

山东矿机(002526)中报点评

产业链延伸规避行业风险，产品线扩张创造外延式价值
专用机械

谨慎推荐

首次评级

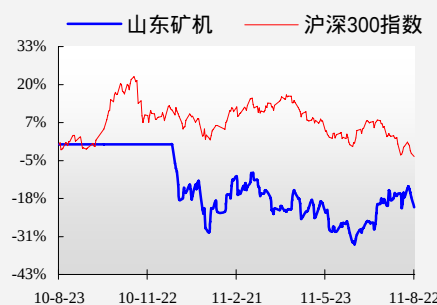
发布时间：2011 年 8 月 25 日

- **刮板输送机快速增长，业绩表现符合预期。**2011 年上半年，公司收入 8.0 亿元(yoy31%)，归属于母公司净利润 0.72 亿元(yoy31%)，每股收益 0.27 元，符合预期。主打产品刮板输送机收入快速增长，受原材料价格上涨影响，综合毛利率同比下降 2 个百分点。
- **与顶尖救生舱研发团队合作，快速抢占煤矿避险装备市场。**国务院《通知》，明确要求 2013 年前所有煤矿都要安装避险设施，救生舱市场规模有 900 - 1200 亿元。子公司山东矿安避险装备公司 2012 年可以批量生产救生舱，2012、2013 年贡献 EPS0.08、0.16 元。
- **收购下游煤矿，降低矿机行业风险。**2011 年 5 月，公司斥资 3.62 亿元收购内蒙古准格尔旗柏树坡一小型煤矿 51%的股权。开采储量 2287 万吨。预计 2012 年二季度开始产煤，2012 - 2014 年产煤量为 90、120、150 万吨/年，贡献 EPS0.17、0.24、0.32 元。按 2012 年煤炭板块 13X 估值，煤炭业务对应股价 2.21 元。
- **增资上游电控系统研发公司，摆脱受制于人的被动局面。**2011 年 6 月，公司增资成都力拓电控技术有限公司，未来将减少向竞争对手天地科技的子公司天地玛珂电液控制系统有限公司的采购量，摆脱核心零配件受制于人的被动局面。
- **成立服务公司，创造外延式价值。**2011 年 8 月，公司成立榆林市天宁矿业服务有限公司，转型为生产和服务供应商，提供煤炭开采整套解决方案、建立示范基地、样板工程以及工程总包。榆林地理位置优越，有利于公司直接为产煤区提供服务，创造外延式价值。
- **风险提示：**下游煤炭行业景气度下降。
- **估值与评级：**2011-2013 年 EPS 分别为 0.64、1.03、1.22 元，扣除煤矿开采对应的 2.21 元股价，当前股价为 22.20 元，对应估值分别为 35、22、18 倍，从 2012 年估值水平看，股价基本合理。不排除救生舱业务和服务业务存在业绩超预期可能，首次给予“谨慎推荐”评级。

业绩预测：

	主营业收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	131,731	24.7%	13,598	82.7%	0.51	7%	47.9	
2011E	169,199	25.5%	17,066	25.5%	0.64	9%	38.1	
2012E	233,911	38.2%	27,472	61.0%	1.03	12%	23.7	
2013E	266,085	13.8%	32,626	18.8%	1.22	13%	20.0	

走势图



市场数据

2011-8-24

收盘价：	24.41 元
52 周最高价：	31.20 元
52 周最低价：	20.25 元
平均持仓成本：	24.76 元

基本数据

2011Q2

总股本(万股)：	26,700
流通 A 股(万股)：	26,700
每股收益(元)：	0.27
每股净资产(元)：	6.86
每股经营现金流(元)：	(1.04)
市净率：	3.56

分析师：周思立 联系人：黄海培
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-233

FAX: (8621)6337 3209

Email: huanghaipei@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2011 上半年 EPS0.27 元，符合预期

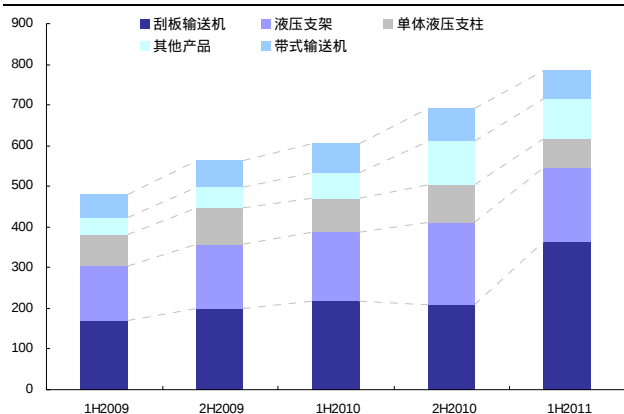
刮板输送机收入快速增长

2011 年上半年，公司收入 8.0 亿元 (yoy31%)，归属于母公司净利润 0.72 亿元 (yoy31%)，每股收益 0.27 元，基本符合预期。

各类产品中，主打产品刮板输送机增长收入增长 65%，受原材料价格上涨影响，毛利率同比下降 3 个百分点。低端的单体液压支柱收入和毛利率下降明显，该业务正在逐步外包出去，公司生产重心将转移到高端综采设备（重型刮板输送机、液压支架等）。

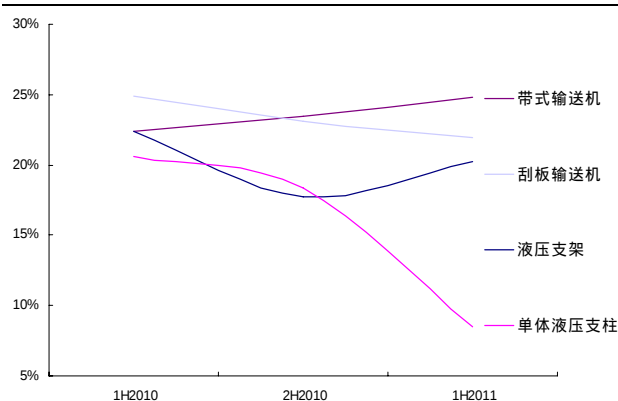
2011 年上半年，占成本比例超过 60%的钢材价格上涨，综合毛利率下降 2 个百分点，由去年同期的 23.5%下降至 21.5%。销售费用率高于去年同期，主要受到销售运费上涨的影响，同比略涨 0.5 个百分点。

图 1：半年度各产品收入（百万元）



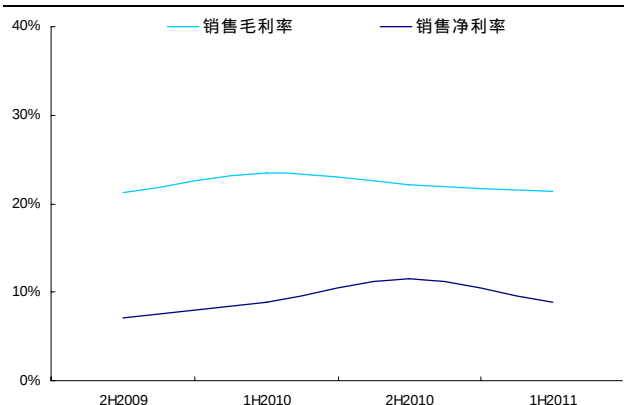
资料来源：公司公告，东北证券

图 2：半年度各产品毛利率（%）



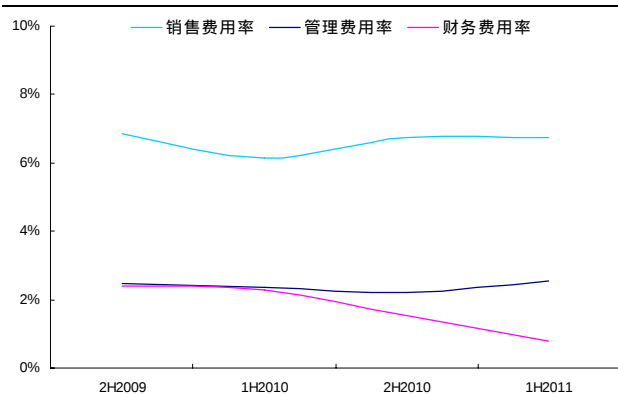
资料来源：公司公告，东北证券

图 3：半年度综合毛利率和净利率（%）



资料来源：公司公告，东北证券

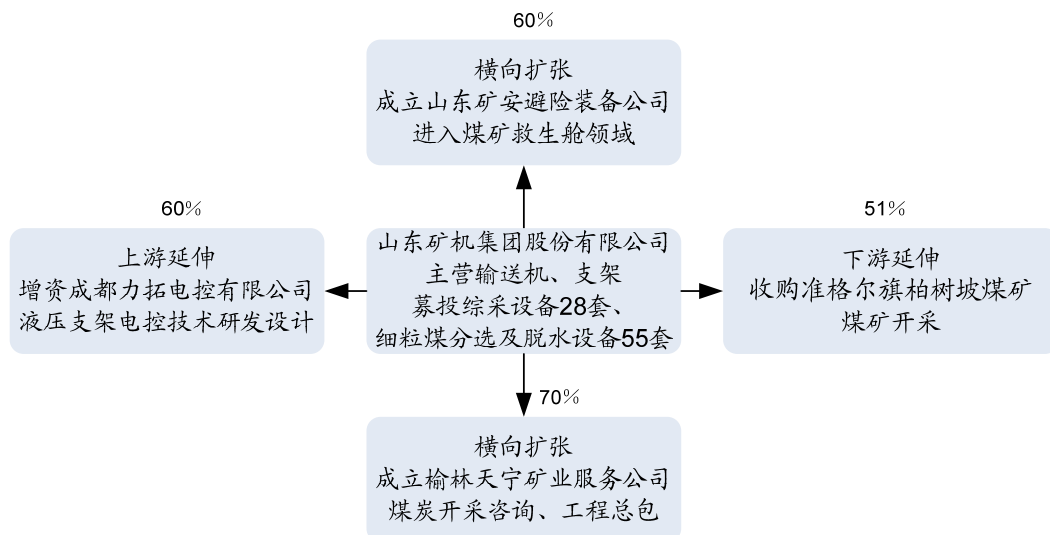
图 4：半年度三项费用率（%）



资料来源：公司公告，东北证券

业务立体化扩张

图 5：业务扩张示意图（股权占比%）



资料来源：公司公告，东北证券

与顶尖救生舱研发团队合作，快速抢占煤矿避险装备市场

2010 年 7，国务院下发《国务院进一步加强企业安全生产工作的通知》，明确要求 2013 年前所有煤矿都要安装避险设施（移动式救生舱、永久避难硐室和临时避难硐室三种）。目前全国具有煤炭采矿许可证煤矿约有 1.4 万座，矿工 600 万人，假设同时在井下最多有 20 万人，以 80 万元一台 KJSD-I 型救生舱可以救援 4 人计算，每人相应救生舱投入 15-20 万元，救生舱市场规模有 300 - 400 亿元。

矿机企业自然不能错过如此良机，诸多煤炭企业也蠢蠢欲动，山西潞安、中煤、龙煤、新汶矿业麾下的机械制造企业，纷纷宣布进军该行业。

2011 年 4 月，公司投资成立了山东矿安避险装备公司，占 60% 股权。合作方金龙哲教授是中国最早开始研发救生舱的科研团队带头人，金龙哲研发团队持有 40% 股权。预期 2012 年能够批量生产救生舱。

表 1：救生舱业绩贡献估算（台、万元、%、元）

	2012	2013
I 型救生舱（台）--A	40	80
II 型救生舱（台）--B	60	120
I 型救生舱单价（万元）--C	80	80
II 型救生舱单价（万元）--D	190	190
总收入（万元）--E=A×C + B×D	14600	29200
假设净利率 15%（公告中，利润总额率 20%）		
净利润（万元）--F=E×15%	2190	4380
贡献 EPS--F/26700	0.08	0.16

资料来源：公司资料，东北证券

假设产能 80 台 I 型救生舱，80 万元/台，120 台 II 型救生舱 190 万元/台，2012 年达产 50%，2013 年全面达产，利润总额率 20%，净利润率 15%，2012、2013 年贡献 EPS0.08、0.16 元。

收购下游煤矿，降低矿机行业风险

2011 年 5 月，公司斥资 3.62 亿元收购内蒙古准格尔旗柏树坡一小型煤矿 51% 的股权。该煤矿设计开采储量 2287 万吨，可开采年限 14.7 年。据抽样数据显示，发热量均值为 6000 千卡高热量煤炭，将主要用于动力煤。矿井整合后，预期 2012 年一季度技改完成，初期产量 120 万吨/年，稳定期可达 150 万吨/年。

目前内蒙古东胜煤田原煤坑口价 460 元/吨，假设净利率 22%，吨煤净利润可达 100 元/吨。预计 2012 年二季度开始产煤，2012 - 2014 年产煤量为 90、120、150 万吨/年，贡献 EPS0.17、0.24、0.32 元。按 2012 年煤炭板块 13X 估值，煤炭业务对应股价 2.21 元。

图 6：内蒙古东胜煤田原煤坑口价（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，东北证券

表 2：公司煤矿业务估值计算（亿元，元）

	2012	2013	2014
产量 (万吨) --A	90	120	150
单价 (元/吨)	450	475	500
总收入 (亿元)	4	6	8
假设净利率 22%			
吨净利润 (元/吨) --B	99	105	110
总利润 (亿元) --C=A×B/10000	0.9	1.3	1.7
权益利润 (亿元) --D=C×51%	0.45	0.64	0.84
贡献 EPS (元) --D/2.67	0.17	0.24	0.32
PE (煤炭板块 2012 年估值水平)	13		
对应股价 (元) --EPS×PE	2.21		

资料来源：公司公告，东北证券

增资上游电控系统研发公司，摆脱受制于人的被动局面

2011 年 6 月，公司增资成都力拓电控技术有限公司，获得 60% 股权。该公司在煤矿机电设备电液控制的研发和设计领域处于国内领先水平。

电控系统是煤矿机械的神经系统，牵一发而动全身，此前公司电液控制系统大部分向竞争对手——天地科技的控股子公司天地玛珂电液控制系统有限公司采购，缺乏议价能力。关键零配件自主化生产后，将有效提升公司整体毛利率水平。

成立服务公司，创造外延式价值

2011 年 8 月，公司成立榆林市天宁矿业服务有限公司，占 70% 股权。未来三年，公司将转型为生产和服务供应商，通过包括提供煤炭开采整套解决方案、建立示范基地、样板工程以及工程总包等方式，创造外延式价值。

从区域上看，榆林处于我国煤矿产区腹地，地理位置优越，有利于公司直接为产煤区提供服务，弥补公司主要生产基地远离煤矿产区的不足。

募投项目进展顺利

截至 2011 年 6 月，综采成套设备项目计划投资额 3.1 亿，已累计投入 1.1 亿，完成 33%；细粒煤分选及脱水设备项目计划投资 2.2 亿，已累计投入 0.24 亿，完成 11%，预计 2012 年开始部分投产。

表 3：救生舱业绩贡献估算（%、套、万元、亿元、元）

	2012	2013	2014
预计达产比例	60%	80%	100%
综采成套设备 28 套	17	22	28
细粒煤分选及脱水设备 55 套	33	44	55
综采成套设备均价（万元）	2100		
细粒煤分选及脱水设备均价（万元）	590		
总收入（亿元）--A	5.52	7.22	9.13
假设净利率 20%（利润总额率 29-31%）			
净利润（亿元）--B=A×20%	1.10	1.44	1.83
贡献 EPS--B/2.67	0.41	0.54	0.68

资料来源：公司资料，东北证券

注：按 2012-2014 分别达产 60%、80%、100%，贡献 EPS0.41、0.54、0.68 元。

首次给予“谨慎推荐”评级

2011-2013 年 EPS 分别为 0.64、1.03、1.22 元，同比分别增长 26%、61%、19%。扣除煤矿开采对应的 2.21 元股价，当前股价为 22.20 元，对应估值分别为 35、22、18 倍，从 2012 年估值水平看，股价基本合理。但不排除救生舱业务和服务业务存在业绩超预期可能，首次给予“谨慎推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	1409	1332	1191	1218	营业收入	1317	1692	2339	2661
应收款项	442	518	701	782	营业成本	1017	1341	1802	2036
存货净额	537	708	938	1045	营业税金及附加	5	5	7	8
其他流动资产	36	69	96	109	销售费用	85	108	148	165
流动资产合计	2424	2626	2926	3153	管理费用	30	43	57	63
固定资产	347	695	937	1164	财务费用	25	2	8	11
无形资产及其他	58	52	46	41	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(6)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	12	12	12	12	其他收入	0	6	6	6
资产总计	2845	3389	3926	4374	营业利润	151	198	322	384
短期借款及交易性金融负债	331	500	510	520	营业外净收支	12	6	6	7
应付款项	397	507	679	764	利润总额	163	204	329	390
其他流动负债	183	281	373	415	所得税费用	25	31	49	59
流动负债合计	911	1288	1562	1700	少数股东损益	2	3	5	5
长期借款及应付债券	80	90	101	113	归属于母公司净利润	136	171	275	326
其他长期负债	6	6	6	6					
长期负债合计	86	96	107	120	现金流量表（百万元）				
负债合计	997	1384	1670	1819	2010	2011E	2012E	2013E	
少数股东权益	9	11	16	20	净利润	136	171	275	326
股东权益	1840	1993	2240	2534	资产减值准备	2	21	10	10
负债和股东权益总计	2845	3389	3926	4374	折旧摊销	33	37	54	69
					公允价值变动损失	6	1	1	1
					财务费用	25	2	8	11
					营运资本变动	(133)	(50)	(167)	(63)
					其它	(0)	(18)	(5)	(5)
					经营活动现金流	44	161	166	337
					资本开支	(61)	(400)	(300)	(300)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(51)	(400)	(300)	(300)
					权益性融资	1259	0	0	0
					负债净变化	(14)	10	11	12
					支付股利、利息	(34)	(17)	(27)	(33)
					其它融资现金流	95	169	10	10
					融资活动现金流	1258	162	(6)	(10)
					现金净变动	1251	(77)	(140)	26
					货币资金的期初余额	157	1409	1332	1191
					货币资金的期末余额	1409	1332	1191	1218
					企业自由现金流	(8)	(243)	(132)	40
					权益自由现金流	73	(65)	(118)	54

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.51	0.64	1.03	1.22
每股红利	0.13	0.06	0.10	0.12
每股净资产	6.89	7.47	8.39	9.49
ROIC	10%	9%	17%	17%
ROE	7%	9%	12%	13%
毛利率	23%	21%	23%	23%
EBIT Margin	14%	12%	14%	15%
EBITDA Margin	16%	14%	16%	17%
收入增长	25%	28%	38%	14%
净利润增长率	83%	26%	61%	19%
资产负债率	35%	41%	43%	42%
息率	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%
P/E	47.7	38.0	23.6	19.9
P/B	3.5	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	35.1	33.1	21.2	17.9

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。