

郑煤机(601717)深度研究报告

下游稳定，液压支架龙头企业迈开国际化步伐

工业/矿山机械

推荐

上调评级

发布时间：2011 年 10 月 13 日

投资要点：

- **煤炭量价增速稳定，固定资产投资增速将小幅放缓。**由于我国对煤炭依赖度高，2015 年煤炭产量很可能突破 38 亿吨“天花板”，预计“十二五”期间煤炭产量 CAGR5%。

煤价由于稀缺性将长期走高，但增速将小幅放缓至 10%左右。因此，与煤价高度相关的煤炭开采及洗选业固定资产投资增速和新建煤矿煤机设备投资增速也将小幅放缓。

- **新一轮更新高峰和机械化率提升推动煤机设备投资增速小幅上升。**煤机投资包括新建煤矿需求、更新需求、提高机械化率的需求。2008 - 2009 是煤机设备投资高峰，5 年使用寿命，2012 - 2015 将面临新一轮更新高峰。

小煤矿整、煤机化率提升是一个循序渐进的过程，不会导致煤机需求爆发式增长，预计未来煤机设备投资增速将略高于开采及洗选业固定资产投资增速。

- **液压支架龙头迈开国际化步伐。**公司凭借研发实力保障了产品质量，同时也赢得了高毛利率、高 ROE。未来公司主营业务仍将定位于液压支架，生产刮板运输机只是小试牛刀，并非未来发展方向。

在港股 IPO 后，公司有充裕的资金，除了布局销售网络外，可能会在海外建立工厂，降低物流成本。

- **催化剂：**三季报净利润增速超预期。液压支架募投进展。
- **投资风险：**煤价大幅下跌。煤炭产量小于预期。小煤矿整合进度晚于预期。募投项目进度晚于预期。
- **盈利预测：**公司 2011、2012 年 EPS 为 1.64、1.97 元，对应 PE 为 15.8X、13.2X，考虑到公司基本面没有明显下滑，而股价相对大盘收益率偏离净利润增速曲线太多，明显被低估，上调至“推荐”评级。

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	675,210	30.8%	88,257	40.0%	1.26	18%	20.6	
2011E	793,932	29.7%	114,459	29.7%	1.64	19%	15.8	
2012E	923,992	16.4%	137,961	20.5%	1.97	19%	13.2	
2013E	1,102,088	19.3%	169,296	22.7%	2.42	19%	10.7	

走势图



市场数据

2011/10/12

收盘价：	25.91 元
52 周最高价：	47.88 元
52 周最低价：	24.01 元
平均持仓成本：	31.40 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	70,000
流通 A 股（万股）：	70,000
每股收益（元）：	0.78
每股净资产（元）：	7.92
每股经营现金流（元）：	0.57
市净率：	3.27

分析师：黄海培

执业证书编号：S0550511080004

TEL: (8621)6336 7000-233

FAX: (8621)6337 3209

Email: huanghaopei@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

投资摘要：

估值与投资建议

预计公司 2011 - 2013 年收入分别为 79 亿、92 亿、110 亿，净利润 CAGR 为 22%，EPS 为 1.64、1.97、2.42 元，PE 为 15.8X、13.2X、10.7X。考虑到煤炭行业投资增速并未明显放缓，公司基本面没有出现大幅下滑，目前股价相对大盘收益率偏离净利润增速曲线较多，明显被低估，上调评级至“推荐”。

核心假设或逻辑

自上而下分析：我国经济对煤炭依赖度高，煤炭的刚性需求增长稳定。不可再生性决定了煤价持续走高，但增速可能小幅放缓。同样，与煤价高度相关的煤炭开采及洗选业固定资产投资增速和新建煤矿煤机设备投资增速也将小幅放缓。随着煤机设备新一轮更新需求的到来，以及煤矿机械化率的提升，都将使煤机设备投资增速高于煤炭开采及洗选业投资增速，预计煤机投资 2012-2015 年小幅增长，增速 20-25%。

自下而上分析：公司是液压支架龙头企业，产品质量决定高利润率、高 ROE。新厂房如期开工，募投项目进展顺利，全年目标 80 亿收入、净利润 11 亿不变。拟定 2012 年港股 IPO 融资 40 亿，用于布局销售网络和建立海外工厂。

与市场预期的差异之处

股价 8 月至今的连续下跌，反映出投资者对原始股东解禁的担忧。我们认为，即使原始股东获得股份成本很低，他们依然是理性投资者。在目前股价明显低估的情况下，原始股东不会盲目套现。

投资者认为港股 IPO 会摊薄 EPS，稀释股权价值。我们认为，公司融资用于海外扩张，未来能够更快地发展。短期来看，融资会摊薄 EPS，但长期来看，融资能够带来收益，为股东创造更多财富。

股价变化的催化因素

- 1、 三季报净利润增速超预期。
- 2、 募投进展。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、 煤价大幅下跌。
- 2、 煤炭产量小于预期。
- 3、 小煤矿整合进度晚于预期。
- 4、 募投项目进度晚于预期。

内容目录

投资摘要.....	2
合理价值区间.....	5
绝对估值法：33.21-37.26 元/股.....	5
相对估值法：34.48 元/股.....	5
股价与净利润增速不匹配，未来跑赢大盘概率大，上调至“推荐”评级.....	6
煤炭机械行业需求将保持稳定增长.....	7
煤炭产量增速略降，预计十二五期间平均增速 5%.....	7
稀缺性决定煤价长期走高，增速小幅放缓至 10%左右.....	7
新建煤矿煤机设备投资增速将小幅放缓至 20%左右.....	8
更新需求迎来新一轮上涨周期，综采设备更新年规模不小于 300 亿元.....	8
小煤矿整合提高整体机械化率至 75%.....	9
2011-2015 煤炭设备投资增速 20 - 25%，呈小幅上升趋势.....	9
液压支架龙头企业迈开国际化步伐.....	10
主营业务液压支架贡献了公司近 70%的收入.....	10
在液压支架领域优势明显，研发实力支撑高毛利率.....	10
订单饱满，液压支架募投项目进展顺利.....	11
刮板运输机小试牛刀.....	11
2012 港股 IPO，积极布局海外市场.....	11
盈利能力处于行业领先地位.....	12
附表 1：财务预测与估值.....	13

图目录

图 1：郑煤机股价相对沪深 300 指数收益率差与单季度净利润增速（%）	6
图 2：煤矿机械需求逻辑图	7
图 3：煤炭产量增速与 GDP 增速高度相关（%）	7
图 4：原煤年产量及增速（亿吨，%）	7
图 5：我国煤炭储量（万亿吨）	8
图 6：煤炭价格及增速（元/吨，%）	8
图 7：煤炭开采及洗选业固定资产投资增速、煤价增速（%）	8
图 8：煤炭投资关系图	8
图 9：煤炭开采及洗选固定资产投资额及增速（亿元，%）	9
图 10：煤炭综采设备投资额及增速（亿元，%）	9
图 11：公司分业务收入（亿元）	10
图 12：公司各产品毛利率（%）	10
图 13：2009 年液压支架主要公司市场份额（按产值）（%）	11
图 14：主要上市公司液压支架产品毛利率比较（%）	11
图 15：海外扩张版图	12
图 16：同类公司净利率比较（%）	12
图 17：同类公司 ROE 比较（%）	12

表目录

表 1：三阶段模型的主要假设（%）	5
表 2：绝对估值的基本假设条件（%）	5
表 3：DCF 绝对估值法（元）	5
表 4：郑煤机可比公司（亿元，元）	5
表 5：郑煤机单季度财务数据（百万元，%）	6
表 6：综采设备分类需求预测（台，亿元，%）	9
表 7：液压支架产量及收入预测（架、万吨、亿元、%）	11

合理价值区间

绝对估值法：33.21-37.26 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。

表 1：三阶段模型的主要假设（%）

会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013EE	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入增长率		38.6%	30.8%	17.6%	16.4%	19.3%	15.9%	13.0%	10.6%	8.6%	6.9%
营业成本 / 营业收入	79.8%	75.3%	75.3%	74.1%	73.6%	73.2%	73.1%	73.1%	73.1%	73.3%	73.4%
管理费用 / 营业收入	5.38%	5.9%	5.9%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.0%	5.9%	5.9%
销售费用 / 营业收入	2.52%	2.7%	1.9%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
所得税税率	15.52%	16.4%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
股利分配比例	3.12%	6.2%	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：东北证券

表 2：绝对估值的基本假设条件（%）

行业平均 Beta	1.14	Kd	5.58%
无风险利率	4.00%	有效税率	16.10%
风险溢价	7.00%	E/(D+E)	65.00%
Ke	12.05%	WACC	9.79%

资料来源：东北证券

表 3：DCF 绝对估值法（元）

G \ WACC	9.3%	9.5%	9.79%	10.0%	10.3%
2.5%	39.71	38.10	36.61	35.22	33.91
2.3%	38.78	37.26	35.84	34.51	33.26
2.0%	37.92	36.47	35.11	33.84	32.65
1.8%	37.11	35.73	34.43	33.21	32.07
1.5%	36.36	35.03	33.79	32.63	31.53

资料来源：东北证券

相对估值法：34.48 元/股

我们采用相对估值法，对公司价值进行估值。

我们选取了 7 家煤炭机械企业作为比较对象。我们认为郑煤机对应 2011 年合理的 PE 应当为 21 倍，2011 年 EPS 为 1.64 元，合理价值 34.48 元/股。

表 4：郑煤机可比公司（亿元，元）

证券代码	公司	收盘价 10 月 12 日	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	PS	PEG
				10	11E	12E	10	11E	12E			
631 HK	三一重装国际控股	6.36	198	0.21	0.30	0.40	29.81	21.34	15.86	3.22	5.13	0.53
1683 HK	国际煤机	8.00	104	0.28	0.37	0.48	28.39	21.92	16.77	3.01	4.18	0.62
8043 HK	年代煤矿机电	0.51	29	0.03	0.04	0.06	16.61	11.86	8.50	2.21	0.32	0.52
002526 CH	山东矿机	22.3	60	0.68	0.79	1.24	32.80	28.41	18.06	3.24	3.40	0.82
002535 CH	林州重机	15.37	63	0.34	0.47	0.80	45.88	32.91	19.14	10.53	5.58	0.60
600582 CH	天地科技	18.73	189	0.84	1.04	1.25	22.30	18.08	15.00	5.29	2.07	0.82
JOYG US	久益环球	75.44	79	4.47	5.93	7.19	16.88	12.72	10.49	4.22	1.91	0.82
	平均值						27.52	21.03	14.83	4.53	3.23	0.68
601717 CH	郑煤机	25.91	181	1.43	1.74	2.24	18.12	14.86	11.56	3.63	2.38	0.59

资料来源：BLOOMBERG，东北证券

股价与净利润增速不匹配，未来跑赢大盘概率大，上调至“推荐”评级

在过去四个季度中，公司股价收益率与沪深 300 指数收益率的差（斜率为正，即跑赢大盘）很好地反映了公司单季度净利润增速。但是今年 8 月份以来，股价跑输大盘 10%，主要由于市场担心 8 月 3 日解禁的 2.7 亿股（占总股本 39%）限售原始股。但从实地调研了解到，今年三季度和四季度净利润同比增速没有显著下降的迹象，股价相对大盘收益完全被低估。

股价相对大盘收益终将回归到与净利润增速变化趋势相一致，未来股价跑赢大盘的概率很大，我们将评级上调至“推荐”。

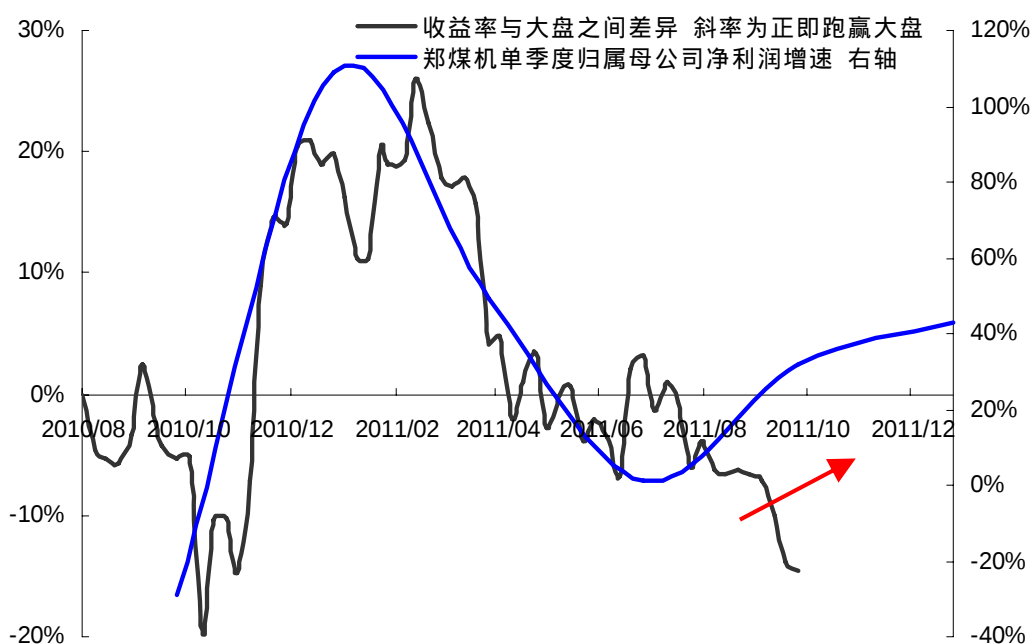
综合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司未来 6 个月合理价值区间在 33.21-37.26 元/股之间，对应 2011 年 PE 为 20.3-22.7 倍。

表 5：郑煤机单季度财务数据（百万元，%）

	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3E	2011Q4E
营业收入 百万元	1484	2112	1791	1959	1600	2588
归属于母公司的净利润 百万元	167	265	288	259	220	379
归属于母公司的净利润增速 %	-29%	109%	49%	1%	32%	43%
净利率 %	11%	13%	16%	13%	14%	15%

数据来源：公司资料，东北证券

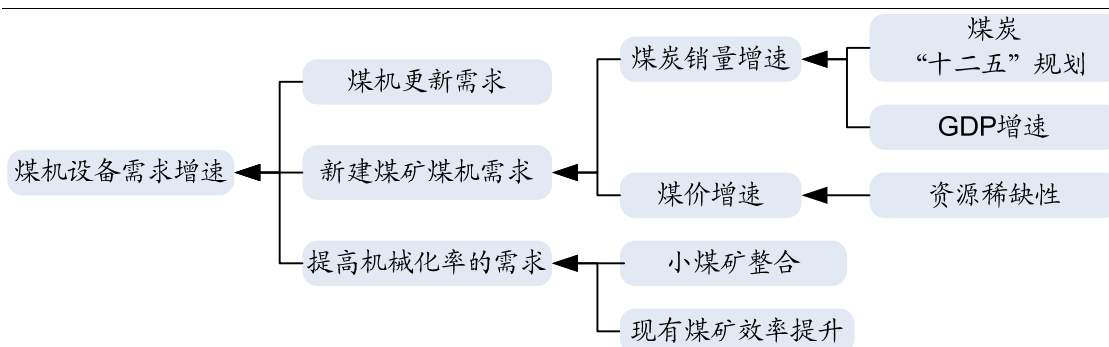
图 1：郑煤机股价相对沪深 300 指数收益率差与单季度净利润增速（%）



资料来源：东北证券

煤炭机械行业需求将保持稳定增长

图 2：煤矿机械需求逻辑图



资料来源：东北证券

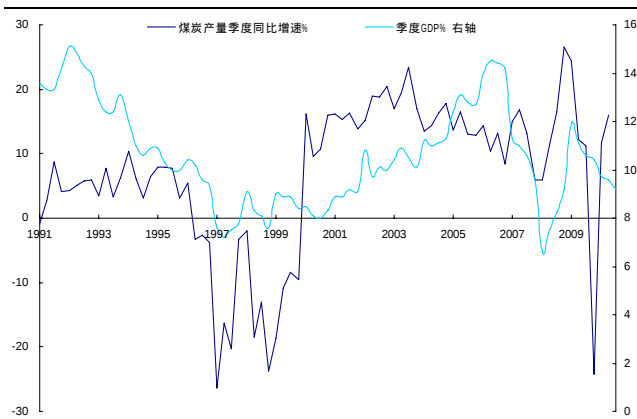
煤炭产量增速略降，预计十二五期间平均增速 5%

我国资源具有煤多油气少的特点，在一次能源消耗中，煤炭占比接近 70%。煤炭下游主要为发电、冶金、化工等行业，国民经济对煤炭依赖度很大，因此煤炭产量增速与 GDP 增速高度相关。由于我国处于工业化中后期，GDP 增速中枢逐步下移，预计未来煤炭产量增速中枢也将下移。

“十一五”期间煤炭产量 CAGR 达 6.6%，根据煤炭工业发展“十二五”规划，到 2015 年，煤炭产量达到 37.9 亿吨，比 2010 年增长 5.5 亿吨，CAGR3.2%。

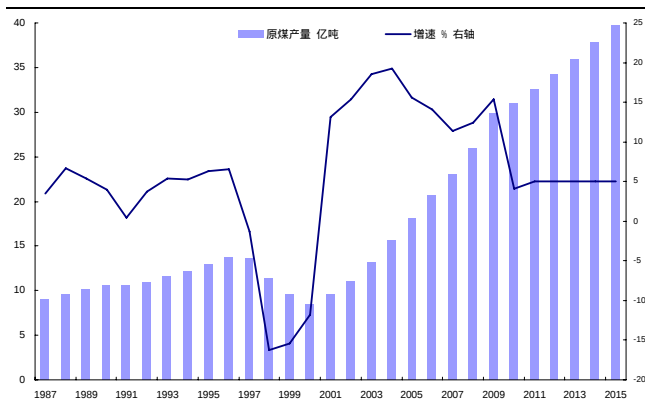
我们认为，虽然规划设置了煤炭产量 38 亿吨天花板，但依据我国经济增速和对煤炭的依赖度，2015 煤炭产量至少 40 亿吨，“十二五”期间 CAGR5%。

图 3：煤炭产量增速与 GDP 增速高度相关（%）



资料来源：WIND，东北证券

图 4：原煤年产量及增速（亿吨，%）



资料来源：WIND，东北证券

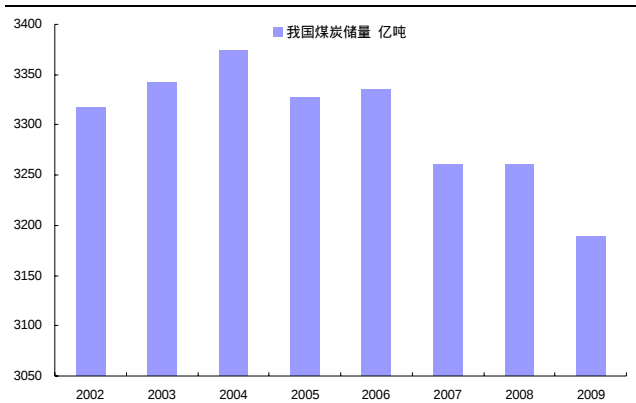
稀缺性决定煤价长期走高，增速小幅放缓至 10% 左右

由于煤炭具有不可再生性，我国煤炭储量自 2004 年开始逐年下降。即使未来发现新煤田，储量也极为有限。

以目前煤炭年销量 32 亿吨、增速 5% 计算，3200 亿吨储量将在 50 年内开采殆尽。煤炭稀缺性将支撑煤价长期走高。2011 年以来，煤价增速稳定在 10-15%。自 2004 年以来，煤

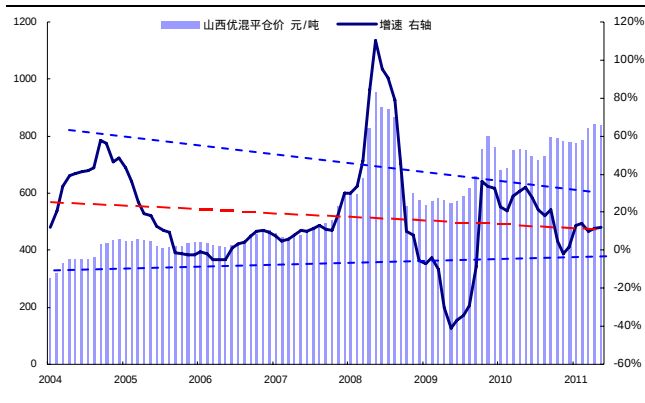
价增速逐渐收敛，未来趋势将均值回归至 10% 左右，呈小幅下降趋势。

图 5：我国煤炭储量（万亿吨）



资料来源：WIND，东北证券

图 6：煤炭价格及增速（元/吨，%）



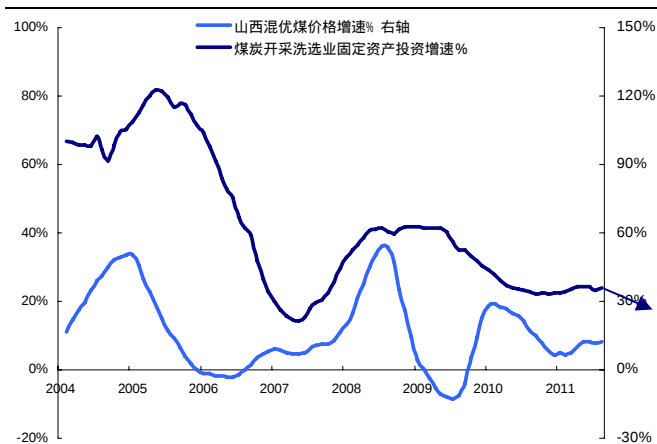
资料来源：WIND，东北证券

新建煤矿煤机设备投资增速将小幅放缓至 20% 左右

煤矿建设从规划到投产需要 3-5 年的周期，而煤矿建设的动力主要来源于煤价上涨。从历史数据看，煤炭开采及洗选业固定资产投资增速变化趋势大部分时间与煤价增速变化趋势一致，只有在 2009 年出现过分歧（煤价增速下降、固定资产投资增速稳定），主要由于“四万亿”有力地支撑了煤炭固定资产投资。

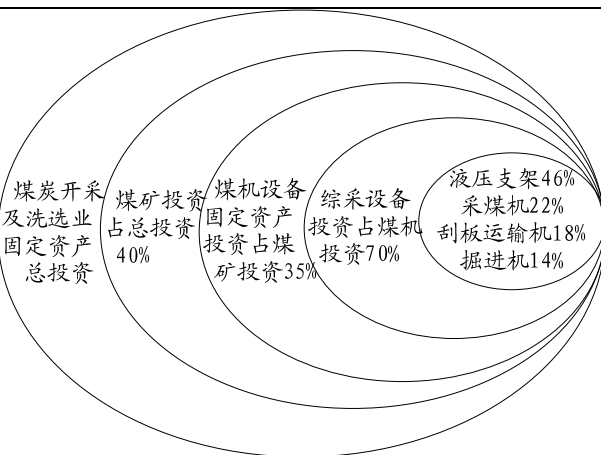
目前煤价增速小幅下降，同样，我们预计煤炭开采及洗选业固定资产投资增速趋势同样小幅下降，在 20% 左右。煤机设备投资占煤炭投资的 14% 左右，预计未来新建煤矿煤机设备投资增速将小幅下降至 20% 左右。

图 7：煤炭开采及洗选业固定资产投资增速、煤价增速（%）



资料来源：WIND，东北证券 注：数据经过 5 个月 MA 处理

图 8：煤炭投资关系图



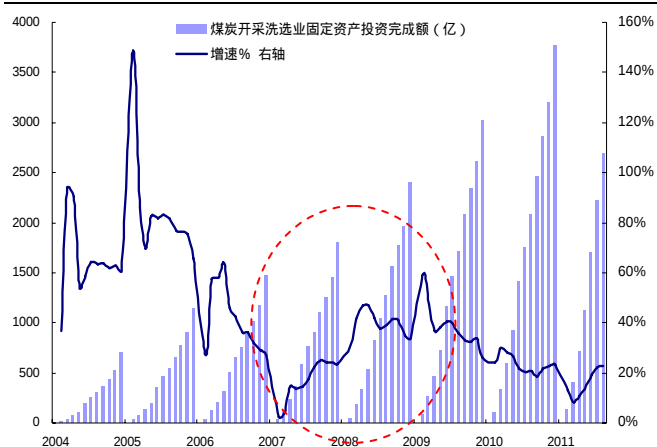
资料来源：东北证券

更新需求迎来新一轮上涨周期，综采设备更新年规模不小于 300 亿元

2007-2008 年煤炭开采及洗选固定资产投资增速经历了一轮上涨周期，由于煤矿综采设备采购晚于建矿 1 年左右，2008-2009 年综采设备投资经历了一轮上涨周期。综采设备设计使用寿命 5-8 年，由于产品升级速度加快，实际使用寿命短于预期，可能只有 3-5 年，2012-2015 年煤机设备将进入新一轮更新周期。

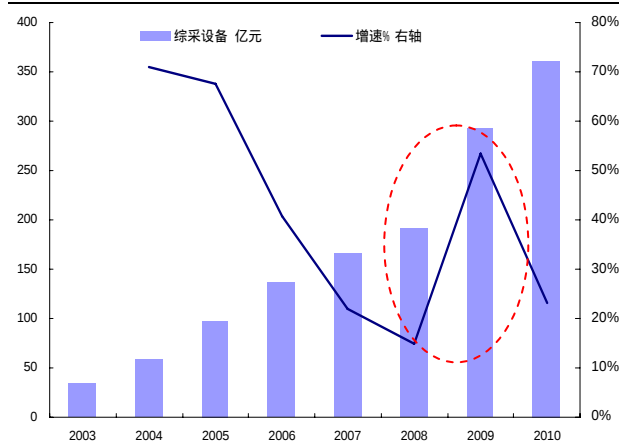
从 2008-2010 年综采设备投资规模和增速来看，预计 2012 年的更新规模不低于 300 亿元，增速 30% 以上。

图 9：煤炭开采及洗选固定资产投资额及增速（亿元，%）



资料来源 WIND，东北证券

图 10：煤炭综采设备投资额及增速（亿元，%）



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

小煤矿整合提高整体机械化率至 75%

根据十一五规划，2010 年之前，国内大型及中型煤矿机械化率分别达到 95% 及 80%，同期小型煤矿机械化率超过 30%，国内煤矿整体机械化率将由 2006 年的 42% 增加至 2010 年的 75%。从实际情况看，煤矿机械化率进程晚于预期。

根据十二五规划，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。大型煤矿采煤机械化率达到 80%，掘进机械化率达到 90%。山西、河南、内蒙古、河北等地小煤矿关闭和整合正在有条不紊地进行，有利于煤矿整体机械化率提升，预计十二五末达到 75%。

煤机化率提升是一个循序渐进的过程，不会导致煤机需求爆发式增长，但能够有效提升煤机需求规模。预计未来煤机设备投资增速将略高于开采及洗选业固定资产投资增速。

2011-2015 煤炭设备投资增速 20 - 25%，呈小幅上升趋势

综合考虑了下游煤价增速趋势、煤炭开采及洗选业固定资产投资增速趋势、煤矿机械更新需求、煤机化率提升等多重因素，2015 年中国煤机设备投资额近 1500 亿，综采设备需求占 70%，近 1000 亿。2011-2015 煤炭设备投资增速将呈小幅上升趋势，增速在 20 - 25%。

表 6：综采设备分类需求预测（台，亿元，%）

按数量（台）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
掘进机	497	700	656	972	1343	1305	1575	1919	2302	2820	3399	4218
同比	111%	41%	-6%	48%	38%	-3%	21%	22%	20%	23%	21%	24%
采煤机	274	500	596	546	661	688	830	1011	1213	1486	1791	2223
同比	8%	82%	19%	-8%	21%	4%	21%	22%	20%	23%	21%	24%
刮板输送机	4944	5323	3915	4872	4236	4343	6688	8360	10199	12494	15059	18686
同比	40%	8%	-26%	24%	-13%	3%	54%	25%	22%	23%	21%	24%
液压支架	17872	21312	29871	40660	46998	55050	66929	81529	96675	118427	142736	177120
同比	76%	19%	40%	36%	16%	17%	22%	22%	19%	23%	21%	24%

按产值 (亿元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
掘进机	8	13	12	18	26	25	30	37	44	54	65	80
同比	25%	49%	-1%	48%	38%	-2%	20%	22%	20%	23%	21%	24%
采煤机	12	24	30	30	36	32	39	48	57	70	84	104
同比	25%	93%	25%	1%	21%	-12%	22%	22%	20%	23%	21%	24%
刮板输送机	10	16	20	24	21	22	33	41	50	62	74	92
同比	25%	54%	23%	24%	-13%	4%	50%	25%	22%	23%	21%	24%
液压支架	22	37	59	86	108	133	162	197	234	287	345	429
同比	70%	65%	60%	46%	26%	23%	22%	22%	19%	23%	21%	24%
综采设备合计	58	97	137	166	191	212	264	323	385	472	569	706
同比	71%	67%	41%	22%	15%	11%	25%	22%	19%	23%	21%	24%
非综采煤炭设备	24	38	41	73	136	250	294	358	430	526	635	787
同比	25%	59%	8%	78%	86%	84%	18%	22%	20%	23%	21%	24%
煤炭设备合计	82	135	178	239	327	462	558	681	815	998	1203	1493
同比	54%	65%	31%	35%	37%	41%	21%	22%	20%	23%	21%	24%

资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

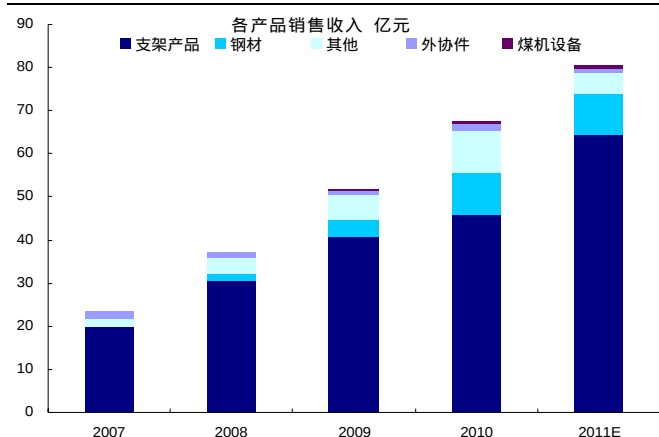
液压支架龙头企业迈开国际化步伐

主营业务液压支架贡献了公司近 70%的收入

公司主营业务液压支架，贡献了近 70%的收入。公司整体毛利率 26%，其中，液压支架毛利率 30%。

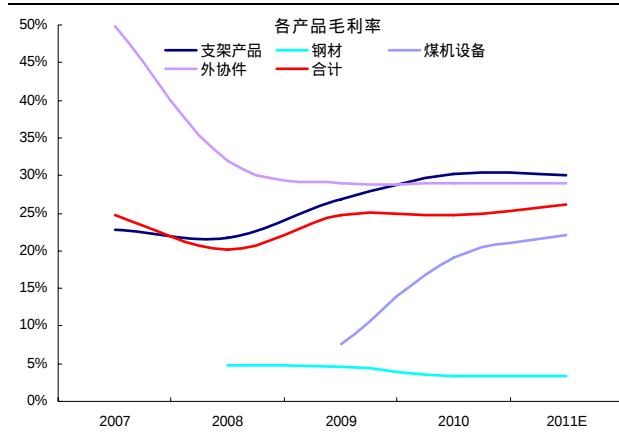
2011 年上半年收入 37.5 亿 (yoy19%)，净利润 5.5 亿 (yoy21%)。全年目标收入 80 亿 (yoy19%)，净利润 11 亿 (yoy25%)。

图 11：公司分业务收入 (亿元)



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

图 12：公司各产品毛利率 (%)



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

在液压支架领域优势明显，研发实力支撑高毛利率

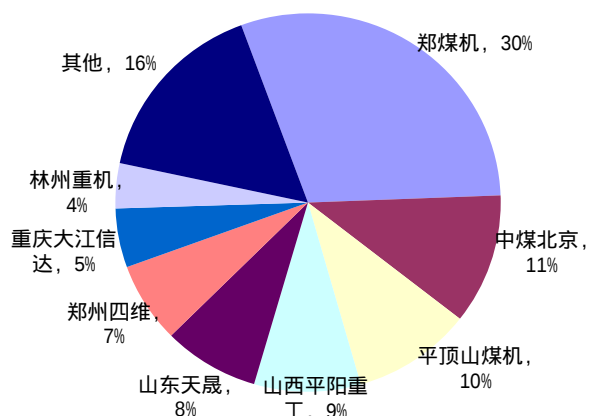
2009 年液压支架市场规模 133 亿，公司产品市场份额 30% 以上，在中高端市场份额 50% 以上。预计到 2015 年市场规模达到 400 亿元。

公司研发实力雄厚，目前在液压支架领域，只有中煤北京煤机厂能够与公司分庭抗礼。

液压支架的研发设计资质只有上述两家公司拥有，其他生产企业都要委托设计。

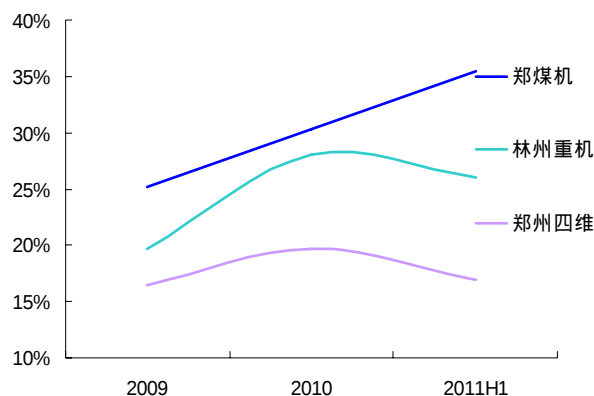
液压支架产品质量主要体现在良率上，良率对井下施工意义重大，由于产品故障导致停工造成的损失远远超过煤机自身价值，因此客户会倾向于购买良率较高的产品，对产品价格并不很敏感。公司凭借产品质量优势，有效地支撑起产品高毛利率。

图 13：2009 年液压支架主要公司市场份额（按产值）（%）



资料来源：WIND 料，东北证券

图 14：主要上市公司液压支架产品毛利率比较（%）



资料来源：WIND，东北证券

订单饱满，液压支架募投项目进展顺利

公司位于郑州高新技术开发区的新厂房已与 9 月 16 日举行开工典礼，机加工、焊接等工序全部迁入新厂区。搬迁造成的工期延误已在预期之中。目前公司在手订单饱满，全年目标不变。

表 7：液压支架产量及收入预测（架、万吨、亿元、%）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
整机订货量（架）	8532	12596	11669	14012	16802	18972	20212
总订货量（万吨）	17	29	31	36	49	57	69
收入（亿元）	20	30	41	46	64	76	93
每架平均价格（万元/架）	23	24	35	33	38	40	46
架数增速 %	25%	48%	-7%	20%	20%	13%	7%
收入增速 %		52%	34%	13%	39%	18%	23%

数据来源：公司资料，东北证券

刮板运输机小试牛刀

刮板运输机市场容量较小，2010 年市场规模 50 亿，其中，张家口煤机 25 亿、宁夏西北奔牛 18 亿。预计到 2015 年市场规模达到 90 亿元。

公司刮板运输机业务 2011 年收入 1 亿，2012 年目标 2 - 3 亿。公司进入刮板运输机领域只是小试牛刀，未来没有做成套装备的规划，主业仍以液压支架为主。

2012 港股 IPO，积极布局海外市场

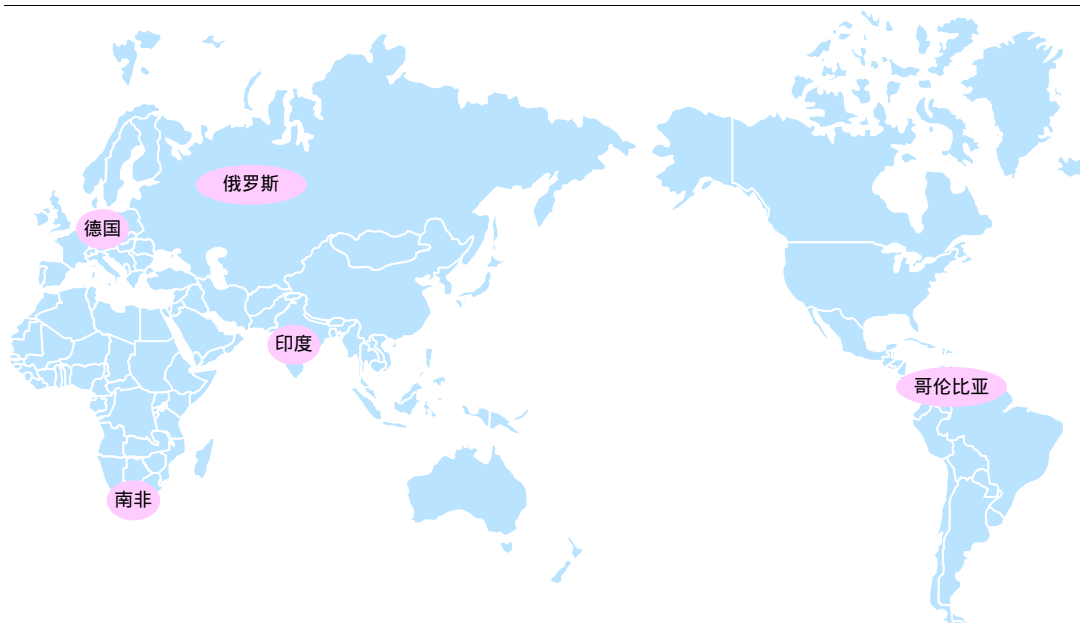
公司拟定于 2012 年中旬登陆港股市场，融资规模 40 亿左右。公司目前账面现金及等价物近 35 亿，家底殷实。手握大量现金，公司继续布局海外市场。

2011 年预计出口收入 7 亿，增长 300%。出口产品利润丰厚，单价接近国内两倍，毛利

率近 90%。2015 年目标，出口占总收入 50%，约 70 亿。

海外市场订单主要来自俄罗斯。未来印度、哥伦比亚等煤炭储量丰富且尚处于工业化进程中的国家将成为公司产品出口目的地。除了布局销售网络外，公司可能会在海外建立工厂，贴近客户需求，降低物流成本。

图 15：海外扩张版图



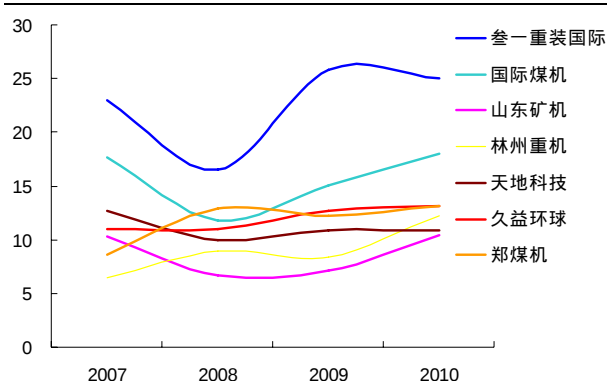
资料来源：东北证券

盈利能力处于行业领先地位

从净利率来看，郑煤机净利率仅次于三一国际和国际煤机。三一国际是掘进机龙头、国际煤机是采煤机龙头、郑煤机是液压支架龙头。只有龙头企业可以获得较高议价空间，保证高净利率。

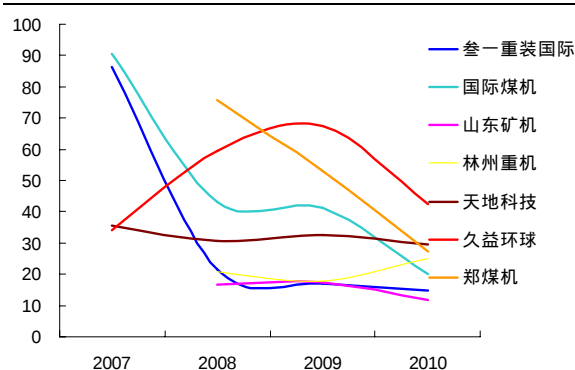
从 ROE 来看，郑煤机仅次于久益环球和天地科技。由于天地科技和久益环球近 4 年都没有融资，资本金已充分用于公司运营，因此 ROE 较高。而在近两年曾融资过的煤机企业中（三一重工国际、国际煤机、山东矿机、林州重工、郑煤机），郑煤机 ROE 是最高的，为股东创造的价值也是最高的。

图 16：同类公司净利率比较（%）



资料来源：BLOOMBERG，东北证券

图 17：同类公司 ROE 比较（%）



资料来源：BLOOMBERG，东北证券

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	4029	4395	5254	6407	营业收入	6752	7939	9240	11021
应收款项	2084	2393	2729	3190	营业成本	5085	5882	6797	8063
存货净额	1230	1446	1647	1932	营业税金及附加	33	40	46	55
其他流动资产	235	278	323	386	销售费用	132	191	220	259
流动资产合计	7578	8512	9954	11915	管理费用	406	523	599	703
固定资产	1059	1503	1914	2323	财务费用	5	(63)	(73)	(89)
无形资产及其他	226	203	181	158	投资收益	9	0	0	0
投资性房地产	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	(59)	0	0	0
长期股权投资	33	33	33	33	其他收入	0	23	23	23
资产总计	9027	10382	12212	14560	营业利润	1042	1390	1674	2052
短期借款及交易性金融负债	60	60	61	62	营业外净收支	23	(10)	(11)	(11)
应付款项	1508	1606	1848	2190	利润总额	1064	1380	1663	2041
其他流动负债	2089	2294	2614	3064	所得税费用	172	222	268	329
流动负债合计	3656	3960	4523	5317	少数股东损益	10	13	16	20
长期借款及应付债券	123	133	144	156	归属于母公司净利润	883	1145	1380	1693
其他长期负债	107	107	107	107					
长期负债合计	230	240	251	263	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	3887	4200	4774	5580	净利润	883	1145	1380	1693
少数股东权益	145	157	171	189	资产减值准备	22	(3)	18	18
股东权益	4995	6025	7267	8790	折旧摊销	48	81	118	147
负债和股东权益总计	9027	10382	12212	14560	公允价值变动损失	59	0	0	0
					财务费用	5	(63)	(73)	(89)
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	151	(266)	(3)	3
每股收益	1.26	1.64	1.97	2.42	其它	(13)	15	(4)	(1)
每股红利	0.10	0.16	0.20	0.24	经营活动现金流	1150	971	1510	1860
每股净资产	7.14	8.61	10.38	12.56	资本开支	(678)	(500)	(525)	(551)
ROIC	26%	20%	22%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	19%	19%	19%	投资活动现金流	(694)	(500)	(525)	(551)
毛利率	25%	26%	26%	27%	权益性融资	2730	0	0	0
EBIT Margin	16%	17%	17%	18%	负债净变化	(150)	10	11	12
EBITDA Margin	17%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(67)	(114)	(138)	(169)
收入增长	31%	18%	16%	19%	其它融资现金流	18	0	1	1
净利润增长率	40%	30%	21%	23%	融资活动现金流	2314	(104)	(126)	(156)
资产负债率	45%	42%	40%	40%	现金净变动	2770	367	859	1153
息率	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	1259	4029	4395	5254
P/E	19.9	15.3	12.7	10.3	货币资金的期末余额	4029	4395	5254	6407
P/B	3.5	2.9	2.4	2.0	企业自由现金流	441	428	934	1245
EV/EBITDA	18.7	15.4	13.0	10.9	权益自由现金流	310	491	1007	1334

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。