

支架赢天下，谋求成套化

——郑煤机（601717）调研简报——

近日，我们对公司进行了实地调研，参观了公司新旧两个厂区，并与公司董秘就公司业务、煤机行业，募投项目和未来发展进行了深入交流。

主要内容：

- **国内煤炭综采液压支架行业的龙头企业。**公司主要产品为煤炭综合采掘设备之一的综采液压支架，为液压支架行业的龙头企业，其中，高端液压支架国内市场占有约为80%，中低端液压支架国内市场占有率为40%。目前，公司液压支架年产能约20万吨，2009年产量达31.56万吨，共生产液压支架11,218架，其中，高端和中低端液压支架产量分别为2926架和8292架。
- **高端液压支架比重提升，盈利能力不断增强。**公司液压支架产品毛利水平不断提升，2010年中期达到30.36%，比上年同期提高7.14个百分点，主要原因在于公司产品结构不断优化，高端液压支架比重不断上升所致。公司高端液压支架产品毛利率约35%，中低端约15%，在募投项目产能释放之前，在现有产能基础上，公司尽可能作高端液压支架，高端支架的比重将继续上升，预计下半年利润水平将好于上半年。
- **谋划煤机成套化，收购兼并直接进入高端。**国内煤机行业成套化发展趋势明确，公司也致力于产品成套化战略的实施，以液压支架产品为基础，通过重组、兼并、收购、自建、战略合作等方式，延伸到采煤机和刮板输送机等产品。由于煤炭综采设备中刮板输送机和液压支架的配套要求最高，且进入壁垒不高，公司有意先在刮板输送机领域试水，于2009年3月成立了长壁公司，主要生产和销售刮板输送机，这块业务收入规模尚小，2010年中报煤机设备这块总计实现收入873.53万元；刮板输送机目前订单约7、8千万，今后还继续增长；公司在新厂区有单独一厂方用于刮板输送机业务，仍处于建设中；公司规划进入高端刮板输送机领域，计划在未来三年内把刮板输送机业务做到国内与张家口煤机、宁夏西北煤机并列的三甲之一，目前，这两家为国内最强的刮板输送机生产企业，年收入规模在30~40亿元。同时，在采煤机领域公司也计划通过收购方式，从外国选择好标的公司，进入高端采煤机领域。另外，公司还在新厂区临近获批300亩新地，也是通过收购方式进入高端洗选设备业务。综合来看，公司在“三机一架”中的液压支架领域具有领先优势，已初入刮板输送机领域，首次发行超募资金超过13亿元，为公司实施成套化战略提供了资金支持，有利于公司通过快速的收购兼并直接完成全套煤机的布局，作为上市公司，后续的融资和兼并收购等资本运作都将更加顺畅，公司有实力在我国煤机成套化领域大施拳脚。不仅如此，公司已上市前完成了管理团队与核心员工的持股，形成了有效的

买入

合理估值 34.75 元-41.70 元

研究员

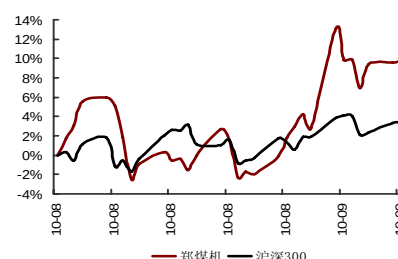
庞琳琳

执业证号：S1250209110200

电话：010-57631198

邮箱：pll@swsc.com.cn

市场表现（100803~100913）



基本资料

总股本（万股）	70,000
流通股（万股）	11,200
当前股价（元）	34.46
52周最高/最低价（元）	35.56/28.21
总市值（亿元）	239.96

主要财务指标（2010Z）

每股净资产	3.33元
毛利率	23.95%
流动比率	1.47倍
速动比率	1.10倍
应收账款周转率	3.14次
资产负债率（合并报表）	63.32%
净资产收益率（加权平均）	26.61%

相关研究

2010/07/15 稳固支架，谋求全套——郑煤机（601717）新股分析报告

激励机制，相较于其他竞争者，管理层更有动力扩大经营规模，提高盈利水平，而实施煤机成套化战略正是公司长期、持续、快速发展的重要途径。

- **募投项目产能释放和收购兼并保障未来几年业绩高增长。**公司首发募投项目进展顺利，厂房已基本建成，设备采购和调试也将于年底前完成，最快明年初将投产，预计 2011 年和 2012 年分别释放规划产能的 30% 和 60%，2013 年实现全部规划产能。公司主要产品液压支架的交货周期一般为 4~8 个月，订单滚动周期半年左右，所以公司今年下半年的收入和利润可以基本确定，下半年将继续保持上半年的增长势头，受益于高毛利产品比重的继续提升，利润水平将好于上半年。公司首发招股书中明确表示，未来三年保持年均 25% 以上的增速，到 2012 年销售收入达到 100 亿元。预计公司 2011 年可实现收入 80~90 亿元，考虑到募投项目明年可释放规划的 30% 产能，以及在液压支架领域可能实施的收购也会带来收入规模的扩大，2011 年收入甚至有可能达到 100 亿元，提前实现“百亿郑煤机”的目标。
- **盈利预测与估值。**基于公司中报业绩情况，募投项目逐步达产带来的业绩增后，以及公司在液压支架领域可能实施的收购兼并（不考虑采煤机等其它领域），我们重新估算公司 2010 年、2011 年和 2012 年可分别实现每股收益分别为 1.39 元、1.88 元和 2.27 元。公司目前股价为 34.46 元，对应 2010 年、2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 24.76 倍、18.31 倍和 15.15 倍，估值水平不高。公司未来三年归属母公司所有者净利润增速超过 35%，谨慎起见，我们给予公司 2010 年动态 PE25~30 倍，则对应股价区间为 34.75~41.70 元，首次给予公司“买入”评级。

表 1：利润预测表

单位：万元

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	372233.57	516028.26	670,836.74	885,504.49	1,089,170.53
营业成本	297,227.34	388,563.35	499773.37	659700.85	816877.90
营业税金及附加	1111.79	2589.96	3366.95	4444.37	5466.58
销售费用	9,377.87	13,874.63	18045.51	23098.25	25050.92
管理费用	20,067.85	30,765.59	33541.84	42504.22	50101.84
财务费用	1283.56	668.69	799.73	(906.30)	(825.71)
资产减值损失	150.96	3,694.77	3000	2000	2000
投资净收益	79.15	114.15	300	300	300
营业利润	43093.35	75985.42	115225.61	157694.75	190799.00
营业外收入	14930.46	1610.24	2500	2000	2000
营业外支出	55.18	273.66	500	500	300
利润总额	57968.63	77322.00	117225.61	159194.75	192499.00
所得税率	15.52%	16.36%	15.60%	16.00%	16.00%
净利润	48971.79	64675.26	98938.41	133723.59	161699.16
少数股东权益	869.32	1,633.86	1500	2000	2500
归属母公司所有者净利润	48102.47	63041.40	97,438.41	131,723.59	159,199.16
总股本（万股）	70000	70000	70000	70000	70000
摊薄每股收益（元）	0.69	0.90	1.39	1.88	2.27

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>