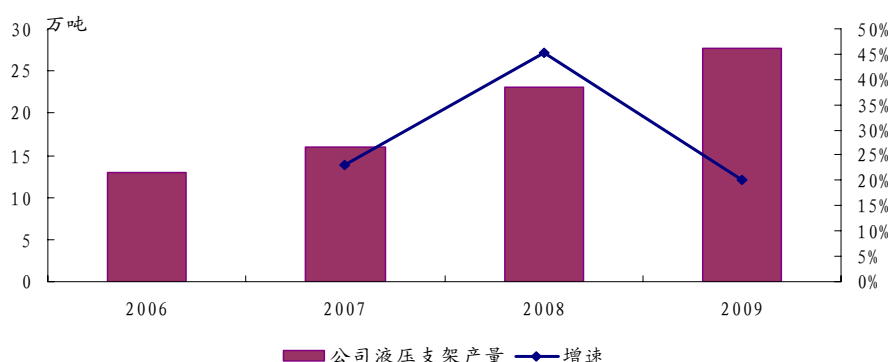
年收入 51.6 亿元，增长 38.6%。07-09 年公司液压支架收入占比分别达到 84.8%、81.7% 和 78.7%，其它产品为液压支架配件、液压阀等。

图 11：公司分产品收入构成



资料来源：中原证券 wind

图 12：公司液压支架年产量



资料来源：中原证券 wind

4.2 历史积淀深厚、竞争优势突出

公司前身是成立于 1958 年的郑州煤矿机械厂，是国内第一台液压支架诞生地，是世界第一台放顶煤液压支架诞生地，有深厚历史积淀。在高端液压支架领域，公司的市场地位更加突出，2004 年公司率先打破国际煤机企业在高端综采装备领域的垄断，并凭借可靠的质量、较高的性价比和良好的服务占据了高端液压支架领域的绝对优势地位。

公司是液压支架生产商中产值和销售收入最大、经营业绩最好的企业，领先于竞争对手的规模使得公司在采购成本、供应保障、研发及营销投入等方面具备优势。每年超过 30 万吨的钢材采购量带来采购价格优化及专用材料开发优势；公司管理团队经验丰富，核心团队成员多数在公司工作时间超过 15 年且合计持有公司 5.8% 的股份。

4.3 技术优势明显，客户分布广泛

公司是液压支架行业唯一国家认定企业技术中心, 高端液压支架国产化的引领者; 除高端液压支架的电液控制系统及主阀等关键部件仍部分需进口外, 主要零部件公司都自己生产。液压支架设计、制造、检验检测的技术、工艺均由公司自主研究和开发。公司研制的液压支架工作阻力和最大支护高度世界第一, 09 年 7 月公司供给神华的 ZY16800/32/70D 型液压支架高度达到 7 米, 是目前世界上两柱掩护式液压支架的最高支护高度。

2007 年 6 月公司“电液控制系统国产化”项目立项, 08 年初首台电液控制系统样机地面联调成功, 09 年 9 月, 拥有完全自主知识产权的首套液压支架电液控制系统在井下运行半年, 部分性能优于国际水平。

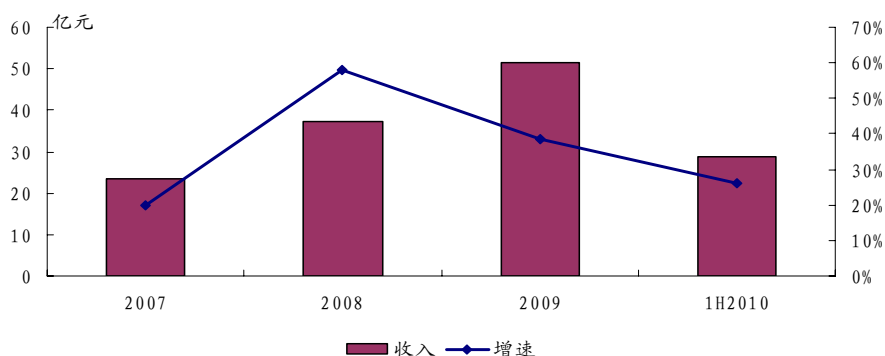
公司具有客户资源优势, 国内特大型煤炭企业、大型煤炭企业、地方重点煤炭企业均为公司客户, 客户群基本涵盖了我国各地区的煤炭企业。公司也在积极拓展国际市场, 目前公司产品已进入俄罗斯、印度、土耳其等市场。07-10 上半年公司海外收入分别为 123 万元、7182 万元、1704 万元和 8233 万元。凭借优越的性价比优势, 国产液压支架在国际市场的份额将越来越大。

5. 财务稳健, 盈利良好

5.1 收入和利润增长良好

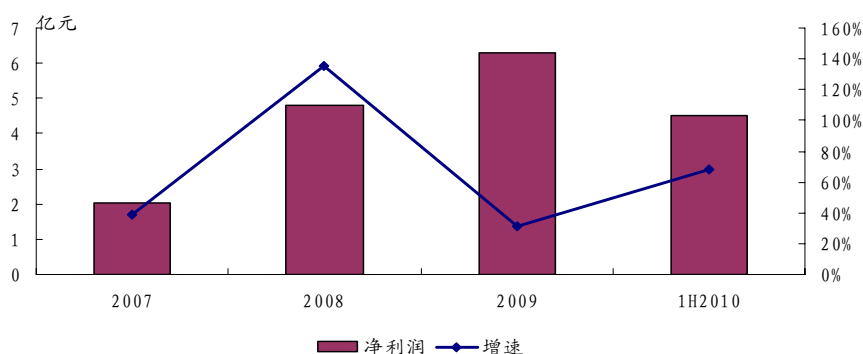
从过去几年看, 公司营业收入和利润保持快速增长, 增长率超过行业平均水平。07-09 年公司收入复合增长率为 47.9%, 净利润增长 75.7%, 2010 上半年收入增长 26.0%, 净利润增长 67.9%。

图13: 公司收入及增长情况



资料来源: 中原证券 wind

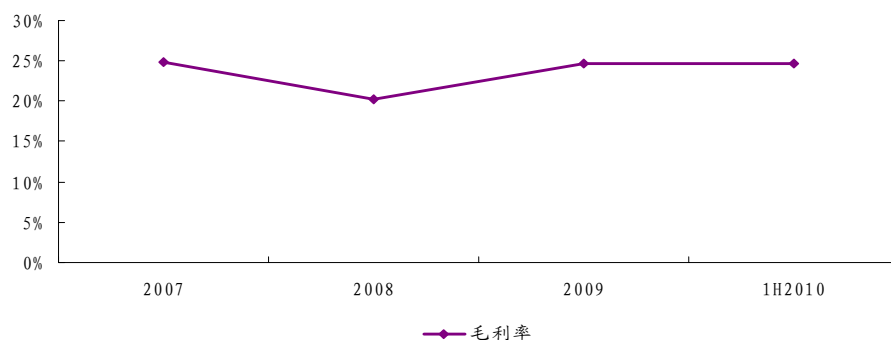
图 14: 公司净利润及增长情况



资料来源: 中原证券 wind

公司毛利率高于液压支架行业整体水平，但低于掘进机、采煤机龙头企业毛利率。09 年公司净资产收益率 42.1%，净利润率 12.53%，均高于行业平均水平，整体盈利能力突出。

图 15: 公司毛利率情况



资料来源: 中原证券 wind

6. 发展战略清晰，后续增长可期

公司 07 年制订了“五化”的长远发展战略，即作为战略基础的产权多元化、重要环节的产品成套化（08 年底公司成功研发出大功率刮板输送机，并交付用户，未来有可能进一步向采煤机发展，逐步成为煤炭综采成套设备供应商）、重要目标的高端产品国际化、扩大市场份额的中端产品租赁化、分享煤炭开采收益和拉长产业链的低端市场股份化。通过“五化”战略的实施，将公司发展成为国内大型装备制造业研究和制造中心，2012 年实现百亿元的收入规模。这次上市募资投产后公司液压支架产能规模由 20 万吨增加到 40 万吨，进一步打开公司增长空间。

7. 业绩预测和投资评级

我们预计未来几年公司液压支架将保持约 20% 的增长，刮板机产品快速增长，预计公司 2010 - 2011 年 EPS 分别为 1.30 元和 1.57 元，对应 PE 分别为 25.5 倍和 21.1 倍，给予“增持”评级。

表 1. 预测损益表

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2358.14	3722.34	5160.28	6595.85	8269.57
减：营业成本	1774.04	2972.27	3885.63	4903.13	6218.07
营业税金及附加	7.02	11.12	25.90	25.72	28.94
主营利润率	24.77%	20.15%	24.70%	25.66%	24.81%
营业费用	69.20	93.78	138.75	171.49	211.70
营业费用率	2.93%	2.52%	2.69%	2.60%	2.56%
管理费用	136.61	200.68	307.66	377.28	463.10
管理费用率	5.79%	5.39%	5.96%	5.72%	5.60%
财务费用	-0.76	12.84	6.69	1.00	3.00
财务费用率	-0.03%	0.34%	0.13%	0.02%	0.04%
资产减值损失	23.87	1.51	36.95	10.00	5.00
营业利润	348.16	430.93	759.85	1108.22	1340.75
营业外收入	7.77	149.30	16.10	10.00	10.00
减：营业外支出	1.86	0.55	2.74	2.00	2.00
利润总额	354.07	579.69	773.22	1116.22	1348.75
减：所得税	128.38	89.97	126.47	182.61	220.66
净利润	225.69	489.72	646.75	933.61	1128.10
少数股东损益	22.07	8.69	16.34	23.34	28.20
归属于母公司所有者的净利润	203.62	481.02	630.41	910.27	1099.89
净利润率	8.63%	12.92%	12.22%	14.15%	13.64%
每股收益	0.36	0.86	1.13	1.30	1.57

8. 风险提示

公司面临的主要风险是煤炭固定资产投资下滑超预期、刮板机等成套化产品市场开拓较慢、液压之间竞争加剧以及钢材价格大幅上升。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。