

强烈推荐-A (首次)

郑煤机 601717.SH

目标估值: 50.00 元

当前股价: 40.85 元

2011 年 2 月 12 日

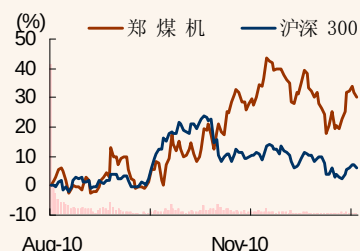
受益于智能制造发展与行业收购整合

基础数据

上证综指	2774
总股本(万股)	70000
已上市流通股(万股)	14000
总市值(亿元)	286
流通市值(亿元)	57
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	26.4
资产负债率	42.1%
主要股东	河南省国资委
主要股东持股比例	40.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	23	104
相对表现	0	15	110



相关报告

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

研究助理

蔡宇滨

0755-82960064
caiwb@cmschina.com.cn

“十二五”期间国家将重点发展智能制造、绿色制造和服务性制造，其中智能专用装备中包括了煤炭综采机械。煤炭机械行业受益于行业整合与煤炭采掘机械化率提高，高端煤炭综采设备占比将提高。作为煤机行业龙头——郑煤机高成长可期，并存在收购整合煤机行业的可能，上半年仍存在投资机会。

- **我国煤炭机械行业现状:** 煤炭机械需求增长高于煤炭产能扩张；煤炭机械设备生命周期短、维修成本高，设备更新改造需求刚开始爆发，将拉动煤机行业快速增长；由于历史原因，煤机行业集中度较低，未来存在整合空间。
- **煤炭机械行业未来发展趋势: 成套化率与集中度提高。** 煤机企业技术迅速发展，成套化率有待提高；煤炭行业兼并重组推动煤机企业大型化。“十二五”期间将继续推进煤炭企业兼并重组工作，鼓励煤炭企业之间进行跨区域、跨所有制形式的兼并重组，发展先进与淘汰落后并举。大型煤炭企业煤矿开采技术先进，机械化率较高，对高端装备需求将快速增长。伴随着煤炭行业重组告一段落，2010 年 10 月开始，我国煤炭开采及洗选业投资增速回升明显。
- **郑煤机投资亮点分析:** 技术领先的全球液压支架龙头，目前郑煤机是全球液压支架产量最大的企业，国内市场占有率 25%，高端产品国内占有率达到 50%；公司未来的成长性取决于高端液压支架，高端液压支架占比提高提升公司盈利水平，郑煤机高端液压支架手持订单占比达到 50%左右，比 09 年提高 12 个百分点；IPO 募投项目大幅提升高端支架产能；公司的成套化发展战略拉开序幕，欲通过重组、兼并、收购、自建等方式，延伸到采煤机等其他产品。
- **2011 年上半年存在投资机会，给予“强烈推荐-A”评级。** 我们预测郑煤机 2010-2012 年 EPS 为 1.2、1.67、2.12 元，2011 年动态估值 25 倍左右。我们认为上半年估值有望继续提高，存在投资机会。理由有三个：能源价格上涨和煤炭企业重组推动煤炭综采设备行业再上台阶；郑煤机是煤炭采掘装备行业上市公司龙头，在手订单保证 11 年业绩增长；存在收购整合预期。
- **风险因素:** 原材料价格上涨过快；2011 年 8 月部分限售股解禁，股价将面临压力。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3722	5160	6528	8280	10160
同比增长	58%	39%	27%	27%	23%
营业利润(百万元)	431	760	1013	1417	1797
同比增长	24%	76%	33%	40%	27%
净利润(百万元)	481	630	840	1171	1482
同比增长	136%	31%	33%	39%	27%
每股收益(元)	0.69	0.90	1.20	1.67	2.12
PE	61.3	46.8	35.1	25.2	19.9
PB	33.7	19.7	5.9	4.8	3.9

资料来源：招商证券

正文目录

一、煤炭机械受益于行业整合与机械化率提高	3
1、行业发展概况	3
2、煤炭机械行业现状	4
3、未来发展趋势：成套化率与集中度提高	6
(1) 煤机企业技术迅速发展，成套化率有待提高	6
(2) 煤炭行业兼并重组推动煤机企业大型化	6
(3) 售后服务市场有待进一步挖掘	7
二、郑煤机投资亮点分析	9
1、技术领先的全球液压支架龙头	9
2、未来的成长性取决于高端液压支架	9
3、成套化发展战略拉开序幕	10
4、销售服务网络遍布全国，重点区域份额领先	11
三、业绩预测及投资建议	12
1、主要假设	12
2、估值及投资建议	12
3、风险提示	13

图表目录

图 1：煤炭新增产能与固定资产投资变化	4
图 2：主要煤机企业销售额及利润增长	4
图 3：“十二五”煤炭新增产能投产前高后低	4
图 4：“十二五”吨煤投资继续走高	4
图 5：煤机更新改造投资将占主导	5
图 6：各类煤炭机械产品市场容量比例	6
图 7：六大煤机集团主营业务结构分析	7
图 8：JOY 收入结构	8
图 9：Bucyrus 收入结构	8
图 10：国外煤机巨头产品结构	8
图 11：郑煤机支架产品毛利率不断提高	10
图 12：煤炭行业固定资产投资回升	10
图 13：天地科技区域销售示意图	11
图 14：郑煤机区域销售占比示意图	11
图 15：2010 年上半年三一国际成本构成示意图	13
图 16：2010 年上半年郑煤机成本构成示意图	13
表 1：煤机分类	3
表 2：中国煤机发展历程	3
表 3：2009 年煤机行业前十大企业主要市场份额	3
表 4：2009 年煤机行业分产品前十大企业主要市场份额	5
表 5：郑煤机营业收入假设表	12
表 6：相关上市公司估值对比表	13
附：财务预测表	17

一、煤炭机械受益于行业整合与机械化率提高

1、行业发展概况

煤机行业简介：煤炭机械行业是为煤炭开采企业提供装备的行业，属于专用设备中的采矿、采石设备子行业。它包括勘探设备、综采设备、提升设备、洗选设备、煤炭安全设备、露天矿设备。目前上市公司主要集中在综采设备行业，2009 年综合采掘设备的销售规模达 300 多亿元，其中液压支架占一半左右。中国煤机行业大概经历了探索、引进吸收、自主创新、联合开发几个发展阶段。

表1：煤机分类

类别	设备名称
勘探设备	钻探设备及仪器仪表
综合采掘设备	掘进机、采煤机、刮板输送机、液压支架
提升设备	绞车、矿用车
洗选设备	破碎机、球磨机、筛选设备、浮选设备、过滤机
煤炭安全设备	通风机、瓦斯防治设备、矿井灭火设备、救火装备
露天矿设备	重型汽车、自卸车、铲运机、挖掘机

资料来源：招商证券研发中心整理

表2：中国煤机发展历程

年份	发展阶段	内容
1965-1977	探索阶段	国外综合机械化采煤技术获得广泛应用，我国从德国、波兰和英国引进 43 套综采技术设备。
1978-1985	引进吸收与消化阶段	再次引进 100 套综采装备，国内煤炭机械装备制造业加强技术吸收消化。
1986-1998	吸收消化与自主开发阶段	随着我国装备技术水平提高，除引进技术外还自主研发制造了新型装备，为煤矿提供了 300 余台套替代进口设备。
1998-目前	自主开发与联合开发阶段	逐步形成了“厂矿联合、院矿合作研发”的新模式，攻克“年产 600 万吨高效综放工作面成套技术与装备”，开始掌握煤炭生产工艺与总体系统设计，成套研发与制造工艺的核心技术。

资料来源：招商证券研发中心整理

表 3：2009 年煤机行业前十大企业主要市场份额

排名	企业名称	销售额 (万元)	市场份额
1	郑煤机	474,307	7.1%
2	三一重装	190,138	2.9%
3	中煤张家口煤矿机械	189,242	2.8%
4	中煤北京煤矿机械	173,155	2.6%
5	长冶清华机械厂	154,816	2.3%
6	平顶山煤矿机械	153,353	2.3%
7	四川神坤装备	143,410	2.2%
8	宁夏天地奔牛	133,053	2.0%
9	山东天晟煤矿装备	125,968	1.9%
10	山东矿机集团	119,091	1.8%
前十合计		1,856,533	27.9%

资料来源：煤炭机械工业协会，招商证券研发中心

煤炭机械行业经历了集中到分散。我国煤机行业在上世纪 90 年代以前集中度较高，大型煤炭装备企业多为原煤炭部直属企业，处于垄断地位，随着煤机企业下放到地方及

2002 年后煤炭行业复苏带动煤机行业快速发展，竞争对手增加，集中度有所下降，前十大企业占有率由 2002 年的 45%下降至 2009 年的 28%。

2、煤炭机械行业现状

煤炭机械需求增长高于煤炭产能扩张。我国煤炭机械行业从上世纪 60 年代中期开始引进国外设备和技术，国产煤炭机械开始起步。进入新世纪以来，一方面煤炭需求不断增长，另一方面由于安全和环保原因，国家关停大量小煤矿，淘汰落后产能，促使煤矿企业加大机械设备投入以提高开采效率，煤炭机械需求增速远高于煤炭产能增速，吨煤投资逐步走高。2004-2009 煤炭新增产能的复合增长率为 22%，煤炭行业固定资产投资复合增长率达到 34%。我们认为“十二五”期间新建产能对煤机需求相比“十一五”稳定增长，增长动力应主要来自自动化程度更高的高端综采成套设备和发展相对滞后的洗选设备。

图1：煤炭新增产能与固定资产投资变化

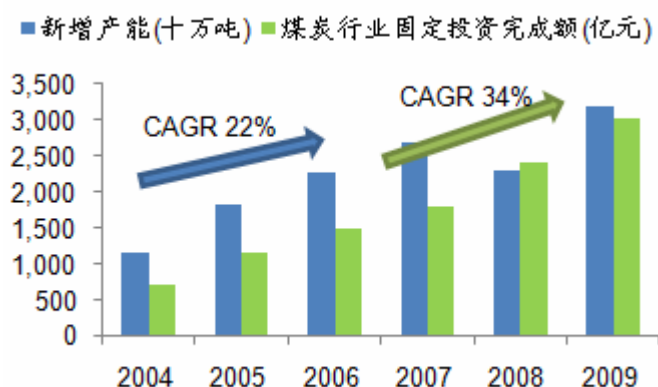
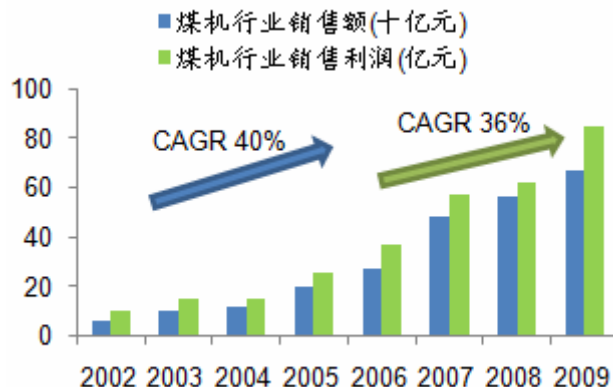


图2：主要煤机企业销售额及利润增长



资料来源：Wind，招商证券研发中心

资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图3：“十二五”煤炭新增产能投产前高后低

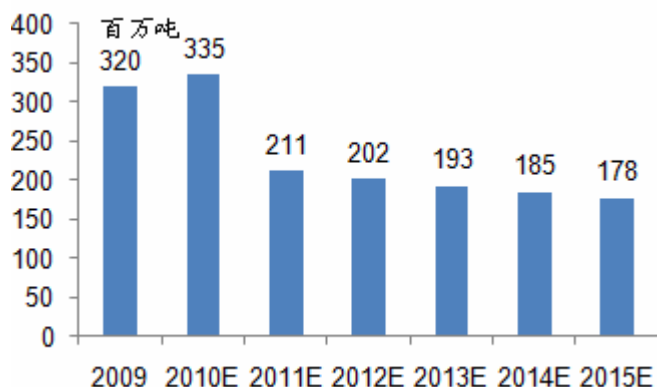
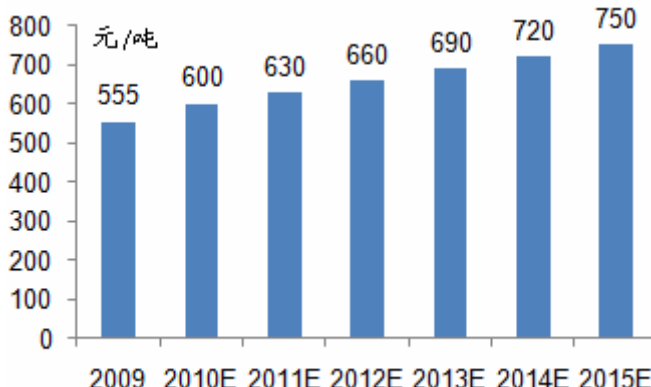


图4：“十二五”吨煤投资继续走高



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

煤炭机械设备生命周期短、维修成本高。煤炭机械设备长期处于极端环境和高负荷工作状态，设备更新频率远高于普通机械设备，需要频繁更换零件及维修。通常而言，液压支架和采煤机的生命周期是 5-8 年，采煤机滚筒寿命为 3 个月，刮板输送机过煤能力为 1500 万吨。因此煤炭机械设备大约 1-2 年就要大修一次，大修费用高达整机造价的 30-40%，一般而言煤炭机械平均每年的维修费用约占设备采购成本 15-20%。

图5：煤机更新改造投资将占主导


资料来源：煤炭机械工业协会，招商证券研发中心

设备更新改造需求开始爆发，拉动煤机行业快速增长。由于煤炭供应紧张，近几年连续紧张生产的矿井占总量的 50%，机械保养不足，矿井主要生产设备严重老化、超期服役的占 30-40%。煤机行业从 2004 年开始爆发式增长，04-09 年行业销售总额由 116 亿元增长至 666 亿元，复合增长率达到 42%。煤机更新改造需求从 08 年开始超过新建产能需求，且比例不断提高。根据煤炭机械工业协会的预测 2010 年更新改造投资是新建产能煤炭机械投资的 1.6 倍，并且未来差距将继续扩大。预测到 2015 年更新改造投资将占煤机总投资超过 75%。中国煤炭机械工业协会预测 2015 年煤炭机械需求将接近 1500 亿元，相当于 09 年市场规模的 3 倍左右。

由于历史原因煤机行业集中度较低，未来存在整合空间。我国煤机行业在上世纪 90 年代以前集中度较高，大型煤炭装备企业多为原煤炭部直属企业，处于垄断地位，但随着煤机企业下放到地方及 2002 年后煤炭行业复苏带动煤机行业快速发展，大量企业进入煤机行业，集中度有所下降，前十大企业占有率由 2002 年的 45%下降至 2009 年的 28%。造成煤机行业分散另一重要原因是由于我国煤机企业长期处于专业化分工状态，成套化程度较低，造成单个企业业务集中细分市场，市场占有率较难提高，煤机行业有待进一步整合。

表4：2009年煤机行业分产品前十大企业主要市场份额

液压支架			刮板输送机		
排名	企业名称	市场份额	排名	企业名称	市场份额
1	郑州煤矿机械集团股份有限公司	25.17%	1	中煤张家口煤矿机械有限公司	23.26%
2	平顶山煤矿机械有限责任公司	10.05%	2	宁夏天地奔牛实业集团有限公司	16.08%
3	郑州四维机电设备制造有限公司	9.08%	3	山东矿机集团股份有限公司	13.84%
4	中煤北京煤矿机械有限责任公司	8.22%	4	山西煤矿机械制造有限责任公司	12.03%
5	山东天晟煤矿装备有限公司	7.93%	5	河南焦作神华重型机械有限公司	5.61%
6	大江信达车辆股份公司工程机械厂	6.66%	6	山西忻州通用机械有限责任公司	5.52%
7	山西平阳重工机械有限责任公司	6.40%	7	兖矿集团大陆机械有限公司	3.74%
8	山东矿机集团股份有限公司	3.50%	8	淮南长壁煤矿机械制造有限责任公司	3.16%
9	四川神坤装备股份有限公司	3.31%	9	吉林蛟河煤机制造有限责任公司	2.62%
10	晋城金鼎煤机产业发展有限公司	2.88%	10	邵阳大地煤矿机械有限公司	1.56%
前十合计		83.18%	前十合计		87.42%

资料来源：招商证券研发中心

3、未来发展趋势：成套化率与集中度提高

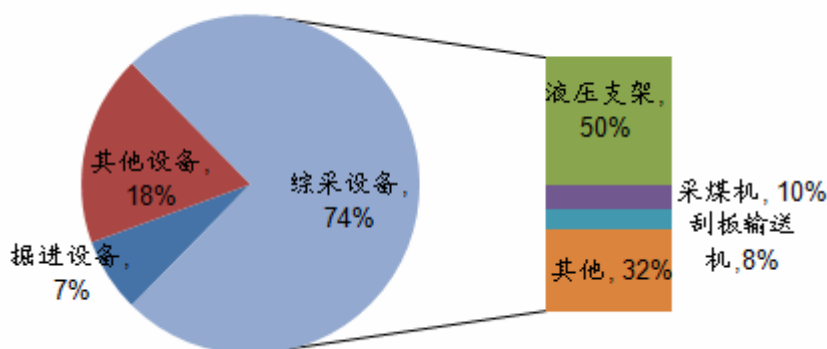
（1）煤机企业技术迅速发展，成套化率有待提高

国内煤机企业技术明显提高。经过几十年的发展,煤炭装备制造业的技术有了较大提高,多项技术接近国际先进水平,成功研发生产出年产 600 万吨煤的综采工作面设备,并成功研制了 1800 千瓦大功率电机牵引采煤机、全球最大的竖井钻机及年处理 400 万吨煤的洗选设备等。

煤炭综合采掘设备发展方向:随着煤炭产业整合,效率更高更安全的综合机械化采煤(综采)逐步代替炮采和普采。2002-09 年间综采设备产值年均复合增长 43%,其占煤机行业总产值比例由 61%提升至 75%。煤炭综采设备下一步发展包括年产 600 万~1000 万吨厚煤层综采成套技术装备研制;年产 150 万~200 万吨薄煤层自动化综采成套技术装备研制;年产 100 万吨以上短壁综采成套技术装备研制;巷道快速综掘成套技术装备研制等。

成套化是煤炭机械发展的必然选择。Caterpillar 今年 11 月以 86 亿美元并购 Bucyrus 后获得完整矿产采掘装备设计生产能力,成为产品线最全的供应商之一,并将通过自身遍布全球的经销服务体系推广其采掘装备产品,成为全球市场的有力竞争者。成套化能够降低客户设备采购成本和强度,成套设备提供商设备匹配性好,技术全面,能够为客户提供质量更好的产品和服务,获得国际大型矿企青睐。而我国煤机行业目前大多处于专业化分工状态,大部分企业产品线较单一,提供成套煤炭综采装备能力与外资相比有所不足。三一重装也推出联合采煤机组成套设备,成为系统集成程度最高的综采设备供应商之一,随着我国煤机市场进一步成熟,成套综采设备可能将逐渐成为市场主流。

图6: 各类煤炭机械产品市场容量比例



资料来源: 煤炭机械工业协会, 招商证券研发中心

（2）煤炭行业兼并重组推动煤机企业大型化

“十二五”期间将继续推进煤炭企业兼并重组工作,鼓励煤炭企业之间进行跨区域、跨所有制形式的兼并重组,发展先进与淘汰落后并举。“十二五”期间我国将重点提升煤炭企业规模,到 2015 年形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业,形成 20 个 1000-4000 万吨的大型企业集团,5000 万吨以上的特大型煤矿产量要占 65%以上。大型煤炭企业煤矿开采技术先进,机械化率较高,对高端装备需求将快速增长,低

端装备市场缩小，而技术领先煤机企业获得更大优势。此外，大型煤矿设备投资规模大，数量多，设备成套化有利于降低煤矿的设备维护管理成本，大型煤矿对售后服务和备件管理将更加重视，促使煤机企业提高成套化能力。伴随着煤炭行业重组告一段落，2010年10月开始我国煤炭开采及洗选业投资增速回升明显。

煤机行业集中度将提高，龙头企业具有整合优势。我国煤炭机械协会超过120家重点会员中大部分还是中小企业，行业集中度远低于国际市场。而随着下游煤炭行业兼并整合，煤机行业向高端发展，低端产品出现产能过剩，研发和竞争实力较弱的企业将被淘汰或兼并，行业面临洗牌集中度提高，而技术资金实力较强的龙头企业将通过兼并整合提高市场占有率获得更大竞争优势。

六大集团各具特色，竞争实力取决于产品技术整合能力。目前我国形成中煤集团、中国煤炭科工集团、郑煤机、三一国际集团、国际煤机和太重集团六大集团，六大集团通过自主创新和集团内外的并购整合，丰富产品线，提高自身研发制造实力，具备一定成套综采装备提供能力，未来将成为煤机行业主要竞争者。成套化不只是产品线扩展，还需实现市场技术上的整合，为客户降低成本提供更好的产品和服务。国有集团平台子公司仍较为分散，国企机制不利于发挥协同作用，有待进一步整合协调。三一国际成立时间较短，但增长势头强劲，除传统优势产品掘进机外，其联合采煤机组呈爆发式增长，10年上半年实现销售2.4亿元，同比增长244%。郑煤机是全球最大的液压支架生产商亦是我国最大的煤机企业，技术领先优势明显，但产品线较为单一，成套设备提供能力有待进一步提高。

图7：六大煤机集团主营业务结构分析

煤机集团	主要子公司	主营业务				
		液压支架	刮板输送机	掘进机	采煤机	其他
中煤集团	北京煤机					
	张家口煤机					
	邯郸煤机					
	抚顺煤机					
	西安煤机					
	石家庄煤机					
中国煤矿科工集团 (天地科技)	宁夏天地奔牛					
	山西煤机装备					
	宁夏西北煤机					
	常熟天地煤机					
郑煤机		高端市场占有率50%				
三一集团	三一重装	销售额占有率50%				
国际煤机	郑州四维					
	佳木斯煤机					
	鸡西煤机					
	淮南长壁					
太重集团	太矿集团					
	山西煤机					
	太重煤机成套					

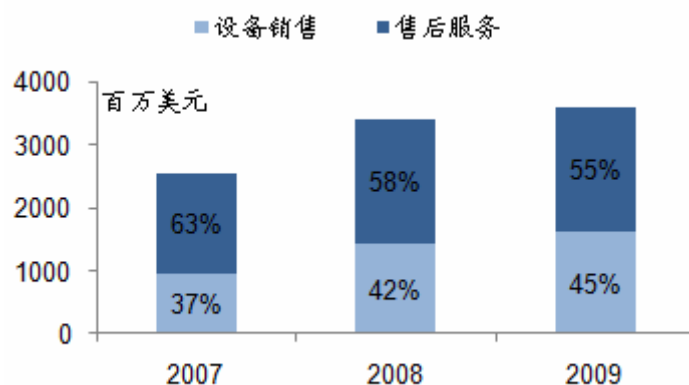
资料来源：公司网站，招商证券研发中心

(3) 售后服务市场有待进一步挖掘

服务升级是煤机行业发展的重大机遇。由于中国煤矿企业大而全的业务结构，很多矿企自建煤机设备维修公司，国内煤机企业售后服务收入占比较少，而国际两大煤炭采掘机

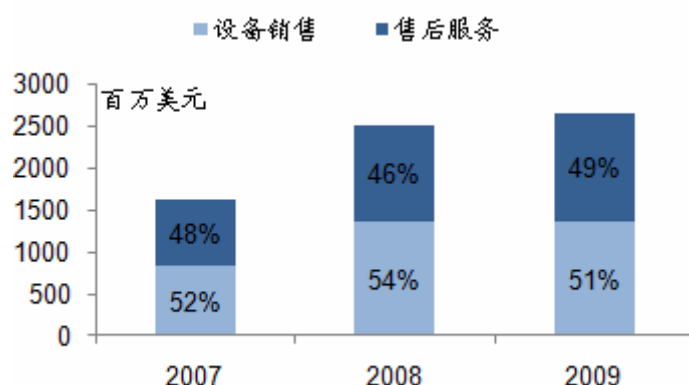
械巨头 JOY 和 Bucyrus 售后服务收入占总销售收入的一半甚至更多。随着我国煤机保有量增长和矿企兼并整合，煤机企业成套化程度提高，工作面综合服务能力增强，售后服务外包成为趋势，煤机企业售后服务收入将实现跨越式增长。

图8: JOY收入结构



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图9: Bucyrus收入结构



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图10: 国外煤机巨头产品结构

公司	露天采矿机械									井下采矿机械							
	推土机 平地机	装载机	矿用卡车	边坡采煤机	液压挖掘机	露天钻机	电铲	拉铲挖掘机	露天皮带系统	皮带系统	液压支架	刮板输送机	滚齿刨煤机	掘进机	装载设备	连续采煤机	柴油输送
Caterpillar																	
Bucyrus																	
JOY																	

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

二、郑煤机投资亮点分析

1、技术领先的全球液压支架龙头

郑煤机在液压支架技术研发方面走在行业前列。中国高端液压支架曾一度为国外企业垄断，05 年以郑煤机和北京煤机为代表的国内龙头企业进入高端液压支架竞争行列后，国外企业已基本退出中国液压支架市场。目前郑煤机是全球液压支架产量最大的企业，国内市场占有率 25%，高端产品国内占有率达到 50%。此外，公司针对我国特殊煤层开发的薄煤层支架、三软煤层支架和急倾斜煤层支架为我国保护性开采做出重要贡献。

- 1964 年，中国第一台自移式支架在郑煤机诞生；
- 1984 年，中位放顶煤支架在郑煤机试制成功，大量推广使用到 90 年代中期；
- 1987 年，高位放顶煤支架在郑煤机试制成功，1997 年出口土耳其 2 套；
- 1990 年，低位放顶煤支架在郑煤机试制成功，从 90 年代中期成为统领中厚煤层的开采的主力架型。
- 2001 年为大同研制 5 米支架；
- 2003 年为晋城研制 5.5 米支架；
- 2005 年为神华研制 4.5 米支架，ZY7600/22/45 型支架是神华使用的首套替代进口的本土化产品，也是国产支架第一套高端产品，该产品打破了国外煤机巨头垄断神华市场的局面；2005 年为晋城研制 6.2 米支架；
- 2007 年为神华研制 6.3 米支架；2007 年 6.5 米样机问世；
- 2009 年成功研制世界上首套一次采全高达 7 米的“世界第一高”液压支架。

2、未来的成长性取决于高端液压支架

大型液压支架提高厚煤层开采效率。我国厚煤层储量丰富，约占煤炭总储量的 40%。由于厚煤层开采难度较大，长期以来，我国厚煤层的一次采全高最大厚度在 5 米左右，造成了厚煤层煤炭资源的极大浪费，提高煤炭资源回收率，实现厚煤层的安全高效绿色开采成为目前的当务之急。2009 年郑煤机成功研制的神华 ZY16800/32/70D 型大采高强力高可靠性液压支架是目前世界上支护高度最高、工作阻力最大的两柱掩护式液压支架，立柱缸径达 500mm，架间距 2050mm，最大工作阻力 16800KN。

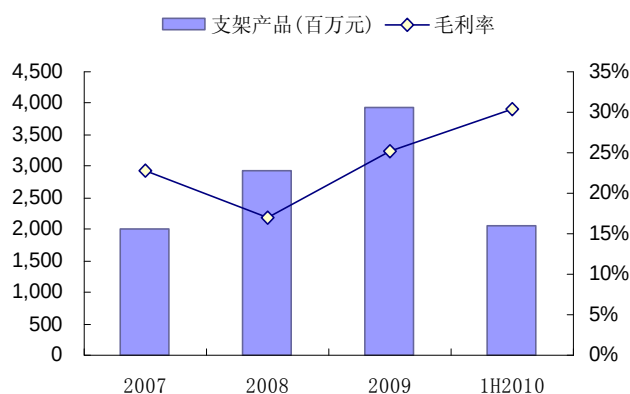
随着我国煤炭行业结构调整及集约化程度的迅速提高，对高产高效高可靠性自动化煤矿装备的需求也日益增大。“十二五”期间计划形成 20 个 5000 万吨级以上的特大型煤矿，产量占比不低于 65%。煤炭行业集中度提高将提升对安全性和开采效率的要求，可靠性和自动化程度更高的高端液压支架需求快速增长。高端液压支架的优势在于安全性好，速度快，生产效率高，需要人工比较少；而中低端支架自动化程度较低，需要手工操作其向前移动。

高端液压支架占比提高提升公司盈利水平。虽然未来五年煤炭产量的增速可能呈现下降趋势，但是高端产品占比提高将提升公司盈利水平。郑煤机高端液压支架手持订单占比达到 50%左右，比 09 年提高 12 个百分点，受益于高端产品占比提高和钢铁价格下降，

2008-10 年公司毛利率明显提高,例如与神东煤矿签订的 3 套支架,总采购额达到 10 亿元,预计毛利率高达 35%以上,目前三套产品已经完工一套,正在生产第二套,预期都将在 2011 年交付确认收入,是今年业绩高增长的主要原因。成套采煤机组价格定位较高,以三一重装为例,薄煤层全自动化生产线一套 1 亿元,自动化成套采煤机组一套 6000 万元,另外部分矿用车辆和混凝土泵毛利率可以达到 50%以上。

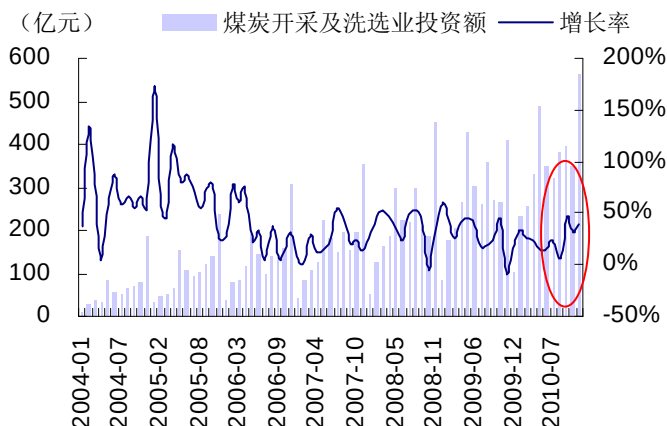
IPO 募投项目大幅提升高端支架产能。郑煤机手持订单充足,产能利用达到极限,并将约 20%产量外协生产。公司 IPO 募集资金全部用于投资高端液压支架生产基地建设项目,该项目的投资总额为 14.9 亿元,募投项目预计 2011 年 4 月建成投产,11 年达到设计产能 30%,预计产能由现在的 20 万吨提高至 26 万吨,项目达产后,总产能增长约 50%,高端液压支架产能增长 150%。新建生产基地基础设施已经完成,现在设备调试安装,某些已经部分开工。预计在建工程明年转固 3 个亿,每年新增折旧约 3000 万元,对毛利率的影响约 0.5%。IPO 超募资金将用于 2 条生产线的配套建设,研发中心,电控系统,还有其他新产品,如洗选煤设备。

图11: 郑煤机支架产品毛利率不断提高



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图12: 煤炭行业固定资产投资回升



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

3、成套化发展战略拉开序幕

成套化是郑煤机的重要发展战略。公司已经设立了生产刮板运输机的子公司,将进一步以液压支架产品为龙头,通过重组、兼并、收购、自建等方式,延伸到采煤机等其他产品,形成综采装备的成套设计、制造、销售、服务一体化的能力,以顺应当前煤机装备成套化发展的趋势,进一步拓展公司的盈利空间。公司于 2009 年 3 月设立了控股子公司长壁公司,主要生产、销售刮板输送机产品,煤炭综采设备中刮板输送机和液压支架的配套要求最高,郑煤机将以此作为向成套化方向发展的起点。另外,为进一步巩固和拓展在两淮地区的市场,加强与淮南矿业集团的合作关系,进而在两淮地区建立符合当地市场需求的新产品开发、零部件供应和售后服务基地,公司已完成收购淮南煤机,淮南主要产品是支架和刮板机,年销售额在 3-4 个亿左右。

与国内竞争对手相比,各具优势,错位竞争。郑煤机主要生产液压支架及其相关配件,国内占有率最高,成套化已被列为公司的发展战略。国内其它主要的竞争对手——三一重装目前 70%的收入来自于掘进机,目前与郑煤机竞争关系尚不突出,但是三一重装在成套综采设备系列化和制造上更具优势,主要产品覆盖联合采煤机组、掘进机、矿用

车辆及混凝土泵、薄煤层全自动生产线。天地科技的股东是煤炭科学研究总院，因此主要优势在研发和工程承包，主要业务包括：矿山生产过程自动化、机械化、信息化设备开发、制造和系统集成；煤炭洗选设备开发、制造和选煤厂工程总承包；储装运快速定量装车成套装备及工程总承包；地下特殊施工技术开发和地下特殊工程施工承包。

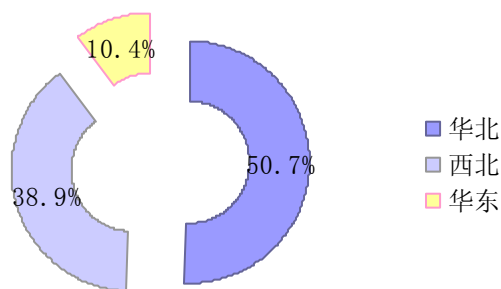
4、销售服务网络遍布全国，重点区域份额领先。

销售网络遍布全国，年末传统产煤区设备订单大幅增加。公司销售服务网络遍布国内煤炭重要产地，有稳定客户基础，客户忠诚度较高。公司还重点开发新疆、蒙东等煤炭储量丰富，产量增长迅速的新兴区域，在新疆液压支架市场占有率接近 80%。此外，公司还在俄罗斯、印度建立办事处，积极进入国际市场。2010 年河南山西煤企需准备大部分资金用于对中小煤矿整合的股权收购，设备采购有所放缓，10 月之前公司主要订单来自内蒙古，随着当年股权收购结束煤矿企业资金压力减轻，10 月后煤矿投资和设备采购大幅反弹，主要龙头企业年末订单情况火爆，为 2011 年销售打下良好基础。

通过灵活机制销售产品。公司提出“高端产品国际化、中端产品租赁化、低端市场股份化”，即开拓高端产品国际市场，通过融资租赁业务扩大中端产品市场份额，以设备入股中小型煤矿，分享下游煤炭开采收益。

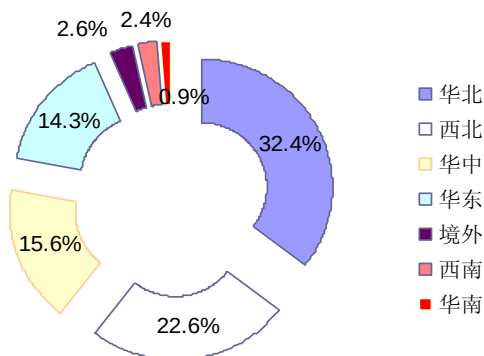
做大服务业务，挖掘售后价值。随着煤炭企业整合，大型煤企开始在外地新建矿井，原来大而全的企业结构不再适合，矿企需要将服务外包来降低成本提高效率。公司将售后服务作为发展重点，提高售后服务收入比例。规划建立配件公司，专业提供产品售后服务，除液压支架外，还可以提供所有设备的维修和配件服务。

图13：天地科技区域销售示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图14：郑煤机区域销售占比示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

三、业绩预测及投资建议

1、业绩预测假设

- 假设 2011 年公司完成收购淮南矿机或其它刮板机生产企业，煤机设备销售收入大幅增长；
- 假设 2011 年钢材价格上涨，新厂区固定资产转固，但是由于高端产品占比提高，毛利率仍有提高；
- IPO 募投项目投产符合预期；

表5：郑煤机营业收入假设表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(百万元)	2358.1	3722.3	5160.3	6527.8	8279.7	10160.4
支架产品	1998.8	2938.6	3922.0	4706.4	6118.3	7647.9
钢材				550.0	577.5	606.4
外协件	42.3	144.1	187.6	469.0	562.8	675.4
其他			46.9	187.4	206.1	226.8
煤机设备				15.0	315.0	504.0
其它业务收入	317.1	639.6	1003.8	600.0	500.0	500.0
增长率		57.9%	38.6%	26.5%	26.8%	22.7%
支架产品		47.0%	33.5%	20.0%	30.0%	25.0%
钢材					5.0%	5.0%
外协件		240.7%	30.2%	150.0%	20.0%	20.0%
其他				300.0%	10.0%	10.0%
煤机设备					2000.0%	60.0%
其它业务收入		101.7%	56.9%	-40.2%	-16.7%	0.0%
毛利率	24.8%	20.2%	24.7%	23.4%	24.9%	25.5%
支架产品(%)	22.8%	17.0%	25.2%	27.0%	27.8%	28.0%
钢材(%)				4.0%	4.0%	4.0%
外协件(%)	26.9%	18.8%	16.1%	20.0%	20.0%	20.0%
其他(%)			9.3%	8.0%	8.0%	8.0%
煤机设备(%)				36.0%	35.0%	35.0%
其它业务	37.0%	34.8%	25.1%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、估值及投资建议

高端装备制造业估值有望提升。“十二五”期间，发展高端装备制造业的总体思路是：面向我国工业转型升级和战略性新兴产业发展的迫切需求，重点发展智能制造、绿色制造和服务性制造。智能专用装备主要包括大型智能工程机械、高效农业机械、智能印刷机械、自动化纺织机械、环保及资源综合利用机械、石油石化机械、煤炭综采机械、冶金机械等各类专用制造装备，实现各种制造过程自动化、智能化、精益化、绿色化，带动装备制造业整体技术水平的提升。

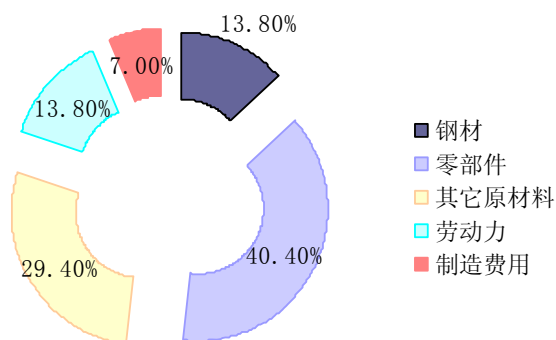
2011 年上半年存在投资机会，给予“强烈推荐-A”评级。我们预测郑煤机 2010-2012

年 EPS 为 1.2、1.67、2.12 元，2011 年动态估值 25 倍左右。我们认为上半年估值有望继续提高，存在投资机会。理由有三个：能源价格上涨和煤炭企业重组推动煤炭综采设备行业再上台阶；郑煤机是煤炭采掘装备行业上市公司龙头，在手订单保证 11 年业绩增长；存在收购整合预期。

3、风险提示

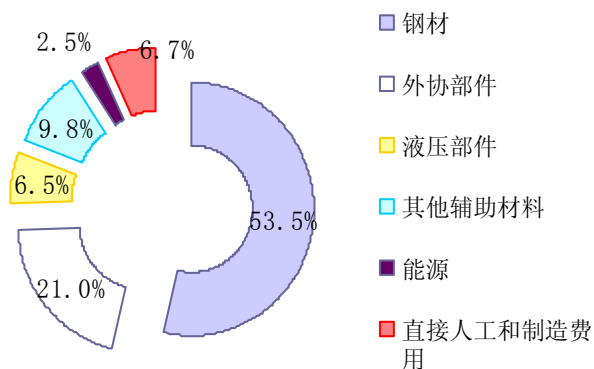
- 由于原材料及外协件成本占比高达 70%以上，因此材料价格上涨对公司盈利影响较大，但是由于下游需求受益于能源价格上涨，并且对设备价格敏感性不高，公司有一定的转价能力。
- 2011 年 8 月部分限售股解禁，股价面临压力，我们认为上半年是较好的投资时期。

图15：2010年上半年三一国际成本构成示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图16：2010年上半年郑煤机成本构成示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

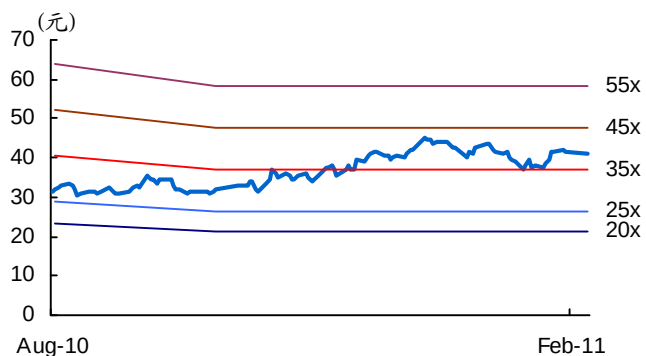
表 6：相关上市公司估值对比表

公司	市值 (亿元)	2.10 股价	09	EPS 10E	11E	09	PE 10E	11E	PS	PB	ROE (TTM)
A 股											
郑煤机	286.0	40.9	0.90	1.20	1.67	45.4	34.0	24.5	5.0	6.0	15.7
天地科技	219.4	21.7	0.70	0.79	0.97	31.0	27.4	22.3	3.0	7.3	29.4
山东矿机	63.6	23.8	0.28	0.51	0.73	85.5	46.7	32.6	5.2	11.9	19.8
林州重机	61.4	30.0	0.28	0.50	0.76	107.2	59.9	39.4	7.7	14.5	21.2
尤洛卡	38.8	93.9	1.17	1.35	2.10	80.5	69.7	44.8	37.2	6.2	8.0
平均						69.9	47.7	32.7	4.6	9.1	21.0
H 股/美股											
三一国际	220.5	10.6	0.32	0.37	0.52	28.0	24.3	17.4	6.7	4.2	17.0
国际煤机	78.5	6.1	0.29	0.28	0.42	17.8	18.7	12.2	3.4	N/A	41.3
JOY	96.2	92.0	4.41	5.28	6.09	20.9	17.4	15.1	2.4	7.0	42.6
Bucyrus	73.6	90.9	4.12	3.93	5.24	22.1	23.1	17.3	2.1	3.9	27.1
平均						22.2	21.3	15.8	5.0	5.0	32.0

资料来源：Wind，Bloomberg，招商证券研发中心（09 年每股收益按最近股本摊薄）

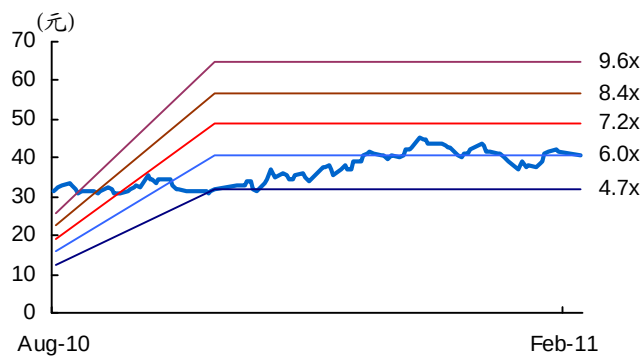
注：部分盈利预测为 WIND、Bloomberg 一致性预测，均值计算不包括尤洛卡，市值和股价按照当地市场货币计算

图 17: 郑煤机历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 18: 郑煤机历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

过去五年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评—扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）—品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2010 年度投资策略—政府投资见效 优势企业胜出》2009.12.6

报告以历史的眼光和全球化的视角，分析和预测了行业的发展趋势。我们认为 2010 年政府投资对设备的需求拉动效应将扩大，铁路设备行业最为受益；房地产和制造业固定资产投资将大幅反弹；国际市场需求正在回升，优势企业将在竞争中胜出。

8、《中集集团（000039）—万事俱备只欠东风》2010.1.8

本文对中集集团集装箱业务成长和多元化战略做了回顾，作为多元化战略的第二步，公司重拳出击能源化工装备业，完善产业布局。万事俱备只欠东风，预期 2010 年全球经济复苏、收购兼并整合和股权激励将拉开股价上涨序幕。

9、《机械行业 2010 年中期策略报告-经济转型离不开装备制造业》2010.6.11

本文主要针对几个焦点问题展开：经济结构调整是否意味着机械行业景气度高点出现；劳动力成本提升对机械行业的影响；具有周期性特点的机械行业估值安全边际在哪里？报告提出股价已经对经济增速放缓做出反映，价值股已明显被低估，机械行业股价受经济周期和政策周期双重作用，并不能简单由 M2 或投资增速之类的宏观指标来预测股价趋势。

10、《江苏神通(002438)-受益经济转型，核电阀门先锋（节能环保主题研究之三）》2010.6.23

报告分析工业特种阀门行业是理想的利基行业，中小企业隐形冠军优势明显。我们认为江苏神通首先实现了核电蝶阀、球阀完全国产化并占有 100% 的市场，是该领域的绝对冠军，而且公司能够参与业主单位合作研发，有利于保持领先优势。核电设备国产化离不开专业领域领先企业的参与，而江苏神通是其中的佼佼者。

11、《陕鼓动力（601369）—模式创新挑战传统估值（制造业模式转型研究之一）》2010.7.13

关于陕鼓动力的市场分歧在于：冶金化工设备能否给予高估值？我们认为透平机械需求的增长并不仅仅来自于冶金或化工行业产能的扩张，还来自于工业技术发展和对效率和节能要求的不断提高。商业模式创新改变制造型企业增长方式，加上收购兼并预期，公司有望挑战传统估值。

12、《杭氧股份(002430) —空分设备龙头迈进工业气体时代(制造业模式转型研究之二)》2010.7.13

本报告通过深入分析国际工业气体巨头业务架构与商业模式，创新性提出评价工业气体供气企业的“3C”标准-即 Cost(成本)、Capex(资本支出)和 Cash(现金流)。并通过纵向分析公司从制造业向供气服务的模式转变和横向比较公司和竞争对手的优势劣势，描绘出公司未来发展路径。

13、《中集集团（000039）—海洋工程业务蓄势待发》2010.10.8

2009 年中集集装箱业务景气度跌至冰点，但并没有停止扩张的脚步，实现控股来福士对公司进军海洋工程意义重大。我们认为中集集团新业务蓄势待发，传统业务稳步复苏，估值仍有提升的空间，本报告基本维持原业绩预测及强烈推荐评级。

14、《盛运股份（300090）—垃圾焚烧蕴藏巨大商机，系统集成打开成长空间（节能环保主题研究之四）》2010.11.1

垃圾焚烧发电作为最有效的减量措施是解决“垃圾围城”问题的唯一途径，公司领先的尾气处理装置保证二噁英排放低于欧洲标准，解决垃圾焚烧最大瓶颈。公司技术领先，从尾气设备到焚烧系统集成，再到参股下游延长产业链，未来成长空间值得期待。

15、中集集团（000039）-能源化工装备市场触底回升 2011.1.5

在 2010 年中集集团系列报告中，我们从集装箱的业绩弹性和海洋工程的发展两个角度，强烈推荐了中集集团。此次报告重点分析了能源化工装备板块的布局和发展，提示业绩触底回升。2011 年继续推荐中集集团基于四个理由：受益全球经济复苏业绩继续回升、新兴战略产业发展前景广阔、估值偏低、投资风格转换。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3450	4144	7847	9524	11730
现金	899	1259	4301	4678	5531
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	277	557	653	911	1219
应收款项	578	1002	1075	1363	1849
其它应收款	89	45	57	72	88
存货	1380	1075	1496	2169	2640
其他	227	207	266	331	403
非流动资产	287	609	740	944	1029
长期股权投资	8	17	17	17	17
固定资产	243	356	504	723	821
无形资产	6	164	148	133	120
其他	30	72	72	72	72
资产总计	3737	4753	8587	10468	12759
流动负债	2770	2823	3068	3782	4568
短期借款	145	100	100	150	200
应付账款	478	630	811	1008	1226
预收账款	1629	1532	1500	1865	2270
其他	518	561	657	759	873
长期负债	66	370	397	447	547
长期借款	50	273	300	350	450
其他	16	97	97	97	97
负债合计	2836	3193	3465	4229	5116
股本	560	560	700	700	700
资本公积金	21	28	2588	2588	2588
留存收益	294	909	1749	2836	4201
少数股东权益	25	64	85	116	154
母公司所有者权益	876	1496	5037	6124	7489
负债及权益合计	3737	4753	8587	10468	12759

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	375	541	519	662	1025
净利润			840	1171	1482
折旧摊销			68	95	114
财务费用			7	2	7
投资收益			(2)	(2)	(2)
营运资金变动			(425)	(665)	(674)
其它			31	60	96
投资活动现金流	(109)	(213)	(200)	(300)	(200)
资本支出			(200)	(300)	(200)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	206	(41)	2723	16	28
借款变动			27	100	150
普通股增加			140	0	0
资本公积增加			2560	0	0
股利分配			0	(84)	(117)
其他			(5)	(0)	(5)
现金净增加额	472	287	3042	378	852

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3722	5160	6528	8280	10160
营业成本	2972	3886	5001	6216	7565
营业税金及附加	11	26	33	42	51
营业费用	94	139	163	207	254
管理费用	201	308	313	397	488
财务费用	13	7	7	2	7
资产减值损失	2	37	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	2	2
营业利润	431	760	1013	1417	1797
营业外收入	149	16	16	16	16
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	580	773	1026	1430	1811
所得税	90	126	164	229	290
净利润	490	647	862	1202	1521
少数股东损益	9	16	22	30	38
母公司所有者净利润	481	630	840	1171	1482
EPS (元)	0.69	0.90	1.20	1.67	2.12

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	58%	39%	27%	27%	23%
营业利润	24%	76%	33%	40%	27%
净利润	136%	31%	33%	39%	27%
获利能力					
毛利率	20.2%	24.7%	23.4%	24.9%	25.5%
净利率	12.9%	12.2%	12.9%	14.1%	14.6%
ROE	54.9%	42.1%	16.7%	19.1%	19.8%
ROIC	34.2%	33.2%	15.5%	17.7%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	75.9%	67.2%	40.4%	40.4%	40.1%
净负债比率	5.2%	7.8%	4.7%	4.8%	5.1%
流动比率	1.2	1.5	2.6	2.5	2.6
速动比率	0.7	1.1	2.1	1.9	2.0
营运能力					
资产周转率	1.0	1.1	0.8	0.8	0.8
存货周转率	2.5	3.2	3.9	3.4	3.1
应收帐款周转率	6.9	6.5	6.3	6.8	6.3
应付帐款周转率	8.0	7.0	6.9	6.8	6.8
每股资料(元)					
每股收益	0.69	0.90	1.20	1.67	2.12
每股经营现金	0.54	0.77	0.74	0.95	1.46
每股净资产	1.25	2.14	7.20	8.75	10.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.12	0.17
估值比率					
PE	61.3	46.8	35.1	25.2	19.9
PB	33.7	19.7	5.9	4.8	3.9
EV/EBITDA	44.0	26.4	19.4	13.9	11.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，七年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

蔡宇滨，清华大学与德国亚琛工业大学联合培养管理工程专业硕士、清华大学机械工程专业学士，2009 年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。