

署名人: 李勤

S0960200010107

010-63222909

liqin@cjis.cn

郑煤机

601717

推荐

主业优势突出, 需求持续增长

6-12 个月目标价: 46.00 元

当前股价: 38.87 元

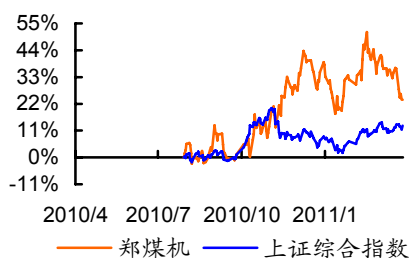
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2967.41
总股本(百万)	700
流通股本(百万)	140
流通市值(亿)	54
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	7.34
资产负债率	43.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
郑煤机	-12.08	-8.37	0.00
上证综合指数	1.66	5.67	0.00



相关报告

投资要点:

- **煤炭需求增长及综采化率提高支撑未来煤机需求的持续增长** 煤炭是我国的传统资源, 在煤电在我国发电量比例中达到 80%, 未来 3-5 年, 我国原煤年产量将保持不低于 5% 左右的增速, 日本核泄漏事故势必减缓我国核电建设速度, 而风电、太阳能比例太低, 短期内无法真正解决能源紧缺问题, 煤炭需求量仍将持续增长; 我国煤矿机械化率和综采化率仍然太低, 包括高档普采的综采化率仅 66%, 与发达国家 95% 以上的综采化率相比仍有很大差距, 随着人工成本上升和煤炭安全性要求的提高, 我国煤炭综采化率必然显著上升, 预计未来 5-10 年煤炭机械增长率将达到 22% 以上。
- **主营产品优势突出** 公司是国内液压支架的龙头企业, 产品涵盖了高端及中低端各个层面, 性能及质量在国内无人能及, 销售收入、及产品毛利率、单价远超过国内同行业竞争对手, 作为安全性、质量稳定性要求较高的煤机产品, 公司在大型、超大型煤矿中拥有其他煤机企业无可比拟的竞争优势。
- **液压支架产品前景最好** 在采煤机械工作面的二机一架中, 液压支架产品的需求量最大, 占工作面机械的总投入 65%。液压支架能大大降低劳动强度和用工成本, 从高档普采发展到综采的标志就是液压支架, 中国煤矿综采化率的提升将大大提升液压支架产品的需求。公司还大力发展高端液压支架, 提高电液阀配备比例, 发展无人化采掘工作面, 高端液压支架将大大提升公司液压支架产品的毛利率, 2010 年公司成功销售了 7 套 1000 多架的自主研发电液阀, 为未来全面发展高端液压支架打开了良好开端。
- **积极发展成套设备** 公司开始积极研发采煤机、刮板运输机, 发展采煤工作面成套设备, 提高公司的整体竞争力和竞标能力。预计 2011 年公司可实现刮板运输机 1-2 亿的销售收入, 采煤机正在积极研发中, 预计不久将投入销售。
- **盈利预测与投资建议** 我们预计郑煤机 10, 11, 12 年每股收益可以达到 1.88, 2.36, 2.87 元, 按 11 年 25 倍 PE 估值, 合理价值 46.00 元左右, 推荐。

风险提示:

公司的小非规模较大。煤炭需求与经济密切相关, 如果煤炭销量下滑, 不可避免地影响煤矿购置煤炭机械的积极性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6752	8063	10161	12271
同比(%)	31%	19%	26%	21%
归属母公司净利润(百万元)	883	1315	1654	2009
同比(%)	40%	49%	26%	21%
毛利率(%)	24.7%	28.2%	28.6%	28.7%
ROE(%)	17.7%	20.8%	20.8%	20.1%
每股收益(元)	1.26	1.88	2.36	2.87
P/E	34.32	23.03	18.31	15.08
P/B	6.06	4.80	3.80	3.04
EV/EBITDA	24	17	13	11

资料来源: 中投证券研究所

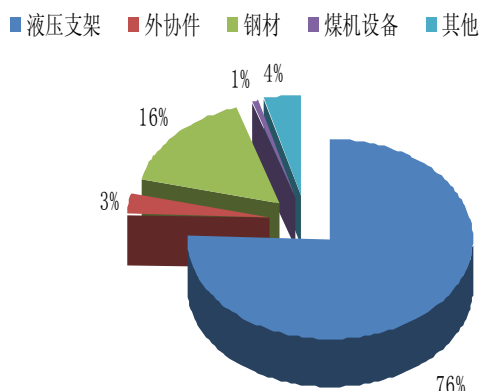
1、主营产品优势突出

郑煤机是国内首屈一指的煤机企业，煤机行业龙头，企业单体产值居国内同行业首位。公司虽然在规模上不能与国际煤机、中煤集团、中煤科工集团等企业相比，但其它煤机集团下属企业较为分散，论单个企业而言，郑煤机规模仍然是最大。

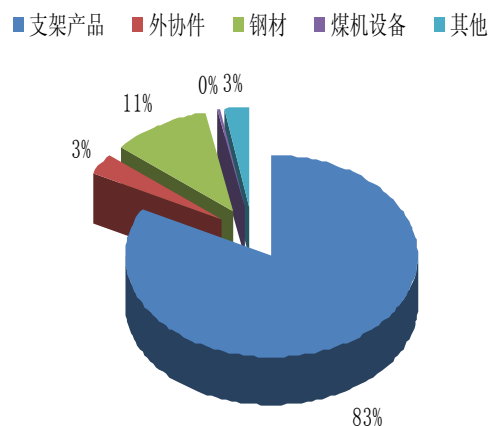
图表 1、郑煤机 2010 年营业收入

图表 2、郑煤机业务利润构成

郑煤机2010年度收入结构



郑煤机2010年利润结构



资料来源：公司公告

公司绝大部分产品的收入和利润来自于液压支架。液压支架是煤矿综采设备中消费量最大的产品，约占综采工作面两机一架的 65%（采煤机、刮板输送机、液压支架）。可以说郑煤机公司是受益煤炭机械增长最大的公司。公司销售收入占行业内的 30%，利润达到 60%。

公司除了致力于发展主力的液压支架产品外，已经着手开始发展采煤机、刮板运输机等产品，以期实现综采机械配套化，提升公司的产品的竞争力。

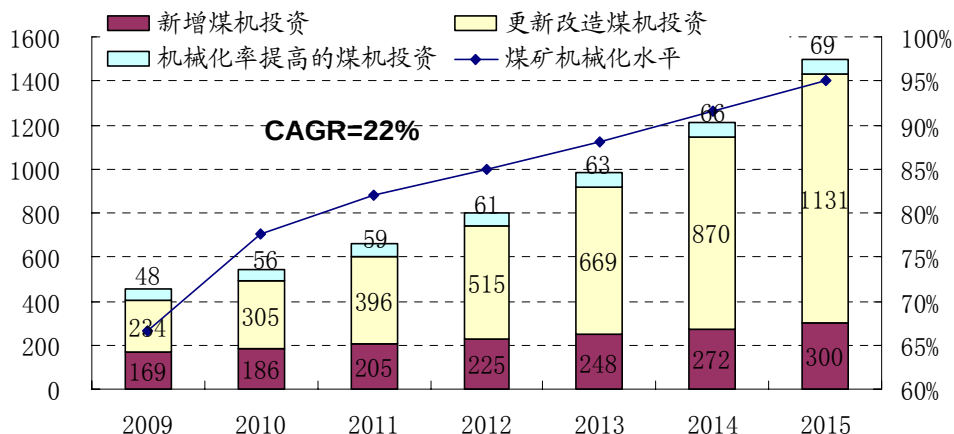
2、煤矿机械长期稳定增长

煤炭机械服务于煤炭开采行业，主要受益于 3 个方面的需求：1、新增煤炭需求；2、更新及淘汰落后产煤机械需求；3、煤炭机械化率和综采化率的提升。未来 5-10 年这些方面将使得煤矿机械年增长率达到 22%，我国的煤炭机械装备制造业仍将处于景气高峰。

煤矿机械装备制造业未来 3-5 年将处于景气高峰，2003-2010 年煤炭行业固定资产投资额平均年复合增速达 38%，拉动煤炭机械行业销售额高速增长，2002-2009 年复合增速达 40%。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 35%用于煤矿设备购置，其中 50%左右直接购置煤炭机械。以此计算，考虑煤炭机械行业产销平衡，则煤炭机械行业年产值大约是年煤炭固定资产投资额的 17.5%，而未来煤机综采化率的提高还将进一步提升煤机占固定资产投资额的比例。

图表 3、2009-2015 年三大需求拉动煤机年复合增速达 22%（单位：亿元）

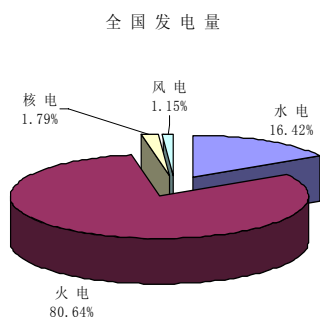


资料来源：中国煤炭机械工业协会、中投证券研究所

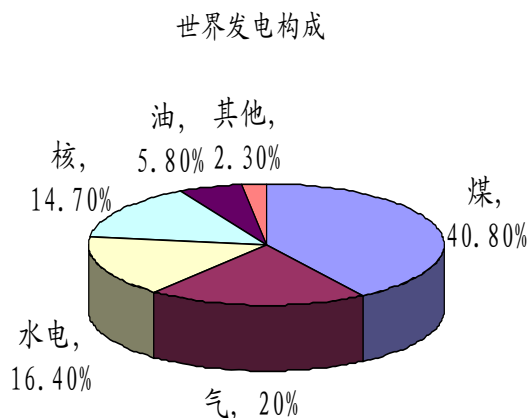
2.1 核泄漏事故使得中国对煤炭的依赖得到加强

中国能源构成中 80%是火电，水电约占 16%，核电和风电只占很少比例，都在 2%以下。因此短时间内，中国能源的绝大部分来源仍然要依靠火电，水电。中国风电受制于各种自然条件，并不是很快能够担负起国内能源供应的重任。即使是常年处于西风带控制，周围环海的英国，其 2010 年风电占总发电量比例也仅接近于 10%。所以能够实际负担经济快速发展能源需求的只有火电、水电、核电。

图表 4、2010 中国发电量构成



图表 5、世界发电构成

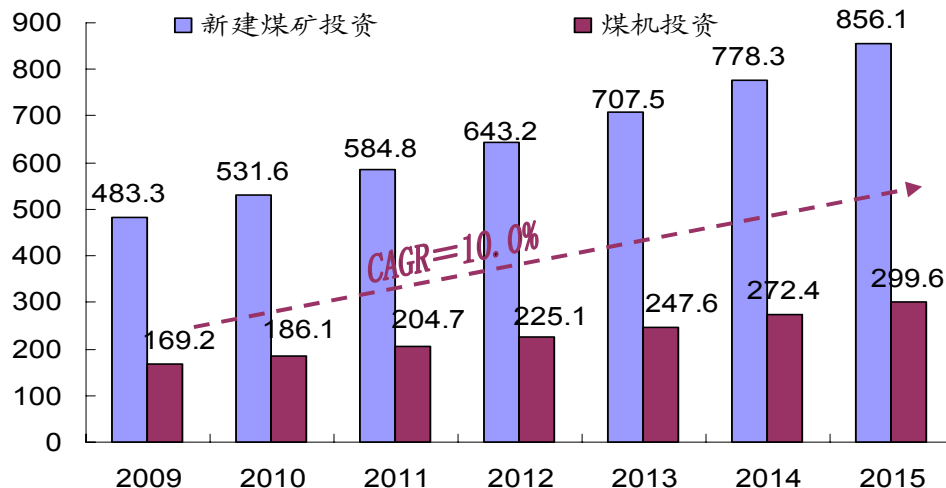


资料来源：中投证券研究所

核电计划的调整，将加大中国对火电的依赖，在短期内暂时找不到更好的替代能源的情况下，煤炭电力仍然是中国的第一选择，因此煤炭需求仍然能够保持较为持续而稳健的需求。

2.2、新增煤炭需求

图表 6、2009-2015 年新增煤炭设备投资额（单位：亿元）



资料来源：中国煤炭机械工业协会、中投证券研究所

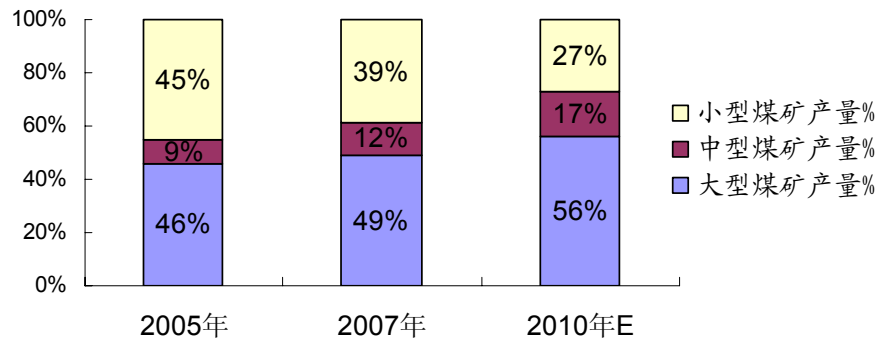
煤炭是我国的传统资源，目前仍是我国一次性能源中使用占比最高的。根据中投证券研究所对新增原煤产量的预测，未来 3-5 年，我国原煤年产量将保持不低于 5% 左右的增速，到 2013 年，我国原煤年产量将达到 38 亿吨，带来新增煤矿设备投资额持续增长。

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复合增速将达 10%，到 2015 年，新增煤炭机械投资额将达到 300 亿元。

2.3、更新及淘汰落后产煤机械需求

我国中小型煤矿产量占比之和大约在 40% 以上，而中小型煤矿低水平重复建设、盲目发展，违法开采、破坏浪费资源和伤亡事故问题比较严重。国家在《煤炭工业发展“十一五”规划》中明确指出“整合改造中小型煤矿，大力推进中小型煤矿机械化，加快安全、高效大型现代煤矿建设，提高煤炭重大装备研发和制造能力，促进煤炭产业升级”，因此，整顿中小煤矿企业必然提高煤机需求。同时，对于使用煤炭机械的大型煤矿企业，由于煤机使用寿命为 4-5 年，尽管存在超期服役的现象，但是采煤设备的更新改造需求仍将成为煤炭装备制造业的长期刚性需求。

图表 7、2005-2010 年大中小型煤矿产量占比变化

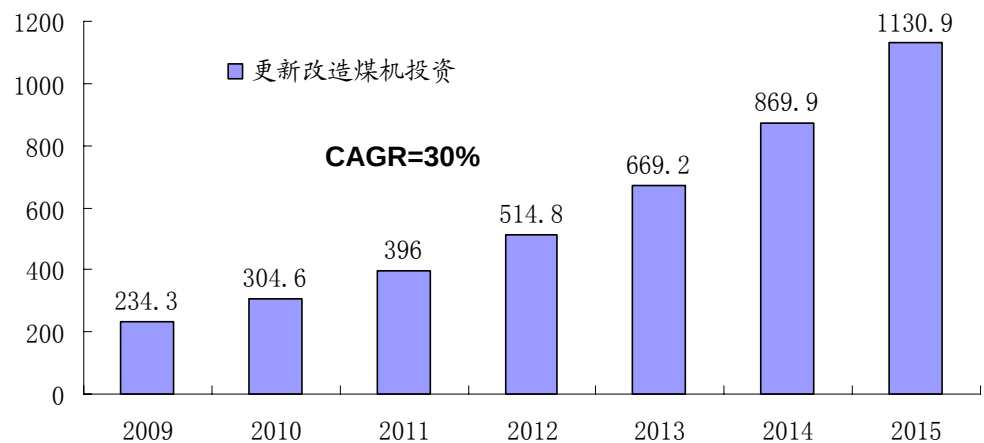


资料来源：招股说明书、中投证券研究所

根

据煤炭机械工业协会的预测，未来 5 年采煤设备更新改造的需求年复合增长率将达到 30%，是拉动煤机行业增长的重要引擎。

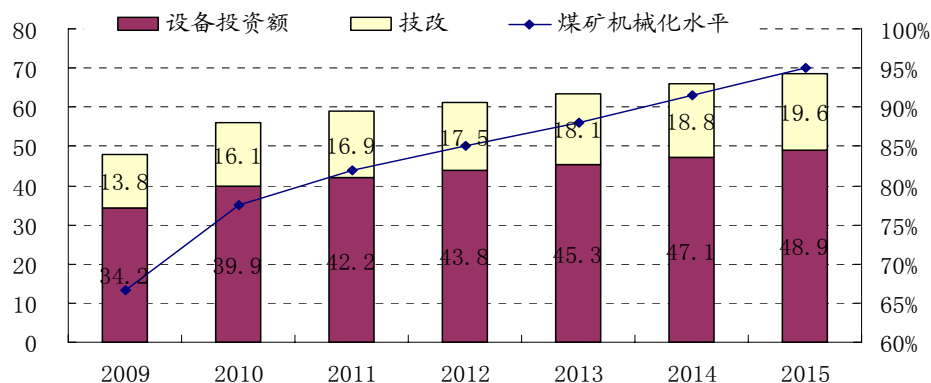
图表 8、2009-2015 年煤炭设备更新改造投资额（单位：亿元）



2.4、国内煤矿机械综采化带来公司发展新机遇

根据煤炭机械工业协会数据，2009 年我国平均只有 66.6% 的机械化水平，而且这个水平包括了高档普采，远低于国际平均水平，和德国 99%、苏联 95%、日本 72% 等发达国家机械化率水平更是相差尚远，未来我国的煤矿机械化率还有很大提升空间。

图表 9、2009-2015 年煤矿机械化率提高带来的煤机需求（单位：亿元）



资料来源：中国煤炭机械工业协会、中投证券研究所

根据煤炭机械工业协会预测，到 2015 年，我国的机械化率水平将从目前 66.6% 的水平提升到 95% 以上，带来的煤机需求（包括技改设备需求）年均复合增速为 6%。

伴随机械化程度提升带来的是综采化率的提升。综合采掘设备，也就是所谓“三机一架”，包括掘进机、采煤机、刮板输送机以及液压支架。工作面综采设备主要指“三机配套”（采煤机、液压支架和刮板输送机）。综采设备采煤效率远高于非综采煤效率，综采工作面也大大超过普采面、高档面以及水采面的效率，代表了采煤方式的主流和未来发展方向，因此，综采化水平也是机械化率提升的重要标志。

我们预计，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%。

3. 郑煤机行业领先，优势明显

郑煤机专注于液压支架这一煤炭机械需求量大的产品，但产品收入达到 45 亿，远远领先于业内其他企业，在这一产品中郑煤机拥有无可比拟的竞争优势。

中煤集团、中煤科工集团，国际煤机等且他国有大型煤机企业虽然总规模虽然总规模超过郑煤机，但是在液压支架这一产品上无法与郑煤机竞争，其他大型集团虽然表面上产品品种多，具有综合优势，但实际基本上是较为分散的联合体，单个煤机企业销售收入、和产品素质都远远落后于郑煤机，在实际产品研发、经营和业务竞标中，郑煤机仍然具有很强的优势。

公司液压支架销售市场占有率达到 30%，而利润达到行业内的 60%，毛利率远高于市场其他企业。

图表 1：六大煤机垄断集团主营业务比较分析

煤机 2009 年收入规 模排名	煤机集团 （业务主 体公司）	主要子公司	主营业务					优势	劣势
			采掘设备		运输设备 （刮板运 输机）	支护设备 （液压支 架）	其它		
			（掘进机）	（采煤机）					
1	中煤集团 （中国煤 矿机械装 备）	北京煤机				√		1、煤机制造 位列全国第 一。实际控 制人中煤 集团煤机 制造位列 全国第一， 实力雄厚， 扶持力度 大； 2、大股东 就是客户。	大型国有 企业机制 不是很灵 活
		张家口煤机			√				
		邯郸煤机				√			
		抚顺煤机	√	√	√		煤矿电机		
		西安煤机	√	√					
		石家庄煤机	√	√					
2	中国煤炭 科工集团 （天地科 技）	宁夏天地奔 牛实业	√					大股东中国 煤炭科工集 团是大型科 技型央企， 秉承煤科总 院良好的研 发底蕴。公 司产品线覆 盖全面，研 发能力领先	各企业分 散，协调性 不强
		宁夏西北煤 矿机械制造	√		√	√			
		常熟天地煤 机装备					煤矿机 电、环保 设备、机 械配套、 五金		
		山西煤机装 备				√	元部件		
		石嘴山市煤 机铁路运输					铁路货运		
		山西天地王 坡煤业					煤炭开采		
3	郑煤机	—			√	√		液压支架领 先优势明显	没有掘进 机和采煤 机
4	三一国际	三一重装	√	√	√	√	√	快速研发能 力，制造、销 售和服务水 平高，具有 民企的灵活 性	成立时间 相对较短， 缺乏足够的 煤机行业 积淀
5	国际煤机	鸡西煤机		√				鸡西与佳木 斯煤机市场 份额高	1、外企存 在文化差 异； 2、大股东 实力一般。
		佳木斯煤机	√						
		淮南长壁			√				
		郑州四维				√			

6	太重集团 (太重煤机)	太矿集团	√	√				1、背靠山西省政府，装备制造能力极强；2、山西煤炭企业参股，拥有良好的客户资源。	正处于整合阶段，煤机业务相对年轻。
		山西煤机			√				
		山西太重煤机成套	√	√	√	√			

资料来源：煤炭机械工业协会、上市公司招股说明书、各公司公开网站、中投证券研究所

图表、2009 年中国煤炭机械工业前 10

序次	企业名称	煤机产品销售收入(千元)
1	郑州煤矿机械集团股份有限公司	4743068
2	三一重型装备有限公司	1901376
3	中煤张家口煤矿机械有限责任公司	1892415
4	中煤北京煤矿机械有限责任公司	1731548
5	长治清华机械厂	1548164
6	平顶山煤矿机械有限责任公司	1533533
7	四川神坤装备股份有限公司	1434101
8	宁夏天地奔牛实业集团有限公司	1330530
9	山东天晟煤矿装备有限公司	1259680
10	山东矿机集团有限公司	1190908

资料来源：煤炭机械工业协会

4、致力于发展高端液压支架，提升产品竞争力

液压支架是综采方式的标志，可以说从高档普采到综采的重要指标就是在煤采工作面上使用了液压支架，综采化率的提升将大大提高液压支架的应用比例。

液压支架大大降低了劳动强度，节省了劳动力，而高端液压支架将液压支架的效率更是提高了一步，有望实现无人化采煤作业。在中国人力成本大幅上升和煤炭安全性要求持续提高的今天，液压支架和高端液压支架的使用范围将越来越广。

公司 10 年高端液压支架的收入已经占到了 30%，11 年公司订单中高端液压支架的比例达到了 50%。公司在国内高端液压支架市场整体的市场占有率也有 50%。这表明，公司在大型煤矿上的竞争力相当强大。高端液压支架的毛利率水平可比低端液压支架提高 10 个百分点。

公司不仅积极发展液压支架，而且也自己发展电液阀，2010 年公司已经销售了 7 套，1000 多架的自产电液阀产品，加强了公司长远的竞争力和盈利能力，为公司未来全面发展高端液压支架打开了良好开端。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	7578	8519	10183	12271	营业收入	6752	8063	10161	12271
现金	4029	4363	4956	5963	营业成本	5085	5785	7255	8751
应收账款	1599	1909	2406	2906	营业税金及附加	33	35	48	57
其它应收款	48	57	72	87	营业费用	132	214	295	356
预付账款	235	268	336	405	管理费用	406	485	611	738
存货	1230	1400	1755	2117	财务费用	5	-71	-77	-93
其他	437	522	658	794	资产减值损失	59	54	54	54
非流动资产	1449	2446	3393	4289	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	33	33	33	投资净收益	9	3	0	0
固定资产	455	1448	2363	3216	营业利润	1042	1565	1976	2410
无形资产	226	283	339	396	营业外收入	30	36	30	30
其他	734	683	657	644	营业外支出	7	3	4	5
资产总计	9027	10965	13576	16561	利润总额	1064	1597	2001	2435
流动负债	3656	4264	5196	6138	所得税	172	257	323	393
短期借款	10	100	100	100	净利润	893	1340	1679	2042
应付账款	946	1077	1350	1628	少数股东损益	10	25	25	34
其他	2700	3087	3746	4410	归属母公司净利润	883	1315	1654	2009
非流动负债	230	221	221	221	EBITDA	1095	1548	2005	2474
长期借款	123	123	123	123	EPS (元)	1.26	1.88	2.36	2.87
其他	107	98	98	98	主要财务比率				
负债合计	3887	4485	5417	6359	会计年度	2010	2011	2012	2013
少数股东权益	145	170	195	228	成长能力				
股本	700	700	700	700	营业收入	30.8	19.4	26.0	20.8
资本公积	2588	2588	2588	2588	营业利润	37.1	50.2	26.3	22.0
留存收益	1707	3022	4676	6685	归属于母公司净利润	40.0	49.0	25.7	21.4
归属母公司股东权益	4995	6310	7964	9973	获利能力				
负债和股东权益	9027	10965	13576	16561	毛利率	24.7	28.2	28.6	28.7
现金流量表					净利率	13.1	16.3	16.3	16.4
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	17.7	20.8	20.8	20.1
经营活动现金流	860	1232	1577	1975	ROIC	70.5	53.9	46.9	43.9
净利润	893	1340	1679	2042	偿债能力				
折旧摊销	48	54	106	157	资产负债率	43.1	40.9	39.9	38.4
财务费用	5	-71	-77	-93	净负债比率	4.71	6.09	5.04	4.29
投资损失	-9	-3	0	0	流动比率	2.07	2.00	1.96	2.00
营运资金变动	-127	-120	-189	-190	速动比率	1.73	1.67	1.62	1.65
其它	51	32	59	59	营运能力				
投资活动现金流	-546	-1058	-1061	-1061	总资产周转率	0.98	0.81	0.83	0.81
资本支出	557	1000	1000	1000	应收账款周转率	5	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.45	5.72	5.98	5.88
其他	11	-58	-61	-61	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2316	161	77	93	每股收益(最新摊薄)	1.26	1.88	2.36	2.87
短期借款	-90	90	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.76	2.25	2.82
长期借款	-150	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.14	9.01	11.38	14.25
普通股增加	140	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2560	0	0	0	P/E	34.32	23.03	18.31	15.08
其他	-145	71	77	93	P/B	6.06	4.80	3.80	3.04
现金净增加额	2629	334	593	1006	EV/EBITDA	24	17	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434