

2017年03月08日

郑煤机 (601717.SH)

煤机主业回暖在即，外延并购实现跨越发展

■**液压支架老牌企业，稳占行业龙头：**公司深耕液压支架行业53年，公告显示，2010年起，公司液压支架产品产销量已跃居世界第一位。目前公司产品的国内市场占有率30%，在高端液压支架领域市占率高达60%。2016年，公司成功中标美国成套液压支架项目，成为首次打入美国高端市场的国内企业，龙头地位稳固。

■**新增、替代需求叠加，煤机行业回暖在即：**去产能对煤炭供需关系的调节成效显著（到2016年11月，原煤库存仅剩2015年末库存量的1/3），煤炭价格自2016年三季度开始出现反转信号，未来有望企稳。煤企盈利状况及现金流开始好转，固定资产投资意愿加强。

《煤炭工业发展“十三五”规划》明确，到2020年，我国煤炭产量控制在39亿吨，比2016年产量高出5.4亿吨，2017-2020年煤炭产量将保持年均3.6%的增速，带来一定新增需求。同时，上一轮煤机设备购置高峰期至今已有五年（煤机寿命一般5~8年），更新需求即将来临。两类需求叠加，我们预计煤炭装备未来三年的投资规模年均复合增速约为20.7%。

煤机行业此次历经寒冬过程中，不少煤机企业难以存续，其中不乏老牌煤机企业。行业集中度提升，公司作为龙头企业，有望优先受益煤机行业复苏。

■**定增收购亚新科，积极开拓汽车零部件第二主业：**2017年3月4日，公司公告称收购的亚新科旗下6家标的公司已完成资产过户，公司切入汽车零部件领域，完善业务结构、增强盈利能力。亚新科为国内最大的重卡发动机零部件供应商，2016年政策严查货车超载，单台重卡运力普遍下降10~20%左右，重卡行业销量超预期，汽车零部件业务有望成为公司第二主业。公司员工持股计划也在本次非公开发行对象之列，彰显公司对未来发展的坚定信心。

■**投资建议：**我们持续坚定看好公司未来双主业的发展前景，自2016年11月即发布快报提示市场关注，后续持续跟踪后，发布本篇报告深入剖析。预计公司2016-2018年的收入增速分别为-7.4%、48.8%、10.4%（假设新收购标的于2017年并表），EPS分别为0.12/0.26/0.29元/股，成长性突出。给予“买入-A”的投资评级，6个月目标价9.62元。

■**风险提示：**煤炭行业持续不景气，外延收购整合不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	6,124.5	4,510.9	4,178.3	6,217.1	6,865.9
净利润	205.2	42.2	188.1	529.8	592.9
每股收益(元)	0.13	0.03	0.12	0.26	0.29
每股净资产(元)	5.82	5.86	6.29	5.37	5.57

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	53.0	257.8	57.8	25.9	23.2
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
净利润率	3.4%	0.9%	4.5%	8.5%	8.6%
净资产收益率	2.0%	0.1%	1.4%	4.4%	5.0%
股息收益率	0.6%	0.1%	0.5%	1.2%	1.3%
ROIC	2.1%	-0.4%	1.6%	6.4%	7.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

矿山冶金机械

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**9.62元**

股价(2017-03-07) **8.56元**

交易数据

总市值(百万元)	13,876.80
流通市值(百万元)	11,794.72
总股本(百万股)	1,621.12
流通股本(百万股)	1,377.89
12个月价格区间	5.45/8.56元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.24	17.77	2.08
绝对收益	6.07	18.4	13.99

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082050

相关报告

郑煤机：煤机龙头业绩有望触底回暖，开辟汽车零部件第二主业 2016-11-29

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 液压支架老牌企业，龙头地位稳固.....	5
1.2. 公司股权结构.....	6
1.3. 立足液压支架，确立成套化发展战略.....	7
2. 煤机行业需求增加、供给收缩，龙头企业将受益	8
2.1. 液压支架龙头企业，深耕行业 53 年.....	8
2.2. 煤价触底反弹，煤企投资意愿增强.....	9
2.3. 距煤机上轮购置高峰 5 个年头，步入集中更换期.....	12
2.4. 政策引导落后产能淘汰，综采设备投资占比将提升.....	13
2.5. 寒冬过境，煤机行业去产能加速.....	14
3. 外延切入汽车零部件领域，积极开拓第二主业	14
3.1. 收购亚新科旗下子公司，增强公司抗周期性.....	14
3.2. 员工持股计划参与定增，彰显公司发展信心.....	15
3.3. 亚新科集团立足本土，业务辐射全球.....	15
3.4. 我国汽车行业将稳健前行，去年重卡表现亮眼.....	16
4. 估值与投资建议	17
5. 风险分析	17

图表目录

图 1: 公司发展历史.....	5
图 2: 2016 前 3Q 营收停止下滑趋势.....	6
图 3: 分产品主营业务构成.....	6
图 4: 2016 前 3Q 归母净利润触底反弹.....	6
图 5: 公司盈利状况好转.....	6
图 6: 股权结构图.....	7
图 7: 郑煤机刮板输送机和相关煤炭采掘设备产品.....	7
图 8: 郑煤机掘进机.....	7
图 9: 煤炭开采工艺对比.....	8
图 10: “三机一架”工作图.....	8
图 11: “三机一架”功能简介.....	8
图 12: 煤炭综采设备投资比例.....	8
图 13: 公司煤机业务回暖逻辑.....	9
图 14: 2016 煤机行业营收回暖.....	9
图 15: 煤机行业盈利能力反弹.....	9
图 16: 2016Q3 至今动力煤价格累计上涨 48.75%.....	10
图 17: 火电发电量月度增速由负转正.....	10
图 18: 原煤产量不断下滑.....	10
图 19: 2016 年 11 月原煤库存下降至 2015 年末的 1/3.....	10
图 20: 煤企利润总额与煤机市场规模具有明显相关性.....	10
图 21: 煤企现金流好转.....	11
图 22: 我国煤炭产量规模预测.....	12

图 23: 煤炭企业固定资产投入 2010-2011 为高峰.....	12
图 24: 煤炭装备投资规模预测.....	13
图 25: 煤机行业野蛮增长后回归正常.....	13
图 26: 煤炭综采设备占比下滑, 行业非理性发展.....	13
图 27: 亚新科乘用车产品构成.....	15
图 28: 亚新科商用车产品构成.....	15
图 29: 汽车零部件行业 2000—2014 增长较快.....	17
图 30: 2016 年中国重卡销量超预期.....	17
表 1: 公司液压支架产品市占率情况.....	5
表 2: 国内液压支架销量情况 (架).....	5
表 3: 煤炭企业 2016 年业绩预告汇总.....	11
表 4: 液压支架行业规模预测.....	14
表 5: 佳木斯煤机、鸡西煤机曾为老牌优势煤机厂.....	14
表 6: 定增购买资产方案.....	14
表 7: 本次交易对公司股权结构的影响.....	15
表 8: 亚新科集团下属公司简介.....	16

图表目录

图 1: 公司发展历史.....	5
图 2: 2016 前 3Q 营收停止下滑趋势.....	6
图 3: 分产品主营业务构成.....	6
图 4: 2016 前 3Q 归母净利润触底反弹.....	6
图 5: 公司盈利状况好转.....	6
图 6: 股权结构图.....	7
图 7: 郑煤机刮板输送机和相关煤炭采掘设备产品.....	7
图 8: 郑煤机掘进机.....	7
图 9: 煤炭开采工艺对比.....	8
图 10: “三机一架”工作图.....	8
图 11: “三机一架”功能简介.....	8
图 12: 煤炭综采设备投资比例.....	8
图 13: 公司煤机业务回暖逻辑.....	9
图 14: 2016 煤机行业营收回暖.....	9
图 15: 煤机行业盈利能力反弹.....	9
图 16: 2016Q3 至今动力煤价格累计上涨 48.75%.....	10
图 17: 火电发电量月度增速由负转正.....	10
图 18: 原煤产量不断下滑.....	10
图 19: 2016 年 11 月原煤库存下降至 2015 年末的 1/3.....	10
图 20: 煤企利润总额与煤机市场规模具有明显相关性.....	10
图 21: 煤企现金流好转.....	11

图 22: 我国煤炭产量规模预测.....	12
图 23: 煤炭企业固定资产投资 2010-2011 为高峰.....	12
图 24: 煤炭装备投资规模预测.....	13
图 25: 煤机行业野蛮增长后回归正常.....	13
图 26: 煤炭综采设备占比下滑, 行业非理性发展.....	13
图 27: 亚新科乘用车产品构成.....	15
图 28: 亚新科商用车产品构成.....	15
图 29: 汽车零部件行业 2000—2014 增长较快.....	17
图 30: 2016 年中国重卡销量超预期.....	17
表 1: 公司液压支架产品市占率情况.....	5
表 2: 国内液压支架销量情况 (架).....	5
表 3: 煤炭企业 2016 年业绩预告汇总.....	11
表 4: 液压支架行业规模预测.....	14
表 5: 佳木斯煤机、鸡西煤机曾为老牌优势煤机厂.....	14
表 6: 定增购买资产方案.....	14
表 7: 本次交易对公司股权结构的影响.....	15
表 8: 亚新科集团下属公司简介.....	16

1. 公司概况

1.1. 液压支架老牌企业，龙头地位稳固

公司始建于 1958 年，前身为郑州煤矿机械厂（隶属煤炭部），是国家“一五”计划重点项目，1998 年划归河南省煤炭工业管理局管理。作为我国首台液压支架的诞生地，早在 2010 年，公司液压支架产、销量已达世界第一。按照 2015 年年报信息，公司液压支架产品的国内市场市占率为 30%；尤其在高端液压支架领域，公司占据主导地位，市占率高达 60%。

表 1：公司液压支架产品市占率情况

	2013	2014	2015
国内前 8 家液压支架企业市场份额	90%	90%	
公司营业收入占此 8 家的比例	40.90%	39%	国内市占率 30%
公司利润总额占此 8 家的比例	64.40%	74%	高端产品市占率 60%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

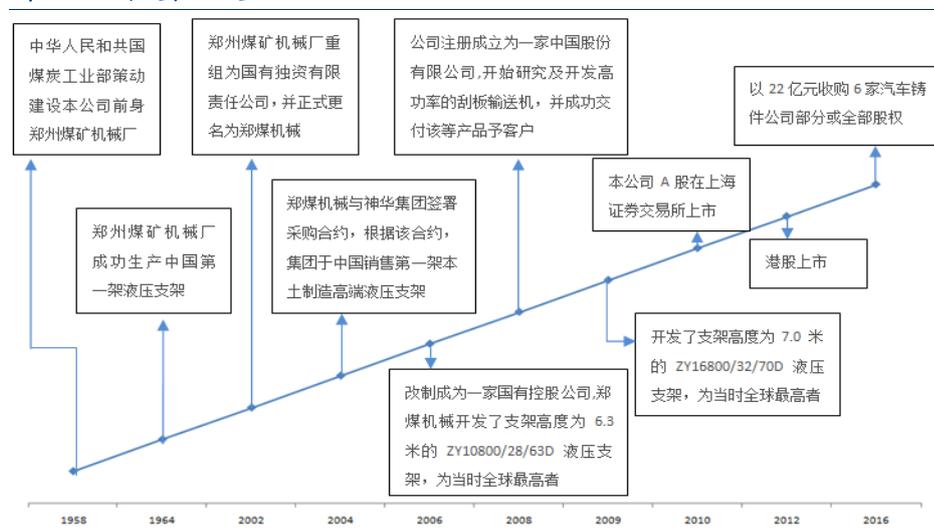
表 2：国内液压支架销量情况（架）

	2006	2007	2008	2009	2010	合计	占比
郑煤机	6803	6882	10584	12661	15086	52016	35%
平顶山煤矿机械有限公司	3827	3888	5213	5364	6359	24651	16%
郑州四维机电设备制造有限公司	-	3256	4223	6304	7387	21170	14%
中煤北京煤矿机械有限公司	3578	4083	3632	3648	4406	19347	13%
山西平阳重工机械有限责任公司	2470	2331	2470	3824	5212	16307	11%
重庆大江信达车辆股份公司	2788	2699	2179	3943	4516	16125	11%
合计	19466	23139	28301	35744	42966	149616	100%

资料来源：中国煤炭机械工业协会《煤炭机械行业研究报告（2010）》，安信证券研究中心

液压支架是煤炭综采设备“三机一架”之一，国际市场上，发达国家在煤炭开采、洗选加工、煤化工等装备制造领域拥有先发优势和雄厚的技术基础。公司作为液压支架老牌企业，企业的技术研发一直对行业发展形成有利向导：早自 2007 年以来，国内煤炭企业已基本不再从国外进口液压支架，基本使用国产品牌。2016 年，公司中标美国成套液压支架项目，是首次打入美国高端市场的国内企业（此前公司产品已成功进入俄罗斯、印度、土耳其等），足见公司在液压支架领域的领先地位。

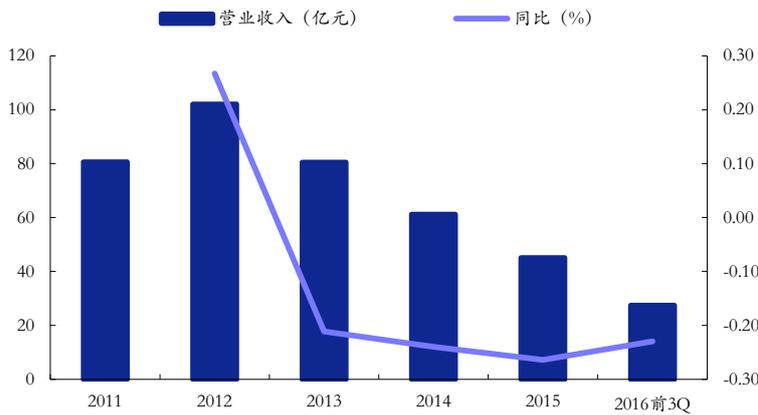
图 1：公司发展历史



资料来源：公开信息整理，安信证券研究中心

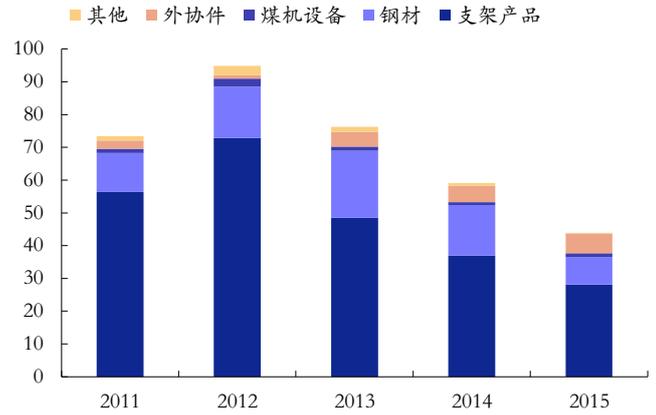
2008 年金融危机后国内固定资产投资大跃进，煤炭行业经历了大规模产能投放，然而高峰过去后对煤炭机械设备的需求大幅减少，过剩产能难以消化。再加上煤炭需求放缓、国际能源价格下滑等多种因素，近年来煤炭经济运行形势连续下滑，公司应收账款增加、利润大幅减少、经营困难加剧，目前处于业绩底部。2013/2014/2015 年，公司营业收入分别为 80.55/61.24/45.11 亿元，同比下降 21%/24%/26%，归母净利润分别为 8.67/2.05/0.42 亿元，同比下降 45%/76%/80%。

图 2：2016 前 3Q 营收停止下滑趋势



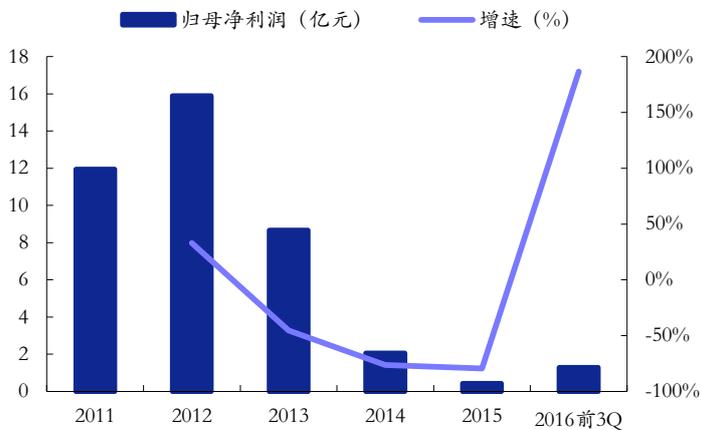
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：分产品主营业务构成



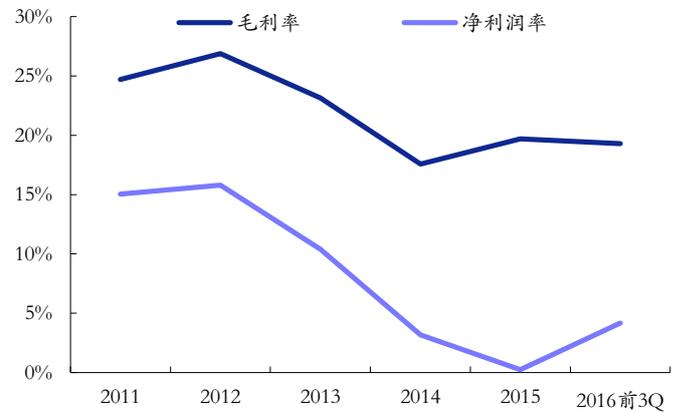
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2016 前 3Q 归母净利润触底反弹



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：公司盈利状况好转

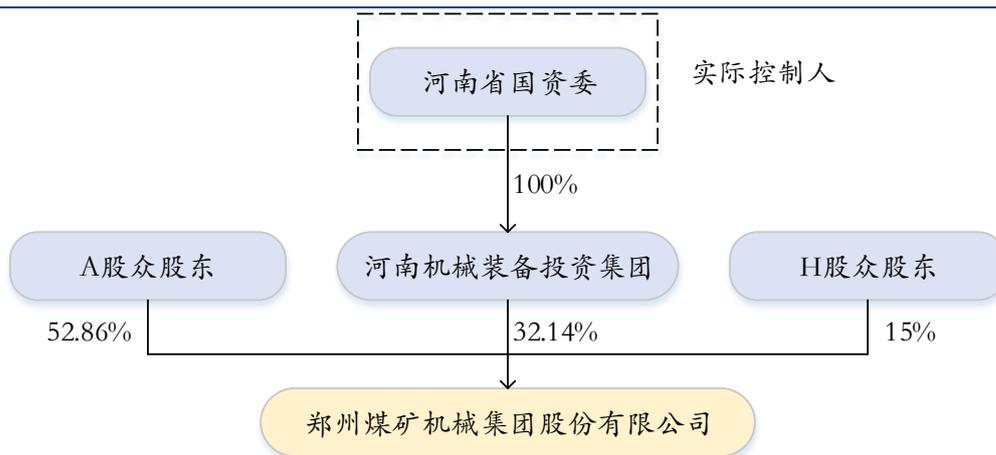


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

河南机械装备投资集团为公司第一大股东，持股比例 32.14%；实际控制人为河南省人民政府国资委，通过河南机械装备投资集团间接控股上市公司。

图 6：股权结构图



资料来源：公开信息整理，安信证券研究中心

1.3. 立足液压支架，确立成套化发展战略

2006 年起，公司围绕煤炭综采设备，开始以成套化为发展战略，力争将企业打造为成套煤机装备及服务的世界一流品牌；此外公司还战略定位国际化，不断提升国际竞争能力。

刮板输送机和相关煤炭采掘设备：2011 年，官网公告公司完成制造并交付中国最大的刮板输送机之一，运行功率达 2,000 千瓦及中部槽宽 1.2 米。集团提供多项相关煤炭采掘产品，包括破碎机和转载机，预期日后可向客户提供采煤机。

掘进机：公司于 2010 年开始设计及测试掘进机样机，目前正测试五个样机型号掘进机样机，按照掘进机的截割功率一般分为轻型、中型及重型。公司掘进机产品预期能够在多种开采状况下操作，并预期可用于其他工程应用，如铁路、公路、地铁及其他工程设置。

图 7：郑煤机刮板输送机和相关煤炭采掘设备产品



资料来源：公司官网

图 8：郑煤机掘进机



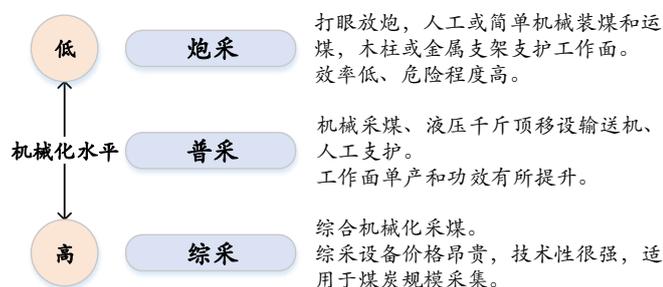
资料来源：公司官网

2. 煤机行业需求增加、供给收缩，龙头企业将受益

2.1. 液压支架龙头企业，深耕行业 53 年

煤炭的开采方式按照机械化水平由低至高，分为炮采、普采和综采三种，综采机械化水平最高，提高工作面产量和效率的同时，还有效保证工作面安全性，是煤炭工业的发展方向，尤其适用于煤炭规模化开采。煤炭综采设备包含“三架一机”，分别为掘进机、采煤机、刮板运输机和液压支架。按照煤炭机械工业协会历年对煤机消费金额的统计，“三架一机”中，液压支架的投资比例最高，约为 55%。

图 9：煤炭开采工艺对比



资料来源：公开信息整理，安信证券研究中心

图 10：“三机一架”工作图



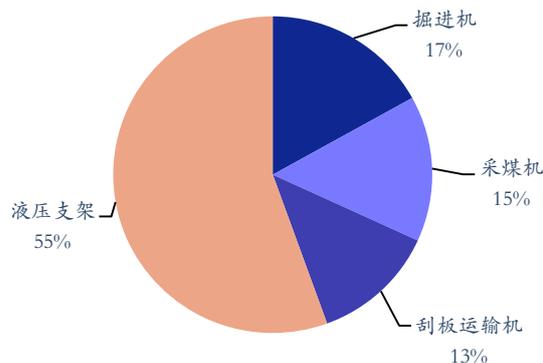
资料来源：公开信息整理，安信证券研究中心

图 11：“三机一架”功能简介



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

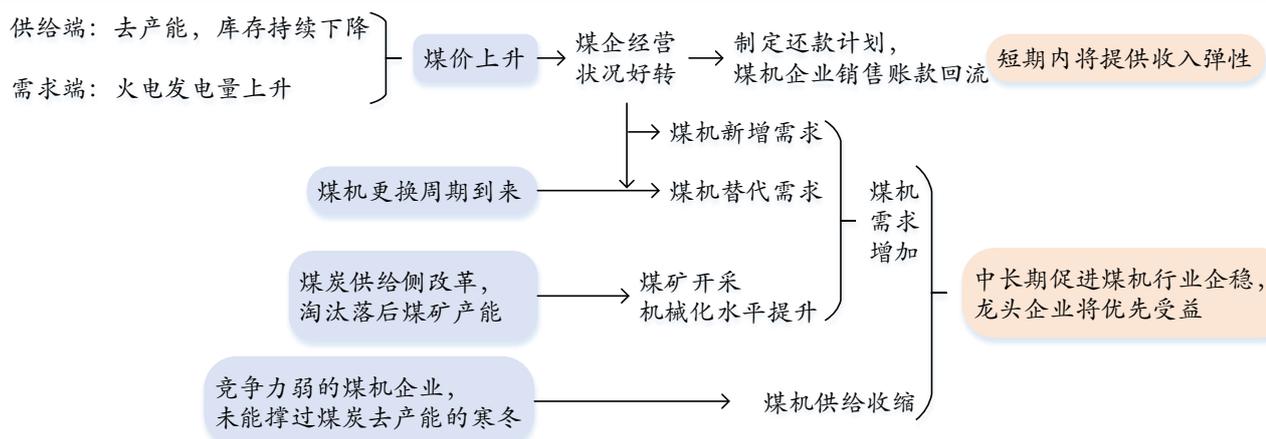
图 12：煤炭综采设备投资比例



资料来源：煤炭机械工业协会，安信证券研究中心

2012 年下半年以来，煤炭行业经营困难持续增加，行业内亏损企业面持续扩大，由此拖累下游煤机企业，近三年公司的盈利能力不断下滑。我们分析认为，由于以下逻辑，公司煤机业务回暖确定性较高：

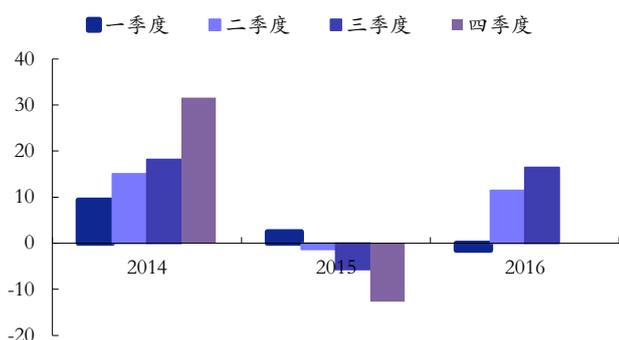
图 13：公司煤机业务回暖逻辑



资料来源：安信证券研究中心

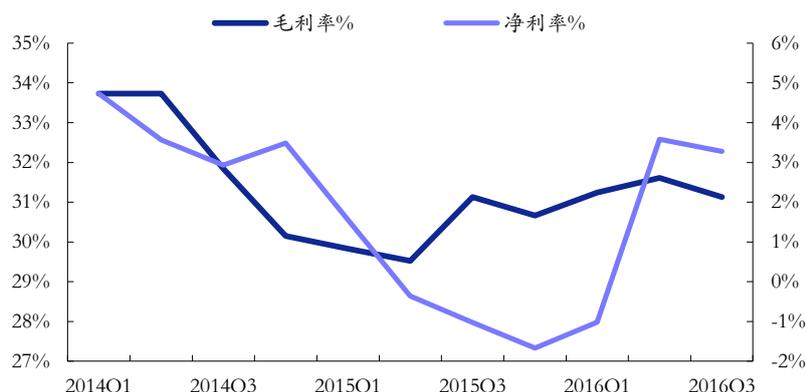
选取煤机行业重要上市公司：中煤能源、天地科技、山东矿机、林州重机四家公司的经营状况来模拟煤机行业情况，可发现受上游煤炭行业回暖影响，煤机行业自 2016 年二季度开始各项指标均迎来拐点：营业收入扭亏为盈，毛利率同比提升 2.09 个 pct，净利率同比提升 3.94 个 pct，并且在三季度和四季度持续改善。

图 14：2016 煤机行业营收回暖



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：煤机行业盈利能力反弹



资料来源：wind，安信证券研究中心

下对煤机行业回暖逻辑进行具体展开：

2.2. 煤价触底反弹，煤企投资意愿增强

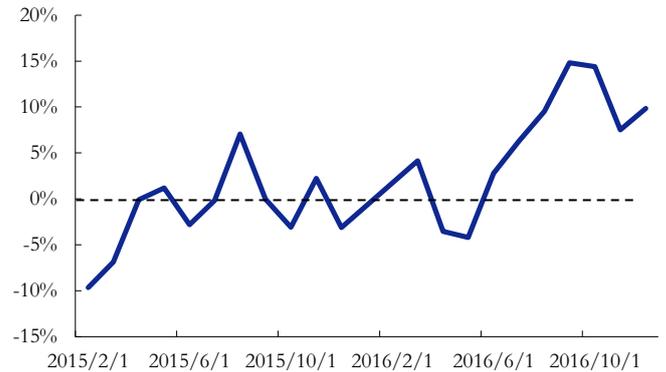
煤炭价格历经 4 年多调整后，于 2016 年三季度出现反转信号，价格指数连续上涨：从 2016 年三季度至今，市场数据显示，动力煤价格累计上涨 48.75%，中国煤炭价格指数上涨 25.63%。我们分析认为，本轮煤价反转同时受供给和需求两方面影响，煤价有望企稳。首先需求端，我国耗煤量最大的领域为火电发电（根据中国产业信息网，2015 年我国电煤消耗占比最大，为 52.32%），2016 年下半年开始，受益于我国全社会用电总量的增长，火电发电量月度同比增速由负转正，9 月份单月增速最快，同比增长 15%。再者供给端，2016 年 2 月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，率先在煤炭行业推进供给侧改革，成效显著，2016 年原煤产量及库存量均显著下降，根据国家统计局公布的最新原煤库存数据，到 2016 年 11 月，原煤库存仅为 4.7 亿吨，下降至 2015 年末原煤库存量的 1/3。

图 16: 2016Q3 至今动力煤价格累计上涨 48.75%



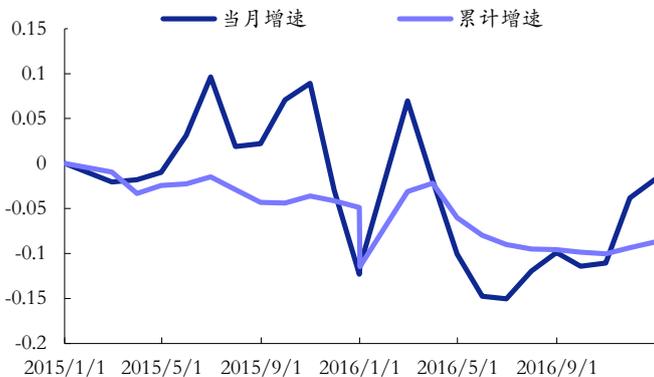
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 火电发电量月度增速由负转正



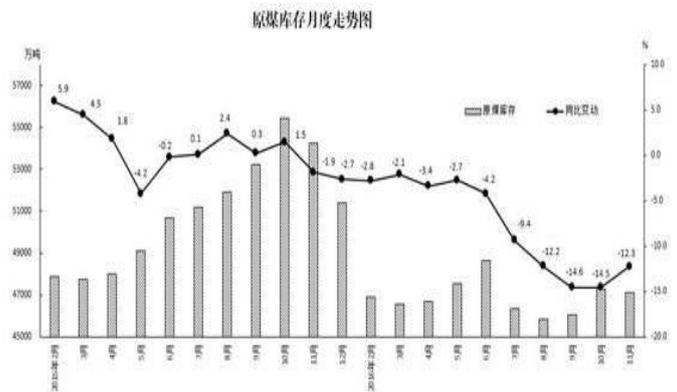
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 18: 原煤产量不断下滑



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 2016 年 11 月原煤库存下降至 2015 年末的 1/3



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

煤价回暖行情下, 煤企经营状况得到明显好转: 截至 2 月 13 日, 统计煤炭企业上市公司公告发现, 37 家上市煤炭企业中, 有 32 家发布了 2016 年全年业绩预告或快报, 其中有 17 家扭亏为盈, 8 家净利润同比增长, 仍有 7 家公司预计 2016 年出现亏损, 其中有多家公司因去产能政策而计提资产减值准备。

公司一直严格执行坏账准备的计提, 下游煤企盈利状况好转后, 公司部分坏账有望冲回, 提供一定收入弹性。同时煤价上涨行情下, 煤企进行固定资产投资的意愿将增强, 带动煤机设备行业需求增加。

图 20: 煤企利润总额与煤机市场规模具有明显相关性



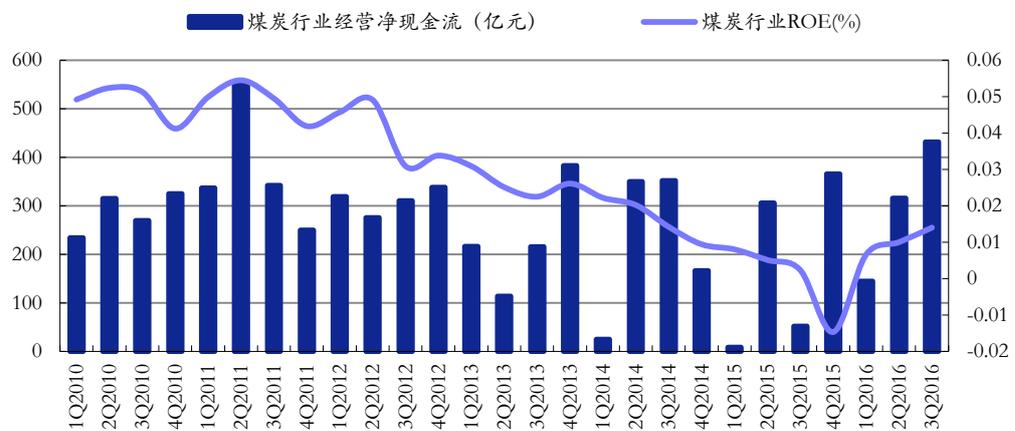
资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 3: 煤炭企业 2016 年业绩预告汇总

证券代码	证券简称	净利润盈利预测摘要	证券代码	证券简称	净利润盈利预测摘要
预测 2016 年扭亏为盈			预测 2016 年实现同比增长		
600508.SH	上海能源	约 40500 万元~47500 万元	000723.SZ	美锦能源	约 60000 万元~75000 万元,增长 264.71%~305.89%
600546.SH	*ST 山煤	约 20000 万元~30000 万元	000983.SZ	西山煤电	约 36673 万元~43726 万元,增长 160%~210%
600714.SH	金瑞矿业	约 5800 万元	002128.SZ	露天煤业	约 80076.6728 万元~88084.3400 万元,增长 50%~65%
600721.SH	*ST 百花	约 12200 万元~14200 万元	002753.SZ	永东股份	约 7600 万元~8200 万元,增长 44.68%~56.10%
600725.SH	*ST 云维	约 147000 万元	601088.SH	中国神华	约 2270000 万元,增长 40%
600740.SH	山西焦化	约 4000 万元~6000 万元	600188.SH	兖州煤业	增长 120%~140%
600792.SH	云煤能源	约 4500 万元	600348.SH	阳泉煤业	增长 380%左右
600971.SH	恒源煤电	约 3500 万元	600395.SH	盘江股份	增长 680%~730%
600997.SH	开滦股份	约 42500 万元~47500 万元	预测 2016 年亏损		
601001.SH	大同煤业	约 18000 万元	000780.SZ	平庄能源	约-32500 万元~-30500 万元
000968.SZ	*ST 煤气	约 32000 万元~37500 万元	600121.SH	郑州煤电	约-60000 万元
601015.SH	陕西黑猫	约 17000 万元~20000 万元	600123.SH	兰花科创	约-78000 万元~-68000 万元
601225.SH	陕西煤业	约 250000 万元~300000 万元	600397.SH	安源煤业	约-200000 万元
601666.SH	平煤股份	约 70000.00 万元	600403.SH	大有能源	约-200000 万元~-165000 万元
601699.SH	潞安环能	约 68000 万元~95000 万元	600408.SH	安泰集团	约-58800 万元
601898.SH	中煤能源	约 180000 万元~220000 万元	601101.SH	昊华能源	约-1000 万元~-100 万元,下降 101.74%~117.36%
601918.SH	*ST 新集	预计实现扭亏为盈			

资料来源: wind, 安信证券研究中心

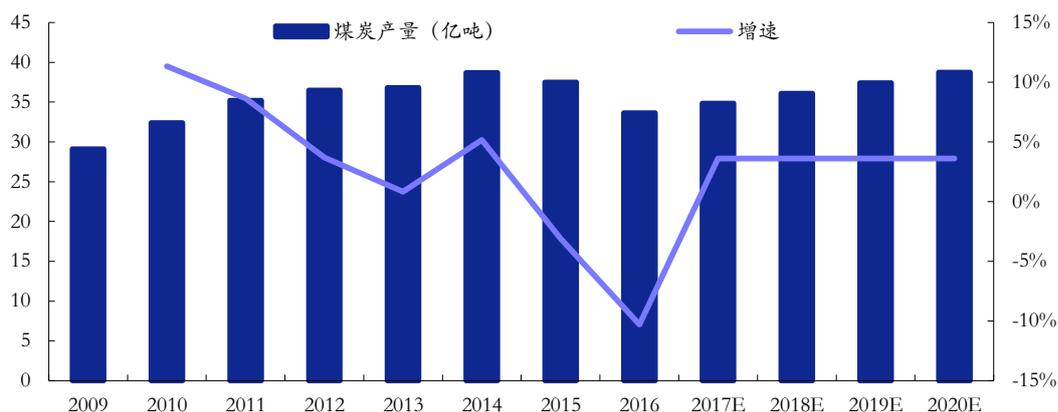
图 21: 煤企现金流好转



资料来源: wind, 安信证券研究中心

目前煤炭行业去产能正如火如荼地展开,但煤炭作为我国的主要消费能源,产量并不会出现断崖式下跌,去产能旨在恢复煤炭产品供求平衡,我国“富煤、贫油、少气”的资源条件决定了在未来相当长一段时间内,煤炭的主体能源地位难以改变。《煤炭工业发展“十三五”规划》中明确到,到 2020 年,我国煤炭产量控制在 39 亿吨,比 2016 年 33.6 亿吨的产量增长 5.4 亿吨,2017-2020 年均复合增速 3.6%。

图 22：我国煤炭产量规模预测



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.3. 距煤机上轮购置高峰 5 个年头，步入集中更换期

受全球能源价格上涨的影响，全球煤炭机械装备制造业从 2003 年开始进入一轮景气周期。从我国煤炭企业固定资产投资历史来看，2008 年以前由于绝对值较小，呈现较快的增长趋势。2009 年，我国煤炭行业固定资产投资首次超过 3000 亿元，达到一定规模水平。2010 及 2011 年在此水平上再创新高，分别完成固定资产投资 3785/4907 亿元，同比分别保持 25%/30% 的高增速，之后增速明显换挡，不断下滑，表明煤企上一轮大规模机器设备购置在 2010 及 2011 年间完成。

图 23：煤炭企业固定资产投资 2010-2011 为高峰



资料来源：wind，安信证券研究中心

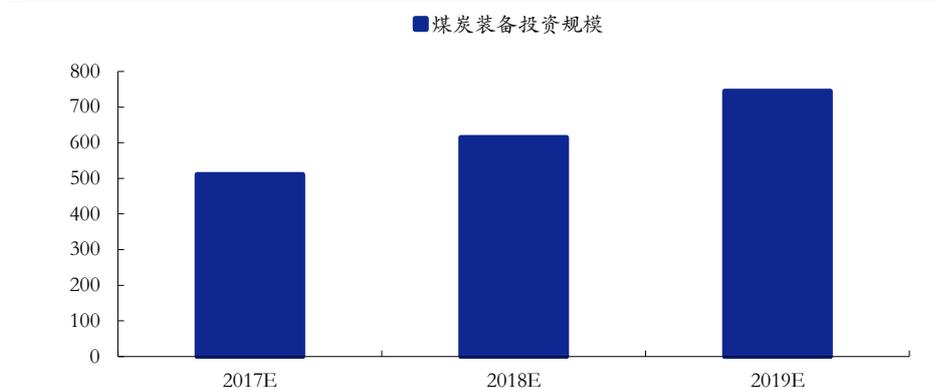
由于煤矿生产环境恶劣，煤机长期处于潮湿环境和不稳定负荷压力下工作，损耗巨大，煤机一般寿命仅为 5~8 年，按此推算，上一轮煤炭固定资产购置高峰期至今进入第五个年头，2017 年开始，煤机更新需求将来临，对煤炭机械行业规模的增长提供有力支撑。

综上，考虑到煤价回升激励煤企增加固定资产投资，以及设备更换需求，预计我国煤炭开采和洗选业固定资产投资将回暖，以全社会固定资产投资增速为参考（2014-2016 年，国家统计局数据显示，全社会固定资产投资名义增速分别为 15.3%/9.8%/8.1%，社科院预告 2017 年名义增速 8.9%），预计煤炭开采和洗选行业固定资产投资未来三年增长逐渐恢复，分别为

7%/7.5%/8%。

按照煤炭机械工业协会的统计，煤炭固定资产投资中，55%左右为机械动力设备和设施，其中煤炭装备占机械动力设备和设施的约50%，按照这一比例，预计煤炭装备未来三年的投资规模将分别达到510/614/744亿元，年均复合增速20.7%。

图 24：煤炭装备投资规模预测

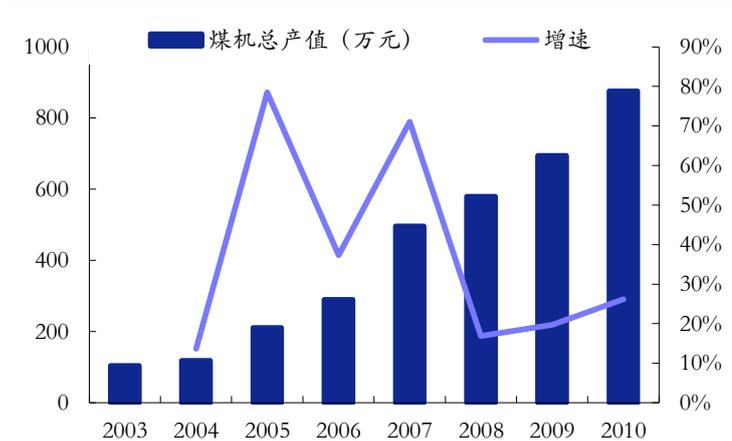


资料来源：wind，安信证券研究中心预测

2.4. 政策引导落后产能淘汰，综采设备投资占比将提升

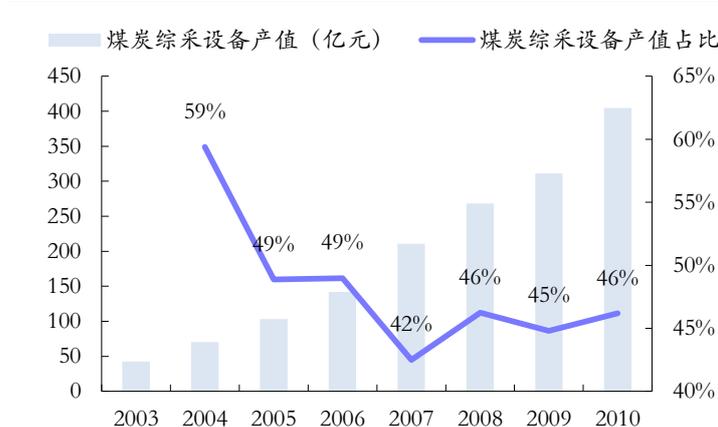
2003-2010年间，由于煤价上涨，一批小煤矿迅速兴起，生产水平较低、安全保障程度不高，受此影响，煤机行业经历了一轮“野蛮生长”：行业产值高速增长，年均复合增速达到35.56%；但代表高机械化水平的综采设备占比不断下滑，2010年与2004年相比下降13个百分点。

图 25：煤机行业野蛮增长后回归正常



资料来源：煤炭机械工业协会，安信证券研究中心

图 26：煤炭综采设备占比下滑，行业非理性发展



资料来源：煤炭机械工业协会，安信证券研究中心

本轮煤炭行业供给侧改革推进过程中，淘汰落后产能是重要工作内容。2016年5月，《煤炭行业淘汰落后产能专项行动实施方案》颁布，根据规定，“产能小于30万吨/年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，产能15万吨/年及以下且发生较大及以上安全生产责任事故的煤矿，以及采用国家明令禁止使用的采煤方法、工艺且无法实施技术改造的煤矿”，要在1-3年内淘汰。按照《煤炭工业发展“十三五”规划》，到2020年，我国120万吨/年及以上大型煤矿产量占比要达80%以上，而在煤炭开采的三种方式中，大型煤企一般选择综采方式，因此在落后产能淘汰过程中，煤炭行业机械化水平将有所提升，综采设备占固定资产投资总额的比重增加，预计2019年将逐渐恢复至50%左右水平。按照液压支架占综采设备

投资额 55% 测算，液压支架行业规模 2017/2018/2019 年分别为 132/162/205 亿元，年均复合增速 24.5%。

表 4：液压支架行业规模预测

	煤炭开采和洗选业固定资产投资		煤炭装备投资规模		综采设备规模		液压支架行业规模	
	投资完成额 (亿元)	增速	占比	规模 (亿元)	占比	规模 (亿元)	占比	规模 (亿元)
2017E	3128.81	5%	16%	510.33	47%	239.86		131.92
2018E	3316.54	7%	18%	614.31	48%	294.87	55%	162.18
2019E	3581.86	9%	20%	744.00	50%	372.00		204.60

资料来源：安信证券研究中心预测

2.5. 寒冬过境，煤机行业去产能加速

煤炭行业在经历黄金时期发展后，2013~2016 年发展不断收紧，并向上游煤机企业渗透发酵，不少煤机企业难以存续，甚至老牌煤机企业也难逃厄运。2016 年 4 月 21 日和 5 月 26 日，鸡西煤机厂和佳木斯煤机厂先后宣布关厂（该两家企业分别为采煤机和掘进机行业老牌生产厂家，2006-2010 年间产量在各自细分行业内分别排名第一和第二）。竞争力弱的厂商淘汰后，强者恒强，有利于公司在液压支架行业进一步占领市场，降低进入其他煤炭综采设备行业的竞争，行业整体市场份额向公司集中，公司有望优先受益煤炭机械设备行业复苏。

表 5：佳木斯煤机、鸡西煤机曾为老牌优势煤机厂

	掘进机生产厂家排名					采煤机生产厂家排名					
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	
1 三一重型装备有限公司	62	283	366	435	580	鸡西煤矿机械有限公司	138	124	179	168	196
2 佳木斯煤矿机械有限公司	235	258	362	325	387	太原矿山机械集团有限公司	81	115	114	137	150
3 煤炭科学研究总院太原分院	197	202	218	245	265	西安煤矿机械有限公司	89	104	92	93	113
4 上海创立集团股份有限公司	-	15	74	90	86	上海创立集团股份有限公司	-	50	70	87	117
5 石家庄煤矿机械有限公司	95	81	120	77	74	无锡盛达机械有限公司	70	73	87	113	71
6 鞍山强力重工有限公司	13	28	58	26	19	辽源煤矿机械制造有限公司	33	42	49	41	51

资料来源：中国煤炭机械工业协会《煤炭机械行业研究报告（2010 年）》，安信证券研究中心

3. 外延切入汽车零部件领域，积极开拓第二主业

3.1. 收购亚新科旗下子公司，增强公司抗周期性

公司目前的主业：液压支架属于煤炭装备制造行业，受宏观经济及政策影响较大，周期性较为明显，公司为完善主营业务结构、增强盈利能力，开始向汽车零部件领域布局发展。

2017 年 3 月 4 日，公司公告称标的资产亚新科持有的 6 家标的公司已经完成过户。

表 6：定增购买资产方案

交易对方	交易标的	交易方式
亚新科中国投	亚新科山西 100% 股权	非公开发行 A 股方式
	亚新科 NVH8.07% 股权	非公开发行 A 股方式
	亚新科 NVH14.93% 股权	支付现金
亚新科技术（香港）	亚新科 NVH77% 股权	支付现金
	亚新科双环 63% 股权	支付现金
Axle ATL	亚新科仪征铸造 70% 股权	支付现金
	亚新科凸轮轴 63% 股权	支付现金

亚新科技术（开曼）	CAGG 100%股权 (CAGG 为控股型公司，仅持有亚新科电机 51%股权)	支付现金
-----------	---	------

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 7：本次交易对公司股权结构的影响

类型	名称	发行前		发行股份购买资产后		募集配套资金后	
		持股数量 (万股)	占比	持股数量 (万股)	占比	持股数量 (万股)	占比
控股股东	装备投资集团	52,108.78	32.14%	52,108.78	30.53%	52,108.78	25.47%
交易对象	亚新科中国投	-	0.00%	8,580.34	5.03%	8,580.34	4.19%
配套资金	郑煤机第一期员工持股计划	-	0.00%	-	0.00%	883.8212	0.43%
认购对象	其他认购对象	-	0.00%	-	0.00%	33,014.48	16.14%
	其他股东	110,003.42	67.86%	110,003.42	64.45%	110,003.42	53.77%
	合计	162,112.20	100.00%	170,692.54	100.00%	204,590.85	100.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司本次募集的配套资金，除用于支付交易对价、部分中介机构费用、补充标的公司营运资金外，还将兴建“亚新科 NVH 安徽工业园”和“发动机零部件智能化加工”两个项目，实施主体分别为亚新科 NVH 和亚新科山西，拟投入金额分别为 2.5/0.6 亿元，占募集资金的比例分别为 11.36%/2.73%。

亚新科 NVH 安徽工业园项目为国家和当地政府鼓励支持发展的高端汽车橡胶零部件项目，项目的实施将有效解决亚新科 NVH 目前面临的产能不足局面。该项目建设期 5 年，总投资金额 3 亿元，在整个计算期内将实现年平均利润 9000 万元。**发动机零部件智能化加工项目**建设期 18 个月，总投资 2.91 亿元，资本金财务内部收益率 15.61%。

3.2. 员工持股计划参与定增，彰显公司发展信心

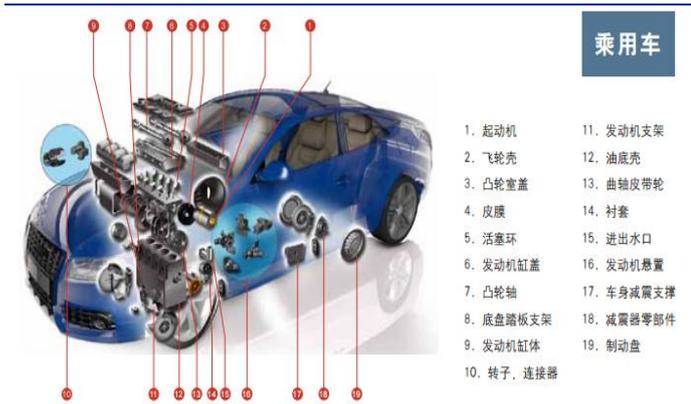
根据公司公布的定增预案，本次定增中，“郑煤机员工持股计划”在发行对象之列，该持股计划的参加对象包括公司 17 名现有董事、监事、高级管理人员。员工持股计划承诺认购金额不超过 5736 万元，将持有公司 883.8212 万股份，持股比例 0.43%，展现出公司对未来发展稳定向好的坚定信心。

3.3. 亚新科集团立足本土，业务辐射全球

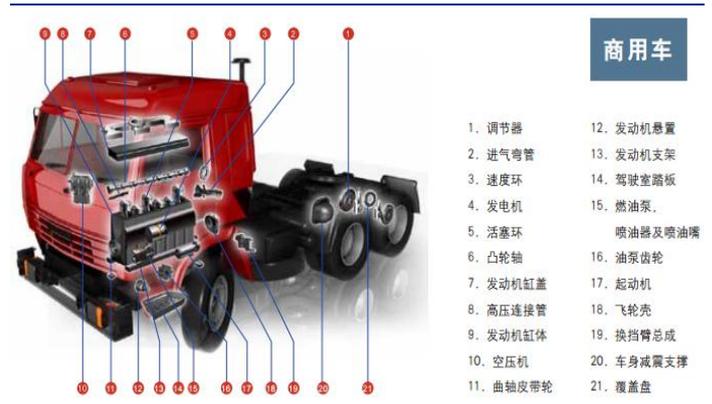
亚新科集团成立于 1994 年，创始人杰克·潘考夫斯基，虽一直为国外财务资本拥有并管理，但集团一直专注于中国汽车零部件细分领域的投资，其合作对象多为细分行业佼佼者。亚新科生产基地处于成本因素考虑，大部分设立于中国，其业务却辐射全球。在国际市场上，亚新科与博世、法雷奥等跨国零部件公司同台竞技，成功进入美国通用、福特 OEM 体系。在中国，亚新科已经发展成国内最大的重卡发动机零部件供应商。在玉柴、大柴、锡柴等企业的 OEM 市场上，亚新科占有近 70% 的份额。

图 27：亚新科乘用车产品构成

图 28：亚新科商用车产品构成



资料来源: 公司官网



资料来源: 公司官网

此次贝恩资本虽然退出亚新科, 但依旧看好亚新科未来发展、看好中国汽车零部件行业。本次交易后, 贝恩资本将成为郑煤机第二大股东, 会继续利用其国内外强大的资源支持郑煤机在汽车零部件业务的发展。此次公司收购的亚新科旗下 6 家汽车零部件制造公司的情况如下:

表 8: 亚新科集团下属公司简介

	2015 分产品收入 (万元)	增速	2015 年分产品 毛利	毛利变动	2015 归母净利润 (亿元)	增速
亚新科凸轮轴						
凸轮轴	10,347.80	1.23%	29.86%	+3.41%	1,327.90	-10.11%
亚新科双环						
活塞环	41,719.99	-11.20%	32.99%	+0.33%	5,906.24	-5.34%
其他	363.34	188.59%	26.06%	+22.09%		
亚新科仪征铸造						
活塞环毛坯	8,467.15	-18.97%	6.29%	-3.06%	64.21	-83.71%
亚新科山西						
缸体	29,880.42	2.75%	25.68%	0.43%	4,421.31	22.07%
缸盖	17,225.74	17.60%	30.66%	1.65%		
非缸体缸盖	7,181.46	-42.72%	22.47%	10.53%		
亚新科 NVH						
杂件类	24,268.44	6.11%	29.91%	-0.39%	5,035.65	17.92%
悬置类	18,696.35	12.34%	27.70%	-1.44%		
衬套类	13,141.65	29.84%	17.33%	-3.09%		
TVD	3,077.64	10.97%	31.19%	-1.94%		
皮膜类	2,729.33	12.51%	37.05%	3.73%		
其他类	2,248.42	-20.33%	34.69%	2.92%		
亚新科电机						
起动机	63,560.56	-6.30%	23.48%	-0.17%	7,222.14	-2.42%
发电机	1,272.72	-13.34%	17.07%	0.89%		
其他	479.72	-13.07%	36.40%	-3.03%		

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

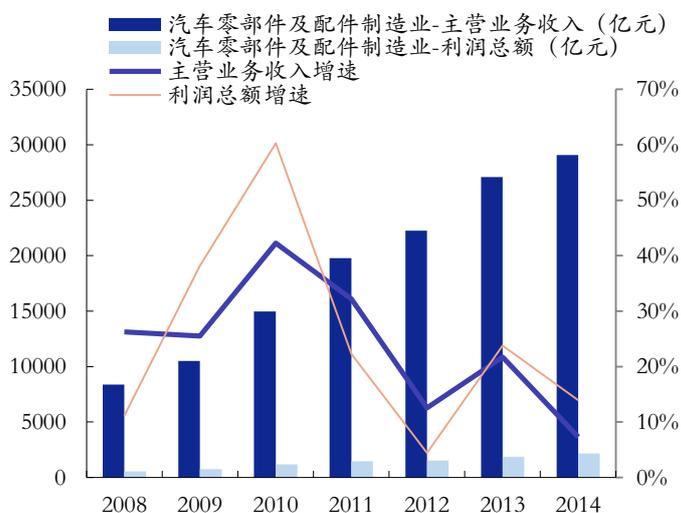
3.4. 我国汽车行业将稳健前行, 去年重卡表现亮眼

21 世纪以来, 我国汽车行业快速发展, 2000~2014 年间, 我国汽车产销量年均复合增速达到 19%。目前我国宏观经济仍处于稳定的增长期, 汽车产业作为国民经济的支柱产业之一, 在今后一段时间内将保持一定增速。汽车零部件市场受益于我国汽车行业快速发展及低成本生产环境, 得到良好发展, 尤其是加入 WTO 后, 我国汽车零部件市场进一步开放, 不少颇具实力的汽车零部件制造企业已将产品打入整车制造商的全球采购网络。2008~2014 年间,

我国汽车零部件及配件制造业主营业务收入及利润总额的年均复合增速分别为 23%/26%，预计未来仍将保持一定增长。

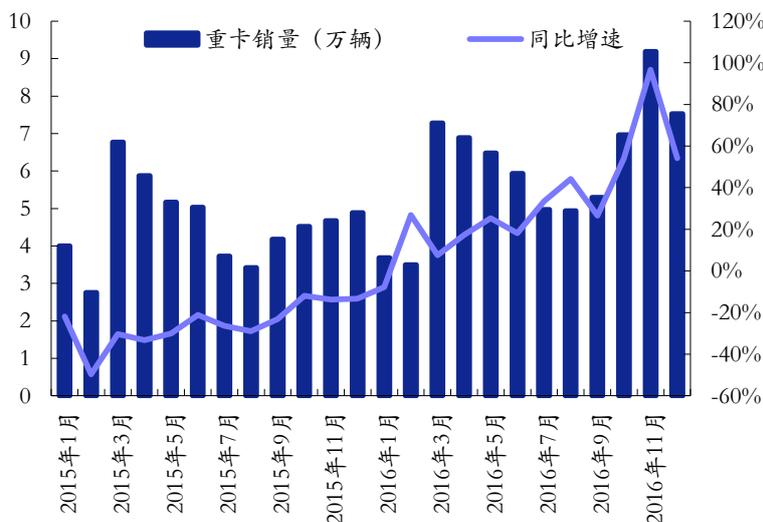
政策严抓货车超载，重卡销量超预期。汽车行业细分市场最新走势来看，在商用车市场，重卡销售表现亮眼：据中国重卡网，2016 全年，重型货车销量 7.53 万辆，同比增长 54.14%，其中 11 月份单月实现同比 97% 的销量增长，为近两年单月最高增速水平。新实施的《超限运输车辆行驶公路管理规定》及《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》对货车超载超限进行严厉打击，单台重卡运力普遍下降 10-20% 左右，吸引很多重卡用户换车或新购车辆来满足运力需求的缺口。同时煤炭市场回暖，煤炭库存补充过程中，推动重卡市场需求增长。

图 29：汽车零部件行业 2000—2014 增长较快



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 30：2016 年中国重卡销量超预期



资料来源：中国重卡网，安信证券研究中心

4. 估值与投资建议

考虑到煤价回升，公司下游煤炭企业经营状况改善，固定资产投资意愿加强。同时煤机更换高峰期临近，预计煤机行业回暖确定性较高。煤机行业经历本轮寒冬过后，部分企业退出，龙头企业将更多受益下游需求回暖。预计公司煤机相关业务 2016/2017/2018 年营业收入增速分别为 -7.37%/5.77%/11.43%。

公司外延收购汽车零部件业务，该部分收入 2016/2017/2018 年营业收入增速分别为 3%/3%/8%。假设 2017 年该部分收入并表，公司未来三年收入增速分别为 -7.37%/48.8%、10.44%，EPS 分别为 0.12/0.26/0.29 元/股，弹性较大。给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价 9.62 元。

5. 风险分析

煤炭行业持续不景气，外延收购整合不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,124.5	4,510.9	4,178.3	6,217.1	6,865.9	成长性					
减:营业成本	5,047.7	3,621.7	3,308.7	4,755.7	5,244.2	营业收入增长率	-24.0%	-26.3%	-7.4%	48.8%	10.4%
营业税费	22.8	32.1	20.9	43.5	43.7	营业利润增长率	-78.1%	-93.5%	1845.7%	107.3%	16.7%
销售费用	216.3	214.9	208.9	323.3	343.3	净利润增长率	-76.3%	-79.4%	345.8%	181.6%	11.9%
管理费用	379.6	398.9	376.0	590.6	652.3	EBITDA 增长率	-69.0%	-66.9%	278.5%	71.2%	14.4%
财务费用	-50.3	-81.0	-61.6	-78.5	-83.2	EBIT 增长率	-82.5%	-140.5%	-413.5%	185.8%	18.5%
资产减值损失	350.1	389.3	100.0	80.0	70.0	NOPLAT 增长率	-82.6%	-117.0%	-548.7%	134.7%	19.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-4.1%	1.8%	-4.7%	-3.2%	-5.3%
投资和汇兑收益	57.6	79.0	46.4	61.0	62.1	净资产增长率	-1.0%	0.4%	6.7%	7.3%	3.5%
营业利润	215.9	14.0	271.8	563.5	657.8	利润率					
加:营业外净收支	16.7	16.4	17.6	20.4	22.5	毛利率	17.6%	19.7%	20.8%	23.5%	23.6%
利润总额	232.6	30.4	289.4	583.8	680.3	营业利润率	3.5%	0.3%	6.5%	9.1%	9.6%
减:所得税	39.3	19.8	144.7	102.2	115.6	净利润率	3.4%	0.9%	4.5%	8.5%	8.6%
净利润	205.2	42.2	188.1	529.8	592.9	EBITDA/营业收入	5.6%	2.5%	10.3%	11.8%	12.3%
						EBIT/营业收入	2.7%	-1.5%	5.0%	7.8%	8.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	91	122	122	78	64
						流动资产周转天数	241	323	351	229	203
						流动营业资本周转天数	558	713	768	604	603
						应收账款周转天数	209	258	250	150	120
						存货周转天数	91	105	87	84	94
						总资产周转天数	730	968	1,040	782	756
						投资资本周转天数	386	518	551	355	308
						投资回报率					
						ROE	2.0%	0.1%	1.4%	4.4%	5.0%
						ROA	1.6%	0.1%	1.2%	3.2%	4.1%
						ROIC	2.1%	-0.4%	1.6%	6.4%	7.9%
						费用率					
						销售费用率	3.5%	4.8%	5.0%	5.2%	5.0%
						管理费用率	6.2%	8.8%	9.0%	9.5%	9.5%
						财务费用率	-0.8%	-1.8%	-1.5%	-1.3%	-1.2%
						三费/营业收入	8.9%	11.8%	12.5%	13.4%	13.3%
						偿债能力					
						资产负债率	21.4%	20.2%	15.0%	26.2%	18.1%
						负债权益比	27.2%	25.3%	17.7%	35.5%	22.1%
						流动比率	3.52	3.69	5.07	3.07	4.48
						速动比率	2.95	3.20	4.59	2.54	3.86
						利息保障倍数	-3.29	0.83	-3.41	-6.18	-6.90
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.01	0.03	0.08	0.09
						分红比率	30.0%	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.6%	0.1%	0.5%	1.2%	1.3%

现金流量表

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	193.3	10.6	188.1	529.8	592.9	EPS(元)	0.13	0.03	0.12	0.26	0.29
加:折旧和摊销	178.1	180.7	220.2	251.6	268.2	BVPS(元)	5.82	5.86	6.29	5.37	5.57
资产减值准备	350.1	389.3	-	-	-	PE(X)	53.0	257.8	57.8	25.9	23.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
财务费用	3.4	-37.1	-61.6	-78.5	-83.2	P/FCF	24.7	-62.9	21.9	18.9	15.1
投资损失	-57.6	-79.0	-46.4	-61.0	-62.1	P/S	1.8	2.4	2.6	2.2	2.0
少数股东损益	-11.9	-31.6	-43.4	-48.2	-28.2	EV/EBITDA	27.2	81.2	16.1	11.9	9.5
营运资金的变动	-562.2	-764.3	18.7	35.7	123.8	CAGR(%)	35.6%	276.1%	-44.3%	35.6%	276.1%
经营活动产生现金流量	186.9	306.2	275.5	629.4	811.3	PEG	1.5	0.9	-1.3	0.7	0.1
投资活动产生现金流量	-229.4	-517.8	104.5	-113.3	-2.3	ROIC/WACC	0.4	-0.1	0.3	1.3	1.6
融资活动产生现金流量	-244.6	-172.5	563.4	344.3	-94.6	REP	3.5	-19.4	3.5	1.1	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034