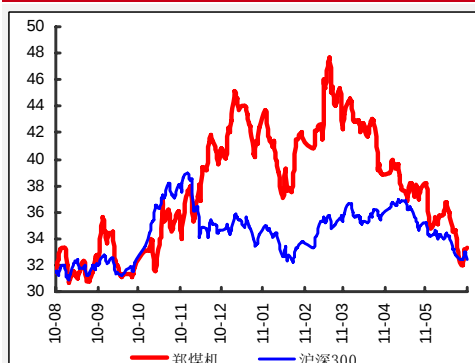




郑煤机(601717)：退潮之后 安全边际已现

近一年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本(百万股)	700
实际流通A股(百万股)	140
实际流通A股市值(亿元)	46.6

重要财务指标

单位: 百万

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6752	8146	9958	12313
收入同比(%)	31%	21%	22%	24%
归属母公司净利润	883	1227	1626	2117
净利润同比(%)	40%	39%	32%	30%
毛利率(%)	24.7%	25.4%	26.2%	26.9%
ROE(%)	17.7%	19.7%	20.7%	21.2%
每股收益(元)	1.26	1.75	2.32	3.02
P/E	26.42	19.00	14.34	11.01
P/B	4.67	3.75	2.97	2.34
EV/EBITDA	18	14	10	8

研究员 章琪

投资咨询证书号 S0620511050001

电话 (025) 83367888-3205

邮箱 qzhang@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级： 推荐

➤ 高端液压支架基地已迎来接单能力和成本效率的提升

我们预计11年新区产能投产30%，新老厂区全部产能达到年初目标45万吨。12年释放60%的产能，13年全部达产后将达到140亿产值，较目前产能翻番。新厂区目前已开始设备搬迁进入，新产能的释放将极大的提升公司接单能力。公司4月份单月就获得了7亿元订单，预计全年订单有望恢复增长。公司和伊泰集团的战略合作也将带来优先订购权和价格上的良好效果。

从以往看，公司客户主要为内蒙地区、神华和淮南煤矿以及钢铁，电力的自有煤矿，山西的市场郑煤机不多。郑煤机和大同煤炭、平阳重工合作成立的合资公司将使公司逐步打开山西市场，我们预计11年和大同煤炭集团的订单有望超过18亿元。由于11年后山西煤矿将开始进入改造和订货期的高峰，且普遍不允许个人参股以及民营资本进入煤机合资公司，我们认为郑煤机在山西市场的逐步深耕将带来较大收益。

此外，新厂区正在建设280台焊接机械手，随着12年下半年机械手全面投产，我们预计单此一项就可节省7000多万元人工成本，并进一步提升生产效率。

➤ 11年公司盈利能力将保持平稳

公司1季度液压支架毛利率提升，主要是通过和钢厂直供价采购，和钢铁厂签订联合开发协议等形式，对钢材等成本的压缩。据了解，4月河北钢铁集团7000吨高强板已经开始直供。我们认为和钢铁厂的合作是郑煤机在成本上领先于其他中小民营企业的巨大优势。

电液系统占整个支架成本的10-15%，目前我国电液系统主要依靠进口，以及合资公司天地玛珂大约占有40%的市场。郑煤机10年推广了350套自产

电液系统用于淮南、永煤等7个工作面。并利用超募资金建设6000套电液控制项目，我们认为随着未来自产率的逐步提升，将有效抵御支架降价带来的影响。

我们预计公司11年高端液压支架毛利率达到35%以上，低端液压支架维持至少20%以上的毛利率，11年中低端支架和高端支架比例基本变化不大，支架产品整体毛利率维持10年30%左右的水平。由于11-12年后以大型支架为主的募投产能逐步释放，高端支架产值占比有望接近50%，届时将进一步提升公司的整体盈利能力。

➤ 液压支架行业快速发展支撑公司长期实现较高增长与高市值

根据煤炭机械协会数据，2003-2009年掘进机、液压支架、采煤机及刮板输送机产量复合增长率分别为38.8%、32.1%、17.9%和3.4%，我们认为煤矿井大型化（大断面和长工作面）和技术变迁（替换液压支柱和电控自动化）是导致液压支架增速高于其他设备的主要因素，在我国煤矿“关小、改中、建大”等政策性因素推动下，我们认为液压支架尤其是对龙头公司高端支架的需求呈现加大趋势。根据协会预测，2011-2013年液压支架增长率分别为21%、20.8%和22.5%，高端支架的需求增速超过40%。

另一方面，由于综采机械的行业特点，液压支架产值相当于综采装备全部总产值的47%，是最大的细分子行业。2008年，液压支架全行业总产值达到125亿元，2013年总产值将达到300亿元，这是其他煤炭装备子行业所不具备的。我们认为产值空间大决定了郑煤机的市值在理论上具有较强的延展性。大的细分子行业与龙头地位将拓展郑煤机享有大市值的空间。

我们认为相对旺盛的行业需求，使得产能过剩问题对企业利润的影响在3-4年后才能显现。目前行业内产能扩产并没想象中快速，郑州四维，平顶山煤机的新投产能要到12年底至13年才能释放。民营企业的快速扩张则一定程度上受制于资金压力。我们认为在寡头竞争的液压支架子行业态势中，郑煤机凭借规模效益、优质大型客户渠道、支架选型配套、设计工艺、材料成本等领先优势，仍能继续最大限度的分享行业稳健成长。

➤ 刮板机运输机和配件服务起步

公司4月向国电补连沟煤矿交货了一套国内最大的刮板运输机，中部拱宽1.25米。而采煤机有望在2-3年内寻找高端国内外厂商合作切入。同时，公司成立了速达配件公司专门进行机修和配件服务，预计11年4月份募投项目投产后，会腾出一个地方做基地，并在山西和内蒙地区复制推广2-3家煤机的4S店，未来将给予煤矿提供标准化的营销和配件服务。我们预计11年刮板运输机和配件收入达到2亿元。

盈利预测和投资建议

郑煤机作为大型国企，在市场灵活性和拓展全产业链成套化方面，相对民营企业处于更加稳健的态势，公司多年来深耕于液压支架这一大产值子行业，龙头地位应有助于拓展公司市值的空间。我们预计郑煤机2011-2012年归属于母公司净利润为12.27亿元，16.62亿元和21.17亿元，每股收益EPS分别为1.75元、2.32元和3.02元，对应三年复合增长率达到34%。经历前期超越大盘的较大跌幅后，我们认为公司作为煤机龙头，估值已处于同行业最低，投资价值的安全边际已然显现，公司至少应享有11年22倍PE估值水平，目标价38.5元。给予推荐。

图1 营业收入及净利润增长预测

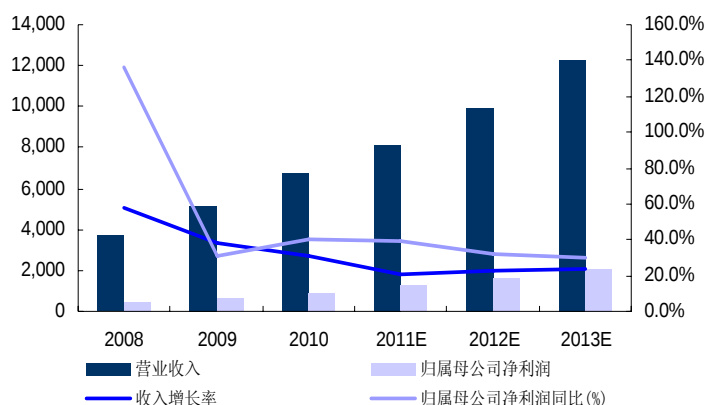


图2 费用率预测

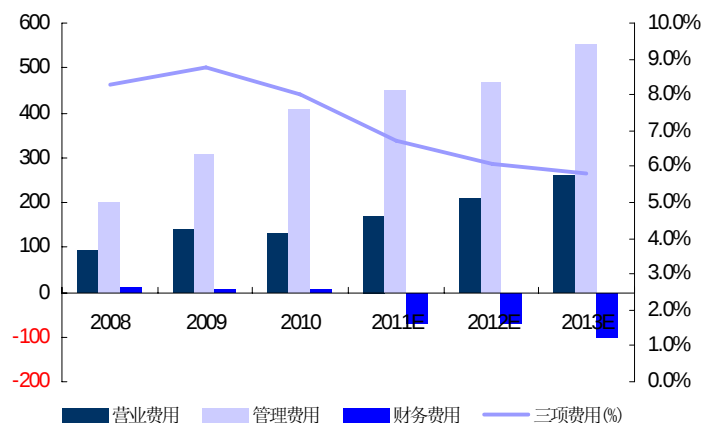


表2 可比公司估值水平比较

		收盘价		PE			EPS		
		2011-6-2	市值(亿元)	10A	11E	12E	10A	11E	12E
600582	天地科技	21.950	222.05	26.13	21.31	16.76	0.84	1.03	1.31
601106	中国一重	4.630	302.71	38.58	28.94	22.05	0.12	0.16	0.21
601268	二重重装	9.520	160.89	56.00	45.33	25.73	0.17	0.21	0.37
600169	太原重工	18.590	150.20	22.95	17.78	13.47	0.81	1.05	1.38
601369	陕鼓动力	12.120	198.62	19.87	25.27	20.93	0.61	0.48	0.58
002430	杭氧股份	18.400	110.68	20.91	22.44	17.11	0.88	0.82	1.08
	均值			32.36	25.12	19.40			
600582	天地科技	21.950	222.05	26.13	21.31	16.76	0.84	1.03	1.31
002535	林州重机	15.020	61.52	22.42	26.35	15.48	0.67	0.57	0.97
002526	山东矿机	21.800	58.21	42.75	27.25	16.15	0.51	0.80	1.35
300099	尤洛卡	33.050	34.16	21.89	29.51	21.60	1.51	1.12	1.53
	均值			28.30	26.11	17.50			
601717	郑煤机	33.310	233.17	26.44	19.03	14.36	1.26	1.75	2.32

资料来源：WIND一致预期，南京证券研究所预测

请仔细阅读本报告尾部的重要法律声明

表1 分业务盈利预测

营业收入预测（百万元）		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
液压支架	营业收入	1998.77	2938.58	3921.99	4593.39	5971.41	7762.83	10091.68
	增速		47.02%	33.47%	17.12%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	22.79%	17.02%	25.19%	30.26%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	1543.33	2438.53	2934.22	3203.23	4179.98	5433.98	7064.17
外协件	营业收入	42.31	144.14	187.6	190.72	190.72	190.72	190.72
	增速		240.68%	30.15%	1.66%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	26.90%	18.83%	16.06%	28.96%	28.00%	28.00%	28.00%
	营业成本	30.93	117.00	157.48	135.49	137.32	137.32	137.32
钢材	营业收入				977.00	977.00	977.00	977.00
	增速					0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率				3.43%	3.50%	3.50%	3.50%
	营业成本				943.52	942.81	942.81	942.81
煤机设备	营业收入				52.51	68.26	88.74	115.36
	增速					30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率				19.02%	20.00%	20.00%	20.00%
	营业成本				42.52	54.61	70.99	92.29
其他	营业收入		639.62	1050.69	938.48	938.48	938.48	938.48
	增速			64.27%	-10.68%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率		34.84%	24.44%	19.01%	19.00%	19.00%	19.00%
	营业成本		416.74	793.93	760.11	760.17	760.17	760.17
合计	营业收入	2041.08	3722.34	5160.28	6752.10	8145.87	9957.77	12313.24
	增速		82.37%	38.63%	30.85%	20.64%	22.24%	23.65%
	毛利率	22.87%	20.15%	24.70%	24.69%	25.42%	26.24%	26.93%
	营业成本	1574.26	2972.27	3885.63	5084.87	6074.89	7345.27	8996.76

资料来源：南京证券研究所预测

表3 财务预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7578	8852	11105	14690	营业收入	6752	8146	9958	12313
现金	4029	4277	5540	7838	营业成本	5085	6075	7345	8997
应收账款	1599	1643	2009	2484	营业税金及附加	33	41	50	62
其他应收款	48	81	100	123	营业费用	132	171	209	259
预付账款	235	334	404	495	管理费用	406	448	468	554
存货	1230	1701	2057	2519	财务费用	5	-72	-72	-100
其他流动资产	437	815	996	1231	资产减值损失	59	45	45	45
非流动资产	1449	2349	2801	2678	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	17	17	17	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	455	1512	2240	2255	营业利润	1042	1438	1912	2497
无形资产	226	226	226	226	营业外收入	30	29	29	29
其他非流动资产	734	594	318	180	营业外支出	7	6	6	6

请仔细阅读本报告尾部的重要法律声明

资产总计	9027	11200	13906	17368	利润总额	1064	1461	1935	2520
流动负债	3656	4398	5260	6379	所得税	172	219	290	378
短期借款	10	200	200	200	净利润	893	1242	1645	2142
应付账款	946	1002	1212	1484	少数股东损益	10	15	19	25
其他流动负债	2700	3196	3848	4695	归属母公司净利润	883	1227	1626	2117
非流动负债	230	420	620	820	EBITDA	1095	1417	1939	2520
长期借款	123	323	523	723	EPS (元)	1.26	1.75	2.32	3.02
其他非流动负债	107	97	97	97					
负债合计	3887	4818	5880	7199	主要财务比率				
少数股东权益	145	160	179	204	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	700	700	700	700	成长能力				
资本公积	2588	2588	2588	2588	营业收入	30.8%	20.6%	22.2%	23.7%
留存收益	1707	2934	4560	6677	营业利润	37.1%	38.0%	33.0%	30.6%
归属母公司股东权益	4995	6222	7848	9965	归属于母公司净利润	40.0%	39.0%	32.5%	30.2%
负债和股东权益	9027	11200	13906	17368	获利能力				
					毛利率(%)	24.7%	25.4%	26.2%	26.9%
现金流量表				单位: 百万元	净利率(%)	13.1%	15.1%	16.3%	17.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	17.7%	19.7%	20.7%	21.2%
经营活动现金流	860	840	1543	1997	ROIC(%)	70.5%	45.1%	49.6%	63.7%
净利润	893	1242	1645	2142	偿债能力				
折旧摊销	48	51	99	123	资产负债率(%)	43.1%	43.0%	42.3%	41.5%
财务费用	5	-72	-72	-100	净负债比率(%)	4.71%	10.85%	12.30%	12.82%
投资损失	-9	0	0	0	流动比率	2.07	2.01	2.11	2.30
营运资金变动	-127	-373	-162	-211	速动比率	1.73	1.63	1.72	1.91
其他经营现金流	51	-8	33	43	营运能力				
投资活动现金流	-546	-965	-551	0	总资产周转率	0.98	0.81	0.79	0.79
资本支出	557	1051	551	0	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	0	-16	0	0	应付账款周转率	6.45	6.23	6.63	6.67
其他投资现金流	11	70	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2316	373	272	300	每股收益(最新摊薄)	1.26	1.75	2.32	3.02
短期借款	-90	190	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.20	2.20	2.85
长期借款	-150	200	200	200	每股净资产(最新摊薄)	7.14	8.89	11.21	14.24
普通股增加	140	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2560	0	0	0	P/E	26.42	19.00	14.34	11.01
其他筹资现金流	-145	-17	72	100	P/B	4.67	3.75	2.97	2.34
现金净增加额	2629	248	1263	2297	EV/EBITDA	18	14	10	8

资料来源：南京证券研究所预测

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。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。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。