

山东矿机（002526）：以市场为导向的煤机民企巨头

机械

合理价格区间：13.68-18.24 元

报告日期：2010 年 12 月 10 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,056.2	1,359.8	1,951.3	2,806.7
(+/-)	24.0%	28.7%	43.5%	43.8%
营业利润	94.9	159.2	240.9	357.3
(+/-)	36.7%	67.7%	51.4%	48.3%
归属于母公司				
的净利润	74.4	118.8	203.2	300.1
(+/-)	32.0%	59.6%	71.1%	47.7%
每股收益（元）	0.27	0.44	0.76	1.12

公司发行新股基本情况

发行日期	20101208
发行后总股本（万股）	26,700
发行股数（万股）	6,700
发行价格（元）	20.00
发行市盈率（倍）	74.07
发行动态市盈率（倍）	45.45
行业滚动市盈率（倍）	36.4
第一大股东	赵笃学
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	31.27%/23.42%
发行前每股净资产（元）	2.54
发行前资产负债率	64.77%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS

联系人：

天相机械研究组

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 此次公司拟发行人民币普通股6700万股，占发行后总股本的25.09%。公司控股股东、实际控制人为赵笃学，持有公司31.27%的股权。此次公司发行6700万股后，赵笃学持股占比为23.42%，仍为公司实际控制人。
- 以差异化战略实现行业领先的大型民营煤机企业。公司主要从事煤炭装备制造业务，并为客户配套提供煤矿工作面的设备选型和方案设计服务。2009年，公司进入全国前十大煤炭机械制造企业之列，营业利润排名第五位。公司自主开发了薄煤层综采成套设备和细粒煤分选及脱水成套设备，技术居国内领先水平。
- 行业需求快速增长将保证公司产品需求。未来5年我国煤炭行业固定资产新增投资和更新投资都将保持快速增长；同时，煤矿企业的整合和大型化，将使得我国煤矿机械化程度有所提升，从而带动煤炭综采设备的需求。新增煤炭开采、落后煤机更新需求、煤炭机械化率的提升三大方面拉动煤机需求快速增长。
- 综采成套设备行业内领先优势。经过三次产品结构优化，公司产品已实现了从普采设备到综采成套设备的产品升级，成套性强。经过时间沉淀的品牌优势和自行研发产品成套化生产的配套优势保证了公司成套化产品在行业内的明显优势。
- 募投项目进一步实现产品结构优化。公司此次发行募集资金主要用于薄煤层工作面综采成套设备项目和细粒煤分选及脱水成套设备项目的建设。两项目均为公司自行研发产品，技术居国内领先水平。目前公司已成功进入了薄煤层开采领域，并已具备细粒煤洗选技术条件。项目预计投资5.35亿元，2012年投产，2014年完全达产。募投项目的投产将有助于公司突破产能瓶颈，进一步优化产品结构，提高市场竞争力和盈利能力。
- 盈利预测及估值。按照公司IPO后总股本26,700万股计算，预计公司2010-2012年每股收益分别为0.44元、0.76元、1.12元。对比目前A股市场煤机行业公司郑煤机和天地科技估值，且考虑到公司良好的成长性，我们认为公司合理的估值区间应为2010年30~37倍市盈率水平，合理价格区间是13.2-16.28元。
- 风险提示。煤炭产业政策风险；煤机行业竞争加剧的风险；宏观经济波动风险。

正文目录

1. 以差异化战略实现行业领先的大型民营煤机企业	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
1.3 产品结构持续优化，差异化占领细分行业	4
1.4 煤机行业中领先的民营企业	6
2. 所属煤炭装备制造行业情况	6
2.1 新增煤炭产生煤机需求	7
2.2 煤机进入更换期更新需求巨大	8
2.3 国家煤炭产业整合、机械化带来新机遇	8
3. 募集资金项目分析	9
3.1 募集资金项目概况	9
3.2 募集资金项目优化公司产品结构	10
4. 公司竞争优势	10
4.1 综采成套设备行业内领先优势	10
4.2 完整的研发体系呈现技术优势	10
4.3 员工持股保证组织凝聚力	11
4.4 市场导向和差异化的战略优势	11
5. 财务分析	11
5.1 盈利能力分析	11
5.2 偿债能力分析	14
5.3 资产运营能力分析	14
5.4 现金流状况分析	15
6. 盈利预测与估值分析	16
6.1 盈利预测假设	16
6.2 估值—合理价格区间：13.68-18.24 元	16
7. 风险揭示	18



图 表 目 录

图表 1: 发行前股权结构图.....	3
图表 2: 发行前后股本结构对比.....	4
图表 3: 2009 年公司产品收入结构、毛利结构.....	4
图表 4: 公司三次产品结构优化.....	5
图表 5: 综采及配套产品收入比例不断上升、大中型煤矿客户比例不断增加.....	5
图表 6: 2009 年公司主要产品的市场占有率及综合排名.....	6
图表 7: 我国原煤产量和矿山设备产量相关性.....	6
图表 8: 我国煤炭行业固定资产投资.....	7
图表 9: 煤炭行业固定资产投资额与煤机销售收入高度相关.....	7
图表 10: 新增煤炭设备、煤炭机械投资额预测（亿元）.....	7
图表 11: 煤炭设备更新改造煤机投资预测（亿元）.....	8
图表 12: 我国煤炭资源整合部分规划政策.....	8
图表 13: 煤炭设备更新改造煤机投资预测（亿元）.....	9
图表 14: 募投项目资金使用情况.....	9
图表 15: 2007 年、2010 年 1-6 月公司营业收入构成.....	12
图表 16: 公司毛利率呈上升趋势.....	13
图表 17: 国内主要钢铁价格走势.....	13
图表 18: 2007 年、2010 年 1-6 月公司毛利结构.....	13
图表 19 偿债能力指标（流动、速动比率、资产负债率）.....	14
图表 20 偿债能力指标（EBIT、利息保障倍数）.....	14
图表 21 资产运营能力指标.....	14
图表 22 公司现金流状况（万元）.....	15
图表 23: 公司分业务收入及毛利率预测.....	17
图表 24: 公司盈利预测表（万元）.....	17

1. 以差异化战略实现行业领先的大型民营煤机企业

1.1 公司基本情况

公司前身山东昌乐矿山机械总厂有限公司，成立于 1999 年 12 月 3 日（于 2004 年 5 月更名为“山东矿机集团有限公司”）。2008 年 2 月 1 日，矿机有限以 2007 年 12 月 31 日净资产 28,208.65 万元为基准，按 1:0.6381 的折股比例整体变更为股份有限公司——山东矿机集团股份有限公司（下称“公司”），注册资本 18,000 万元，并于 2008 年 6 月 13 日完成增资扩股 2,000 万元。

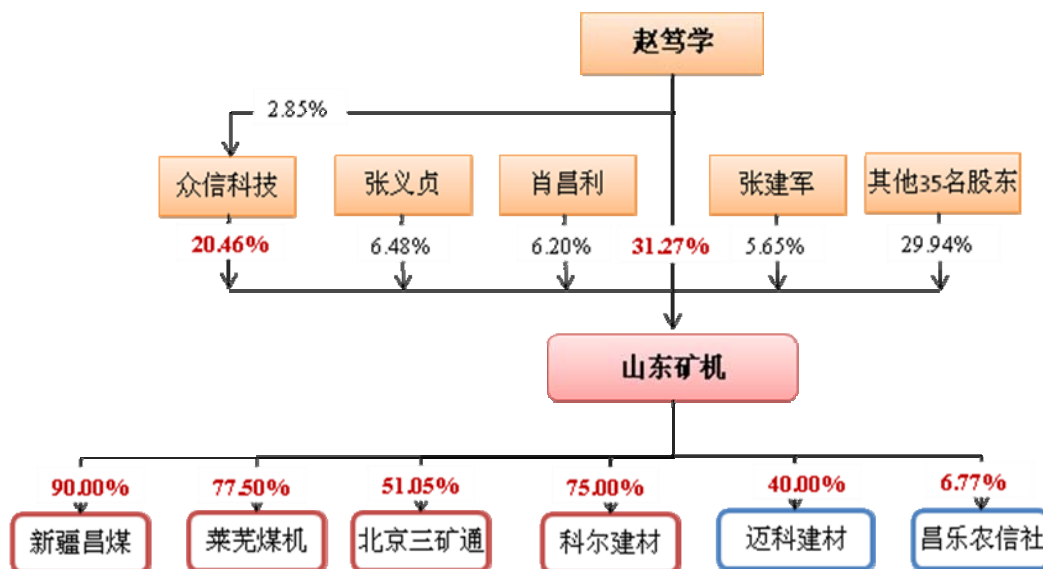
公司控股股东、实际控制人为**赵笃学**，持有公司 31.27%的股权。此次公司发行 6700 万股后，赵笃学持股占比为 23.42%，仍为公司实际控制人。

公司主要从事煤炭装备制造业务，目前主要产品包括刮板输送机和液压支架及综采成套产品，并为客户配套提供煤矿工作面的设备选型和方案设计服务。2009 年，公司进入全国前十大煤炭机械制造企业之列，营业利润排名第五位。公司顺应煤机行业市场需求，遵循差异化战略，2008 年以来，自主开发了薄煤层综采成套设备和细粒煤分选及脱水成套设备，技术居国内领先水平。目前公司已成功进入了薄煤层开采领域，并已具备细粒煤洗选技术条件。

1.2 公司股本结构

此次公开发行人民币普通股 6,700 万股，发行前公司总股本为 20,000 万股，发行股本占发行后总股本的 25.09%。公司股本结构及发行前后股份比例变动情况如下：

图表 1：发行前股权结构图



资料来源：招股说明书，天相投顾

图表 2：发行前后股本结构对比

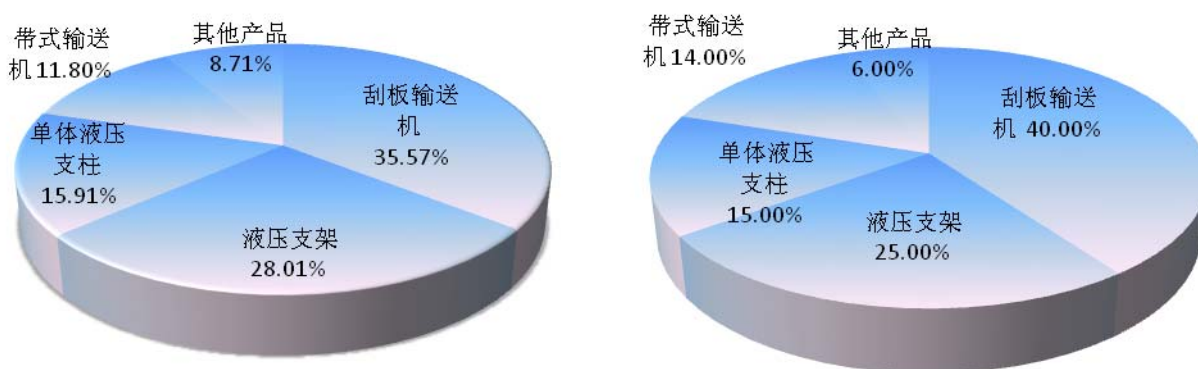
股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定期
	持股数	持股比例	持股数	持股比例	
赵笃学	62,534,966	31.27%	62,534,966	23.42%	自上市之日起锁定 36 个月
众信投资	40,917,422	20.46%	40,917,422	15.32%	自上市之日起锁定 12 个月
张义贞	12,959,283	6.48%	12,959,283	4.85%	自上市之日起锁定 12 个月
肖昌利	12,405,148	6.20%	12,405,148	4.65%	自上市之日起锁定 12 个月
张建军	11,296,861	5.65%	11,296,861	4.23%	自上市之日起锁定 12 个月
其他 35 名股东（持股低于 5%）	59,886,320	29.94%	59,886,320	22.43%	自上市之日起锁定 12 个月
本次发行流通股	—	—	67,000,000	25.09%	—
合计	200,000,000	100.00%	267,000,000	100.00%	

资料来源：招股说明书，天相投顾

1.3 产品结构持续优化，差异化占领细分行业

公司从事煤炭装备制造业务，主要生产矿用输送设备和支护设备及综采成套产品，作为提高公司产品附加值，延长价值链的方法，公司同时为客户配套提供煤矿工作面的设备选型和方案设计服务。目前主要产品包括刮板输送机、单体输送机、单体液压支柱、液压支架，2009 年四类产品占公司收入总额的 91.29%，占毛利总额 94%。

图表 3：2009 年公司产品收入结构、毛利结构

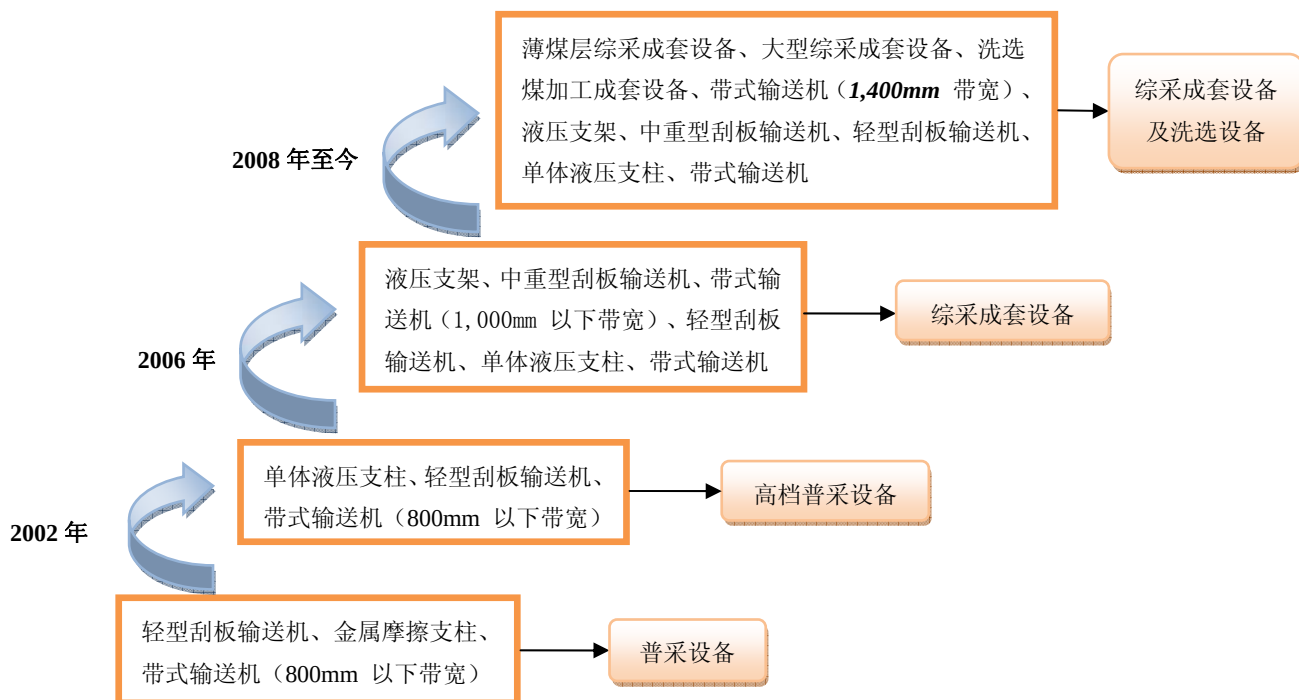


资料来源：招股说明书，天相投顾

公司顺应煤机行业市场需求和政策机遇，持续进行产品结构优化。从 2002 年到现在，公司共经历三次产品结构优化，产品经历了普采设备、高档普采设备、综采设备、综采成套设备的优化升级。通过不断地结构优化，公司得以在不断变化的市场上，和强手如林的竞争中，以民营企业的身份发展到现在，成为走在我国煤机行业前列的规模化企业。

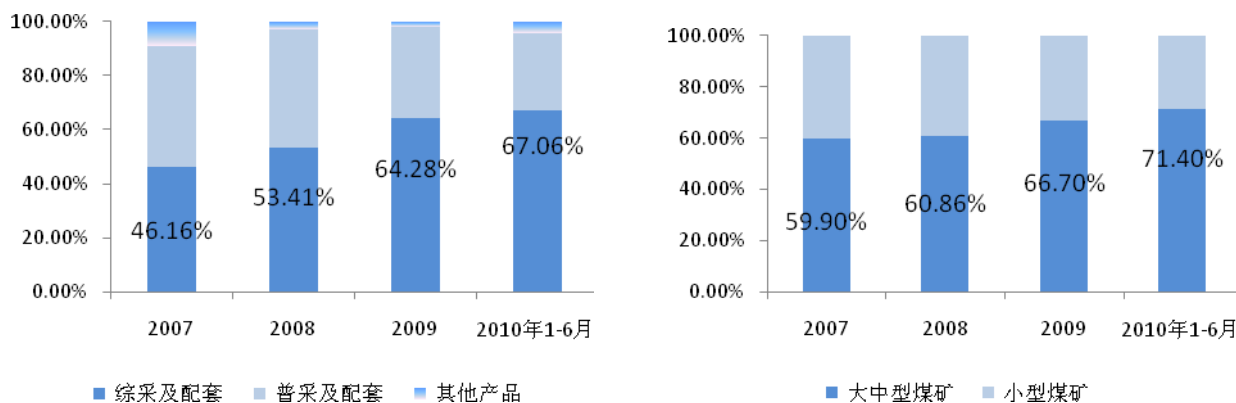
通过产品结构调整，公司综采成套设备及配套产品占比，大中型煤矿客户占比不断提升。综采及配套产品收入占比由 2007 年的 46.17% 增长到 2010 年上半年的 67.06%。同时，大中型煤矿客户占比由 2007 年的 60% 增长到 2010 年上半年的 71%。

图表 4：公司三次产品结构优化



资料来源：招股说明书，天相投顾

图表 5：综采及配套产品收入比例不断上升、大中型煤矿客户比例不断增加



资料来源：招股说明书，天相投顾

遵循差异化战略，抢先占领薄煤层综采、洗选设备市场。为能够在众多大型国有企业竞争者中站稳脚跟，公司遵循差异化战略，积极寻求市场上空白的领域并抢先进入。2008 年以来，公司自主开发了薄煤层综采成套设备和细粒煤分选及脱水成套设备，技术居国内领先水平。目前公司已成功进入了薄煤层开采领域，并已具备细粒煤洗选技术条件。

1.4 煤机行业中领先的民营企业

公司作为一家民营企业，经过多年发展成为煤炭装备制造业中的领先企业。尤其是公司于 2008 年率先进入薄煤层综采成套设备领域，占据了绝对的先进优势。2009 年，公司进入全国前十大煤炭机械制造企业之列，销售收入排名第十位，营业利润排名第五位，营业利润率排名第三位。

公司主要产品行业占有率排名靠前。其中，轻型刮板输送机市场占有率 24.68%，行业排名第一位；单体液压支柱市场占有率 16.24%，行业排名第三位。

图表 6: 2009 年公司主要产品的市场占有率及综合排名

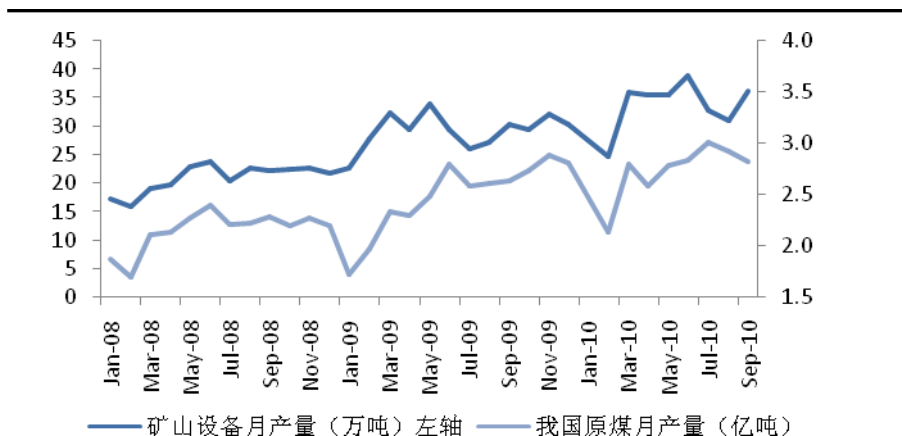
	轻型刮板输送机	单体液压支柱	中重型刮板输送机	液压支架	带式输送机
市场占有率 (%)	24.68	16.24	11.02	3.50	2.40
行业排名	1	3	4	8	13

资料来源：2009 年煤炭工业机械制造年报，天相投顾

2. 所属煤炭装备制造行业情况

公司归属于煤炭装备制造行业，煤炭装备制造业是为煤炭工业提供现代技术装备的产业。煤机的主要原料为钢材，钢铁行业是煤机行业最主要的上游行业，下游为煤炭行业。钢铁为大宗商品，可以获得稳定供应，不会对行业的发展构成制约。钢铁价格的波动虽然会影响煤机行业的产品成本，但其影响可以传导到下游煤炭企业，因而对行业利润率影响不大。而下游煤炭行业的景气状况对行业影响较大。历史数据表明，当煤炭行业景气度上升时，煤机行业的增长速度往往大于煤炭行业的增长速度。

图表 7：我国原煤产量和矿山设备产量相关性

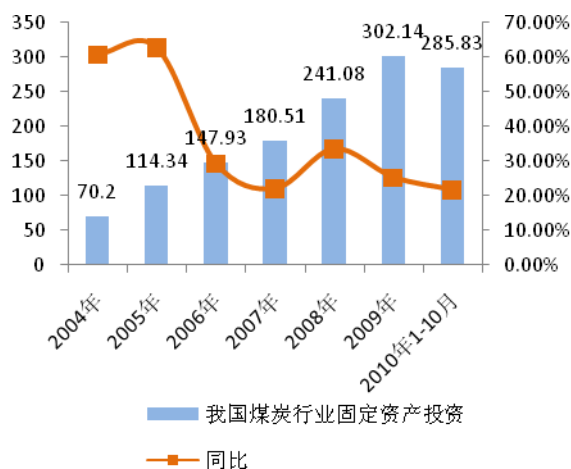


资料来源：国家统计局，天相投顾

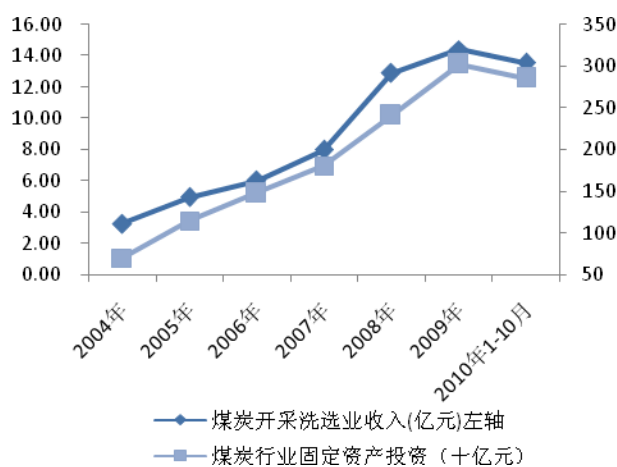
我国煤炭行业固定资产投资从 2003 年以来保持高速增长，2003-2009 年平均复合增速达到 38%。由于煤炭机械是煤炭固定资产投资的一大组成部分，煤炭机械行业销售收入与煤炭行业固定资产投资额有着高度的相关性。根据中国煤炭机械工业协会数据，煤炭行业单位固定资产投资额中有 35% 用于煤矿设备购置，其中 50% 左右用于直接购置煤炭机械。煤炭固定资产投资额的快速增长推动了煤炭机械的销售。



图表 8：我国煤炭行业固定资产投资



图表 9：煤炭行业固定资产投资额与煤机销售收入高度相关



数据来源：国家统计局，天相投顾

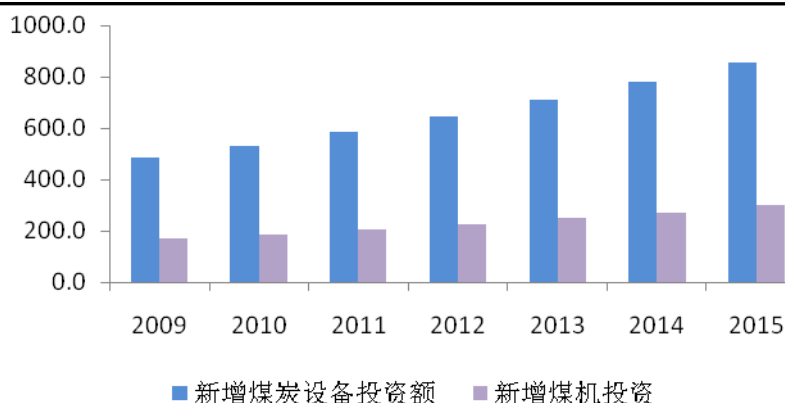
预计新增煤炭开采、落后煤机更新需求、我国煤炭产业机械化率的提升三大方面都将对未来煤机需求产生拉动作用。在新这三方面需求的拉动下，煤机需求将保持 20% 以上的增速。

2.1 新增煤炭产生煤机需求

煤炭是我国一次性能源中使用占比最高的能源。“十二五”能源规划中预计，到2015年我国煤炭需求量将达38亿吨，比2009年煤炭产量29.6亿吨增长28.38%。

以煤炭机械工业协会的预测，2009-2015年新增煤炭设备投资额年如何增速将达到10%，我们按照煤机投资额占煤炭设备投资额的35%计算，到2015年，新增煤炭机械投资额将达到300亿元。

图表 10：新增煤炭设备、煤炭机械投资额预测（亿元）



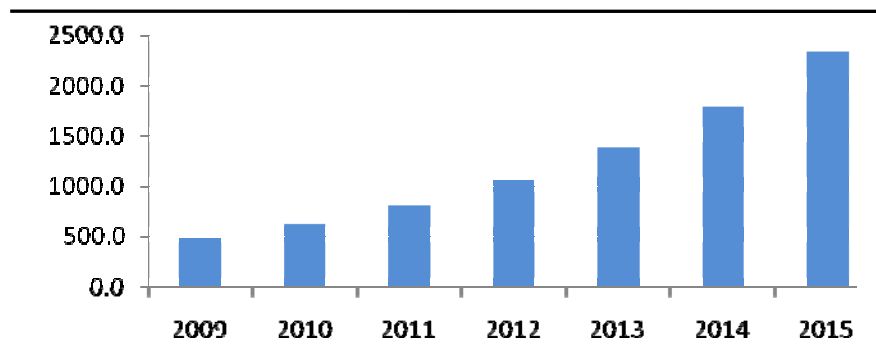
资料来源：煤炭机械工业协会，天相投顾

2.2 煤机进入更换期更新需求巨大

我国煤机行业从 2001 年开始快速增长，煤机产值从 2001 年的 31.63 亿元增至 2008 年的 355.39 亿元，年均增速达 41.28%。按照 8 年的经济寿命期，2001 年后投入使用的煤机将陆续进入更换期。

煤炭机械工业协会预测，2010 年到 2015 年采煤设备更新改造的需求年复合增长率将达到 30%，更新需求将成为拉动行业快速增长的又一动力。

图表 11：煤炭设备更新改造煤机投资预测（亿元）



资料来源：煤炭机械工业协会、天相投顾

2.3 国家煤炭产业整合、机械化带来新机遇

根据全国煤炭工作会议要求，到 2015 年，我国将形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业；同时，全国煤矿采煤机械化程度达到 75% 以上，千万吨级煤矿达到 60 处。而且，未来五年，我国将加快推进煤矿企业兼并重组，稳步推进矿业权整合，积极支持大型企业集团发展。煤矿企业的整合和大型化，将促进我国煤矿机械化程度的提升，从而带动煤炭综采设备的需求。

图表 12：我国煤炭资源整合部分规划政策

全国煤炭工作会议：“十二五”期间煤炭工业总体发展目标——到 2015 年，形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，全国煤矿采煤机械化程度达到 75% 以上，千万吨级煤矿达到 60 处；

陕西省：煤矿整顿关闭和资源整合专题会议的数据显示，计划利用三年时间对陕西煤炭资源进行整合。至 2011 年 6 月底，全省保留煤炭企业 120 个，2012 年保留矿井 450 处。煤矿机械化程度达到 90%，陕北取缔年产 30 万吨以下的矿井，关中取缔年产 9 万吨以下的矿井。陕西现有各类煤矿 661 处，其中国有重点煤矿 47 处、国有地方煤矿 81 处、乡镇煤矿 533 处；

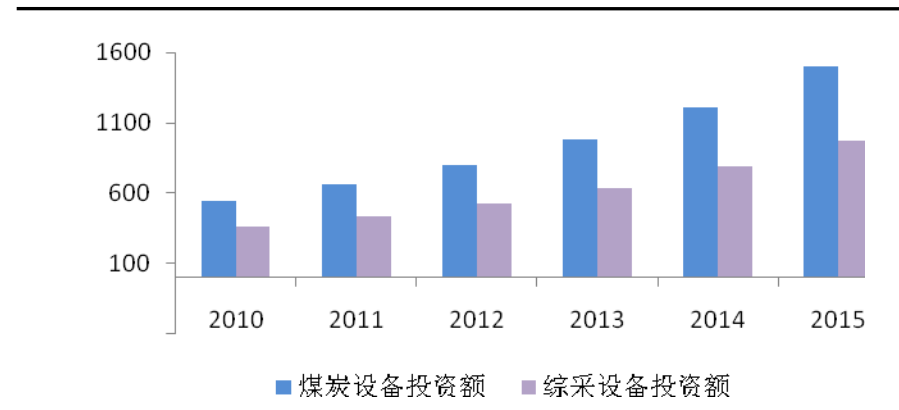
贵州：贵州省新一轮煤矿关闭整合工作将全面展开。经过 2~3 年努力，贵州煤矿企业个数将从目前的 1000 多个减少到约 200 个。贵州省能源局透露，按照国家相关部门的要求和贵州省安排，2010 年 12 月 31 日以前，贵州省年设计生产能力 6 万吨以下的小煤矿将全部进行关闭，2012 年以前，除个别煤层较薄地区以外，贵州年设计生产能力 9 万吨以下的小煤矿也将全部关闭，贵州现有小煤矿总数仍达 1000 余个，通过关闭整合，贵州单个煤矿企业管理的矿井年设计生产能力将不得低于 100 万吨。

资料来源：天相投顾



根据中国煤炭机械工业协会对未来五年综采装备需求量的分析预测,2015年我国的综采装备需求量有望达到974亿元,平均复合增速超过20%。

图表 13: 煤炭设备更新改造煤机投资预测(亿元)



资料来源: 煤炭机械工业协会、天相投顾

作为为数不多的能够成套生产煤矿综采设备的企业,我们预计公司将在煤矿产业机械化的进程中获益。

3. 募集资金项目分析

3.1 募集资金项目概况

公司拟发行6,700万股,募集资金投资项目预计投资总额为5.35亿元,此次募投资金主要应用于公司薄煤层采煤工作面综采成套设备项目和细粒煤分选及脱水成套设备项目。募投项目完成后,将有助于公司突破产能瓶颈,进一步优化产品结构,提高市场竞争力。

2008年以来,公司致力于研发薄煤层综采成套设备和细煤粒洗选设备。截止到2010年6月,两项目共投资6727万元。公司已成功进入薄煤层综采领域,并已实现规模化生产,2009年实现销售收入9007万元;细煤粒洗选设备也已技术成熟,2009年实现销售收入817.47万元。募投项目建设期一年,建成后计划第一年投产60%,第二年投产80%,第三年达产。预计达产后可增厚营业收入9.13亿元,增厚利润总额2.10亿元。

图表 14: 募投项目资金使用情况

项目名称	计划投资额 (万)	建设期 (年)	达产 时间	已投资 (万)	达产后年新增收入 (万)	年新增利润 (万)
薄煤层采煤工作面综采成套设备	31100	1	2014年	5290	58800	11683
细粒煤分选及脱水成套设备	22354	1	2014年	1438	32450	9304
合计	53454	-	-	6728	91250	20987

资料来源: 招股说明书、天相投顾

3.2 募集资金项目优化公司产品结构

薄煤层采煤工作面综采成套设备项目是公司自行研发项目，目前国内处于行业先进者地位。薄煤层综采成套设备主要由薄煤层采煤机、薄煤层刮板机、薄煤层液压支架和其他辅助设备组成。项目投资后，公司将生产薄煤层综采成套设备，目前国内尚无综采成套设备的生产厂家。

薄煤层按其工作面倾斜程度可分为缓倾斜薄煤层和急倾斜薄煤层，其中工作面倾斜程度 35 度以下的为缓倾斜薄煤层，35 度以上的为急倾斜薄煤层。相应的，本项目产品也包括缓倾斜薄煤层工作面综采设备和急倾斜薄煤层工作面综采设备。项目完成后，公司具备缓倾斜薄煤层综采成套设备年产能 15 套，仅占市场需求的 6.82%；急倾斜薄煤层综采成套设备目标年销售量为 13 套，仅占市场需求的 2.17%，项目的产品技术已达到国际领先水平，而价格仅为国外同类产品的 1/3 左右，市场前景广阔。

细粒煤分选及脱水成套设备项目为公司控股子公司北京三矿通自行研发，已实现了样品生产和少量销售。我国煤炭洗选水平与发达国家相比差距巨大，尤其 0.5mm 以下的细粒煤，由于分选难度大，回收率低，大量混入了煤泥造成了很大的资源浪费。公司细粒煤洗选设备符合国家煤炭清洁生产政策，且目前国内尚无生产细粒煤分选及脱水成套设备的厂家，此项目市场前景良好。

薄煤层采煤工作面综采成套设备和细粒煤分选及脱水成套设备毛利率在煤机中毛利率较高，且属于高科技设备产品。两项目的投产将进一步优化公司的产品结构。

4. 公司竞争优势

从行业竞争者情况的分析来看，我们总结出公司的核心竞争优势。

4.1 综采成套设备行业内领先优势

经过三次产品结构优化，公司产品已实现了从普采设备到综采成套设备的产品升级，成套性强，尤其是公司薄煤层综采成套设备目前走在行业的前列。2010 年 1-6 月公司综采设备及配套收入占收入总额的 67.06%。公司目前主要产品为刮板输送机、单体输送机、单体液压支柱、液压支架，占收入总额的 89.56%。公司将在 2011 年推出自行研发设计的采煤机、挖掘机，进而使产品种类更加齐全，提升公司的成套化能力。

公司综采成套设备在行业内具有明显优势。由于公司在煤机行业具有多年经验，积累了大量大中型优质客户，在行业内奠定了品牌优势；此外，相对于综采设备领域的其他竞争者采用的通过收购方式实现成套化，公司使用自身产品进行成套化生产，配套优势更加明显。

4.2 完整的研发体系呈现技术优势

公司为每种产品配备专门研究所，并投入大量资金对行业内先进技术和设备进行研究开发，形成了完整的研发体系。目前，公司拥有 1 个省级技术研发中心，刮板输送机、液压支架、带式输送机、薄煤层综采成套设备以及采掘机械等 5 个专业研究所



和 1 个总体配套方案室,并专门设立控股子公司北京三矿通从事煤炭洗选技术的研发。通过不断的研发,公司已形成在薄煤层综采、细粒煤洗选、综采成套设备方案设计等领域的突出技术优势。

4.3 员工持股保证组织凝聚力

煤机行业采用订单化的生产模式且对产品安全要素要求高,所以除了客户的品牌信任度之外,员工的经验和人员稳定性也很重要。公司由集体制企业逐渐改制而来,骨干员工和管理人员大部分都直接或间接持有公司的股份。合理得股权结构保证了公司人才的稳定性和组织的凝聚力。到此次发行前,公司员工直接间接持股约 60% (排除控股股东赵笃学持股份额)。公司稳定的人才结构保证了公司的研发、生产、销售的连续性和稳定性,从而提高了公司产品和服务的竞争能力。

4.4 市场导向和差异化的战略优势

公司作为一家民营企业,相对于其他国有大型企业竞争者来说,在经营和发展战略上更加灵活,更加注重市场的需求。公司战略路线可以总结为:坚持走差异化路线,从细分市场入手占领客户,并通过服务和参与经营等方式保持密切合作关系,最终进入主流市场。

从目前来看,公司仍处于占领差异化细分市场阶段,瞄准被大型国企忽略的薄煤层市场和具备良好发展前景的洗选煤市场,以充分发挥其差异化战略优势。差异化在避免与大型国企正面交锋的同时,还将带动公司毛利率的提升。

5. 财务分析

5.1 盈利能力分析

主营业务收入合增长率 19.41%。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年上半年,公司的主营业务收入分别为 72,840.69 万元、83,946.96 万元、104,304.47 万元和 60,504.99 万元,2008 年和 2009 年的主营业务收入分别较上年同期增长了 15.25% 和 24.25%,营业收入复合增长率 19.41%。

主营业务收入增长的主要原因有:

(1) 外部环境因素:《煤炭工业发展“十一五”规划》明确提出逐步提高煤矿生产技术水平和资源回采率,大型煤矿采掘机械化程度要达到 95%,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%。对采煤效率、资源节约和环保要求的提高,带动了煤炭装备制造业尤其是技术水平较高产品的需求。同时,“十五”和“十一五”期间,我国煤炭装备制造行业固定资产投资增速高于全社会固定资产投资增速,推动了煤机产业的发展。

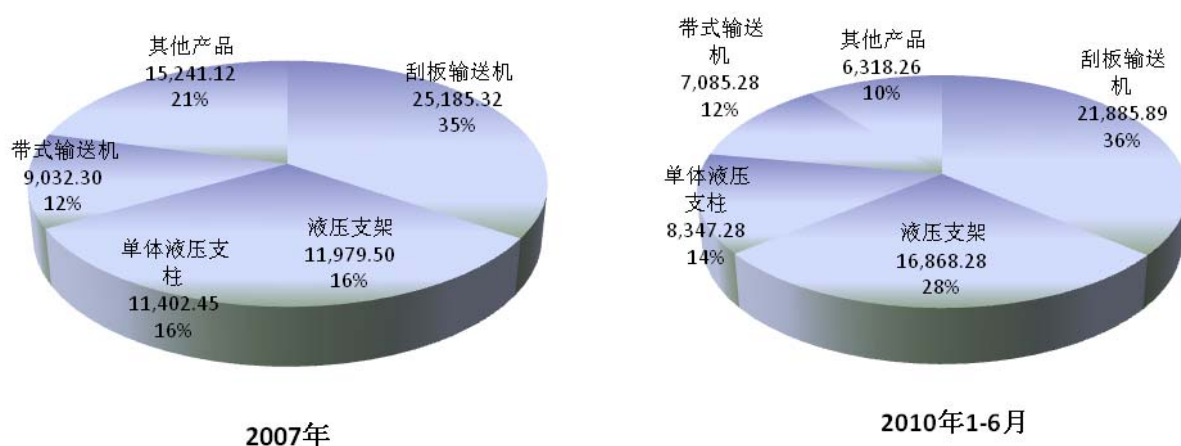
(2) 公司产品结构调整,扩大产能:公司加大了综采及配套产品的科研投入,改进产品结构,综采产品技术行业领先,并自行研发出薄煤层综采成套技术和细煤粒洗选技术;另一方面,公司逐步提高产能。公司在昌乐县经济开发区建设生产基地并

逐步投入使用，产能逐年提高，产品品质明显提升。

(3) 销售能力增强，订单快速增长：公司目前已形成了华东、华北、东北、西南、西北等 25 个省区的全方位营销网络，并培育了形成了稳定的技术型营销人才队伍。随着产品结构调整和营销网络的形成，2007 年以来公司订单逐年增长。2007 年、2008 年、2009 年、2010 年上半年新签订单金额分别为 7.87 亿元、10.93 亿元、11.44 亿元和 7.68 亿元。持续增长的订单保证了公司报告期内主营业务收入的稳定增长。

随着公司薄煤层综采成套设备和洗选设备的规模化生产，产品结构的进一步改善将带动公司收入继续增长。

图表 15：2007 年、2010 年 1-6 月公司营业收入构成



资料来源：招股说明书，天相投顾

公司毛利率呈上升趋势。2007 年、2008 年、2009 年、2010 年上半年公司综合毛利率分别为 19.66%、21.21%、20.38%和 22.46%。其中，作为综采成套设备组成部分的刮板输送机、单体液压支架毛利率上升幅度较大，分别上升了 3.54 个百分点和 3.32 个百分点。带式输送机保持 22 以上的较高毛利率，液压支架毛利率也在 2010 年上半年有了较大的提升。

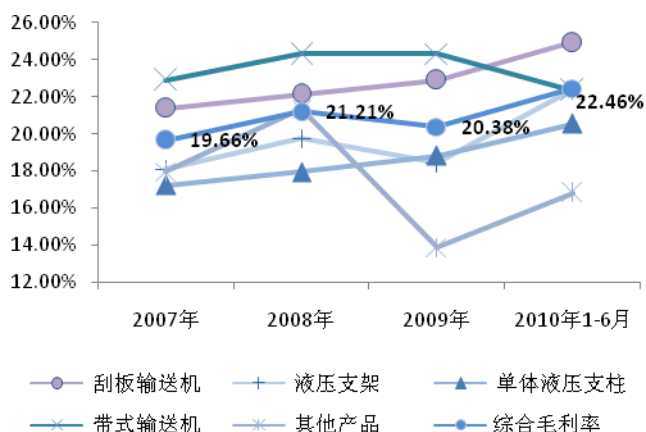
公司综合毛利率上升主要原因为：

(1) 公司产品结构调整：近年来，公司加大了综采及相关产品的销售比例，综采及配套产品占销售收入的比例由 2007 年的 46.16%上升到 67.06%。综采成套设备毛利率高于普采设备，带动了公司毛利率的提升。同时，公司通过研发薄煤层综采设备和洗选设备，提高了公司产品的技术含量，在进入这两个领域的同时毛利率也有一定的提升。

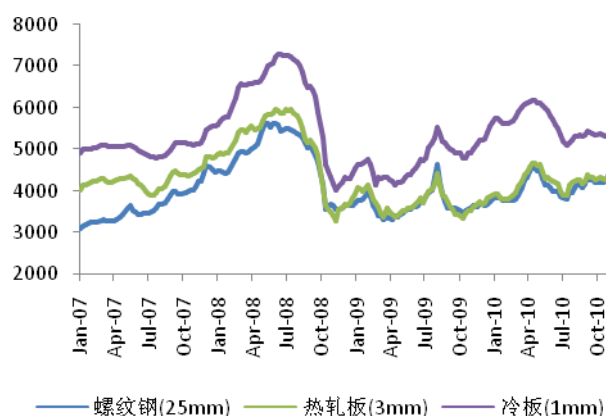
(2) 公司提高产品价格：随着公司品牌知名度的提升和公司产品品质的增长，公司适当的提高了产品的价格。

(3) 原材料价格的变动：2007 年以来公司主要原材料—钢材的价格波动幅度大，影响着公司的毛利率。

图表 16: 公司毛利率呈上升趋势



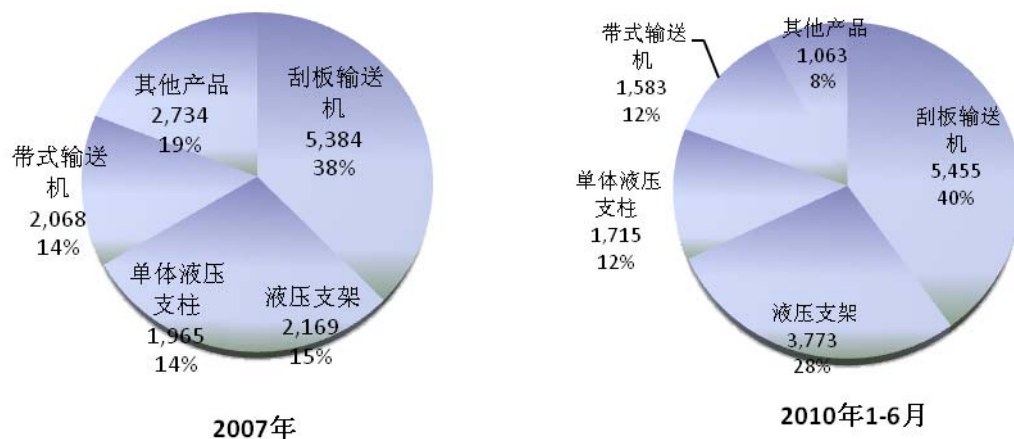
图表 17: 国内主要钢铁价格走势



资料来源: 招股说明书, 天相投顾

随着收入和毛利率的变化, 公司的毛利结构也产生了一定的变化。其中液压支架毛利占比增长 13 个百分点。随着综采设备尤其是薄煤层综采设备比例的进一步提升, 液压支架的收入将有所下降, 响应的毛利占比将会有所回落; 而综采设备中的刮板输送机和单体液压支架等毛利占比将有所提高。

图表 18: 2007 年、2010 年 1-6 月公司毛利结构



资料来源: 招股说明书, 天相投顾

归属于母公司的净利润: 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年上半年公司实现归属于母公司净利润分别为 7622 万元、5637 万元、7441 万元和 5465 万元。2008 年净利润的大幅下降主要是因为经济危机影响产品销售而大幅增加的销售费用和管理费用。在经过 2008 年经济危机的影响业绩有所下降后, 2009 年净利润已经恢复到经济危机之前水平。2010 年 1-6 月公司实现归属母公司净利润 5465 万元, 是 2009 年全年的 73.44%。随着公司产品结构调整、品牌知名度的提高和新项目的投产, 我们预计公司将在 2011 年和 2012 年实现业绩的爆发性释放。



5.2 偿债能力分析

图表 19 偿债能力指标（流动、速动比率、资产负债率）

	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-6-30
流动比率	1.25	1.23	1.24	1.23
速动比率	0.78	0.65	0.73	0.67
母公司资产负债率（%）	69.84	66.22	63.71	64.02

图表 20 偿债能力指标（EBIT、利息保障倍数）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
EBIT（万元）	14,062.43	13,279.66	15,588.02	10,396.22
利息保障倍数	4.61	3.21	4.54	6.14

资料来源：招股说明书，天相投顾

流动比率、速动比率相对稳定。报告期各期末公司流动比率保持稳定，并保持在合理的范围内；2010 年 6 月末和 2008 年末速动比率较低，主要原因是 2010 年 6 月末及 2008 年末公司存货余额较大。

资产负债率较高。公司 2007 年末、2008 年末、2009 年末和 2010 年 6 月末，母公司资产负债率分别为 69.84%、66.22%、63.71%和 64.02%。公司资产负债率相对较高，总体呈缓慢下降走势。本次公开发行后，公司将用项目余下资金用于负债偿还，且公司所有者权益增加，公司资产负债率将有所降低。

息税折旧摊销前利润和利息保障倍数

排除 2008 年在金融危机的影响后，公司 EBIT 和利息保障倍数整体呈上升的态势。公司的利息保障倍数远高于 1，具备较强的清偿债务能力。

5.3 资产运营能力分析

图表 21 资产运营能力指标

	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年 1-6 月
应收账款周转率（次）	4.96	5.03	4.97	2.33
存货周转率（次）	2.53	2.08	2.17	1.11

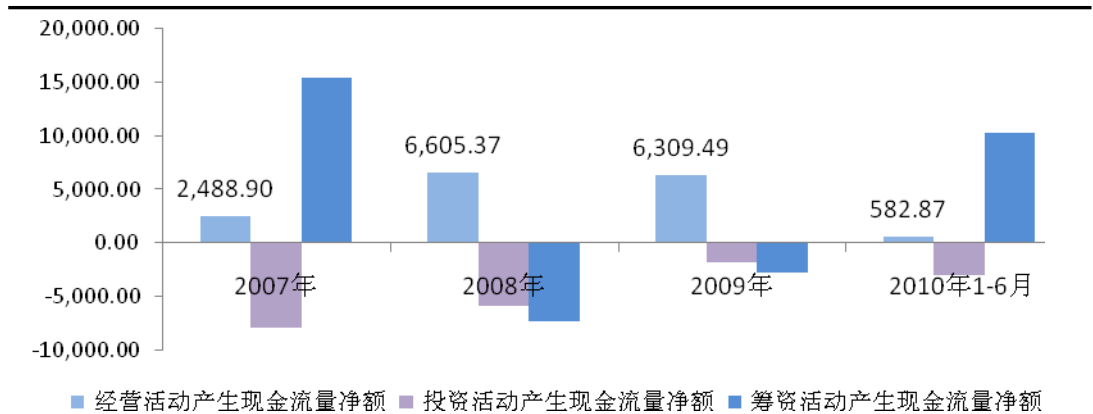
资料来源：招股说明书，天相投顾

应收账款周转率稳定，存货周转率有所下降。公司的存货周转率出现下降主要原因是报告期初公司确立并实施了以附加值较高的综采及其配套设备为主导的主业发展方向，中重型刮板机、液压支架等综采及配套产品发展速度较快，占销售收入的比重逐年上升，同时，单体液压支柱、轻型刮板机等普采及配套产品占销售收入的比重出现下降，而综采及配套产品的生产周期相对较长且单位价值较高，因此，导致公司存货余额增加。公司存货周转率低于 3.32 的行业平均水平，主要原因是公司是少数几家能够生产综采成套设备的企业之一，而生产综采成套设备比生产单一产品的企业相比生产周期较长，存货周转速度较慢。



5.4 现金流状况分析

图表 22 公司现金流状况（万元）



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

经营活动现金流：从 2007 年到 2009 年经营活动现金流量来看，公司主营业务获取现金的能力较强，销售现金回收情况良好。2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年上半年的“销售商品、提供劳务收到的现金”与营业收入的比例分别为 110.33%、118.33%、103.41%、110.87%。2010 年上半年由于公司新签订单 76,824.21 万元，同比增长 33.46%。公司配备订单需要的原材料和设备消耗经营现金。预计随着订单的执行和完成，公司经营现金流入会相应增加，从而使经营现金流恢复正常水平。

投资活动现金流：2007 年以来，投资活动产生的现金流量净额均为负数。主要原因是公司扩大生产规模，固定资产的投资规模大。2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年上半年购建固定资产、无形资产等长期资产现金支出分别为 11,674.21 万元、7,999.84 万元、3,619.64 万元和 3,299.55 万元。

筹资活动现金流：近三年来，公司通过引进投资者、增加银行借款等方式及时筹措资金，筹资活动现金流量净额合计为 15,604.90 万元。公司大量筹资的原因为：目前公司产品产销形势良好，公司筹集资金用以补充固定资产投资和营运资金需求，以保障公司生产经营的顺利开展。

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测假设

关键假设和依据：

假设一：未来 3-5 年煤机整体需求旺盛，公司产品需求得以保障。

2、国家小型煤矿合并政策按计划实施，我国大中型煤矿综采成套设备需求大幅上升。公司综采成套设备相关产品刮板运输机、单体液压支柱、带式输送机 2011 年收入大幅提升。

3、募投项目顺利实施，2011 年项目固定资产建设购置完毕，2012 年开始投产，2014 年达产。薄煤层综采成套设备需求符合预期；细煤粒洗选设备顺利实现量化生产，2012 年投产 60%。

4、目前公司已经实现采煤机和掘进机的样机生产，预期未来 2-3 年实现规模化生产。且按照行业经验，采煤机毛利率 25%，掘进机毛利率 40%。

5、随着公司上市和新产品的开发投产，公司管理费用率和销售费用率有所提升。

6、公司今年申请到“国家重点扶持高新技术企业”资格，预计 2011 年之后所得税率将由 25%降到 15%。

6.2 估值—合理价格区间：13.68-18.24 元

公司是煤机民营企业中最具创新精神的一家，公司战略方向明确，发展空间大。我们预计 2010-2012 年公司收入分别为 13.6 亿元、19.5 亿元和 28.1 亿元；归属于母公司所有者净利润分别为 1.2 亿元、2.0 亿元和 3.0 亿元。

按照公司 IPO 后总股本 26,700 万股计算，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.44 元、0.76 元、1.12 元。对比目前 A 股市场煤机行业公司郑煤机和天地科技估值，且考虑到公司良好的成长性，我们认为公司合理的估值区间应为 2011 年 18~24 倍市盈率水平，合理价格区间是 13.68-18.24 元。

图表 23：公司分业务收入及毛利率预测

	2008	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
刮板输送机(万元)	34,997.93	37,096.09	21,885.89	50,079.72	72,615.60	98,031.05
YOY		6.00%		35%	45%	35%
毛利率	22.13%	22.90%	24.92%	25%	25%	25%
液压支架(万元)	14,406.84	29,216.70	16,868.28	37,981.71	60,770.74	85,079.03
YOY		102.80%		30%	60%	40%
毛利率	19.75%	18.44%	22.37%	23%	23%	23%
单体液压支柱(万元)	12,729.71	16,598.30	8,347.28	16,598.30	15,768.39	14,979.97
YOY		30.39%		0%	-5%	-5%
毛利率	17.94%	18.82%	20.55%	20%	20%	20%
带式输送机(万元)	9,398.90	12,311.76	7,085.28	16,005.29	23,207.67	31,330.35
YOY		30.99%		30%	45%	35%
毛利率	24.30%	24.33%	22.34%	22%	22%	22%
采煤机(万元)					2,000.00	10,000.00
YOY						400%
毛利率					25%	25%
掘进机(万元)					2,000.00	10,000.00
YOY						400%
毛利率					40%	40%
其他产品(万元)	12,413.58	9,081.63	6,318.26	13,622.45	16,346.93	27,789.79
YOY		-26.84%		50%	20%	70%
毛利率	21.35%	13.88%	16.82%	20%	30%	30%
合计(万元)	83,946.96	104,304.48	60,504.99	134,287.46	192,709.32	277,210.19
YOY		24.25%		28.75%	43.51%	43.85%
综合毛利率	21.21%	20.38%	22.46%	22.95%	24.18%	24.82%

资料来源：招股说明书、天相投顾

图表 24：公司盈利预测表(万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	85,182	105,625	135,977	195,126	280,666
增长率	14.99%	24.00%	28.74%	43.50%	43.84%
减：营业成本	66,166	83,120	103,635	146,356	208,754
毛利率	22.32%	21.31%	23.78%	24.99%	25.62%
减：营业税金及附加	178	527	272	390	561
资产减值损失	656	410	1,088	1,171	1,684
销售费用	5,713	7,223	9,246	14,634	21,050
销售费用率	6.71%	6.84%	6.80%	7.50%	7.50%
管理费用	2,750	2,617	3,399	4,878	7,017
管理费用率	3.23%	2.48%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用	3,007	2,540	2,720	3,903	6,175
财务费用率	3.53%	2.40%	2.00%	2.00%	2.20%



期间费用	11,470	12,380	15,365	23,415	34,241
期间费用率	13.47%	11.72%	11.30%	12.00%	12.20%
投资净收益	230	302	300	300	300
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,942	9,489	15,917	24,094	35,725
增长率	-12.83%	36.68%	67.75%	51.37%	48.28%
加：营业外收入	539	418	200	400	400
减：营业外支出	47	92	20	100	100
其中：非流动资产处置净损失	22	17	0	0	0
利润总额	7,435	9,815	16,097	24,394	36,025
减：所得税	1,735	2,323	4,024	3,659	5,404
实际所得税率	23.33%	23.67%	25.00%	15.00%	15.00%
净利润	5,700	7,492	12,073	20,734	30,621
净利润增长率	-24.56%	31.44%	61.14%	71.75%	47.68%
归属母公司所有者的净利润	5,637	7,441	11,879	20,320	30,009
增长率	-26.04%	32.01%	59.64%	71.05%	47.68%
净利润率	6.62%	7.05%	8.74%	10.41%	10.69%
少数股东损益	63	51	193	415	612
每股收益(全面摊薄)	0.21	0.27	0.44	0.76	1.12

资料来源：招股说明书、天相投顾

7. 风险提示

煤炭产业政策风险

公司发展受煤炭行业加强安全措施、提高煤矿机械化率及煤炭产业升级的政策影响较大。如果中小煤炭企业关停整改政策发生变化，煤炭产业升级政策不能得到有效落实，公司未来的市场空间将有可能受到限制，发展速度和经营业务将受到一定的影响。

市场竞争加剧的风险

公司收入的快速增长是在煤炭综采成套设备具有行业优势，薄煤层综采成套设备和洗选设备技术领先的基础上取得的。若竞争者成套化进度和研发速度快于预期，将会对公司的产品收入带来冲击。

宏观经济波动的风险

由于公司所属煤机行业受到下游煤炭行业景气度的制约，而煤炭的下游行业——钢铁、电力、建材和化工行业受宏观经济影响大。因此，宏观经济的波动将对公司业绩产生影响。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040