

公司研究/首次覆盖

2017年03月29日

机械设备/专用设备 II

投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 8.98  
合理价格区间(元): 9.88~11.40

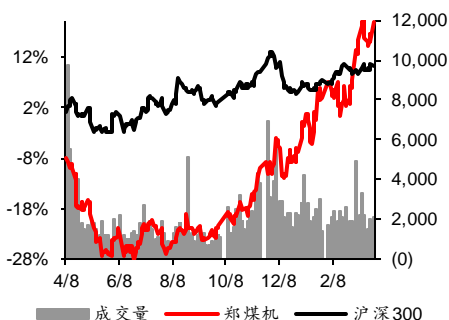
**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

**肖群稀** 执业证书编号: S0570512070051  
研究员 0755-82492802  
xiaoqunxi@htsc.com

**王宗超** 执业证书编号: S0570516100002  
研究员 010-63211166  
wangzongchao@htsc.com

**金榜** 021-28972092  
联系人 jinbang@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 煤机复苏弹性大，打造汽配第二主业

## 郑煤机(601717)

**煤价最坏时刻已过去，煤机行业进入筑底向上周期至少可持续至 2018 年**  
2016 年地产投资及新开工增速回暖，行业限产供给收缩，以及补库需求三方面共同推动煤价 6 月份之后进入上升通道，煤企全年实现利润 1090 亿元，同比上升 223.6%。我们认为 2017 年煤价中枢平稳，长协托底，煤企盈利能力可持续。考虑到固定投资变化滞后利润 9~15 个月，“黄金十年”之后存量煤机正进入更新周期，此轮煤机周期至少可持续至 2018 年。

### 产品布局于最大的更新细分市场，煤机主业触底反弹

郑煤机是我国液压支架龙头企业，2012 年行业高峰时期，实现收入 102 亿元，净利润 16 亿元。液压支架产值约占煤机核心综采设备 60%，市场空间最大。同时，龙头地位受益行业集中度提升，毛利率水平有望维持。严格执行 3 年期以上全额计提，行业回暖优质客户回款弹性较大。

### 收购亚新科打造第二主业，进军汽车零部件万亿市场

郑煤机以 22 亿元收购亚新科旗下 6 家零部件企业部分或全部股权，目前已完成收购资产过户。亚新科是第一家植根于中国的全球性汽车零部件集团，2015 年实现营业收入 24.55 亿元，归属净利润 1.70 亿元，分别占郑煤机营业收入、归母净利润的 54.42%和 403.66%。通过外延，公司正式切入万亿空间的汽车零部件领域，打造新增长极，优化业务结构，克服煤机业务强周期性，增强盈利能力和稳定性。至此，公司正式开启“高端智能装备+汽车零部件平台”双主业战略新纪元。

### 国企改革典范，员工持股彰显发展坚定信心

郑煤机作为国企改革的典范，多数管理层持有公司股权，充分调动了管理层的积极性。收购亚新科配套融资第一期员工持股计划，集资金总额上限 5736 万元，锁定期为 36 个月，彰显对公司发展前景坚定信心。

### 煤机复苏弹性最大，汽配第二主业渐入佳境，首次覆盖给予“买入”评级

考虑到 2017-2018 年煤机行业正进入筑底向上的反弹周期，郑煤机作为更新规模最大细分的龙头企业，将充分受益行业复苏。亚新科 2017 年开始并表，预计公司 2017-2019 年分别实现营业收入 76.51、88.83 和 100.49 亿元，分别实现净利润 6.53、7.44 和 8.04 亿元，考虑到股份增发摊薄，对应 EPS 分别为 0.38、0.43 和 0.46 元/股。17 年 A 股可比上市公司根据 Wind 一致预期估算行业平均估值为 32 倍，公司目前低于行业水平，我们看好公司“高端智能装备和汽车零部件平台”双主业战略，2017 年给予 PE 估值给予 26-30X，对应目标价为 9.88-11.40 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、煤炭价格跌回低位、设备投资不达预期、汽车零部件业务成长性不足。

公司基本资料

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(百万股)     | 1,732     |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,378     |
| 52 周内股价区间(元) | 5.45-9.00 |
| 总市值(百万元)     | 15,558    |
| 总资产(百万元)     | 11,748    |
| 每股净资产(元)     | 5.58      |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度      | 2015    | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,511   | 3,629   | 7,651  | 8,883  | 10,049 |
| +/-%      | (26.35) | (19.56) | 110.87 | 16.09  | 13.12  |
| 净利润(百万元)  | 42.20   | 62.00   | 653.00 | 744.24 | 803.72 |
| +/-%      | (79.43) | 46.92   | 953.27 | 13.97  | 7.99   |
| EPS(元)    | 0.02    | 0.04    | 0.38   | 0.43   | 0.46   |
| PE(倍)     | 368.68  | 250.94  | 23.82  | 20.90  | 19.36  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 郑煤机：中国领先的煤炭综采设备制造商.....                    | 4  |
| 煤价最坏的时刻已经过去，煤机主业触底反弹.....                  | 6  |
| 地产投资及新开工增速回暖，带动需求改善.....                   | 6  |
| 供给侧改革坚决，煤炭行业限产效果明显.....                    | 7  |
| 2016 年煤炭企业盈利能力改善.....                      | 8  |
| 叠加更新周期，煤机业绩反弹.....                         | 9  |
| 理论上 17-18 年进入存量更新周期.....                   | 10 |
| 煤企固定资产投资变化滞后利润总额 1 年左右，预计煤机市场即将进入上升周期..... | 10 |
| 液压支架是煤炭核心机械之一，更换规模最大.....                  | 11 |
| 行业集中度提升，公司毛利率水平有望维持.....                   | 12 |
| 会计制度严格，行业回暖优质客户回款弹性较大.....                 | 13 |
| 收购亚新科打造第二主业，进军汽车零部件万亿市场.....               | 14 |
| 交易双方已完成资产过户，煤机装备+汽车零部件双主业成形.....           | 14 |
| 亚新科：第一家植根于中国的全球性汽车零部件集团.....               | 14 |
| 并购标的收入及利润规模可观，近年业绩较为稳定.....                | 14 |
| 汽车零部件市场规模达 3 万亿元以上，乘用车下游市场潜力更大.....        | 15 |
| 具备民企式管理优势的国企改革典范.....                      | 17 |
| 盈利预测与投资评级.....                             | 18 |

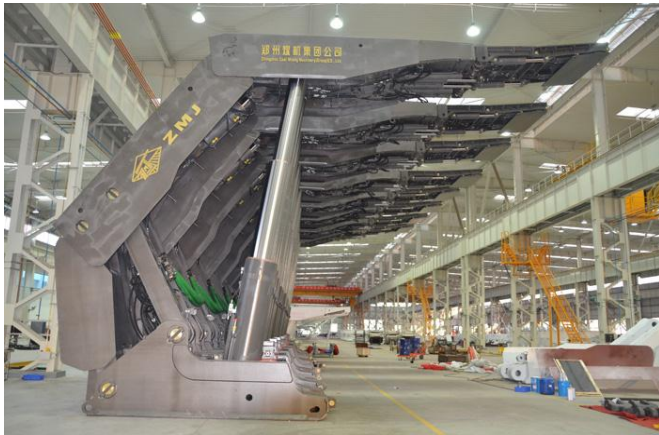
## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 郑煤机核心产品——液压支架 .....                      | 4  |
| 图表 2: 2016 年郑煤机“三机一架”产品收入结构 (不含配件) .....       | 4  |
| 图表 3: 郑煤机前十大股东一览 (截至 2017 年 3 月 22 日) .....    | 4  |
| 图表 4: 郑煤机历年营业收入及增速 .....                       | 5  |
| 图表 5: 郑煤机历年归母净利润及增速 .....                      | 5  |
| 图表 6: 郑煤机历年分业务营收占比 .....                       | 5  |
| 图表 7: 郑煤机历年公司及分业务毛利率 .....                     | 5  |
| 图表 8: 秦港 5500、吕梁柳林 4 号焦煤价格走势一览 .....           | 6  |
| 图表 9: 国内本年新开工总投资额、商品房销售额、房地产开发投资额的累计同比情况 ..... | 6  |
| 图表 10: 北方主要港口煤炭库存情况 (单位: 万吨) .....             | 7  |
| 图表 11: 国内当月原煤产量及同比增速情况 .....                   | 8  |
| 图表 12: 国内煤炭开采和洗选业营业收入累计值及同比增速 .....            | 8  |
| 图表 13: 国内煤炭开采和洗选业利润总额累计值及同比增速 .....            | 9  |
| 图表 14: 国内煤炭开采和洗选业应收账款净额及同比增速 .....             | 9  |
| 图表 15: 国内煤炭开采和洗选业历年固定资产投资完成额情况 (单位: 亿元) .....  | 10 |
| 图表 16: 煤炭开采和洗选业利润总额、固定资产投资完成额的累计同比变化情况 .....   | 11 |
| 图表 17: “三机一架”及综采设备工作组合一览 .....                 | 11 |
| 图表 18: “三机一架”产值分布情况 .....                      | 12 |
| 图表 19: 2016 年郑煤机收入构成 .....                     | 12 |
| 图表 20: 煤机行业前十大企业合计收入规模的行业占比情况 .....            | 12 |
| 图表 21: 2014 年液压支架市场主要制造商市占率分布情况 .....          | 13 |
| 图表 22: 郑煤机历年年末应收账款的坏账准备计提比例 .....              | 13 |
| 图表 23: 郑煤机应收账款账龄组合的账龄结构 (截至 2016 年报) .....     | 13 |
| 图表 24: 亚新科乘用车领域主要产品一览 .....                    | 14 |
| 图表 25: 亚新科商用车领域主要产品一览 .....                    | 14 |
| 图表 26: 公司与标的营收利润对比 (标的利润为对应收购权益的利润) .....      | 15 |
| 图表 27: 2015 年公司与标的资产规模对比 .....                 | 15 |
| 图表 28: 标的公司合计历年营收与利润情况 .....                   | 15 |
| 图表 29: 国内历年汽车零部件销售额及增速情况 .....                 | 16 |
| 图表 30: 国内历年乘用车与商用车市场规模及增速 .....                | 16 |
| 图表 31: 郑煤机主营业务收入 (亿元) .....                    | 18 |
| 图表 32: 可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测) .....  | 18 |
| 图表 33: 郑煤机历史 PE-Bands .....                    | 18 |
| 图表 34: 郑煤机历史 PB-Bands .....                    | 18 |

## 郑煤机：中国领先的煤炭综采设备制造商

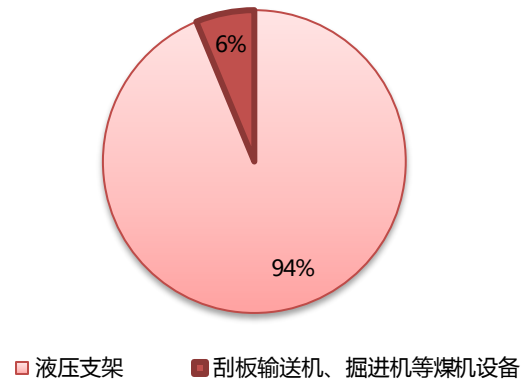
公司主要从事以液压支架、刮板机为主的煤矿综采设备的生产销售，是中国最大的液压支架制造商。其中公司液压支架业务始于1964年，目前国内市场占有率约30%，高端市场更是达到60%；

图表1：郑煤机核心产品——液压支架



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：2016年郑煤机“三机一架”产品收入结构（不含配件）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

收购亚新科后公司实际控制人仍为河南省国资委。完成亚新科收购后，总股本17.32亿，河南省国资委仍是实际控制人，股权占比30.08%，亚新科中国投成为公司第二大股东，股权占比5.38%。

图表3：郑煤机前十大股东一览（截至2017年3月22日）

|                  |                 |               |                |                               |                                    |                               |             |       |                               |
|------------------|-----------------|---------------|----------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|-------------|-------|-------------------------------|
| 河南机械装备投资集团有限责任公司 | 香港中央结算(代理人)有限公司 | 亚新科(中国)投资有限公司 | 中央汇金资产管理有限责任公司 | 中国工商银行股份有限公司-汇添富民营活力混合型证券投资基金 | YITAI GROUP (HONG KONG) CO LIMITED | 中国工商银行股份有限公司-汇添富价值精选混合型证券投资基金 | 全国社保基金一零九组合 | 李俊    | 交通银行股份有限公司-易方达科汇灵活配置混合型证券投资基金 |
| 30.08%           | 12.73%          | 5.38%         | 1.65%          | 1.44%                         | 1.29%                              | 1.21%                         | 1.11%       | 0.96% | 0.90%                         |

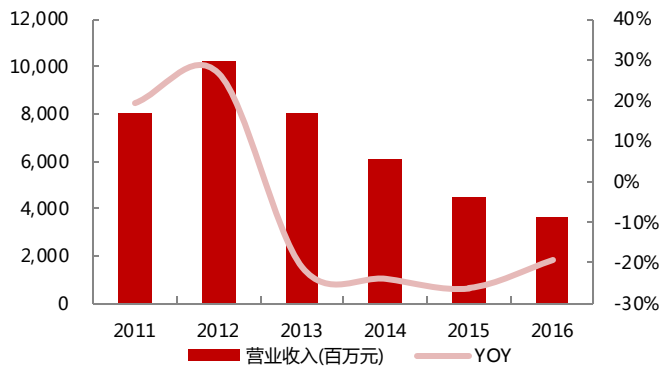
↓

**郑煤机**

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

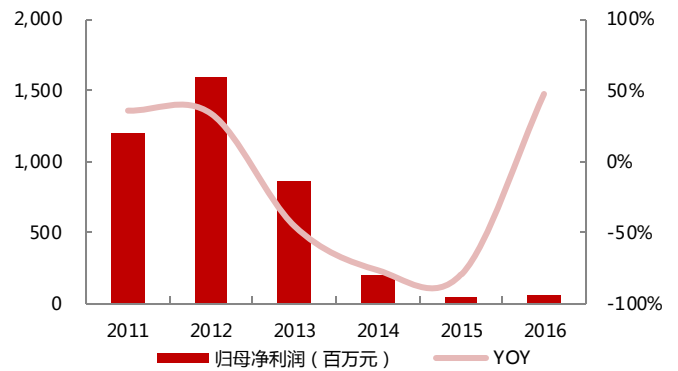
公司近两年业绩已探明底部。受宏观经济形势不景气、煤炭行业断崖式下滑、煤机行业产能过剩等因素影响，公司近五年营收逐年下滑。2015年公司实现营业收入45.11亿元，同比下降26.35%，归母净利润0.42亿元，同比下降79.43%；2016年公司实现营业收入36.29亿元，同比下降19.56%，归母净利润0.62亿元，同比上升46.92%。2016年公司在营收下滑的情况下已实现了归母净利润的触底回升，考虑到2016年以来煤炭价格回升对煤机行业复苏的潜在影响，我们认为公司业绩将在未来三年由行业底部进入向上周期。

图表4: 郑煤机历年营业收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

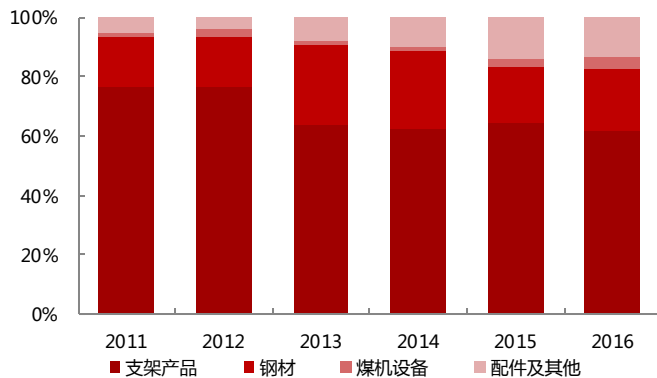
图表5: 郑煤机历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

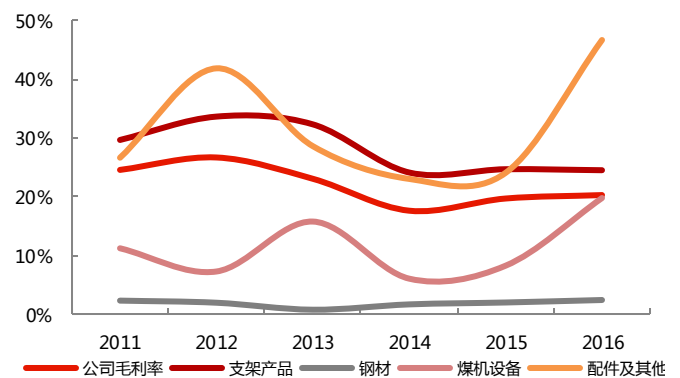
公司近三年毛利率小幅回升, 支架产品、配件业务对毛利率波动的影响较大。一方面, 由于核心产品液压支架的销售收入占比始终保持在 60%左右, 支架业务对整体毛利率水平影响较大, 两者近年波动趋势较为一致; 由于产业低谷期下游客户对配件的需求有所增加, 配件业务的占比和毛利率水平都逐年提高, 对公司毛利率提高起到了积极作用。此外, 煤机设备收入占比较低, 对公司影响不大; 钢材业务实际上对公司不贡献利润, 对整体毛利率始终带来负面影响。

图表6: 郑煤机历年分业务营收占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 郑煤机历年公司及分业务毛利率

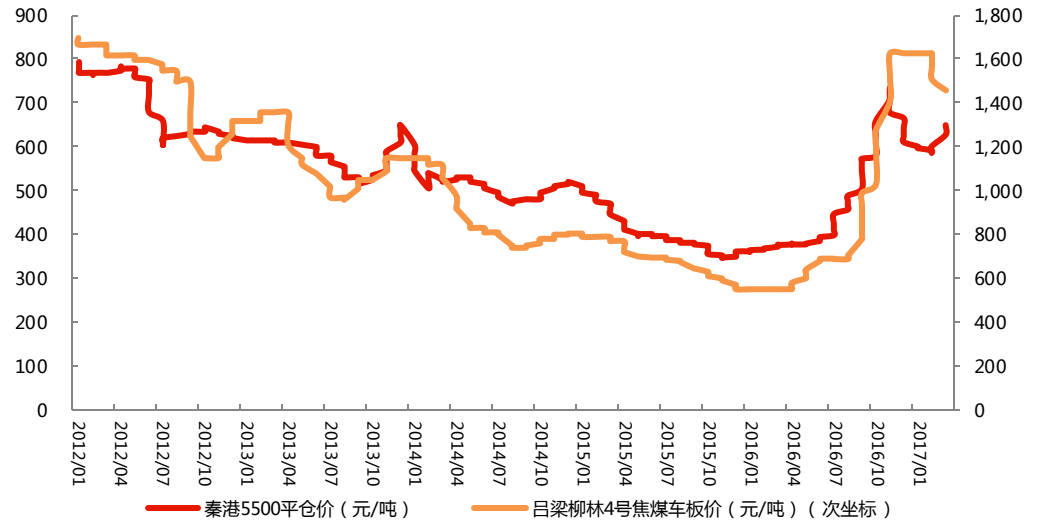


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 煤价最坏的时刻已经过去，煤机主业触底反弹

2016年下半年以来煤炭价格触底回升。2016年上半年煤炭价格延续前两年低迷走势，一直在低位徘徊，6月份之后煤炭价格开始进入上升通道，并于11月达到了近三年来历史高点，此后虽有小幅回落但依然在中期高位徘徊。

图表8: 秦港5500、吕梁柳林4号焦煤价格走势一览

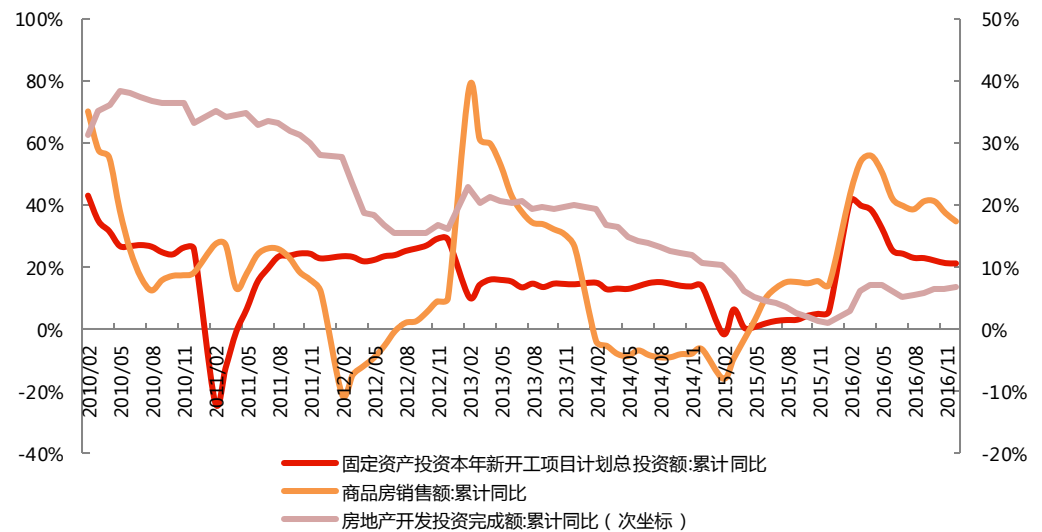


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 地产投资及新开工增速回暖，带动需求改善

2016年以来地产投资及新开工增速的回暖，带动煤炭的终端需求随之改善。新开工项目总投资在进入2016年之后快速增长，2月份一度达到40%以上的累计同比增速，2月份到5月份之间快速回落，5月份之后虽然继续平稳下降，全年仍实现了20.9%的同比增速。房地产销售和完成投资在进入2016年之后，与新开工项目总投资变化趋势基本相似，但房地产开发投资增长幅度较小，2016年全年商品房销售额、房地产投资完成额分别实现了34.80%、6.90%的同比增长。

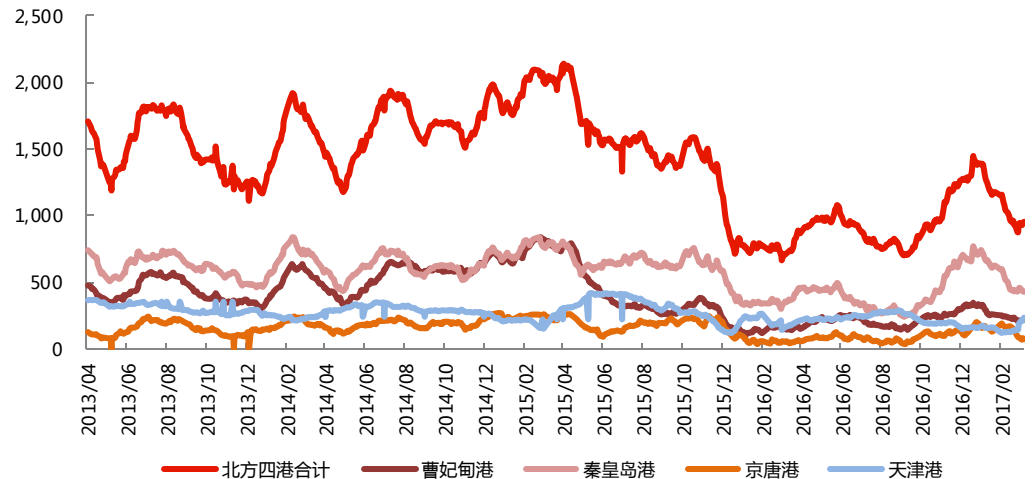
图表9: 国内本年新开工总投资额、商品房销售额、房地产开发投资额的累计同比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

此外，2016年上半年煤炭库存量处于近年低位，9月至年底补库需求持续释放。2016年1~4月之间，具有代表性的北方四港煤炭库存处于低位徘徊阶段，在4~6月夏季补库期小幅增长后继续下滑回到最低库存状态，直到2016年9月再次出现了一轮持续约4个月的煤炭补库存阶段。从下游钢厂、焦化厂的库存情况来看，2016年下半年同样出现了约持续4个月的补库阶段，与北方四港库存变化基本一致。

图表10：北方主要港口煤炭库存情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

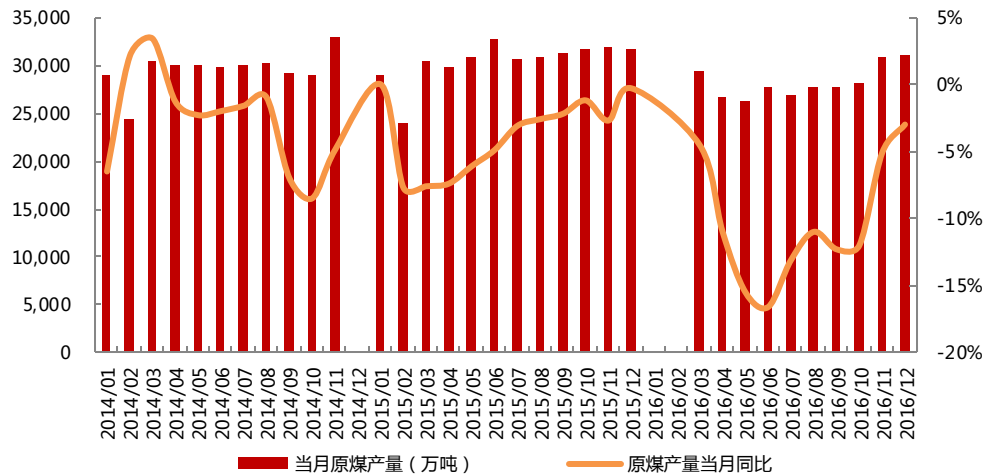
### 供给侧改革坚决，煤炭行业限产效果明显

2016年开始的3至5年我国有望再退出产能、减量重组各5亿吨左右。2016年2月1日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。《意见》指明的的工作目标是：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

同时，2016年5月煤炭去产能进入全面执行阶段，276天工作日制度严控煤企超产。5月份开始内蒙古、陕西和山西三大煤炭产地的煤炭减量生产政策严格执行，煤企去产能的积极性颇高，煤炭限产政策效果显现。

限产全面执行后煤炭供给向下运行。自《意见》实施以后中国原煤产量呈下降趋势，全年的当月产量均低于去年同期水平，在2016年6月，当月产量同比下滑幅度一度达到近年最大的16.60%，之后当月产量同比变化有所回升，但仍处于产量收缩的状态，2016年全年原煤产量同比下降9.4%，约33.42亿吨。

图表 11: 国内当月原煤产量及同比增速情况

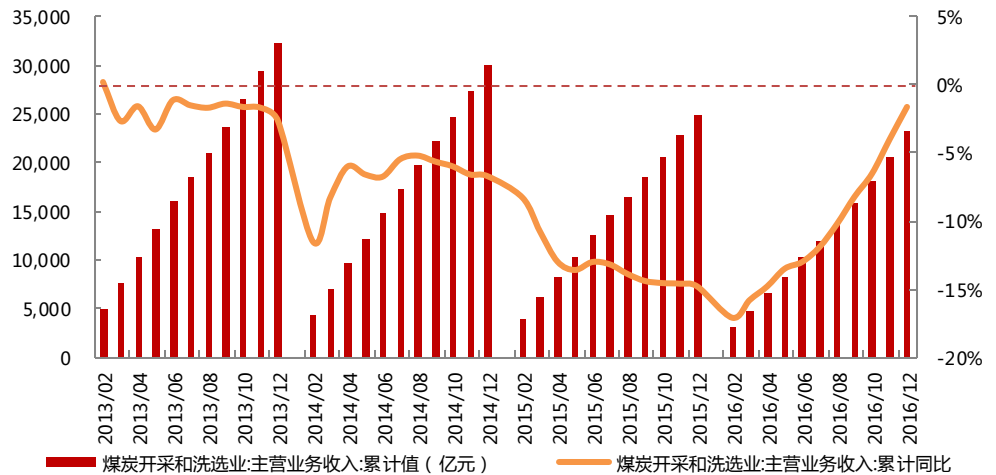


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 2016年煤炭企业盈利能力改善

2016年煤企营业收入下滑趋势大幅减缓,几乎触底止跌。2014~2015年国内煤炭开采和洗选业的营业收入累计值同比增速一路下滑,2014、2015全年营业收入下滑幅度分别达到7%、15%,自进入2016年以来,煤炭开采和洗选业的营业收入出现了明显的改善,累计值同比降幅逐月减小,全年营收实现23178亿元,仅下滑2%,相比于前两年的下滑趋势,2016年煤企营收即将进入触底止跌阶段。

图表 12: 国内煤炭开采和洗选业营业收入累计值及同比增速

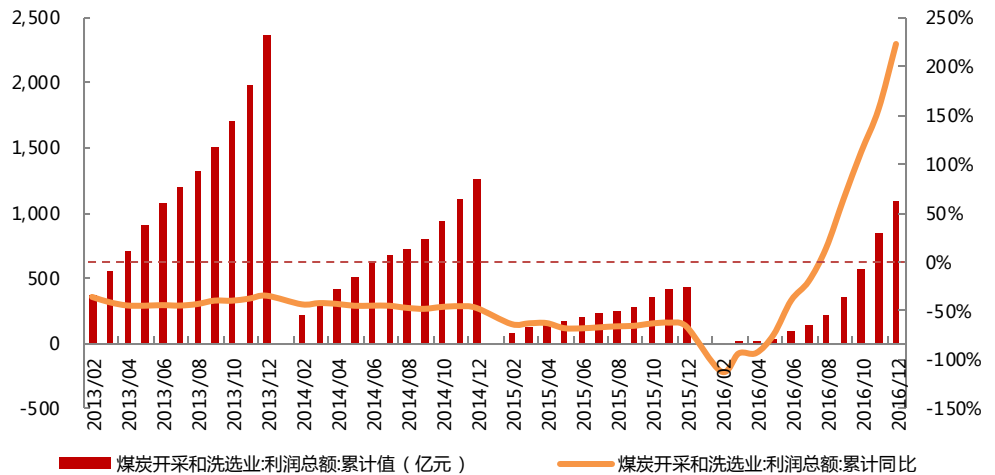


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2016年下半年煤企利润高速增长,全年涨幅超过200%。与营收变化趋势相似,2014~2015年国内煤炭开采和洗选业的利润总额下滑幅度逐年增大,然而自2016年8月开始,煤企利润累计值终于回归增长,此后增速逐月加大,2016年全年实现利润总额1090亿元,同比上升223.6%,煤企利润在煤价复苏时期已经表现出了强劲的增长趋势。



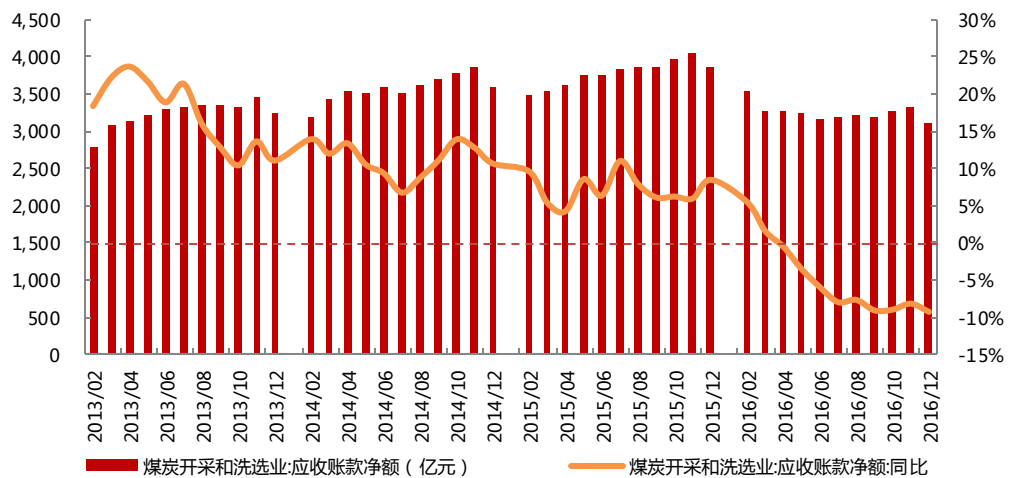
**图表 13: 国内煤炭开采和洗选业利润总额累计值及同比增速**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**煤企销售回款改善, 2016 年应收账款净额明显下降。**在煤炭价格回暖的行业背景下, 煤企的坏账情况也有了明显好转, 销售回款向好带动 2016 年行业应收账款净额近三年首次进入下滑通道, 年末净额约 3120 亿元, 同比下滑 9.2%, 应收账款是煤企资产质量的重要参考, 我们可以认为煤企经营状况出现了良好的复苏。

**图表 14: 国内煤炭开采和洗选业应收账款净额及同比增速**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**2017 年电煤中长期合同有助于稳定动力煤价格。**2016 年末, 神华集团、中煤集团与五大央企发电集团 (中国华能集团、中国大唐集团、中国华电集团、中国国电集团、中国电力投资集团) 陆续签订了 2017 年电煤中长期合同, 合同在锁定资源数量的同时, 建立了 5500 大卡动力煤以 535 元/吨为基础价格、随市场变化合理分担价格波动的调整机制, 按月对合同进行调整。五大发电集团总装机容量、火电量、电煤消耗量目前均占全国的 44% 左右, 发电巨头达成一致的长协价格对稳定动力煤价格构成了比较坚实的保障。

### 叠加更新周期, 煤机业绩反弹

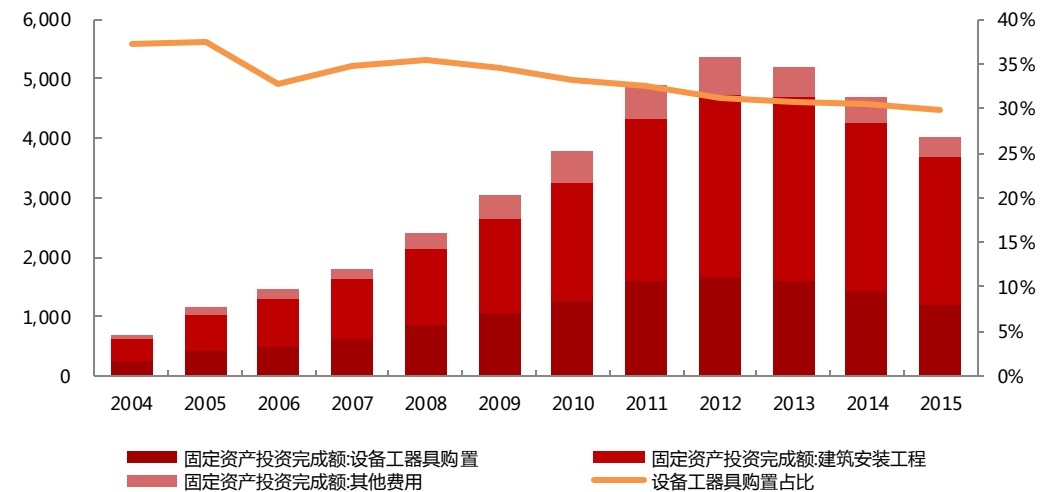
煤炭机械行业市场需求可以按照煤炭企业的不同需求而分为更新、新增、改造三类: 1) 传统煤矿大量的存量煤机进入淘汰期而产生的更新需求; 2) 新建改建扩建的产能所带来的新增煤机需求; 3) 为保障采煤安全高效而进行传统煤矿升级改造所引发的煤机改造需求。

### 理论上 17-18 年进入存量更新周期

**2012 年是煤炭行业的历史投资高峰。**在 2002~2012 年煤炭行业的“黄金十年”中，行业固定投资规模逐年放量增长，2012 年突破 5000 亿元达到历史高点。在行业固定资产投资中，以煤机设备为代表的设备购置投资占比在 30~40% 之间波动，2012 年投资完成规模达到近 1700 亿元。

**2017~2018 年历史高峰产生的存量煤机进入更新周期，更新需求空间可观。**煤炭机械上一轮投资高峰发生于 2010~2012 年，按照常规煤炭机械 5~7 年的生命周期计算，2017~2018 年正处于上一轮煤机销售高峰的更新周期。2010~2012 年三年设备工器具购置投资合计完成额达 4500 亿元，可见本轮更新需求将孕育规模可观的煤机市场。

图表 15: 国内煤炭开采和洗选业历年固定资产投资完成额情况 (单位: 亿元)

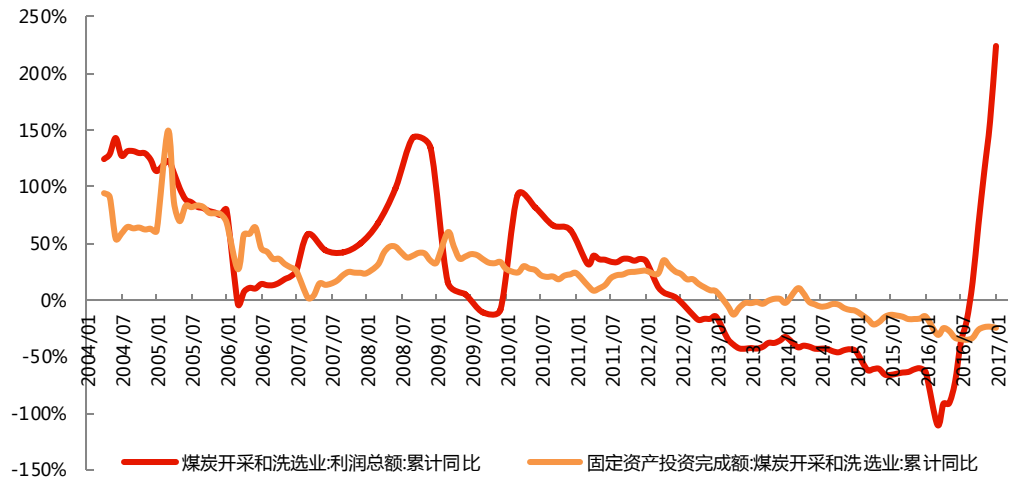


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 煤企固定资产投资变化滞后利润总额 1 年左右，预计煤机市场即将进入上升周期

**数据规律: 固定资产投资变化滞后利润总额 1 年左右 (9~15 个月)，且弹性相对较小。**回顾煤炭开采和洗选业的利润总额、固定资产投资完成额的累计同比变化情况，我们可以发现两组数据的变化趋势有着较大的相似性，利润与固定投资的同比变化在 2006、2007 年的一季度分别触及零点后触底反弹，分别于 2008、2009 年相继达到高点，此后又于 2012、2013 年先后跌破零点进入下滑通道，固定资产投资几乎以 9~15 个月为间隔保持着对利润的追踪；此外，虽然变化趋势相似，但固定资产投资变动幅度明显小于利润波动，不足利润波动幅度的 50%。

**图表 16: 煤炭开采和洗选业利润总额、固定资产投资完成额的累计同比变化情况**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**液压支架是煤炭核心机械之一，更换规模最大**

综合采掘设备是煤炭大规模开采的核心设备，主要由“三机一架”构成：掘进机、采煤机、刮板输送机和液压支架。目前大型煤矿的采掘均普遍采用煤炭综合机械化开采，通过掘进机、采煤机、刮板输送机、液压支架的相互配合完成采煤、运煤的过程，具有安全程度高、单产高、经济效益好、人工劳动强度低等特点。随着煤矿向大型化方向发展，综采设备将在煤机设备固定投资中占据越来越重要的地位。

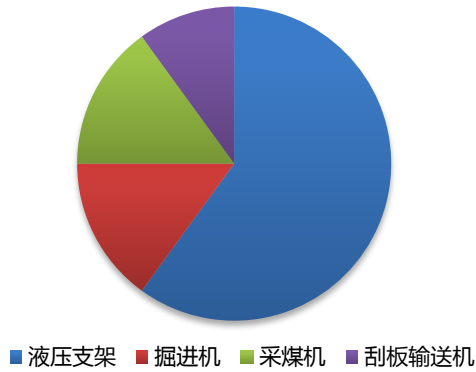
**图表 17: “三机一架”及综采设备工作组合一览**



资料来源: 公司官网, 林州重机, 华泰证券研究所

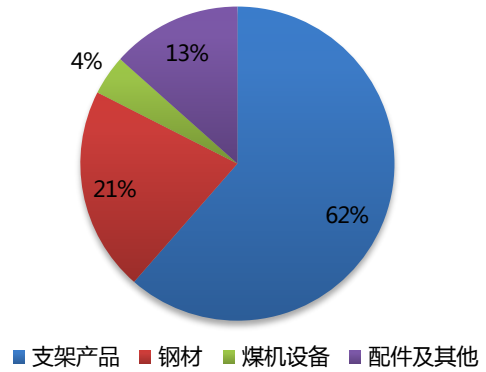
液压支架产值规模约占“三机一架”的 60%，行业复苏期市场空间位居首位。根据大型煤矿综合采掘的技术特点，通常每个矿井需要一台挖煤机、一台掘进机、一条刮板输送机以及百余台液压支架等设备。从行业产值上来看，“三机一架”综采设备大约占整个煤炭机械产值的 60%~75%，而液压支架占“三机一架”的产值比重约为 60%，掘进机、采煤机、刮板输送机分别约占 10%~15%左右不等。

图表 18: “三机一架”产值分布情况



资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

图表 19: 2016 年郑煤机收入构成

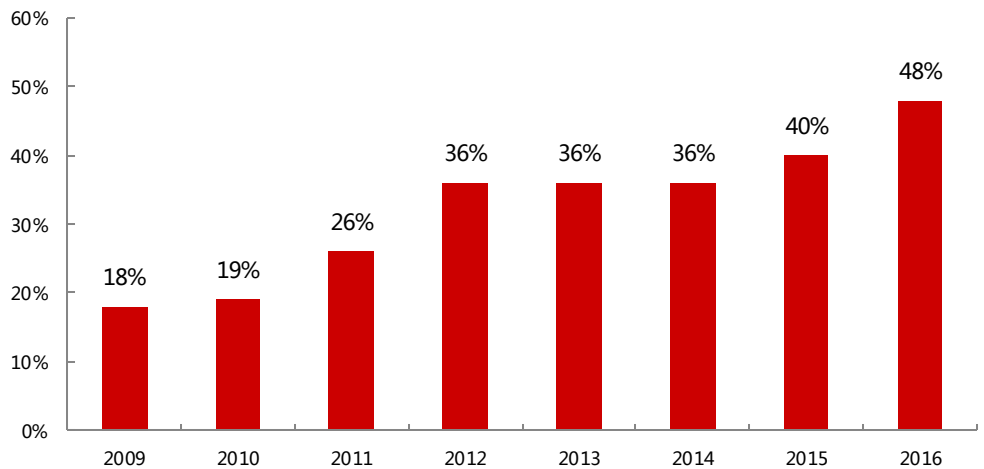


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 行业集中度提升, 公司毛利率水平有望维持

近三年煤机行业市场集中度提升趋势显著, 十大企业已占半壁江山。煤机行业在 2012 年前的黄金时期数量众多, 体量分布广, 行业竞争激烈, 但在过去的八年中前十大企业收入占比由 2009 年的 18% 提高到了 2016 年的 48%, 可见行业龙头的地位日渐凸显, 而中小企业在产业低谷期成为清除过剩产能的主要对象已退出市场。市场集中度的不断提高是行业结构调整的关键, 煤机行业过剩产能正逐步消除, 有利于企业提高盈利能力和抵御市场风险的能力。

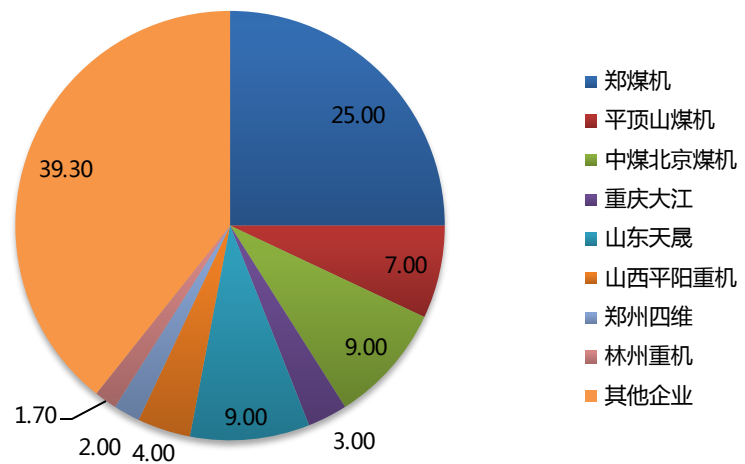
图表 20: 煤机行业前十大企业合计收入规模的行业占比情况



资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

液压支架产品以 30% 的国内市占率领跑全行业, 其他各竞争者份额均不足 10%, 近年来竞争格局固化。在高端产品领域, 公司市场占有率更是高达 60%。公司不仅拥有覆盖国内全部产煤区的销售网络, 与淮南等多个煤业集团建立了长期的战略合作关系, 还成功开发俄罗斯、印度、土耳其、越南等国际市场。此外全国布局的“煤机 4S”维修服务中心, 辐射全国各重点销售区域, 也正逐步实现用户服务工作的网络化、本地化、专业化。

图表 21: 2014 年液压支架市场主要制造商市占率分布情况

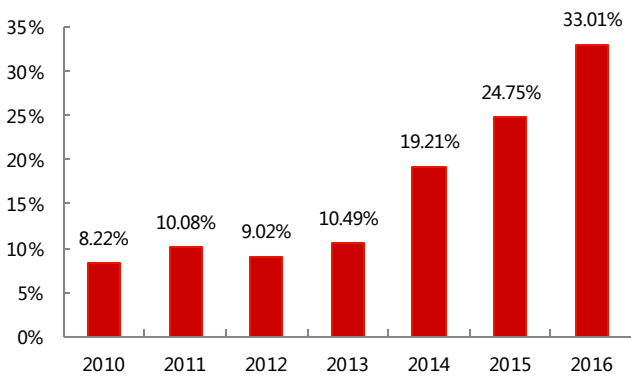


资料来源: 中国煤机协会, 华泰证券研究所

**会计制度严格, 行业回暖优质客户回款弹性较大**

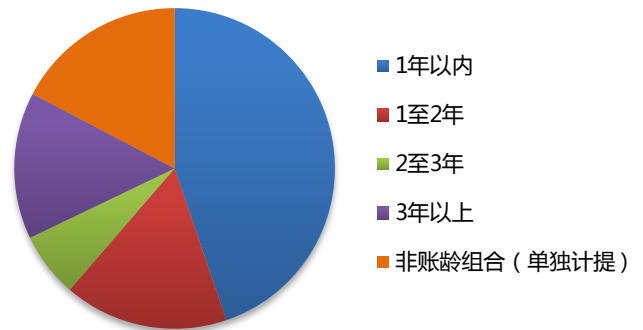
应收账款以 2 年内账龄为主, 结构较为健康。在最近一次披露的应收账款账龄结构中, 公司 1 年内应收账款占比约为 45%, 而 2 年以内应收账款占比达到 60%, 3 年以上长期应收账款和单独计提的其他组合合计占比约为 30%。因此公司应收账款结构以短期为主, 资产负债表应收账款质量有较好的保证。

图表 22: 郑煤机历年年末应收账款的坏账准备计提比例



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 23: 郑煤机应收账款账龄组合的账龄结构 (截至 2016 年报)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 收购亚新科打造第二主业，进军汽车零部件万亿市场

并购拓展第二主业——汽车零部件制造，产业转型迈出实质性步伐。随着全球经济结构调整及产业内部结构调整，中国经济转型升级步伐加快，借助境内外投融资平台，公司积极寻求其他产业的潜在机遇，通过并购重组探索第二主业，开辟新的收入、利润增长源。公司目前已完成发行股份及支付现金方式收购亚新科旗下6家汽车零部件企业，并募集配套资金。该项目完成后，公司将进入汽车零部件制造领域，实现煤机装备和汽车零部件双主业驱动，有利于增强公司盈利能力、提升公司核心竞争力。

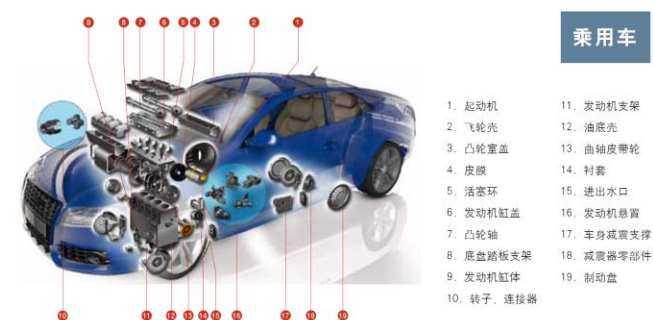
### 交易双方已完成资产过户，煤机装备+汽车零部件双主业成形

截至2017年3月4日，本次并购交易资产已完成过户。郑煤机本次重组的交易对方为Axle ATL、亚新科中国投、亚新科技术（香港）、亚新科技术（开曼）。收购方案以22亿元交易对价购买亚新科凸轮轴63%股权、亚新科双环63%股权、亚新科仪征铸造70%股权、亚新科山西100%股权、亚新科NVH100%股权、CACGI100%股权。本次资产交易的支付方式为非公开发行A股股票及现金，其中股票对价对应的交易金额为5.5亿元，现金对价对应的交易金额为16.5亿元。标的资产于2015年实现归母净利润1.70亿，拥有包括康明斯、潍柴、长安集团、上海大众在内的优质客户，下游需求较为稳定。

### 亚新科：第一家植根于中国的全球性汽车零部件集团

亚新科集团创始于1994年，现在已经成为中国最大的、独立的零部件制造集团之一，年销售额达4亿多美元，为中国乃至全球的汽车市场提供具有竞争性价格和高品质零部件产品。亚新科集团约有70%的销售面向中国客户，其余30%销往美国、欧洲和日本的客户。亚新科集团是第一家植根于中国的全球性零部件集团。由于在中国和全球汽车领域所拥有的独特定位，集团成为了业内极具吸引力的领先企业，与日本活塞环公司，瑞典瀚德公司和美国卡特彼勒公司等形成了良好的战略合作关系。

图表24：亚新科乘用车领域主要产品一览



资料来源：亚新科官网，华泰证券研究所

图表25：亚新科商用车领域主要产品一览

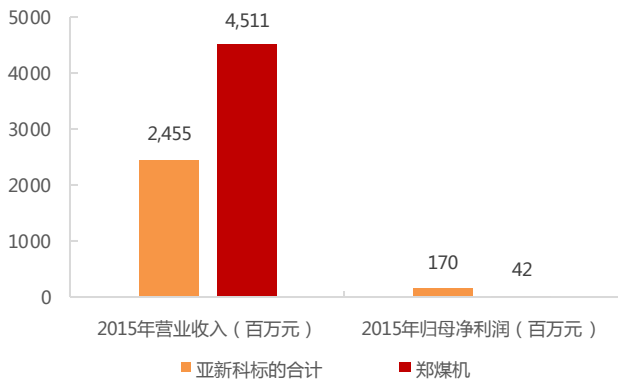


资料来源：亚新科官网，华泰证券研究所

### 并购标的收入及利润规模可观，近年业绩较为稳定

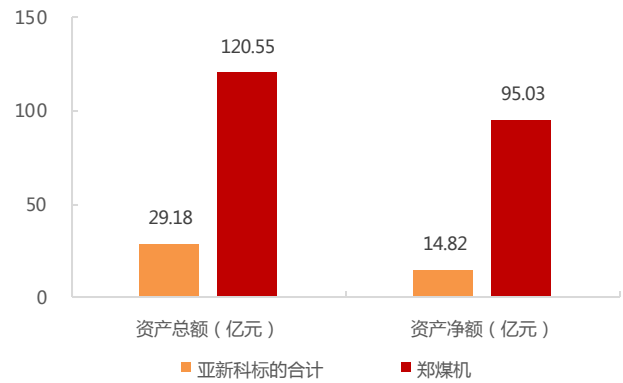
收购权益对应的2015年利润高达上市公司4倍，公司盈利能力有望显著提高。2015年标的公司合计实现营业收入24.55亿元，归属于拟收购业务权益所有人的净利润1.70亿元，分别占上市公司营业收入、归母净利润的54.42%和403.66%；2015年标的公司合计资产总额为29.18亿元，资产净额为14.82亿元，分别为上市公司的24.21%和23.15%。本次产业整合完成后，上市公司将在业务规模、盈利水平方面得到大幅提升，标的公司将给上市公司后续发展注入新的发展动力，预期能为投资者带来更丰厚、稳定的回报。

**图表 26: 公司与标的营收利润对比 (标的利润为对应收购权益的利润)**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

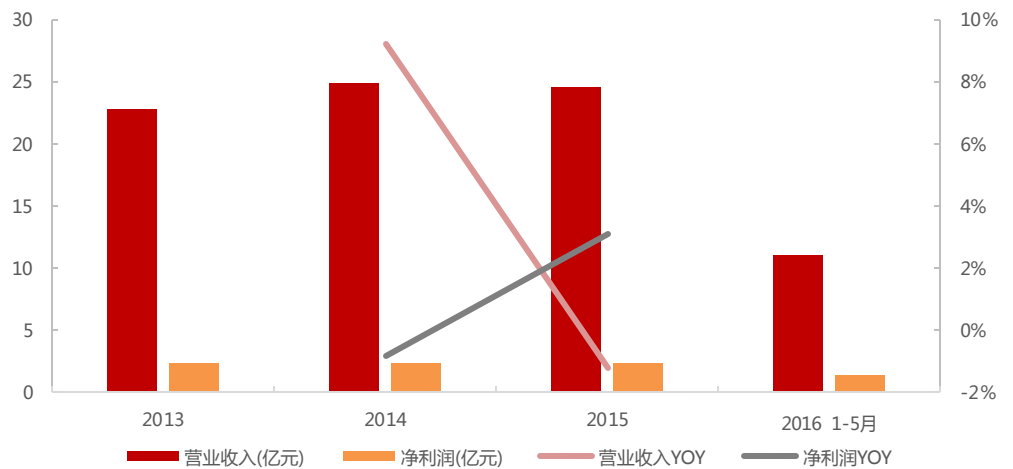
**图表 27: 2015 年公司与标的资产规模对比**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**汽车零部件业务收入及利润波动较小, 提高公司业绩稳定性, 更好抵御行业周期。**郑煤机在下游煤炭行业去产能、煤机行业产能普遍过剩的背景下, 业绩波动较大, 需要调整主营业务结构, 寻找新的稳健的利润增长点。汽车零部件行业相较于煤机行业抗周期能力更强, 经营情况更为稳健。本次重组的标的公司在汽车制造业有良好的市场声誉, 在产品研发、生产管理、渠道建设、人力资源开发以及国际化方面有长期积累的宝贵经验以及独特优势, 同时具有较强的盈利能力, 有助于优化上市公司的业务结构, 增强盈利能力和稳定性, 带来新的利润增长点。

**图表 28: 标的公司合计历年营收与利润情况**

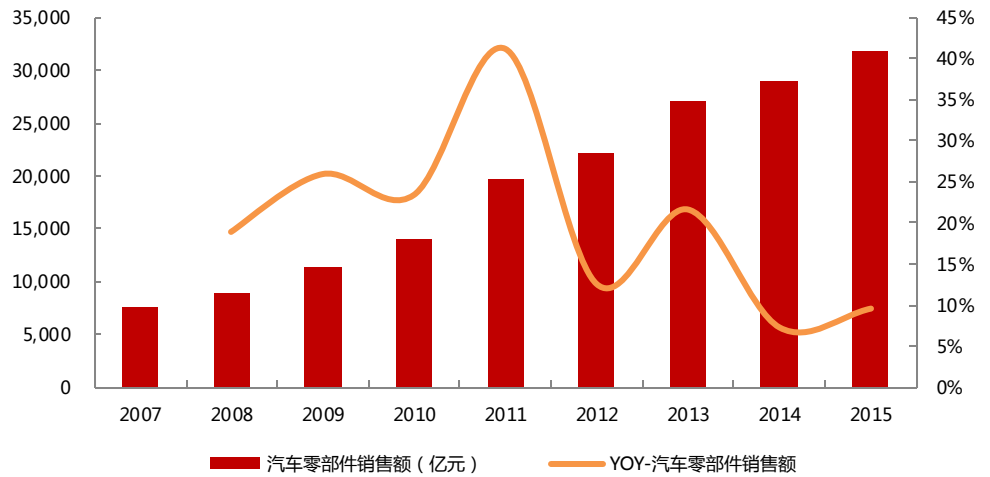


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**汽车零部件市场规模达 3 万亿元以上, 乘用车下游市场潜力更大**

我国汽车零部件市场规模逐年扩大, 2015 年首超 3 万亿元, 2011~2015 年复合年增长率达 13%。汽车零部件是汽车工业发展的基础, 产值约占整车产值的 50%~70%。2011 年以前, 在整车行业高速发展的带动下, 我国汽车零部件行业市场规模处于飞速发展阶段, 2011 年同比增长一度突破 40%。虽然近年来汽车零部件市场规模增速出现了一定程度上的下滑, 但仍保持持续增长, 于 2015 年突破 3 万亿元规模, 汽车零部件市场空间可观, 前景光明。

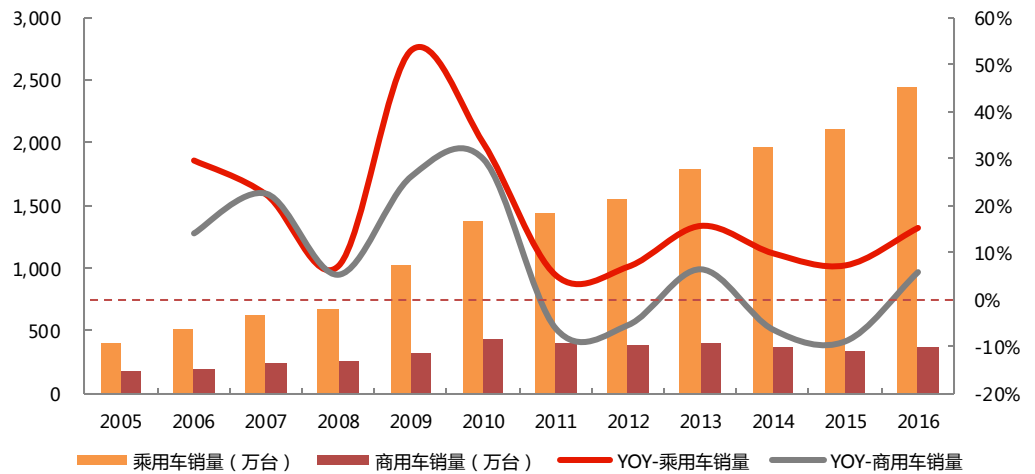
**图表 29: 国内历年汽车零部件销售额及增速情况**



资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

乘用车市场的高速扩张有望成为未来汽车零部件产业增长的驱动力。从2010年开始,我国商用车市场整体进入成熟期,市场销量不断下滑,特别是重卡销量从2010年的100万辆下跌到2015年的53万辆,16年略微回升至77万辆;轻卡、微卡市场规模相对稳定,下降幅度较小;商用车近5年销量下滑约15%。但乘用车市场增速则较为客观,2011~2016年复合增长率达11%,乘用车已成为汽车市场扩张的主要力量。根据通用汽车预测,2020年中国乘用车市场规模有望达到3000万辆以上,即2016年销量基础上再增长20%以上。持续增长的乘用车规模必将为汽车零部件制造业带来庞大的需求,公司第二主业所处行业具备非常大的拓展潜力。

**图表 30: 国内历年乘用车与商用车市场规模及增速**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



## 具备民企式管理优势的国企改革典范

郑煤机作为国企改革的典范，既拥有国企先进的技术，又拥有民企一样的管理优势，在同业竞争中拥有较大的优势。

公司治理市场化是郑煤机的核心发展战略之一。近年来，郑煤机在体制机制方面做了大胆的探索和实践，公司治理水平有了明显的改善，朝着市场化方向进一步深化体制机制改革：

- 1) 以“发展混合所有制经济”为契机，进一步优化股权结构，提升公司治理水平；
- 2) 建立市场化运作的董事会，让董事会成为公司的治理平台、资本意志表达和决策的平台；
- 3) 推行企业高级管理人员的任期制契约化管理，推广职业经理人制度，探索干部、员工市场化的薪酬、激励、考核、约束机制。

和多数国企不同，郑煤机的多数管理层持有公司股权，充分调动了管理层的积极性。

公司员工持股计划有望在产业复苏期充分调动企业管理层和员工的积极性，加快公司业绩进入上升周期。目前郑煤机完成员工持股计划，员工持股计划参加对象包括董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员共 17 人和公司及下属企业的中层管理人员，以及公司及下属企业对公司发展有较为突出贡献的员工共 337 人。认购价 8.68 元/股，存续期为 48 个月，锁定期为 36 个月。本次持股计划有望为公司健全长期、有效的激励约束机制，提高员工的凝聚力和公司竞争力，有效调动员工的积极性和创造性，从而促进公司长期、持续、健康发展。

## 盈利预测与投资评级

考虑到 2017-2018 年煤机行业正进入筑底向上的反弹周期，郑煤机作为核心综采设备中规模最大的液压支架龙头企业，将充分受益行业复苏。并购亚新科进军汽车零部件万亿市场，看好公司“高端智能装备和汽车零部件平台”双主业战略。亚新科 2017 年开始并表，假设公司三费率基本稳定（2017-19 年管理费用率 4.5%、4%、4%；管理费用率 8.5%、8%、7.7%），预计公司 2017-2019 年分别实现营业收入 76.51、88.83 和 100.49 亿元，分别实现净利润 6.53、7.44 和 8.04 亿元，考虑到股份增发摊薄，对应 EPS 分别为 0.38、0.43 和 0.46 元/股。

图表 31: 郑煤机主营业务收入 (亿元)

|         |     | 2016A   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 煤机业务    | 收入  | 34.72   | 48.71  | 57.78  | 66.24  |
|         | YOY | -20.91% | 40.30% | 18.62% | 14.64% |
|         | 毛利率 | 22.79%  | 23.59% | 24.02% | 24.37% |
| 汽车零部件业务 | 收入  | --      | 27.80  | 31.05  | 34.24  |
|         | YOY | --      | 8.87%  | 11.67% | 10.30% |
|         | 毛利率 | --      | 27.66% | 27.57% | 27.51% |
| 合计      | 收入  | 34.72   | 76.51  | 88.83  | 100.49 |
|         | YOY | -20.91% | 23.77% | 16.09% | 13.12% |
|         | 毛利率 | 22.79%  | 25.07% | 25.26% | 25.44% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

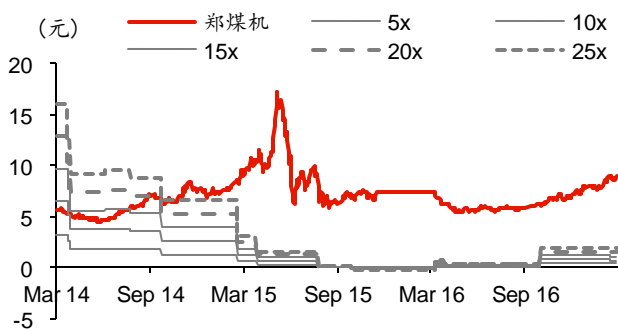
目前 A 股可比上市公司主要包括天地科技、林州重机、兖洛卡和创力集团等，根据 Wind 一致预期估算可比上市平均估值为 17 年 32 倍，公司低于行业水平，看好公司“高端智能装备和汽车零部件平台”双主业战略，2017 年 PE 估值给予 26-30X，目标价为 9.88-11.40 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32: 可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

| 股票代码      | 股票简称 | 收盘价 (元) | EPS   |       |       |       | P/E  |       |       |       | PB 当前 |
|-----------|------|---------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |         | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |       |
| 600582.SH | 天地科技 | 5.51    | 0.30  | 0.26  | 0.35  | 0.41  | 19   | 21    | 16    | 13    | 1.68  |
| 002535.SZ | 林州重机 | 7.12    | -0.48 | 0.03  | 0.13  | 0.19  | -15  | 237   | 55    | 37    | 1.93  |
| 603012.SH | 创力集团 | 10.14   | 0.40  | 0.18  | 0.39  | 0.52  | 26   | 57    | 26    | 20    | 2.68  |
| 平均值       |      |         |       |       |       |       | 10   | 105   | 32    | 24    | 2.10  |
| 601717.SH | 郑煤机  | 8.98    | 0.03  | 0.04  | 0.38  | 0.43  | 299  | 180   | 24    | 21    | 1.61  |

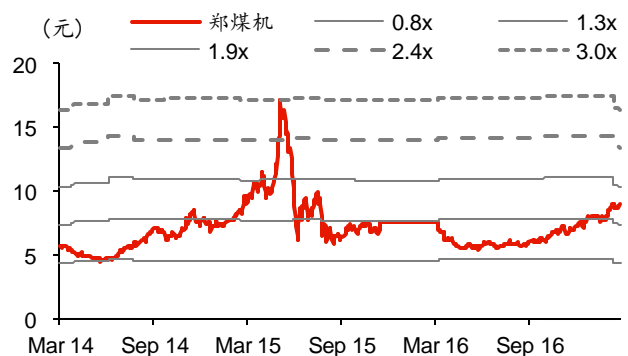
资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2017年3月28日

图表 33: 郑煤机历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 34: 郑煤机历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

宏观经济下行、煤炭价格跌回低位、设备投资不达预期、汽车零部件业务成长性不足。

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度(百万元) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 8,849  | 8,962  | 13,910 | 16,432 | 18,192 |
| 现金        | 2,289  | 2,936  | 2,936  | 2,936  | 2,936  |
| 应收账款      | 3,135  | 2,207  | 5,675  | 7,290  | 8,306  |
| 其他应收账款    | 17.12  | 98.39  | 107.06 | 158.87 | 224.50 |
| 预付账款      | 52.33  | 227.86 | 237.10 | 297.87 | 412.12 |
| 存货        | 1,176  | 827.79 | 1,716  | 2,014  | 2,220  |
| 其他流动资产    | 2,179  | 2,665  | 3,239  | 3,736  | 4,093  |
| 非流动资产     | 3,206  | 2,786  | 2,510  | 2,477  | 2,365  |
| 长期投资      | 422.81 | 431.42 | 425.02 | 426.78 | 426.97 |
| 固定资产投资    | 1,442  | 1,359  | 1,232  | 1,094  | 951.95 |
| 无形资产      | 394.02 | 327.42 | 346.34 | 385.35 | 444.32 |
| 其他非流动资产   | 946.75 | 668.19 | 507.00 | 570.67 | 541.26 |
| 资产总计      | 12,055 | 11,748 | 16,421 | 18,909 | 20,557 |
| 流动负债      | 2,395  | 1,962  | 5,832  | 7,554  | 8,369  |
| 短期借款      | 0.00   | 0.00   | 2,100  | 3,313  | 3,583  |
| 应付账款      | 1,189  | 1,139  | 2,070  | 2,506  | 2,767  |
| 其他流动负债    | 1,206  | 822.70 | 1,661  | 1,734  | 2,019  |
| 非流动负债     | 37.21  | 27.44  | 36.69  | 33.78  | 32.64  |
| 长期借款      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动负债   | 37.21  | 27.44  | 36.69  | 33.78  | 32.64  |
| 负债合计      | 2,432  | 1,989  | 5,868  | 7,588  | 8,401  |
| 少数股东权益    | 119.89 | 84.36  | 69.36  | 94.36  | 124.36 |
| 股本        | 1,621  | 1,621  | 1,732  | 1,732  | 1,732  |
| 资本公积      | 3,493  | 3,513  | 3,558  | 3,558  | 3,558  |
| 留存公积      | 4,390  | 4,439  | 5,193  | 5,937  | 6,741  |
| 归属母公司股    | 9,503  | 9,674  | 10,483 | 11,227 | 12,031 |
| 负债和股东权益   | 12,055 | 11,748 | 16,421 | 18,909 | 20,557 |

### 现金流量表

| 会计年度(百万元) | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E   | 2019E    |
|-----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 经营活动现金    | 306.22   | 528.35   | (2,322)  | (1,102) | (76.16)  |
| 净利润       | 10.61    | 36.65    | 638.00   | 769.24  | 833.72   |
| 折旧摊销      | 180.73   | 175.39   | 155.27   | 156.43  | 157.11   |
| 财务费用      | (81.00)  | (101.32) | (43.11)  | 80.64   | 136.00   |
| 投资损失      | (79.02)  | (40.18)  | (36.00)  | (30.00) | (11.00)  |
| 营运资金变动    | (108.79) | 214.46   | (2,676)  | (1,985) | (1,103)  |
| 其他经营现金    | 383.70   | 243.35   | (360.66) | (93.11) | (88.78)  |
| 投资活动现金    | (517.79) | 28.82    | 23.25    | (29.89) | (57.39)  |
| 资本支出      | 30.09    | 6.73     | 0.42     | 0.08    | (0.19)   |
| 长期投资      | 478.00   | 18.24    | (17.66)  | 9.81    | (1.42)   |
| 其他投资现金    | (9.69)   | 53.79    | 6.00     | (20.00) | (59.00)  |
| 筹资活动现金    | (172.51) | 65.64    | 2,299    | 1,132   | 133.55   |
| 短期借款      | (97.17)  | 0.00     | 2,100    | 1,213   | 269.54   |
| 长期借款      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00     |
| 普通股增加     | 0.00     | 0.00     | 111.35   | 0.00    | 0.00     |
| 资本公积增加    | 25.00    | 19.97    | 44.30    | 0.00    | 0.00     |
| 其他筹资现金    | (100.34) | 45.67    | 43.18    | (80.69) | (136.00) |
| 现金净增加额    | (357.09) | 660.07   | 0.00     | 0.00    | 0.00     |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

| 会计年度(百万元) | 2015    | 2016     | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|-----------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 营业收入      | 4,511   | 3,629    | 7,651   | 8,883  | 10,049 |
| 营业成本      | 3,622   | 2,892    | 5,733   | 6,639  | 7,492  |
| 营业税金及附加   | 32.10   | 41.41    | 87.32   | 101.38 | 114.68 |
| 营业费用      | 214.90  | 187.96   | 344.31  | 355.31 | 401.94 |
| 管理费用      | 398.85  | 384.12   | 650.37  | 710.62 | 773.74 |
| 财务费用      | (81.00) | (101.32) | (43.11) | 80.64  | 136.00 |
| 资产减值损失    | 389.32  | 237.68   | 150.00  | 120.00 | 140.00 |
| 公允价值变动收益  | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益     | 79.02   | 40.18    | 36.00   | 30.00  | 11.00  |
| 营业利润      | 13.97   | 27.25    | 765.19  | 905.98 | 1,001  |
| 营业外收入     | 18.23   | 15.55    | 6.00    | 24.00  | 6.00   |
| 营业外支出     | 1.84    | 5.42     | 3.63    | 4.52   | 4.08   |
| 利润总额      | 30.37   | 37.38    | 767.56  | 925.46 | 1,003  |
| 所得税       | 19.76   | 0.74     | 129.56  | 156.22 | 169.31 |
| 净利润       | 10.61   | 36.65    | 638.00  | 769.24 | 833.72 |
| 少数股东损益    | (31.59) | (25.35)  | (15.00) | 25.00  | 30.00  |
| 归属母公司净利润  | 42.20   | 62.00    | 653.00  | 744.24 | 803.72 |
| EBITDA(倍) | 113.70  | 101.32   | 877.36  | 1,143  | 1,294  |
| EPS(元)    | 0.03    | 0.04     | 0.38    | 0.43   | 0.46   |

### 主要财务比率

| 会计年度(%)       | 2015    | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力          |         |         |        |        |        |
| 营业收入          | (26.35) | (19.56) | 110.87 | 16.09  | 13.12  |
| 营业利润          | (93.53) | 95.09   | 2,708  | 18.40  | 10.50  |
| 归属母公司净利润      | (79.43) | 46.92   | 953.27 | 13.97  | 7.99   |
| 获利能力(%)       |         |         |        |        |        |
| 毛利率           | 19.71   | 20.31   | 25.07  | 25.26  | 25.44  |
| 净利率           | 0.94    | 1.71    | 8.53   | 8.38   | 8.00   |
| ROE           | 0.44    | 0.64    | 6.23   | 6.63   | 6.68   |
| ROIC          | (0.37)  | (1.29)  | 6.98   | 7.77   | 8.11   |
| 偿债能力          |         |         |        |        |        |
| 资产负债率(%)      | 20.18   | 16.93   | 35.74  | 40.13  | 40.87  |
| 净负债比率(%)      | 0       | 0       | 35.79  | 43.66  | 42.64  |
| 流动比率          | 3.69    | 4.57    | 2.39   | 2.18   | 2.17   |
| 速动比率          | 3.19    | 4.12    | 2.08   | 1.90   | 1.90   |
| 营运能力          |         |         |        |        |        |
| 总资产周转率        | 0.37    | 0.30    | 0.54   | 0.50   | 0.51   |
| 应收账款周转率       | 1.09    | 0.97    | 1.58   | 1.25   | 1.20   |
| 应付账款周转率       | 2.90    | 2.48    | 3.57   | 2.90   | 2.84   |
| 每股指标(元)       |         |         |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.02    | 0.04    | 0.38   | 0.43   | 0.46   |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.18    | 0.31    | (1.34) | (0.64) | (0.04) |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 5.49    | 5.58    | 6.05   | 6.48   | 6.94   |
| 估值比率          |         |         |        |        |        |
| PE(倍)         | 368.68  | 250.94  | 23.82  | 20.90  | 19.36  |
| PB(倍)         | 1.64    | 1.61    | 1.48   | 1.39   | 1.29   |
| EV_EBITDA(倍)  | 107.23  | 120.33  | 13.90  | 10.67  | 9.42   |

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com