

2011 年 1 月 17 日

郑煤机

煤机行业龙头

A
买入

601717.SS – 人民币 39.08

目标价格: 人民币 45.10(↑40.90)

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(8)	(13)	22	-
相对新华富时 A50 指数 (%)	(9)	(8)	30	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	700
流通股 (%)	16
流通股市值 (人民币 百万)	4,377
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	293
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
河南省国资委	39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以 2011 年 1 月 14 日当地货币收市价为标准
 所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

郑煤机是煤炭综采设备“三机一架”中液压支架子行业龙头, 在业内有五十年的技术积累, 行业龙头地位稳固, 虽然国家在大力进行能源转型, 但预计“十二五”期间煤炭产量年均增速仍不低于 8%, 另一方面小煤矿整合完成后煤矿将进行技改, 这将加大对煤机的需求, 预计未来 3 年支架市场年均增速不低于 20%。从产品结构来看, 公司高端支架目前仍然供不应求, 未来高端支架的比重将进一步上升, 并且推动公司利润快速上升, 总体而言, 我们相信公司未来 3 年的盈利增长比较确定而且发展的领域符合国家未来产业政策的方向。我们将目标价格上调至 45.10 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 目前国家出台的煤炭相关政策主要集中在提升煤炭开采机械化程度、促进煤炭机械行业需求增长。未来煤炭行业将重点建设发展大中型煤矿, 并通过实施资源整合与关闭淘汰, 将小型煤矿整合改造为大中型煤矿。
- 郑煤机生产的液压支架性能基本达到进口产品的水平, 但价格不到进口设备的 1/2。优越的性价比使公司液压支架在国内外市场处于竞争优势地位。
- 随着高端液压支架不断实现进口替代以及出口市场带动下公司将保持高速增长, 我们预计郑煤机 2009-2012 年盈利的复合增长率将达到 38.9%。

评级面临的主要风险

- 从长期来看, 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综采设备行业面临一定的市场风险。

估值

- 基于 2011 年 22 倍市盈率, 我们将郑煤机的目标价格从 40.90 元提升至 45.10 元人民币, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	3,722	5,160	6,310	8,670	10,607
变动(%)	58	39	22	37	22
净利润(人民币百万)	481	630	976	1,433	1,690
全面摊薄每股收益(人民币)	0.86	1.13	1.39	2.05	2.41
变动(%)	136	31	24	47	18
市盈率(倍)	45.5	34.7	28.0	19.1	16.2
每股现金流量(人民币)	0.67	0.97	1.21	1.39	1.63
价格/每股现金流量(倍)	58.4	40.5	32.4	28.2	23.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.5	25.4	19.1	13.1	10.7
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.21	0.31	0.36
股息率(%)	0.0	0.0	0.5	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

行业需求强劲。未来我国煤炭行业将重点建设发展大中型煤矿，并通过实施资源整合与关闭淘汰，将小型煤矿整合改造为大中型煤矿；此外，政府将继续大幅提高煤矿采掘机械化程度，这些因素都将加大对煤机的需求。此外，根据中国煤炭机械工业协会的预测，2010 年，高端液压支架市场年需求量约 9,000 架，达 55 亿元，2012 年以后，高端液压支架市场的年需求量将达 12,000 架、85 亿元以上。高端化已成为液压支架行业的发展方向。高端液压支架的售价和毛利率比普通支架高很多。

行业地位显著。郑煤机是煤炭综采设备“三机一架”中液压支架子行业龙头，在业内有五十年的技术积累，行业龙头地位稳固，公司液压支架产量和销量均为世界第一，2006-2008 年公司国内液压支架市场平均占有率为 25%，居行业首位，其中在高端液压支架公司市场份额超过 90%，占据绝对市场优势。虽然国家在大力进行能源转型，但预计“十二五”期间煤炭产量增速仍不低于 8%，另一方面煤矿整合完成后小煤矿将进行技改，对综采设备需求旺盛，预计支架市场未来增速不低于 20%。公司的整体市场占有率达 25%，中高端市场占有率分别达 60%和 90%。从未来盈利来看，公司高端支架目前仍然供不应求，未来高端支架的比重将进一步上升，并且推动公司利润快速上升，总体来看公司未来 3 年的盈利增长确定而且发展的领域符合国家未来产业政策的方向。

募集资金项目进展顺利。目前郑煤机订单饱满，产能早已达到极限，公司募投项目为中高端支架产线建设，设计产能达 6,000 架，投产后规模将是现有产能的一倍。公司已提前投入进行募投项目建设，新厂区厂房已完工，正在进行设备安装调试阶段，部分生产线逐渐开始运行，预计 2011 年所有项目可以达产，2011 年下半年可以贡献一定规模的利润，2012 年可以贡献收入 40 亿元以上。

估值。我们预测公司 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 1.39 元、2.05 元和 2.41 元。基于 2011 年 22 倍市盈率，我们将郑煤机的目标价格从 40.90 元提升至 45.10 元人民币，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,722	5,160	6,310	8,670	10,607
销售成本	(2,972)	(3,886)	(4,615)	(6,287)	(7,703)
经营费用	(270)	(437)	(410)	(500)	(639)
息税折旧前利润	480	838	1,285	1,884	2,266
折旧及摊销	(36)	(36)	(116)	(189)	(232)
经营利润(息税前利润)	444	802	1,169	1,695	2,034
净利息收入/(费用)	(13)	(7)	(15)	3	3
其他收益/(损失)	148	(22)	24	32	3
税前利润	580	773	1,178	1,730	2,040
所得税	(90)	(126)	(177)	(259)	(306)
少数股东权益	(9)	(16)	(25)	(37)	(44)
净利润	481	630	976	1,433	1,690
核心净利润	357	650	956	1,406	1,688
每股收益(人民币)	0.859	1.126	1.394	2.047	2.414
核心每股收益(人民币)	0.637	1.161	1.366	2.009	2.411
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.209	0.307	0.362
收入增长(%)	58	39	22	37	22
息税前利润增长(%)	20	81	46	45	20
息税折旧前利润增长(%)	21	74	53	47	20
每股收益增长(%)	(66)	31	24	47	18
核心每股收益增长(%)	(76)	82	18	47	20

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	720	1,007	3,441	3,464	3,862
应收帐款	945	1,604	1,959	2,689	3,286
库存	1,380	1,075	1,330	1,878	2,499
其他流动资产	406	458	497	586	662
流动资产总计	3,450	4,144	7,227	8,617	10,309
固定资产	249	387	1,487	2,182	2,455
无形资产	6	164	282	276	269
其他长期资产	32	57	43	47	50
长期资产总计	287	609	1,813	2,504	2,774
总资产	3,737	4,753	9,040	11,121	13,083
应付帐款	2,368	2,489	2,780	3,339	3,722
短期债务	145	100	290	445	563
其他流动负债	257	234	291	384	426
流动负债总计	2,770	2,823	3,361	4,168	4,711
长期借款	50	273	223	173	73
其他长期负债	16	97	95	95	95
股本	560	560	700	700	700
储备	316	936	4,572	5,859	7,334
股东权益	876	1,496	5,272	6,559	8,034
少数股东权益	25	64	89	126	170
总负债及权益	3,737	4,753	9,040	11,121	13,083
每股帐面价值(人民币)	1.56	2.67	7.53	9.37	11.48
每股有形资产(人民币)	1.55	2.38	7.13	8.98	11.09
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.94)	(1.13)	(4.18)	(4.07)	(4.61)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	580	773	1,178	1,730	2,040
折旧与摊销	36	36	116	189	232
净利息费用	13	7	15	(3)	(3)
运营资本变动	(169)	(195)	(307)	(718)	(872)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(85)	(79)	(156)	(227)	(254)
经营活动产生的现金流	375	541	846	971	1,142
购买固定资产净值	(95)	(238)	(1,354)	(910)	(550)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(15)	25	17	0	0
投资活动产生的现金流	(109)	(213)	(1,337)	(910)	(550)
净增权益	1	1	2,800	0	0
净增债务	217	(3)	140	105	18
支付股息	0	0	0	(146)	(215)
其他融资现金流	(12)	(39)	(15)	3	3
融资活动产生的现金流	206	(41)	2,925	(38)	(194)
现金变动	472	287	2,434	23	398
期初现金	254	720	1,007	3,441	3,464
公司自由现金流	260	329	(482)	93	625
权益自由现金流	463	308	(366)	169	613

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.9	16.2	20.4	21.7	21.4
息税前利润率(%)	11.9	15.5	18.5	19.5	19.2
税前利润率(%)	15.6	15.0	18.7	20.0	19.2
净利率(%)	12.9	12.2	15.5	16.5	15.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.5	2.2	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	32.3	45.8	48.7	58.8	69.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.1	1.8	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	45.5	34.7	28.0	19.1	16.2
核心业务市盈率(倍)	61.4	33.7	28.6	19.5	16.2
目标价对应核心业务	65.0	35.6	30.3	20.6	17.2
市盈率(倍)					
市净率(倍)	25.0	14.6	5.2	4.2	3.4
价格/现金流(倍)	58.4	40.5	32.4	28.2	23.9
企业价值/息税折旧前	44.5	25.4	19.1	13.1	10.7
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	147.1	115.3	95.1	93.1	103.7
应收帐款周转天数	81.6	90.1	103.0	97.8	102.8
应付帐款周转天数	192.6	171.8	152.4	128.8	121.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	75.7	53.2	28.8	24.2	23.2
资产收益率(%)	12.1	15.8	14.4	14.3	14.3
已运用资本收益率(%)	55.7	53.7	30.2	26.2	25.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性、包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371