

林州重机(002535)调研报告

煤机产品成套化打开未来成长空间

机械设备/普通机械

推荐

首次评级

发布时间：2011 年 9 月 13 日

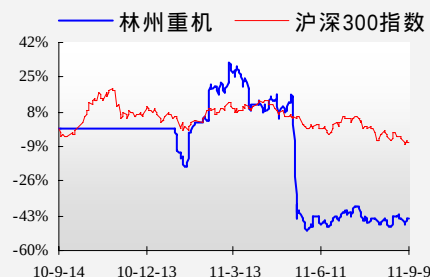
投资要点：

- 公司从以液压支架为主的生厂商向煤炭机械成套化供应商方向转变。煤炭机械成套化是行业的发展趋势，产品成套化有利于规避产品单一的风险，满足客户全套化采购的需求。
- 刮板机、掘进机等产品成为今年的增长亮点。液压支架是公司目前销售占比最大的产品，预计 11 年全年的营业收入小幅增长；刮板机、掘进机预计全年有望翻倍增长。公司订单饱满，液压支架的排产到 11 月份，掘进机、刮板机已排产到年底。
- 新产品与新市场驱动公司未来快速增长。公司未来发展将高于行业平均增速，主要增长动力有：(1) 高端液压支架等募投项目明年将投产；(2) 掘进机、采煤机等新产品的销售占比有望逐步上升，掘进机、采煤机等新产品的附加值更高，相关产能扩张项目也已开工建设；(3) 通过与下游大型煤炭生产企业建立战略合作关系，开拓新市场。
- 煤炭机械行业未来仍将保持稳定较快增长趋势。煤炭产能增加、煤机设备更新换代、煤矿整合与煤炭生产机械化率的提升等多重因素推动煤炭机械需求的增加。预计“十二五”期间，煤炭机械行业的年均产销增速保持在 20% 以上。
- 盈利预测与投资评级 预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.45、0.78、1.20 元，对应的市盈率为 34.7、20.2、13.1 倍。公司未来三年的净利润年复合增速为 68.09%，煤机行业与公司的成长前景看好，首次给予推荐的投资评级。
- 风险因素：煤炭行业投资增速低于预期，公司新产品开发进度低于预期，钢材价格大幅波动等。

业绩预测：

	主营收入 (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	85,008	24.1%	10,332	80.5%	0.25	23.0%	63.0	
2011E	125,123	47.2%	18,512	79.2%	0.45	10.6%	34.7	
2012E	193,450	54.6%	31,765	71.5%	0.78	16.0%	20.2	
2013E	282,552	46.1%	49,070	54.5%	1.20	20.2%	13.1	

走势图



市场数据 2011-9-13

收盘价：	15.70 元
52 周最高价：	39.00 元
52 周最低价：	14.51 元
平均持仓成本：	16.16 元

基本数据 2011Q2

总股本（万股）：	40,960
流通 A 股（万股）：	40,960
每股收益（元）：	0.17
每股净资产（元）：	4.14
每股经营现金流（元）：	-0.36
市净率：	3.79

分析师：黄海培；联系人：黎焜

执业证书编号：S0550511080004

TEL: (8621)6336 7000-231

FAX: (8621)6337 3209

Email: lik@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目 录

一、公司向煤炭机械产品成套化方向发展	3
1.1 产品成套化打开公司新的成长空间.....	3
1.2 公司产品成套化发展的时机趋于成熟.....	4
二、新产品与新市场驱动公司未来快速成长	5
2.1 液压支架、刮板机等传统产品进入产能释放期.....	5
2.2 掘进机、采煤机等新产品成为新增长点.....	6
2.3 通过建立战略合作关系开拓新市场.....	8
三、煤炭机械行业“十二五”期间仍将保持较快增长	8
2.1 能源需求推动煤炭行业投资保持稳定增速.....	8
2.2 多重因素推动煤炭机械行业保持较快增速.....	9
四、主要风险因素	11
五、盈利预测与投资评级	11

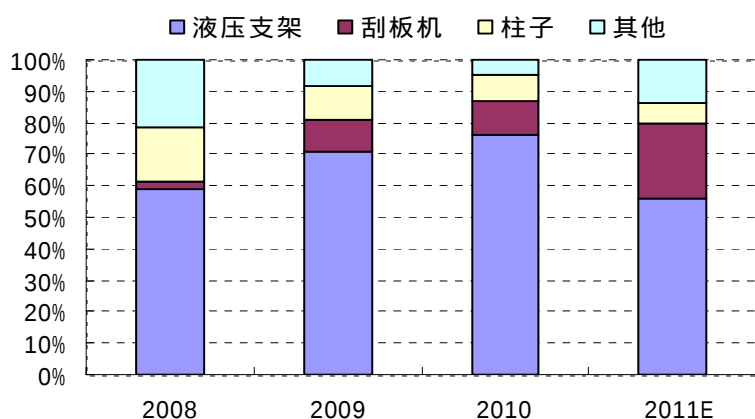
一、公司向煤炭机械产品成套化方向发展

1.1 产品成套化打开公司新的成长空间

全年业绩增长较为确定。液压支架是公司目前的主导产品，预计2011年全年的营业收入为小幅增长；刮板机、掘进机预计全年的收入均将翻倍增长，新产品成为近期业绩增长的主要驱动力。

公司订单饱满，液压支架的排产到11月份，掘进机、刮板机已排产到年底。

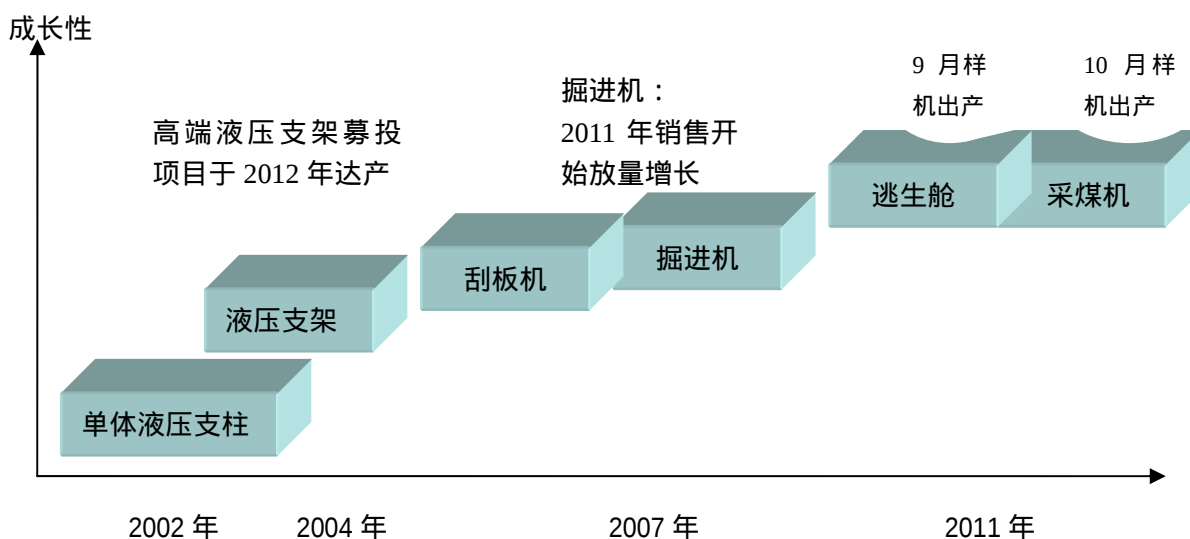
图1：2008年-2011年公司主要产品的营业收入占比



资料来源：公司公告，东北证券

公司的发展方向为从液压支架为主的生厂商向煤炭机械成套化供应商转变，随着高附加值的掘进机、采煤机等新产品相继推出，将打开未来的成长空间。同时，产品成套化有利于规避产品单一的风险，满足客户全套化采购的需求。

图2：公司主要产品的发展历程



资料来源：东北证券

1.2 公司向成套化方向发展的时机趋于成熟

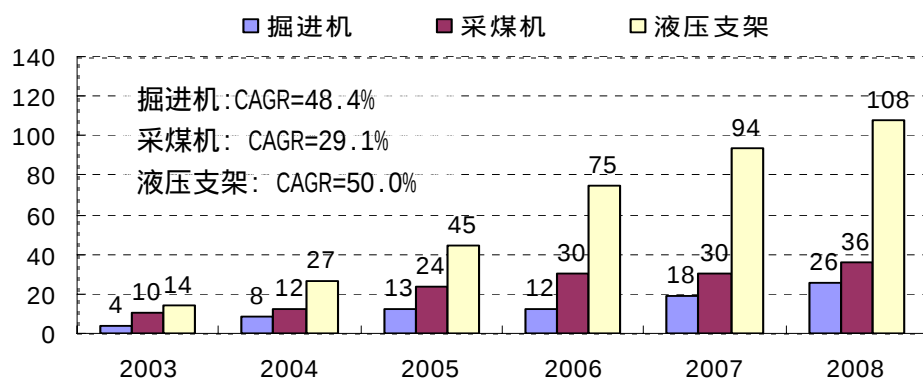
(1) 外部因素：产品成套化是煤机行业的发展方向

在煤炭行业纲领性文件《关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》中，以及国家发改委出台的煤炭行业结构调整政策中，强调发展大型煤炭井下综合采煤设备等内容。大型煤炭生产企业主要使用综合成套设备进行开采，产品成套化是行业的发展趋势。

在煤炭综采设备中，液压支架的需求量较大，掘进机、采煤机等产品的需求增速与盈利能力较高，为公司掘进机、采煤机等新产品的发展提供了良好时机与外部条件。

2003年-2008年，液压支架、掘进机、采煤机市场需求的年均复合增速分别为50.0%、48.4%、29.1%，主要产品的需求均保持了较高的增速。

图3：2003年-2008年煤炭机械主要产品的年市场需求（单位：亿元）



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

在煤炭综采设备的“三机一架”产品中，液压支架的竞争者相对较多，刮板机、采煤机、掘进机等产品的竞争结构较为稳定。

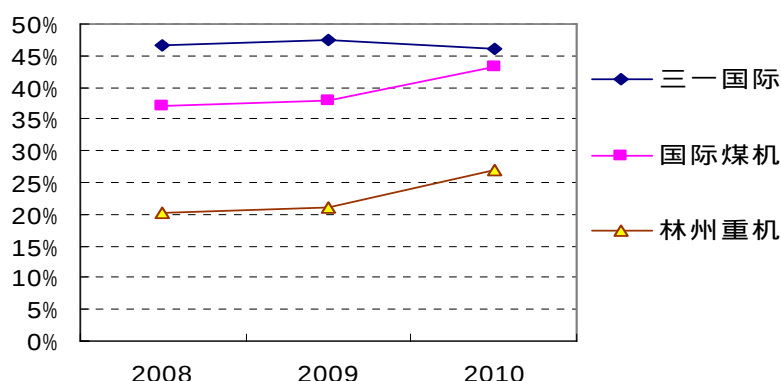
表1：公司各类产品与主要竞争者

产品类别	主要竞争者
液压支架	郑煤机，北京煤机，平顶山煤机，山西平阳重工，郑州四维，山东天晟
刮板运输机	张家口煤机，西北奔牛
掘进机	三一国际，国际煤机，太原煤机，西安煤机
采煤机	国际煤机，太原煤机，中煤集团，无锡盛达

资料来源：东北证券

采煤机与掘进机具有更高的进入壁垒与盈利能力，三一国际的掘进机市场份额位居首位，国际煤机在2008年的采煤机和掘进机的市场份额为27%。2010年，三一国际、国际煤机的毛利率均在40%以上，显著高于以液压支架为主要产品的相关公司。

图4：2008年-2010年重点煤炭机械公司的综合毛利率



资料来源：东北证券

（2）内部因素：公司新产品在产能、研发等方面蓄势待发

公司作为民营企业，机制灵活，先后从行业内知名企业中引进李子山、司广州、刘丰秀等一批专业技术人员带领的研发团队，为进入掘进机、采煤机等新市场进入打下基础。

在产能方面，公司刮板机的年产能设计是750台，年产200台采煤机与260台掘进机的项目今年已开工建设，新产品的成长空间较大。

表2：公司正在实施的投资项目（单位：万元）

项目名称	项目投资金额	项目阶段	项目达产后年均预计税后利润
采煤机	32,000	前期土建	6,447
掘进机	32,000	前期土建	11,397
刮板机	14,400	收尾阶段	3,058
合计	78,400		20,902

资料来源：公司公告，东北证券

二、新产品与新市场驱动公司未来快速成长

募投项目与新产品驱动公司未来快速发展。高端液压支架等募投项目明年将投产，掘进机今年开始放量增长，采煤机等新产品的样机将相继推出。

2.1 液压支架、刮板机等传统产品进入产能释放期

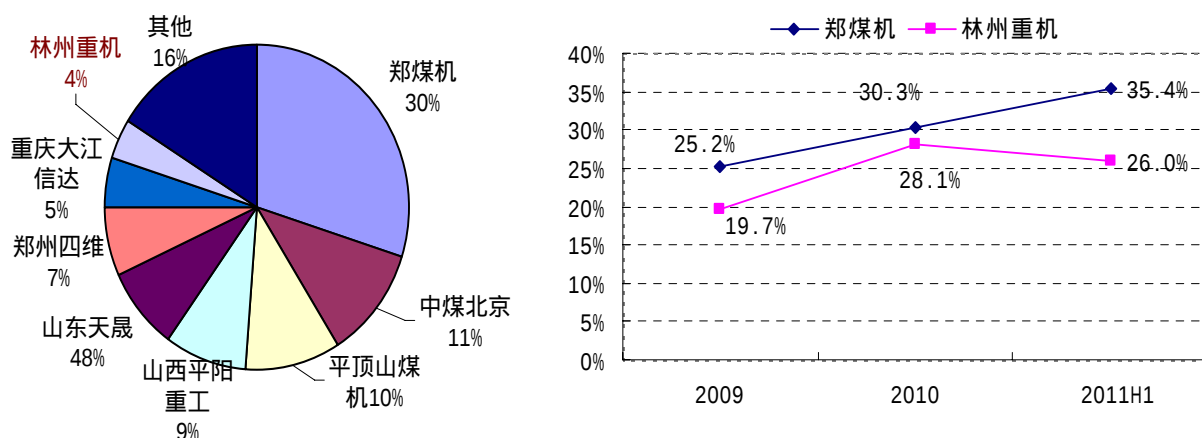
（1）高端液压支架等募投项目明年产能将释放

公司的液压支架2009年的市场份额为3.99%，与郑煤机30%的市场份额相比，仍有较大差距。预计支架今年的营业收入与去年持平或略有幅增长，12年募投项目达产后产能将大幅增长；公司现有年产液压支架2500架、重约5.5万吨的产能，募投项目达产后，将新增高端液压支架产能2000架、重约7万吨的产能。

高端支架的生产厂商相对较少，盈利能力更高。今年上半年，由于中低端支架的价格竞争等因素，公司支架产品的毛利率下滑2.09个百分点；而郑煤机受益于4200架高端支架的产能投产，支架产品的毛利率比去年提升5.15个百分点。

郑煤机将继续保持在行业内的领先地位，未来行业竞争格局将趋于稳定。

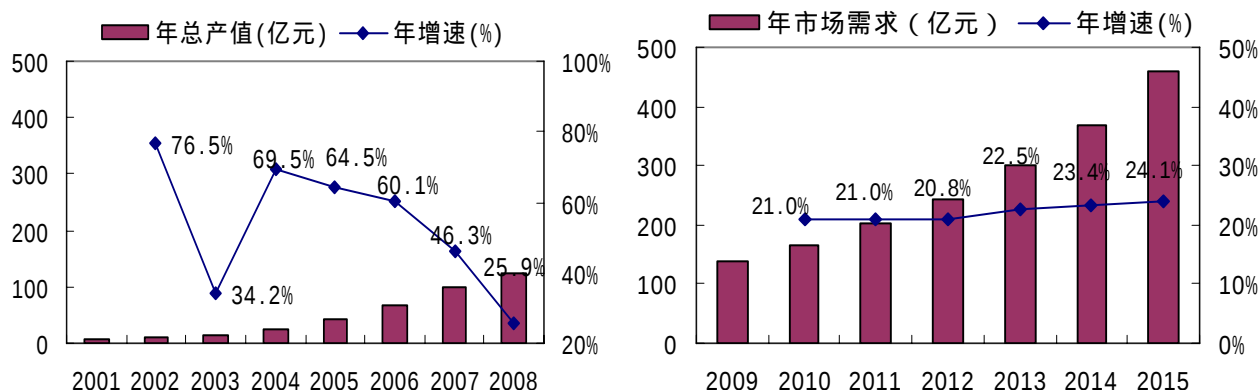
图 5：2009 年液压支架主要公司的市场份额（按产值） 图 6：郑煤机与林州重机支架产品的毛利率



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

2001-2008 年，我国液压支架总产值的年均复合增速为 52.88%。根据中国煤炭机械行业协会预测，液压支架的年市场需求将从 2008 年的 125 亿元增长到 2015 年的 458 亿元，期间的年复合增速为 20.38%，行业增速预计将有所放缓但仍保持平稳发展。

图 7：2001 年-2008 年液压支架总产值与年增速 图 8：2009 年-2015 年液压支架市场需求预测



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

(2) 刮板运输机：今年销量将翻倍增长

公司的刮板机今年销售收入预计为 2 亿-3 亿元，销量将翻倍增长，市场需求旺盛与产能释放推动销售额快速增长。

刮板机的主要生产企业有张家口煤机、宁夏西北奔牛等，两家企业的合计市场份额约为 60%-70%，其它的公司有山东矿机、郑煤机等。2010 年，张家口煤机、宁夏西北奔牛的销售收入分别约为 25 亿、18 亿元，刮板机行业的市场容量预计为近 50 亿元。

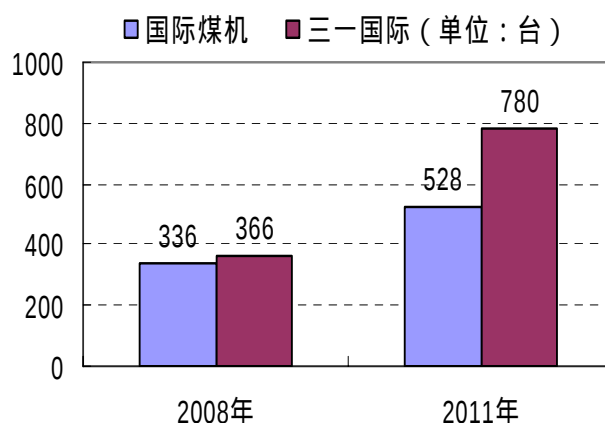
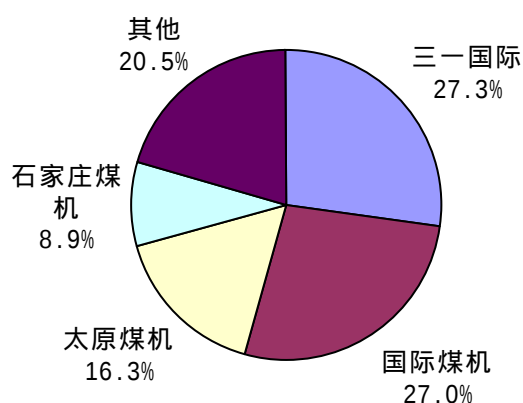
2.2 掘进机、采煤机等新产品成为新增长点

(1) 掘进机：今年下半年销量开始放量增长

公司掘进机由于产品质量与信誉逐步得到客户认可，今年销量开始放量增长，产品的销售收入占比快速提升。掘进机上半年已生产5台，下半年计划生产35台；产品单价为300-500万元，毛利率为40%左右。

掘进机行业在2008年的销量为1343台，主要生产企业有三一国际、国际煤机等。公司掘进机的规划产能为260台，三一国际、国际煤机今年的产能分别为780台、528台。

图 9：2008 年掘进机主要企业的市场份额（按产量） 图 10：三一国际与国际煤机的掘进机年产能



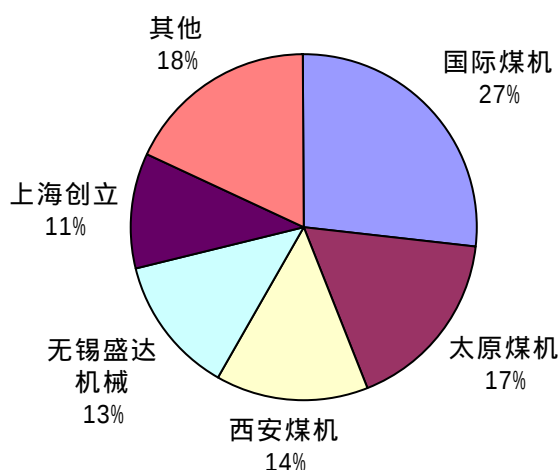
资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

(2) 采煤机、救生舱：样机即将投产

公司计划9月出产救生舱样机，10月出产采煤机样机，这将进一步完善产品结构，增加新的增长点。

采煤机行业2008年前五位企业的市场份额合计为82%，国际煤机、太原煤机等公司的市场份额较高，太原煤机的年产能目前约为200台。

图 11：2008 年采煤机主要生产企业与市场份额（按产量）



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

公司的救生仓产品外壳已完成制作，与徐州某企业进行技术合作开发。目前，救生舱主要生产企业均为新进入者，公司先行布局，将率先受益于行业的需求增长。

国家安监总局要求在全国煤矿推广应用“六大避险”系统，2013年6月底前，全国井工矿山都要完成矿井避险系统的建设工作。移动救生舱作为矿井避险系统的重要组成部分，未来2-3年，有望在政策推动下迎来需求的快速增长。国内救生舱的市场容量预计为300亿元左右，神华股份今年的增发募投项目中拟采购6.88亿元的救生舱等井下避险产品，其他部分大型煤炭生产企业也正计划采购救生舱产品。

表 3：国内救生舱主要研发单位

产品类别	研发单位名称
软体式救生舱	煤科总院、中煤机械、西安新竹防灾救生设备公司
硬体式救生舱	北科大(重生科技)、煤科总院沈阳院、中煤机械、中国矿大(无锡永神利)、中煤电气、煤科总院重庆院、无锡信诺视听设备公司、济宁恒泰矿业、天津鸿绪工贸公司、青岛华盾生命保障设备公司、西安东风仪表厂、西安新竹防灾救生设备公司、武昌船舶重工、中平能化机械、山东矿机

资料来源：国家安标中心，东北证券

2.3 通过建立战略合作关系开拓新市场

黑龙江龙煤集团是公司目前最大的客户，2010年的煤炭产量为5031万吨。今年以来，公司先后与陕西煤业化工集团、辽宁铁法能源等大型煤炭生产企业成立合资公司并建立战略合作关系，其中陕西煤业的年产量是龙煤集团的2倍左右，这将有利于公司的市场开拓。

表 4：公司与下游煤炭企业建立战略合作关系

时间	公司名称	合作内容	煤炭年产量与规模
2011 年 4 月	陕西煤业化工集团	在鄂尔多斯成立注册资本为 8 亿元的合资公司	2010 年煤炭产量突破 1 亿吨
2011 年 7 月	辽宁铁法能源公司	成立总投资为 6 亿元的合资公司	2010 年原煤产量 2300 万吨，“十二五”产能规划为 5000 万吨

资料来源：公司公告，东北证券

三、煤炭机械行业“十二五”期间仍将保持较快增长

2.1 能源需求推动煤炭行业投资保持稳定增速

从长期看，能源价格保持上升趋势。09年之后，煤炭价格重拾升势，价格走高将驱动煤炭行业的投资增长。

1-7 月，我国煤炭采选业固定资产投资完成额为2223 亿元，同比增长22%，煤炭行业的投资增速年初以来呈现回升态势。

在我国一次能源生产和消费结构中，煤炭所占比重约为70%。2010 年我国煤炭产量约占世界产量的40%，在较长时期内，煤炭仍将是我国的主要能源品种。

图 12：2003 年-2011 年澳大利亚 BJ 煤炭现货价格指数



资料来源：wind，东北证券

图13：2006-2011年国内煤炭开采和洗选业固定资产投资增速

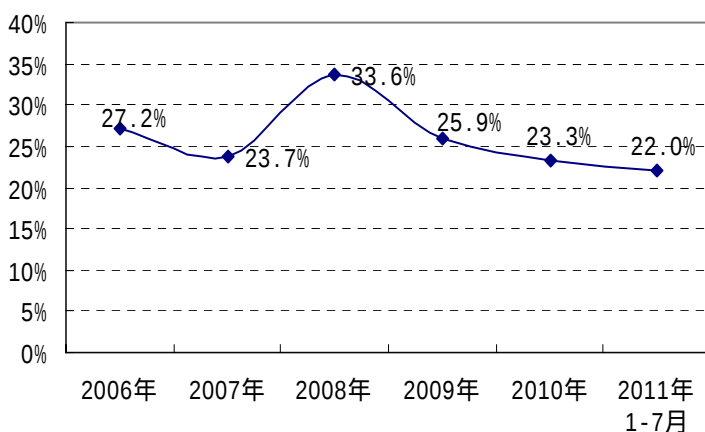
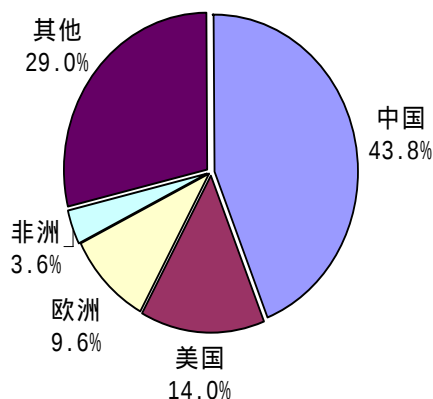


图14：2009年全球主要国家与地区煤炭产量



资料来源：wind，东北证券

2.2 多重因素推动煤炭机械行业保持较快增速

2001 - 2008 年，中国煤炭机械行业的年均复合增速为47%。预计煤炭机械设备在2015 年的需求为1499亿元，2009年-2015年，煤炭机械行业的年均复合增速预计为22.8%，行业将保持平稳快速增长态势。

煤炭机械设备以采煤机、掘进机、刮板输送机、液压支架等综采设备为主，其中液压支架的需求占比最大，其次为采煤机、掘进机、刮板机等。

图 15：2009 年-2015 年国内煤炭机械行业年需求预测

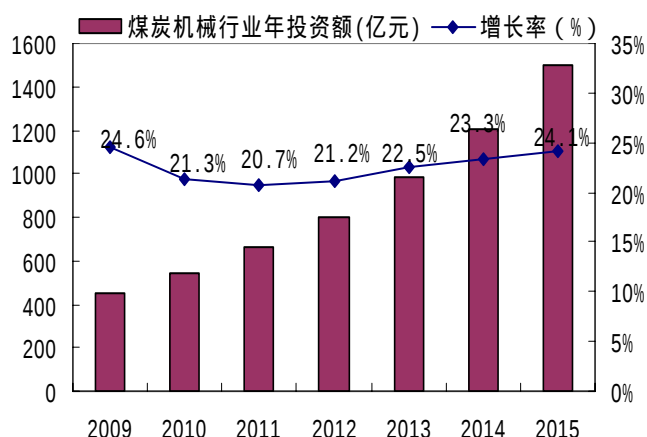
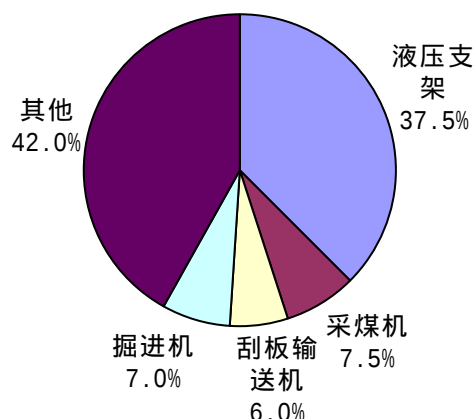


图 16：煤炭机械主要产品的产值占比



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

煤炭产能的增加、煤机设备的更新换代、煤矿整合与煤炭生产机械化率的提升等多重因素推动煤炭机械需求的增加。

（1）煤炭行业整合加速，有利于增加对煤炭机械的需求

按照国家能源局“十二五”规划，到2015年，国内年产亿吨以上的大型煤炭企业集团达到6-8个，年产5000万吨-1亿吨企业达10个以上，特大型煤炭企业产量占国内总产量的一半以上。

表 5：全国主要煤炭产区的行业整合规划

地区	煤炭行业整合规划
山西	规划到 2011 年七大集团的煤炭总产量占比为 75%以上，形成 4 个年产亿吨级的特大型煤炭集团、3 个年生产能力 5000 万吨级以上的大型煤炭集团，平均单井年产规模由 30 万吨提高到 100 万吨以上。
河南	年底将建成 3 个年产 5000 万吨特大煤炭企业，骨干企业的煤炭产量占比 5 年内从目前的 50%左右提高到 75%以上； 2011 年年底之前，大型煤炭企业采煤机械化程度目标达到 80%以上，掘进机械化程度达到 90%以上。
内蒙古	到 2015 年内蒙古将建成 4 个年产亿吨级以上、6 个年产 5000 万吨以上的大型煤炭生产基地。
河北	今年河北将完成对所有小煤矿的关闭和整合重组
山东	5 年之内，山东省地方煤矿企业将由 163 家重组整合到 60 家以内

资料来源：东北证券

2009年，我国小煤矿的产量约占全国煤炭总产量的1/3，小煤矿通常采用炮采的方式开采，机械化率较低。年产100万吨且具有较高机械化水平的国内矿场的死亡率仅为全国平均死亡率的1/40，大型现代化煤矿的建设有利于实现煤炭开采的自动化与机械化。

煤机产品的平均使用寿命为4-5 年，其中液压支架和采煤机的生命周期约为5-8 年，刮板输送机过煤能力约为1500 万吨，设备的更新换代也将增加。

（2）煤炭机械化率持续提升

我国煤炭综合机械化开采率已从2005 年的45%提升到2009 年的60%，2015 年计划提升到75%，煤炭机械化率的持续提升使煤炭机械行业的产值增速显著高于煤炭产量的增速。

煤炭机械化的提升可降低劳动成本和百万吨死亡率，提高开采效率。2008年中国煤矿百万吨死亡率为1.182人，美国煤矿2004—2006年的百万吨死亡率分别仅为0.027、0.021和0.045，国内煤矿事故率远高于美国；国内劳动力成本的上升也促使机械化率的提升。

五、盈利预测与投资评级

预计2011-2013年的EPS分别为0.45、0.78、1.20元，对应的市盈率为34.7、20.2、13.1倍。公司未来三年的净利润年复合增速预计为68.09%，煤机行业与公司的成长前景看好，首次给予推荐的投资评级。

四、主要风险因素

（1）公司新产品与市场开发的不确定性

公司采煤机、救生舱等新产品处于样机生产阶段，市场需求的前景存在不确定性。救生舱的需求与国家政策紧密相关，政策的波动将会影响产品的需求。

（2）客户集中度偏高的风险

公司2011年1-6 月、2010 年、2009 年、2008 年龙煤矿业集团的销售占比分别为45.22%、60.76%、27.27%、24.42%，短期存在对单一客户依赖度较高的风险。

（3）煤炭机械行业景气度波动的影响

煤炭机械行业受下游煤炭行业的景气度与固定资产投资等因素制约，宏观经济的周期性波动将对煤炭的需求带来影响，进而影响煤炭机械设备的需求。

（4）钢材等原材料成本大幅波动的风险

表 6：公司分产品营业收入预测

产品类别	项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
液压支架	营业收入(万元)	48,582	64,654	69,826	101,248	137,697
	增速(%)	51.6%	33.1%	8.0%	45.0%	36.0%
	毛利率(%)	19.7%	28.1%	26.0%	28.5%	29.5%
刮板机	营业收入(万元)	6,682	9,081	27,968	37,757	49,084
	增速(%)	445.7%	35.9%	208.0%	35.0%	30.0%
	毛利率(%)	31.6%	30.2%	32.0%	31.0%	30.0%
柱子	营业收入(万元)	7,369	7,279	8,152	8,804	9,508
	增速(%)	-21.5%	-1.2%	12.0%	8.0%	8.0%
	毛利率(%)	16.0%	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	营业收入(万元)	5,844	3,995	19,177	45,641	86,262
	增速(%)	-49.4%	-31.6%	380.0%	138.0%	89.0%
	毛利率(%)	25.8%	31.4%	39.0%	38.5%	38.0%
合计	营业收入(万元)	68,477	85,008	125,123	193,450	282,552
	增速(%)	26.3%	24.1%	47.2%	54.6%	46.1%
	毛利率(%)	21.0%	27.1%	28.6%	30.7%	31.7%

资料来源：公司公告，东北证券

利润表					
单位：百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	685	850	1,251	1,935	2,826
营业成本	541	620	893	1,340	1,930
营业税金及附加	2	3	5	8	11
销售费用	24	26	31	48	71
管理费用	22	36	60	87	119
财务费用	19	27	17	31	45
营业利润	76	137	246	422	653
营业外收入	1	1	1	1	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	77	138	247	423	654
所得税	20	35	62	106	163
净利润	57	103	185	317	490
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司净利润	57	103	185	317	490
EPS	0.14	0.25	0.45	0.78	1.20

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	648	841	1,916	2,417	3,273
货币资金	110	96	488	348	339
应收款项	213	267	450	677	989
存货	157	181	250	381	551
其他	168	297	727	1,010	1,394
非流动资产	283	395	693	702	709
长期股权投资	4	6	7	9	11
固定资产	217	217	512	510	515
无形资产	29	46	46	53	53
其他	34	126	128	130	130
资产总计	931	1,236	2,609	3,119	3,982
流动负债	542	721	788	1,064	1,469
短期借款	304	410	102	266	426
应付账款	73	82	113	174	254
预收账款	85	40	53	77	113
其他	80	189	188	251	311
长期负债	14	66	132	155	162
长期借款	0	60	60	80	80
其他	14	6	72	75	82
负债合计	556	787	860	1,139	1,551
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	374	449	1,748	1,980	2,431
负债和股东权益	374	449	2,609	3,119	3,982

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(158)	89	(295)	281	183
净利润			185	317	490
折旧摊销			21	48	47
财务费用			17	31	45
投资收益			3	4	6
营运资金变动			(270)	157	(51)
其它			(250)	(276)	(355)
投资活动现金流	(86)	(212)	(420)	(80)	(69)
资本支出					
其他投资					
筹资活动现金流			845	(35)	(23)
股权筹资			1205		
债券筹资			50		
其他			(310)		
现金净增加额	(244)	(123)	130	166	91

主要财务比率					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	26.3%	24.1%	47.2%	54.6%	46.1%
营业利润	21.8%	80.0%	79.1%	71.6%	54.5%
净利润	19.0%	80.5%	79.2%	71.5%	54.5%
获利能力					
毛利率	21.0%	27.1%	28.6%	30.7%	31.7%
净利率	8.4%	12.2%	14.8%	16.4%	17.4%
ROE	15.3%	23.0%	10.6%	16.0%	20.2%
ROIC	10.5%	13.4%	10.3%	14.6%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	148.7%	175.2%	33.0%	36.5%	39.0%
流动比率	1.20	1.17	2.43	2.27	2.23
速动比率	0.91	0.92	2.11	1.91	1.85
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.1	3.7	4.1	4.2	4.1
应收帐款周转率	3.7	3.5	3.5	3.4	3.4
应付帐款周转率	9.4	11.0	12.9	13.5	13.2
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.25	0.45	0.78	1.20
每股净资产	0.91	1.10	4.27	4.83	5.94
PE	112.3	62.2	34.7	20.2	13.1
PB	17.2	14.3	3.7	3.2	2.6

资料来源：公司公告，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。