

# 郑煤机 (601717.SH/0564.HK) \机械设备

## ——煤机复苏在望，收购汽车零部件再起航

### 投资要点:

#### ► 液压支架龙头，开启双主业发展

公司是国内煤机液压支架龙头，国内市场占有率超过25%，产销量位居世界第一。在煤炭行业黄金十年的催化下，公司顶峰时期营收超过100亿元，但13年起随着煤炭行业产能过剩陷入低迷，公司业绩也连续4年下滑。最新财务指标显示，公司业务有好转迹象。在煤机行业空间见顶情况下，公司也在积极寻求新的发展空间，15年起公司筹划收购国内汽车零部件龙头亚新科进入汽车零部件行业，未来公司将形成煤机和汽车零部件两大主业。

#### ► 煤机行业下滑接近尾声，17年有回暖趋势

煤炭行业黄金十年落幕，去产能是未来几年主题，消费量的下降也是确定的趋势，但是能源结构变化过程是缓慢的，而且煤炭去产能有利于行业集中度和机械化率的提升，对行业龙头影响偏正面。2009年起煤炭行业产能进入新一轮的投放高峰，根据我们测算，17年开始煤机行业有望进入一轮存量更新的高峰期，行业下滑有望结束。16年三季度煤价的大幅上涨也是有利的催化。我们预计液压支架市场规模在150-200亿左右，公司作为液压支架首屈一指的龙头，行业低迷时期，公司充足的资金实力将帮助公司度过难过，并将进一步提升市场占有率。在行业回暖情况下，按照25%以上的市场占有率，公司收入有望逐步恢复至50亿左右。

#### ► 收购亚新科，跨入万亿汽车零部件市场

公司拟以22亿元对价收购亚新科旗下的6家零部件企业的部分或全部股权，主要产品为动力传动系统零部件和NVH。亚新科管理团队优秀，客户结构优质，在国内汽车零部件市场有着稳定的业绩表现。国内汽车市场产销仍有增长空间，汽车零部件将会持续增长。对公司来讲，进入万亿级的汽车零部件市场将有更大想象空间，并有助于平滑公司业绩的波动性。

#### ► 风险提示

煤炭企业推迟设备更新；应收账款回收风险；并购整合风险。

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,124.46	4,510.86	3,580.97	3,634.82	4,120.73
增长率(%)	-31.53%	-35.77%	-25.97%	1.48%	11.79%
EBITDA(百万元)	356.65	169.15	322.15	386.53	422.43
净利润(百万元)	205.19	42.20	234.66	289.49	323.69
增长率(%)	-76.33%	-79.43%	456.08%	23.37%	11.81%
EPS(元/股)	0.13	0.03	0.14	0.18	0.20
市盈率(P/E)	50.56	245.87	44.21	35.84	32.05
市净率(P/B)	1.10	1.09	1.07	1.05	1.03
EV/EBITDA	22.98	48.45	20.32	17.22	12.08

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议:

推荐

维持

当前价格:

6.4元

目标价格:

7.8元

### 基本数据

流通A股/流通H股(百万股)	1,378/243
流通A股市值(百万元)	7,895
每股净资产(元)	5.93
资产负债率(%)	18.95
一年内最高/最低(元)	7.72/5.32

### 一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

联系人

夏纾雨

电话: 0510-85607670

邮箱: xiasy@glsc.com.cn

卞莉

电话: 0510-85613713

邮箱: ll@glsc.com.cn

### 相关报告

郑煤机 (601717.SH) 调研报告: 煤机复苏在望，并购汽车零部件开启双主业

郑煤机 (601717.SH) 三季度报告点评: 业绩超预期，积极变化已明确

## 正文目录

<b>1.</b>	<b>煤矿液压支架龙头，并购汽车零部件企业开启双主业发展</b>	<b>4</b>
1.1.	过往业绩辉煌的煤机龙头	4
1.2.	财务稳健，主营有复苏迹象	5
1.3.	并购汽车零部件资产，开启双主业发展	6
<b>2.</b>	<b>煤机行业底部，去产能有利集中度提升</b>	<b>6</b>
2.1.	煤炭设备行业黄金十年落幕	6
2.2.	煤炭去产能成为主基调，需求缓慢下降	8
2.3.	液压支架是规模最大的煤机产品	10
2.4.	煤机需求基本见底，回暖可期	11
2.5.	全球煤机并购整合加剧，国内整合步伐也将加快	15
<b>3.</b>	<b>收购亚新科，跨入汽车零部件领域</b>	<b>19</b>
3.1.	标的公司业绩稳定，收购完成后将显著增厚上市公司业绩	19
3.2.	跨入万亿级汽车零部件市场，发展空间巨大	21
<b>4.</b>	<b>维持“推荐”评级</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图表 1:	郑煤机液压支架产品	4
图表 2:	公司营业收入近年大幅下滑	5
图表 3:	公司归母净利润近年大幅下滑	5
图表 4:	公司资产负债率持续降低	5
图表 5:	公司流动比率持续上升	5
图表 6:	公司应收账款周转天数持续上升	6
图表 7:	公司存货周转 Q3 开始好转	6
图表 8:	煤炭综合采掘设备	6
图表 9:	煤炭综合采掘设备图例	7
图表 10:	我国煤炭机械行业历年市场规模测算值	7
图表 11:	2015 年国内煤炭机械行业前十企业	7
图表 12:	我国煤炭开采与洗选业固定资产投资完成额	8
图表 13:	我国煤炭开采与洗选业利润总额	8
图表 14:	近年煤炭行业重要政策梳理	8
图表 15:	年产 120 万吨以上大型煤矿数量及产量占比	9
图表 16:	年产 30 万吨以下小型煤矿数量及产量占比	9
图表 17:	煤炭占能源消费比例处于缓慢下降中	10
图表 18:	“三机一架”价值构成	10
图表 19:	我国“三机一架”市场规模测算值（亿元）	10
图表 20:	液压支架前六供应商煤机销售额（亿元）	11
图表 21:	主要上市公司支护设备产品销售额（亿元）	11
图表 22:	我国历年煤炭消费总量（亿吨）	11
图表 23:	我国历年原煤产量（亿吨）	11
图表 24:	我国煤炭机械进口额（亿美元）	12
图表 25:	我国煤炭机械出口额（亿美元）	12
图表 26:	我国露天煤矿占总产量比例	12
图表 27:	主要产煤国露天煤矿产量占该国总产量比例	12
图表 28:	新核准大型煤矿新增产能（万吨/年）	13
图表 29:	新核准大型煤矿新增投资额（亿元）	13

图表 30: 国内煤炭机械设备行业市场空间测算.....	14
图表 31: 煤炭液压支架更新需求测算.....	15
图表 32: JOY 营收持续大幅下滑.....	15
图表 33: JOY 利润同样大幅下滑.....	15
图表 34: 国内主要煤炭机械集团业务整合梳理.....	17
图表 35: 郑煤机拟推行的员工持股计划.....	17
图表 36: 主要煤机企业液压支架产品所占份额.....	18
图表 37: 亚新科在全球的运营机构.....	19
图表 38: 公司收购亚新科方案.....	20
图表 39: 标的公司近年来业绩稳健.....	20
图表 40: 本次收购将显著增厚公司业绩.....	20
图表 41: 亚新科各公司的营收情况 (亿元).....	21
图表 42: 亚新科各公司的净利润情况 (千万元).....	21
图表 43: 亚新科各公司的毛利率情况.....	21
图表 44: 中国汽车制造企业营收和利润增长情况.....	22
图表 45: 中国零部件企业营收和利润增长情况.....	22
图表 46: 国内汽车市场长期来看仍有稳定的增长空间.....	22
图表 47: 亚新科主要产品.....	23
图表 48: 标的公司的主要客户.....	23
图表 49: 国内近年配套凸轮轴需求量 (万套).....	24
图表 50: 亚新科凸轮轴近年来的营收和销量情况.....	24
图表 51: 国内近年配套活塞环需求量 (亿片).....	25
图表 52: 亚新科双环近年来活塞环的销量和毛利率.....	25
图表 53: 国内发动机缸体产量竞争格局发展趋势.....	26
图表 54: 亚新科山西近年缸体业务营收和毛利率.....	26
图表 55: 亚新科山西近年缸盖业务营收和毛利率.....	26
图表 56: 国内橡胶减震产品市场规模及预测.....	27
图表 57: 亚新科 NVH 的营收和归母净利润情况.....	28
图表 58: 亚新科 NVH 的毛利率和净利率情况.....	28
图表 59: 国内乘用车油耗量 2020 年要达到 5L/百 km.....	28
图表 60: 国内起停系统渗透率将快速上升.....	28
图表 61: 亚新科电机营收及利润情况.....	29
图表 62: 全球汽车销量预测.....	30
图表 63: 可比公司 PE 和 PB 估值相比同行均处于低位.....	31
图表 64: 公司 PB 估值处于历史低位.....	31
图表 65: 财务预测摘要.....	32

## 1. 煤矿液压支架龙头，并购汽车零部件企业开启双主业发展

### 1.1. 过往业绩辉煌的煤机龙头

公司前身为始建于 1958 年的郑州煤矿机械厂，是中国领先的煤炭综采综掘设备制造商。公司致力生产及销售液压支架，是中国乃至全球最大的液压支架制造商。公司液压支架产品技术领先，是国内市场首屈一指的液压支架产品，大大提升了我国煤矿综采装备制造业的整体技术工艺水平，全面打破了德国 DBT、美国 JOY 两家世界煤机巨头在高端液压支架市场的垄断。

图表 1：郑煤机液压支架产品



来源：公司官网国联证券研究所

煤矿液压支架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，与刮板输送机、采煤机及掘进机共同组成成套完整的地下煤炭综采综掘系统，业内称之为“三机一架”。以价值计算，液压支架在成套综采系统中价值占比最大，在 40-50% 之间。

公司专注于液压支架领域，创造了辉煌的业绩。公司从一个濒临倒闭的国有企业十年间迅速成长为液压支架的龙头，2000 年公司的营业收入不足 1 亿元，到 2012 年业绩顶峰时期，公司营收超过了 100 亿元。国内经济大幅增长带来的煤炭行业的黄金十年无疑是这个奇迹的重要原因，但在这背后，企业的体制机制等因素也值得我们重视，这也是未来企业重新向上的关键。

受制于煤炭行业不景气，公司目前处于业绩低谷。2008 年金融危机后，“4 万亿”下国内固定资产投资大跃进，煤炭行业经历了大规模产能投放，高峰过去后对煤炭机械设备的需求大幅减少，公司业绩连续下滑，目前处于业绩底部。

图表 2：公司营业收入近年大幅下滑



来源：Wind 国联证券研究所

图表 3：公司归母净利润近年大幅下滑

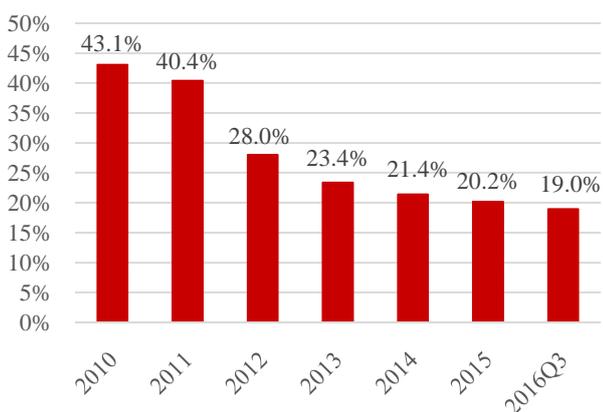


来源：Wind 国联证券研究所

## 1.2. 财务稳健，主营有复苏迹象

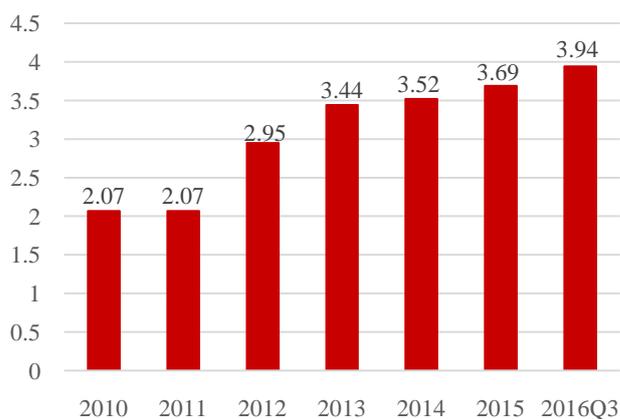
行业低迷时期，公司财务非常稳健。16 年三季报显示公司货币资金和理财产品超过 38 亿元，占流动资产的 40%。在煤炭及煤机行业整体异常低迷的情况下，公司留有大量现金有助于公司成功“过冬”，同时也会公司转型留有充足余地。目前公司资产负债率仅为 19.0%，无短期或长期借款，流动比率也持续攀升，财务状况显示了公司整体管理风格稳健。

图表 4：公司资产负债率持续降低



来源：Wind 国联证券研究所

图表 5：公司流动比率持续上升

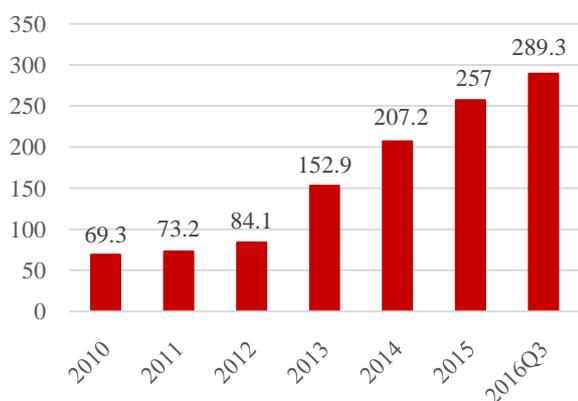


来源：Wind 国联证券研究所

应收账款周转尚未好转，但存货周转 16 年 Q3 已经开始好转。随着煤炭行业的持续低迷，公司的应收账款居高不下，周转天数持续上升，每年都要计提大量坏账准备拖累了业绩表现。公司管理层将应收账款回收作为 16 年重要工作任务，从三季报情况来看，应收账款回收工作取得了初步成果，坏账计提大幅减少，资产减值损失冲

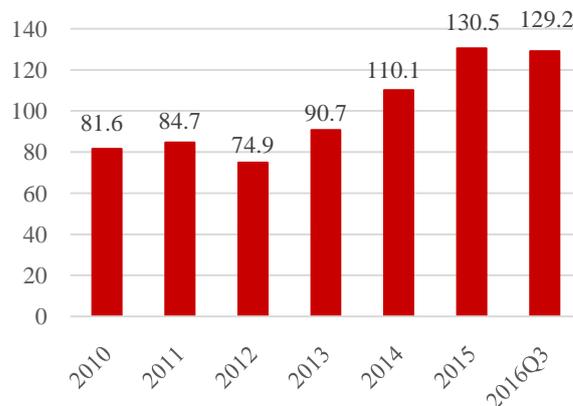
回 3500 万。存货方面，三季度存货周转小幅好转，表明公司去库存有初步成效。

图表 6：公司应收账款周转天数持续上升



来源：Wind 国联证券研究所

图表 7：公司存货周转 Q3 开始好转



来源：Wind 国联证券研究所

### 1.3. 并购汽车零部件资产，开启双主业发展

在煤机领域空间见顶情况下，公司也在积极寻找新的方向，2015 年公司公告拟以 23 亿元收购亚新科中国旗下 6 家公司，进入汽车零部件领域，这是公司在“跨行业不跨专业”的战略下新的方向。汽车零部件是具有万亿空间的巨大市场，相比于煤机数百亿的规模，公司将有更大的发挥空间，同时相对于煤机领域，汽车零部件行业的发展更加稳定，周期性相对弱一些，因此在汽车零部件行业，公司未来前景值得关注。

## 2. 煤机行业底部，去产能有利集中度提升

### 2.1. 煤炭设备行业黄金十年落幕

广义上的煤机，主要分为勘探设备、综合采掘设备、提升设备、洗选设备、煤炭安全设备和其他设备以及露天矿设备等。其中，综合采掘设备作为煤机的核心组成部分，主要包括掘进机、采煤机、刮板输送机与液压支架。

图表 8：煤炭综合采掘设备

设备名称	用途	国内代表公司	海外代表公司
掘进机	用于煤矿各种巷道的掘进	三一重型装备、山西天地煤机、佳木斯煤机、石家庄煤机、创力集团	美国 JOY、瑞典 Sandvik、英国多斯科、日本三井三池、奥地利奥钢联
采煤机	用于煤矿采煤工作面的落煤和装煤	天地科技、鸡西煤机、创力集团、太重煤机、西安煤机、金鼎公司	美国 JOY、德国 Eickhoff、美国 Caterpillar
刮板输送机	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	中煤张家口煤机、西本奔牛、山东矿机、山西煤机、兖矿集团大陆机械	美国 Caterpillar、美国 JOY
液压支架	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	郑煤机、中煤北京煤机、郑州四维、平顶山煤机、重庆大江信达、山东天晟煤	美国 Caterpillar、美国 JOY

来源：国联证券研究所

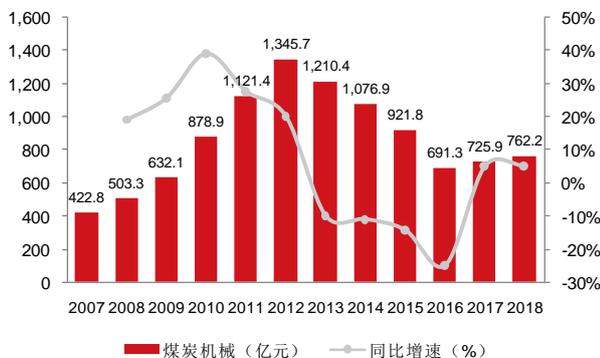
图表 9：煤炭综合采掘设备图例



来源：国联证券研究所

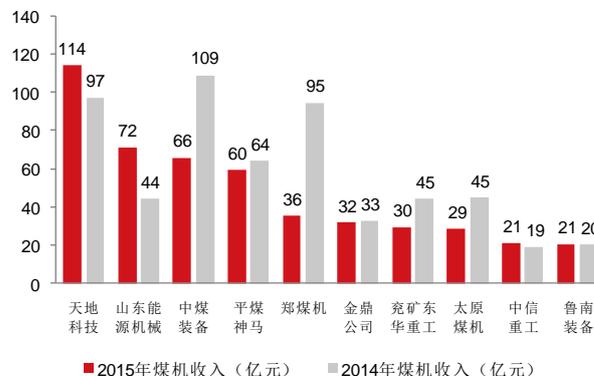
煤炭行业“十年黄金期”期间大幅扩张产能规模，受益于此，国内煤炭机械业自 2000 年以来享受了近十年的行业高成长。根据中国煤炭机械工业协会的统计数据，2011 年国内煤炭机械行业首次突破千亿级规模。2013 年起煤炭开采与洗选业固定资产投资完成额出现下滑，煤机行业也将面临较长一段时间的行业结构调整与洗牌。从煤炭机械行业规模前十企业 2014 年与 2015 年营业收入变化可以看出，除天地科技股份有限公司、山东能源重型装备制造集团有限公司等仅有的少数几家公司 2015 年营收实现同比增长外，70% 以上的公司较 2014 年营收出现大幅缩水。

图表 10：我国煤炭机械行业历年市场规模测算值



来源：中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

图表 11：2015 年国内煤炭机械行业前十企业



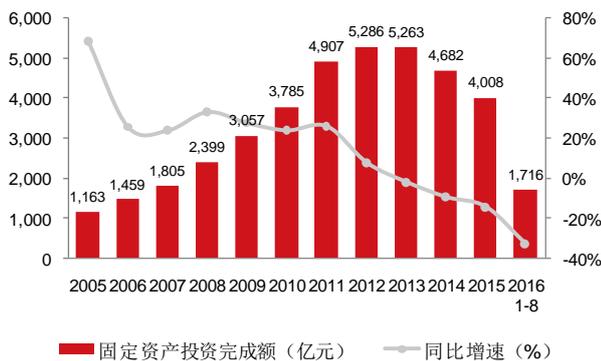
来源：中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

## 2.2. 煤炭去产能成为主基调，需求缓慢下降

### 2.2.1 严控产能成为调控主要目标

国内煤炭行业自 2000 年起进入产能迅速扩张期，煤炭开采与洗选业固定资产投资完成额从 2005 年的 1162.95 亿元急速跃升至 2012 年的 5285.82 亿元，8 年间累计完成固定资产投资额达 23860.47 亿元，年复合增长率 24.15%。与固定投资趋势基本相符，当年实现利润总额在 2011 年达到 4341.73 亿元，成为行业景气度高点。

图表 12：我国煤炭开采与洗选业固定资产投资完成



来源：国家统计局国联证券研究所

图表 13：我国煤炭开采与洗选业利润总额



来源：国家统计局国联证券研究所

2012 年以来，行业去产能成为主基调。2005 年，我国煤炭行业产能约为 23.5 亿吨/年，截止至 2015 年年底，煤矿产能总规模已攀升至 57 亿吨，其中，正常生产及改造的煤矿产能为 39 亿吨，停产煤矿产能 3.08 亿吨，新建改扩建煤矿产能 14.96 亿吨。2005 年至 2012 年间，国内年均新增产能约 3.04 亿吨，其中 2011 年单年新增量 4.13 亿吨。根据国家统计局数据，2015 年我国煤炭消费总量为 39.64 亿吨，按此推算，国内煤炭产能过剩约 17 亿吨，行业去产能成为未来数年的主基调。

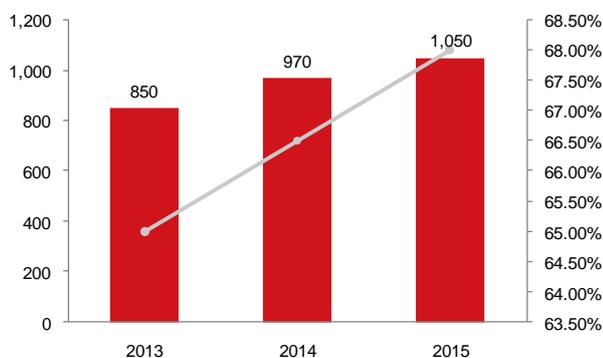
图表 14：近年煤炭行业重要政策梳理

年份	文件	概述
2011	关于促进煤炭工业“十二五”结构调整的指导意见	至 2015 年，规模以上煤炭企业数量控制在 4,000 家以内，形成 12 个亿级、16 个 5,000 万吨级特大型煤矿企业，煤矿数量控制在 1 万处以内
2011	煤矿安全生产“十二五”规划	至 2015 年，煤矿事故死亡人数下降 12.5% 以上
2012	煤炭工业发展“十二五”规划	至 2015 年生产能力 41 亿吨/年，形成 10 个亿吨级、10 个 5,000 万吨级大型煤炭企业，煤炭产量占全国的 60% 以上
2012	节能减排“十二五”规划	至 2015 年全国万元国内生产总值能耗下降至 0.869 吨标准煤，比 2010 年的 1.034 吨标准煤下降 16%
2013	大气污染防治行动计划	至 2017 年煤炭消费比重下降至 65% 以下，禁止进口高灰高硫劣质煤
2013	关于进一步加强煤矿安全生产工作的意见	至 2015 年底全国关闭 2,000 处以上小煤矿；一律停止核准新建生产能力低于 30 万吨/年的煤矿，一律停止核准新建生产能力低于 90 万吨/年的煤与瓦斯突出矿井
2014	煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020 年）	至 2020 年，现役燃煤发电机组改造后平均供电耗煤低于 310 克/千瓦时，
2014	能源发展战略行动计划（2014-2020 年）	至 2020 年，一次能源消费总量控制在 48 亿吨标准煤左右，煤炭消费总量控制在 42 亿吨左右
2015	关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见	至 2020 年，全国煤矿采煤机械化程度达到 85% 以上，掘进机械化程度达到 62% 以上
2015	工业领域煤炭清洁高效利用行动计划	至 2020 年力争节约煤炭消耗 1.6 亿吨以上
2015	煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020 年）	新建燃煤发电机组平均供电耗煤低于 300 克标准煤/千瓦时；现役经改造后低于 310 克标准煤/千瓦时
2015	国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知	2015 年国内拟淘汰煤炭行业落后产能 7779 万吨/年，淘汰煤矿 1254 座
2016	关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	从 2016 年开始，用 3 至 5 年时间再退出产能 5 亿吨左右，减量重组 5 亿吨左右

来源：国联证券研究所

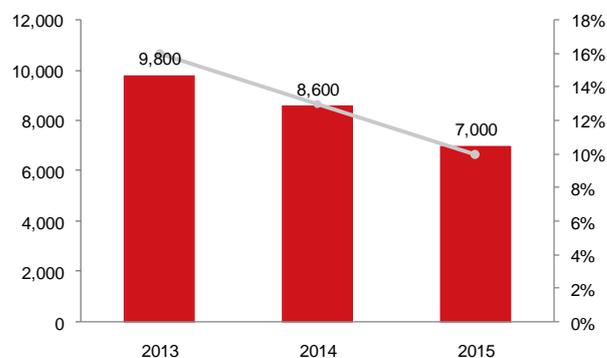
去产能过程中提升大型煤矿集中度有利于煤矿机械。《煤炭工业发展“十二五”规划》提出，形成 10 个亿吨级，10 个 5,000 万吨级大型煤矿企业。2013 年颁布的《关于进一步加强煤矿安全生产工作的意见》中明确，至 2015 年全国关闭 2,000 处以上小煤矿；一律停止核准新建生产能力低于 30 万吨/年的煤矿。今年 2 月的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》要求从 2016 年开始，用 3 年至 5 年时间再退出产能 5 亿吨左右，国家能源局也已明确表示，将继续大力推进煤炭供给侧结构改革，3 年内原则上停止审批新建煤矿项目。根据规划，“十三五”期间淘汰落后产能力度将持续加大，大型煤矿集中度的提高对于煤炭行业开采机械化率提升具有显著的促进作用。

图表 15: 年产 120 万吨以上大型煤矿数量及产量占



来源：中国煤炭建设协会国联证券研究所

图表 16: 年产 30 万吨以下小型煤矿数量及产量占比



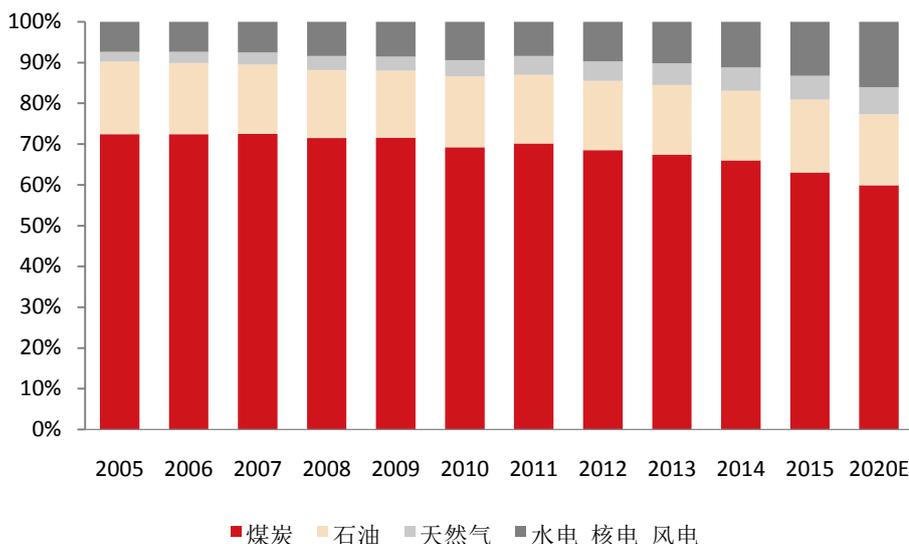
来源：中国煤炭建设协会国联证券研究所

### 2.2.2 煤炭消费占比较高的情况短期难改

资源禀赋决定以煤炭为主的能源结构。世界能源委员会最新公布的数据，我国 2015 年已探明煤炭储量为 1145 亿吨，仅次于美国与俄罗斯的 2372.95 亿吨以及 1570.10 亿吨位列全球第三。2015 年，世界煤炭产量合计 78.61 亿吨，其中中国产量为 37.47 亿吨，占世界总产量的 47.7%，排名全球第一。从整体看，我国煤炭行业的对外依存度较小，进出口规模占国内煤炭消费总量仅约 5%。国内以煤炭为主的资源禀赋决定了国内的能源消费结构是以煤炭为主，短期难以改变。

2020 年煤炭消费占比预计仍达 60%。作为全球煤炭消费大国，我国煤炭消费量在 2013 年达到近十年最高点 42.44 亿吨，2015 年小幅下降至 39.64 亿吨，同比下降 3.7%。随着清洁能源在全国能源消费总量中占比的不断提高，煤炭消费从 2005 年的 72.4% 下降至 2015 年的 64%。根据国家能源测算，到 2020 年国内煤炭消费量将达到 42 亿吨左右，占整体能源消费比例仍达 60%。

图表 17：煤炭占能源消费比例处于缓慢下降中

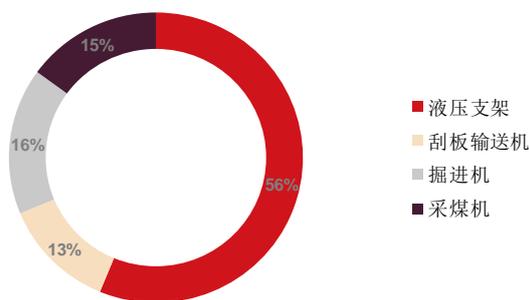


来源：国家统计局国联证券研究所

### 2.3. 液压支架是规模最大的煤机产品

作为煤炭机械的核心组成部分，综采设备价值量约占其中的 40%~50%。近些年，随着国内企业在高端产品方面自供率的提高，“三机一架”在煤机行业总规模的占比大幅提高至 60%左右。考虑到目前煤炭行业整体景气度偏低造成的对于煤机行业的拖累，按“三机一架”占煤机总规模 40%测算，预计 2016 年市场约为 276.5 亿元，2017 年起有望止跌回升。

图表 18：“三机一架”价值构成



来源：中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

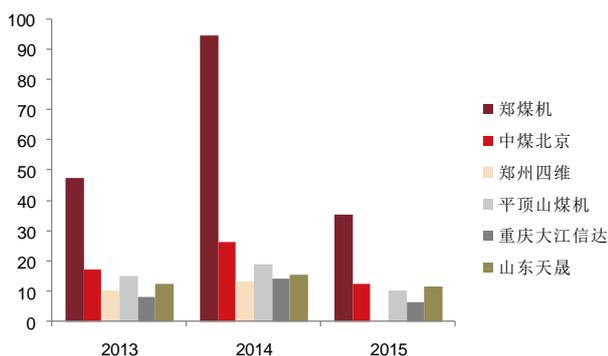
图表 19：我国“三机一架”市场规模测算值（亿元）



来源：中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

液压支架为煤炭综采设备中数量最多、投资规模最大的煤机产品，约占“三机一架”56%的价值量。我国第一架液压支架由郑煤机与太原分院于 1964 年合作生产研制成功，经过五十年来的发展，目前国内产品的设计水平已与国外相当，差距主要集中在电液控制系统、液压阀等部分核心零部件的生产与制造。

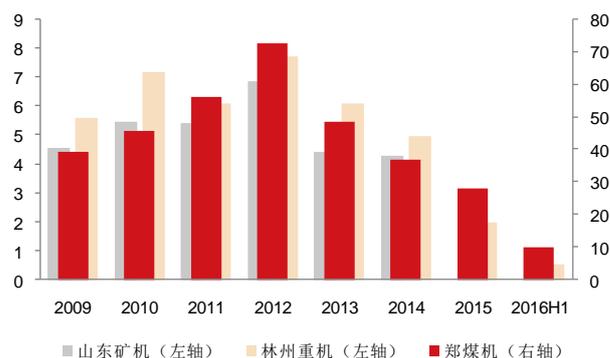
图表 20: 液压支架前六供应商煤机销售额 (亿元)



来源: 中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

注: 中国煤炭机械工业协会统计口径, 与公司披露年度营收存有一些出入

图表 21: 主要上市公司支护设备产品销售额 (亿元)



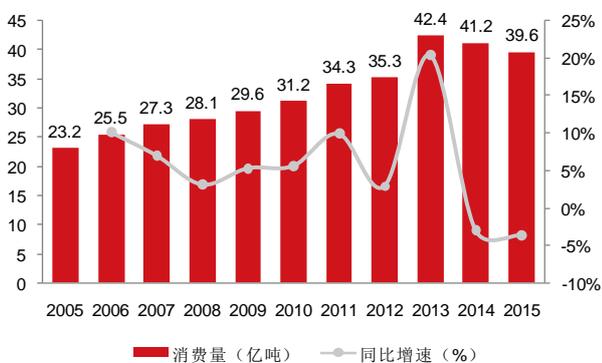
来源: 公司公告国联证券研究所

注: 支护设备包括液压支架与单体液压支柱产品

## 2.4. 煤机需求基本见底, 回暖可期

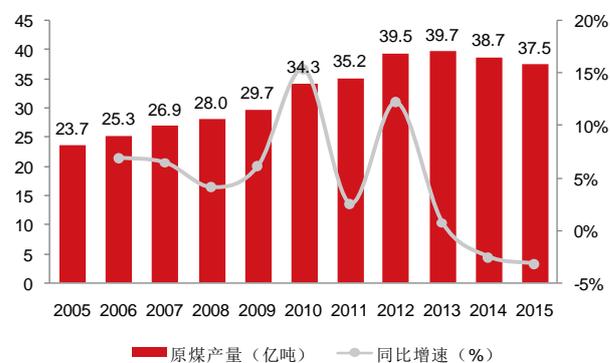
煤炭机械行业需求主要来自以下几方面: (1) 小型煤矿向大型煤矿集中带来的煤炭开采机械化率提升需求; (2) “十年黄金期”产能高速扩张期带来的巨大的存量更新需求以及设备定期维护需求; (3) 新增产能带来的新增设备需求。

图表 22: 我国历年煤炭消费总量 (亿吨)



来源: 国家统计局国联证券研究所

图表 23: 我国历年原煤产量 (亿吨)



来源: 国家统计局国联证券研究所

我们对煤炭机械行业未来三年的行业空间作出测算。

重要假设:

(1) 原煤生产量: 在国家能源局 4 月发布的《关于印发 2016 年能源工作指导意见的通知》中, 对于 2016 年煤炭产量目标设定为 36.5 亿吨, 而国家发改委公布的今年 1 月~8 月全国煤炭产量为 21.8 亿吨, 同比下降 10.2%。综合国内去产能目标以及最新行业增速, 预计 2016 年至 2018 年产量增速分别为-4%、-3%以及-2%。

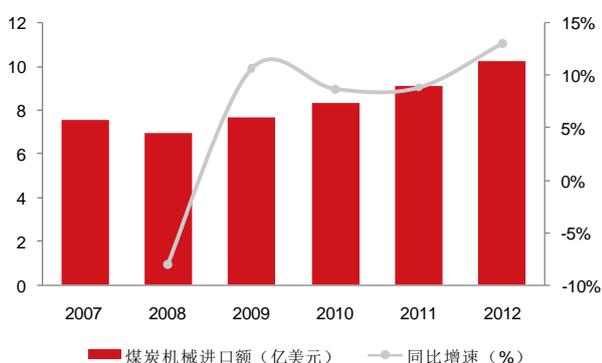
(2) 煤炭消费量: 以动力煤市场需求增速作为全部煤炭市场增速的代表, 根据对于动力煤需求的测算, 2016 年至 2018 年煤炭消费量增速分别为-3.67%、-2.58%以及-2.46%。

(3) 煤炭机械设备行业进出口情况: 根据中国煤炭机械工业协会的统计数据,

一方面，我国煤炭机械行业历年进口量仅占国内煤炭机械总消费量的约3%左右，另一方面，虽然出口值近年增速有所提速，总体看规模仍然相对较小，基于以上因素，市场规模测算过程中暂时不考虑进出口市场的影响。

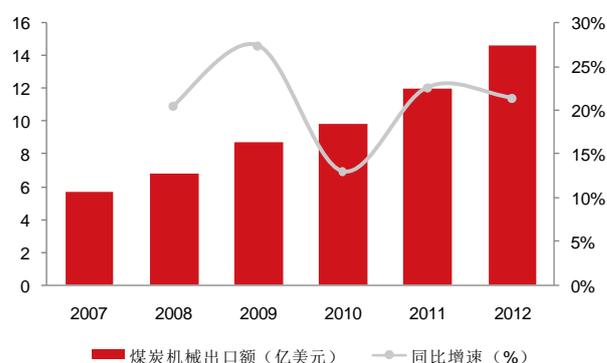
(4) 井工煤矿与露天煤矿：就我国国情而言，便于开采的露天煤矿占比极低，1996年露天煤矿产量仅占全国煤炭产量总数的3.3%，目前虽缓步上升至10%以上，总体占比仍然相对较小。以2013年至2015年发改委新核准的18、13、17处大型煤矿为例，其中露天煤矿仅分别为其中的2、2、1处。基于以上原因，新增产能测算过程中暂时不考虑露天煤矿对于机械设备的需求情况。

图表 24：我国煤炭机械进口额（亿美元）



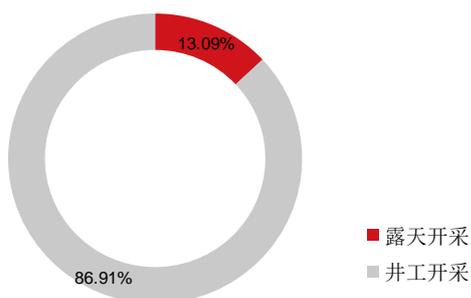
来源：中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

图表 25：我国煤炭机械出口额（亿美元）



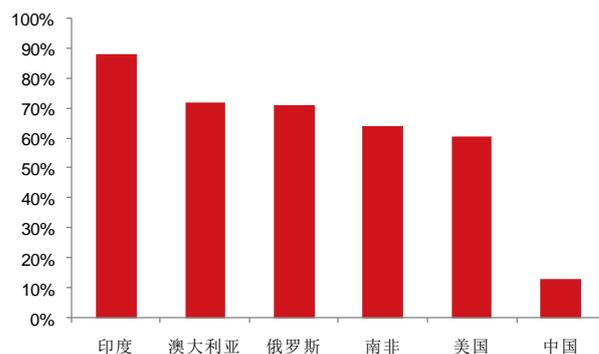
来源：中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

图表 26：我国露天煤矿占总产量比例



来源：中国矿业国联证券研究所

图表 27：主要产煤国露天煤矿产量占该国总产量比



来源：公开资料整理国联证券研究所

分别采用两种估算方式对煤炭机械行业规模进行预估，并对“三机一架”市场作细分测算。

#### 估算方法一：按固定资产投资完成额的固定比例

(1) 根据历史数据，假定未来三年煤炭机械设备行业的市场规模占当年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额的比例为23%。根据国家统计局数据，1-9月份全国煤炭开采和洗选业固定资产投资为2200亿元，同比下降26%。受煤炭行业去产能影响，三季度以来煤炭供需紧张，价格大幅飙升，同比上涨超过60%。煤炭企业利润

大幅好转，这将使得煤炭企业资本支出加快，改扩建工程将加速，因此预计 2017 年煤炭开采行业固定资产投资将出现小幅回升。

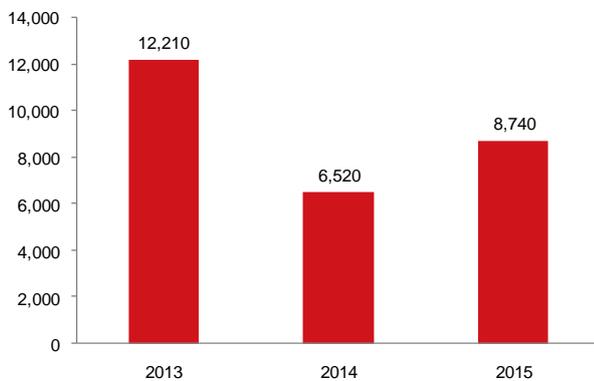
**估算方法二：按设备更新需求分项加总**

(1) 旧设备更新需求：一般而言，煤炭机械设备的使用年限为 8~10 年左右，在生产高峰时期，消耗较大，使用年限会缩短，在 5-8 年间。在低迷时期使用年限会加长。以中国煤炭机械工业协会历年行业生产总值为历史数据，假定产品从投入使用第 8 年起开始更新，三年更新完毕。

(2) 旧设备维保需求：煤矿根据规模大小的不同，需要对煤炭设备作定期维护保养。一般而言，大修费用约为整机造价的 30%、小修费用约为整机造价的 10%。假定每年每吨原煤生产中分摊到的维保成本为 10 元。

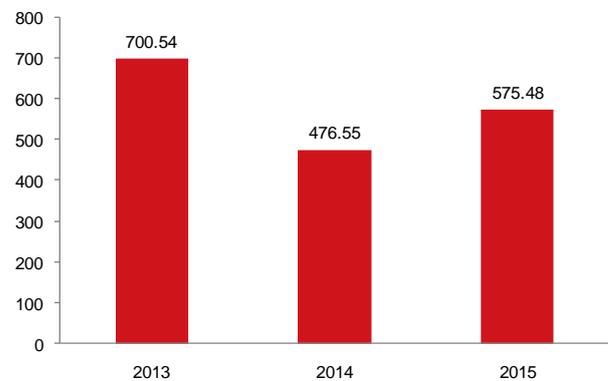
(3) 新增产能需求：由于淘汰关停的小型煤矿落后产能机械化率并不高，此处我们并不采用产能净增加值，而是以当年煤炭新增产能为依据，并假定吨煤投资成本为 120 元。其中，2013 年至 2015 年国家发改委审核批准新建大型煤矿产能分别为 1.2 亿吨、0.65 亿吨以及 0.87 亿吨，投资额分别为 700.54 亿元、476.55 亿元以及 575.48 亿元。一般而言一座煤矿的建设周期约为 2 年~3 年，假定 2013 年至 2015 年核准大型煤矿分别于 2016 年至 2018 年投产。

**图表 28：新核准大型煤矿新增产能（万吨/年）**



来源：国家发展和改革委员会国联证券研究所

**图表 29：新核准大型煤矿新增投资额（亿元）**



来源：国家发展和改革委员会国联证券研究所

(4) 机械化率提升需求：随着更多小型煤矿的关停以及向大型煤矿的集中，我国煤炭开采的机械化率将进一步得到提升。假设每年的原煤生产中，有 1.2% 的产量为小型煤矿向大型煤矿集中后带来的新增机械设备需求，且吨煤投资成本为 120 元。

估算方法一采用实际数值，符合行业当前现状。方法二是根据理论计算的行业规模。从 2010-2015 年的历史数据来看，两者的拟和还是较好的，但从 2016 年开始两者的差距逐渐加大。我们认为主要原因为：随着存量市场的积累，2014 年开始，存量市场旧设备更新需求逐渐占据主导，成为煤炭机械行业最主要的需求来源。而设备更新需求受到行业经营情况影响更大，行业经营较差的时候，企业会推迟设备更新。2015-2016 年上半年行业去产能力度较大，行业对煤炭产能过剩普遍担忧，加之煤炭普遍亏损，因此对固定资产更新的投资大幅缩减，使得 16 年煤机行业需求低于预

期。但这部分属于推迟的更新需求，考虑到 2009 年至 2013 年为历史上新增设备高峰期，随着 16 年三四季度煤炭行业盈利的好转，我们预计 2017 年开始行业将逐步回暖。

**图表 30：国内煤炭机械设备行业市场空间测算**

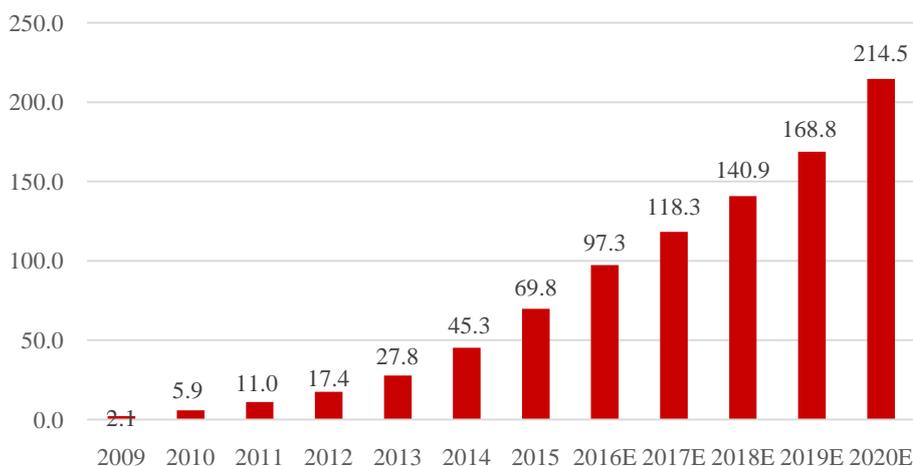
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>煤炭行业基本数据</b>									
原煤生产量 (亿吨)	34.28	35.16	39.45	39.74	38.74	37.50	36.00	34.92	34.22
同比增速 (YoY)	--	2.55%	12.21%	0.74%	-2.53%	-3.20%	-4.00%	-3.00%	-2.00%
煤炭消费量 (亿吨)	31.22	34.30	35.26	42.44	41.16	39.64	38.18	37.20	36.28
同比增速 (YoY)	--	9.84%	2.83%	20.35%	-3.02%	-3.70%	-3.67%	-2.58%	-2.46%
煤炭进口量 (亿吨)	1.83	1.82	2.88	3.27	2.91	2.04	2.14	2.21	2.25
同比增速 (YoY)	--	-0.53%	58.38%	13.39%	-10.95%	-29.93%	5.00%	3.00%	2.00%
煤炭出口量 (亿吨)	0.19	0.15	0.09	0.08	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
同比增速 (YoY)	--	-23.28%	-36.72%	-19.05%	-23.52%	-7.18%	-2.00%	2.00%	2.00%
差值 (亿吨)	4.70	2.54	6.98	0.50	0.43	-0.15	-0.09	-0.12	0.13
<b>煤炭行业产能数据</b>									
新增产能 (亿吨)	3.87	4.13	4.00	4.00	2.95	0.92	1.22	0.65	0.87
淘汰落后产能 (亿吨)	2.31	0.49	0.44	1.47	2.35	0.90	2.50	1.50	1.00
产能净增加值 (亿吨)	1.56	3.64	3.56	2.53	0.60	0.02	-1.28	-0.85	-0.13
14 个大型基地产量占比	87.00%	88.50%	90.00%	91.50%	92.00%	92.30%	93.00%	93.50%	94.00%
<b>估算思路一：按固定资产投资完成额</b>									
煤炭开采洗选业 (亿元)	3784.66	4907.26	5285.82	5262.76	4682.06	4007.78	3005.83	3156.12	3313.93
同比增速 (YoY)	--	29.66%	7.71%	-0.44%	-11.03%	-14.40%	-25.00%	5.00%	5.00%
<b>煤炭机械设备 (亿元)</b>	<b>878.87</b>	<b>1121.38</b>	<b>1345.66</b>	<b>1210.44</b>	<b>1076.87</b>	<b>921.79</b>	<b>691.34</b>	<b>725.91</b>	<b>762.2</b>
占固定资产投资比重 (%)	23.22%	22.85%	25.46%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
三机一架设备 (亿元)	351.55	448.55	538.26	484.18	430.75	368.72	276.54	290.36	304.88
液压支架 (亿元)	196.87	251.19	301.43	271.14	241.22	206.48	154.86	162.60	170.73
刮板输送机 (亿元)	45.70	58.31	69.97	62.94	56.00	47.93	35.95	37.75	39.63
掘进机 (亿元)	56.25	71.77	86.12	77.47	68.92	58.99	44.25	46.46	48.78
采煤机 (亿元)	52.73	67.28	80.74	72.63	64.61	55.31	41.48	43.55	45.73
<b>估算思路二：按各年各分项需求加总</b>									
旧设备更新 (亿元)	24.0	58.7	87.6	144.5	206.5	332.4	455.3	590.1	717.7
旧设备维保 (亿元)	342.84	351.60	394.51	397.43	387.39	375.00	360.00	349.20	342.22
新增产能需求 (亿元)	464.47	495.37	480.00	480.00	354.00	110.28	146.52	78.24	104.88
机械化率提升 (亿元)	49.37	50.63	56.81	57.23	55.78	54.00	34.56	33.52	32.85
<b>煤炭机械设备 (亿元)</b>	<b>880.73</b>	<b>956.35</b>	<b>1018.95</b>	<b>1079.18</b>	<b>1003.65</b>	<b>871.69</b>	<b>996.40</b>	<b>1051.06</b>	<b>1197.64</b>
同比增速 (YoY)	--	9.67%	11.88%	8.38%	-1.75%	-9.94%	14.91%	6.93%	8.20%
三机一架设备 (亿元)	352.3	382.5	407.6	431.7	401.5	348.7	398.6	420.4	479.1
液压支架 (亿元)	197.3	214.2	228.2	241.7	224.8	195.3	223.2	235.4	268.3
刮板输送机 (亿元)	45.80	56.47	65.54	64.59	60.54	53.27	51.65	54.88	58.78
掘进机 (亿元)	58.77	69.5	80.67	79.49	74.51	65.56	63.57	67.55	72.34
采煤机 (亿元)	55.10	65.15	75.63	74.53	69.85	61.47	59.60	63.33	67.82

来源：国家统计局海关总署中国煤炭工业协会中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

➤ 存量市场带来更新需求小高峰

自 2013 年以来，煤炭机械行业市场规模逐年萎缩，经过四年的大幅下滑，我们判断市场的下滑已经接近尾声。在 10 年使用周期，第八年开始更新三年完成的假设下，与上面的测算不同，我们使用液压支架的实际销售数据来进行测算，公司所在的液压支架市场 2016 年的存量更新规模约 100 亿左右，与公司实际销售情况相符。随着 2009-2013 年起的产能投放高峰时期设备陆续进入更新周期，液压支架的更新需求将持续增长，预计到 2020 年有望达到 200 亿左右。

图表 31：煤炭液压支架更新需求测算

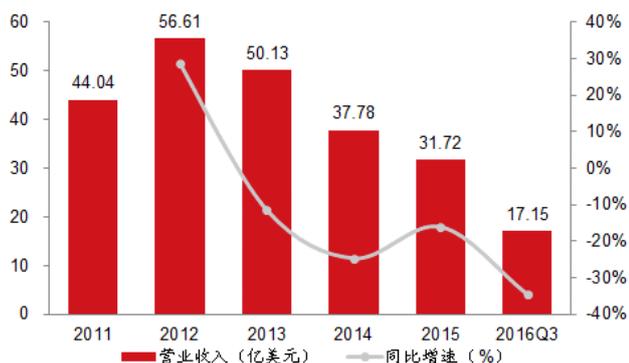


来源：国联证券研究所

2.5. 全球煤机并购整合加剧，国内整合步伐也将加快

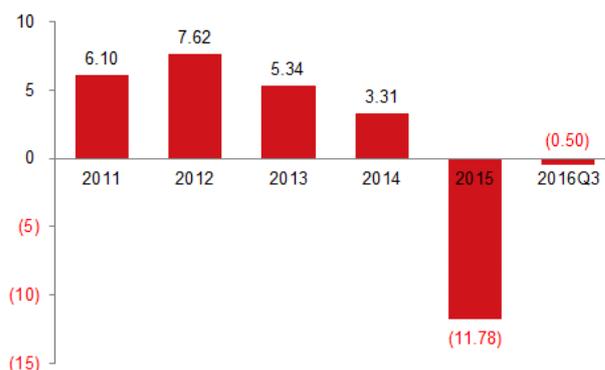
与国内煤矿机械行业情况相仿，2012 年以来，国际煤机巨头也相继进入景气度下行通道，营业收入同比增速下滑明显。以全球最大的久益环球为例，2012 年顶峰时期其营业收入高达 56.6 亿美元，到 2016 年前三季度营收仅为 17.15 亿美元，净利润 15 年也发生巨亏 11.78 亿美元。

图表 32：JOY 营收持续大幅下滑



来源：Wind 国联证券研究所

图表 33：JOY 利润同样大幅下滑



来源：Wind 国联证券研究所

在行业寒冬期，产业巨头并购整合加速，产能有望出清。2016年，久益环球正式宣布接受日本小松公司37亿美元现金收购协议，其中包括约9亿美元左右的公司债务。国内市场上，久益环球于上世纪70年代进入中国，并于2011年与国际煤机集团正式成立全资子公司久益环球·国际煤机，久益环球佳木斯采矿设备有限公司、鸡西煤矿机械有限公司等均为其子公司。相较于国资集团中煤科工、中煤能源，外资集团在国内的发展似乎面临更大的挑战，水土不服为其主因。曾经的国内掘进机龙头佳木斯采矿设备有限公司与采煤机龙头鸡西煤矿机械有限公司先后于今年上半年正式关闭工厂，而久益环球在中国的其他全资子公司业务也均面临不同程度的困境，有望留给同行内资企业较大的横向、纵向整合想象空间。

我国煤炭机械设备制造商普遍受到“小、散、乱”的行业格局制约，产业化集群效应难以体现。为一改“小、散、乱”窘境，行业的深度整合将为龙头企业提供进一步争夺市场份额的历史机遇。

国内主要的大型煤炭机械集团包括中国煤炭科工集团有限公司、中国中煤能源集团有限公司以及被久益环球收购后成为其子公司的国际煤机集团等。以中煤科工为例，其由中煤国际工程设计研究总院与煤炭科学研究总院合并而成，天地科技为集团整体上市的唯一资本平台，业务涵盖采煤机、刮板输送机、液压支架电液控制系统等煤机设备各领域，为国内煤炭行业唯一具备提供一体化解决方案的工程服务商与装备供应商。近期，集团旗下优质资产先后注入天地科技，另一方面，与神华集团的重组预期再次被点燃，或将完成产业链纵向战略重组，实现打通产业链上下游后获得的成本可控最大化、产学研协同最大化以及渠道资源共享最大化。

行业整合潮大背景下，由郑煤机、洛阳LYC以及洛轴控股公司共同组建的河南机械装备投资集团于2015年在郑州正式成立。河南装投的组建为规划第一步，根据计划，未来将寻求合适的机会进一步整合省内外其他煤炭企业机械装备业务并注入下属出资企业，实现装备产业资本的整合引领者目标。

就郑煤机集团自身来说，其正在尝试的“产权多元化+职业经理人”模式将助力集团涅槃重生，在夯实主营业务的前提下伺机等待行业内可能的整合机遇。公司于2002年起实施以产权多元化为核心的混合所有制改革，并于2006年由国有独资改制为国有控股公司，2012年，公司再次成为改革先驱，率先成为河南省省内首家引入职业经理人制度的企业。在2014年河南省国资委设立的首批混合所有制改革试点企业中，郑煤机集团作为8家试点企业之一成功入选，也是进行混合所有制经济和市场化选聘职业经理人的“双试点”单位。不久之前，公司公布了员工持股计划草案，此次员工持股计划募集资金总额不超过5,736万元，存续期为48个月，锁定期为36个月。

**图表 34：国内主要煤炭机械集团业务整合梳理**

	中国煤炭科工集团有限公司	中国中煤能源集团有限公司	久益环球
简述	由中煤国际工程设计研究总院、煤炭科学研究总院两家中央企业于 2008 年 4 月合并组建,为国务院国有资产监督管理委员会直接监管的中央企业	中国大型煤炭生产企业, 前身为 1982 年 7 月成立的中国煤炭进出口总公司	采矿业高产高效解决方案的全球领导者
旗下主要子公司	<b>天地科技股份有限公司</b> : 集团整体上市唯一的资本平台, 采煤机行业前五; <b>宁夏天地奔牛实业集团有限公司</b> : 天地科技控股子公司, 刮板输送机行业前五; <b>山西天地煤机装备有限公司</b> : 天地科技控股子公司, 刮板输送机行业前五; <b>宁夏天地西北煤机有限公司</b> : 天地科技控股子公司, 带式输送机行业前五; <b>北京天地玛珂电液控制系统有限公司</b> : 天地科技控股子公司, 国产液壓支架电液控制系统工作面市占率 62.8%。	<b>中煤张家口煤矿机械有限责任公司</b> : 集团全资子公司中国煤矿机械装备有限责任公司子公司, 刮板输送机行业前五; <b>中煤北京煤矿机械有限责任公司</b> : 集团全资子公司中国煤矿机械装备有限责任公司子公司, 液壓支架行业前五。	<b>国际煤机集团</b> : 久益环球全资子公司, 旗下子公司多为各细分领域龙头; <b>久益环球(佳木斯)采矿设备有限公司</b> : 国际煤机集团子公司, 曾经掘进机行业前五, 2016 年 5 月 26 日正式关闭工厂; <b>鸡西煤矿机械有限公司</b> : 国际煤机集团子公司, 曾经采煤机行业前五, 2016 年 4 月 26 日正式关闭工厂。
近期外延整合动态	重庆研究院 100% 股权、西安研究院 100% 股权与北京华宇 100% 股权三大集团资产注入天地科技; 上海煤科 100% 股权、煤炭科学技术研究院有限公司 51% 股权拟注入天地科技, 集团同时承诺于未来两年内将煤科院剩余 49% 股权注入天地科技; 集团承诺五年内逐步将符合上市条件的资产注入天地科技, 实现集团的整体上市; 中煤科工集团或将整体并入神华集团。	集团控股子公司中煤能源董事长王安调任中国国际工程咨询公司, 引发煤炭行业整合预期	2016 年, 久益环球正式宣布接受日本小松公司 37 亿美元现金收购协议, 其中包括约 9 亿美元左右的公司债务。

来源: 国联证券研究所

**图表 35：郑煤机拟推行的员工持股计划**

持有人	职务	出资额(万元)	比例
付祖冈	总经理	200	3.49%
王新莹	董事	150	2.62%
郭昊峰	董事	150	2.62%
刘强	董事、纪委书记	10	0.17%
高有进	副总经理、总工程师	150	2.62%
张命林	副总经理	150	2.62%
郭德生	财务总监	150	2.62%
付奇	副总经理	100	1.74%
贾浩	副总经理	200	3.49%
王永强	副总经理	100	1.74%
张海斌	副总经理、董事会秘书	100	1.74%
李重庆	监事会主席、工会主席	150	2.62%
倪和平	职工监事	60	1.05%
徐明凯	职工监事	30	0.52%
张军	职工监事	20	0.35%
周荣	监事	50	0.87%
刘付营	监事	50	0.87%
	其他员工	3,916	68.27%
	<b>合计</b>	<b>5,736</b>	<b>100.00%</b>

来源: 中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

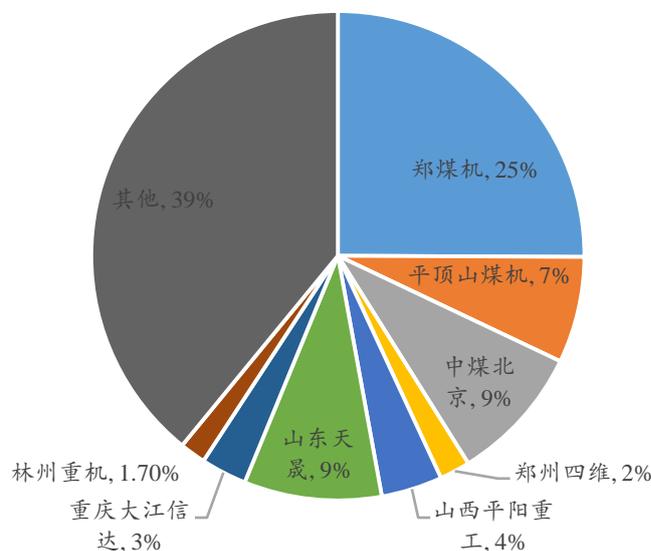
一方面，包括液压支架在内的主营业务的竞争力通过公司内部系列改革得以加强，另一方面，行业整合并购面临历史机遇。首先，煤炭机械设备行业正处于景气度低点，大量不具备竞争力的中小企业在成本压力下被迫出局，为相关领域的行业龙头腾挪出提升市占率的空间；其次，外资煤机企业在中国的战略布局有所收缩，随着佳木斯煤机等外资全资子公司的关停，相信相应的市场需求将更多地向内资企业有效转移；最后，行业寒冬期为龙头企业整合行业竞争格局提供机遇，考虑到煤机替换刚需的存在，利用萧条时期相对合理的作价外延横向整合同行企业成为可能。

## 2.6. 行业龙头，市占率有继续提升空间

**煤机液压支架领域公司已无对手。**公司是煤机液压支架市场上首屈一指的龙头企业，具有长期的技术、市场积累，在几十年来也非常专注的研发液压支架产品，在煤机其他领域的尝试也比较谨慎。公司是我国第一台液压支架诞生地，是世界第一台放顶煤液压支架诞生地，开创了高端综采装备国产化之先河。近年来，郑煤机产品已成功进入俄罗斯、印度、土耳其等海外市场。16年6月公司综合机械化成套液压支架项目成功签约出口美国，实现了中国煤机在美国高端市场零的突破，充分展现了公司在液压支架领域的技术优势。

**液压支架竞争格局长期稳定，集中程度中等，未来将日趋集中。**目前国内液压支架企业有郑煤机、平顶山煤机、中煤北京、山东天晟等。从历年来的市场竞争格局来看，液压支架行业格局比较稳定。按照收入规模来看，郑煤机遥遥领先，占比在25%左右，中煤北京、平顶山煤机、山东天晟等属于第二梯队，收入规模相差不大，占比10%上下。从技术上来看，郑煤机、中煤北京等都具有较强的实力。但从行业的集中度来看，前四家企业的市场集中度50%，还有不少的中小企业存在，因此行业的集中度仍然有上升的空间。

图表 36：主要煤机企业液压支架产品所占份额



来源：中国煤炭机械工业协会国联证券研究所

技术和规模优势是液压支架行业最主要壁垒。随着煤炭工业的发展，效率的不断提升是必然趋势，采煤设备机械化程度越来越高，当前的煤炭开采中已经普遍使用了大型液压支架作为主要采煤设备，其对技术的要求越来越高，而大型液压支架的加工需要大量大型的精密加工设备，因此规模优势非常重要，成为重要壁垒。随着去产能对中小型煤矿的淘汰，大型液压支架必然会由郑煤机等少数企业来做。

### 3. 收购亚新科，跨入汽车零部件领域

#### 3.1. 亚新科业绩稳定，收购完成后将显著增厚上市公司业绩

亚新科是一家成立于 1994 年，由国外财务资本拥有并管理的大型汽车零部件制造集团，其生产基地大多设在中国，业务范围则辐射全球。2010 年，贝恩资本接手亚新科，对其进行了重新整合。目前亚新科业务主要分为商用车市场、乘用车市场、国际市场和售后市场四大板块，其在国内拥有 7 家主要的运营公司，在海外则拥有 3 家销售或联络机构。

图表 37：亚新科在全球的运营机构



来源：亚新科官网国联证券研究所

郑煤机本次收购了亚新科控股的六家汽车零部件类公司的股权，分别为亚新科凸轮轴（仪征）有限公司和仪征亚新科双环活塞环有限公司各 63%的股权、仪征亚新科铸造有限公司 70%的股权、亚新科国际铸造（山西）有限公司、亚新科 NVH 和 CACG LTD. I（持有亚新科电机 51%的股权）的 100%股权。

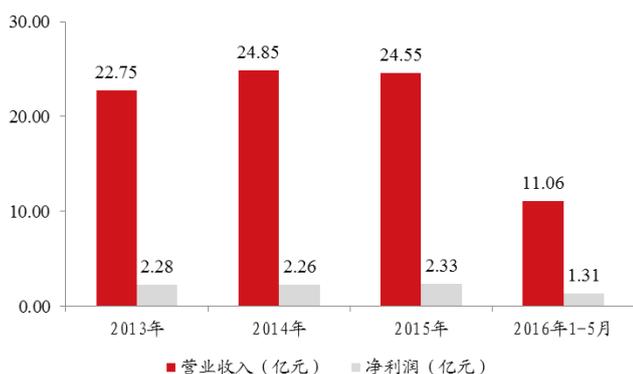
图表 38：公司收购亚新科方案

标的公司	交易对方	持有标的公司股权比例	对价（万元）
亚新科凸轮轴	Axle ATL	63%	11745.00
亚新科双环	Axle ATL	63%	45470.00
亚新科仪征铸造	Axle ATL	70%	680.00
亚新科山西	亚新科中国投	100%	49980.00
亚新科 NVH	亚新科中国投	23%	14307.15
	亚新科技术（香港）	77%	47897.85
CACG I	亚新科技术（开曼）	100%	49920.00
合计			220000.00

来源：公司公告国联证券研究所

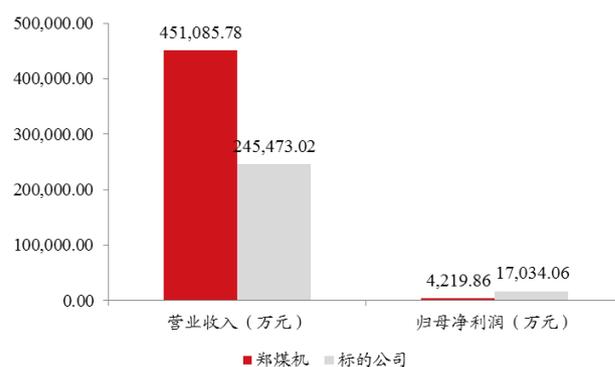
亚新科控股的这六家零部件企业近年来营收和净利润均保持较为稳定的状态，保持在 24 亿元和 2.3 亿元左右的水平，没有明显的波动，具有较强的可持续经营能力。2015 年，本次收购的 6 家企业的营收和归属于收购方的净利润分别为 24.5 亿元和 1.7 亿元，占上市公司 15 年营收和归母净利润的 54%和 404%。因此，本次收购完成后将显著提升上市公司的营收规模和盈利水平，增厚其业绩。

图表 39：标的公司近年来业绩稳健



来源：公司公告国联证券研究所

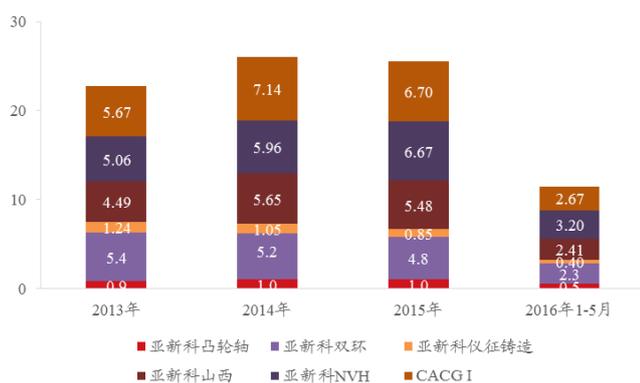
图表 40：本次收购将显著增厚公司业绩



来源：公司公告国联证券研究所

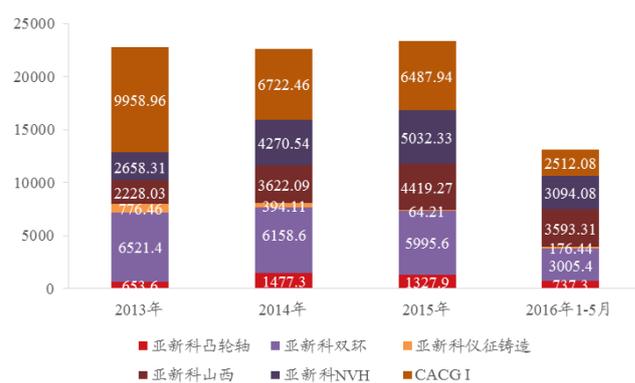
从六家企业分别的营收和净利润情况来看的话，亚新科山西和亚新科 NVH 近年来的营收和净利润保持增长，是发展态势比较好的两家企业；CACG I 由于控股的亚新科电机受制新产品起停电机放量不及预期以及商用车配套产品下滑的影响，业绩萎缩比较明显；亚新科凸轮轴和亚新科双环的业绩相对稳定；亚新科仪征铸造由于利润规模较小，所以虽然近年来业绩起伏很大，但对整体业绩不构成显著影响。

图表 41: 亚新科各公司的营收情况 (亿元)



来源: 公司公告国联证券研究所

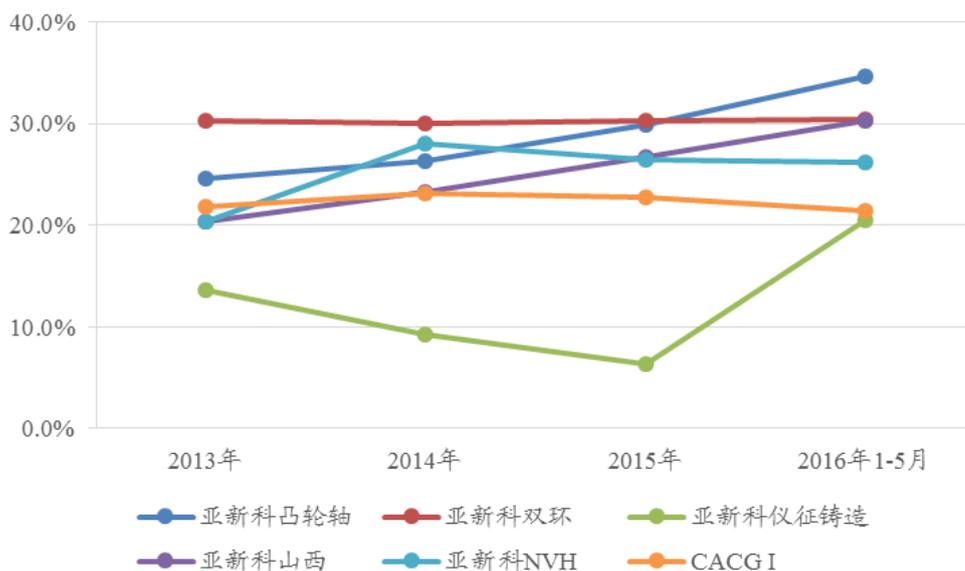
图表 42: 亚新科各公司的净利润情况 (千万元)



来源: 公司公告国联证券研究所

从各家公司的毛利率水平变化情况来看,亚新科凸轮轴和亚新科山西主要受益于原材料生铁、钢材等价格的大幅下降和高毛利率产品占比提升,毛利率持续向上;亚新科双环、亚新科NVH和CACGI近年来毛利率则略有下降,相对保持平稳;而亚新科仪征铸造主要给亚新科双环供货,毛利率变动幅度大,但对整体的影响十分有限。

图表 43: 亚新科各公司的毛利率情况

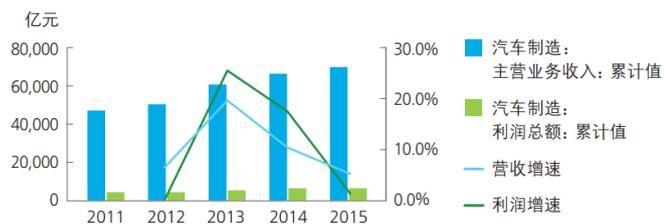


来源: 国联证券研究所

### 3.2. 跨入万亿级汽车零部件市场, 发展空间巨大

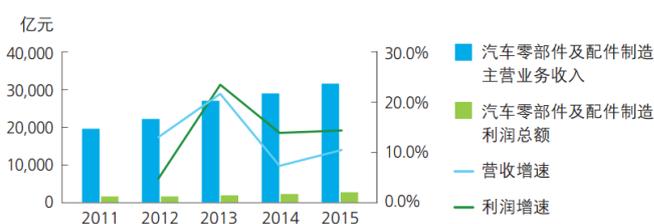
公司本次收购的6家零部件企业主要作为乘用车和商用车的二级配套商。汽车行业的市场规模要远远大于公司原本所处的煤机行业,达到数万亿元。2015年,我国汽车零部件制造业规模以上企业的主营业务收入和利润分别为32117亿元和2464亿元,同比增长10.5%和14.6%,增速明显优于汽车制造企业。公司本次收购落地后,将成功进入这个万亿级的市场,后续的发展空间巨大。

图表 44：中国汽车制造企业营收和利润增长情况



来源：德勤研究国联证券研究所

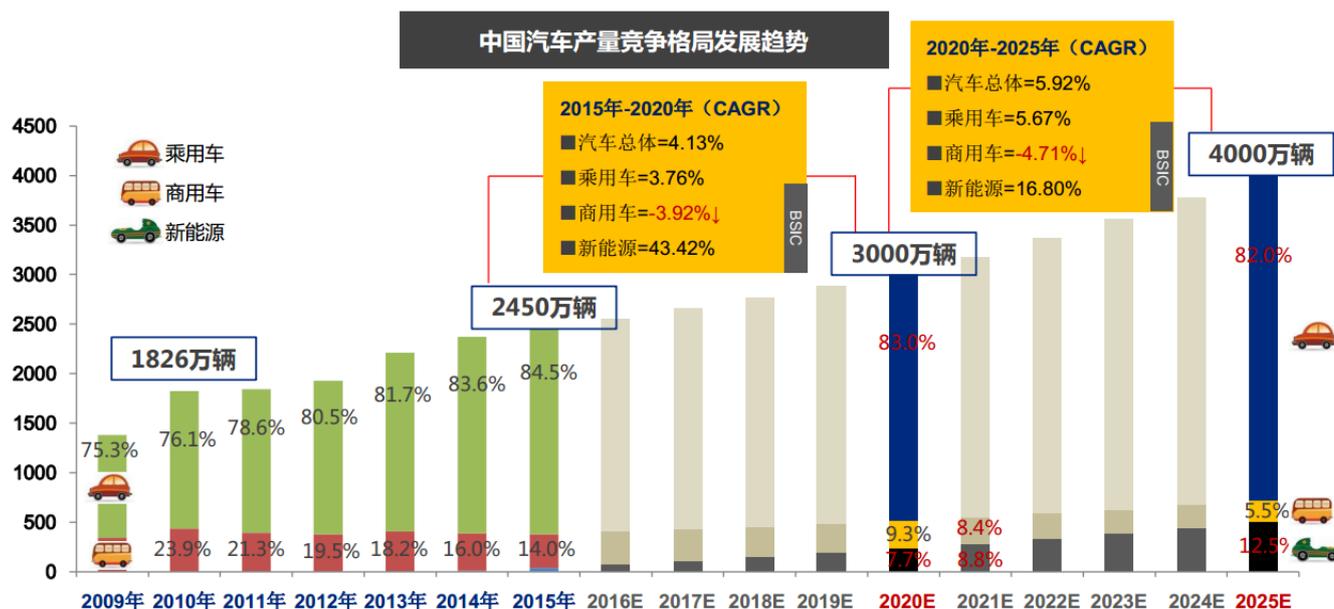
图表 45：中国零部件企业营收和利润增长情况



来源：德勤研究国联证券研究所

汽车零部件的市场情况与整车销售息息相关。2016 年 1-8 月，国内共销售汽车 1675.5 万辆，同比增长 11.43%；其中乘用车共销售 1444.23 万辆，同比增长 12.83%；商用车共销售 231.26 万辆，同比增长 3.47%。相较于全球市场，今年国内汽车销售表现亮眼，这主要来自于乘用车的贡献。受益于去年同期的低基数和 1.6L 及以下乘用车购置税减半政策即将于年底到期的拉动，今年乘用车销售增速表现超预期。但是长期来看，国内车市也已经切换到了“微增长”时代。我们预计 2020 年国内汽车的产销量将达到 3000 万辆，2015-2020 年的年均复合增长率约为 4.1%。同时国内还有巨大的汽车存量市场，截至 2015 年底，国内的汽车保有量达到 1.72 亿辆。预计可观的汽车存量和年新增量将为为零部件行业带来更大的发展空间。此外汽车轻量化、智能化的变革趋势，节能减排要求的不断趋严，都将为汽车零部件行业带来新的发展机遇。

图表 46：国内汽车市场长期来看仍有稳定的增长空间



来源：中汽协乘用车会工信部释略咨询国联证券研究所

郑煤机本次购买的 6 家汽车零部件公司的主营业务主要围绕汽车发动机的相关零部件以及整车 NVH 件开展，主要产品包括动力传动系统中的缸体缸盖（亚新科山

西)、活塞环(亚新科双环)、凸轮轴(亚新科凸轮轴)、起动机发电机(CAAG I 控股的亚新科电机)、降噪减振领域的发动机悬置、支架、皮膜(亚新科 NVH)等。

图表 47: 亚新科主要产品



来源: 亚新科官网国联证券研究所

标的公司产品技术领先, 竞争力强, 其客户中有众多业内领先的整车和零部件企业, 包括大众、长安、BOSCH、TENNECO、Cummins、潍柴等。由于多与行业龙头合作, 一方面更能抵御风险, 受到行业波动的影响相对较小; 另一方面行业龙头一般掌握着最为核心和前沿的技术, 公司可以通过与其合作不断开发新产品来适应行业的变化, 获得新的增长动力。

图表 48: 标的公司的主要客户



来源: 公司公告国联证券研究所

整体来看，公司本次收购的标的企业整体经营情况稳健，预计后续将保持稳中有升的发展趋势。下面分产品来对各个公司进行分析。

### (1) 凸轮轴

凸轮轴是发动机的 5C 件之一，主要负责进、排气门的开启和关闭。现在大多数量产车发动机采用顶置式凸轮轴。按照凸轮轴的数量，可以分为单顶置凸轮和双顶置凸轮两种，而双顶置凸轮轴为目前的主流配置，平均每台发动机安装两根凸轮轴，根据这样的配套关系简单测算每年配套市场的发动机凸轮轴需求：2015 年国内汽车产量达到 2450 万辆，OEM 市场对凸轮轴的需求量约为 4900 万套；到 2020 年，3000 万辆的汽车产销量，对于凸轮轴的需求量将提升至 6000 万套。除了 OEM 市场外，目前近 2 亿辆的汽车保有量组成的后装市场对于凸轮轴也有巨大的需求。预计随着整车销量和保有量的增长，凸轮轴的市场需求将维持稳定增长的态势。

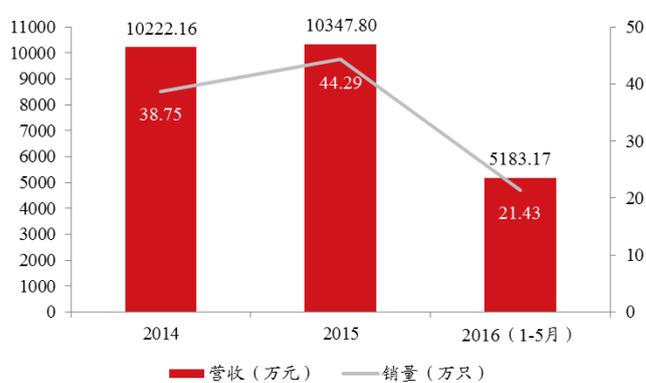
亚新科凸轮轴目前建有年产 240 万件凸轮轴毛坯的铸造生产线和年产 100 万件凸轮轴成品的机加工生产线。公司 15 年共销售凸轮轴 44 万套，仍有较大的提升空间。此外公司的产品结构也在逐步调整，毛利率较高的产品占比逐步提升，提升公司的盈利能力。预计亚新科凸轮轴的销量和业绩都将稳步增长。

图表 49：国内近年配套凸轮轴需求量（万套）



来源：中汽协国联证券研究所

图表 50：亚新科凸轮轴近年来的营收和销量情况



来源：公司公告国联证券研究所

### (2) 活塞环

活塞环是内燃机的关键零部件之一，其主要作用有密封、控制润滑油、导热、支撑导向等。15 年国内共生产 2100 万辆乘用车和 340 万辆商用车，乘用车平均按四缸计算需要活塞环 2.52 亿片，商用车平均按 5 缸计算需要活塞环 0.51 亿片。因此前装市场对活塞环合计有 3.03 亿片的需求。15 年国内汽车的保有量达到 1.72 亿辆，假设每辆车每年换一次活塞环，平均按四缸计算，则后装市场上每年对活塞环的需求达到 20.64 亿片。15 年国内活塞环的总市场规模达到 23.67 亿片。后续随着整

车销量和保有量的稳步增长，活塞环的市场规模将获得进一步的提升。

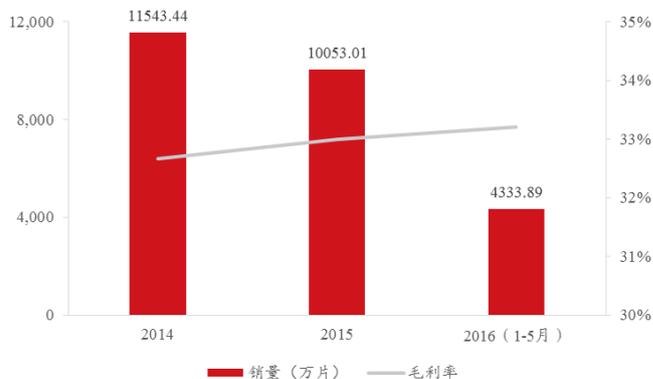
亚新科双环是国内最大的专业活塞环供应商之一，年销量达到1亿片以上。产品覆盖轻型、中型和重型载重汽车、轿车、摩托车和工矿机械等，国内市场占有率达到25%，在车用柴油活塞环市场的占有率高达40%以上。15年，亚新科双环受主要发动机客户销量下降（15年潍柴动力重卡发动机销量同比下滑57%）以及黄标车报废政策的影响，活塞环销量同比下滑13%。考虑到16年以来重卡市场触底反弹，预计今年销量同比增长20%以上，明后年将保持稳健增长态势，重卡市场的反弹将为公司后续业绩提供了支撑。同时，公司近年来的毛利率一直呈现稳中有升的态势。预计后续随着下游市场的景气度提升，公司的业绩将回到上升通道。

图表 51：国内近年配套活塞环需求量（亿片）



来源：中汽协汽车周报国联证券研究所

图表 52：亚新科双环近年来活塞环的销量和毛利率



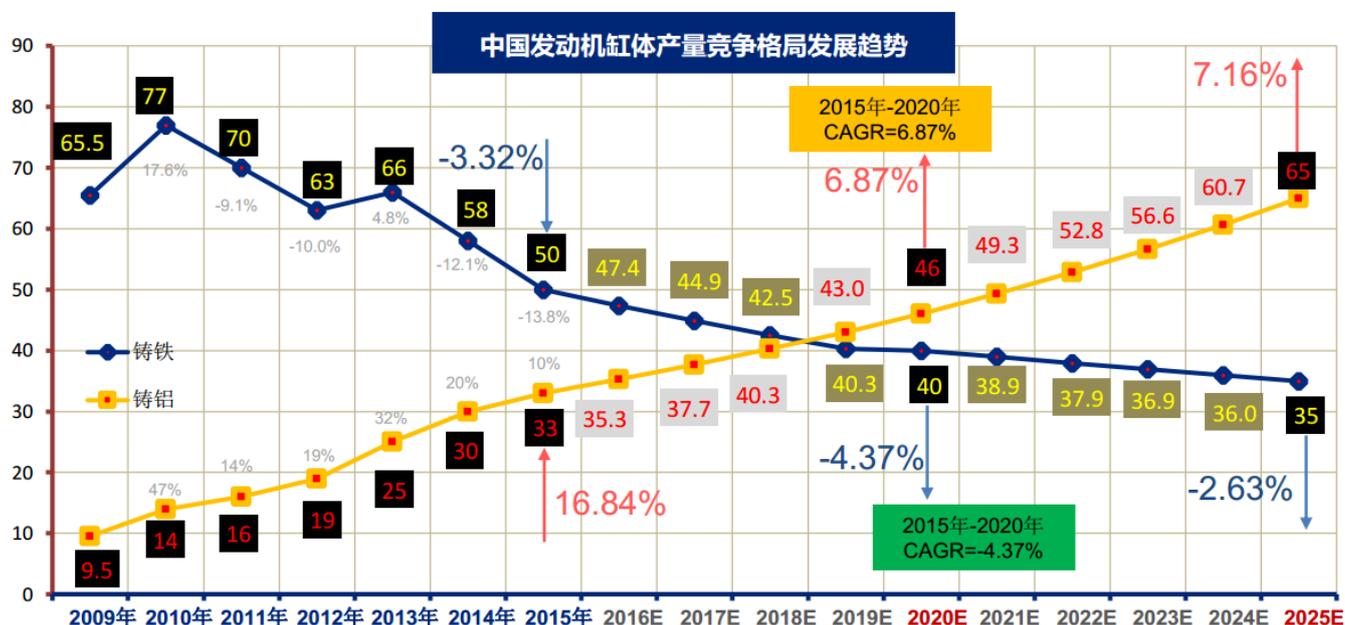
来源：公司公告国联证券研究所

### (3) 缸体缸盖

缸体是发动机中最大的单独式部件，需承受各有关零部件的重量，也是将热能转化为机械能的重要零件之一，缸体材料需具有足够的强度、良好的浇筑性和切削性，以及低廉的价格。缸盖安装在缸体顶端，与活塞一起构成发动机的燃烧室，由于经常与高温高压燃气接触，缸盖需承受很大的热负荷和机械负荷。缸体和缸盖材料一般采用铸铁或者铸铝。

2009年-2015年，国内缸体总产量由75万吨上升至91万吨，其中铸铁缸体和铸铝缸体的表现截然不同：铸铁缸体产量持续下降，符合增长率为-3.32%；而铸铝缸体产量则连续6年保持增长，符合增长率高达16.84%。预计后续国内缸体市场将依然保持目前的发展趋势，铸铁缸体微降，而铸铝缸体增持续持续增长。考虑到缸体和缸盖的配套关系，预计缸盖市场整体的产销趋势和缸体类似。

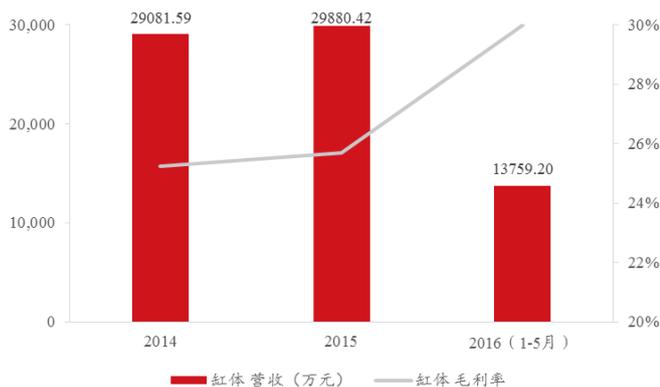
图表 53：国内发动机缸体产量竞争格局发展趋势



来源：机械工业第九设计研究院辉略咨询国联证券研究所

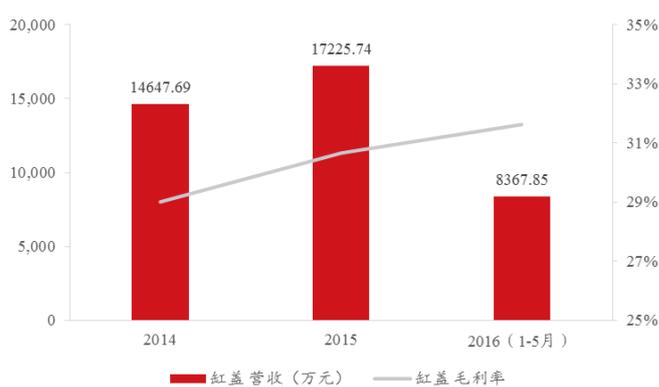
亚新科山西主要进行商用车发动机缸体、缸盖的生产和销售，主要的材料技术包括灰口铸铁、蠕墨铸铁、高强度球铁、低温冲击球铁及摩擦材料技术，年产能为 10 万吨。在铸铁缸体市场持续下滑的局面下，公司的缸体业务依然保持稳中有升的态势，毛利率由 2014 年的 25.25% 提升至目前的 29.98%，盈利能力有了明显提升。公司的缸盖业务也表现亮眼，营收和毛利率持续走强。亚新科山西毛利率的提升主要是由于原材料价格的下降以及产品结构调整带来高毛利率产品缸体缸盖占比的提升。亚新科山西于 2013 年投资 5.5 亿元的大马力发动机项目已正式投产，可以年产重卡缸体、缸盖 20 万套，占据国内市场的 18%。预计后续公司缸体缸盖在营收中的占比将进一步提升，为公司后续增长提供助力。

图表 54：亚新科山西近年缸体业务营收和毛利率



来源：公司公告国联证券研究所

图表 55：亚新科山西近年缸盖业务营收和毛利率



来源：公司公告国联证券研究所

#### (4) NVH

NVH 是指噪声、振动和声振粗糙度，对于驾驶和乘坐的用户体验有最直接的影响。有统计表明，整车约有 1/3 的故障和 NVH 问题相关，因此各大整车和零部件厂商对于 NVH 相关产品都十分重视。简单来说，汽车的 NVH 部件可以分为减震和降噪产品两类。2015 年橡胶减震产品的市场规模达到 186 亿元，而隔音产品的市场规模则达到 220 亿元，市场规模合计超过 400 亿元。随着整车销量和保有量的提升，以及人们对乘车舒适性要求的提高，汽车 NVH 件的占比以及整体市场规模都将得到进一步提升，预计到 2020 年，整体市场规模将超过 500 亿元。

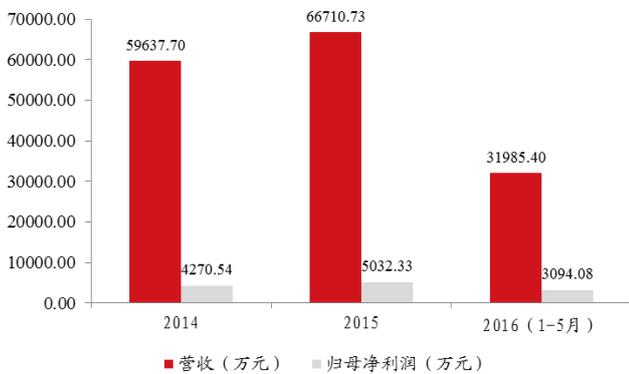
图表 56：国内橡胶减震产品市场规模及预测



来源：水清木华研究中心国联证券研究所

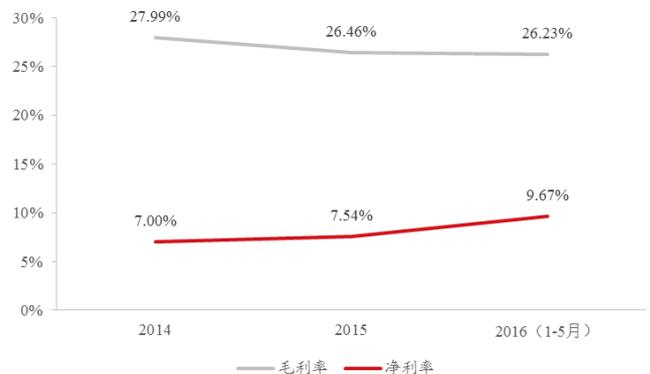
亚新科 NVH 主要从事整车的 NVH 和制动系统领域所用橡胶制品和模块等的研发和生产，主要产品包括发动机悬置、顶端链接支架等减振系列产品，以及皮膜、皮碗、皮圈等制动系列产品。公司近年来营收和归母净利润均呈上升态势，虽然毛利率有所下滑，但净利率持续向上，目前的净利率达到 9.67%。截止 16 年 5 月底，亚新科 NVH 已签订合同或订单的客户共计 299 家，储备项目众多，预计后续公司仍将保持目前稳健增长的发展态势。

图表 57: 亚新科 NVH 的营收和归母净利润情况



来源: 公司公告国联证券研究所

图表 58: 亚新科 NVH 的毛利率和净利率情况



来源: 公司公告国联证券研究所

### (5) 电机

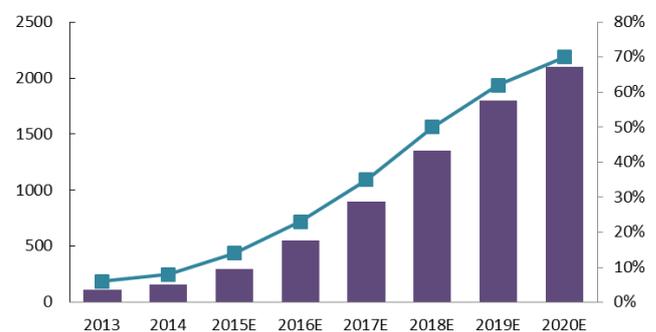
国内到 2020 年的百公里油耗目标为 5L, 对于整车厂有很大压力。9 月发布的《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法》征求意见稿中对于企业平均燃料消耗量的监管和惩罚措施, 这将倒逼企业加强在传统车节油减排方面的投入力度, 而起停系统由于单价低 (数千元), 节油效果明显 (5%-15%), 其装配率有望获得明显提升。根据高工锂电的预测, 2018 年国内启停系统的渗透率将达到 50%, 约为 1350 万套; 2020 年渗透率将达到 70%, 而 2014 年, 其装配率不到 10%, 增量空间巨大。

图表 59: 国内乘用车油耗量 2020 年要达到 5L/百



来源: ICCT 国联证券研究所

图表 60: 国内起停系统渗透率将快速上升

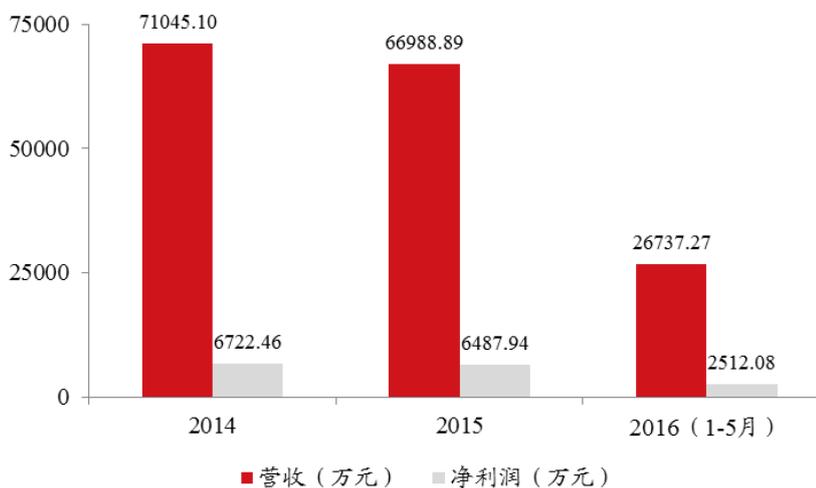


来源: 高工锂电国联证券研究所

CACG I 的主要资产为亚新科电机 51% 的股权。亚新科电机主要为乘用车和商用车提供启动电机, 目前已成功开发了新能源起停电机, 装载后可以减少 8%-10% 的燃油消耗, 产品总成重量减少 25%, 计划今年开始批量生产, 将成为公司今后业绩增长的重要动力。

公司 15 年营收和净利润均有小幅下滑，主要是因为乘用车主要客户神龙汽车正处于由传统电机向起停电机切换的过程中，新产品较长的验证周期使得亚新科电机的装机量未达到正常水平；而商用车电机客户玉柴股份 2015 年的累计装机量同比下滑约 20%也影响了公司 15 年的业绩。从 16 年目前的情况来看，公司的产品销售仍不理想，起停电机的销售情况低于预期。但考虑到目前其起停电机已通过德国大众验证，并已在大众高端车型和奥迪车型得到了应用；神龙起停电机方案获法国 PSA 认可。乘用车分厂精益智能起停总装线和转子线建成并投产。预计 2016 年下半年开始，公司的起停电机开始逐步量产，帮助亚新科电机重返上升通道。

图表 61：亚新科电机营收及利润情况



来源：公司公告国联证券研究所

### 海外汽车市场等待开拓，有望成为公司新的利润增长点

随着研发实力和生产技术的提升，越来越多的国内汽车零部件制造商也开始逐步进军全球汽车零部件市场。根据世界汽车组织的数据，2015 年全球累计销售汽车 8968 万辆，同比增长 2.0%：其中乘用车销量为 6631 万辆，同比增长 1.8%；商用车销量为 2337 万辆，同比增长 3.8%。预计到 2020 年全球车市将依然保持微增长的态势。根据 FOURIN 的预测，到 2020 年全球汽车年销量将突破 1 亿辆。如此庞大的汽车增量和积累的汽车保有量为零部件厂商提供了更为广阔的发展空间。

图表 62：全球汽车销量预测



来源：FOURIN 国联证券研究所

亚新科的客户中有很多全球知名整车和汽车零部件厂商，包括大众、神龙、BOSCH、TENNECO、Cummins 等，与这些公司长时间的合作为公司产品进军海外奠定了良好的基础。2014 年、2015 年以及 2016 年 1-5 月份，亚新科 6 家标的公司境外营业收入合计仅占上市公司合并总收入的 4.01%、4.58%和 5.57%，逐年提升，但整体占比很低，具有很大的提升空间，后续有望成为其新的利润增长点。

#### 4. 维持“推荐”评级

不考虑亚新科并表因素，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 2.35 亿元、2.89 亿元和 3.24 亿元，EPS 分别为 0.14、0.18 和 0.20 元，PE 分别为 44、36 和 32 倍。假设亚新科在 17 年全年并表，则预计公司 2016-2018 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.14，0.26，0.29 元，PE 则分别为 43、24、21 倍。

横向比较，对比相似煤机行业上市公司的估值情况，有盈利预测的仅有创力集团和尤诺卡，这两个公司 17 年的 PE 估值分别为 38 和 72，两者都有并购高估值行业公司的计划，因此市场预期较高。国外可以对标的久益环球，16 年亏损，因此 PE 不具有可比性。

合理 PB 应在 1.3-1.5 倍左右。对于煤机这样的周期性行业，PB 估值也是我们值得参考的重要指标。可比的煤矿机械上市公司，16 年三季度末的 PB 从 1.4 到 6 不等。从行业地位、市值大小、控股股东的情况来看，郑煤机和天地科技具有较高的可比性，两者都是煤机领域的龙头企业、均为国企控股、市值也都在 100 亿上下，因此二者估值应该相近。全球的煤机龙头久益环球来讲，PB 也长期在 2 倍左右，当然公司的实力与久益环球相比还有差距，但从市场空间来看，中国无疑是未来煤机最

大的市场，久益环球面临着更大的市场考验。综合来看，我们认为公司的长期合理PE 应该在 1.4-1.5 倍左右。

图表 63：可比公司 PE 和 PB 估值相比同行均处于低位

代码	公司名称	股价	16EPS	17EPS	18EPS	16PE	17PE	18PE
603012.SH	创力集团	12.74	0.19	0.34	0.45	67.1	37.5	28.3
300099.SZ	尤洛卡	10.1	0.05	0.14	0.21	202.0	72.1	48.1
16年PB比较股价			16BPS	16PB				
002535.SZ	林州重机	7.11	3.68	1.93				
600582.SH	天地科技	4.69	3.27	1.43				
300099.SZ	尤诺卡	10.1	1.5	6.73				
002526.SZ	山东矿机	10.12	3.09	3.28				
002691.SZ	冀凯股份	26.41	4.27	6.19				
603012.SH	创力集团	12.74	3.78	3.37				
JOY.N	久益环球	27.87 (\$)	14	1.99				

来源：Wind 国联证券研究所

纵向来看，公司 PB 估值在 0.8-4 倍左右波动，历史中枢在 1.5 倍。

图表 64：公司 PB 估值处于历史低位



来源：Wind 国联证券研究所

公司财务非常稳健，煤机行业复苏迹象日益显著，向上弹性增大，同时汽车零部件业务的扩展将使得公司业绩的稳定性大大增强，对公司的估值有正面作用，给予公司 2017 年摊薄后 30-35 倍 PE，对应价格区间 7.2-8.4 元，或者 1.3-1.5 倍 PB，对应价格区间 7.7-8.9 元。上调目标价至 7.8 元，维持公司“推荐”评级。

**图表 65：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,633.17	2,329.31	3,852.37	3,724.08	5,303.31	营业收入	6,124.4	4,510.86	3,580.97	3,634.8	4,120.7
应收账款+票据	4,193.63	4,156.84	3,838.00	4,284.39	3,262.84	营业成本	5,047.6	3,621.73	2,804.79	2,851.3	3,213.8
预付账款	155.55	52.33	250.00	200.00	260.00	营业税金及附加	22.79	32.10	25.07	25.44	28.85
存货	1,449.17	1,175.83	981.70	1,211.62	1,169.01	营业费用	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
其他	601.40	1,170.52	320.00	280.00	250.00	管理费用	216.27	214.90	150.40	156.30	177.19
<b>流动资产合计</b>	<b>9,032.92</b>	<b>8,884.83</b>	<b>9,242.07</b>	<b>9,700.09</b>	<b>10,245.1</b>	财务费用	0.04	0.05	0.04	0.04	0.04
长期股权投资	410.28	422.81	422.81	422.81	422.81	资产减值损失	379.63	398.85	340.19	327.13	370.87
固定资产	1,602.95	1,443.45	1,310.99	1,161.01	990.46	公允价值变动收益	0.06	0.09	0.10	0.09	0.09
在建工程	117.19	157.25	95.00	100.00	110.00	投资净收益	-54.07	-41.94	-69.54	-85.24	-101.56
无形资产	404.25	394.02	388.38	382.74	377.10	其他	3.80	-39.06	-40.00	-35.00	-30.00
其他非流动资产	506.86	616.60	610.32	604.05	597.78	<b>营业利润</b>	<b>407.83</b>	<b>162.31</b>	<b>151.02</b>	<b>154.44</b>	<b>198.46</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,041.53</b>	<b>3,034.13</b>	<b>2,827.50</b>	<b>2,670.60</b>	<b>2,498.15</b>	营业外净收益	-175.25	-131.94	89.04	160.43	163.08
<b>资产总计</b>	<b>12,074.4</b>	<b>11,918.9</b>	<b>12,069.5</b>	<b>12,370.6</b>	<b>12,743.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>232.58</b>	<b>30.37</b>	<b>240.07</b>	<b>314.87</b>	<b>361.54</b>
短期借款	97.17	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	39.25	19.76	38.41	50.38	57.85
应付账款+票据	1,728.61	1,887.16	1,852.56	1,949.20	2,068.11	<b>净利润</b>	<b>193.33</b>	<b>10.61</b>	<b>201.66</b>	<b>264.49</b>	<b>303.69</b>
其他	647.31	396.44	440.00	460.00	510.00	少数股东损益	-11.86	-31.59	-33.00	-25.00	-20.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2,473.09</b>	<b>2,283.60</b>	<b>2,292.56</b>	<b>2,409.20</b>	<b>2,578.11</b>	<b>归属于母公司净利</b>	<b>205.19</b>	<b>42.20</b>	<b>234.66</b>	<b>289.49</b>	<b>323.69</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	17.57	12.89	12.89	12.89	12.89	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>17.57</b>	<b>12.89</b>	<b>12.89</b>	<b>12.89</b>	<b>12.89</b>	营业收入	-23.97	-26.35%	-20.61%	1.50%	13.37%
<b>负债合计</b>	<b>2,490.66</b>	<b>2,296.50</b>	<b>2,305.45</b>	<b>2,422.09</b>	<b>2,591.01</b>	EBIT	-80.85	-106.48	1,573.33	34.66%	13.21%
少数股东权益	151.48	119.89	86.89	61.89	41.89	EBITDA	-67.41	-52.57%	90.45%	19.99%	9.29%
股本	1,621.12	1,621.12	1,621.12	1,621.12	1,621.12	归属于母公司净利	-76.33	-79.43%	456.08%	23.37%	11.81%
资本公积	3,468.34	3,493.34	3,493.34	3,493.34	3,493.34	<b>获利能力</b>					
留存收益	4,342.85	4,388.11	4,562.76	4,772.25	4,995.94	毛利率	17.58%	19.71%	21.68%	21.56%	22.01%
<b>股东权益合计</b>	<b>9,583.79</b>	<b>9,622.46</b>	<b>9,764.12</b>	<b>9,948.60</b>	<b>10,152.2</b>	净利率	3.16%	0.24%	5.63%	7.28%	7.37%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>12,074.4</b>	<b>11,918.9</b>	<b>12,069.5</b>	<b>12,370.6</b>	<b>12,743.3</b>	ROE	2.18%	0.44%	2.42%	2.93%	3.20%
						ROIC	1.74%	-0.54%	1.73%	3.01%	3.27%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	20.63%	19.27%	19.10%	19.58%	20.33%
净利润	135.45	-72.40	184.86	247.69	286.89	流动比率	3.65	3.89	4.03	4.03	3.97
折旧摊销	178.14	180.73	151.62	156.90	162.46	速动比率	2.82	2.86	3.46	3.41	3.42
财务费用	3.39	-37.07	-69.54	-85.24	-101.56	<b>营运能力</b>					
存货减少	117.77	265.19	194.13	-229.92	42.61	应收账款周转率	1.47	1.09	0.94	0.85	1.27
营运资金变动	-547.00	-373.99	980.66	-239.76	1,160.47	存货周转率	3.48	3.08	2.86	2.35	2.75
其它	302.98	304.70	150.00	100.00	120.00	总资产周转率	0.51	0.38	0.30	0.29	0.32
<b>经营活动现金流</b>	<b>190.73</b>	<b>267.16</b>	<b>1,591.72</b>	<b>-50.32</b>	<b>1,670.86</b>	<b>每股指标 (元)</b>					
资本支出	24.90	30.09	95.00	100.00	110.00	每股收益	0.13	0.03	0.14	0.18	0.20
长期投资	252.93	2,698.11	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.12	0.16	0.98	-0.03	1.03
其他	48.42	2,210.42	16.80	16.80	16.80	每股净资产	5.82	5.86	5.97	6.10	6.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>-229.41</b>	<b>-517.79</b>	<b>-78.20</b>	<b>-83.20</b>	<b>-93.20</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-38.88	-100.77	0.00	0.00	0.00	市盈率	50.56	245.87	44.21	35.84	32.05
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	1.10	1.09	1.07	1.05	1.03
其他	-205.76	-71.74	9.54	5.24	1.56	EV/EBITDA	22.98	48.45	20.32	17.22	12.08
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-244.64</b>	<b>-172.51</b>	<b>9.54</b>	<b>5.24</b>	<b>1.56</b>	EV/EBIT	45.91	-708.11	38.39	28.98	19.63
<b>现金净增加额</b>	<b>-284.32</b>	<b>-396.15</b>	<b>1,523.06</b>	<b>-128.28</b>	<b>1,579.22</b>						

来源：公司报告国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

