



## 郑煤机 (564 HK; 4.8 港元; 目标价: 6.76 港元)

煤机景气可持续 或迎利润释放大年  风险等级: 3

### 两个“前提”尚未改变，保障煤机订单可持续

煤企的报表修复和可持续盈利预期是采购煤机的两个前提：1) 2017 年煤炭业利润总额同比+171.3%至 2959 亿元，毛利率 (16Q2 15.1% vs 18Q1 30.1%) 大幅改善；19 家 A 股煤企样本经营性现金流净额同比+36.6%至 1616 亿元，毛利率 (15/16/17 年 27%/30%/33%) 及净利率 (15/16/17 年 2%/9%/14%) 同样大幅提升，煤企报表修复为设备采购提供资金上的可能。2) 2017 年超额完成 1.5 亿吨去产能目标，2018 年计划去产能 1.5 亿吨，国家出台长效机制解除煤价大幅波动风险，煤企形成中长期的可持续盈利 (而非仅短期盈利) 预期，才会形成设备采购决策。上述两个前提目前并未发生改变。

### 两个“驱动”有望带动煤机订单持续释放

更新需求+新建产能是驱动本轮煤机景气的两大主要因素：1) 上轮煤机 2011 至 2012 年达到 1600 亿元采购高点，考虑 2012 年后这轮下行周期中存在老机过度使用、更新延后的情况，“十三五”期间都将是更新需求释放高峰。我们测算 2018-2019 年液压支架更新规模约 90-100 亿元。2) 2017 年在去产能、利率升的背景下，煤企新建产能资本开支存在延迟，对应液压支架采购或低于我们测算的 40 亿元“十三五”年均值。2018 年 2 月政府将符合条件的煤矿产能置换比例提高至 200%，3 月新疆、内蒙古 3 个合计 1900 万吨规模煤矿项目得到现成产能核准放行，意味着年内优质产能释放或提速。在“结构性去产能、系统性优产能”思路下，新产能投放能够有效拉长本轮煤机的采购景气周期。

### 两个“修复”带来可观利润弹性

从公司报表看，资产减值冲回+毛利率回升共振，有望为公司带来煤机利润释放大年：1) 2017 年公司煤机板块冲回 1.37 亿元，经营现金流同比+124%至 11.85 亿元，坏账计提回款改善明确。公司账龄 3 年以上 100%计提严格，冲回弹性较同行更大。2) 2017 年公司提价速率难以赶上钢材涨价，毛利率承压导致利润增速低于收入。2018 年钢价不复快速增长，而支架价格具备粘性 (部分订单 1.5+万/吨 vs 16Q4 不足 1 万/吨)，毛利率有望迎来修复 (2017 年单季毛利率分别为 20.3%、22.1%、21.3%和 23.9%已逐季回升)，参考 2012-2013 年液压支架 32%-34%毛利率和 9%-10%净利率水平，今年利润弹性可期。

### 汽车板块持续推进，48V 产品前景广阔

公司先后收购亚新科和博世 SG 两块优质资产，在汽车零部件领域完成初步布局，展现公司优秀的战略眼光和执行力。2016 年我国乘用车实际油耗均值 6.43 升/百公里，若要实现 2020 年平均油耗 5 升/百公里目标，或需燃油车节能降耗配合电动车销售才能完成。48V 微混系统较 12V 增添 ECU 控制和转换器，能够相对廉价 (不超过 5000 元) 换来额外 15%-20%节油效果，有望迎来长期发展，市场空间或超 600 亿元，博世 SG 研发、生产、渠道多方面具备强劲竞争力。

### 风险因素

煤价下行；需求低于预期；回款风险；跨国并购整合风险等。

### 建议关注

2018 年更新需求+新建产能有望共同驱动煤机订单延续高景气，坏账计提冲回+毛利率修复有望带来可观业绩弹性。在汽车板块，公司收购亚新科+SG 有望获得全球领先的技术和渠道，48V 微混系统前景广阔，板块内部协同可期，我们看好公司长期投资价值。我们维持其 2018-2020 年 7.3/8.6/9.7 亿元的盈利预测。

资料来源：相关公司、中信证券 风险等级：由低至高分 1 至 5 级

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级 (另有说明的除外)。评级标准为报告发布布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现, 也即: 以报告发布布日后的 6 到 12 个月内的公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中: A 股市场以沪深 300 指数为基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上;
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上;
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上;
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构 (仅就本研究报告免责条款而言, 不含 CLSA group of companies), 统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**香港特区:** 本研究报告在香港由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券经纪”, 受香港证券及期货事务监察委员会监管, 中央编号: AAE879) 分发。

**新加坡:** 本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称“CLSA Singapore”) 分发, 并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”, 请注意, CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求: (1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定; (2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定; 以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**香港特区:** 对于本研究报告所评论的证券及金融工具, 中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司, (i) 有需要披露的财务权益; (ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托; (iii) 有雇员担任高级人员; (iv) 未进行做市活动。

**新加坡:** 监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得, 详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况, 不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息, 请联系 compliance\_hk@clsa.com。

**美国:** 本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA, LLC (下称“CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国:** 本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件, 它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写, 亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布, 该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年 (金融推介) 令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士, 且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验, 请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密, 只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约, 或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断, 可以在不发出通知的情况下做出更改, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定, 但是, 分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议, 中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为 (前述金融机构之客户) 因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权, 任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。