

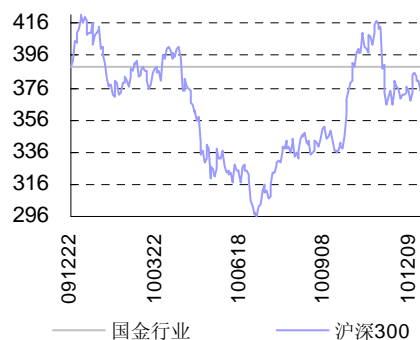
上市定价(人民币): 18.79-21.04元

中国煤机行业新秀

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|---------|
| 发行 A 股上限(百万股) | 51.20 |
| 总股本(百万股) | 153.60 |
| 国金冶金矿山设备指数 | 389.69 |
| 沪深 300 指数 | 3249.51 |
| 中小板指数 | 7782.91 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.334 | 0.373 | 0.474 | 0.835 | 1.235 |
| 每股净资产(元) | 1.86 | 2.43 | 4.63 | 5.29 | 6.39 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.24 | -1.03 | 0.55 | 0.36 | 0.45 |
| 市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 行业优化市盈率(倍) | 19.45 | 19.45 | 19.45 | 19.45 | 19.45 |
| 净利润增长率(%) | 107.08% | 19.22% | 69.83% | 76.00% | 47.92% |
| 净资产收益率(%) | 17.99% | 15.30% | 10.26% | 15.79% | 19.32% |
| 总股本(百万股) | 143.60 | 153.60 | 204.80 | 204.80 | 204.80 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是国内领先的以煤炭综采支护设备为主的煤炭机械设备供应商, 主要从事液压支架等煤炭综采支护设备的设计、研发、制造、销售及技术服务, 已成为国内最大的民营煤炭综采机械设备供应商。
- 公司投资逻辑主要基于以下两点:
 - 综合机械化开采是煤炭开采的必然趋势, 而公司的主要产品液压支架正是综合机械化开采替代普通机械化开采的关键设备。
 - 电液控制是液压支架发展的前沿, 公司与中科院自动化所共同成立了自动化联合工程中心, 并成立了控股子公司北京中科林重有限责任公司, 进行液压支架电液控制系统控制器的继续研发和生产。前沿技术的积累加上募投资金的投入都将加强公司高端产品的竞争力。
- 公司竞争优势体现在:
 - 核心客户优势: 公司客户中包括龙煤集团、神华集团、山西同煤集团、晋城煤业集团等国有大型煤炭企业, 这些优秀的客户群体为公司长期持续稳定发展奠定了坚实基础。
 - 电液控制技术优势: 目前国产的液压支架电液控制系统还没有在井下大规模推广使用, 公司电液控制产品将进入这块高端市场, 同时作为配套产品也是对公司液压支架产品的有力支持。
- 我们预计公司 10~12 年可分别实现销售收入 850、1204 及 1737 百万元, 同比分别增长 24.1%、41.7% 及 44.3%; 可分别实现净利润 97、171 及 253 百万元, 折合增发摊薄后每股收益 0.47、0.84 及 1.24 元。
- 参照可比公司天地科技、郑煤机的估值情况, 以及山东矿机 20 元/股发行价对应的 28 倍 PE11, 我们给予公司合理目标价格区间 20.88~23.38 元, 对应 2011 年 25~28 倍 PE; 我们建议公司合理询价区间为 18.79~21.04 元, 较合理价格折让 10%。
- 风险提示: 公司产品属于煤炭采掘设备, 煤炭需求的波动对煤炭采掘设备的市场需求产生直接影响, 宏观经济波动对煤炭行业景气度的影响使得本公司所处的煤炭采掘设备行业面临一定的市场风险。

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|------------------------|----|
| 公司概况 | 4 |
| 行业概览 | 6 |
| 中国采煤方法——井下壁式采煤主导 | 6 |
| 综采大趋势——液压支架是关键设备 | 6 |
| 液压支架技术——电液控制是前沿 | 8 |
| 行业前景和市场容量 | 9 |
| 煤炭产量增长放缓 | 9 |
| 综采化率将进一步提高 | 10 |
| 市场容量分析 | 10 |
| 行业竞争格局分析 | 11 |
| 公司竞争优势 | 13 |
| 核心客户优势 | 13 |
| 电液控制技术优势 | 13 |
| 体制优势 | 13 |
| 募投项目分析 | 14 |
| 液压支架扩建解决产能不足 | 14 |
| 电液控制提升产品竞争力 | 14 |
| 盈利预测和估值 | 15 |
| 风险提示 | 17 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 18 |

图表目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图表 1: 煤矿机械化产品是公司主要业务 | 4 |
| 图表 2: 公司煤机成套能力逐步提升 | 4 |
| 图表 3: 煤炭井下开采设备 | 5 |
| 图表 4: 公司主营收入快速增长 | 5 |
| 图表 5: 液压支架占收入比例逐年提升 | 5 |
| 图表 6: 公司股权结构 | 6 |
| 图表 7: 各国煤炭井工开采比例 | 6 |
| 图表 8: 采煤工艺发展 | 7 |
| 图表 9: 各个层次高产高效矿井的部级标准 | 7 |
| 图表 10: 综采工作面平面布置 | 8 |
| 图表 11: 原煤与火电产能关系 | 9 |
| 图表 12: 原煤与钢铁产能关系 | 9 |
| 图表 13: 原煤产量与增速预测 | 9 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 14: 综采化率变化预测..... | 10 |
| 图表 15: 我国煤炭综采装备产值趋势图..... | 11 |
| 图表 16: 综采装备占煤机行业产值比重趋势图..... | 11 |
| 图表 17: 公司市场份额稳步升高..... | 11 |
| 图表 18: 公司竞争对手..... | 12 |
| 图表 19: 国内液压支架企业国家矿用产品安全标志排名..... | 12 |
| 图表 20: 募投项目分析..... | 14 |
| 图表 21: 公司产能不足..... | 14 |
| 图表 22: 可比公司估值..... | 15 |
| 图表 23: 销售分产品预测..... | 16 |
| 图表 24: 上海钢板价格趋势图..... | 17 |

公司概况

- 公司是国内领先的以煤炭综采支护设备为主的煤炭机械设备供应商，主要从事液压支架等煤炭综采支护设备的设计、研发、制造、销售及技术服务，已成为国内最大的民营煤炭综采机械设备供应商。

图表1: 煤矿机械化产品是公司主要业务

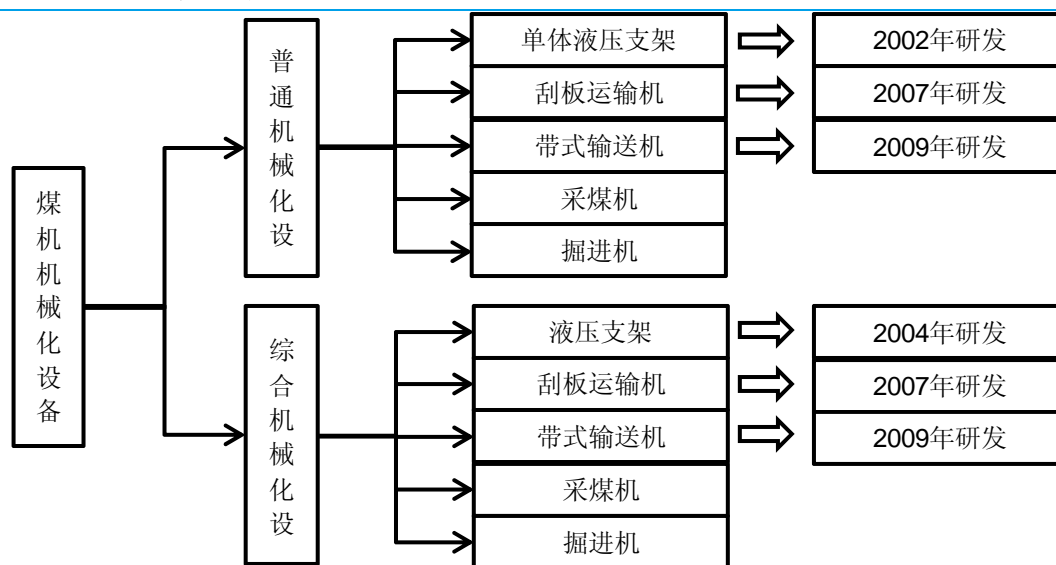


| 液压支架 | 单体液压支柱 | 刮板输送机 | 带式输送机 |
|----------------------------|-------------------------------------|------------------------------|---------------------------|
| 用于综采工作面顶板的支护和控制及工作面设备的推移行走 | 用于煤矿井下回采工作面顶板的支护，又可用于综采工作面端头支护或临时支护 | 用于煤矿采煤工作面内的煤炭运输，同时也是采煤机的行走轨道 | 用于煤矿井下煤炭巷道运输、提升运输以及地面煤炭运输 |

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司自设立以来，一直专注于煤炭综采机械设备制造业务。2002年公司设立时，产品以单体液压支柱为主；之后公司逐步进入液压支架、刮板输送机、带式输送机等领域，进一步丰富了公司的产品结构，提高了煤炭综采机械成套设备生产能力。

图表2: 公司煤机成套能力逐步提升



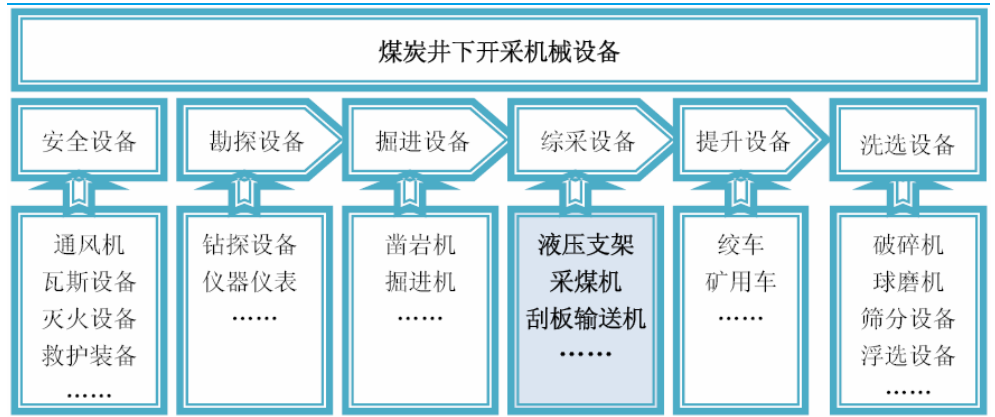
来源：国金证券研究所

- 综合机械化已成为煤炭采掘行业的大趋势，煤炭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，合称“三机一架”。公司产品包括两种主要综采设备——液压支架和刮板输送机，还有普采/综采通用设备——单体液压支柱和带式输送机等。
- 收入构成上公司产品以液压支架为主，07~09年液压支架占收入比例从57%上升到09年的71%，2010年上半年更达到76%。其主要原因是由于

液压支架是普通机械化向综合机械化转型的关键设备，当前正是需求旺盛时期。

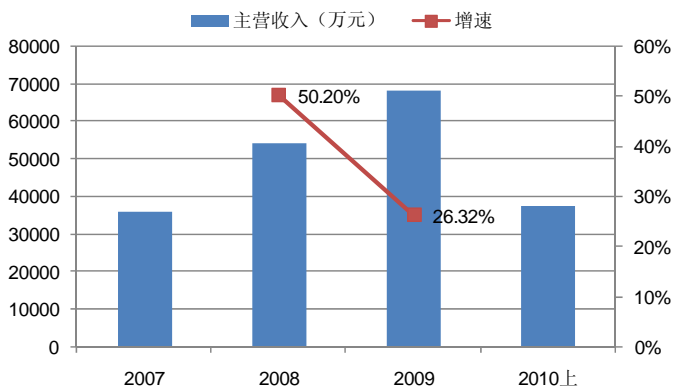
- 其他配套生产如单体液压支柱、刮板输送机、耦合器、带式输送机等设备主要是为了增强公司成套综采设备提供能力，给客户一站式服务及综合解决方案。

图表3: 煤炭井下开采设备



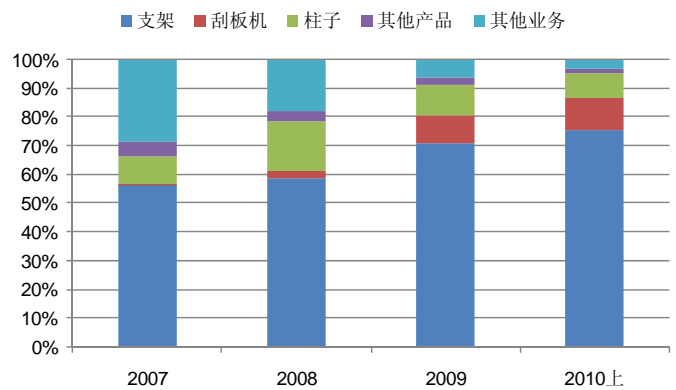
来源：招股书，国金证券研究所

图表4: 公司主营收入快速增长



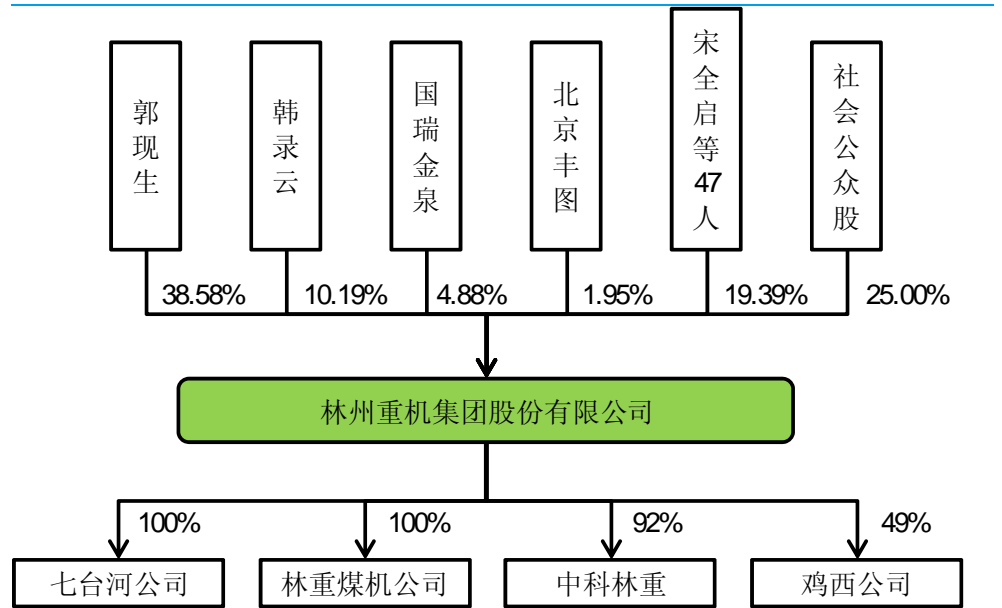
来源：国金证券研究所

图表5: 液压支架占收入比例逐年提升



- 从公司产品前景来看，液压支架将是公司未来业绩的主要推动力，煤炭新增产能和综采化率的提高都将带来液压支架的大量需求
- 公司本次发行前总股本为 15,360 万股，向社会公开发行 5,120 万股，发行后总股本 20,480 万股。发行后社会公众股占发行后总股本比例为 25%。
- 值得注意的是董事长郭现生以外的公司骨干员工持股比例较高，前十名自然人股东中高管持股就达 27.18%，这使公司管理层利益与流通股东一致，实现了管理层激励效果。

图表6: 公司股权结构



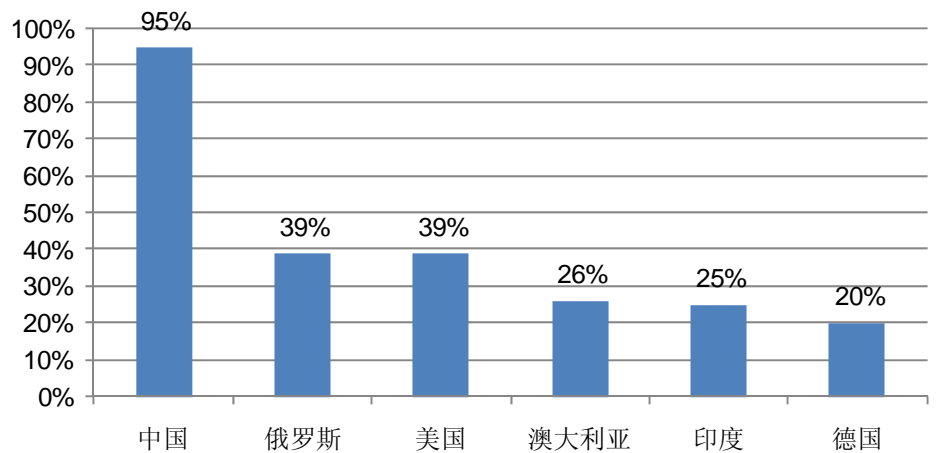
来源：招股书，国金证券研究所

行业概览

中国采煤方法——井下壁式采煤主导

- 与美国、印度等露天煤矿居多的国家不同，中国作为煤炭产量第一大国，煤炭开采主要以井下开采为主。主要开采方法有两种，一是壁式开采，二是柱式开采。在我国壁式开采占 95% 以上的产量；柱式采煤法由于回采率低，在我国仅占产量的 3%~5%。

图表7: 各国煤炭井工开采比例



来源：国金证券研究所

综采大趋势——液压支架是关键设备

- 世界上以长壁开采为主国家综采程度达到了 80% 以上，有的为 100%。我国在 1974 年引进了综合机械化采煤技术，开始了引进、消化、研制、试验工作，目前机械化率约 70%，综采化率约 44%。

- 从我国开采工艺发展历程来看，60年代开始机械化开采就已经成为主流技术，利用采煤机、刮板输送机和顶板支柱，实现了部分工序机械化。70年代发展起来的综合开采机械化实现了长壁开采技术中的采煤、运输和支护等工序的全部机械化，与普通机械化采煤相比，液压支架的引入是综采的主要优势：
 - 第一，可以有效改善煤炭开采行业的安全生产形势：冒顶、水淹、瓦斯是煤矿事故的三大原因，在中国冒顶为最严重。但长期以来，我国煤炭开采多采用落后的炮采、普采工艺，煤炭综采机械化覆盖率较低，导致冒顶事故频发，我国煤矿百万吨死亡率是美国等发达国家的30~50倍。综采机械的广泛使用，有效保护了煤炭开采的安全生产和矿工的人身安全，目前国内安装了煤炭综采机械设备的矿井已基本不会发生冒顶等安全事故。
 - 第二，提高煤炭开采效率：我国煤炭开采效率较低，平均煤炭回采率不及美国、澳大利亚等先进国家的一半，煤炭资源浪费严重。通过提高煤炭综采机械的使用率，是提高煤炭资源开采效率，实现节能降耗、“绿色采煤”的有效途径。
 - 第三，有效提高煤炭产量：煤炭开采工作面采用综采机械化作业后，可以实现集中化生产，大幅提高矿井工作面的采煤单产量，最大程度提高企业效益。

图表8：采煤工艺发展

| 开采工艺 | 我国应用时间 | 机械化程度比较 | | | | | 煤层厚度 | 采高 | 工作面长度 | 附注 |
|------|-------------|---------|----|----|------|---------|----------|----------|-------------------|----|
| | | 落煤 | 装煤 | 运煤 | 顶板支护 | 采空区处理 | | | | |
| 炮采 | 1949~1960s | | ✓ | | | | | 130-150m | 设备条件好，且是矿井主要生产技术时 | |
| 普采 | 1960s~1970s | ✓ | ✓ | ✓ | | 薄煤层 | <1.3m | 120-150m | 有机采面，作辅助工艺 | |
| | | | | | | 中厚煤层 | 1.3-3.5m | >140m | | |
| | | | | | | 厚煤层分层开采 | >3.5 | | | |
| 综采 | 1970s~ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | 薄煤层 | <1.3m | 100-150m | 大高采 | |
| | | | | | | 中厚煤层 | 1.3-3.5m | >160m | | |
| | | | | | | 厚煤层 | >3.5 | 120-180m | | |

来源：国金证券研究所

- 矿井规模决定开采工艺：综采效率高、安全性好，因此对于大型矿井主要以综采为主。在淘汰落后产能的政策指引下，小煤矿正在陆续关闭，如甘肃省2010年将关闭部分年产30万吨以下煤矿，宁夏省2010年底全面关闭10万吨以下小煤矿。也就是说，今后新增煤矿产能主要来自大型煤矿，综采则是主要的开采工艺。随着煤炭行业国进民退，机械化程度强制要求推进了机械化和设备国产化进程，这从政策上提供了煤机行业发展的良好契机。

图表9：各个层次高产高效矿井的部级标准

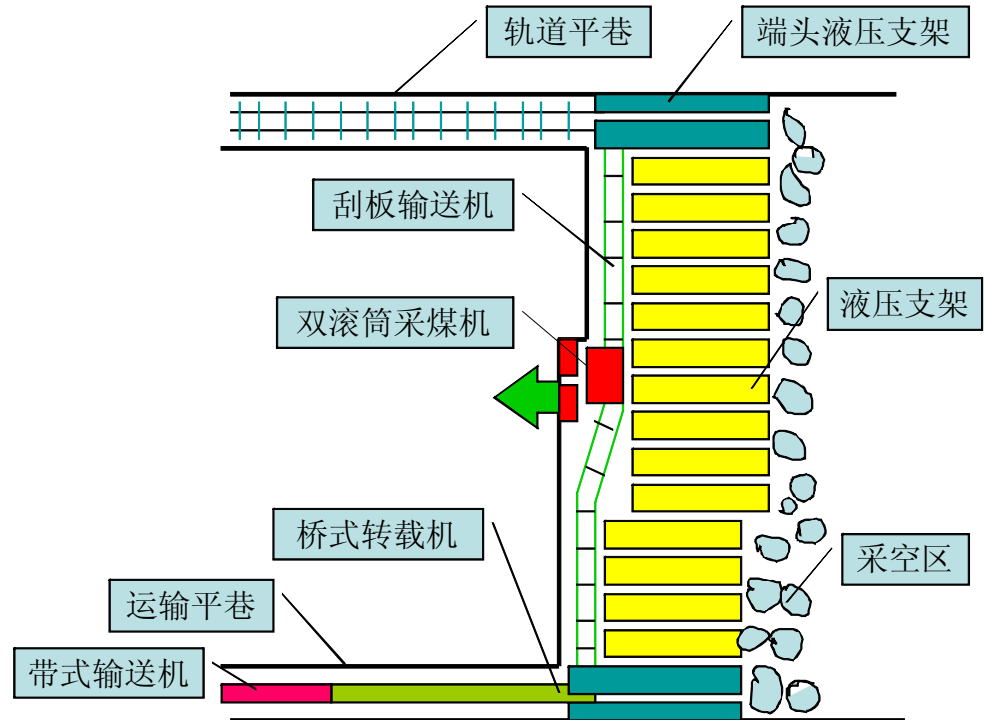
| 矿井年产量 (万吨) | 采煤工艺 | 工作面个数 | 矿井原煤生产人员效率 (吨/工) |
|---------------|-------|-------|---------------------|
| 大于300 | 综采 | 2个或3个 | 8 |
| 200~300 | 综采 | 1个或2个 | 7~8 |
| 100~200 | 综采或普采 | 1个或2个 | 5~7 |
| 40~100 | 普采 | 1个或2个 | 4~5 |
| 20~40 | 炮采 | 1个或2个 | 2~4 |

来源：国金证券研究所

- 液压支架是数量最多、投资最大的产品，一般占到整套综采设备投资的60~70%。近年来，我国液压支架的生产量和销售量均快速增长，2008年液压支架总产值达到124.9亿元，已占到煤炭综采设备总产值的47%。

- 工作面长度决定所需液压支架数量：地质条件是开采长度决定性因素，如果长度大，构造可能出现支护困难；如果倾角大，煤层薄，会造成行人运料困难，通风难度增大；如果大采高，防倒、防片帮难度增大。因此需要根据煤层条件决定工作面长度。一般支架中心距离约 1.5~2.0 米，对于长度 150~200 米左右的工作面，需要约 100 台液压支架。

图表10：综采工作面平面布置



来源：国金证券研究所

液压支架技术——电液控制是前沿

- 支架电液控制系统，通过安装在各支架上的电液控制器、传感器、电液控制阀以及网络控制器和井下/地面主控计算机，实现液压支架的自动移架、自动推移输送机、自动放煤、自动喷雾等功能，其优点在于：
 - 可以将原来的人工手动操作改为电液自动控制、程序化操作，能够与高效采煤机相匹配加快工作面推进速度，显著提高采煤工作面的生产效率。
 - 可以实现跟机自动化作业、降低劳动强度，改善劳动条件、减少工作面的操作人员。
 - 可以解决特殊地质条件和困难生产条件下的生产工艺问题，例如在薄煤层工作面人员无法在工作面内操作的条件下，可以实现无人化工作面。
 - 易于实现带压移架，对于保护顶板的稳定性和防止冒顶事故非常有利。
- 世界上先进采煤国如美国、德国、英国在上世纪九十年代初就开发出了商业化的液压支架电液控制系统，并迅速应用到本国及澳大利亚、南非等产煤大国，目前在上述国家电液控制系统普及率在综采工作面已达到 100%。
- 中国从 1997 年引进第一套电液控制系统，到现在平均每年都新增近 20 个工作面，但是液压支架控制器供应被国际大公司垄断，长期以来我国大多依赖进口，而且其价格也居高不下。国产液压支架电液控制系统的研制成

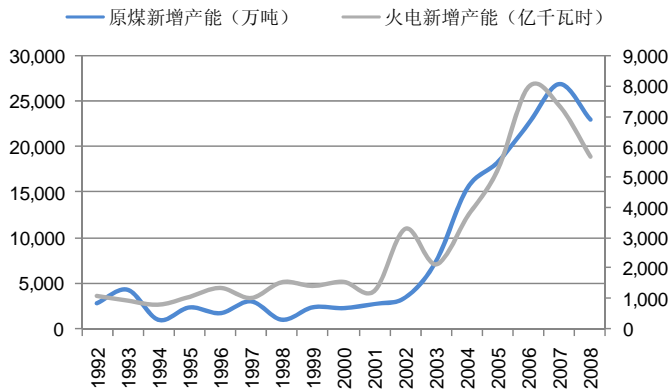
功将会打破国外垄断的局面，具有显著的社会效益和经济效益。同时，国产控制系统结合了中国煤矿的实际情况，更符合中国煤矿的实际需要，将会有广阔的市场前景。

行业前景和市场容量

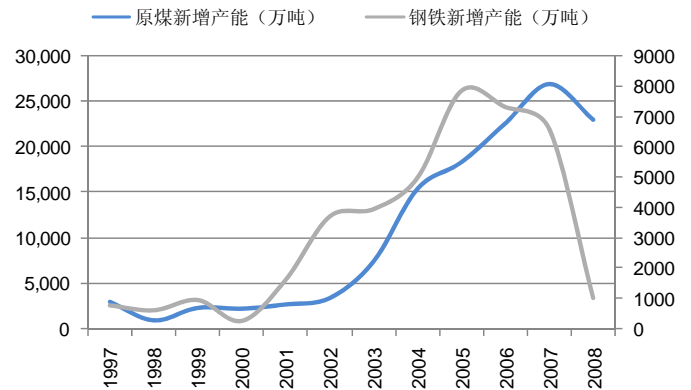
煤炭产量增长放缓

- 从下游火电和钢铁的产能增加来看，下游增速有放缓趋势，从供需角度考虑，煤炭产量增速将呈下降趋势。

图表11: 原煤与火电产能关系



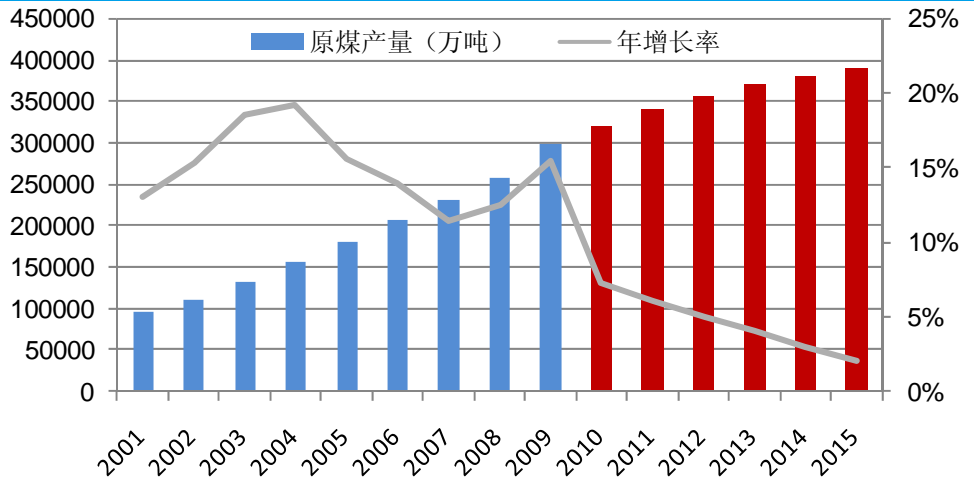
图表12: 原煤与钢铁产能关系



来源: Wind, 国金证券研究所

- 我国国土资源部 2008 年 12 月 31 日发布的《全国矿产资源规划 (2008-2015)》中指出，据预测，2008-2020 年我国煤炭累计需求将超过 430 亿吨。
- 当前新开工煤矿绝大部分来自大型煤矿，需要使用综采工艺，根据国金煤炭研究员预测，十二五期间国内煤炭产能将从 2010 年的 32 亿吨达到 2015 年的 39 亿吨。

图表13: 原煤产量与增速预测

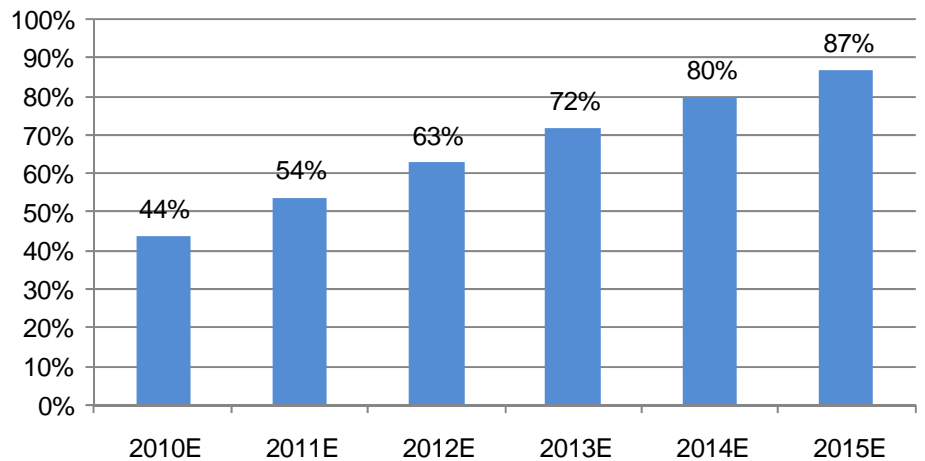


来源: Wind, 国金证券研究所

综采化率将进一步提高

- 国家发展和改革委员会于 2007 年 1 月公布了《煤炭工业发展“十一五”规划》，明确提出“依靠科技、促进升级”：采用高新技术和先进适用技术，加快安全高效大型现代化煤矿建设，大力推进中小型煤矿机械化，淘汰落后的工艺和装备，提高煤炭重大装备研发和制造能力，促进煤炭产业升级。
- 《规划》还提出“十一五”期间煤炭工业发展技术进步的发展目标为：“重点煤炭工业发展大型煤矿采掘机械化程度达到 95%以上，中型煤矿达到 80%以上，小型煤矿机械化、半机械化程度达到 40%。安全高效煤矿数量达到 380 个，产量占全国的 45%，无论是安全高效矿井的建设，还是煤矿机械化的提高，都将有力促进煤机设备的升级。
- 普采和炮采将逐渐转换为综采。目前全国 70%产量实现机械化，其中 44%实现综采，26%普采，从开采工艺上看，普采在落煤、装煤、运煤工序上与综采基本一致，适用条件也基本相同。但安全性和效率均不及综采，因此可完全被综采取代，我们认为 5 年内可以实现综采化率达到 80%，平均每年提高 7%。

图表14：综采化率变化预测

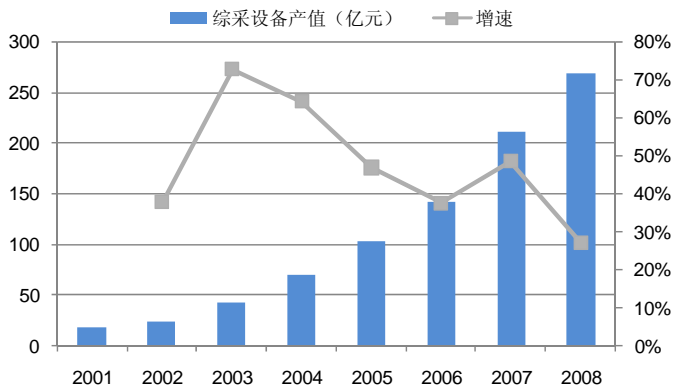


来源：国金证券研究所

市场容量分析

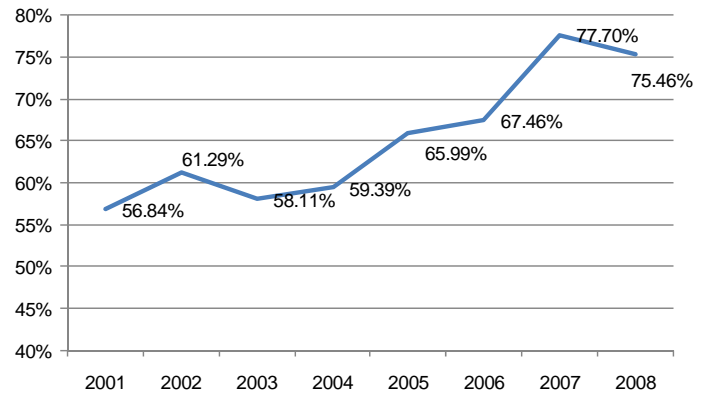
- 由于煤炭行业重组后对机械化开采的要求以及日益紧迫的煤矿安全问题，我国将加快煤炭开采机械化进程，因此对煤炭机械的需求增长将远超过煤炭产量的增长速度，未来煤炭机械的需求主要来源于新增煤炭产能的设备投资、已有煤炭机械设备的更新投资以及行业机械化率提高增加投资等方面的需求。
- 在煤炭综采设备中，液压支架是数量最多、投资最大的产品，一般占到整套综采设备投资的 60~70%。近年来，我国液压支架的生产量和销售量均快速增长，2008 年液压支架总产值达到 124.9 亿元，已占到煤炭综采设备总产值的 47%。

图表15: 我国煤炭综采装备产值趋势图



来源: 中国煤炭机械工业协会, 国金证券研究所

图表16: 综采装备占煤机行业产值比重趋势图



- 根据中国煤炭机械工业协会预测, 预计至 2015 年, 整个煤炭机械行业产值将达到 1,499 亿元, 复合年均增长率达到 22.8%。同时, 随着高端煤炭综采机械设备需求的逐年增长, 液压支架占综采设备比重将逐步上升, 未来液压支架的市场需求将超过 200 亿元, 增长前景明朗。

行业竞争格局分析

- 国内煤炭机械行业呈现多元化的竞争格局。同国外发达国家相比, 我国煤炭机械行业起步较晚。在计划经济时期, 我国按照煤炭生产布局, 确定了各煤炭机械制造企业的产品定位和分工, 通常每家企业的主导产品只有一种, 各企业均在自身细分市场进行产品研发和市场竞争, 行业总体上缺乏具有综采机械产品综合配套能力 (即一体化设计制造) 的企业。
- 目前国内从事煤炭机械制造的企业约有 2,000 家, 多数集中在对自主研发能力和资金规模要求比较低, 市场进入相对容易的低端市场, 产品技术雷同, 企业缺乏技术研发能力, 行业整体集中度低, 根据中国煤炭机械工业协会统计数据, 2008 年煤炭机械行业中龙头企业市场占有率不到 10%, 前十名企业占有率不到 50%。
- 虽然煤炭机械行业整体上集中度不高, 但由于煤机产品众多, 部分单一产品已经形成相对稳固的竞争环境, 如生产液压支架的郑州煤矿机械集团股份有限公司, 生产刮板输送机的中煤张家口煤矿机械有限责任公司等, 在其细分领域占有较多的市场份额。
- 经过多年的技术创新和市场开拓, 公司的市场竞争能力不断增强, 产品销售规模逐年增长, 市场占有率稳步提高。2007 年~2009 年, 公司在国内煤炭综采液压支架行业市场份额由 2.20% 上升至 3.99%, 上升了 1.79 个百分点。

图表17: 公司市场份额稳步升高

| | 2009年 | 2008年 | 2007年 |
|-------------|--------|-------|-------|
| 公司销售收入 (亿元) | 4.86 | 3.2 | 2.06 |
| 行业销售收入 (亿元) | 121.83 | 108.1 | 93.52 |
| 市场份额 (%) | 3.99 | 2.96 | 2.2 |

来源: 招股书, 国金证券研究所

- 目前, 国内液压支架行业市场竞争呈现出差异化竞争格局。国内实力较强的液压支架生产企业, 均具备独立设计研发及生产制造能力, 如郑州煤矿机械集团股份有限公司、北京煤矿机械有限责任公司以及本公司等少数企业占领了主要市场; 规模较小、技术实力弱、品牌知名度不高的多数企

业，主要靠低价优势占领部分低端市场和维修服务市场，在竞争中处于被动地位。

- 公司的主导产品是液压支架，行业内的竞争对手主要是国内以液压支架的生产、销售为主的煤炭综采机械制造企业，大致可分为三类企业：
 - 第一类是外资企业在国内设立的子公司或销售机构。相比外资公司，公司具有本地化的优势，能够更深入细致了解国内客户需求，在产品性价比、配件价格以及售后服务等方面具有较大的竞争优势。
 - 第二类是国有企业。与之相比较，公司具有敏捷的市场反应能力、快速决策和执行能力，能够及时响应客户需求，更加适应行业市场化发展的需要。
 - 第三类是民营企业。作为煤炭综采机械行业中民营企业的龙头企业，公司拥有规模、技术研发与自主创新等优势，在产品体系、系统配套能力、产品质量与稳定性等方面具有较大的竞争优势。

图表18: 公司竞争对手

| 序号 | 公司名称 | 公司简介 |
|----|----------------|---|
| 1 | 郑州煤矿机械集团股份有限公司 | 公司始建于1958年，是河南省煤炭工业管理局管理的专业生产液压支架的大型骨干企业，我国机械工业500强企业。2009年公司营业收入51.60亿元，处于中国煤机行业领先地位。（资料来自公司网站： www.zzmj.com 及招股意向书） |
| 2 | 中煤北京煤矿机械有限责任公司 | 公司隶属于中国中煤能源集团公司，始建于1958年，是国内设计制造综采液压支架的最大专业厂家之一，现有职工3000余人，资产总额超过25亿元。（资料来自公司网站： www.cbmj.com.cn ） |
| 3 | 平顶山煤矿机械有限责任公司 | 公司始建于1968年，现为河南省煤炭工业管理局控股企业，现有职工3000人，具有年产液压支架10000架、乳化液泵站600套的生产能力，资产总额5亿元，年产值20亿元。（资料来自公司网站： www.cpmj.com ） |
| 4 | 山西平阳重工机械有限责任公司 | 公司始建于1955年，隶属于中国船舶重工集团公司，现有员工3700余人，资产总额26.35亿元，是国家研制、生产各类先进精密机械、电子产品的大型现代化军工企业。（资料来自公司网站： www.sxpyzg.com ） |
| 5 | 郑州四维机电设备制造有限公司 | 公司是外资企业IMM国际煤机集团在国内的子公司，拥有职工1500人，主要生产煤矿综采支护设备等。（资料来自公司网站： www.immsiwei.com.cn ） |
| 6 | 山东天晟煤矿装备有限公司 | 公司始建于1964年，由淄博矿务局矿山机械建材厂改制而来，主要生产多种规格的液压支架产品，员工1600余人。（资料来自公司网站： www.tszb.com ） |

来源：国金证券研究所

- 根据国家矿用产品安全标志中心发布的矿用产品安全标志数据，截至2010年7月31日，公司拥有的有效矿用产品安全标志达到105个，位居煤炭机械行业的第2位，丰富的产品资源提升了公司的市场竞争能力。

图表19: 国内液压支架企业国家矿用产品安全标志排名

| 序号 | 生产企业 | 安标数量（个） |
|----|----------------|---------|
| 1 | 郑州煤矿机械集团股份有限公司 | 195 |
| 2 | 林州重机集团股份有限公司 | 105 |
| 3 | 郑州四维机电设备制造有限公司 | 101 |
| 4 | 平顶山煤矿机械有限责任公司 | 88 |
| 5 | 中煤北京煤矿机械有限责任公司 | 87 |
| 6 | 山西平阳重工机械有限责任公司 | 69 |
| 7 | 山东天晟煤矿装备有限公司 | 46 |

来源：国家矿用产品安全标志办公室网站，国金证券研究所

公司竞争优势

核心客户优势

- 煤炭综采机械设备是煤炭开采的核心设备，对煤炭的安全生产至关重要，客户对设备供应商有着严格的资格认证，会经过较长时间的考察、认可过程，而且产品具有定制化特点，通常双方会建立双向依赖的长期合作关系，以保证优质、稳定可靠的产品供应。
- 龙煤集团是公司第一大客户。经过多年发展，公司与龙煤集团建立了稳定的业务关系，还签订了战略合作协议，龙煤集团采购时，优先选用公司相应的定型产品。2009年龙煤控股集团全年累计完成原煤产量5494万吨，并规划2015年煤炭生产总规模达到1.008亿吨/年，也就是说按当前投资比例（吨煤支架投入成本30元），仅新增产能就可以产生14亿液压支架投资，再加上设备更新及机械化普及的需求，2010~2015年液压支架投入将超过30亿元。这将使公司数年内收入保持稳定增长的有力保障。
- 公司客户还包括神华集团、山西同煤集团、晋城煤业集团等国有大型煤炭企业，这些优秀的客户群体为公司长期持续稳定发展奠定了坚实基础。
- 由于公司产品技术先进、性价比高、技术服务好，客户对公司的满意度、信任度和忠诚度较高。公司的老客户在矿井新建、扩建和设备更新换代中绝大部分继续采用公司的产品，不仅为公司业务发展提供了持续稳定的收入来源，而且能有效缩短新产品开发和市场推广的周期，降低新产品单位销售的开发成本。报告期内来自老客户的销售额占公司营业收入的比例超过70%。

电液控制技术优势

- 技术储备充分：公司与中科院自动化所共同成立了自动化联合工程中心，进行液压支架电液控制系统的合作研发，研发成果已通过实验室测试和车间试验。公司已向中科院自动化所取得“液压支架电液控制系统”技术秘密项下的一切权利，并成立了控股子公司北京中科林重有限责任公司，进行液压支架电液控制系统控制器的继续研发和生产。
- 市场潜力巨大：目前国产的液压支架电液控制系统还没有在井下广泛推广使用，受技术水平和可靠性的影响，许多重要综采工作面所用液压支架电液控制系统依然需要进口；更多的中小矿对电液控制系统的使用受到经济条件的限制。
- 募投项目给力：募投建设液压支架电液控制系统生产基地，包括建设3,036平方米的生产车间及新增各种成套设备共16台，项目投产后将每年新增1,700台液压支架电液控制系统，将公司技术切实转化为生产力。

体制优势

- 上世纪90年代前，我国煤炭机械制造企业基本为国有企业，包括计划经济时代建立的煤炭机械专业生产企业、国有大型煤炭企业自行建立的机械修造厂以及科研院所自主成立的生产企业。近年来随着民营企业、外资企业的进入，目前我国煤炭机械制造业呈现出国有企业、民营企业和外资企业相互竞争的多元化、差异化竞争格局，形成高端、中端、低端产品共存的局面。
 - 大型国有企业凭借其在经验、技术、资金等方面的优势，市场占有率相对稳定；
 - 外资企业凭借其先进的技术水平，在产品性能等方面显现出一定优势；

- 以公司为代表的中小型民营企业凭借自身灵活的经营机制和高效的经营效率，在技术研发上和市场营销上更加具有针对性，成长性优于国有企业，成本控制优于外资企业。
- 公司是一家有着现代经营管理理念的民营企业，自成立以来始终坚持以发展煤炭机械设备制造业务为核心的战略思想，充分运用民营体制优势，以市场带动发展，能够迅速把握市场变化，以现代企业家的精神和灵活的机制将公司逐步发展壮大。

募投项目分析

- 本次募集资金投资项目全部用于公司主导产品液压支架的技改扩建，以及生产制造液压支架电液控制系统，募集资金投资项目的建设将有利于增强公司的核心竞争能力。

图表20: 募投项目分析

| 项目名称 | 项目总投资 | 建设资金 | 铺底流动资金 | 建设期 | 新增产能 | 新增销售收入 | 新增利润 |
|-----------|--------|--------|--------|-----|-----------------|--------|--------|
| 液压支架改扩建项目 | 30,186 | 22,990 | 7,196 | 1年 | 2,000架、约70,370吨 | 70,368 | 11,831 |
| 电液控制系统项目 | 3,568 | 2,058 | 1,510 | 1年 | 1,700架 | 9,860 | 3,410 |
| 合计 | 33,754 | 25,048 | 8,706 | | | 80,228 | 15,241 |

来源: 招股书, 国金证券研究所

液压支架扩建解决产能不足

- 报告期内，公司产能利用率维持在 90%以上，旺季时常出现由于产能不足无法接单或延迟完成客户订单的情况，现有设备与厂房已经不能满足客户快速增长的订单需求，急需扩大产品产能。

图表21: 公司产能不足

| 项目 | 2010年1-6月 | 2009年 | 2008年 | 2007年 |
|----------|-----------|--------|--------|--------|
| 产能(吨) | 55,000 | 48,000 | 30,000 | 25,000 |
| 产量(吨) | 26,160 | 44,100 | 26,500 | 23,150 |
| 产能利用率(%) | 95.13 | 91.88 | 88.33 | 92.6 |
| 销量(吨) | 24,460 | 42,600 | 24,360 | 21,270 |
| 产销率(%) | 93.5 | 96.6 | 91.92 | 91.88 |

来源: 招股书, 国金证券研究所

- 随着下游煤炭行业新一轮兼并重组，企业的规模、资金实力大为增强，对煤炭机械设备的需求也随之加大。募投项目实施后公司将新增 2,000 架、约 70,370 吨左右的高端液压支架产能，将有利于公司摆脱目前的产能限制，抓住下游产业的需求，提升公司在煤炭综采机械设备制造业的市场领先地位。
- 本项目所得税后财务内部收益率为 25.86%，投资回收期为 5.36 年（含建设期 1 年），盈亏平衡点为 47.33%，投资收益率为 27.33%，项目盈利能力较强。

电液控制提升产品竞争力

- 电液控制系统是为适应煤炭综采机械设备智能化、自动化的发展趋势，对液压支架的技术改进和价值提升。
- 项目的主要建设内容是投资建设液压支架电液控制系统生产基地，包括建设 3,036 平方米的生产车间及新增各种成套设备共 16 台，项目投产后将每年新增 1,700 台液压支架电液控制系统。
- 项目建设期 12 个月，项目建成后第二年达产，正常生产年份年新增销售收入为 9,860 万元，年新增利润总额 3,410 万元。项目所得税后财务内部

收益率为 50.78%，投资回收期为 3.77 年（含建设期 1 年），盈亏平衡点为 26.86%，投资收益率为 50.73%，具有较强的盈利能力。

盈利预测和估值

- 我们预计公司 10~12 年可分别实现销售收入 850、1204 及 1737 百万元，同比分别增长 24.1%、41.7%及 44.3%；可分别实现净利润 97、171 及 253 百万元，折合增发摊薄后每股收益 0.47、0.84 及 1.24 元。
- 参照可比公司天地科技、郑煤机的估值情况，以及山东矿机 20 元/股发行价对应的 28 倍 PE11，我们给予公司合理目标价格区间 20.88~23.38 元，对应 2011 年 25~28 倍 PE；我们建议公司合理询价区间为 18.79~21.04 元，较合理价格折让 10%。

图表22：可比公司估值

| 公司名称 | 收盘价 | EPS10E | EPS | EPS11E | PE10E | PE11E |
|------|--------------|-------------|--------|-------------|--------------|--------------|
| | (元) | (元) | 11%10 | (元) | | |
| 天地科技 | 25.84 | 0.77 | 32.47% | 1.02 | 33.56 | 25.33 |
| 郑煤机 | 43.94 | 1.30 | 31.54% | 1.71 | 33.80 | 25.70 |
| 山东矿机 | 28.25 | 0.45 | 60.00% | 0.72 | 62.78 | 39.24 |
| 平均 | 14.00 | 0.36 | 17.72% | 0.49 | 43.38 | 30.09 |

来源：wind，国金证券研究所

图表23: 销售分产品预测

| 项 目 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 液压支架 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 205.54 | 320.42 | 485.82 | 600.00 | 800.00 | 1,200.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 55.89% | 51.62% | 23.50% | 33.33% | 50.00% |
| 毛利率 | 29.17% | 21.29% | 19.74% | 24.50% | 24.50% | 25.00% |
| 销售成本 (百万元) | 145.58 | 252.20 | 389.91 | 453.00 | 604.00 | 900.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 73.23% | 54.60% | 16.18% | 33.33% | 49.01% |
| 毛利 (百万元) | 59.95 | 68.22 | 95.91 | 147.00 | 196.00 | 300.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 13.78% | 40.59% | 53.28% | 33.33% | 53.06% |
| 占总销售额比重 | 56.95% | 59.10% | 70.95% | 70.59% | 66.45% | 69.08% |
| 占主营业务利润比重 | 91.23% | 62.04% | 66.66% | 70.13% | 62.78% | 64.58% |
| 刮板输送机 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 0.41 | 12.24 | 66.82 | 120.00 | 180.00 | 252.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 2884.33% | 445.73% | 79.58% | 50.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 6.02% | 25.06% | 31.55% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 销售成本 (百万元) | 0.39 | 9.18 | 45.74 | 84.00 | 126.00 | 176.40 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 2279.67% | 398.46% | 83.65% | 50.00% | 40.00% |
| 毛利 (百万元) | 0.02 | 3.07 | 21.08 | 36.00 | 54.00 | 75.60 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 12323.89% | 587.07% | 70.74% | 50.00% | 40.00% |
| 占总销售额比重 | 0.11% | 2.26% | 9.76% | 14.12% | 14.95% | 14.51% |
| 占主营业务利润比重 | 0.04% | 2.79% | 14.65% | 17.17% | 17.30% | 16.27% |
| 单体液压支柱 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 34.07 | 93.91 | 73.69 | 65.00 | 65.00 | 65.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 175.64% | -21.53% | -11.80% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | -1.19% | 20.19% | 16.02% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 销售成本 (百万元) | 34.47 | 74.95 | 61.89 | 55.25 | 55.25 | 55.25 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 117.39% | -17.42% | -10.72% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利 (百万元) | -0.40 | 18.96 | 11.81 | 9.75 | 9.75 | 9.75 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | -4786.09% | -37.75% | -17.42% | 0.00% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | 9.44% | 17.32% | 10.76% | 7.65% | 5.40% | 3.74% |
| 占主营业务利润比重 | -0.62% | 17.25% | 8.21% | 4.65% | 3.12% | 2.10% |
| 电液控制系统及其他煤炭机械 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 17.78 | 19.00 | 18.22 | 21.00 | 110.00 | 165.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 6.86% | -4.08% | 15.26% | 423.81% | 50.00% |
| 毛利率 | 16.61% | 30.66% | 30.74% | 30.00% | 37.00% | 40.00% |
| 销售成本 (百万元) | 14.82 | 13.17 | 12.62 | 14.70 | 69.30 | 99.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | -11.14% | -4.20% | 16.49% | 371.43% | 42.86% |
| 毛利 (百万元) | 2.95 | 5.82 | 5.60 | 6.30 | 40.70 | 66.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 97.20% | -3.83% | 12.49% | 546.03% | 62.16% |
| 占总销售额比重 | 4.93% | 3.50% | 2.66% | 2.47% | 9.14% | 9.50% |
| 占主营业务利润比重 | 4.49% | 5.30% | 3.89% | 3.01% | 13.04% | 14.21% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 103.13 | 96.55 | 40.22 | 44.00 | 49.00 | 55.00 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | -6.38% | -58.35% | 9.41% | 11.36% | 12.24% |
| 毛利率 | 3.10% | 14.37% | 23.59% | 24.00% | 24.00% | 24.00% |
| 销售成本 (百万元) | 99.94 | 82.67 | 30.73 | 33.44 | 37.24 | 41.80 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | -17.28% | -62.83% | 8.81% | 11.36% | 12.24% |
| 毛利 (百万元) | 3.19 | 13.87 | 9.49 | 10.56 | 11.76 | 13.20 |
| 增长率 (YOY) | N.A. | 334.46% | -31.64% | 11.33% | 11.36% | 12.24% |
| 占总销售额比重 | 28.57% | 17.81% | 5.87% | 5.18% | 4.07% | 3.17% |
| 占主营业务利润比重 | 4.86% | 12.62% | 6.59% | 5.04% | 3.77% | 2.84% |
| 销售总收入 (百万元) | 360.93 | 542.11 | 684.77 | 850.00 | 1204.00 | 1737.00 |
| 销售总成本 (百万元) | 295.21 | 432.17 | 540.89 | 640.39 | 891.79 | 1272.45 |
| 毛利 (百万元) | 65.72 | 109.95 | 143.88 | 209.61 | 312.21 | 464.55 |
| 平均毛利率 | 18.21% | 20.28% | 21.01% | 24.66% | 25.93% | 26.74% |

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 宏观经济波动导致的市场风险：公司产品属于煤炭综采设备，煤炭需求的波动对煤炭综采设备的市场需求产生直接影响；从长期来看，我国经济仍然处于快速增长阶段，煤炭的需求仍然呈增长趋势，但短期宏观经济形势仍具有一定不确定性。宏观经济波动对煤炭行业景气度的影响使得本公司所处的煤炭综采设备行业面临一定的市场风险。
- 原材料价格波动风险：公司产品所用原材料主要为钢板、管材、棒材等钢材，2010年1-6月、2009年、2008年和2007年，公司钢板、管材、棒材等钢材的采购金额分别占同期营业成本的47.03%、36.98%、53.60%、53.14%，同时煤炭机械设备属于重型装备，生产周期和资金周转周期较长。因此，原材料价格的波动对公司生产经营和经营业绩的影响较大。

图表24：上海钢板价格趋势图



来源：招股书，国金证券研究所

- 市场竞争风险：尽管公司目前在国内煤炭综采机械设备制造领域已占据行业前列，产品质量和性能均达到或接近国内外同类产品先进水平，产品性价比较高，但随着国内煤炭综采机械设备制造行业的发展及国际领先企业本地化生产战略的实施，公司未来将面临更加激烈的国内外双重竞争压力，激烈的市场竞争可能在市场份额及行业毛利率水平两个方面对公司的经营业绩和财务状况构成一定影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------|
| 主营业务收入 | 361 | 542 | 685 | 850 | 1,204 | 1,737 |
| 增长率 | | 50.2% | 26.3% | 24.1% | 41.6% | 44.3% |
| 主营业务成本 | -295 | -432 | -541 | -640 | -892 | -1,272 |
| %销售收入 | 81.8% | 79.7% | 79.0% | 75.3% | 74.1% | 73.3% |
| 毛利 | 66 | 110 | 144 | 210 | 312 | 465 |
| %销售收入 | 18.2% | 20.3% | 21.0% | 24.7% | 25.9% | 26.7% |
| 营业税金及附加 | -1 | -2 | -2 | -3 | -4 | -6 |
| %销售收入 | 0.2% | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 营业费用 | -10 | -17 | -24 | -30 | -42 | -61 |
| %销售收入 | 2.9% | 3.1% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 管理费用 | -13 | -19 | -22 | -27 | -39 | -56 |
| %销售收入 | 3.5% | 3.5% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 42 | 72 | 96 | 150 | 227 | 342 |
| %销售收入 | 11.6% | 13.3% | 14.0% | 17.6% | 18.9% | 19.7% |
| 财务费用 | -5 | -6 | -19 | -17 | 2 | -3 |
| %销售收入 | 1.4% | 1.1% | 2.8% | 2.0% | -0.2% | 0.2% |
| 资产减值损失 | -4 | -3 | -1 | -3 | -1 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 4.0% | n.a | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 34 | 63 | 76 | 130 | 228 | 337 |
| 营业利润率 | 9.3% | 11.6% | 11.1% | 15.2% | 18.9% | 19.4% |
| 营业外收支 | 3 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 36 | 67 | 77 | 130 | 228 | 337 |
| 利润率 | 10.0% | 12.4% | 11.3% | 15.2% | 18.9% | 19.4% |
| 所得税 | -13 | -19 | -20 | -32 | -57 | -84 |
| 所得税率 | 36.1% | 28.5% | 25.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润 | 23 | 48 | 57 | 97 | 171 | 253 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 23 | 48 | 57 | 97 | 171 | 253 |
| 净利率 | 6.4% | 8.9% | 8.4% | 11.4% | 14.2% | 14.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 23 | 48 | 57 | 97 | 171 | 253 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 13 | 13 | 18 | 19 | 30 | 41 |
| 非经营收益 | 2 | 7 | 15 | 25 | 3 | 7 |
| 营运资金变动 | 7 | -35 | -248 | -29 | -130 | -210 |
| 经营活动现金净流 | 45 | 34 | -157 | 113 | 74 | 91 |
| 资本开支 | -75 | -16 | -87 | -32 | -319 | -10 |
| 投资 | 0 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 3 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -72 | -14 | -86 | -33 | -319 | -10 |
| 股权募资 | 65 | 23 | 51 | 503 | -9 | 0 |
| 债权募资 | -61 | 47 | 211 | -336 | 93 | 16 |
| 其他 | -39 | -73 | 68 | -22 | -30 | -33 |
| 筹资活动现金净流 | -35 | -2 | 330 | 145 | 54 | -17 |
| 现金净流量 | -62 | 17 | 87 | 225 | -191 | 64 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 51 | 112 | 110 | 335 | 144 | 208 |
| 应收款项 | 125 | 196 | 346 | 430 | 609 | 879 |
| 存货 | 78 | 187 | 157 | 214 | 298 | 425 |
| 其他流动资产 | 87 | 41 | 34 | 76 | 91 | 129 |
| 流动资产 | 341 | 536 | 648 | 1,055 | 1,143 | 1,642 |
| %总资产 | 73.0% | 66.9% | 69.6% | 78.2% | 66.2% | 74.7% |
| 长期投资 | 3 | 4 | 4 | 5 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 114 | 227 | 243 | 250 | 532 | 494 |
| %总资产 | 24.4% | 28.3% | 26.2% | 18.5% | 30.8% | 22.5% |
| 无形资产 | 5 | 30 | 31 | 38 | 47 | 56 |
| 非流动资产 | 126 | 265 | 283 | 294 | 585 | 555 |
| %总资产 | 27.0% | 33.1% | 30.4% | 21.8% | 33.8% | 25.3% |
| 资产总计 | 467 | 801 | 931 | 1,349 | 1,727 | 2,197 |
| 短期借款 | 47 | 112 | 322 | 0 | 93 | 108 |
| 应付款项 | 199 | 377 | 202 | 350 | 491 | 703 |
| 其他流动负债 | 22 | 15 | 19 | 51 | 61 | 76 |
| 流动负债 | 267 | 505 | 542 | 402 | 644 | 887 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 4 | 29 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 271 | 534 | 557 | 402 | 644 | 888 |
| 普通股股东权益 | 196 | 267 | 374 | 947 | 1,083 | 1,309 |
| 少数股东权益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 467 | 801 | 931 | 1,349 | 1,727 | 2,197 |

比率分析

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.170 | 0.334 | 0.373 | 0.474 | 0.835 | 1.235 |
| 每股净资产 | 1.438 | 1.858 | 2.435 | 4.626 | 5.287 | 6.393 |
| 每股经营现金净流 | 0.339 | 0.241 | -1.031 | 0.551 | 0.362 | 0.445 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 11.80% | 17.99% | 15.30% | 10.26% | 15.79% | 19.32% |
| 总资产收益率 | 4.96% | 5.99% | 6.15% | 7.20% | 9.90% | 11.52% |
| 投入资本收益率 | 10.97% | 13.52% | 10.18% | 11.84% | 14.50% | 18.09% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | N/A | 50.20% | 26.32% | 24.13% | 41.65% | 44.27% |
| EBIT增长率 | N/A | 72.32% | 32.70% | 56.41% | 51.88% | 50.49% |
| 净利润增长率 | N/A | 107.08% | 19.22% | 69.83% | 76.00% | 47.92% |
| 总资产增长率 | N/A | 71.42% | 16.16% | 44.97% | 28.04% | 27.17% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 57.7 | 93.3 | 100.1 | 114.0 | 114.0 | 114.0 |
| 存货周转天数 | 48.3 | 111.9 | 116.1 | 122.0 | 122.0 | 122.0 |
| 应付账款周转天数 | 64.7 | 96.8 | 66.7 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 固定资产周转天数 | 104.6 | 143.9 | 115.5 | 95.3 | 152.9 | 97.9 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -2.22% | 0.13% | 56.63% | -35.40% | -4.79% | -7.63% |
| EBIT利息保障倍数 | 8.0 | 11.9 | 5.0 | 8.6 | -118.0 | 115.6 |
| 资产负债率 | 57.98% | 66.61% | 59.81% | 29.78% | 37.31% | 40.40% |

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室