

内外需求双引擎，五年或成世界巨头

研究结论

- 国内井下开采技术世界领先，公司将受益于未来海外能源投资的黄金十年。我国露天开采占比不到 10%，其他主要国家均在 60% 以上；过去五年因机械化率的提高，井下开采效率大幅提升，综采设备技术储备雄厚，龙头企业盈利能力、收入规模均成为高端装备制造业的标杆。卡特彼勒收购郑州四维完善产品线，侧面证明了液压支架在世界范围内的技术领先。值得注意的是，近年来公司在海外市场建立了一定的客户基础和品牌形象，作为液压支架的行业龙头，将在未来十年海外能源投资中充分受益。
- 预计未来三年液压支架需求增速有望超过 24%，新一轮资源整合促使内需旺盛。研究发现煤机行业景气度与原煤产量、机械化率提升等因素高度相关。“十二五”期间我国能源消费总量将增加 8 亿至 10 亿吨标准煤，年均增长 4.8% 至 5.5%，到 2015 年能源消费总量达 41 亿至 42.5 亿吨标准煤。我们预计 2015 年液压支架需求将达 458 亿元，2010—2015 年年均增速有望超过 24%，高出行业增速两个百分比。持续三年的山西煤炭资源未完待续，内蒙古、陕西、贵州等省份在 6 月底前均已向发改委上报新一轮煤炭资源整合方案，我们判断煤炭资源整合仍将是“十二五”期间煤机需求的主推力。
- 高端支架产能明年爆量，盈利能力后年跃升一级。公司新基地 8 月已投产，明年有望陆续达产，公司追加投资 4 亿拟建立柱千斤顶生产线、自动化结构件焊接机器人生产线也将在明后两年陆续提高产能。我们判断公司支架产能 2014 年能够达到峰值即 80 万吨，考虑到对市场的冲击，我们测算 2014 年单业务收入有望达到 67 亿元。盈利能力上，公司高端产品占比的不断提升和明年底液压控制系统的自给都将稳步提升产品毛利，其中液压部件和关键外购件占比超过产品成本的 14%。我们认为产能释放叠加毛利率的稳步攀升将是公司业绩成长的主要引擎。
- 预计刮板输送机 2014 年产值有望突破 10 亿元，洗选设备成为下一个增长极。与液压支架匹配性要求最高的刮板输送机是公司成为综采设备制造企业的突破口。经过三年的市场开拓期和产品考验期，我们预计未来三年年均增速有望超过 30%，2014 年产值接近 10 亿元。公司网站披露洗选设备生产制造基地正在进行，公司公告使用超募资金 1.2 亿元购得工业用地，我们认为多元化拓展是公司新基地建设的目的，也将是重要亮点。
- 盈利预测与投资评级。我们分析认为公司是高端装备中的典型代表，也是“十二五”期间机械制造中强劲需求最为确定的子行业。我们预测公司 2011—2013 年 EPS 分别为 1.57、1.98 和 2.40；给予 2012 年 15 倍 PE 的相对估值；对应目标价为 29.7 元，首次给予公司增持评级。
- 风险提示：高新技术企业资质更新带来的税率变动风险；公司业绩与行业供需平衡高度敏感带来的风险。保守经营带来的市占率下行风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周凤武

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511100001

联系人

胡耀文

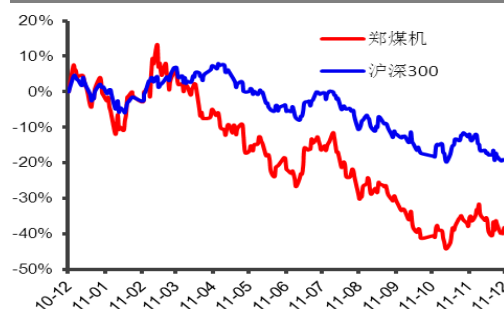
8621-63325888 × 6103

huyaowen@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 12 月 09 日)	26.13 元
目标价格	29.70 元
总股本/A 股 (百万股)	414/ 700
A 股市值 (亿元)	182.91
国家/地区	中国
行业	专用设备
报告发布日期	2011 年 12 月 12 日

股价表现



重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,752	7,459	9,195	10,383
同比 (%)	31%	10%	23%	13%
归母公司净利	883	1,101	1,384	1,677
同比 (%)	40%	25%	26%	21%
毛利率 (%)	24.7%	25.2%	25.8%	26.9%
ROE (%)	17.7%	18.1%	18.5%	18.3%
每股收益 (元)	1.26	1.57	1.98	2.40
P/E (倍)	20.24	16.22	12.91	10.65
P/B (倍)	3.58	2.39	1.95	1.60
EV/EBITDA	13	11	8	7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

预计未来五年液压支架行业增速有望超 24%.....	4
未来五年煤炭需求增速至少 4.8%，基数增加提高煤机需求弹性.....	4
新一轮区域资源整合稳固旺盛内需	4
井下开采工艺世界领先，行业集中度有望进一步提升	6
资源结构奠定我国煤机技术优势	6
客户粘性及技术沉淀成为行业进入壁垒	6
卡特彼勒收购年代煤机，弥补井下开采技术	7
高端支架产能明年爆量，盈利能力后年跃升一级.....	8
新老区叠加创造 70 万吨液压支架生产能力.....	8
定制化服务、产业集群的建立成为核心竞争力.....	9
电控系统自制成为业绩二级推动力	10
跨越式发展点一：刮板运输机及转载机	11
跨越式发展点二：洗选设备可能成为下一个突破口	11
海外扩张或成就高端制造标杆.....	11
海外市场具有明显的品牌优势和客户渠道.....	11
海外能源投资黄金二十年造就世界煤机新巨头.....	12
能源共同发展初建，深入合作一触即发	12
未来两年高增长确定，估值中枢有望同时上移。	13
产能释放叠加产品结构不断优化提升盈利水平.....	13
长期价值低估，配置优良品种.....	15
风险提示：	16
税收优惠政策审批带来的不确定性	16
单合同盈利水平下滑的风险	16
保守经营带来市场份额下降的风险	16

图表目录

图一：煤炭机械产值及需求预测	4
表一：煤炭行业整合相关政策	5
表二：煤炭行业整合进度	5
图二：我国的开采结构与世界各国比较，采掘单位矿井死亡率	6
图三：液压支架细分行业市场份额走势	7
图四：年代煤机（郑州四维）销售数据走势	7
图五：比塞洛斯（美）销售数据走势	8
表三：最近两年煤机行业整合情况汇总	8
图六：公司液压支架产能走势	9
表四：前五大客户占支架产品销售的比例	9
图七：公司研发费用历年走势	10
表五：关键外协件占比	11
图八：2010 年世界主要国家煤炭探明储量	12
表六：中俄煤炭资源合作框架	12
表七：今年来我国煤机出口成果	13
图九：液压支架产值及需求预测	14
表八：液压支架产值及需求预测	14
表九：高端装备制造可比公司	15
附图：相关上市公司近期资金流向	18

预计未来五年液压支架行业增速有望超 24%

未来五年煤炭需求增速至少 4.8%，基数增加提高煤机需求弹性

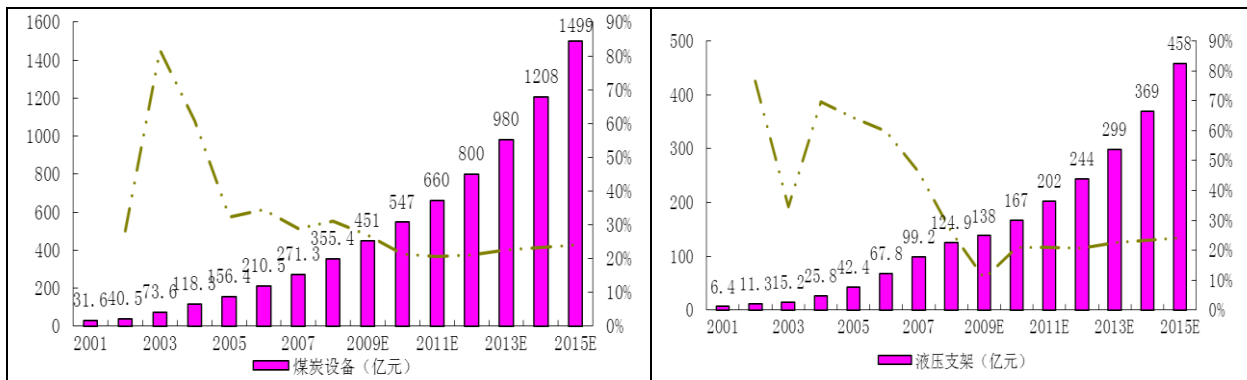
《中国能源发展报告（2011）》预计，“十二五”期间我国能源消费总量将增加 8 亿至 10 亿吨标准煤，年均增长 4.8%至 5.5%，到 2015 年能源消费总量达 41 亿至 42.5 亿吨标准煤。

报告预测了“十二五”期间我国能源需求可能出现的两种情形：在低排放情形下，如加快转变经济发展方式，加大节能减排力度，能源需求的增速会出现明显下降，“十二五”能源消费总量可以控制在 41 亿吨标准煤以下。在高排放情况下，如“十二五”期间各地仍追求经济的高速增长，加大投资力度，加快推进工业化与城市化，能源需求仍将保持较高增速。能源消费总量将从 2010 年的 32.5 亿吨标准煤增加到 2015 年的 42.5 亿吨标准煤，年均增长 5.5%。

煤矿产量稳步提升，煤机景气周期依旧。我国煤机产品设计寿命一般为 5 年，设备使用达到设计寿命或是老化将产生设备更新的需求。因此，设备更新需求主要取决于 5 年前的设备投资额，根据中国煤炭机械工业协会的统计，2003 年至 2007 年煤炭行业固定资产投资达到 5,000 亿元以上，带来今后几年大量的设备更新需求。

液压支架不仅在煤机市场中占比最大，市场容量超过行业的一半，也是煤机设备中的易耗件，平均使用年限为 5—8 年，大修期在三年左右。更加值得注意的是：随着高端煤炭综采机械设备需求的逐年增长，液压支架占综采设备比重还将逐步上升。根据中国煤炭机械行业协会预测，2015 年液压支架的市场需求将达到 458 亿元，年均增速超过 24%，比行业平均高出两个百分点。

图一：煤炭机械产值及需求预测



资料来源：煤炭机械行业协会、东方证券研究所

新一轮区域资源整合稳固旺盛内需

政策高度重视资源整合与矿山机械化

煤机行业动态主要依赖下游煤炭开采业的持续投资，“十一五”期间迎来跨越式发展并在矿井自动化开采中取得重要突破。从行业中的集中度和盈利能力分析煤炭开采的整合哺育了一批中小煤机企业的高成长期。

表一：煤炭行业整合相关政策

政策	时间	主要内容
关于“十二五”期间进一步推进煤炭行业淘汰落后产能工作的通知	2011. 10	“十二五”期间全国煤炭行业将淘汰落后产能 9718 万吨，2917 处小煤矿退出市场，小煤矿数量降至 7000 处以内，采煤机械化程度达到 55% 以上，掘进机械化程度达到 80% 以上。
煤炭“十二五”规划	规划中	形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业；将煤矿企业的数量控制在 4000 家；煤企的平均机械化程度达到 75% 以上。

资料来源：煤炭资源网；东方证券研究所

新一轮煤炭行业整合启动，未来三年刚需强劲

2011 年，山东六大煤炭公司合并组建山东能源集团，正式迈向大煤炭集团。国家发改委要求各地在 6 月底前上报煤炭资源整合方案，除了山西、河南、山东，内蒙古、陕西、贵州等省份也在积极推动资源整合。

内蒙古在 2005 年就已经推动一轮煤炭行业整合，2011 年 3 月 15 日，内蒙古自治区政府下发了关于《内蒙古自治区煤炭企业兼并重组工作方案》启动了第二轮煤炭整合，力争在 2012 年底前，使年生产规模在 45 万吨以下的煤矿全部退出市场，到 2013 年底全自治区的地方煤炭生产企业数量要控制在 80 户至 100 户，生产规模在 120 万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。资源回收率由 2005 年的不足 20% 提高到 60%，机械化生产水平提升到 90% 以上；

贵州省煤矿企业兼并重组工作于 2011 年 5 月正式启动，目标是形成一个年生产能力 5000 万吨特大型煤炭旗舰企业集团，2 个年生产能力 3000 万吨级以上的大型煤炭企业集团，3 个年生产能力 1000 万吨级以上，10 个产量 500 万吨级以上的煤炭企业集团，使年产量 500 万吨级以上的煤炭企业集团控股生产的煤炭产量达到全省煤炭总产量的 60% 以上。

陕西省也在今年加大了煤炭整合力度，要求在今年 6 月底前把全省煤炭开采企业控制到 120 家以内。新一轮煤炭行业整合将促进我国煤炭行业机械化进程，今年 6 月开始我国煤炭行业固定资产投资加速，煤机行业的需求依然旺盛。

另外，2011 年 11 月 1 日，新修改的《中华人民共和国资源税暂行条例》正式实施，把焦煤从煤炭中单列出来，税率提高到到每吨 8—20 元，包括动力煤等其他煤炭品种税率保持原先水平每吨 0.3-5 元，优于预期，对煤炭行业的影响不大，也不会对煤机行业的需求造成影响。

表二：煤炭行业整合进度

省份	时间	煤炭行业整合进度
山东	2011 年 3 月	新汶矿业集团、枣庄矿业集团、淄博矿业集团、肥城矿业集团、临沂矿业集团、龙口矿业集团 6 家省属煤炭企业重组成立山东能源集团有限公司。保留兖矿集团
陕西	2011 年 2 月	省煤炭生产安全工作会议提出，6 月底以前，将通过资源整合和兼并重组，使煤矿开采主体企业减少到 120 家以内，煤矿数量减少到 400 处左右。

内蒙古	2011 年 3 月	出台《内蒙古自治区煤炭企业兼并重组工作方案》启动了第二轮煤炭整合，力争在 2012 年底前，使年生产规模在 45 万吨以下的煤矿全部退出市场，到 2013 年底全自治区的地方煤炭生产企业数量要控制在 80 户至 100 户，生产规模在 120 万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。资源回收率由 2005 年的不足 20% 提高到 60%，机械化生产水平提升到 90% 以上；
贵州	2011 年 5 月	煤矿企业兼并重组正式启动，目标是形成一个年生产能力 5000 万吨特大型煤炭旗舰企业集团，2 个年生产能力 3000 万吨级以上的大型煤炭企业集团，3 个年生产能力 1000 万吨级以上，10 个产量 500 万吨级以上的煤炭企业集团，使年产量 500 万吨级以上的煤炭企业集团控股生产的煤炭产量达到全省煤炭总产量的 60% 以上。

资料来源：煤炭资源网；东方证券研究所

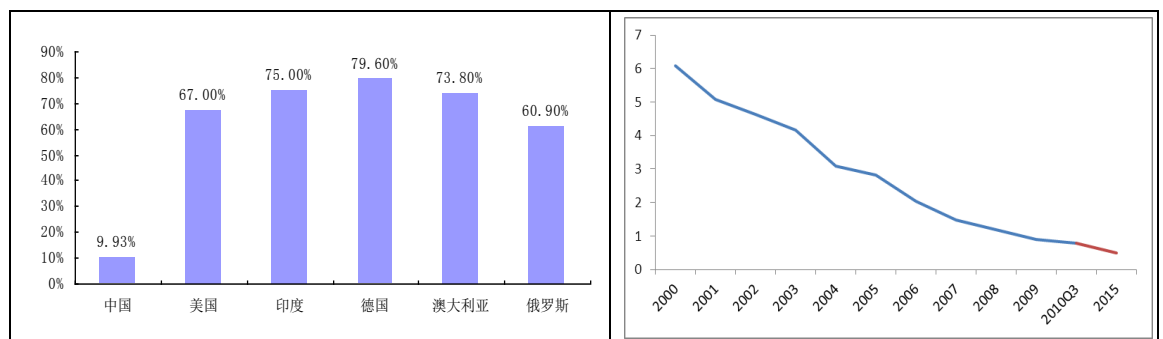
井下开采工艺世界领先，行业集中度有望进一步提升

资源结构奠定我国煤机技术优势

伴随着矿井自动化率的提升，过去十年我国单位产量矿井死亡率直线下降。到 2015 年，这一矿井开采的量化指标将下降到 0.5 以内。

与世界其他主要产煤国相比，我国主要的煤矿集中于地下开采，目前露天煤矿开采率仅为 9.9%。针对市场不同决定了我国煤机企业在井下综采设备具备相当的技术优势。

图二：我国的开采结构与世界各国比较，采掘单位矿井死亡率



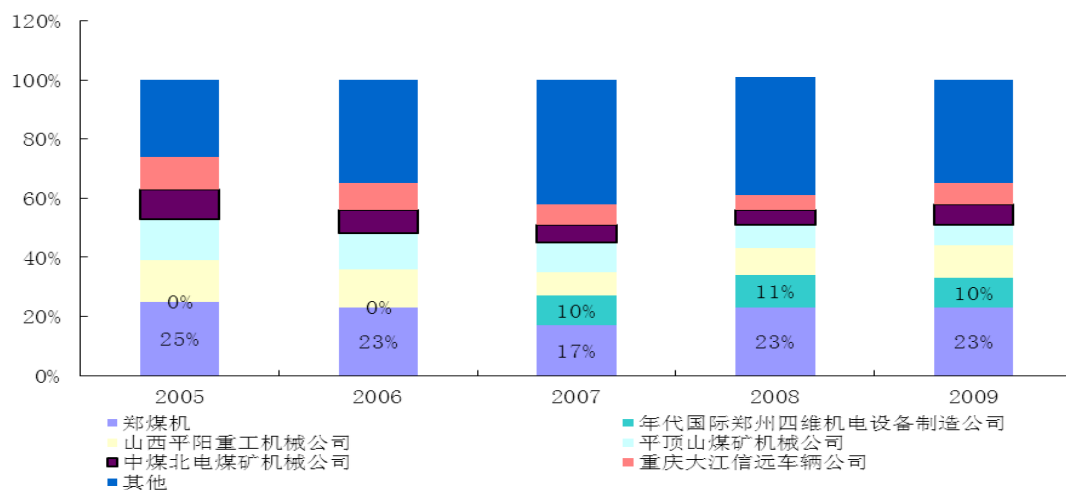
注：中国为 2010 年数据；美国为 2004 年数据；其他为 1996 年数据

资料来源：煤炭机械行业协会、中国安全生产网；东方证券研究所

客户粘性及技术沉淀成为行业进入壁垒

液压支架属煤机装备中定制化程度较高的设备，在选材和设计研发中对煤质条件、分布情况，矿场地理结构等因素都有定制化的要求。下游客户对产品的可靠性要求相对较高，行业竞争格局不易被打破。

图三：液压支架细分行业市场份额走势

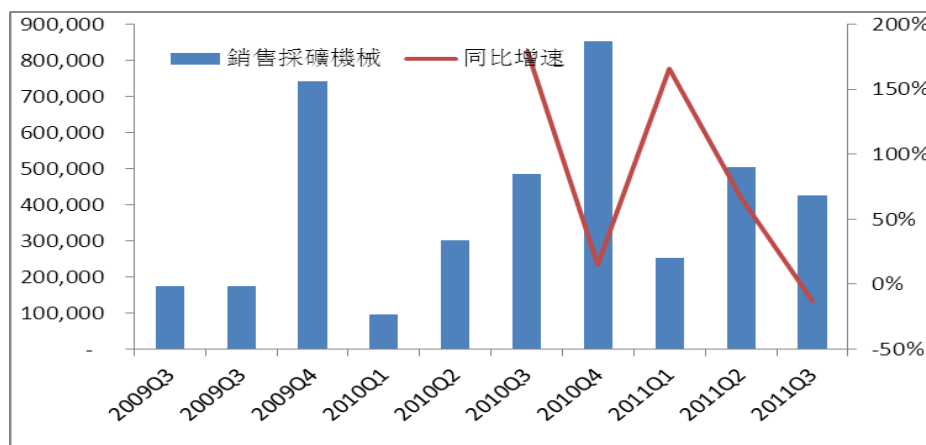


资料来源：煤炭机械行业协会、东方证券研究所

卡特彼勒收购年代煤机，弥补井下开采技术

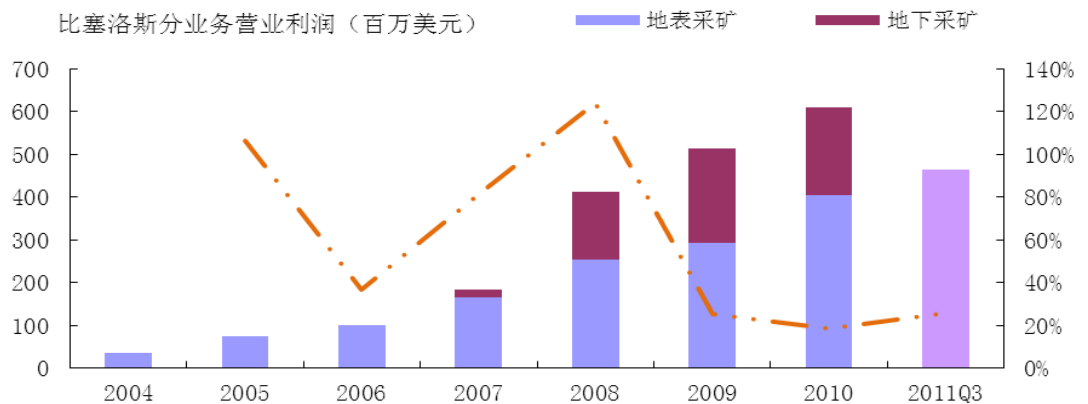
郑煤四维作为年代煤机的主要资产，2009 年以来在行业带动下发展速度非常可观。卡特彼勒在收购了比塞洛斯后，为了弥补在液压支架的短板以 30% 的高溢价收购了这家成长中的液压支架制造商。

图四：年代煤机（郑州四维）销售数据走势



资料来源：彭博咨询、东方证券研究所

比塞洛斯是美国矿山机械最大的制造商之一，在露天矿山机械具有强大的销售半径和技术优势。而井下矿山机械的发展却未能获得如此巨大的优势，这次的收购将很大程度上获得技术的储备和中国的渠道资源。

图五：比塞洛斯（美）销售数据走势


资料来源：彭博咨询、东方证券研究所

从收购溢价和相对市盈率来看，此次卡特彼勒收购年代煤矿机电的成本更高，显示出了卡特彼勒对于亚洲包括中国煤机市场前景的信心。卡特彼勒负责全球采矿业务的集团总裁 Steve Wunning 认为此次策略性并购是基于公司对未来 25—30 年矿业发展的判断，并指出中国煤炭消费占全球 40%，地下采煤业占全球的 70%，收购年代煤机后，公司未来会以中国业务为发展重点。

表三：最近两年煤机行业整合情况汇总

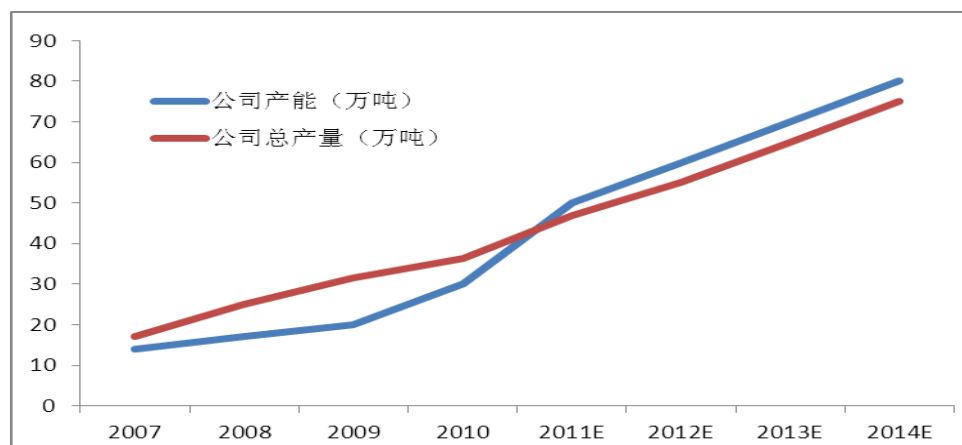
日期	被收购标的	收购标的主营业务	收购方	收购方式	收购溢价
2010-7-15	青岛天迅	煤机电控系统	国际煤机	现金收购 (5.4 亿人民币)	
2010-11-12	比塞洛斯	露天及井工开采设备设计和制造	卡特彼勒	现金收购	31.29%
2011-1-26	新疆煤矿机械有限责任公司	煤矿胶带输送机、钻机、刮板运输机等	盛运股份	现金收购 (1.02 亿人民币)	
2011-7-15	国际煤机	掘进机、输送机、刮板输送机	久益环球	现金收购	30%
2011-11-10	年代煤矿机电	煤矿液压支架	卡特彼勒	现金收购	33%

资料来源：互联网、彭博咨询、东方证券研究所

高端支架产能明年爆量，盈利能力后年跃升一级

新老区叠加创造 70 万吨液压支架生产能力

公司拟投资 15 亿元，在郑州市经济技术开发区建设占地面积 560 亩、建筑面积 23 万平方米的高端液压支架生产基地易于今年 8 月正式投产，预计 2012 年达产，达产后可年产各类中高端液压支架 6200 架（以高端液压支架为主）。

图六：公司液压支架产能走势


资料来源：公司公告、东方证券研究所

定制化服务、产业集群的建立成为核心竞争力

● 客户粘性：

在国内有稳定的客户基础，主要分布在山西、河南、山东、内蒙、宁夏、新疆、安徽、贵州、陕西、河北、东北等煤炭储量丰富、煤矿集中的区域。公司与**神华集团、晋城煤业集团、淮南矿业集团**等主要客户建立了良好的合作关系，既有客户的产品忠诚度较高。公司重点开发神东、陕北、黄陇、晋北、晋中、晋东、蒙东、宁东等 8 个大型煤炭基地，以神华集团旗下公司为高端产品应用示范点，准确把握订货预期，控制高端产品份额。

机制灵活加深和客户合作，订单毛利率将有效维稳。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，发行人计划投资控股淮南舜立机械有限责任公司。初定重组后的淮南舜立注册资本拟为 12,000 万元，其中本公司首次出资 6,120 万元，占股权比例的 51%，剩余的 2,040 万元在两年内到位，最终持股比例达到 68%。

表四：前五大客户占支架产品销售的比例

客户排名	2007	2008	2009	2010	2011H
第一名	42.31%	36.83%	24.27%	9.83%	33.61%
第二名	21.37%	15.81%	9.75%	9.21%	9.41%
第三名	4.92%	3.03%	8.43%	7.99%	4.93%
第四名	3.49%	2.73%	6.80%	4.97%	3.92%
第五名	3.30%	2.21%	2.98%	4.69%	3.70%
前五加总	75.39%	60.61%	52.23%	36.69%	55.57%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

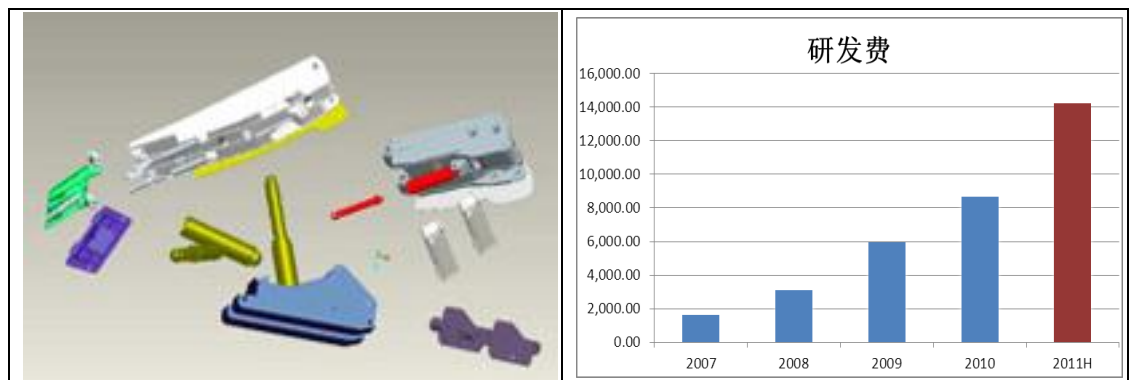
● 专业性：

技术中心有行业内水平领先的设计研究院。设计研究院采用 Pro/E、UG 等大型软件及自主开发的液压支架专用软件进行设计计算和分析。企业现有 8000kN、10000kN 和目前国内最大的 30000kN 液压支架整架试验台各一台，通过对现有试验台的设计、制造和使用，积累了一定的经验，具备了重型液压支架测试中心的研制能力。拥有国内外煤炭行业仅有的 50MPa-500L/min 液压支架阀综合性能试验台以及国内领先的外加载油缸试验台；技术中心拥有科研、中试面积 9000 m²，中心现有培训基地 1000m²，中试基地 3000 m²，科研仪器设备原值 6950 万元。

多项国家重要基金扶持，强势出击行业展会牢固品牌形象。郑煤机集团公司向国家发改委申报技术中心创新能力建设项目总投资 4300 万元，实施年限为一年半，项目获得国家批复资金 500 万元，目前已在实施。在北京展会上，世界第一高 ZY16800/32/70D 型液压支架是公司最新研发的强大力采高可靠两柱掩护式支架，采用电液自动化控制，最大高度 7 米，工作阻力 16800KN，是目前世界上高度最高、工作阻力最大的液压支架，可与国内、外各种大型的刮板输送机、采煤机相配套，实现工作面综合机械化采煤的自动化控制，工作面设计年产原煤 1300~1500 万吨；本支架在研制中遵照“设计最科学、工艺最先进、制造最精良、检验最精确”的标准，代表当前世界最先进水平。

公司持续的研发投入，将打造世界煤炭机械龙头为目标。在延伸整条产业链的同时也将有机会成为高新技术企业享受国家税收优惠政策，成为我国高端装备制造的标杆。

图七：公司研发费用历年走势



资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 原材料优势：

钢材是公司产品的主要原材料，营业成本中钢材占比达 60%以上。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。公司的年钢材采购量高达 30 万吨以上，庞大而稳定的钢材需求量，使本公司成为多家大型钢铁企业的重点客户，能够以最快捷的速度掌握钢材价格信息，一方面保证了钢材紧张时期的供应，另一方面保持了采购价格的最优化。其次，本公司依据独有的技术优势与钢铁企业合作开发适用于高端液压支架的特殊钢材，实现特殊材料价格的最低化。除此之外，领先于竞争对手的规模降低了单位固定成本，也使本公司在研发、销售等方面的投入更具价值。

电控系统自制成为业绩二级推动力

电液控制系统和电液换向阀主要依靠进口，且部分为客户指定品牌，基本上以向生产厂商直接采购为主。此外，根据客户需要，还使用部分进口推移千斤顶、密封件、高压过滤站和胶管及附件，这些产品配套件也以向生产厂商采购为主，个别产品向代理商采购。进口件的市场化程度较高，供应有可靠保障。

公司研制的七米支架的不仅在支架产品中，“身高”是第一，同时它还配备拥有完全自主知识产权的电液控制系统、又有液压系统的血液检测仪。从“中国制造”到“中国创造”，郑煤机集团依托自主创新的力量不断领跑煤机行业，从“中国第一架”到“世界第一高”。

值得注意的是，国内市场电液控制系统仍处于进口产品主导地位。早在两年前德国玛珂系统分析与开发有限公司，将其持有的天地玛珂的全部 24%股权转让给天玛公司的另外两家股东，天地科技在电液控制系统市场的垄断地位就此终结。

公司电液控制系统的自给和千斤顶生产线的投产将明显提高公司支架产品的毛利率。2012 年度底，公司的第二大募投项目高端液压支架的关键电液控制系统也将形成量产能力。2013 年，伴随着自给率的提升，公司核心产品液压支架的毛利率将有显著提升。公司追加投资高效的立柱千斤顶生产线将进一步提高公司关键零部件的生产能力。我们认为即使公司产能释放带来产品定价的压力，关键零部件的自给将完全掩盖此种负面作用。我们判断公司支架产品的附加值未来将稳步提高。

表五：关键外协件占比

	2007	2008	2009
液压部件	10890	18157	25257
占支架产品比重	5.45%	5.97%	6.22%
其他辅助材料	19664	29384	38100
占支架产品比重	9.84%	9.67%	9.38%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

跨越式发展点一：刮板运输机及转载机

公司在产业链延伸上获得了重大突破。轻型、中型、重型和超重型各系列的刮板输送机、顺槽用刮板转载机、顺槽用破碎机、转载机迈步自移和皮带机自移系统。由我公司研制的 SGZ630、SGZ764、SGZ800、SGZ1000、SZZ1200 系列综采成套设备已陆续在河南义马、焦作、驻马店、山西朔州、新疆焦煤、宁煤集团等地投入使用。用户普遍反映我公司刮板输送机成套设备运行可靠平稳、故障率小、质量信得过。公司正在为印度生产制造一套成套综采设备，成功打开了国际市场。

跨越式发展点二：洗选设备可能成为下一个突破口

根据公司网站披露：郑煤机新区大型洗选成套关键装备建设项目围墙工程正在竞标，不久之前公司公告以 1.2 亿元人民币购置工业用地。我们期待公司的洗选设备基地建设也正在如火如荼的建设中，未来洗选成套设备将成为公司业绩又一股强劲的推动力。

海外扩张或成就高端制造标杆

海外市场具有明显的品牌优势和客户渠道

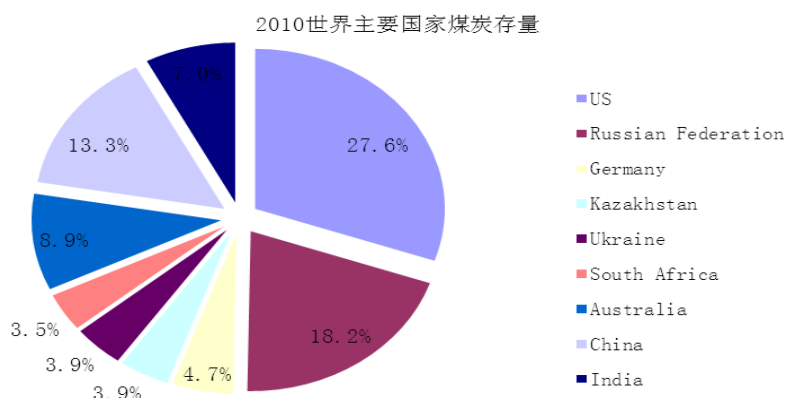
2011 年 10 月 4 日，郑州煤矿机械集团股份公司与俄罗斯斯达克封闭式股份有限公司签订了第二套液压支架供货合同。合同的使用方为俄罗斯南库兹巴斯股份有限公司“西铂金”矿。合同内容包括 142 台 ZY9000/21/43 中间架，4 台 ZYG9000/21/43 过渡架，4 台 ZYT10900/21/43 端头架。

2010 年 12 月 18 日，集团公司曾与南库兹巴斯股份公司签订 ZP-005 号液压支架供货合同。现设备已到达俄罗斯矿方场地，目前我方相关人员正在矿方进行售后服务工作。本次合同是我公司与南库兹巴斯公司的第二次合作，意味着郑煤机集团的液压支架设备得到了俄罗斯客户的极大肯定和认可，标志着郑煤机集团在俄罗斯市场上的逐步稳定和发展。本次合同是公司自 2005 年以来向俄罗斯出口的第七套液压支架煤炭机械设备。这预示着郑煤机品牌在国际市场的品牌影响力在进一步扩大。

海外能源投资黄金二十年造就世界煤机新巨头

中国的煤炭资源虽然丰富，但与消费量相比缺口十分明显。未来资源的海外采购将是海外投资的主体。未来 10-20 年，中国海外资源投资呈爆发式增长是大概率事件。

图八：2010 年世界主要国家煤炭探明储量



资料来源：BP 网站、东方证券研究所

能源共同发展初建，深入合作一触即发

中俄能源领域合作一直是世界关注的焦点，随着两国互信的不断深入将直接促进两国的能源合作。目前两国的能源合作规划已经初步建立，我们认为未来十年煤炭资源利用的合作有望成为中俄关系新的乐章。

表六：中俄煤炭资源合作框架

时间	重要事件	主要内容
2010-9-27	煤炭领域合作谅解备忘录的议定书	未来 25 年的前 5 年，中国将从俄罗斯至少每年进口 1500 万吨煤炭，而后 20 年，进口煤炭量将会增加至至少 2000 万吨。为了实现两国长期合作，中国将为俄罗斯提供总共 60 亿美元的贷款，帮助俄罗斯发展远东地区矿产资源开采项目，修建铁路，公路等煤炭运输通道，购买矿产挖掘设备等；在探矿、选矿及基础设施建设领域，俄方将同中国神华集团合作。；同时俄罗斯将从中国进口煤矿机械。中俄将建立合资公司，共同开发俄罗斯阿穆尔河（黑龙江）地区的煤炭资源。

2011-5-31	中俄能源谈判代表第七次会晤	在煤炭领域，双方决定实施 2010 年 9 月 27 日煤炭领域合作谅解备忘录的议定书所确定的合作项目。神华集团公司与俄有关企业在开发奥格贾煤田、雅库特煤田和建立煤制油合资企业的合作取得新的进展；
-----------	---------------	--

资料来源：俄罗斯能源部网站、东方证券研究所

郑煤机在近年来的出口市场中表现活跃，成为我国矿山机械海外开拓的中坚力量。由于矿山机械属于工业资本品，其后续服务的需求较高。我们认为大规模的出口将需建设强大的后台支持，未来煤机的“走出去”进程将明显提速，而郑煤机有望成为其中的领军企业。

表七：今年来我国煤机出口成果

时间	出口方	进口方	产品
2005 年 10 月	郑煤机	俄罗斯别龙有限公司	掩护式液压支架
2006 年 9 月	中国煤炭海外开发公司	俄罗斯南库兹巴斯煤炭公司	放顶煤“三机成套”重型煤矿机械设备
2009 年 1 月	太重山西煤机公司	俄罗斯西伯利亚工商联盟公司	综采成套设备（即 SGZ730/320 型前部刮板输送机、后部刮板输送机、桥式转型机、锤式破碎机及皮带机自移机尾）
2009 年 9 月	三一重装	SUEK	EBZ160C 掘进机
2010 年 10 月	太重集团	俄罗斯库斯巴斯煤业有限公司	35 立方米大型矿用挖掘机
2010 年 11 月	国际煤机	俄罗斯 GorTech 公司	EBZ150C 掘进机
2010 年 6 月	郑煤机	集团同俄罗斯西伯利亚工商联盟煤业股份有限公司	签订煤炭综采装备的合约
2011 年 4 月	张煤机	俄罗斯别龙有限公司	SGZ764/630 型大倾角综采输送机

资料来源：互联网、东方证券研究所

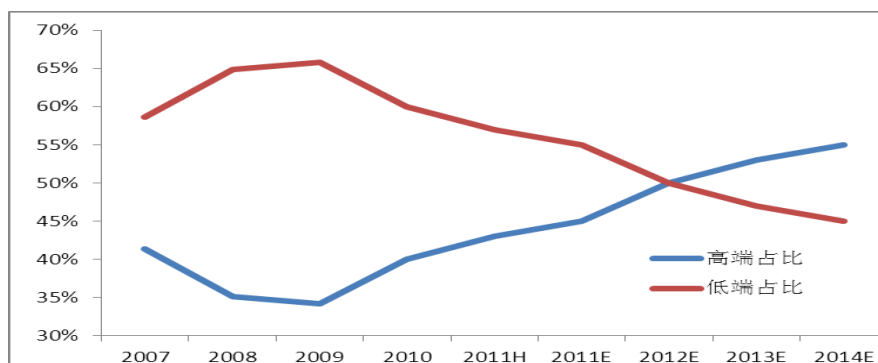
未来两年高增长确定，估值中枢有望同时上移。

产能释放叠加产品结构不断优化提升盈利水平

➤ 支架产品：

贡献利润的主打产品，我们预测基于公司募投产能的释放和、产品单位价格和产品结构的判断。我们对 2011-2013 年的单价预测分别为 11000、12000 和 11000 元/万吨；未来将密切关注公司披露的单个合同情况进行调节。

产品毛利率从历史上有稳步提升，主要因为高端产品的占比的不断提高。我们认为随着产量达到 60 万吨以上，公司需要牺牲产品价格而换取市场份额的突破。我们判断单产品销售巅峰将出现在 2013 年。

图九：液压支架产值及需求预测


*高端是 6.3 及以上的液压支架

资料来源：公司公告、东方证券研究所

- **钢材**：钢材业务是公司 2008 年开始的贸易业务；主要目标是出于供应链管理的目标。这也是公司与钢铁企业共同研发、战略合作的产物。该产品的预测主要根据公司产能释放速率。由于钢材价格的波动存在较多的不确定性，毛利率以历史低值作为标准。
- **其他**：其他业务包括公司供应的零部件和后续服务收入，我们预计煤机大规模的零部件需求将在 2013 左右爆发。
- **外协件**：公司加工能力出众，尤其是新产业基地建成后在多个加工工艺环节中存在多余的加工能力，公司超募资金追加投资的千斤顶和其他液压件项目将有部分转为外协件的产能，我们预计未来三年能够保持 30%以上的增速。
- **煤机设备**：刮板运输机是公司市场开拓的重点，由于刮板机与液压支架的匹配性要求最高。我们预计经过三年的客户培育期和产品考验期，未来形成 30%左右的年均增速将是大概率事件。2014 年，该业务有望达到 10 亿产值。

表八：液压支架产值及需求预测

	2010	2011H	2011	2012	2013	2014
支架产品	459,339	270,089	517,000	660,000	715,000	675,000
毛利率	30.26%	35.41%	33.00%	32.50%	35.50%	33.00%
同比增速	13.06%	N/A	12.55%	27.66%	8.33%	-5.59%
钢材	97,700	52,413	120,550	141,069	166,718	192,367
毛利率	3.43%	2.68%	2.10%	4.00%	3.00%	3.00%
同比增速	138.59%	N/A	23.39%	17.02%	18.18%	15.38%
其他	25,859	11,119	22,238	22,238	28,910	37,582
毛利率	18.62%	22.22%	20.00%	22.00%	22.00%	22.00%
同比增速	-53.90%	N/A	-14.00%	0.00%	30.00%	30.00%
外协件	19,072	9,493	20,885	27,151	35,296	45,885
毛利率	28.96%	26.72%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%
同比增速	96.10%	N/A	9.51%	30.00%	30.00%	30.00%

煤机设备	5,251	1,294	3,883	7,767	31,066	93,198
毛利率	19.03%	39.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
同比增速	75.85%	N/A	-26.05%	100.00%	300.00%	200.00%
其他业务收入	67,990	30,659	61,318	61,318	61,318	61,318
毛利率	19.15%	17.41%	9.15%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

长期价值低估，配置优良品种

行业层面：煤炭资源整合和煤炭需求的不断增加，我们认为未来三年煤机行业需求还将保持旺盛。液压支架不仅是行业中市场容量最大，也是装备升级弹性最大的易耗件，市场容量增速有望保持在 24% 以上。更值得注意的是：我国在煤机制造尤其是液压支架上产品世界领先，未来海外扩张前景广阔。未来十年是海外资源投资的黄金期，煤机龙头成为世界级制造航母是大概率事件

公司层面：公司大客户渠道稳定，核心竞争优势突出，液压支架产能逐步释放有着强劲的市场需求。伴随着产品结构的不断优化，收入规模和盈利能力高成长确定性高。公司产品多元化进程是未来的几大看点，海外市场的品牌优势和客户渠道将成就郑煤机世界煤机龙头的目标。

我们认为公司是高端装备中的典型代表，也是其中未来三年强劲需求最为确定的子行业。但公司目前的对应 2012 年的市盈率为 11.81 倍，明显低于可比公司的平均水平 14.76 倍。根据煤机行业可比公司和高端装备制造的平均市盈率，我们认为公司的估值参数因为 15 倍。

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.57；1.98 和 2.40；给予 2012 年 15 倍 PE 的相对估值；对应目标价为 29.7 元，首次给予公司增持评级。

表九：高端装备制造可比公司

证券简称	2011 中期 EPS	2011 中期 ROE	2010 市盈率	2012 预测每股收益平均值	2013 预测每股收益平均值	2012 市盈率	2013 市盈率
林州重机	0.16	3.93	0.25	0.78	1.16	17.48	11.74
山东矿机	0.27	3.92	0.51	1.05	1.43	16.26	11.94
天地科技	0.36	25.79	22.66	1.24	1.56	15.41	12.22
煤机行业可比公司平均						16.38	
天地科技	0.36	25.79	22.66	1.24	1.56	15.41	12.22
太原重工	0.17	12.15	14.58	0.34	0.41	17.23	14.20
山河智能	0.38	13.13	25.85	0.79	0.95	15.76	13.08
中国北车	0.19	8.33	21.65	0.40	0.49	12.53	10.18
中国南车	0.17	13.15	24.37	0.41	0.50	12.86	10.32
五家可比公司平均						14.76	12.00
郑煤机	0.78	17.67	20.24	2.16	2.68	11.81	9.51

资料来源：Wind；东方证券研究所

风险提示：

税收优惠政策审批带来的不确定性

公司 2008 年以来都是省级的高新技术企业，享受 15% 的优惠税率。今年公司正在申请更新资质，前三季度报告采用 25% 的税率计算。我们预计公司取得资质的概率较大，并作为盈利预测的根据。值得注意的是政策审批的不确定性依然存在。

单合同盈利水平下滑的风险

公司盈利能力驱动主要依靠液压支架的销售规模和附加值。近几年来，下游需求旺盛公司产品市场认可度高。但不容忽视其他不可预知因素造成需求下滑带来的风险。我们判断公司业绩波动风险主要将来自于行业的供需平衡。

保守经营带来市场份额下降的风险

煤机市场属于高盈利的工业品制造业，近年来民营资本的投入较为旺盛。民营企业灵活的机制将对大中型国有企业的市场开拓和核心技术人员保护造成较大的压力。我们判断在行业需求旺盛时期出现此种风险的概率较小。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7,578	7,430	9,263	11,201	营业收入	6,752	7,459	9,195	10,383
现金	4,029	3,758	5,006	7,260	营业成本	5,085	5,577	6,821	7,587
应收账款	1,599	1,417	1,563	1,246	营业税金及附加	33	37	46	52
其它应收款	48	97	120	135	营业费用	132	149	161	177
预付账款	235	223	273	303	管理费用	406	373	506	571
存货	1,230	1,338	1,842	2,048	财务费用	5	(10)	(4)	(12)
其他	437	597	460	208	资产减值损失	59	60	60	60
非流动资产	1,449	2,546	2,850	2,917	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	33	38	42	46	投资净收益	9	12	15	20
固定资产	455	1,830	2,291	2,413	营业利润	1,042	1,284	1,621	1,969
无形资产	226	306	286	266	营业外收入	30	30	30	30
其他	734	371	231	192	营业外支出	7	3	3	3
资产总计	9,027	9,976	12,114	14,118	利润总额	1,064	1,311	1,648	1,996
流动负债	3,656	3,324	3,980	4,248	所得税	172	197	247	299
短期借款	10	10	10	10	净利润	893	1,114	1,401	1,697
应付账款	946	1,004	1,228	1,366	少数股东损益	10	13	16	20
其他	2,700	2,310	2,742	2,873	归属于母公司净利	883	1,101	1,384	1,677
非流动负债	230	397	478	518	EBITDA	1,154	1,376	1,770	2,129
长期借款	123	297	377	417	EPS (元)	1.26	1.57	1.98	2.40
其他	107	100	101	101	主要财务比率				
负债合计	3,887	3,721	4,458	4,766	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	145	158	175	195	成长能力				
股本	700	700	700	700	营业收入	30.8%	10.5%	23.3%	12.9%
资本公积	2,588	2,588	2,588	2,588	营业利润	37.1%	23.3%	26.2%	21.5%
留存收益	1,707	2,808	4,193	5,869	归属于母公司净利	40.0%	24.8%	25.7%	21.1%
归属母公司股东权益	4,995	6,096	7,481	9,157	获利能力				
负债和股东权益	9,027	9,976	12,114	14,118	毛利率	24.7%	25.2%	25.8%	26.9%
现金流量表					净利率	13.1%	14.8%	15.1%	16.1%
单位:百万元					ROE	17.7%	18.1%	18.5%	18.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	16.5%	16.5%	17.1%	17.0%
经营活动现金流	1,059	1,009	1,605	2,422	偿债能力				
净利润	893	1,114	1,401	1,697	资产负债率	43.1%	37.3%	36.8%	33.8%
折旧摊销	107	102	153	173	净负债比率				
财务费用	5	(10)	(4)	(12)	流动比率	2.07	2.24	2.33	2.64
投资损失	(9)	(12)	(15)	(20)	速动比率	1.74	1.83	1.86	2.15
营运资金变动	75	(196)	76	588	营运能力				
其它	(12)	10	(5)	(3)	总资产周转率	0.98	0.79	0.83	0.79
投资活动现金流	(858)	(1,209)	(441)	(221)	应收账款周转率	5.19	4.95	6.17	7.39
资本支出	(671)	(1,071)	(401)	(201)	应付账款周转率	6.45	5.72	6.11	5.85
长期投资	(16)	(5)	(4)	(4)	每股指标 (元)				
其他	(170)	(132)	(36)	(15)	每股收益	1.26	1.57	1.98	2.40
筹资活动现金流	2,641	(71)	84	53	每股经营现金流	1.51	1.44	2.29	3.46
短期借款	(90)	-	-	-	每股净资产	7.14	10.69	13.08	15.91
长期借款	(150)	174	80	40	估值比率				
普通股增加	140	-	-	-	P/E	20.24	16.22	12.91	10.65
资本公积增加	2,560	-	-	-	P/B	3.58	2.39	1.95	1.60
其他	180	(245)	4	13	EV/EBITDA	12.91	10.82	8.42	7.00
现金净增加额	2,842	(271)	1,248	2,254					

资料来源：公司财报；东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn