

方正证券研究所

机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

机械行业分析师：彭民

执业证书编号：S1220110100006

TEL: 010-68584886

E-mail: pengmin@foundersc.com

机械行业助理研究员：周娅

TEL: 010-68584820

E-mail: zhouya@foundersc.com

联系人：杨玢

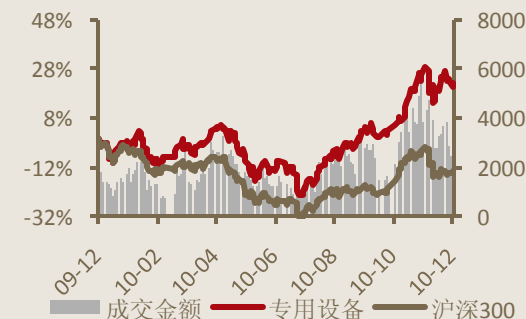
TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

发行上市资料

A 股发行股数(万股)	6700.00
发行前总股本(万股)	20000.00
发行后总股本(万股)	26700.00
发行日期	2010-12-08
发行方式	网上发行, 网下配售
主承销商	中投证券
预计上市日期	-

专用设备行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

煤机民企巨头 专注综采成套设备

山东矿机(002526)

公司新股申购报告

2010.12.07

专用设备行业

投资要点

※综采成套设备优势明显，差异化竞争战略夺取先机

公司是国内最大的民营煤机企业，产品以刮板输送机、液压支架等运输支护设备为主，并实现了从普采、高档普采到综采成套设备的产品结构升级，是国内少数几家具有“三机一架”综采成套设备供应能力的企业之一。随着煤炭采掘机械化率的提高和煤机行业发展，综采成套设备在采购成本、装备协调效率等方面的优势日益凸显，是未来主要发展方向，公司坚持差异化竞争战略，率先进入抢占市场先机，主攻薄煤层综采成套设备。

※煤机行业未来5年仍处景气高峰，复合增速20%以上

受益于新增煤炭需求的拉动、煤矿产能升级及4-6年一周期的更新改造、煤矿机械化率和综采成套化率的提高，未来几年煤机行业增速将继续高位运行，煤机设备新增投资需求、更新改造需求年复合增速将分别达10%、30%，“十二五”期间煤机行业整体年复合增速有望超过20%。

※薄煤层综采成套设备、煤炭洗选设备成未来最大看点

国家正大力提倡并拟强制开采薄煤层，薄煤层综采成套设备未来几年将迎来一轮较快发展。其中，缓倾斜薄煤层综采设备年需求量将超过220套，目前供给量仅50套，市场缺口很大；急倾斜薄煤层综采成套设备年需求量将超过600套，几乎全部依赖进口，而公司产品价格仅为国外同类产品的1/3左右，进口替代优势明显。公司是国内薄煤层综采成套设备领军企业，自主研发的急倾斜薄煤层综采成套设备年采煤量60万吨，达到国际一流水平。募投项目达产后，缓倾斜、急倾斜薄煤层综采成套设备年产能分别达15套、13套，仅占市场需求的6.82%、2.17%，市场空间可观。

另外，细粒煤分选及脱水技术是煤炭洗选行业的重点发展领域，目前我国原煤入洗比例仅30%，预计未来几年将大幅提高到70%，市场空间将被打开，细煤粒洗选设备年新建和更新需求将分别达700套、150套。国内尚无生产厂商，公司改质机等产品技术国内领先，市场前景广阔。

※募投项目抢占国内市场空白，合理价值区间18.5-22.2元

本次募集资金主要投向薄煤层综采成套设备项目、细粒煤分选及脱水成套设备项目，预计2011年建成投产，第3年达产，达产后将新增年收入9.13亿元、利润总额2.1亿元，新增利润是2009年的2倍。预计公司2010-2012年营业收入分别为13.13、18.87、24.28亿元，摊薄后EPS分别为0.46、0.74和0.99元。可比上市公司2011年PE为25倍左右，2011年中小板平均PE约为32倍，考虑到公司的增长潜力，我们认为给予公司2011年25-30倍PE比较合适，合理价值区间为18.5-22.2元。

※风险提示

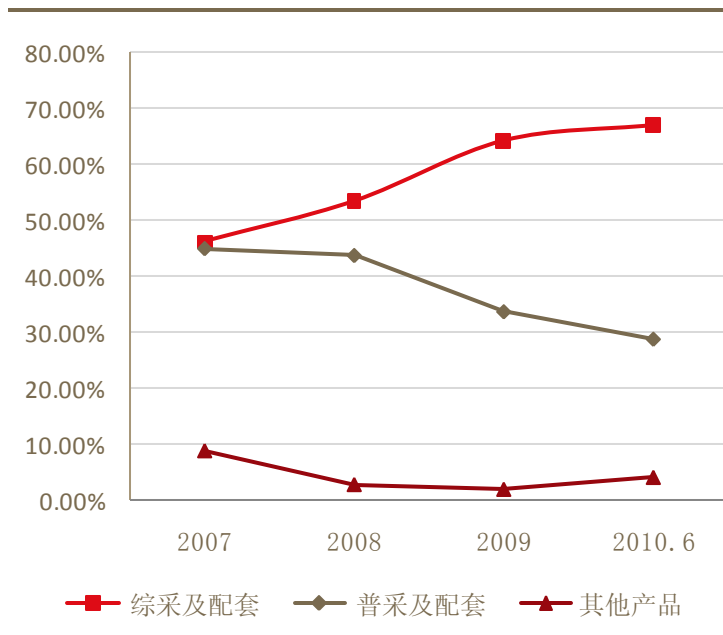
宏观经济周期波动风险；煤炭产业政策风险；原材料价格波动风险；

一、综采成套设备优势明显，差异化竞争战略夺取先机

坚持差异化竞争战略，主攻综采成套设备，把握市场未来主流方向、抢占先机，收入占比逐年提升至 67.06%。公司主要从事煤炭装备制造业务，是国内最大的民营煤机企业。产品以刮板输送机、液压支架、单体液压支柱、带式输送机等运输支护设备为主，并经过三次产品结构优化实现了从普采、高档普采到综采成套设备的产品结构升级，是国内少数几家具有“三机一架”综采成套设备供应能力的企业之一，成功开发出具有国际领先技术水平的薄煤层综采成套设备。公司的综采成套设备收入占比逐年提升，从 2007 年的 46.17% 提升至 2010 年上半年的 67.06%。

随着煤炭采掘机械化率的提高和煤机行业的发展，综采成套设备在采购成本、装备协调效率和售后服务等方面的优势日益凸显，是未来主要的发展方向，公司坚持差异化竞争战略，凭借多年的技术储备和经验积累，率先进入并大力开拓这一新兴市场，主攻薄煤层综采成套设备。

图表 1 公司各类产品占比分析

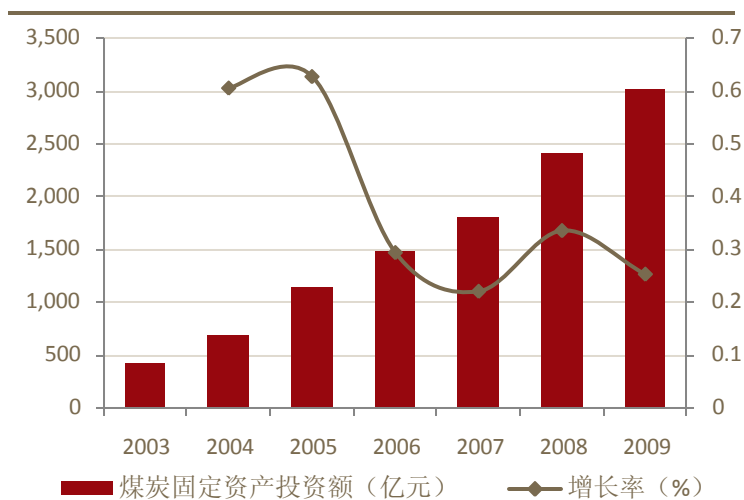


资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

二、煤机行业未来 5 年仍处景气高峰，复合增速 20% 以上

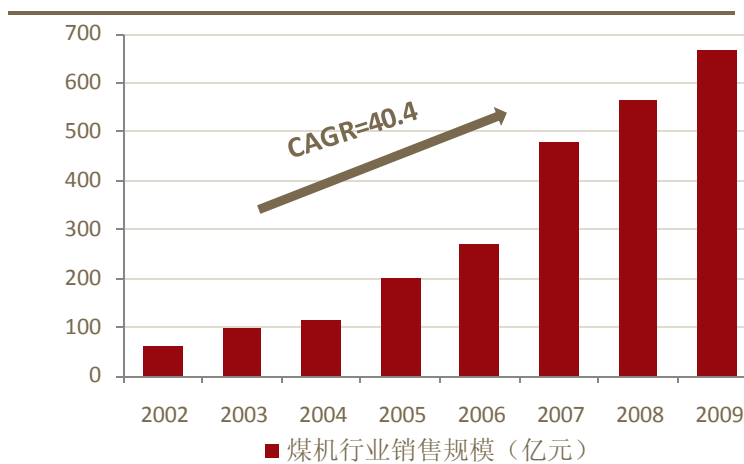
煤机行业处于景气高峰，2002-2009 年复合增速达 40%。2003-2009 年煤炭行业固定资产投资额自 437 亿元提升至 3021 亿元，年均复合增速高达 38%，而其中约有 17.5% 用于煤炭机械购置。煤炭行业固定资产投资的高增速直接带动了煤机行业销售规模的快速增长，2002-2009 年煤机行业复合增速超过 40%。

图表 2 2003-2009 年煤炭固定资产投资及增速



资料来源：中国煤炭机械工业协会 方正证券研究所

图表 3 2002-2009 年煤机行业销售规模及增速



资料来源：中国煤炭机械工业协会 方正证券研究所

“十二五”期间煤机行业年复合增速有望超过 20%。据煤炭机械工业协会预测，2009-2015 年新增煤炭设备投资额年复合增速将达 10%，煤机设备更新改造需求年复合增速将超过 30%，大力拉动对煤机设备的需求。同时，煤炭采掘机械化率的提升也将带动煤机设备需求。预计未来几年，受益于新增煤炭需求的拉动、煤矿产能升级及 4-6 年一周期的更新改造、煤矿机械化率和综采成套化率的提高，煤机行业增速将继续高位运行，“十二五”期间行业整体年复合增速有望超过 20%。

三、薄煤层综采成套设备、煤炭洗选设备成未来最大看点

我国薄煤层储量丰富，约占煤炭总可采储量的 20%，受政策驱动，薄煤层开采将迎来一轮较快发展、市场空间广阔。与国际煤炭开采大国相比，国内煤炭资源开采条件属中等偏下水平，除晋、陕、蒙、宁和新疆等省区部分煤田开采条件较好外，其他煤田开采条件较复杂，薄煤层约占总可采

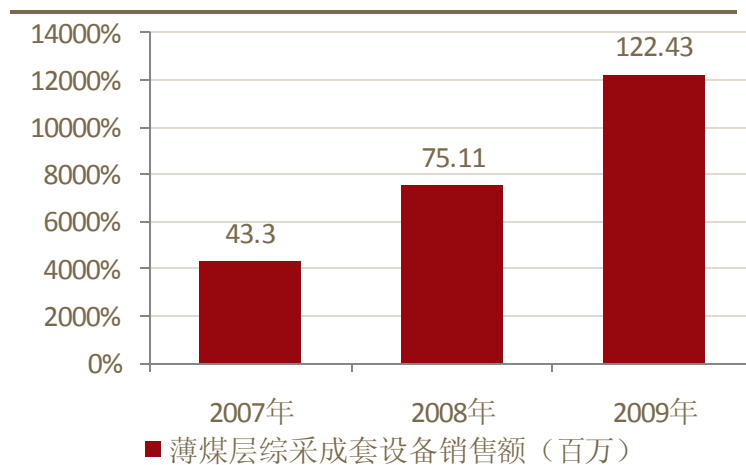
储量的 20%。但由于薄煤层开采工作面空间小、工作条件恶劣，长期以来受技术和装备的制约，开采难度较大、开采量不高。

为提高煤炭开采安全性、煤炭回采率和资源利用效率，国家发改委《产业结构调整指导目录（2005 年）》将“提高资源回收率的采煤方法、工艺开发应用及装备制造”列为鼓励类项目；《煤炭工业发展“十一五”规划》明确提出“节约煤炭资源，鼓励采用先进技术开采极薄煤层”的煤炭行业发展政策；目前国家及地方政府正着手研究相关薄煤层开采的税收鼓励政策，甚至拟强制在开采厚煤层前先行开采薄煤层。在行业政策的大力驱动下，薄煤层综采成套设备未来几年将迎来一轮较快发展。

薄煤层综采成套设备大部分依赖进口，公司技术水平国内外领先、产品成本优势明显，进口替代和市场拓展空间可观。薄煤层综采成套设备主要包括缓倾斜薄煤层综采成套设备和急倾斜薄煤层综采成套设备两种。其中，缓倾斜薄煤层综采成套设备年需求量将超过 220 套，目前供给量仅 50 套，市场缺口很大；急倾斜薄煤层综采成套设备年需求量将超过 600 套，几乎全部依赖进口，而公司产品价格仅为国外同类产品的 1/3 左右，进口替代优势明显。

公司是国内薄煤层综采成套设备领军企业，自主研发的急倾斜薄煤层综采成套设备年采煤量 60 万吨，达到国际一流水平。公司薄煤层综采成套设备收入逐年增长，自 2007 年的 0.43 亿元提高到 2009 年的 1.22 亿元，预计募投项目建成达产后，缓倾斜、急倾斜薄煤层综采成套设备年产能分别达到 15 套、13 套，仅占市场需求的 6.82%、2.17%，市场前景广阔。

图表 4 2007-2009 年公司薄煤层综采成套设备销售规模



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

细粒煤分选及脱水技术是煤炭洗选行业的重点发展领域，国内尚无细粒煤洗选成套设备生产厂商，公司技术国内领先，将抢占市场先机。目前，我国原煤入洗比例仅 30%，远低于发达国家同期水平，预计未来几年将大幅提高到 70%。细粒煤分选及脱水技术是煤炭洗选行业的重点发展领域，市场空间将被打开，细煤粒洗选成套设备年新增和更新需求将分别达 700 套、150 套，而国内尚无生产厂商，公司改质机等产品的技术水平国内领先，市场前景广阔。2008-2009 年，公司细煤粒洗选成套设备分别实现收入 802.34 万元、817.47 万元，随着募投项目的建成达产，预计未来 3 年

销售规模将大幅提升，同时，公司有望运用超募资金进行外延式扩张，通过收购国外先进企业等方式，迅速提升技术水平和品牌竞争力，培育成未来重要的业绩增长点。

四、募投项目抢占国内市场空白

募投项目主攻薄煤层综采成套设备及细粒煤选洗成套设备，抢占国内市场空白，促进收入和盈利能力的双重提升，达产后新增利润是 2009 年的 2 倍。公司本次募集资金主要投向薄煤层综采成套设备项目、细粒煤分选及脱水成套设备项目，预计 2011 年建成投产，第 1-3 年分别达产 60%、80%、100%，达产后将形成薄煤层采煤工作面综采成套设备年产能 28 套、细粒煤分选及脱水成套设备 55 套，填补国内市场空白。同时，薄煤层综采成套设备及细粒煤选洗成套设备的毛利率较高，将增强产品盈利能力，带动收入和综合毛利率的同步提升。

预计达产后将新增年收入 9.13 亿元、利润总额 2.1 亿元，新增利润是 2009 年的 2 倍。

图表 5 募投项目经济效益分析

募投项目	年营业收入 (万元)	年利润总额 (万元)
薄煤层综采成套设备项目	58800	11683
细粒煤分选及脱水成套设备项目	32450	9304
合计	91250	20987

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

五、盈利预测与估值，合理价值区间 18.5-22.2 元

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 13.13、18.87、24.28 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.46、0.74 和 0.99 元。可比上市公司 2011 年 PE 为 25 倍左右，2011 年中小板平均 PE 约为 32 倍，考虑到公司的增长潜力，我们认为给予公司 2011 年 25-30 倍 PE 比较合适，对应合理价值区间为 18.5-22.2 元。

六、风险提示

宏观经济周期波动风险；煤炭产业政策风险；原材料价格波动风险；

图表 6 可比公司估值水平

代码	简称	股价	PE			PB
			09A	10E	11E	
600582.SH	天地科技	24.68	23.51	31.16	25.24	6.97
601717.SH	郑煤机	40.79	36.24	32.6	25.32	5.80
平均			29.88	31.88	25.28	6.39

数据来源: wind 方正证券研究所

图表 7 2010-2012 年分项业务预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
刮板输送机	251.85	349.98	370.96	482.25	723.37	940.38
增长率	-	38.96%	5.99%	30.00%	50.00%	30.00%
毛利率	21.38%	22.13%	22.78%	25.00%	25.00%	25.00%
液压支架	119.80	144.07	292.17	365.21	547.82	684.77
增长率	-	20.26%	102.80%	25.00%	50.00%	25.00%
毛利率	18.11%	19.75%	18.44%	22.00%	23.00%	23.00%
单体液压支柱	114.02	127.30	165.98	167.64	167.64	167.64
增长率	-	11.65%	30.38%	1.00%	0.00%	0.00%
毛利率	17.23%	17.94%	18.82%	20.50%	20.00%	20.00%
带式输送机	90.32	93.99	123.12	153.90	215.46	258.55
增长率	-	4.06%	30.99%	25.00%	40.00%	20.00%
毛利率	22.90%	24.30%	24.33%	22.00%	22.00%	22.00%
掘进机	-	-	-	-	30.00	90.00
增长率	-	-	-	-	-	200.00%
毛利率	-	-	-	-	40.00%	42.00%
采煤机	-	-	-	-	25.00	75.00
增长率	-	-	-	-	-	200.00%
毛利率	-	-	-	-	25.00%	30.00%
其他产品	152.41	124.14	90.82	127.15	158.94	190.72
增长率	-	-18.55%	-26.84%	40.00%	25.00%	20.00%
毛利率	17.94%	21.35%	13.87%	16.50%	17.00%	17.00%
其他	12.38	12.34	13.20	17.16	18.88	20.76
增长率	-	-0.32%	6.97%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	99.82%	97.85%	97.57%	99.50%	98.00%	98.00%
营业收入合计	740.78	851.82	1056.25	1313.31	1887.10	2427.83
增长率	-	14.99%	24.00%	24.34%	43.69%	28.65%
综合毛利率	21.00%	22.32%	21.31%	23.39%	23.93%	24.55%

数据来源: 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	910.44	1878.18	2368.57	2621.05	经营活动现金流	36.08	67.68	69.05	236.31
现金	157.45	890.57	856.53	946.13	净利润	74.92	124.97	199.78	267.39
应收账款	240.79	284.31	472.49	499.70	折旧摊销	0.00	34.98	42.52	46.21
其它应收款	12.86	18.20	25.23	31.40	财务费用	25.40	25.26	24.86	30.03
预付账款	52.95	71.62	113.98	111.55	投资损失	-3.02	-2.45	-2.59	-2.69
存货	372.93	574.00	761.44	952.50	营运资金变动	-60.91	-115.90	-195.08	-104.65
其他	73.46	39.49	138.90	79.76	其它	-0.30	0.82	-0.45	0.02
非流动资产	395.93	393.59	446.52	453.48	投资活动现金流	-2.27	-31.01	-92.42	-50.51
长期投资	22.21	22.67	23.28	24.32	资本支出	-3.22	4.81	51.88	5.95
固定资产	310.85	300.31	325.04	308.96	长期投资	-1.72	-0.46	-0.61	-1.03
无形资产	55.36	64.43	91.30	113.10	其他	-7.21	-26.65	-41.15	-45.59
其他	7.51	6.18	6.90	7.11	筹资活动现金流	-38.41	696.45	-10.67	-96.20
资产总计	1306.37	2271.77	2815.10	3074.53	短期借款	2.80	-82.00	50.00	0.00
流动负债	734.71	752.76	1136.52	1195.25	长期借款	-50.00	-31.84	-22.52	-34.73
短期借款	232.00	150.00	200.00	200.00	其他	8.79	810.29	-38.15	-61.47
应付账款	207.38	186.22	393.19	334.58	现金净增加额	-4.60	733.12	-34.04	89.61
其他	295.33	416.54	543.33	660.67					
非流动负债	100.78	62.16	39.65	4.92	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	94.00	62.16	39.65	4.92	成长能力				
其他	6.78	0.00	0.00	0.00	营业收入	24.00%	24.34%	43.69%	28.65%
负债合计	835.49	814.92	1176.17	1200.16	营业利润	36.68%	50.63%	61.87%	34.29%
少数股东权益	7.76	8.87	10.44	12.67	归属母公司净利润	32.01%	66.44%	60.04%	33.77%
归属母公司股东权益	463.12	1447.97	1628.49	1861.70	获利能力				
负债和股东权益	1306.37	2271.77	2815.10	3074.53	毛利率	21.31%	23.39%	23.93%	24.55%
					净利率	7.09%	9.52%	10.59%	11.01%
					ROE	15.91%	8.58%	12.19%	14.27%
					ROIC	10.47%	8.06%	10.92%	13.09%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
营业收入	1056.25	1313.31	1887.10	2427.83	资产负债率	63.96%	35.87%	41.78%	39.04%
营业成本	831.20	1006.12	1435.56	1831.76	净负债比率	45.00%	29.88%	23.41%	20.09%
营业税金及附加	5.27	6.56	9.42	12.12	流动比率	1.24	2.50	2.08	2.19
营业费用	72.23	89.81	129.05	166.03	速动比率	0.73	1.73	1.41	1.40
管理费用	26.17	37.47	50.30	66.99	营运能力				
财务费用	25.40	25.26	24.86	30.03	总资产周转率	0.84	0.73	0.74	0.82
资产减值损失	4.10	7.61	9.13	12.91	应收帐款周转率	4.97	5.00	4.99	4.99
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	4.80	5.11	4.96	5.03
投资净收益	3.02	2.45	2.59	2.69	每股指标(元)				
营业利润	94.89	142.93	231.36	310.69	每股收益	0.28	0.46	0.74	0.99
营业外收入	4.18	4.78	4.48	4.63	每股经营现金	0.18	0.25	0.26	0.89
营业外支出	0.92	0.69	0.81	0.75	每股净资产	2.32	5.42	6.10	6.97
利润总额	98.15	147.02	235.04	314.57	估值比率				
所得税	23.23	22.05	35.26	47.19	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	74.92	124.97	199.78	267.39	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.51	1.11	1.56	2.23	EV/EBITDA				
归属母公司净利润	74.41	123.86	198.22	265.15					
EBITDA	116.04	195.35	287.15	369.98					
EPS（元）	0.28	0.46	0.74	0.99					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com