

投资评级 优于大市 维持

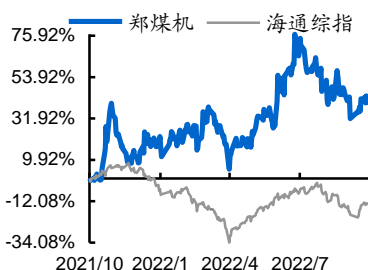
煤机业务稳健增长，资本运作助力转型发展

股票数据

10月26日收盘价(元)	13.85
52周股价波动(元)	9.93-17.81
总股本/流通A股(百万股)	1779/1511
总市值/流通市值(百万元)	24634/24293

相关研究

《拟参与受让洛轴股权，转型战略新兴业务迈开步伐》2022.07.20
 《煤机业务受益行业景气上行，汽配业务经营逐步改善》2022.05.29

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.6	-5.7	-16.4
相对涨幅(%)	4.1	5.3	-2.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:李淼

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@htsec.com

证书:S0850517120001

分析师:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@htsec.com

证书:S0850520090001

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

联系人:朱彤

Tel:(021)23212208

Email:zt14684@htsec.com

投资要点:

- 前三季度归母净利同比+24%，22Q3扣非净利环比-16.9%。**2022年前三季度公司实现营收/归母净利 237.7/19.6 亿元，同比+8.2%/24.4%，扣非净利 16.6 亿元，同比+13.9%，非经主要为资产处置收益 2.1 亿元。Q3 单季，公司归母净利 4.97 亿元，同比/环比+32.6%/-36.5%，扣非净利 4.94 亿元，同比/环比+34.6%/-16.9%。
- 煤机板块稳健增长，22Q3净利率有所下降。**受益煤炭行业持续保持良好发展形势，公司煤机业务订单持续增长，前三季度公司煤机板块收入/净利润 123.3/18.8 亿元，同比+29.2%/9.8%，净利率 15.3%。Q3 单季，公司煤机板块收入达到 44.6 亿元，创历史新高，环比+14.4%，净利润 5.8 亿元，环比减少 1 亿元，降幅 14.8%，我们认为主要原因在于成本及费用上升导致净利率下降。Q3 净利率 13.1%，环比-4.5pct。
- 前三季度亚新科收入同比下滑，SEG折算前收入增加。**前三季度公司汽配板块收入 114.6 亿元，同比-7.9%，其中亚新科收入 27.2 亿元，同比-17.1%，主因是国内商用车市场不景气；SEG 收入 12.5 亿欧元，同比+5.4%，但受汇率波动影响，按汇率折算人民币收入 87.6 亿元，同比-4.4%。前三季度公司汽配板块净利润/归母净利为 1.4/0.96 亿元，同比+164.6%/扭亏为盈，其中 Q3 净利润为-0.76 亿元，环比减少 2 亿元。
- 联合受让洛轴股权，全资子公司增资扩股，公司利用资本运作积极推动转型。**
 - 公司 7 月 20 日公告，拟以郑煤机合伙企业作为投资主体，与河南装备集团（公司关联法人，持股公司 13.67%）等受让方参与受让国宏集团公开挂牌转让的洛轴公司 43.33% 股权，其中郑煤机合伙企业拟受让比例约 16.67%，投资额不超过人民币 4 亿元。2022 年 8 月，已完成交割及工商变更登记。
 - 公司 9 月 7 日公告，拟在全资子公司电控公司以增资扩股的形式实施事业合伙人持股计划，同时引入战略投资者，优化电控公司股权结构，加速推动煤机业务智能化转型。
- 盈利预测和估值。**我们认为，公司煤机业务稳健增长，汽配业务逐渐改善，且利用资本运作积极推动转型，公司长期发展值得期待。我们预计公司 22-24 年归母净利分别为 26.5/31.9/37.8 亿元，对应 EPS 为 1.49/1.80/2.13 元，参考可比公司，给予 2022 年 12~14 倍 PE，对应合理价值区间 17.89~20.87 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**下游零部件需求减少、原材料钢材价格大幅上涨、交易存在一定的不确定性。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	26519	29294	32400	35233	37569
(+/-)YoY(%)	3.1%	10.5%	10.6%	8.7%	6.6%
净利润(百万元)	1239	1948	2653	3194	3781
(+/-)YoY(%)	19.1%	57.2%	36.2%	20.4%	18.4%
全面摊薄EPS(元)	0.70	1.10	1.49	1.80	2.13
毛利率(%)	24.6%	21.9%	23.7%	25.3%	26.2%
净资产收益率(%)	9.5%	13.2%	15.9%	16.9%	17.6%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分业务盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
液压支架及其他煤机设备	收入 (万元)	914357	1097229	1261813	1387995
	YOY	4.68%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	38.07%	38.50%	40.50%	41.00%
汽车零部件	收入 (万元)	1606341	1686658	1770991	1859540
	YOY	7.89%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	16.87%	19.00%	20.00%	21.00%
物料贸易	收入 (万元)	299200	344080	378488	397413
	YOY	36.94%	15.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	2.88%	3.00%	3.00%	3.00%
其他	收入 (万元)	107564	110000	110000	110000
	YOY	53.39%	2.27%	0.00%	0.00%
	毛利率	11.15%	11.82%	11.82%	11.82%
总计	营业总收入 (万元)	2929353	3239967	3523292	3756948
	YOY	10.46%	10.60%	8.74%	6.63%
	毛利率	21.85%	23.66%	25.26%	26.22%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2022E
煤机板块										
600582.SH	天地科技	5.23	0.56	0.67	0.76	9.3	7.8	6.8	4.96	1.05
688078.SH	龙软科技	41.00	1.26	1.89	2.76	32.6	21.7	14.8	8.90	4.61
0631.HK	三一国际	6.70	0.52	0.66	0.83	12.8	10.2	8.1	3.28	2.04
	平均					18.2	13.2	9.9		2.57
汽零板块										
002126.SZ	银轮股份	13.80	0.44	0.66	0.93	31.1	20.9	14.8	5.79	2.38
002708.SZ	光洋股份	6.70	0.01	0.23	0.49	471.8	29.3	13.7	2.93	2.29
601689.SH	拓普集团	71.52	1.56	2.21	2.96	46.0	32.3	24.1	10.89	6.57
	平均					183.0	27.5	17.5		3.75

注: 收盘价为 2022 年 10 月 26 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	29294	32400	35233	37569
每股收益	1.10	1.49	1.80	2.13	营业成本	22885	24727	26327	27714
每股净资产	8.31	9.36	10.61	12.10	毛利率%	21.9%	23.7%	25.3%	26.2%
每股经营现金流	1.66	2.82	2.76	3.24	营业税金及附加	129	130	141	150
每股股利	0.00	0.45	0.54	0.64	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	824	778	846	827
P/E	12.65	9.29	7.71	6.52	营业费用率%	2.8%	2.4%	2.4%	2.2%
P/B	1.67	1.48	1.30	1.14	管理费用	1503	1490	1621	1615
P/S	0.84	0.76	0.70	0.66	管理费用率%	5.1%	4.6%	4.6%	4.3%
EV/EBITDA	6.25	5.54	3.98	2.78	EBIT	2718	3687	4572	5422
股息率%	0.0%	3.2%	3.9%	4.6%	财务费用	218	227	247	264
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
毛利率	21.9%	23.7%	25.3%	26.2%	资产减值损失	-203	-300	-300	-300
净利润率	6.6%	8.2%	9.1%	10.1%	投资收益	281	250	250	250
净资产收益率	13.2%	15.9%	16.9%	17.6%	营业利润	2620	3660	4525	5358
资产回报率	5.3%	6.7%	7.4%	8.1%	营业外收支	3	5	5	5
投资回报率	9.4%	11.4%	12.6%	13.5%	利润总额	2623	3665	4530	5363
盈利增长 (%)					EBITDA	3834	4412	5314	6183
营业收入增长率	10.5%	10.6%	8.7%	6.6%	所得税	553	843	1133	1341
EBIT 增长率	8.2%	35.6%	24.0%	18.6%	有效所得税率%	21.1%	23.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	57.2%	36.2%	20.4%	18.4%	少数股东损益	122	169	204	241
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1948	2653	3194	3781
资产负债率	57.3%	55.4%	53.1%	50.5%					
流动比率	1.80	1.99	2.11	2.25	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.30	1.59	1.72	1.89	货币资金	3701	7459	10645	14514
现金比率	0.26	0.52	0.70	0.92	应收账款及应收票据	6327	8610	8784	8749
经营效率指标					存货	6241	5180	5170	5075
应收账款周转天数	71.47	70.00	65.00	60.00	其它流动资产	9033	7162	7218	7214
存货周转天数	99.54	80.00	75.00	70.00	流动资产合计	25301	28411	31817	35552
总资产周转率	0.80	0.82	0.82	0.81	长期股权投资	259	259	259	259
固定资产周转率	7.85	9.24	10.63	11.91	固定资产	3733	3508	3316	3155
					在建工程	840	1040	1190	1290
					无形资产	1266	1256	1246	1236
					非流动资产合计	11347	11212	11060	10889
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产总计	36648	39623	42877	46440
净利润	1948	2653	3194	3781	短期借款	890	400	300	200
少数股东损益	122	169	204	241	应付票据及应付账款	7477	8468	9160	9795
非现金支出	1335	1025	1042	1061	预收账款	4	65	70	75
非经营收益	-1	15	16	12	其它流动负债	5668	5354	5571	5707
营运资金变动	-448	1147	454	670	流动负债合计	14039	14287	15102	15777
经营活动现金流	2955	5010	4910	5765	长期借款	4633	5133	5133	5133
资产	-874	-645	-645	-645	其它长期负债	2325	2525	2525	2525
投资	-920	0	0	0	非流动负债合计	6958	7658	7658	7658
其他	231	250	250	250	负债总计	20997	21945	22760	23435
投资活动现金流	-1563	-395	-395	-395	实收资本	1779	1779	1779	1779
债权募资	272	210	-100	-100	归属于母公司所有者权益	14795	16653	18888	21535
股权募资	274	0	0	0	少数股东权益	855	1025	1229	1470
其他	-1423	-1066	-1229	-1401	负债和所有者权益合计	36648	39623	42877	46440
融资活动现金流	-877	-856	-1329	-1501					
现金净流量	402	3759	3186	3869					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭行业
王涛 煤炭行业
吴杰 公用事业/煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源, 靖远煤电, 华阳股份, 郑煤机, 兖矿能源, 金能科技, 电投能源, 天地科技, 山西焦煤, 山高环能, 潞安环能, 平煤股份, 中国神华, 陕西煤业, 淮北矿业, 美锦能源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。