

# 煤矿支护机具龙头

## 刮板机技术革命创造未来增长亮点

### 投资要点:

- **重大创新产品:**采用全铸无焊接中部槽的刮板机市场前景乐观。目前已成功产业化，国际首套，发明专利，寿命接近普通刮板机两倍（中部槽占刮板机价值70%，可单卖；普通中部槽1年左右更换，存量大更新需求量大；耐磨合金材料技术壁垒很高，2-3年内国内很难出现类似竞争者）。
  - 公司刮板机产品替代性强、基数较低，预计未来3年可能实现年均70%以上的高速增长。我们认为目前国内刮板机市场空间在100亿元以上；未来3年行业增速在15%左右。公司刮板机目前业务量还不足1亿元，基数小，未来市场空间巨大。
  - 公司支护机具主业气动、轻量化技术领先，未来3年有望保持20%左右的增长。根据市场测算，煤矿锚杆支护机具市场容量2010年约为5亿元，2012年预计达到7亿元，2015年预计达到12亿元；年均复合增长率在15%左右。公司作为市场占有率达30%的龙头企业，未来3年增速可能超出行业增长5个百分点。
  - 公司安全钻机未来3年有望实现50%以上的增长。安全钻机作为煤矿安全设备之一，需求基本不受煤机固定资产投资增速下滑影响，行业增速15-20%左右。公司基数较小，节能高效气动马达功率是普通的2倍，产品性能优越，未来增速可能更快些。此外，公司安全钻机未来还将应用于煤层气开发领域。
  - 公司掘进机定位中小机型，走差异化发展路线。
  - **募投项目:**煤矿采掘设备产业化项目。年产掘进机100台；锚杆钻车100台；锚杆机具10000套；刮板输送机50套。项目总投资估算为3亿元，建设期1.5年，达产后可新增销售收入近6亿元，年新增利润总额为1.3亿元。
  - **建议询价区间：7.5元-8.0元**
- 煤机行业5家可比公司2011-2014年PE分别为27倍、19倍、14倍、11倍。我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.45、0.57、0.72元；建议询价区间为7.5元-8.0元，对应12年PE为17-18倍。
- **主要风险因素:**刮板机市场开拓低于预期、煤机需求萎缩

### 主要财务指标

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	259.32	312.79	408.41	547.39	738.50
增长率	31.1%	20.6%	30.6%	34.0%	34.9%
净利润（百万元）	61.91	50.53	89.03	114.67	143.91
增长率	71.1%	-18.4%	76.2%	28.8%	25.5%
EPS（元）	0.31	0.25	0.45	0.57	0.72

资料来源：中国银河证券研究部

石煤装备（002691.SZ）

暂不评级

### 分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

■: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

■: (8621) 2025 2629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

特此鸣谢

王华君 ■: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

陈显帆 ■: (8621) 2025 7807

✉: chenxianfan@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

### 发行数据

发行规模(万股)	5000
发行后总股本(万股)	2000
主要股东	河北冀凯实业集团有限公司
发行后主要股东持股比例	64.5%
实际控制人	冯春保

### 相关研究

## 目 录

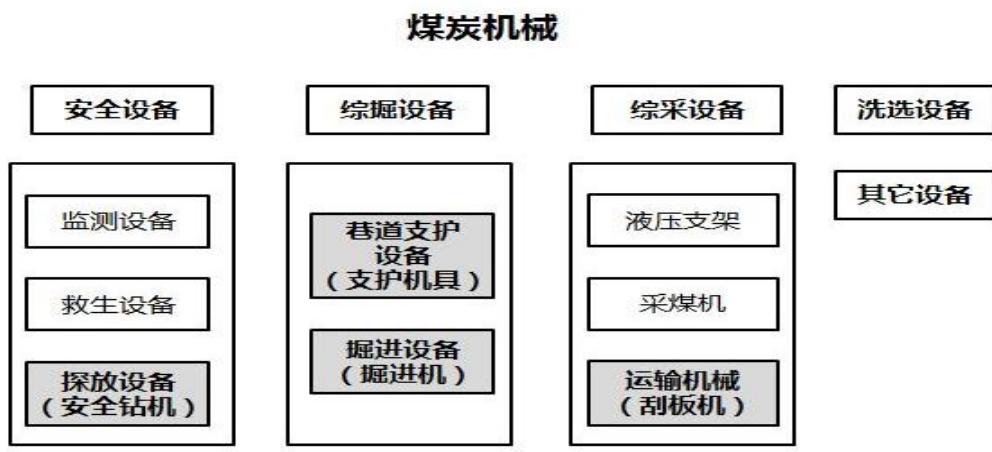
<b>一、煤矿支护机具细分龙头.....</b>	<b>1</b>
(一) 支护机具占 30%以上市场份额，刮板机或成未来最大亮点.....	1
(二) 核心管理、销售、技术人员持有股份，主导产品盈利能力强.....	2
<b>二、采用全铸无焊接中部槽的刮板机：未来增长亮点.....</b>	<b>3</b>
(一) 无焊接中部槽技术先进，寿命长、对普通中部槽替代性强 .....	3
(二) 国内刮板机市场空间超过 100 亿元，公司未来 3 年高速增长.....	4
<b>三、支护机具：气动轻量化技术领先，保持平稳较快增长.....</b>	<b>5</b>
(一) 公司支护机具气动轻量化技术领先，市场占有率 30%以上 .....	5
(二) 公司支护机具未来 3 年有望保持 20%左右增速增长 .....	6
<b>四、安全钻机保持较快增长；掘进机定位差异化发展.....</b>	<b>6</b>
(一) 公司气动安全钻机技术领先，未来还将应用于煤层气开发 .....	6
(二) 公司掘进机定位中小机型，走差异化路线.....	7
<b>五、募投项目：煤矿采掘设备产业化项目 .....</b>	<b>7</b>
(一) 募资 3 亿元，达产后新增收入近 6 亿元、利润总额 1.3 亿元.....	7
(二) 重型、超重型刮板机是未来最大新增业务板块 .....	7
<b>六、盈利预测与估值.....</b>	<b>8</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>11</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>11</b>

## 一、煤矿支护机具细分龙头

### (一) 支护机具占30%以上市场份额，刮板机或成未来最大亮点

公司主营业务是支护机具、安全钻机、掘进设备和运输机械等煤炭机械的研制、销售及服务。其中支护机具是主导产品。公司生产的支护机具包括锚杆钻机、锚杆钻车和配套机具，可为煤矿锚杆支护施工提供成套设备和服务。公司支护机具的市场份额占到全国的30%以上。

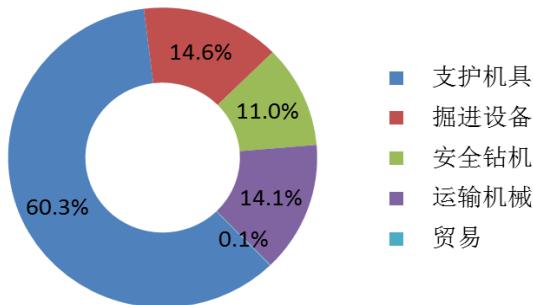
图1：石煤装备4大业务：支护机具为优势主业；具备重大技术突破的刮板机是未来增长亮点



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

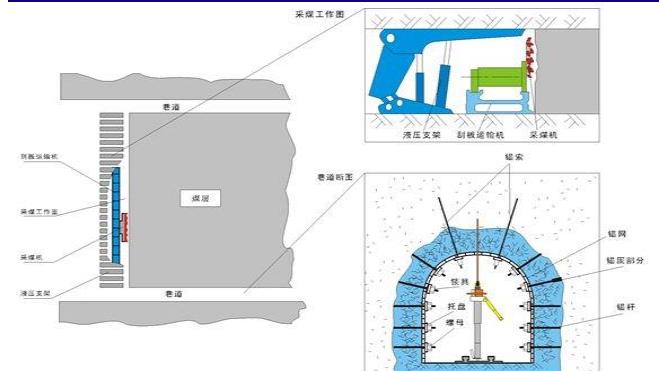
公司未来最大的增长亮点可能来自具备重大技术突破(采用全铸无焊接中部槽、寿命更长)的刮板机。2011年公司支护机具收入占比达60%，刮板机(运输机械)只占14%左右。根据公司的发展规划和现况，我们认为未来几年刮板机有望成为公司发展最快的业务板块。

图2：2011年产品结构：支护机具为主导产品



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

图3：支护机具工作原理示意：主要用于煤矿巷道的支护施工



资料来源：公司招股书、互联网、中国银河证券研究部

表 1：石煤装备 4 大业务产品详细介绍：采用全铸无焊接中部槽的刮板机是未来增长亮点

主要产品	产品说明	产品图示
支护机具	支护机具全称为“煤矿锚杆锚索支护机具”，指用于煤矿巷道支护施工中钻孔、搅拌、安装锚杆锚索的机器和工具。	 锚杆钻机      锚杆钻车      配套机具
运输机械	公司生产的运输机械主要是刮板输送机，是指用刮板链牵引，在槽内运送散料的输送机，用于煤矿井下采煤工作面的煤炭运输，同时是采煤机的运行轨道。刮板输送机由机头、中部段和机尾组成，中部槽是中部段的主要组成部分，占整机重量的 70% 左右。公司生产的全铸无焊接中部槽，采用自主研发的耐磨合金，降低了能耗，提高了综合力学性能，延长了中部槽使用寿命。	 刮板输送机      整体无焊接中部槽
掘进设备	公司生产的掘进设备主要是掘进机。掘进机指用于掘进工作面，具有钻孔、破落煤岩及装载等全部或部分功能的机械。公司生产的主要产品是 EBZ 系列掘进机，包括 EBZ55、75、100、132、160 等不同型号，集连续切割、装载运输于一体，用于煤矿煤巷、半煤岩巷道掘进。	
安全钻机	安全钻机全称为“矿用安全钻机”，指用于煤矿井下抽放瓦斯、探水、防突泄压、地质勘探钻孔施工的钻机，是煤矿安全生产必需的设备。	 安全钻机

资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

## (二) 核心管理、销售、技术人员持有股份，主导产品盈利能力强

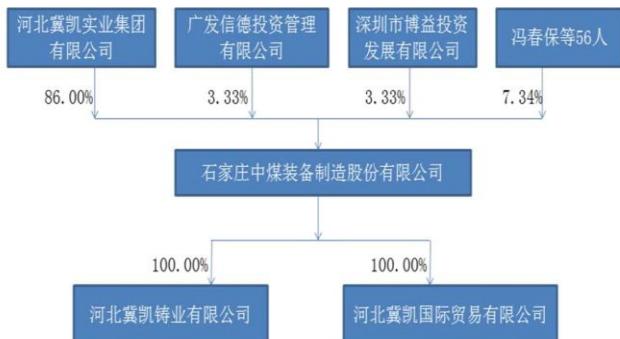
公司是一家典型的民营煤机企业，股权结构清晰，实际控制人冯春保持有冀凯实业 61.418% 股权。此外，冯春保等 56 名自然人持有公司 7.34% 的股权。其中，公司主要高管和核心技术人员，有多人已经持有股份。

2011 年 3 月，公司为激励核心管理、销售、技术人员，冯春保等 56 位自然人对股份公司增资 1,100 万元。按照股份支付准则的规定，公司高管增资价格低于相应股份公允价值的差额 2054.01 万元确认为股份支付费用，计入管理费用（股份支付）。尽管这影响了公司 2011 年的业绩增长，但相当于在此间已经完成了对核心管理、销售、技术人员的一轮股权激励。

公司盈利能力很强。支护机具毛利率多年保持在 60% 以上，综合毛利率多年来保持在 50% 以上。我们认为这主要是由于煤炭机械工作环境恶劣，安全标准要求较高，煤炭企业较关注产品的性能，对价格的敏感性不高。公司的支护机具在细分市场中竞争对手较少，公司通过

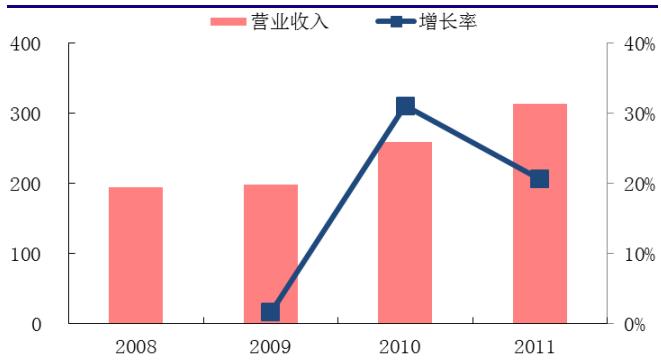
做强高端产品，毛利率一直保持在较高水平。

图 4：冯春保持有冀凯实业 61.4% 股权，主要高管已有股份



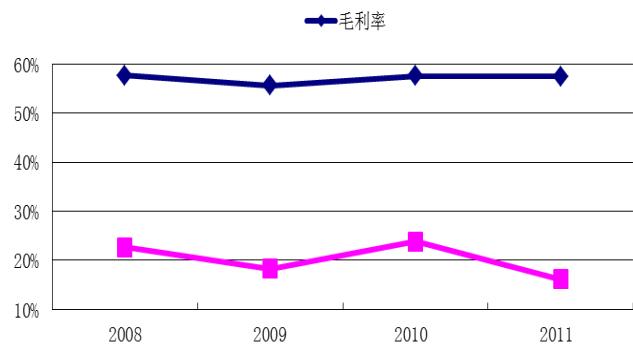
资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

图 6：2008-2011 年营业收入复合增长率达 17%



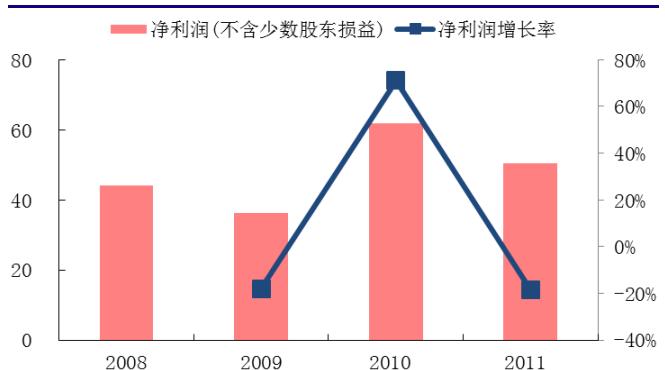
资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

图 5：石煤装备毛利率多年来维持在 50% 以上



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

图 7：2011 年 3 月公司高管激励，影响了 2011 年业绩增长



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

## 二、采用全铸无焊接中部槽的刮板机：未来增长亮点

### （一）无焊接中部槽技术先进，寿命长、对普通中部槽替代性强

公司生产的全铸无焊接中部槽，采用了自主研发的特种耐磨合金钢，耐磨性是耐磨钢板 NM400 的 1.5 倍，抗拉强度达到了 1200MPa 以上，解决了传统铸焊中部槽整体强度低和耐磨性差的难题；采用先进的消失模铸造工艺，解决了中部槽局部翘曲变形难题；通过自主研发的特殊热处理工艺，提高了铸件的综合力学性能。全铸无焊接中部槽属国际首创，运用到刮板输送机上，过煤寿命和可靠性等主要指标进一步提升，具有广泛的应用前景。

公司研发的中部槽寿命接近普通刮板机两倍（中部槽占刮板机价值 70%，可单卖；普通中部槽 1 年左右更换，存量大更新需求量大；耐磨合金材料技术壁垒高，2-3 年内国内很难出现类似竞争对手）。此外，由于公司存在电炉炼钢能来，报废后的中部槽还可以回炉再炼，符合循环经济理念。

公司整体无焊接中部槽制造技术的优点主要是：(1) 过煤量提高，功耗降低；(2) 使用过

程中避免开焊、变形；（3）一个工作面采完向另一工作面转移时避免升井整形和维修；（4）以旧换新，降低成本，符合国家循环经济方针。

**表 2：石煤装备采用全铸无焊接中部槽的刮板机：寿命长、可靠性高**

对比项目	国内普通刮板机	石煤装备采用全铸无焊接中部槽的刮板机
材质	铸造+耐磨板	耐磨合金
工艺	铸焊	消失模真空整铸
结构设计	平板	波浪纹，减少摩擦力，降低功耗
抗拉强度	700MPa	1200MPa 以上
过煤量	-	几乎是普通刮板机中部槽的 2 倍左右
寿命	相对较短，1 年左右	相对更长，几乎是同型号普通刮板机寿命的 2 倍左右，2 年左右

资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

## （二）国内刮板机市场空间超过 100 亿元，公司未来 3 年高速增长

刮板运输机国内市场竞争格局相对较为分散。老牌企业如中煤张家口煤机、西北奔牛（宁夏天地奔牛，现属天地科技）、山西煤机这三家企业占据市场前三名，但占比并不高。目前，民营企业如山东矿机、林州重机在刮板运输机领域异军突起，增加了行业竞争程度；此外，老牌国企中如太重煤机，近期加强了在重型刮板运输机的研制，研制成功国内最大的超重型刮板输送机。

根据我们的调研，国内刮板机前 3 强市场份额在 60 亿元左右。如果我们假设这 3 大企业市场占有率为 60% 左右（按照煤机协会的统计，2008 年按照产量该三家企业市场占有率为 15% 左右），则粗略估计国内刮板机市场也在 100 亿元以上。

煤机协会在统计 2008 年刮板机市场容量时，认为 2008 年国内刮板机市场空间在 21.2 亿元左右。按照其框架，我们给予近年来年均 20% 左右的增速，则 2011 年全行业市场空间还不足 50 亿元，这与上述前 3 强就有 60 亿元左右相矛盾。

我们认为煤机协会可能只统计了其主要会员企业，该数据偏小。我们认为目前刮板机的真实市场空间在 100 亿元以上。未来 5 年，刮板机行业增速可能在 15% 左右。

石煤装备采用全铸无焊接中部槽的刮板机，是一种技术革新带来的产品替代方案，相对石煤装备目前每年还不到 1 亿元的刮板机规模，其未来潜在市场空间巨大。由于公司目前刮板机基数较低，我们预计公司刮板机未来 3 年可能保持 70% 以上的高速增长。

**表 3：2011 年国内刮板机前 3 强的刮板机收入即达到 60 亿元左右**

序号	公司名称	公司简介	2011 年收入
1	中煤张家口煤矿机 械有限责任公司	中国中煤能源集团公司下属企业，始建于 1926 年，主导产品为“张垣牌”刮板输送机。公司厂区总面积 85 万平方米，职工 4,800 人。	30 亿元左右
2	宁夏天地奔牛实业 集团有限公司	天地科技（600582）控股企业。公司始建于 1966 年，拥有总资产 20 亿元，占地面积 72.9 万平方米，主导产品“奔牛牌”刮板输送机。	20 亿元左右
3	山西煤矿机械制造 有限责任公司	太原重型机械集团有限公司下属企业。公司始建于 1977 年，资产 8.5 亿元，产值 10 亿元，现有员工 1,300 余人。公司主导产品为刮板输送机、带式输送机、转载机、运输车辆和洗选设备等。	10 亿元左右

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究部

表 4：2004-2008 年国内刮板运输机竞争格局（销售量：台）

序号	厂家	2004	2005	2006	2007	2008	2008 年市场份额（按销量）
1	中煤张家口煤矿机械有限公司	435	351	335	361	309	7.3%
2	山西煤矿机械制造有限公司	160	163	130	159	185	4.4%
3	西北奔牛实业集团有限公司	226	166	157	172	152	3.6%
4	吉林蛟河煤机制造有限公司	38	168	189	189	149	3.5%
5	兖矿集团大陆机械有限公司	76	108	171	114	148	3.5%
6	山西忻州通用机械有限公司	44	83	86	55	76	1.8%

资料来源：中国煤炭机械工业协会，中国银河证券研究部

表 5：在中国煤机协会研究框架上的煤机行业分产品需求预测：（按销售金额：亿元）

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
掘进机	3.5	8.4	12.6	12.5	18.5	25.5	33	43	53	59	67	73	81
yoY		139%	49%	-1%	48%	38%	30%	30%	23%	12%	12%	10%	10%
采煤机	10.1	12.3	23.8	29.8	30.0	36.4	44	55	65	75	87	97	109
yoY		22%	93%	25%	1%	21%	20%	25%	20%	15%	15%	12%	12%
刮板运输机	6.0	10.4	16.0	19.6	24.4	21.2	25	32	38	44	50	56	62
yoY		73%	54%	23%	24%	-13%	20%	25%	20%	15%	15%	12%	10%
液压支架	15.2	25.8	42.4	67.8	99.2	124.9	156	195	234	269	310	347	389
yoY		70%	64%	60%	46%	26%	25%	25%	20%	15%	15%	12%	12%
其他设备/服务	38.7	61.4	61.7	80.8	99.2	147.4	192	249	299	344	395	455	523
yoY		58%	1%	31%	23%	49%	30%	30%	20%	15%	15%	15%	15%
煤机设备总需求（亿元）	73.6	118.3	156.4	210.5	271.3	355.4	450	574	690	792	909	1028	1163
yoY		61%	32%	35%	29%	31%	27%	27%	20%	15%	15%	13%	13%

注：煤机协会的数据暂时只获得到 2008 年的数据，2009 年以后数据均为估计数，文中其他地方均存在类似情况，不再一一说明。

资料来源：中国煤炭机械工业协会，中国银河证券研究部

### 三、支护机具：气动轻量化技术领先，保持平稳较快增长

#### （一）公司支护机具气动轻量化技术领先，市场占有率 30%以上

支护机具是用于煤矿巷道支护施工中钻孔、搅拌、安装锚杆锚索的机器和工具。根据公司招股书，中国煤炭工业协会煤矿支护专业委员会《2010 年度工作报告》：“十一五”期间，我国煤矿巷道平均总进尺约 1,500 万米/年，其中煤巷总进尺约占 84%，岩巷总进尺约占 16%。随着煤矿科技装备水平的提高，煤巷锚杆支护率有了大幅度提升，国有重点煤矿的煤巷锚杆支护率已经达到 85%以上。

支护机具是公司的主业，未来公司将坚持做得更专业、做得更好。目前国内市场占有率达到 30%以上，在这细分产品中占龙头地位。公司的独特技术在于做得小巧精巧轻巧（设计结构好，部分产品原来的合金钢齿轮改成了碳纤维齿轮，重量轻很多，方便工人操作；气动的更加轻

便；公司锚杆钻机主导产品重量在 100 斤左右）、可靠性好、精度高。

## (二) 公司支护机具未来 3 年有望保持 20% 左右增速增长

根据市场测算，煤矿锚杆支护机具市场容量 2010 年约为 5 亿元，2012 年预计达到 7 亿元，2015 年预计达到 12 亿元；年均复合增长率在 15% 左右。石煤装备 2010 年支护机具的销售收入为 17,476.04 万元。据此可以推算石煤装备支护机具的市场份额额占到全国的 30% 以上。

我们认为公司作为市场占有率达 30% 的龙头企业，未来 3 年增速可能超出行业增长 5 个百分点左右。

表 6：石煤装备支护机具国内主要竞争对手

序号	公司名称	公司简介	支护机具规模
1	江苏中煤矿山设备有限公司	公司创建于一九八三年，是专业从事煤矿采掘运及锚杆机具、工程钻探设备、随车起重设备研发、生产和销售的机电装备制造企业。公司现有员工 500 余名。	收入 2 个亿左右，其中支护机具 1 个亿左右
2	石家庄煤矿机械有限公司	冀中能源集团有限责任公司、中煤能源集团有限公司均股的公司，是专业从事煤矿采掘运及支护设备、工程钻探设备、随车起重设备研发、生产和销售的大型机电装备制造企业。公司始建于 1939 年，总占地面积 42 万平方米，现有员工 2,300 余人。	支护机具不足 1 个亿
3	山东省尤洛卡自动化装备股份有限公司	尤洛卡（300099），成立于 1998 年 10 月。公司主营业务为研发、生产、销售煤矿顶板安全检测系统、设备及煤矿巷道锚护机具。公司现有员工 500 余名。2011 年煤矿巷道锚护机具收入 1,856 万元。	不足 2000 万元
4	北京市巧力神液压机具厂	公司经过十几年的努力，已发展成为煤矿预应力机具和锚索锚具专业生产厂家。	规模相对更小

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究部

## 四、安全钻机保持较快增长；掘进机定位差异化发展

### (一) 公司气动安全钻机技术领先，未来还将应用于煤层气开发

公司在气动安全钻机领域具备较强竞争力。安全钻机全称为“矿用安全钻机”，指用于煤矿井下抽放瓦斯、探水、防灾泄压、地质勘探钻孔施工的钻机，是煤矿安全生产必需的设备。安全钻机产品按动力源分为电动安全钻机和气动安全钻机两类。公司自主研发了节能高效气动马达，最大功率 12KW，在气动安全钻机领域具备较强竞争力。

公司的产品包括 ZLJ 系列煤矿用坑道钻机、ZDY 系列煤矿用全液压坑道钻机、ZYL 系列架柱式液压回转钻机、ZQJ 系列气动架柱式钻机、ZQSJ 系列架柱支撑气动手持式钻机、CMS1 系列气动钻车和电动液压钻车和配套钻具等。

公司安全钻机主要竞争对手是中国煤炭科工集团有限公司西安研究院。该研究院成立于 1956 年，是中国煤炭科工集团有限公司下属的国有全资子公司。2010 年营业收入 10.19 亿元，利润超过 2 亿元。现有职工总数 913 人。主要产品是 ZDY 系列钻机及配套钻具、全液压钻机系列和物探仪器。

安全钻机作为煤矿安全设备之一，未来需求增长较为明确，基本不受煤机固定资产投资增速下滑影响。我们认为该产品基本能保持煤机行业平均增速 15-20% 左右的增长。公司基数较小，未来增速可能更快些。此外，公司安全钻机未来还将应用于煤层气开发领域。

## (二) 公司掘进机定位中小机型，走差异化路线

公司掘进机定位中小机型（75KW 等，改进驱动方式，降低功率），走差异化路线，看市场情况适时再大发展（近期先主要做刮板机）。中小机型掘进机不仅仅用于中小煤矿，大煤矿也用，用于边角煤矿的掘进，提升煤炭回收率。

公司生产的 EBZ55、75 掘进机，结构尺寸小、操作简单、维修方便、可靠性高、性价比高，适用于中小断面巷道作业。公司把悬浮支撑结构成功应用于掘进机的行走系统，在重量不变的条件下，掘进机的牵引力明显提高。公司生产的变速掘进机，在不同的地质条件通过变速切割发挥其最大的效能，可做到一机多用。

表 7：石煤装备掘进机国内主要竞争对手

序号	公司名称	公司简介
1	三一重装国际控股有限公司	简称为三一国际（00631.HK），是专业从事煤炭掘进、采煤、运输成套设备研发、制造及销售的大型装备制造企业。2011 年收入 37.80 亿元，2011 年末总资产 74.66 亿元。
2	佳木斯煤矿机械有限公司	国际煤机（01683.HK）下属企业，始建于 1957 年，是中国掘进机的诞生地。公司 2007 年员工 1,441 人，占地面积 28 万平方米，资产总额 47 亿元。
3	中国煤炭科工集团有限公司 太原研究院	是中国煤炭科工集团有限公司下属企业，成立于 1964 年，现有职工总数近 1,000 人。主要生产刮板输送机械、掘进机械、乳化液泵。

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究部

## 五、募投项目：煤矿采掘设备产业化项目

### (一) 募资 3 亿元，达产后新增收入近 6 亿元、利润总额 1.3 亿元

公司拟向社会公开发行 5,000 万股 A 股股票，募集资金投向为煤矿采掘设备产业化项目。本项目生产规模和产品方案拟定为：年产掘进机 100 台；锚杆钻车 100 台；锚杆机具 10,000 套；刮板输送机 50 套。

项目总投资估算为 30,100 万元，其中：建设投资 22,086.42 万元；铺底流动资金 8,013.58 万元。项目建设期 1.5 年，项目建成后第二年达产。正常生产年份年新增销售收入为 59,401.71 万元，年新增利润总额为 13,277.65 万元。

### (二) 重型、超重型刮板机是未来最大新增业务板块

公司拟以产品的高性价比赢得市场，销售价格和市场同类产品持平，但是技术优势明显。根据目前的市场价格，本项目 EBZ 系列掘进机均价为 230 万元/台；CMS 系列气动锚杆钻车均价 120 万/台；锚杆机具 0.7 万元/套；重型、超重型刮板输送机均价为 550 万元/套

**表 8：石煤装备募投项目详细情况：刮板机是未来最大新增业务板块**

项目名称	新增产能	产品均价 (万元)	达产后理想产出 (万元)	项目总投资 (万元)	新增收入 (万元)	新增利润 (万元)
	掘进机 100 台	230	23000 万元			
煤矿采掘设备	锚杆钻车 100 台	120	12000 万元			
产业化项目	锚杆机具 10000 套	0.7	7000 万元	30100	59401	13277
	重型、超重型刮板输送机 50 套	550	27500 万元			

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

## 六、盈利预测与估值

我们选取了国内 7 家煤机行业上市公司，对应 2011-2014 年的 PE 分别为 22.7 倍、16.3 倍、12.3 倍、9.9 倍。由于天地科技、郑煤机两大龙头体量较大，和石煤装备可比性不强。我们在分析行业估值时可以剔除这两家。剔除这两家公司后，其余 5 家公司 2011-2014 年的 PE 分别为 26.7 倍、18.7 倍、13.8 倍、10.7 倍。

根据行业未来 3 年增长情况和 2012 年的估值水平，我们认为给予同样为煤炭行业服务的鞍重股份 17-18 倍左右的估值较为合适。

我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.45 元、0.57 元、0.72 元。建议询价区间为 7.5-8 元，询价上限 8 元对应 12-13 年 PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍，询价下限 7.5 元对应的 12-14 年 PE 为 17 倍、13 倍、10 倍。

**表 9：煤机行业主要上市公司估值比较**

代码	上市公司	股价	EPS				PE				2012-2014 EPS CAGR	备注
			2011	2012E	2013 E	2014 E	2011	2012 E	2013 E	2014 E		
600582.SH	天地科技	11.03	0.75	0.94	1.17	1.42	14.7	11.7	9.4	7.8	24%	
601717.SH	郑煤机	11.54	0.85	1.06	1.25	1.50	10.9	9.2	7.7	7.7	21%	
002526.SZ	山东矿机	5.57	0.26	0.38	0.54	0.62	21.5	14.5	10.3	9.0	34%	wind 一致预期
002535.SZ	林州重机	7.48	0.34	0.57	0.82	1.08	22.1	13.0	9.2	6.9	47%	wind 一致预期
002665.SZ	鞍重股份	23.51	0.89	1.20	1.52	1.90	26.3	19.6	15.5	12.4	29%	wind 一致预期
300000.SZ	尤洛卡	20.96	0.83	1.07	1.41	1.86	25.1	19.6	14.8	11.3	31%	wind 一致预期
300275.SZ	梅安森	28.49	0.74	1.07	1.48	2.02	38.5	26.7	19.3	14.1	40%	wind 一致预期
<b>均值</b>							<b>22.7</b>	<b>16.3</b>	<b>12.3</b>	<b>9.9</b>		
<b>剔除天地科技、郑煤机之后的均值</b>							<b>26.7</b>	<b>18.7</b>	<b>13.8</b>	<b>10.7</b>		

资料来源：wind，中国银河证券研究部(股价为 7 月 17 日收盘价)

**表 10: 石煤装备盈利预测**

项目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	197.85	259.32	312.79	408.41	547.39	738.50
增长率	1.6%	31.1%	20.6%	30.6%	34.0%	34.9%
净利润 (百万元)	36.19	61.91	50.53	89.03	114.67	143.91
增长率	-18.0%	71.1%	-18.4%	76.2%	28.8%	25.5%
EPS (元)	0.18	0.31	0.25	0.45	0.57	0.72

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

**表 11: 石煤装备分业务板块收入预测**

单位: 百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	257.79	311.08	406.18	544.40	734.45
支护机具	174.76	187.5	225.00	270.00	324.00
掘进设备	30.56	45.29	49.82	59.78	71.74
安全钻机	29.52	34.32	48.05	64.86	84.32
运输机械	21.18	43.71	83.05	149.49	254.13
贸易	1.77	0.26	0.26	0.26	0.26
营业收入增速		<b>20.7%</b>	<b>30.6%</b>	<b>34.0%</b>	<b>34.9%</b>
支护机具		7.3%	20.0%	20.0%	20.0%
掘进设备		48.2%	10.0%	20.0%	20.0%
安全钻机		16.3%	40.0%	35.0%	30.0%
运输机械		106.4%	90.0%	80.0%	70.0%
贸易		-85.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入构成					
支护机具	67.8%	60.3%	55.4%	49.6%	44.1%
掘进设备	11.9%	14.6%	12.3%	11.0%	9.8%
安全钻机	11.5%	11.0%	11.8%	11.9%	11.5%
运输机械	8.2%	14.1%	20.4%	27.5%	34.6%
贸易	0.7%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	<b>57.9%</b>	<b>57.7%</b>	<b>53.7%</b>	<b>49.2%</b>	<b>45.5%</b>
支护机具	65.00%	67.32%	65.0%	62.0%	60.0%
掘进设备	42.18%	42.55%	40.0%	38.0%	36.0%
安全钻机	58.85%	67.46%	65.0%	62.0%	60.0%
运输机械	22.83%	24.50%	25.0%	25.0%	25.0%
贸易	28.47%	51.87%	50.0%	50.0%	50.0%
主营成本	<b>108.6</b>	<b>131.6</b>	<b>187.9</b>	<b>276.6</b>	<b>400.0</b>
支护机具	61.16	61.28	78.8	102.6	129.6
掘进设备	17.67	26.02	29.9	37.1	45.9
安全钻机	12.15	11.17	16.8	24.6	33.7
运输机械	16.35	33	62.3	112.1	190.6
贸易	1.26	0.12	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

**表 12：石煤装备分业务板块收入预测**

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	257.79	311.08	406.18	544.40	734.45
支护机具	174.76	187.5	225.00	270.00	324.00
掘进设备	30.56	45.29	49.82	59.78	71.74
安全钻机	29.52	34.32	48.05	64.86	84.32
运输机械	21.18	43.71	83.05	149.49	254.13
贸易	1.77	0.26	0.26	0.26	0.26
营业收入增速		20.7%	30.6%	34.0%	34.9%
支护机具		7.3%	20.0%	20.0%	20.0%
掘进设备		48.2%	10.0%	20.0%	20.0%
安全钻机		16.3%	40.0%	35.0%	30.0%
运输机械		106.4%	90.0%	80.0%	70.0%
贸易		-85.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入构成					
支护机具	67.8%	60.3%	55.4%	49.6%	44.1%
掘进设备	11.9%	14.6%	12.3%	11.0%	9.8%
安全钻机	11.5%	11.0%	11.8%	11.9%	11.5%
运输机械	8.2%	14.1%	20.4%	27.5%	34.6%
贸易	0.7%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

**表 13：石煤装备各业务板块毛利率预测**

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	57.9%	57.7%	53.7%	49.2%	45.5%
支护机具	65.00%	67.32%	65.0%	62.0%	60.0%
掘进设备	42.18%	42.55%	40.0%	38.0%	36.0%
安全钻机	58.85%	67.46%	65.0%	62.0%	60.0%
运输机械	22.83%	24.50%	25.0%	25.0%	25.0%
贸易	28.47%	51.87%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 石煤装备 4 大业务: 支护机具为优势主业; 具备重大技术突破的刮板机是未来增长亮点 .....	1
图 2: 2011 年产品结构: 支护机具为主导产品 .....	1
图 3: 支护机具工作原理示意: 主要用于煤矿巷道的支护施工 .....	1
图 4: 冯春保持有冀凯实业 61.4% 股权, 主要高管已有股份 .....	3
图 5: 石煤装备毛利率多年来维持在 50% 以上 .....	3
图 6: 2008-2011 年营业收入复合增长率达 17% .....	3
图 7: 2011 年 3 月公司高管激励, 影响了 2011 年业绩增长 .....	3

## 表格目录

表 1: 石煤装备 4 大业务产品详细介绍: 采用全铸无焊接中部槽的刮板机是未来增长亮点 .....	2
表 2: 石煤装备采用全铸无焊接中部槽的刮板机: 寿命长、可靠性高 .....	4
表 3: 2011 年国内刮板机前 3 强的刮板机收入即达到 60 亿元左右 .....	4
表 4: 2004-2008 年国内刮板运输机竞争格局 (销售量: 台) .....	5
表 5: 在中国煤机协会研究框架上的煤机行业分产品需求预测: (按销售金额: 亿元) .....	5
表 6: 石煤装备支护机具国内主要竞争对手 .....	6
表 7: 石煤装备掘进机国内主要竞争对手 .....	7
表 8: 石煤装备募投项目详细情况: 刮板机是未来最大新增业务板块 .....	8
表 9: 煤机行业主要上市公司估值比较 .....	8
表 10: 石煤装备盈利预测 .....	9
表 11: 石煤装备分业务板块收入预测 .....	9
表 12: 石煤装备分业务板块收入预测 .....	10
表 13: 石煤装备各业务板块毛利率预测 .....	10

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**邱世梁、邹润芳，机械与军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.SH）

A股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、张化机（002564.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、天马股份（002111.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)