

郑煤机(601717)

报告日期: 2023年05月08日

液压支架龙头: 汽车零部件业务改善驱动业绩估值双提升

——郑煤机深度报告

投资要点

- 国产液压支架龙头改制创新, 煤矿机械与汽零业务双驱动, 盈利能力稳步提升**
 国产液压支架龙头企业, 从国有独资到国有控股高管参股, 2021年引入社会资本泓羿投资, 公司股权进一步优化, 实现混合所有制的深入改革, 激发更多活力。公司于2016年和2017年收购了亚新科和SEG公司(德国博世旗下起动机与发电机全球事业部), 成功切入汽车零部件行业, 至此煤矿机械与汽零业务双驱动。2022年公司收入320.4亿元, 其中煤矿机械收入155.5亿元, 占比48.5%, 汽零业务收入151.5亿元, 占比47.3%。2018-2022年营业收入CAGR为5.4%, 归母净利润CAGR为39.3%, 盈利能力稳步提升, 净利率平均每年提升1.15pct, ROE由2018年7.26%提升至2022年14.25%, ROE中枢为10.2%。
- 煤矿机械: 智能化改造需求强, 更新需求仍将持续, 公司综采业务持续受益**
 公司为国产液压支架龙头, 液压支架在综采装备开支中占比约45%, 由于下游煤炭供需缺口, 保供政策落地, 设备更新等因素, 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额由2018年2805亿元上行至2022年4988亿元, CAGR为15.5%。公司煤矿机械景气度上行, 煤矿收入2018年61.7亿元提升至2022年155.5亿元, CAGR为26%。根据《2020煤炭行业发展年度报告》2025年我国矿井数量应控制在4000处左右, 并建成1000处智能化煤矿, 智能化采掘工作面渗透率达25%。预计未来煤矿机械智能化改造需求, 产能更新与设备更新需求仍将持续, 公司以液压支架为代表的煤矿机械有望持续受益。
- 汽零业务: 亚新科与索恩格双核, 业绩逐渐改善, 新能源汽车领域持续突破**
 公司汽零业务逐渐改善。亚新科2018-2022年收入稳中有进, 业绩总体平稳, 2022年国六标准实施, 商用车销量提前透支, 短期内销量承压, 加之国内局部地区疫情反复, 亚新科2022年营收为34.5亿元, 同比减少17%, 未来随着商用车需求修复, 叠加低基数影响, 商用车销量有望上行, 业绩有望明显改善。索恩格受新能源汽车渗透率提升, 内燃机汽车需求降低以及新冠疫情等诸多因素影响, 业绩于2020年达到谷底, 随着公司完成全球业务重组工作, 盈利能力明显改善, 2022年实现扭亏为盈。未来新能源乘用车布局力度将持续加大, 新能源减震降噪、驱动电机业务有望持续突破, 不断贡献增量。
- 盈利预测与估值**
 预计2023-2025年归母净利润为32亿、38亿、45亿元, 同比增长26%、19%、19%, 当前股价对应PE为8倍、7倍、6倍。给予买入评级。
- 风险提示: 煤炭设备新增、更新与智能化进程不及预期、商用车需求修复不及预期、新能源汽车业务拓展不及预期、原材料波动风险。**

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32021	35959	39882	44416
(+/-)(%)	9.38%	12.30%	10.91%	11.37%
归母净利润	2538	3195	3814	4521
(+/-)(%)	30.31%	25.89%	19.38%	18.52%
每股收益(元)	1.42	1.79	2.14	2.54
P/E	9.99	7.94	6.65	5.61

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

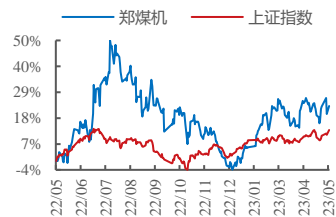
分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 胡飘
hupiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.23
总市值(百万元)	25,361.36
总股本(百万股)	1,782.25

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年营收为 360、399、444 亿元，同比增长 12%、11%、11%，归母净利润为 32、38、45 亿元，同比增长 26%、19%、19%，当前股价对应 PE 为 8、7、6 倍。给予买入评级。

● 关键假设

- 1) 在煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额中，30%用于煤矿机械投资；煤矿机械投资中 70%用于综采设备投资；综采设备投资中 35%用于采煤机、刮板运输机、掘进机（简称“三机”）投资，45%用于液压支架（简称“一架”）投资。
- 2) “三机”更新周期按 4-6 年，更新比例分别为 30%、40%、30%。“一架”更新周期 8-10 年，更新比例分别为 30%、40%、30%。同时未来将持续淘汰落后小产能矿井、增核大产能矿井，带动综采设备投资额增长。
- 3) 2025 年我国矿井数量应控制在 4000 处左右，1000 处智能化煤矿，智能化采掘工作面渗透率达 25%。单工作面智能化改造价格约 3500 万元。
- 4) 考虑到公司国内市占率有所提升，海外收入增量，公司煤机收入在综采设备投资额中占比有所提升
- 5) 假设 2023 -2025 年国内乘用车销量基本稳定，商用车销量有所修复，增速分别为 16%、16%、9%，新能源车销量持续渗透，增速分别 36%、44%、50%，带动公司起动机、发电机、驱动电机、发动机零部件、汽车减震降噪等业务上行。

● 我们与市场的观点的差异

- 1) 煤矿机械：当前煤炭仍然是国家主要能源，保供仍然是未来煤炭的政策主线。下游企业综采设备资本开支方向主要有“三机一架”的更新，增核的大产能矿井及智能化改造升级，综采设备资本开支未来仍会维持较高水平。
- 2) 汽车业务：随着商用车销量逐渐修复、新能源车的快速渗透，公司汽车零部件业务有望逐渐修复，同时新能源车零部件业务有望持续突破，未来公司在传统燃油车相应零部件市场地位将进一步夯实，新能源车零部件市场有望持续放量。
- 3) 改制创新：公司持续改制优化股权结构，内部组织再优化调整，管理能力有望持续提升，内部活力与盈利能力有望再上新台阶。

● 股价上涨的催化因素

煤炭供需缺口变大，保供政策加码；煤炭落后产能加速淘汰，新产能核增提速；煤矿机械智能化改造需求增加；国内汽车销量修复向上，公司高压产品市占率提升；新能源驱动电机业务取得重大突破。

● 风险提示

煤炭设备新增、更新与智能化进程不及预期、商用车需求修复不及预期、新能源汽车业务拓展不及预期、原材料波动风险。

正文目录

1 煤机+汽车零部件双驱动，改制创新持续提升竞争力	6
1.1 国内液压支架创新领头羊，收购跨国公司拓展汽车零部件市场	6
1.2 业务拓展激发业绩增长，收购并表后盈利能力提升显著。	7
1.3 煤机业务智能化升级、汽零业务转型在即打开公司成长空间	8
2 煤机板块：受益智能改造+持续更新需求，有望实现稳健增长	10
2.1 综合采掘设备占煤机市场约70%的份额，其中液压支架占比达45%	10
2.2 煤机行业：智能化改造需求提升，更新需求持续支撑煤矿机械资本开支	11
2.2.1 产能需求：煤炭保供增产，煤机市场热度增加	11
2.2.2 替换需求：煤矿机械更新需求支撑下游资本开支维持高位	12
2.2.3 智能化需求：安全性、经济性叠加政策导向，驱动智能化改造需求上行	14
2.3 公司煤机板块：以液压支架为核心，智能化+成套化持续打造竞争优势	17
2.3.1 液压支架龙头，传统业务筑建护城河	17
2.3.2 科技创新瞄准需求“靶心”，以智能驱动成套化发展	19
3 汽车零部件板块：业绩有望改善，业务转型持续推进	20
3.1 亚新科：新能源与国际业务再上新台阶，加速推动业务转型	21
3.1.1 营收相对稳定，产品实现乘用车、商用车及新能源车多元化覆盖	21
3.1.2 2022年新能源业务收入同比增长约130%，出口收入同比增长34%	22
3.2 索恩格：高压电机项目取得突破，加快向机电一体化系统供应商转型	23
3.2.1 为全球节能减排提供解决方案，盈利能力改善明显	23
3.2.2 高压驱动电机拓展、新能源汽车业务占比有望持续提升	24
4 盈利预测与估值	24
4.1 业务拆分	24
4.2 估值探讨	25
5 风险提示：	26

图表目录

图 1: 2021 年完成新一轮混合所有制改革, 并成立索恩格电动公司	6
图 2: 公司前 3 大股东持股约 42%, 股权集中度较高	7
图 3: 2017-2018 年亚新科和 SEG 并入, 营业收入大幅增长	7
图 4: 公司收购并表后 2018-2022 年净利润 CAGR 为 29.3%	7
图 5: 2021、2022 年公司各业务板块毛利率基本稳定	8
图 6: 2018 年以来公司管理费用率进一步优化	8
图 7: 销售净利率自 2018 后连续提升, 2023Q1 达 9.4%	8
图 8: ROE、ROA 自 2016 年上行, 2022 年分别为 14.3%、6.5%	8
图 9: 2022 年汽车业务占比首次下降至 50% 以下	9
图 10: 2022 年公司境内业务营收高达 204.2 亿元, 占主导地位	9
图 11: 综合采掘设备主要包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架	10
图 12: “三机一架”协同组成煤炭综采设备, 液压支架占综采设备价值量的 45%	11
图 13: 2022 年 3 月起煤炭市场供需缺口转正, 动力煤价格逐渐回落	11
图 14: 2022 年保供政策支持, 煤炭产量将维持高位	12
图 15: 全国重点电厂煤炭库存可用天数 2022 年 4 月明显增加	12
图 16: 2023 年 4 月 19 日环渤海动力煤 (Q5500K) 综合平均价格指数为 732, 仍处于较高水平	12
图 17: 2022 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额处于上升通道, 未来有望维持高位	13
图 18: 我国煤矿开采技术逐渐向智能化发展	14
图 19: 2021 年百万吨死亡率降低至 0.059, 十年下降 89.5%	15
图 20: 相比美国和澳大利亚, 中国煤炭开采死亡率依旧较高	15
图 21: 智能综采系统机构简介	15
图 22: 2017 年-2022 年采掘工组面的智能程度越来越高	15
图 23: 2021 年煤炭机械行业 CR5 为 41%, CR10 为 57%	18
图 24: 公司煤机板块营收规模于 2020 年反超天地科技	18
图 25: 2022 年公司煤机板块净利润再创新高	18
图 26: 2022 年公司煤机板块毛利率略低于天地科技	18
图 27: 2023Q1 新能源车销量同比增长 27%	20
图 28: 2023Q1 商用车销量同比下降 3%	20
图 29: 2023Q1 乘用车销量同比下降 7%	20
图 30: 2023Q1 新能源车销量在乘用车销量中占比突破 30%	20
图 31: 亚新科生产基地及仓储遍布全球	21
图 32: 商用车占亚新科下游比例 42%	21
图 33: 亚新科 2022 年营收达 34.5 亿元, 同比下滑 17%	22
图 34: 亚新科橡胶密封/减振产品可广泛用于新能源领域	22
图 35: 亚新科粉末冶金产品主要用于新能源安全系统及泵类系统	22
图 36: 2022 年 SEG 业绩保持稳定, 营收略有下降	23
图 37: SEG 盈利持续改善, 2022 年净利润转正	23
图 38: 公司规划 2030 年新能源业务占比 70%	24

表 1: 公司主营产品可分为煤矿机械与汽车零部件	9
表 2: 2023-2025 年预计更新需求带来的“三机一架”投资额同比增长 2.5%、-4.9%、4.8%。	14
表 3: 基于悲观假设, 2023-2025 年预计采掘工作面智能化改造规模为 112 亿、168 亿、127 亿元	16
表 4: 基于中性假设, 2023-2025 年预计采掘工作面智能化改造规模为 127 亿、184 亿、139 亿元	16
表 5: 基于乐观假设, 2023-2025 年预计采掘工作面智能化改造规模为 134 亿、195 亿、146 亿元	17
表 6: 相关公司煤机业务对比: 公司煤机板块收入规模居前	19
表 7: 亚新科下游覆盖领域包含了乘用车、商用车及新能源汽车领域主要龙头企业	21
表 8: SEG 主营产品有起动机、发电机、48V 电机、高压电机等	23
表 9: 公司业务拆分表	25
表 10: 同类公司估值及归母净利润	25
表附录: 三大报表预测值	27

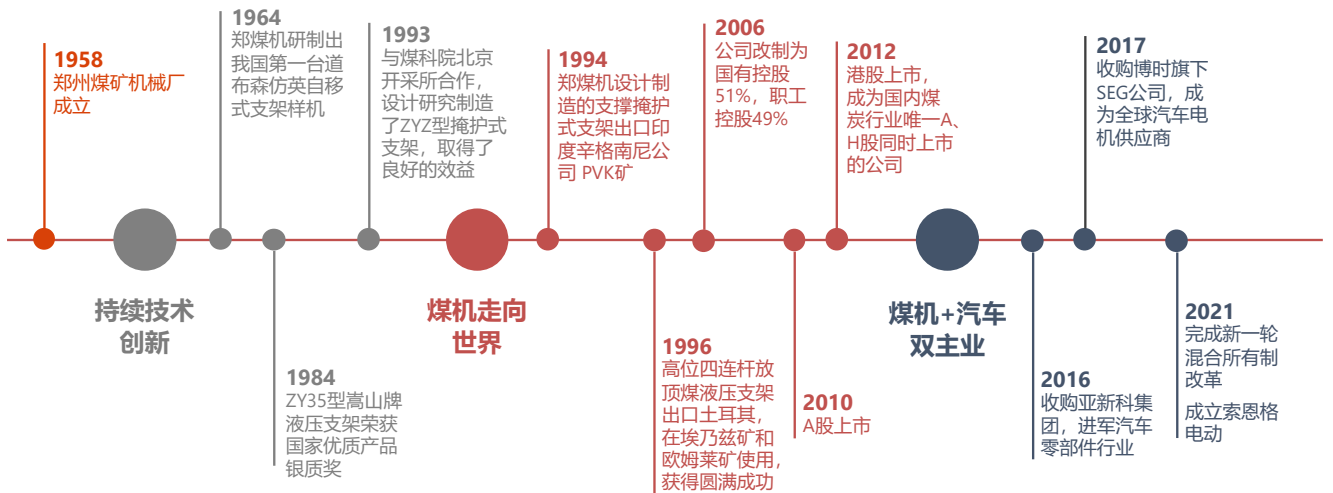
1 煤机+汽车零部件双驱动，改制创新持续提升竞争力

1.1 国内液压支架创新领头羊，收购跨国公司拓展汽车零部件市场

深耕煤机六十余载，科技创新是发展的强劲动力。郑州煤矿机械集团股份有限公司于2002年在郑州市市场监督管理局注册设立，是一家集煤炭综采设备研发、制造、销售、服务于一体的装备制造企业。公司前身为1958年成立的“老国企”郑州煤矿机械厂，1964年成功研制开发出中国第一台液压支架，上世纪80年代率先研制出放顶煤液压支架，1994年成功出口支撑掩护式支架至印度。2006年，公司改制为51%国有控股并持续推进综采装备的智能化、国际化进程，2010年公司与上海交易所挂牌交易，随后于2012年在香港联合交易所上市，成为煤机行业唯一一家在A股和H股同时上市的公司。

收购知名汽车零部件制造企业，进军大汽车市场。公司先后于2016年和2017年收购了亚新科和SEG公司（德国博世旗下起动机与发电机全球事业部），成功切入汽车零部件行业。2021年2月，公司原控股股东河南装备集团向泓羿投资协议转让公司16%的股份，泓羿投资成为公司控股股东，公司转型为混合所有制公司，并于21年底与子公司索恩格中国共同出资成立了索恩哥电动，进军新能源汽车核心零部件产业链。

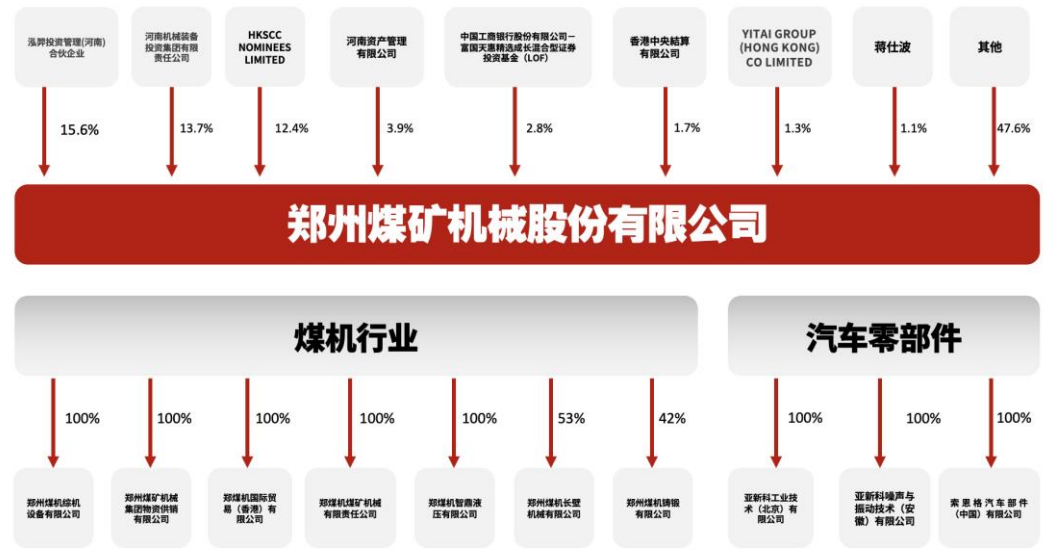
图1：2021年完成新一轮混合所有制改革，并成立索恩格电动公司



资料来源：郑煤机官网、浙商证券研究所

公司股权结构多元，多次改制提供活力。从国有独资到国有控股高管参股，最后于2021年引入社会资本泓羿投资，公司股权进一步优化，实现混合所有制的深入改革，每一次转变都为公司提供新的机遇，激发更多活力。截止2022年年底，公司最大股东为泓羿投资管理合伙企业，持股15.58%，河南机械装备投资集团持股13.67%，香港中央结算有限公司持股12.41%，股权多元且相对集中，有利于公司高效管理和国际化布局进程的加速。

图2：公司前3大股东持股约42%，股权集中度较高



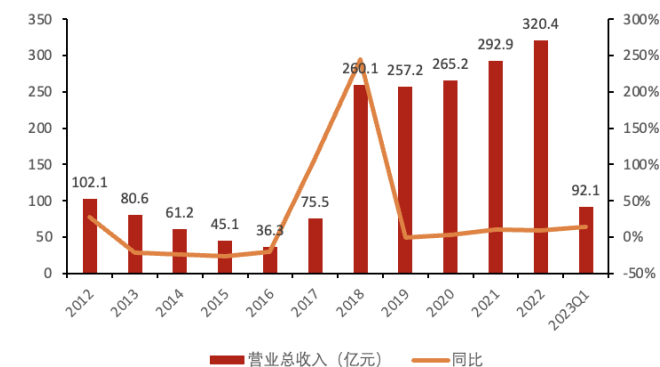
资料来源：Wind、浙商证券研究所、截止2022年年报

1.2 业务拓展激发业绩增长，收购并表后盈利能力提升显著。

2017-2018年，受益于亚新科和SEG集团的收购并表，公司营业收入大幅增长。公司总营收于2017年实现108%的年增长率，于2018年实现245%的年增长率。亚新科集团是中国领先的汽车零部件制造商，主要生产以材料应用技术为核心的发动机缸体缸盖、凸轮轴和粉末冶金制品等；SEG公司是原德国博世旗下起动机与发电机全球事业部，同时也是全球领先的汽车零部件供应商，主要生产电机类产品，完成收购后，亚新科和SEG为万智控贡献超过50%的营业收入。

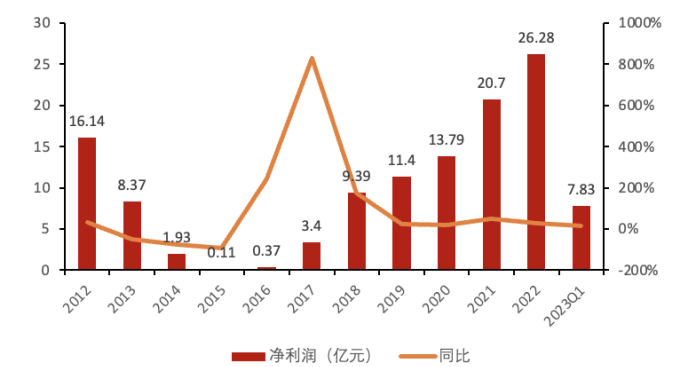
并表后，公司2018-2022年营业收入、净利润CAGR分别为5.4%、29.3%，2022年，公司营业收入约320亿元，同比增长9.4%、净利润达26亿元，同比增长27%。2023第一季度公司营收92.1亿元，净利润7.83亿元。

图3：2017-2018年亚新科和SEG并入，营业收入大幅增长



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图4：公司收购并表后2018-2022年净利润CAGR为29.3%



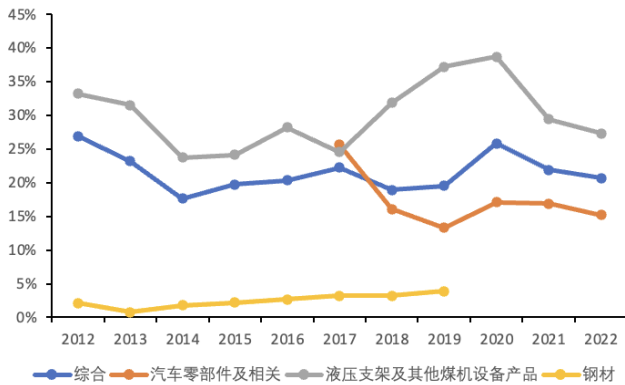
资料来源：Wind、浙商证券研究所

公司整体毛利率基本维持在20%-25%之间，保持相对稳定。2017至2020年，煤炭板块毛利率被钢材等原材料价格下降等因素推动，实现三年大幅提升，2020年增长至38.7%，同比增加7.64个百分点，2021-2022年受行业整体竞争加剧、原材料价格高位等因

素扰动，毛利率回落至 27.3%。汽车零部件板块，公司在收购亚新科和 SEG 公司后汽车零部件产品毛利率维持在 15%左右，其中亚新科盈利贡献较高，近三年受疫情、芯片紧缺等因素的影响较小，SEG 公司 2019-2020 年受疫情、欧洲停工停产等影响，盈利为负，2021 年盈利改善明显，扭亏为盈，公司整体汽车零部件毛利率达到 16.87%，并在 2022 年继续保持 15%附近。

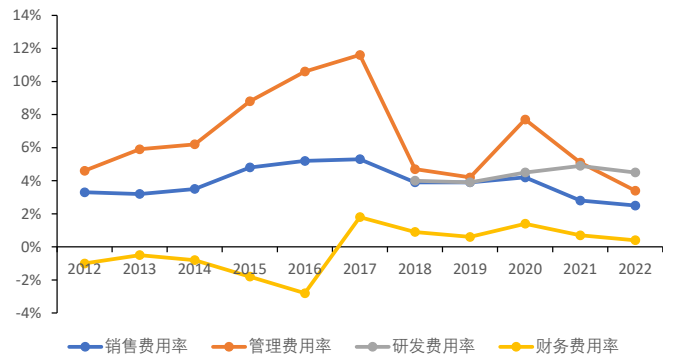
公司管理、销售费用率下降明显，研发投入保持相对稳定。2020-2022 年公司管理费用率从 7.7%降至 3.4%，销售费用率从 4.2%降至 2.5%，下降幅度显著；2018-2022 年研发费用率基本维持 4.5%左右，保持相对稳定。

图5：2021、2022 年公司各业务板块毛利率基本稳定



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图6：2018 年以来公司管理费用率进一步优化



资料来源：Wind、浙商证券研究所

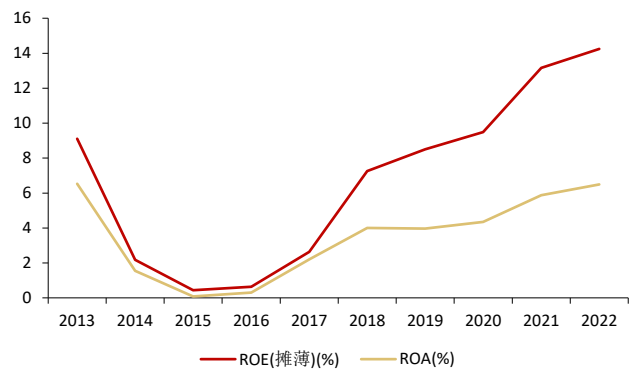
公司净利率，ROA、ROE 水平自 2016 年呈现明显的增长趋势，收购亚新科、SEG 后，每年稳步提升，体现了公司改制带来的经营活力，同时也凸显了公司较强经营管理能力，盈利能力。2022 年，公司净利率、ROA、ROE 分别为 8.21%、6.49%、14.25%，同比提升 1.14pct, 0.61pct, 1.09pct。

图7：销售净利率自 2018 后连续提升，2023Q1 达 9.4%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图8：ROE、ROA 自 2016 年上行，2022 年分别为 14.3%、6.5%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3 煤机业务智能化升级、汽零业务转型在即打开公司成长空间

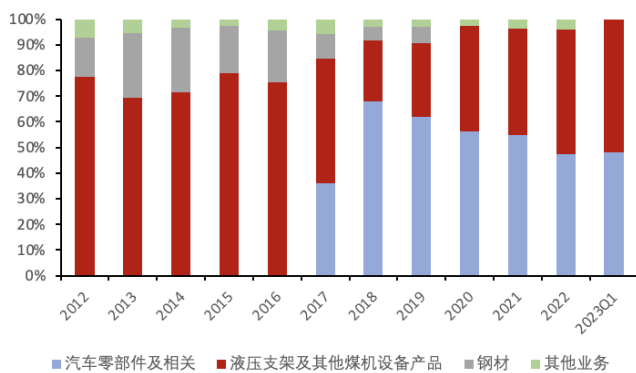
液压支架是公司的核心业务，成套智能化产品打开增量市场。公司主营业务可分为煤矿机械业务和汽车零部件业务，煤机板块中，液压支架为公司的核心产品，公司为国内率先开展并主导了“高端液压支架国产化”研究与发展进程的煤机公司，推动实现了高端液压支架国产替代；截至目前，全球 6 米以上高可靠性强力大采高液压支架皆由郑煤机率先

研制成功并投入工业应用，公司在液压支架行业创造多项“世界第一”。2017-2020年，公司煤机板块除去2019年，营收增速保持在45%左右，2022年煤机业务营收达167.6亿元，同比增加28%，占公司总营收的52.3%。

汽车板块占据营收主导，为公司开拓全新市场。2016-2017年公司先后收购亚新科和SEG公司，切入汽车零部件行业。亚新科是多元化乘用车和商用车高价值汽车零部件制造商，主营产品有发动机缸体缸盖、凸轮轴、粉末冶金制品和减震降噪产品，与包括一汽、大众、玉柴、康明斯、中国重汽、潍柴动力、福特、菲亚特、博世在内的国内外知名汽车及汽车零部件厂商拥有长期稳定的合作关系。SEG是全球领先的乘用车和商用车起动机、发电机的一级供应商，拥有种类齐全的乘用车、商用车起动机、发电机产品，与戴姆勒、宝马、大众等世界知名整车厂保持长期的合作关系。2019-2023Q1，汽车零部件板块营收分别占总营收的61.8%、56.1%、54.8%、47.3%、48%，占据公司营收主导地位。

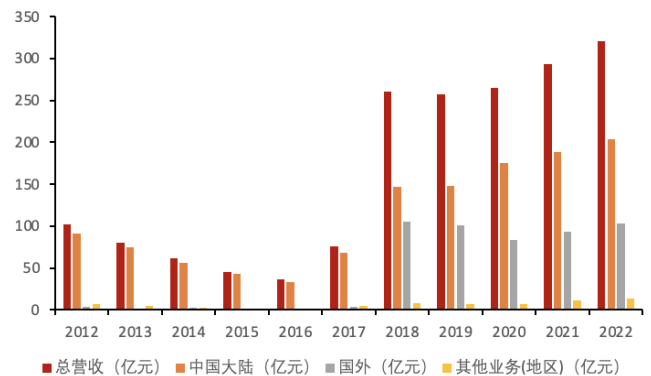
境内业务主导，境外业务扩张。公司经营业务地区以中国境内为主，2022年境内业务营业收入为204.17亿元，占总营收的64%；2018年，公司境外业务拓展迅速，主要以汽车零部件海外市场拓展为主，2022年公司海外营收达到102.82亿元，占总营收的36%，依旧维持较高水平。未来随着汽车零部件产品的全球化布局深入和煤机产品出口增加，公司海外业务将进一步扩大。

图9：2022年汽车业务占比首次下降至50%以下



资料来源：Wind、浙商证券研究所


图10：2022年公司境内业务营收高达204.2亿元，占主导地位




资料来源：Wind、浙商证券研究所

公司煤矿机械板块主要包括智能成套工作面、ZC-充填支架、ZF-放顶煤支架、ZY-掩护式支架。汽车零部件产品主要包括加速辅助能量回收电机、发电机、起动机等

表1：公司主营产品可分为煤矿机械与汽车零部件

产品	图例	技术特点及用途
智能成套工作面		采用三角煤回收方式，相比传统方式推进5000米可多回收65万吨煤。通过优化设计，解决了超大采高工作面顶板控制、煤壁稳定性、支架稳定性、抗冲击性及疲劳寿命的难题。
ZC-充填支架		支架前部采煤、后部充填，实现“采”“充”平行作业，提高回采效率；支架具有铺底网功能，可用于厚煤层分层开采。适用于三下压煤、矸石回填等需要“绿色”开采技术的工作面。

ZF-放顶煤支架		适用于厚煤层全机械化长壁大采高综放工作面，煤层倾角为近水平工作面。
ZY-掩护式支架		通过超大采高防漏矸、防煤尘全方位安全技术、超长寿命高可靠性技术、乳化液回收再利用绿色环保技术、姿态监。
加速辅助能量回收电机		荣获欧盟节能环保创新技术大奖，是汽车制造商可以额外获得更多的碳排放额度，并降低其碳排放量。
发电机		产品覆盖范围广，不仅能够满足客户不断增加的电能需求，为整车电气系统稳定供电，同时实现节能减排。
起动机		产品可满足各种极端环境下的冷启动，如沙漠、严寒、高速停止等。

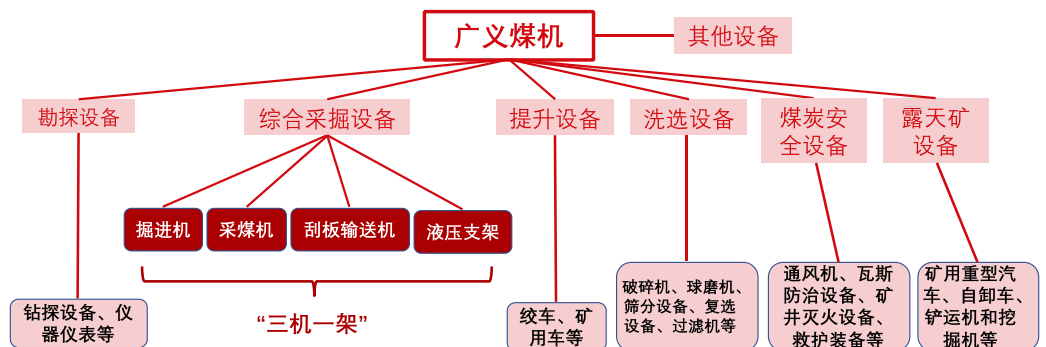
资料来源：郑煤机官网、浙商证券研究所

2 煤机板块：受益智能改造+持续更新需求，有望实现稳健增长

2.1 综合采掘设备占煤机市场约 70%的份额，其中液压支架占比达 45%

广义上按照煤矿开采的顺序，煤机主要分为勘探设备、综合采掘设备、提升设备、洗选设备、煤炭安全设备以及露天矿设备等。地矿勘探设备包括钻探设备及仪器仪表等；综合采掘设备包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架等；提升设备包括绞车、矿用汽车等；洗选设备包括破碎机、球磨机、筛分设备、浮选设备、过滤机等；煤炭安全设备包括通风机、瓦斯防治设备、矿井灭火设备及救护装备等；露天矿设备包括矿用重型汽车、自卸车、铲运机和挖掘机等。

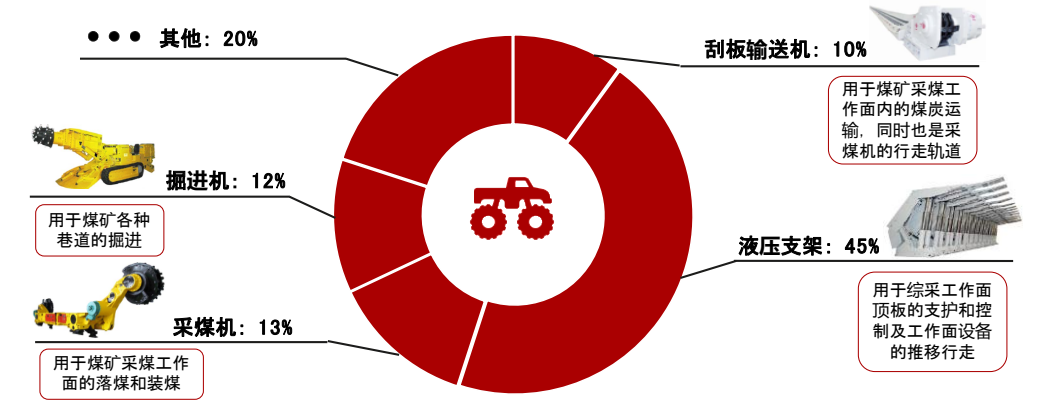
图11：综合采掘设备主要包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架



资料来源：郑煤机招股书、浙商证券研究所

狭义上的煤机指煤炭综合采掘设备，包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架，合称“三机一架”。综合采掘设备占据煤机市场约70%的份额，其中液压支架占据综采设备的主要价值量，占比达45%，采煤机、掘进机和刮板输送机分别占综采设备总价值量的13%、12%、10%。

图12：“三机一架”协同组成煤炭综采设备，液压支架占综采设备价值量的45%



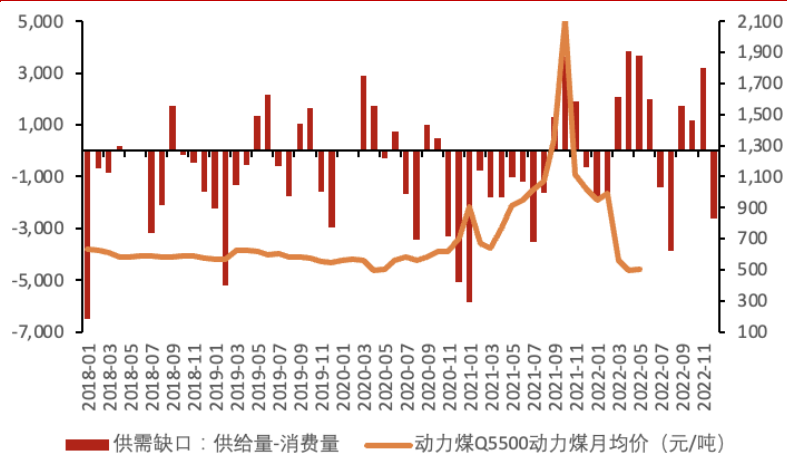
资料来源：郑煤机招股书、浙商证券研究所

2.2 煤机行业：智能化改造需求提升，更新需求持续支撑煤矿机械资本开支

2.2.1 产能需求：煤炭保供增产，煤机市场热度增加

煤炭价格受供需变化影响，乘坐“过山车”。2020 第四季度至 2021 第三季度受全球流动性宽松、极端天气、全球经济复苏好于预期等因素影响，国际市场能源价格大幅上涨，国内煤炭需求增高，同时受危险作业罪正式入刑等诸多其他因素的影响，国内煤炭供应不足，供需缺口较大，动力煤价格因供需错配于 2021 年 10 月达到近五年峰值 2109.65 元/吨。随后国家出台煤炭保供政策，2021 年四季度煤炭供应水平不断提升，扭转供不应求的市场局面，2021 年全年生产原煤 40.7 亿吨，比同比增长 4.7%，12 月生产原煤 3.8 亿吨，创单月产量新高。2022 年 1 月，印尼宣布停止煤炭出口，印尼 2021 年 1-11 月占我国进口煤总量超 60%，是我国最主要动力煤进口来源，短期进口量大幅减少，造成国内煤炭供需迅速转紧，2022 年 1-2 月煤炭市场短暂供不应求，3 月开始，保供政策持续推进，煤炭供需缺口转正，动力煤价格恢复到 503.0 元/吨，与 2020 年价格基本持平。

图13：2022 年 3 月起煤炭市场供需缺口转正，动力煤价格逐渐回落



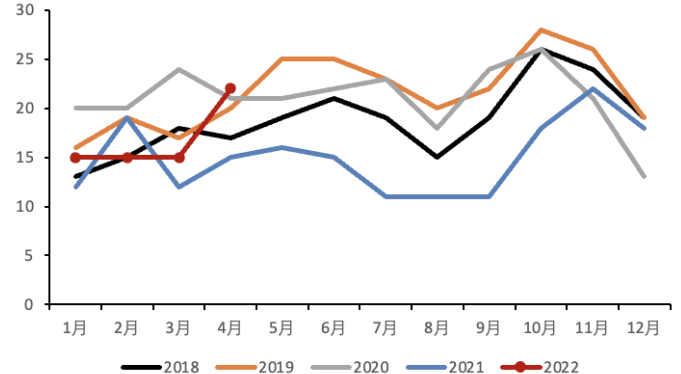
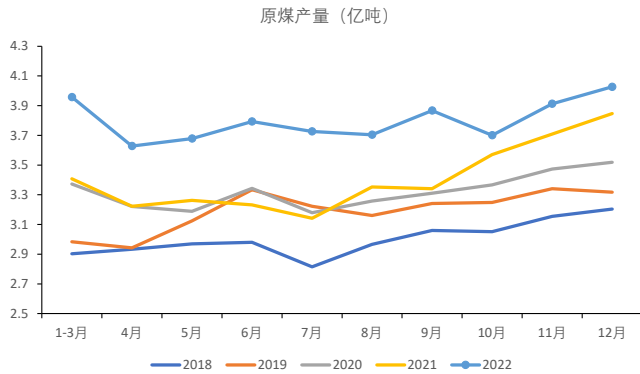
资料来源：wind、浙商证券研究所

原煤产量持续增加，煤炭库存补充明显。2021 年 1-9 月国内原煤产量处于历史近五年历史中位水平，10 月开始高速增长，12 月原煤产量较上年同期增加 9.3%，2022 上半年原煤产量增幅明显，较去年同期增长 14.7%，但仍然略低于国家发改委设定的日均产量 1260

万吨。火电、钢铁、建材和化工行业占煤炭下游市场超过 80%，下游库存是反应煤炭需求，预测煤炭供给的重要指标，其中重点电厂煤炭库存 2021 年全年处于近五年同时期历史低位，处于紧缺状态，2022 年 1-3 月煤炭库存仍处于较低水平，4 月份库存增加，重点电厂煤炭库存可用天数由 3 月份的 15 天增加到 22 天。

图14：2022 年保供政策支持，煤炭产量将维持高位

图15：全国重点电厂煤炭库存可用天数 2022 年 4 月明显增加



资料来源：Wind、浙商证券研究所

资料来源：Wind、浙商证券研究所

中国是全球最大的能源消费国和生产国，能源是我国经济繁荣和可持续发展的前提与重要支撑，经济的可持续发展与能源的需求紧密相关。2022 年我国原煤产量 45.6 亿吨，增长 10.5%；全年煤炭消费量增长 4.3%，煤炭消费量占能源消费总量的 56.2%，我国煤炭消费占比虽然呈降低趋势，但是煤炭消费总量仍然逐年增大，截止 2023 年 4 月 19 日，环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数为 732，仍处于较高水平。煤炭在我国能源安全基础性保障地位短期内难以根本改变，是我国能源安全的压舱石。

图16：2023 年 4 月 19 日环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数为 732，仍处于较高水平

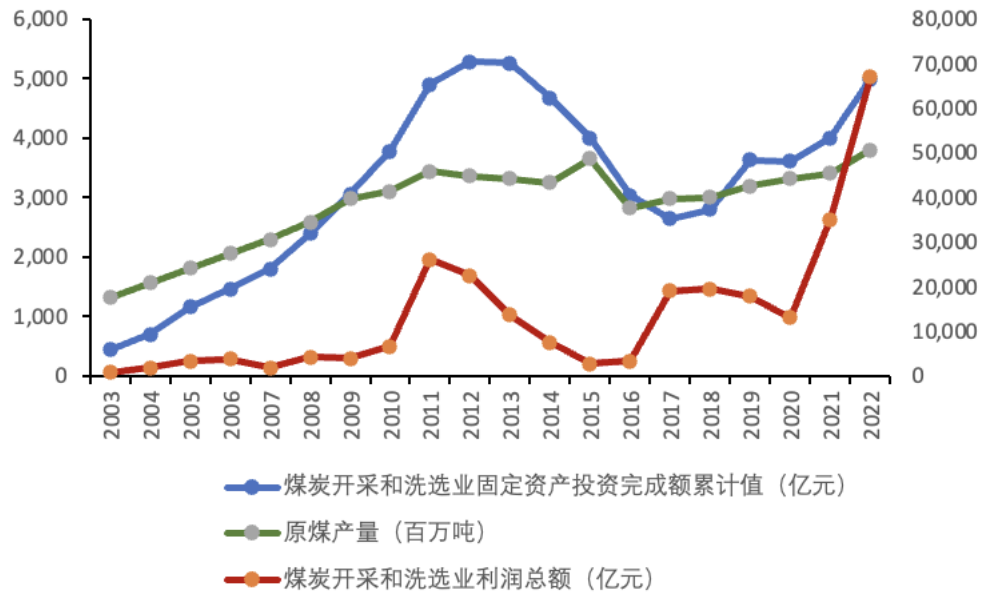


资料来源：wind、浙商证券研究所

2.2.2 替换需求：煤矿机械更新需求支撑下游资本开支维持高位

煤炭产量及行业利润总额仍处于上升通道，固定资产投资有望维持高位。2021 年煤价飙升，煤炭开采洗选业利润总额迅速增长，固定资产投资额随之开始增加，目前煤炭利润总额达到近十年新高，保供政策下原煤产能将持续释放，2022 年煤炭产量和行业利润额仍走势处于上升通道，固定资产投资未来有望维持高位。

图17：2022年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额处于上升通道，未来有望维持高位



资料来源：wind、浙商证券研究所

煤机设备迎来替换周期，刚性需求增加。我国煤炭开采与洗选行业固定资产投资包括三大组成部分：建设安装工程、设备工器具购置和其他费用，假设煤机设备投资占固定资产总投资的30%-35%，并且随着设备更新需求变化而上下浮动，未来随着固定资产投资继续增加，煤机需求将持续释放。我国煤机设备的寿命大约为5-10年，其中综采设备中的采煤机、掘进机、刮板输送机寿命在5年左右，液压支架的寿命较长，为8-10年。

(1) 基于煤机设备投资占煤炭行业总固定资产投资的30%-35%，我们保守估计2012-2022年，每年煤机设备投资额=固定资产投资额*30%

(2) 基于综采设备投资占煤机设备的总投资的70%，综采设备投资中“三机”占比35%，“一架”占比45%，我们假设2012-2022年，每年综采设备投资额=煤机设备投资额*70%，每年“三机”投资额=综采设备投资额*35%，每年“一架”投资额=综采设备投资额*45%；

(3) 根据一般工程机械使用寿命，结合煤炭机械恶劣使用工况，假设“三机”设备的使用寿命为5年左右，当年“三机”更换市场需求为第4年、第5年、第6年投资额的30%、40%、30%；

(4) 根据一般工程机械使用寿命，考虑液压支架主要承受静压力，动载及冲击工况较少，假设“一架”设备的使用寿命为8-10年，我们假设当年“一架”更换市场需求为第8年、第9年、第10年投资额的30%、40%、30%。

(5) 考虑到淘汰低端小产能，核增大产能带来的增量，未来淘汰小产能的节奏有望加快，同时更新投资额趋于平稳，假设2023-2025年带来的增量分别为当年更新投资额的30%、32%、48%。

综上，2023-2025年更新需求带来的“三机一架”投资额为859亿、817亿、856亿，同比增长2.5%、-4.9%、4.8%。

表2：2023-2025年预计更新需求带来的“三机一架”投资额同比增长2.5%、-4.9%、4.8%。

投资额(亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
固定资产投资额	5,285.8	5,262.8	4,682.1	4,006.7	3,037.7	2,648.4	2,804.6	3,634.8	3,609.4	4,010.0	4,988.4			
煤机设备投资额	1,585.7	1,578.8	1,404.6	1,202.0	911.3	794.5	841.4	1,090.4	1,082.8	1,203.0	1,496.5			
综采设备投资额	1,110.0	1,105.2	983.2	841.4	637.9	556.2	589.0	763.3	758.0	842.1	1,047.6			
“三机”投资额	388.5	386.8	344.1	294.5	223.3	194.7	206.1	267.2	265.3	294.7	366.7	221.0	248.3	274.7
“一架”投资额	499.5	497.3	442.5	378.6	287.1	250.3	265.0	343.5	341.1	378.9	471.4	439.8	370.3	303.5
“三机一架”合计投资需求	888.0	884.1	786.6	673.1	510.3	444.9	471.2	610.6	606.4	673.7	838.1	660.8	618.6	578.2
淘汰低端小产能,核增大产能带来的增量												198.2	198.0	277.5
总计	888.0	884.1	786.6	673.1	510.3	444.9	471.2	610.6	606.4	673.7	838.1	859.0	816.5	855.7
YOY		-0.4%	-11.0%	-14.4%	-24.2%	-12.8%	5.9%	29.6%	-0.7%	11.1%	24.4%	2.5%	-4.9%	4.8%

资料来源：浙商证券研究所测算

2.2.3 智能化需求：安全性、经济性叠加政策导向，驱动智能化改造需求上行

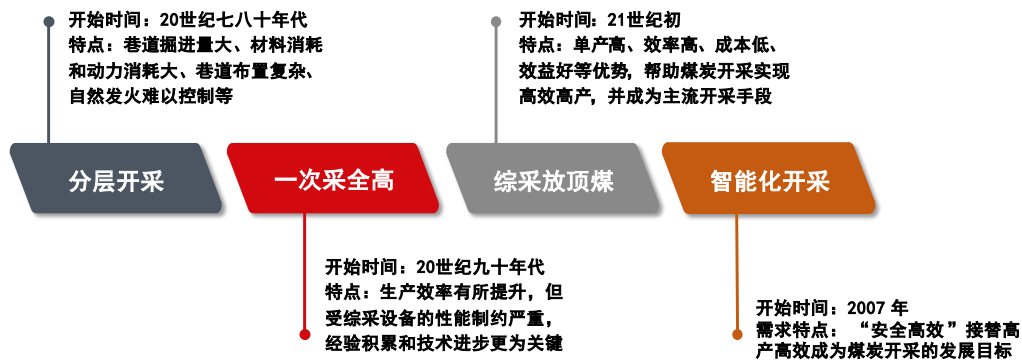
我国井工煤矿开采技术不断进步，21世纪初达到高产高效目标。

20世纪七八十年代，我国厚煤层大多采用分层开采的方式，即先开采上分层，铺设金属网，待形成人工假顶后再开采下一个分层，这种方式存在巷道掘进量大、材料消耗和动力消耗大、巷道布置复杂、自然发火难以控制等不足，煤炭生产效率较低。

20世纪90年代到21世纪初，一次采全高工艺逐步替代分层开采，随着综采设备的整体配套性提高，生产效率也有所提高。同时厚煤层矿区开始试验应用综采放顶煤工艺，该工艺具有单产高、效率高、成本低、效益好等优势，经过多年不断探索研究，综采放顶煤技术日渐成熟，成为厚煤层开采、煤矿扭亏增盈的主要技术措施之一，并逐步走向世界。

近年来煤炭开采逐渐由高产高效逐渐向安全高效转变。我国煤矿储量丰富，但是埋藏较深且大多数为井工矿，开采难度大，矿井通风、瓦斯等危险因素较多，容易造成煤矿事故和人员死亡。2007年，我国从转变煤炭行业发展理念出发，为突出安全第一、安全生产理念，将原“高产高效矿井”建设更名为“安全高效矿井”建设。“安全”替代“高产”，体现了“以人为本”的科学发展观。随着国内劳动力成本上升及其缺口增加，我国煤矿开采机械化、智能化需求持续提高。

图18：我国煤矿开采技术逐渐向智能化发展

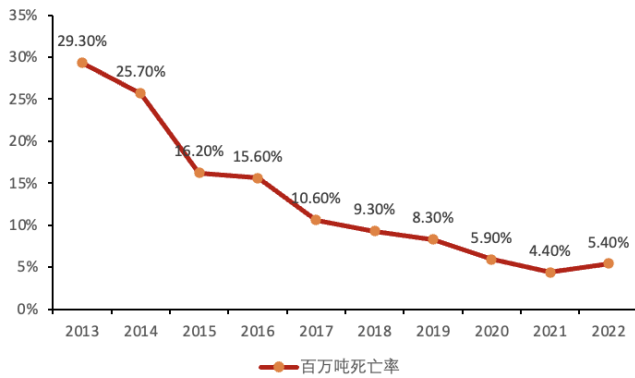


资料来源：公开资料，浙商证券研究所

我国煤炭采选行业近十年从业人数和死亡率均明显下降，安全问题仍有提升空间。我国露天煤矿占总煤矿储量不到12%，大多数煤矿资源为井工矿，这类矿产开采较为困难，

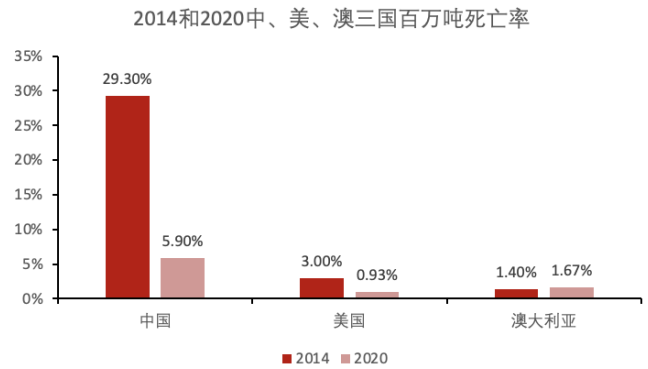
加之早期受我国煤炭开采技术的限制，煤炭开采安全难以得到保障。根据国家安全监管总局和统计局统计，2013年我国煤炭采选业从业人数约为611万人，百万吨死亡率为29.3%，远高于美国、澳大利亚等发达国家，2020年我国煤炭采选从业人数仅为285万人，较2013年下降53.3%。百万吨死亡率也从2013年的29.3%大幅下降至2022年的5.4%，缩小了与美国、澳大利亚之间的差距。但安全差距仍然存在，据美国劳工部数据显示，2020年美国 and 澳大利亚全年因煤炭开采死亡的人数均为个位数，两国百万吨死亡率也都在1%左右。

图19：2021年百万吨死亡率降低至0.059，十年下降89.5%



资料来源：国家安全监管总局、Wind、浙商证券研究所

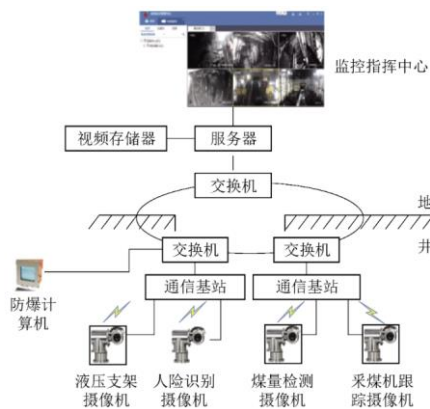
图20：相比美国和澳大利亚，中国煤炭开采死亡率依旧较高



资料来源：DOL、国际煤炭网、浙商证券研究所

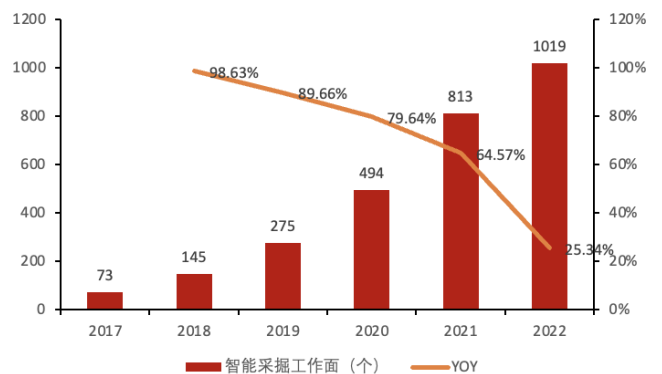
智能化综采系统结构：智能化综采系统是建设煤炭开采智能化的基础，主要由工作面部分、顺槽部分、地面部分三大部分组成。工作面部分位于井下，通过不同智能化设备之前的协同配合实现煤炭的采、支、云等工作，该部分对应煤机设备的“三机一架”；顺槽部分为工作面装备提供电力及装备运行的远程监控功能；地面部分为中心调度室，通过矿井环网实现井下巷道、工作面、设备、人员、车辆等的全方位动态监测及相关设备的远程控制。

图21：智能综采系统机构简介



资料来源：中国煤炭官网、浙商证券研究所

图22：2017年-2022年采掘工组面的智能程度越来越高



资料来源：Wind、浙商证券研究所

从业人数减下降和安全需求提升均为推进煤炭开采智能化创造动力，2025年渗透率将达到25%，2023-2025年煤矿工作面智能化建设市场需求分别为127亿、184亿、139亿元

根据《2020煤炭行业发展年度报告》，2025年我国矿井数量应控制在4000处左右，并建成1000处智能化煤矿，智能化采掘工作面渗透率达25%。

(1) 基于 2025 年我国矿井数量控制在 4000 处左右，假设 2021-2025 年期间煤矿数量每年减少 140 处；

(2) 综采工作面分为采煤工作面和掘进工作面，根据《煤矿安全规程》一个采区的单翼最多布置 1 个采煤工作面和 2 个掘进工作面，双翼则翻倍，目前行业统一认为“一矿一井一面”方式最为合理。综合考虑我国煤矿能源占比高，建设产能需留有一定富余量，同时考虑某些小产能或落后产能开工不足的情况，假设我国采矿业产能利用率为 77%，则采掘工作面总数量=矿井数*77%，其中采煤工作面数量占比 1/3，掘进工作面数量占比 2/3；

(3) 基于 2025 年我国煤矿开采智能化工作面渗透率将达到 25%，同时随着智能化技术和产品的成熟度提高，以及技术迭代过程。我们估计 2021-2025 年智能化渗透率分别为 6%、10%、14%、20%、25%，则每年智能化工作面数量=当年工作面总数量*智能化渗透率，新增智能化工作面数量=当年智能化工作面数量-前一年智能化工作面数量；

(4) 每年智能化改造市场规模=当年新增智能化工作面数量*单工作面改造成本，由于改造项目定制化程度较高，涵盖了硬件、软件及服务成本，改造成本较离散。按 3300 万、3500 万、3700 万作假设，分别测算悲观、中性、乐观情况下行业改造市场规模，取中性假设计算行业总需求额。

表3：基于悲观假设，2023-2025 年预计采掘工作面智能化改造规模为 112 亿、168 亿、127 亿元

投资额 (亿元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿井数量	4700	4560	4420	4280	4140	4000
采煤工作面数 (个)	3605	3498	3390	3283	3175	3068
掘进工作面数 (个)	7210	6995	6780	6566	6351	6136
采掘工作面总数量	10815	10493	10170	9848	9526	9204
智能化采掘工作面渗透率	5%	6%	10%	14%	20%	25%
智能化采掘工作面数 (个)	497.49	629.58	1017.00	1378.72	1905.20	2301.00
新增智能化工作面数 (个)		132.09	387.42	361.72	526.48	395.80
单工作面改造成本 3200 万元 (悲观假设)	3200	3200	3200	3200	3200	3200
智能化改造市场规模 (亿元)		42.27	123.97	115.75	168.47	126.66
YOY			193%	-7%	46%	-25%

资料来源：中国煤炭工业协会、浙商证券研究所测算

表4：基于中性假设，2023-2025 年预计采掘工作面智能化改造规模为 127 亿、184 亿、139 亿元

投资额 (亿元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿井数量	4700	4560	4420	4280	4140	4000
采煤工作面数 (个)	3605	3498	3390	3283	3175	3068
掘进工作面数 (个)	7210	6995	6780	6566	6351	6136
采掘工作面总数量	10815	10493	10170	9848	9526	9204
智能化采掘工作面渗透率	5%	6%	10%	14%	20%	25%
智能化采掘工作面数 (个)	497.49	629.58	1017.00	1378.72	1905.20	2301.00
新增智能化工作面数 (个)		132.09	387.42	361.72	526.48	395.80
单工作面改造成本 3500 万元 (中性假设)	3500	3500	3500	3500	3500	3500
智能化改造市场规模 (亿元)		46.23	135.60	126.60	184.27	138.53
YOY			193%	-7%	46%	-25%

资料来源：中国煤炭工业协会、浙商证券研究所测算

表5：基于乐观假设，2023-2025年预计采掘工作面智能化改造规模为134亿、195亿、146亿元

投资额(亿元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿井数量	4700	4560	4420	4280	4140	4000
采煤工作面数(个)	3605	3498	3390	3283	3175	3068
掘进工作面数(个)	7210	6995	6780	6566	6351	6136
采掘工作面总数量	10815	10493	10170	9848	9526	9204
智能化采掘工作面渗透率	5%	6%	10%	14%	20%	25%
智能化采掘工作面数(个)	497.49	629.58	1017.00	1378.72	1905.20	2301.00
新增智能化工作面数(个)		132.09	387.42	361.72	526.48	395.80
单工作面改造成本3700万元(乐观假设)	3700	3700	3700	3700	3700	3700
智能化改造市场规模(亿元)		48.87	143.35	133.84	194.80	146.45
YOY			193%	-7%	46%	-25%

资料来源：中国煤炭工业协会、浙商证券研究所测算

综上，基于中性假设，2023-2025年煤矿采掘工作面智能化改造规模分别为127亿、184亿、139亿元，并以此计算煤机设备总需求额。

根据煤机设备更新需求额及智能化改造需求额的计算，2023-2025年“三机一架”行业总需求额分别为986亿、1001亿、994亿元，同比增长1.23%、1.54%、-0.66%。

2.3 公司煤机板块：以液压支架为核心，智能化+成套化持续打造竞争优势

公司煤机板块主要业务为煤炭综采工作面液压支架、刮板输送机及其零部件、煤炭智能化开采系统的研发、设计、生产、销售和服务，为全球煤炭客户提供安全、高效、智能的一流的煤矿综采技术、成套装备解决方案和服务。同时公司着力推动煤机装备成套化发展，合资组建参股公司，开展采煤机制造业务。

2.3.1 液压支架龙头，传统业务筑建护城河

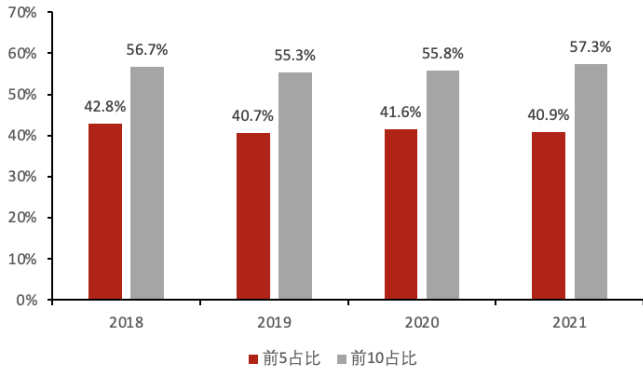
液压支架为综采设备中价值量占比最大的部分，公司深耕液压支架领域多年，具备突出的技术、市场和成本优势。

技术层面，我国第一台液压支架诞生于郑煤机，随后公司率先开展并主导了“高端液压支架国产化”研究与发展进程，推动全面实现高端液压支架替代进口，2021年公司全年获得32项专利授权，成功研制10米液压支架样机，首台“超大伸缩比（三伸缩）液压支架”验收，再创煤机行业技术巅峰。

市场层面，从国内市场来看，公司液压支架产品在国内市占率领先，辐射全国各重点销售区域；国外市场上，公司成功开发美国、澳大利亚、俄罗斯、印度、土耳其、越南、印尼等国际市场。

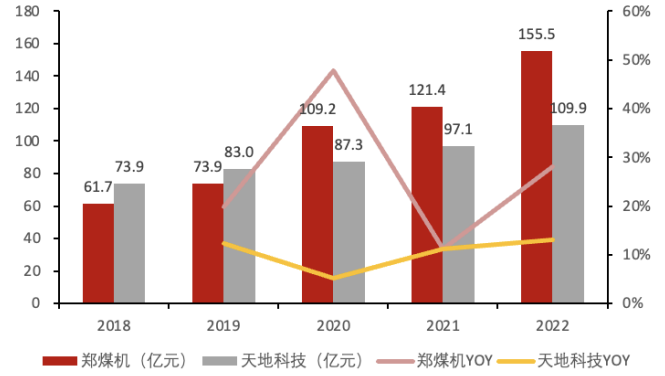
近几年来，煤机行业头部企业集中趋势比较明显。从2018年开始，行业营收排名前五名的企业中，前五名企业的收入占比超过40%，前十名企业的收入占比高达55%以上，且这两个比例在过去四年中始终保持稳定。根据中国煤炭工业协会的统计，2021年中国煤炭机械工业50强名单中，排名前五的分别是：天地科技股份有限公司、山东能源重型装备制造集团有限公司、中国煤矿机械装备有限责任公司、郑州煤矿机械集团股份有限公司、晋能控股装备制造集团有限公司。

图23：2021年煤炭机械行业CR5为41%，CR10为57%



资料来源：国家安全监管总局，Wind，浙商证券研究所

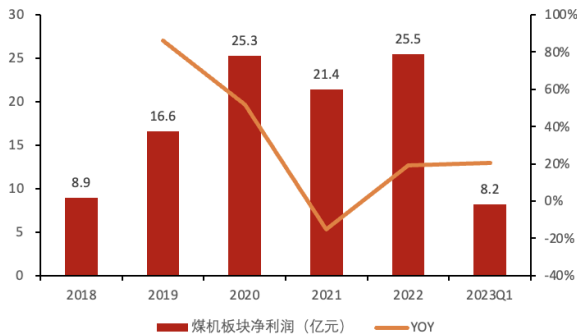
图24：公司煤机板块营收规模于2020年反超天地科技



资料来源：中国煤炭工业协会、浙商证券研究所

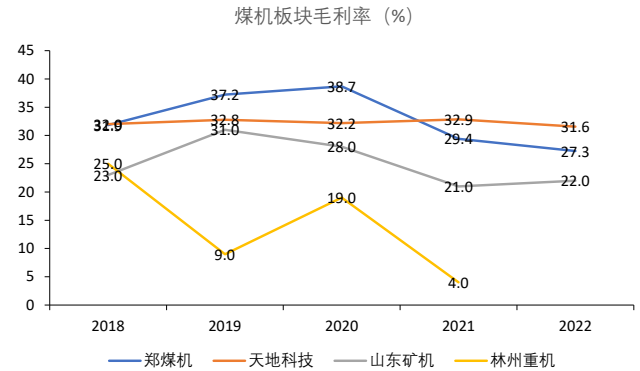
煤机板块是公司的核心收入来源，2022年实现营业收入155.05亿元，同比上涨28.1%，占总营收的超过50%。2018-2022年，公司煤机业务营收保持稳定增长，且势头强劲。我国煤机领域的龙头企业为天地科技，在煤机板块营收方面，郑煤机在2020年实现反超，并逐渐拉开差距。2021-2022年公司煤机产品的毛利率略低于天地科技，未来仍有提升空间。从2018年来，公司煤机板块的净利润呈上升趋势，经过2021年因疫情影响而小幅下滑后，2022年又再次上涨，达到25.5亿元，同比增长19.2%。

图25：2022年公司煤机板块净利润再创新高



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图26：2022年公司煤机板块毛利率略低于天地科技



资料来源：Wind、浙商证券研究所

表6： 相关公司煤机业务对比： 公司煤机板块收入规模居前

		2018	2019	2020	2021	2022
郑煤机	营业收入 (亿元)	61.7	73.9	109.19	121.36	155.48
	营业成本 (亿元)	42.05	46.38	66.96	85.69	113.1
	毛利 (亿元)	34.02	27.52	42.23	35.67	42.39
	毛利率	32%	37%	39%	29%	27%
天地科技	营业收入 (亿元)	73.91	82.96	87.29	97.13	109.87
	营业成本 (亿元)	50.25	55.77	59.18	65.21	75.18
	毛利 (亿元)	23.66	27.19	28.11	31.92	34.69
	毛利率	32%	33%	32%	33%	32%
山东矿机	营业收入 (亿元)	10.71	14.91	13.99	12.95	18.27
	营业成本 (亿元)	8.21	10.32	10.11	10.2	14.17
	毛利 (亿元)	2.51	4.59	3.88	2.75	4.09
	毛利率	23%	31%	28%	21%	22%
林州重机	营业收入 (亿元)	8.74	6.91	8.36	4.24	10.85
	营业成本 (亿元)	6.52	6.3	6.8	4.08	8.27
	毛利 (亿元)	2.22	0.62	1.56	0.16	2.58
	毛利率	25%	9%	19%	4%	24%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

2.3.2 科技创新瞄准需求“靶心”，以智能驱动成套化发展

科技含量决定市场容量，公司坚持“以智能驱动成套化发展”，顺应煤炭开采智能化的大趋势，智能化产品推广在控制系统、互联网平台和成套化模式三大方面卓有成效。

智能化综采系统技术突破。2021年，公司综采设备已具备智能感知、智能决策和自动控制运行功能，基于5G技术的设备远程遥控功能，解决了原有远程操作时设备状态延迟较高的痛点，增加了地面操作井下设备的可靠性，实现地面监控及远程控制。同时“6+1”MES系统上线运行，在数据采集的基础上，强化数据的分析、应用和改进，稳步提升生产效能，首套搭载“矿鸿”系统的郑煤机千兆以太网支架电控系统下井用，实现了煤矿综采工作面智能化系统关键技术自主可控。

工业互联网平台。公司立足于多年的开采装备研发、应用经验，开发了与智能开采深度贴合的智能工作面大数据平台，帮助用户远程全面监测智能工作面多维度数据信息，辅助用户评估自动化工作面使用效果并对突发情况进行快速决策。截至2021年，该平台接入智能化煤矿综采工作面超过100个，基本具备支撑开展工业应用的能力。

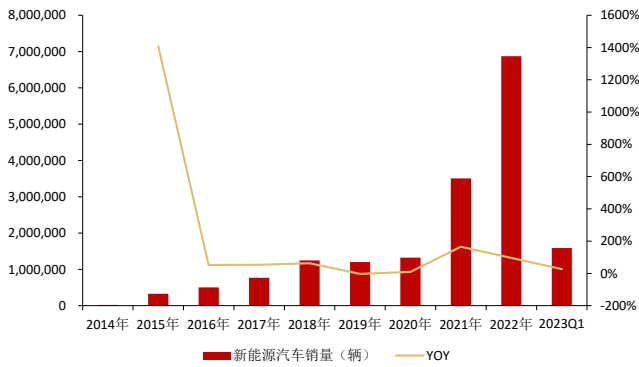
成套化模式日渐成熟，国际市场逆流突破。公司建立了成套化生产系统平台，“厂内联调”愈发完善，成套服务有序拓展，售后服务体系进一步优化，通过行业首台“超大伸缩比（三伸缩）液压支架”验收，成套机组技术标准不断升级完善，各项技术革新、改善项目持续降本增效。2021年，成套化产品订货金额同比增长26%，国际市场上，成套液压支架成功出口澳大利亚、俄罗斯，登陆国际煤机最高舞台，土耳其项目高效投产，创造了国内单一企业成套设备在国外顺利达产的先例。2022年7月25日，公司为土耳其博日大煤业提供的CTF240-2.8成套化机组，经过系统的设备联调与技术沟通，成功通过用户验收，完成首套全自主综采放顶煤成套化装备出口的里程碑。

3 汽车零部件板块：业绩有望改善，业务转型持续推进

全球汽车市场方面，2022年，在芯片等零部件短缺、原材料成本飙升、以及地缘政治等因素的影响下，全球汽车行业再度经历了疲软的一年。根据主要市场汽车协会及权威机构的统计，2022年，美国、欧洲、日本、巴西、俄罗斯等多个国家和地区汽车销量继续下跌，而中国和印度是极少数实现增长的国家。

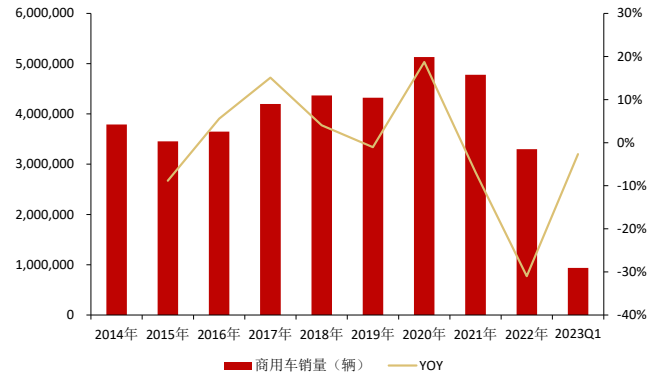
国内汽车市场方面，2022年，面对需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，汽车行业克服了诸多不利因素冲击，走出年中波动震荡，持续保持了恢复增长态势，全年汽车产销稳中有增，主要经济指标持续向好，展现出强大的发展韧性。从全年发展来看，2022年汽车销量完成2686.4万辆，同比增长2.1%，延续了2021年的增长态势。其中乘用车在稳增长、促消费等政策拉动下，实现较快增长；商用车处于叠加因素的运行低位。新能源汽车持续爆发式增长，全年销量超680万辆，市场占有率提升至25.6%，逐步进入全面市场化拓展期，迎来新的发展和增长阶段。

图27：2023Q1新能源车销量同比增长27%



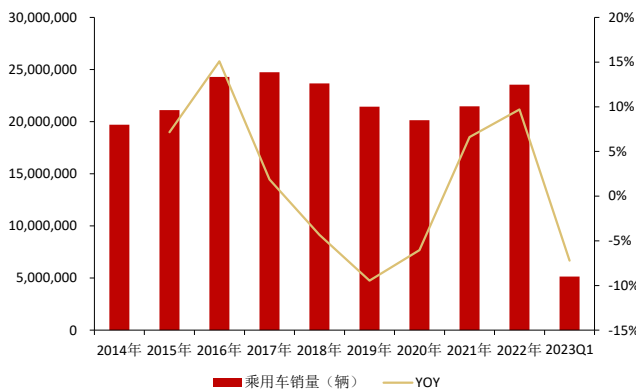
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图28：2023Q1商用车销量同比下降3%



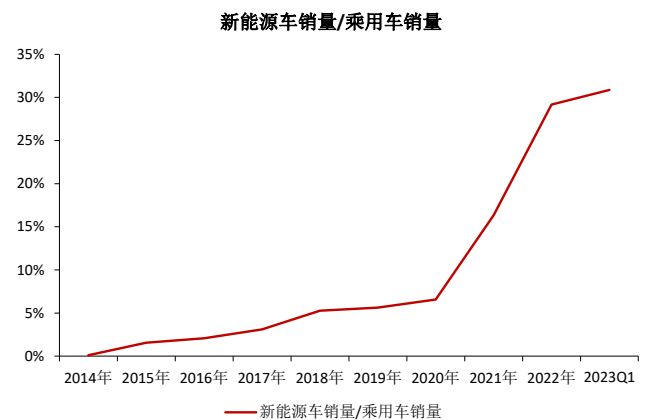
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图29：2023Q1乘用车销量同比下降7%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图30：2023Q1新能源车销量在乘用车销量中占比突破30%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

3.1 亚新科：新能源与国际业务再上新台阶，加速推动业务转型

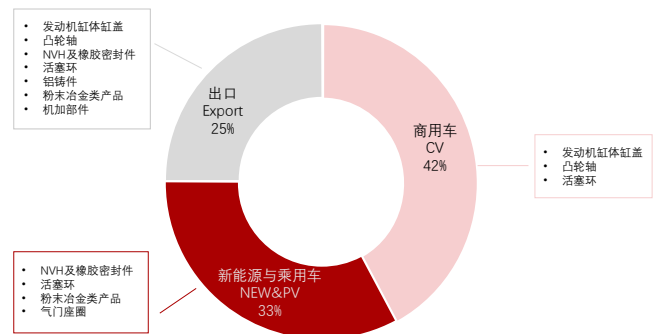
3.1.1 营收相对稳定，产品实现乘用车、商用车及新能源车多元化覆盖

2016年郑煤机收购亚新科，开启煤机汽车双赛道经营模式。亚新科成立于1994年，是一家领先的外资汽车零部件集团，在国内拥有9家主要运营公司，800余家服务站，并在美国、欧洲和日本设有销售分支，下游销售市场由三部分组成，其中商用车占比42%，新能源与乘用车占比33%，出口占比25%。公司主营产品以商用车零部件为核心，主要包括降噪减振及橡胶密封件、发动机缸体缸盖、钢制铁制凸轮轴、活塞环、粉末冶金类产品等。

图31：亚新科生产基地及仓储遍布全球



图32：商用车占亚新科下游比例42%



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

亚新科旗下主要包括亚新科凸轮轴、亚新科双环、亚新科山西、亚新科NVH，下游覆盖领域包含了乘用车、商用车及新能源汽车领域主要龙头企业，客户总体优质稳健。

表7：亚新科下游覆盖领域包含了乘用车、商用车及新能源汽车领域主要龙头企业

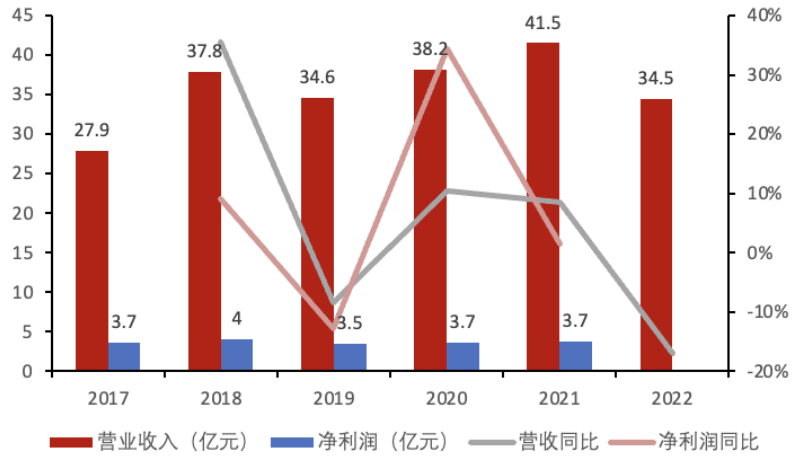
公司	产品	优势	客户
亚新科凸轮轴	凸轮轴	世界一流的凸轮轴制造技术，具备康明斯全球、菲亚特全球、年产140万件凸轮毛坯和60万件凸一汽锡柴、福田康明斯、上轮轴成品的生产能力	菲红、东风康明斯
亚新科双环	内燃机活塞环	中国最大的活塞环生产商和供应商之一，年产1.8亿片铸铁环和钢环	商用车:康明斯、潍柴、重汽、玉柴、上菲红、解放、上柴、江铃、扬柴、福田、云内、全柴 乘用车:吉利、长城、奇瑞、比亚迪、东安三菱、江淮
亚新科山西	缸体、缸盖	生产缸体和缸盖的大型铸造工厂年产能达100,000吨。工厂拥有世界上最先进的制芯、浇铸、铁水熔化、落砂等后处理工艺，其中灰口铸铁产品质量国内领先	康明斯全球及在华发动机合资公司、上菲红、卡特彼勒、潍柴、玉柴、中国重汽、华菱汽车、上海日野、日本小松、三一重工、约翰迪尔
亚新科NVH	减振件、橡胶密封件	拥有省级降噪减振类研发中心和制上汽通用五菱、长安、奇瑞工厂，是亚洲地区规模最大、最优秀橡胶产品生产基地之一	瑞典、小康、东风日产、博世、采埃孚、威伯科

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

营业收入相对稳健，商用车赛道有望修复。自并购以来，亚新科整体营收稳重有进，2021年达到41.5亿元，同比增长8.5%，净利润稳定在3.7亿元左右，为公司创造稳定利润；2022年国六标准实施，商用车销量提前透支，短期内销量承压，加之国内局部地区疫

情反复，亚新科 2022 年营收为 34.5 亿元，同比减少 17%，未来随着商用车需求修复，叠加低基数影响，商用车销量有望上行，业绩有望明显改善。

图33：亚新科 2022 年营收达 34.5 亿元，同比下滑 17%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.1.2 2022 年新能源业务收入同比增长约 130%，出口收入同比增长 34%

亚新科加速推进业务转型升级。一方面稳固现有的细分市场龙头地位，将传统业务做到极致，做广客户，做深产品，做大出口，新开发多个客户和产品，稳固发展根基；另一方面，面对快速变化的汽车产业格局，聚焦电动化、智能化、轻量化，进一步明确转型升级的整体发展方略，迅速扩大新能源零件业务，快速进入系统和总成高端市场，提升新能源产品的销售占比，以实现新能源转型；扩张海外市场，提升亚新科的全球竞争力，实现业务持续增长；加速推进数字化、智能化转型升级，持续降本提效。

2022 年在国内商用车销量下降、特别是中重卡销量腰斩的形势下，亚新科双环、山西公司出口业务大幅提升，实现出口业务收入 5.9 亿元，同比增长 34%；抓住 2022 年国内乘用车行业上升趋势，强化对 NVH 业务的管理，快速推动乘用车业务增长，亚新科安徽全力开发新能源汽车零部件市场，减震密封（悬置、密封、底盘产品等）新获得长安、东风、小鹏、零跑、比亚迪、金康问界等新能源业务定点，已基本覆盖国内主流新能源汽车品牌，新能源业务收入约 1.9 亿元，同比增长约 130%。

图34：亚新科橡胶密封/减振产品可广泛用于新能源领域

橡胶密封/减振产品	系统 System		部件 Parts				现有产品 Existing Parts
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 注射硅胶 ✓ 导热硅胶 ✓ 硅胶垫 ✓ 电阻 ✓ 隔离垫 ✓ 支架总成 ✓ 导热环 ✓ 隔振垫 	氢燃料电池	氢气模块	空气模块	电堆	热管理	储氢
	电驱总成	电机	减速器	电控			<ul style="list-style-type: none"> • 密封件 • 导热环 • LSR
	电池	BMS	电池模组	热管理			<ul style="list-style-type: none"> • 密封件 • 导热硅胶
	电子转向	控制器	转向机				<ul style="list-style-type: none"> • 密封件
	电子制动	One Box	Two Box	EPB	卡钳		<ul style="list-style-type: none"> • LSR
	热管理	电池热管理	电驱热管理	空调系统			<ul style="list-style-type: none"> • 密封件 • 减振件 • LSR
	ADAS	雷达	摄像头				<ul style="list-style-type: none"> • 密封件 • 减振件 • 导热硅胶
	底盘	减振器	空气悬挂	控制臂	后桥	副车架	<ul style="list-style-type: none"> • 减振件-空悬

图35：亚新科粉末冶金产品主要用于新能源安全系统及泵类系统

现有产品及客户		ICE	HEV / PHEV / REEV	EV
新能源产品	安全系统	奥托立夫 Autoliv 安全带+安全气囊用零件	✓	✓
	泵类系统	拓普 Tuopu 电子泵+热能管理用零件	N/A	✓

电驱动力系统粉末冶金零部件	电动真空泵粉末冶金零部件
<ul style="list-style-type: none"> 内齿圈 行星齿轮 太阳齿轮 	<ul style="list-style-type: none"> 盖板 底板 阀体

资料来源：公司官网、浙商证券研究所


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

3.2 索恩格：高压电机项目取得突破，加快向机电一体化系统供应商转型

3.2.1 为全球节能减排提供解决方案，盈利能力改善明显

源自德国博世，产品扩展从起动机到高压电机。2017年，郑煤机集团宣布以现金方式收购德国博世公司旗下的起动机与发电机全球事业部，并于2018年1月正式完成并购并表。收购后，原事业部作为郑煤机旗下子公司索恩格（SEG）开始独立运营。SEG作为原博世公司的一员，致力于汽车零部件的研发、制造和销售，拥有一百多年电机研发和规模化生产经验，为全球节能减排提供高效的解决方案，公司主营产品包括汽车起动机、发电机、起停电机、48V电机和高压电机。

表8：SEG 主营产品有起动机、发电机、48V电机、高压电机等

产品	图例	技术特点及用途
起动机		作为起停停止技术的领导者，索恩格的产品还可以显著减少油耗降低二氧化碳排放，同时实现滑行等附加功能。
发电机		索恩格发电机能够为乘用车和商用车提供稳定高效的电能供应，同时满足日趋严格的二氧化碳法规要求。
48V电机		可将传统内燃机升级为混合动力，从而减少25%的二氧化碳排放，并且还可以实现轻量型汽车电气化。
高压电机		保证插电式混合动力汽车（PHEV）或纯电动汽车（BEV）的续航里程。

资料来源：SEG 官网、浙商证券研究所

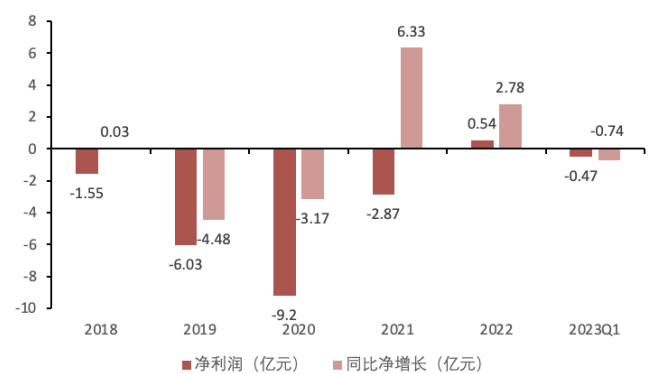
经营业绩改善明显，净利润扭亏为盈。自18年并购以来，SEG营业收入较为稳定，2022年达到118.7亿元，同比下降1.6%。2023一季度营收为32.3亿，同比增加9.82%；受新能源汽车渗透率提升，内燃机需求降低以及新冠疫情等诸多因素影响，公司盈利能力受限，净利润于2020年达到谷底，2021年，疫情逐渐得到控制，复工复产加速，公司完成全球业务重组工作，盈利能力明显改善，净利润同比净增加6.33亿元，扣除重组费用后实现盈利。2022年公司盈利持续改善，净利润达0.54亿元，同比增加2.78亿元，实现扭亏为盈。

图36：2022年SEG业绩保持稳定，营收略有下降



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图37：SEG盈利持续改善，2022年净利润转正



资料来源：Wind、浙商证券研究所

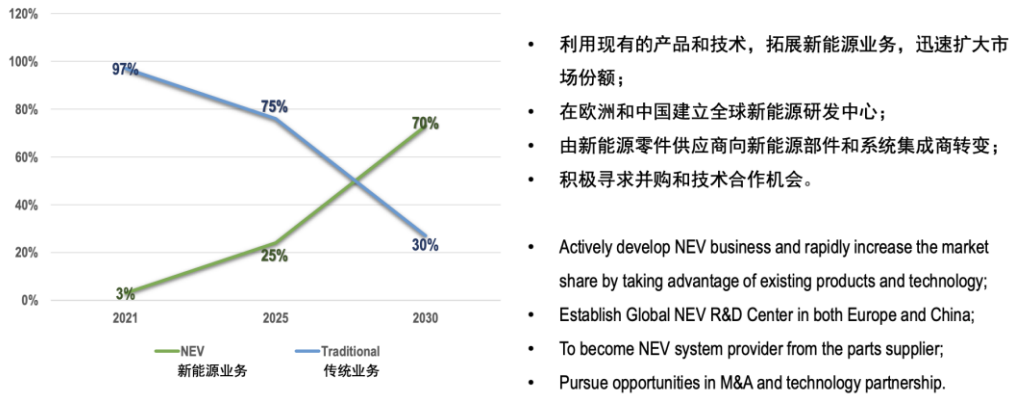
3.2.2 高压驱动电机拓展、新能源汽车业务占比有望持续提升

“高压化”为新能源汽车发展新方向。新能源汽车有“三大电”，分别是：电池、电机、电控，是电动车区别于传统汽车的重要新技术。这三项技术中，电池成本最高，占汽车总成本 40%左右，电机和电控成本约占 10%左右。近几年随着新能源汽车市场的扩大，消费者对汽车续航等性能的需求也不断增加，“高压化”已成为新能源汽车的发展方向。高压化电动车相比普通电车有三大优势：1) 同等功率条件下，减少内阻损耗，提高系统效率；2) 相同续航条件下，缩小电池大小，降低整车重量；3) 提高电池充电效率。

2022 年底，索恩格调整管理团队，继续优化全球架构和布局，不断提升市场占有率，在欧洲市场降本提效，大力推广 48VBRM 产品，印度、南美等新兴市场快速发展，在巩固 12V 起发电机及 48VBRM 业务优势的同时，明确了全面向高压电气化转型的发展战略，以“智驱未来——让明天的出行更美好”为愿景，充分发挥在电机硬件、软件和系统集成方面深厚的开发能力、卓越的生产工艺和精益的生产能力，全球同步开发高压驱动电机平台，可根据客户需求提供整套的高压驱动解决方案。索恩格获得欧洲电动驾驶项目 ASPICE（即汽车软件过程改进及能力评定）二级认证。

根据公司规划，索恩格 2025 年传统业务占比 75%，新能源业务占比 25%，到 2030 年索恩格新能源业务占比为 70%，传统业务占比下降至 30%，未来将逐渐拓展新能源业务，并由新能源零件供应商向新能源部件和系统集成商转变。

图38：公司规划 2030 年新能源业务占比 70%



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 业务拆分

公司业务主要分为煤机业务及汽车零部件业务，煤机主要是“三机一架”设备，汽车零部件主要由亚新科与索恩格经营，产品覆盖商用车、燃油车与新能源车配套，目前主要以配套燃油车为主：

煤矿机械业务：根据煤矿机械更新周期、考虑落后产能淘汰、大产能增核以及智能化趋势带来的长期改造需求，“三机一架”行业投资额 2023-2025 年总体稳中有升。公司煤矿机械由于市占率提升及出口业务带来的增量，假设 2023-2025 年公司煤机业务收入在“三机一架”行业投资额中的占比在 2022 年基础上有所提升，分别为 17.5%、18.1%、18.5%，则煤矿机械收入 2023-2025 年增速分别为 10.9%、5.0%、1.5%。由于产品结构调整及规模化生产，毛利率分别为 28.6%、28.4%、29.5%。

汽车零部件业务：由于下游商用车修复向上，乘用车需求平稳，新能源车持续高增长，亚新科 2023-2025 年重卡发动机零部件收入增速分别为 20%、18%、10%，传统乘用车减震降噪业务收入 0.3%、0.2%、0.2%，新能源乘用车配套业务收入 36%、45%、60%，对应亚新科总收入增速 13.4%、13%、8.4%。索恩格业务持续优化，驱动电机有望逐渐放量，2023-2025 年索恩格收入增速 12%、18%、22%。汽车零部件业务 2023-2025 年收入增速为 12.3%、16.9%、19.0%，毛利率基本保持稳定，分别为 16.5%、16.4%、16.5%。

其他业务：2022 年收入占比 5% 以下，参考历史变化情况，假设 2022-2023 年收入增速分别 28%、11%、25%，毛利率约按 7.6% 计算。

综上，预计 2023-2025 年，公司营业总收入为 360、399、444 亿元，同比增长 12%、11%、11%，毛利率分别为 21.9%、21.4%、21.4%。

表9：公司业务拆分表

	2022A	2023E	2024E	2025E
煤矿机械业务				
收入（百万元）	15548	17248	18115	18393
YOY	28.12%	10.93%	5.03%	1.54%
毛利率	27.26%	28.60%	28.40%	29.50%
汽车零部件业务				
收入（百万元）	15151	17016	19885	23667
YOY	-5.68%	12.31%	16.86%	19.02%
毛利率	15.17%	16.50%	16.40%	16.50%
其他业务				
收入（百万元）	1344	1721	1910	2387
YOY	22.81%	28.00%	11.00%	25.00%
毛利率	7.59%	7.60%	7.60%	7.60%

资料来源：wind、浙商证券研究所测

4.2 估值探讨

公司是国内液压支架龙头企业，2021 年煤机销售收入国内位居第 4 名，煤矿机械板块选取天地科技、三一国际为可比公司，汽车零部件板块选取三环传动、西菱动力为可比公司。对比同类公司，公司估值偏低。

表10：同类公司估值及归母净利润

年份	PE（倍）				归母净利润（亿元）			
	2022（A）	2023（E）	2024（E）	2025（E）	2022（A）	2023（E）	2024（E）	2025（E）
郑煤机*	10.0	7.9	6.6	5.6	25.38	31.95	38.14	45.21
煤机板块同类公司								
天地科技	12.0	9.7	8.5	7.6	19.52	24.16	27.54	30.91
三一国际	20.6	15.4	12.2	9.6	16.65	22.22	28.16	35.80
均值	16.3	12.6	10.4	8.6	——			
汽车板块同类公司								
三环传动	34.0	24.7	18.9	14.7	5.82	8.02	10.50	13.47
西菱动力	115.7	26.7	16.1	15.0	0.37	1.61	2.67	2.86
均值	74.9	25.7	17.5	14.8	——			

资料来源：wind、*代表浙商证券研究所预测，其他为 WIND 一致预期，截止日期 2023 年 5 月 8 日

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入 360、399、444 亿元，同比增长 12%、11%、11%，归母净利润为 32、38、45 亿元，同比增长 26%、19%、19%，对应 EPS 为 1.79、2.14、2.54 元。现价对应 PE 为 8、7、6 倍，基于公司液压支架龙头地位、煤机业务未来稳健增长、汽零业务逐渐改善，估值相对较低等原因，给予“买入”评级。

5 风险提示：

1、煤炭设备新增、更新与智能化进程不及预期

在“碳达峰碳中和”的背景下，煤炭在能源结构中占比有下降风险，煤炭矿机数量有下降的风险，导致下游煤炭企业经营不达预期，对煤矿机械新增、更新需求减弱，进而导致公司煤矿机械业绩承压。公司掌握智能化的优势，如果智能化产品及技术不能及时推广应用，可能会导致产品智能化不达预期的情况。

2、商用车需求修复不及预期

2022 年受“国五”“国六”法规切换完成导致的重卡需求退坡、原材料价格高位、芯片短缺等因素影响，重卡销量出现明显下降，2023 年以重卡为代表的商用车需求仍然疲软，会对公司汽车零部件业务增长造成压力。

3、新能源汽车业务拓展不及预期

新能源汽车零部件是公司汽零业务转型的主要方向，未来新能源汽车减震降噪、驱动电机及高压类产品，面临新产品技术质量风险、及行业竞争激烈而导致拓展不及预期的风险。

4、原材料波动风险

原材料价格仍然面临较大的波动风险，特别是钢铁、铜铝等金属原材料价格的大幅波动将给成本带来压力，影响公司毛利率，导致业绩面临波动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	33401	35759	41769	49203
现金	4380	9721	13340	18064
交易性金融资产	6176	4236	4663	5025
应收账款	8365	8841	8770	9721
其它应收款	341	357	426	463
预付账款	945	883	1048	1187
存货	7835	7601	8897	10042
其他	5359	4121	4625	4702
非流动资产	10900	10937	10464	9913
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	279	306	281	289
固定资产	4426	4393	4417	4519
无形资产	1012	783	438	85
在建工程	671	553	475	351
其他	4512	4902	4852	4670
资产总计	44301	46695	52233	59117
流动负债	18985	17907	19484	21633
短期借款	726	599	738	688
应付款项	9321	9671	10842	12302
预收账款	3	33	15	20
其他	8934	7605	7889	8623
非流动负债	6678	6680	6666	6675
长期借款	4313	4313	4313	4313
其他	2365	2367	2352	2361
负债合计	25663	24588	26150	28307
少数股东权益	831	987	1148	1353
归属母公司股东权益	17807	21121	24935	29456
负债和股东权益	44301	46695	52233	59117

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2256	4902	4134	4931
净利润	2628	3351	3975	4726
折旧摊销	857	554	582	614
财务费用	137	356	272	220
投资损失	(228)	(255)	(242)	(248)
营运资金变动	(537)	651	188	4
其它	(601)	244	(641)	(385)
投资活动现金流	(3529)	1696	(212)	(348)
资本支出	(524)	(133)	(248)	(302)
长期投资	15	(55)	32	(3)
其他	(3020)	1885	4	(44)
筹资活动现金流	1634	(1258)	(302)	140
短期借款	(164)	(128)	140	(51)
长期借款	(319)	0	0	0
其他	2117	(1130)	(442)	191
现金净增加额	362	5340	3620	4724

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32021	35959	39882	44416
营业成本	25405	28093	31337	34910
营业税金及附加	167	173	200	218
营业费用	810	856	877	888
管理费用	1098	1136	1057	1057
研发费用	1378	1384	1376	1386
财务费用	137	356	272	220
资产减值损失	559	449	597	610
公允价值变动损益	39	14	27	21
投资净收益	228	255	242	248
其他经营收益	330	298	314	306
营业利润	3075	4079	4748	5702
营业外收支	15	9	12	10
利润总额	3090	4088	4760	5712
所得税	462	737	785	986
净利润	2628	3351	3975	4726
少数股东损益	90	156	160	205
归属母公司净利润	2538	3195	3814	4521
EBITDA	4177	4989	5622	6546
EPS (最新摊薄)	1.42	1.79	2.14	2.54

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	9.38%	12.30%	10.91%	11.37%
营业利润	17.39%	32.64%	16.39%	20.09%
归属母公司净利润	30.31%	25.89%	19.38%	18.52%
获利能力				
毛利率	20.66%	21.87%	21.43%	21.40%
净利率	8.21%	9.32%	9.97%	10.64%
ROE	14.80%	15.68%	15.83%	15.89%
ROIC	10.44%	12.40%	12.71%	12.92%
偿债能力				
资产负债率	57.93%	52.66%	50.06%	47.88%
净负债比率	30.09%	27.29%	25.52%	24.85%
流动比率	1.76	2.00	2.14	2.27
速动比率	1.35	1.57	1.69	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.79	0.81	0.80
应收账款周转率	5.15	5.08	5.11	5.12
应付账款周转率	4.60	4.42	4.50	4.51
每股指标(元)				
每股收益	1.42	1.79	2.14	2.54
每股经营现金	1.27	2.75	2.32	2.77
每股净资产	9.99	11.85	13.99	16.53
估值比率				
P/E	9.99	7.94	6.65	5.61
P/B	1.42	1.20	1.02	0.86
EV/EBITDA	4.34	4.13	2.97	1.86

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>