

买入煤机成套装备最具潜力的新星股

公司研究动态

◆十二五末煤炭综采化率将突破 75%

根据国家发改委、能源局、安监总局、煤监局四部门今年 10 月 31 日联合下发《关于“十二五”期间进一步推进煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》，“十二五”期间，全国煤炭行业将淘汰落后产能 9718 万吨，2917 处小煤矿退出市场。目前，全国仍有近 10000 处小煤矿。我们预计，本轮结构调整结束后，“十二五”末小煤矿数量将降至 7000 处以内，煤炭综采化率将达到 75% 以上。

◆预计煤炭综采设备全行业保持 18% 的增速

从煤炭机械的需求来源上，我们认为主要有三个方面：新增煤炭开采带来的煤机需求、原有煤炭综采化率提升带来的需求、旧煤机的更新需求。我们预测，煤炭综采设备在未来几年仍将保持年复合 18% 左右的快速增长。

◆标的推荐林州重机，股权激励为公司高速增长提供坚实动力

林州重机的股权激励已正式授予。激励方案条件较高，要求公司 2011 年、12 年、13 年实现归属母公司的净利润分别不低于 1.8 亿、3 亿和 4.5 亿元；每年的加权平均 ROE 不低于 8%。

我们认为，公司的行权条件对应保底净利润增幅分别为 11 年 65.85%、12 年 66.67%、13 年 50%。11、12、13 年 EPS 底线分别为 0.44 元、0.74 元和 1.10 元。严格的行权条件为公司未来的高速增长打下了坚实的基础。

◆大客户开拓成效显著，新产品提升盈利能力

林州重机大客户战略成效显著，今年成功开拓了陕煤、铁法等大客户，今后有可能开拓河南煤化工、神华等新客户。我们预计公司今年支架产品收入大约 7 亿，刮板机收入翻倍增长至 2 亿左右。新产品掘进机下半年开始销售，预计销量 50 台，1.5 亿收入，40% 左右毛利率。采煤机和煤矿救生舱研发进展顺利，预计明年拿到安标并实现销售，毛利率 40% 左右，进一步提升公司未来盈利能力。

◆预计 2011-2013 年 EPS 0.48、0.85、1.15 元，“买入”评级

我们看好公司掘进机、采煤机、救生舱、电液控制系统等新产品的增长前景，以及新大客户的拓展能力。在高毛利新产品的拉动下，公司综合盈利能力将持续上升。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.48、0.85、1.15 元。我们给予公司 2012 年 25 倍 PE，目标价 21 元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	685	850	1,152	1,882	2,536
营业收入增长率	26.32%	24.14%	35.49%	63.43%	34.70%
净利润(百万元)	57	103	197	346	469
净利润增长率	18.96%	80.47%	90.69%	75.87%	35.38%
EPS(元)	0.14	0.25	0.48	0.85	1.15
ROE(归属母公司)	15.31%	23.03%	10.33%	15.79%	18.33%
P/E	112	62	33	19	14

买入(维持)

当前价/目标价：15.45/21.00 元

目标期限：6 个月

分析师

陆洲(执业证书编号 S09350511010007)

021-22169322

luzhou@ebcn.com

联系人

陈佳宁

021-22169162

chenjianing@ebcn.com

市场数据

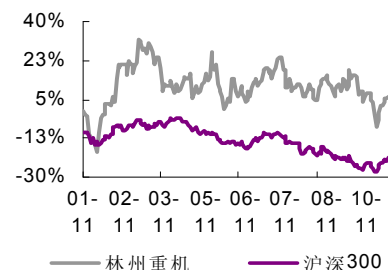
总股本(亿股)：4.10

总市值(亿元)：55.01

一年最低/最高(元)：13.39/39.00

近 3 月换手率：40.77%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.19	1.27	0.00
绝对	-0.13	-3.35	0.00

相关研报

股权激励正式授予，高速发展大幕拉开
.....2011-10-26
高速增长期已至，四季度业绩将更好
.....2011-10-23
大踏步扩张 买入正当时
.....2011-04-22

煤炭综采机械是煤机核心设备，具有成套性

按照煤炭开采方式，煤炭机械设备可分为露天开采设备和井下开采设备，其中露天开采设备包括矿用重型汽车、自卸车、铲运机和挖掘机等；井下开采设备按照开采顺序如下图所示。

图表1：煤炭井下机械主要设备类型示意



资料来源：光大证券研究所

煤炭掘进和综采机械设备是煤炭井下开采作业的核心设备。因此，狭义上的煤机指煤炭综合采掘设备，包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架，合称“三机一架”。其中液压支架是综采工作面装备中装备数量和投资最大的产品，一般占到煤炭企业综采设备投资的60~70%。

图表2：煤炭综采设备“三机一架”示意

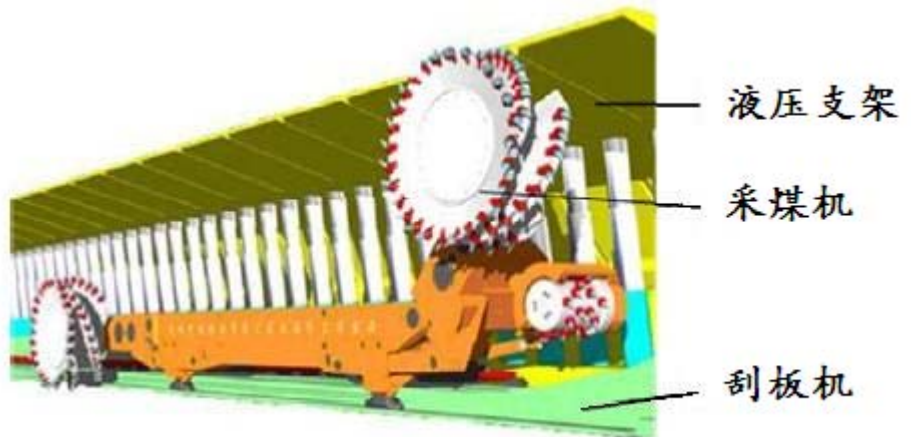
名称	掘进机	采煤机	刮板输送机	液压支架
用途	煤矿各种巷道的掘进	煤矿采煤工作面的落煤和装煤	煤矿采煤工作面内的煤炭运输，以及采煤机的行走轨道	综采工作面顶板的支护和控制及工作面设备的推移行走
图片				

资料来源：光大证券研究所

采煤工作面由液压支架支护，使矿工在较为安全的环境下工作；刮板输送机依靠液压支架支承和推移，采煤机搭载在刮板输送机上并以其为轨道移动。当采煤机从煤层切割出煤炭后，刮板输送机将煤炭从工作面运送至轧碎机，继而转运至带式输送机，并最终将煤炭运离矿井。当采煤机沿着工作面完成一次采煤后，整套综采机械设备在液压支架推移下向前移动，沿着工作面进行下一次开采。

通过液压支架、刮板输送机和采煤机配合使用，可实现工作面破煤、装煤、运煤、支护及采空区处理的全部机械化作业，具有较高的营运效率 and 安全性。

图表3：综采设备配套应用示意



资料来源：光大证券研究所

为实现综采工作面的最大生产能力和安全生产，采煤机、刮板输送机和液压支架之间在性能参数、结构参数、工作面空间尺寸以及相互连接部分的形式、强度和尺寸等方面，必须互相适应和匹配，产品彼此之间要有较强的配套能力。因此煤炭机械的应用具有**成套性**。

但由于历史原因，我国煤机企业形成了各自主打单一产品的格局，能提供成套设备的企业很少。如佳木斯煤机主要生产掘进机，鸡西煤机主要生产采煤机，张家口煤机主要生产刮板输送机，郑煤机和林州重机主要生产液压支架。

相比而言，世界性煤机巨头的产品类型更加丰富。经过不断的并购重组，目前世界煤炭机械行业基本被美国久益 (JOY) 国际公司和德国DBT公司垄断。两家公司产品种类齐全，可提供煤炭勘探、采掘、运输、提升、洗选等全套煤炭机械设备，在产品的种类、研发、技术性能以及制造工艺等方面均居于世界领先水平。

经过与海外巨头的比较，我们认为，随着国内煤矿机械化率的提升，煤机企业的成长，向相近配套产品延伸，成套化产品生产是一个大的趋势。

行业维持高速发展，后续增长来自三大动力

煤炭机械的需求直接来源于煤矿企业的固定资产投资。而煤炭是我国最重要的战略能源，在一次能源消费中的比重长期保持在70%以上。我国“富煤、贫油、少气”的地质条件和能源特征决定了在相当长的时期内，煤炭都将成为我国的主要能源。

而我国虽然煤炭储量丰富，但与国外主要采煤国家相比，我国煤炭资源开采条件属于中等偏下水平，煤层埋藏深、构造复杂，适宜露天开采的煤炭资源量仅占6%，绝大多数煤层需要采用煤炭机械井下开采。经过多年的开采，我国煤炭开采的地质条件愈发复杂恶劣，对煤炭机械的需求也愈发强烈。

在小煤矿整合如火如荼之际，我国煤炭固定资产投资也相应出现了高增长。2011年1-9月全国煤炭固定资产投资同比上升32.8%，其中7-9月投资增速出现加速态势，同比增速分别高达47.7%、48.1%和49.4%。

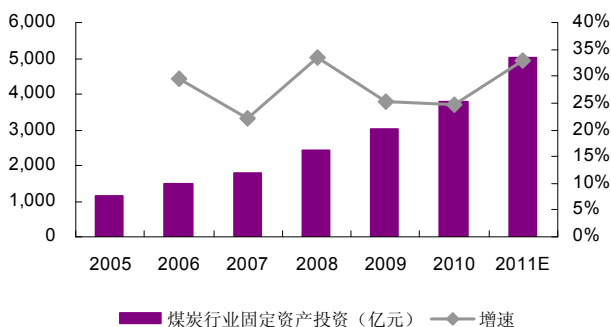
图表4：煤炭行业月度固定资产投资同比增速变化

7-9月固定资产投资同比增速维持高位（红圈处）

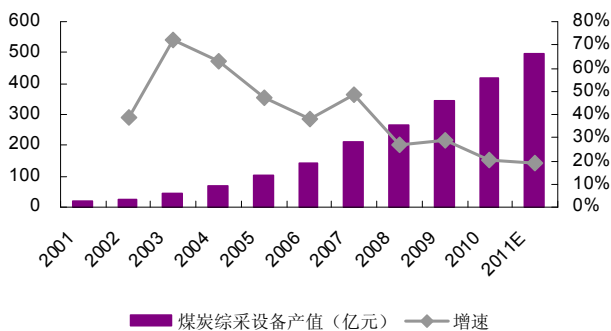


资料来源：CEIC，光大证券研究所

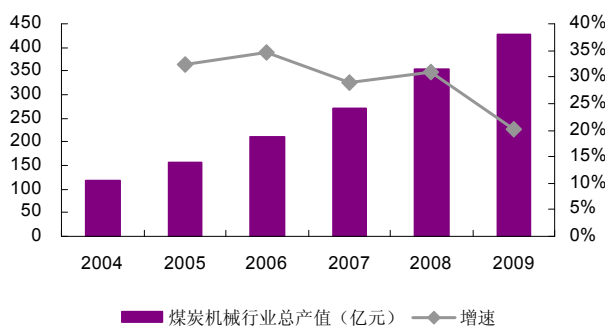
从我国煤炭固定资产投资的快速增长，我们可以印证煤机需求的快速提升。而煤炭综采设备产值增速超过煤机整体产值增速，说明其综采设备占比在逐渐增加。预计2011年煤炭行业固定资产投资增长良好，因此明年煤炭机械设备的需 求将维持景气。

图表5：煤炭行业固定资产投资（亿元）

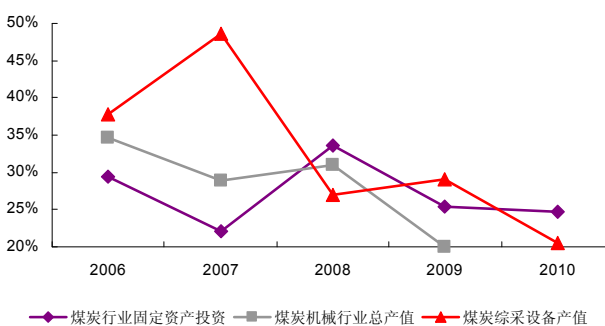
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表7：煤炭综采设备产值（亿元）

资料来源：煤炭机械工业协会，光大证券研究所

图表6：煤炭机械行业总产值（亿元）

资料来源：煤炭机械工业协会，光大证券研究所

图表8：三者增速比较

资料来源：CEIC，煤炭机械工业协会，光大证券研究所

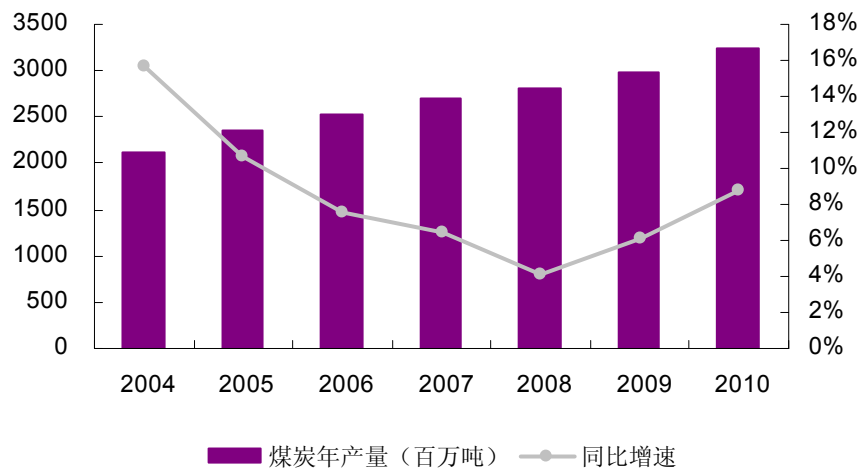
根据国家发改委、能源局、安监总局、煤监局四部门今年10月31日联合下发《关于“十二五”期间进一步推进煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》，“十二五”期间，全国煤炭行业将淘汰落后产能9718万吨，2917处小煤矿退出市场。目前，全国仍有近10000处小煤矿。

我们预计，本轮结构调整结束后，“十二五”末小煤矿数量将降至7000处以内，煤炭综采化率将达到75%以上。

从煤炭机械的需求来源上，我们认为主要有三个方面：**新增煤炭开采带来的煤机需求、原有煤炭综采化率提升带来的需求、旧煤机的更新需求。**

1、新增煤炭开采带来的需求：过去几年我国煤机市场的快速成长，与煤炭产量的高速发展密切相关。结合国家煤炭行业的“十二五”规划和行业研究员的预测，我们认为后五年内国家在煤炭开采的总量上会加以控制，煤炭产量的年复合增速将在7%左右。

图表9：我国煤炭产量变化（百万吨）



资料来源：CEIC，光大证券研究所

2、煤炭综采化率提升带来的需求：我国目前的煤炭综采化率仅有46%左右，而加拿大、澳大利亚等主要产煤大国的综采率接近100%。加之我国的煤层地质条件复杂，开采难度大，对机械开采的需求更加迫切。

在煤炭“十二五”规划中，国家能源局提出以下目标：1) 形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业；2) 将煤矿企业的数量控制在4000家；3) 煤企的平均机械化程度达到75%以上。

日前国家发改委、能源局、安监总局、煤监局四部门联合下发《关于“十二五”期间进一步推进煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》。“十二五”期间全国煤炭行业将淘汰落后产能9718万吨，2917处小煤矿退出市场。

我国小煤矿产量约占全国煤炭总产量的1/3，往往采用炮采等落后的生产方式。关闭小煤矿，推进生产规模化和技术现代化，这为大型煤炭机械的开发和应用提供了平台，从而产生大量对综采成套设备的需求。煤炭“十二五”规划中已经提出了十二五末煤机化率达到75%的目标。接下来的五年，有望成为煤机化率最高速发展的五年，并进而催生行业需求的高速提升。

3、更新需求：由于煤矿开采条件复杂恶劣，煤炭机械的损耗率较高，平均寿命在5-8年左右。近几年来煤炭机械保有量的快速发展，将在接下来的几年中进一步催生大量的更新需求。

我们对这三方面的需求进行了测算，结果如下。

图表10：煤炭综采设备市场空间测算

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭产量 (亿吨)	32.4	34.7	37.1	39.7	42.5	45.4
煤炭产量增速	8.8%	7%	7%	7%	7%	7%
综采率	46%	52%	58%	64%	70%	76%
新增综采产量 (亿吨)		3.12	3.49	3.89	4.33	4.81
新增综采需求 (亿元)		406.04	453.39	505.38	562.43	624.99
更新需求 (亿元)		89.50	131.50	181.00	241.75	310.50
总新增需求 (亿元)	417	495.54	584.89	686.38	804.18	935.49
新增需求增速		18.8%	18.0%	17.4%	17.2%	16.3%

注 1：煤炭产量预测基于 2010 年产量，年复合增速为 7%；

注 2：综采率预测基于 2010 年 46% 数据以及“十二五”末超过 75% 的目标，假设每年稳定增长 6%；

注 3：新增综采产量显示新增煤炭开采需求和综采率提升两方面带来的总需求。

新增综采产量 = (今年煤炭产量 * 今年综采率) - (去年煤炭产量 * 去年综采率)

注 4：新增综采需求 = 新增综采产量 * 130，即平均每吨新增需求对应 130 亿元新增综采设备需求。

其对应关系由 2010 年新增综采需求除以新增综采产能估算而得。

注 5：更新需求量由国内煤机产品平均寿命约 5-8 年，假设以第 5、6、7、8 年每年更新 25% 得出。过程如下：

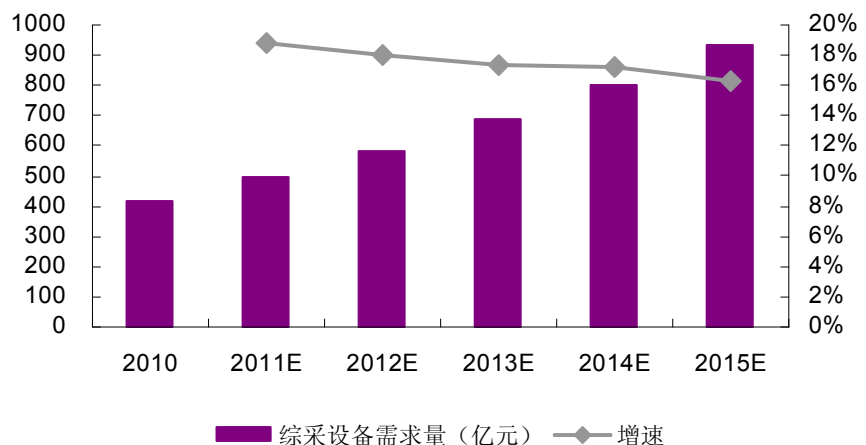
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
综采设备新增需求	18	25	43	70	103	142	211	268	346	417	495.5	584.9	686.4	804.18	935.49
更新需求-1 (25%)						4.5	6.25	10.75	17.5	25.75	35.5	52.75	67	86.5	104.25
更新需求-2 (25%)							4.5	6.25	10.75	17.5	25.75	35.5	52.75	67	86.5
更新需求-3 (25%)								4.5	6.25	10.75	17.5	25.75	35.5	52.75	67
更新需求-4 (25%)									4.5	6.25	10.75	17.5	25.75	35.5	52.75
更新需求总计						4.5	10.75	21.5	39	60.25	89.5	131.5	181	241.75	310.5

注 6：总新增需求由新增综采需求与更新需求相加得出，反映新增煤炭开采、原有综采率提升以及产品更新三方面产生的煤炭综采设备需求量。

资料来源：光大证券研究所

上述对煤炭综采设备需求的测算结果如下。

图表11：煤炭综采设备需求测算结果（亿元）



资料来源：光大证券研究所

根据测算结果,我们认为在新增煤炭产能、原有产能机械化、更新需求三方面的影响下,煤炭综采设备在未来几年仍将保持年复合18%左右的快速增长。

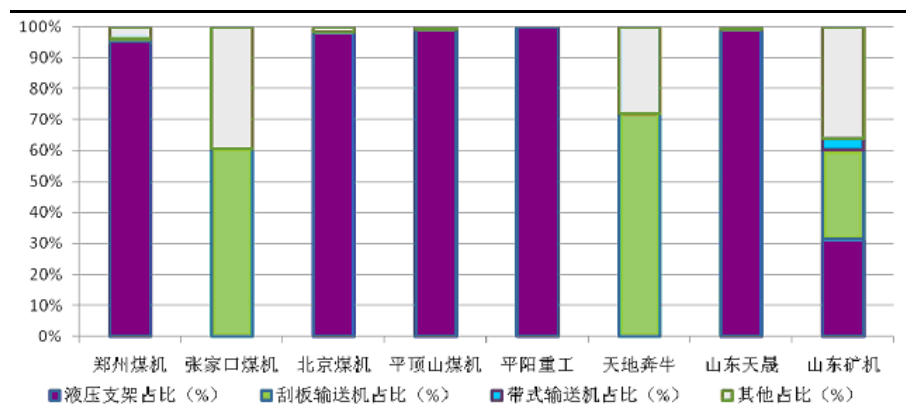
行业竞争由单一走向多元

同发达国家相比,我国煤炭机械行业起步较晚,但发展迅速。90年代前,我国煤机企业基本为国有企业,由于技术不足,大量产品需要从国外进口。近年来随着国有企业研发与技术的进步,以及民营企业的进入,国外综采产品份额不断下降,目前已经只有3%左右。

行业目前呈现三者差异化竞争的格局。大型国有企业有经验、资金等优势,市场占有率相对稳定;外资企业产品价格较高,但在性能等方面有一定优势;民营企业凭借自身灵活的经营机制和高效的经营效率,在技术研发上 and 市场营销上更加具有针对性,市场份额增长迅速。

但由于历史原因,我国煤机企业形成了各自主打单一产品的格局,能提供成套设备的企业很少。如佳木斯煤机主要生产掘进机,鸡西煤机主要生产采煤机,张家口煤机主要生产刮板输送机,郑煤机和林州重机主要生产液压支架。与国外巨头相比,产品多样性不足,单一产品占比过高。

图表12: 国内厂商单一产品占比过高(2009年数据)

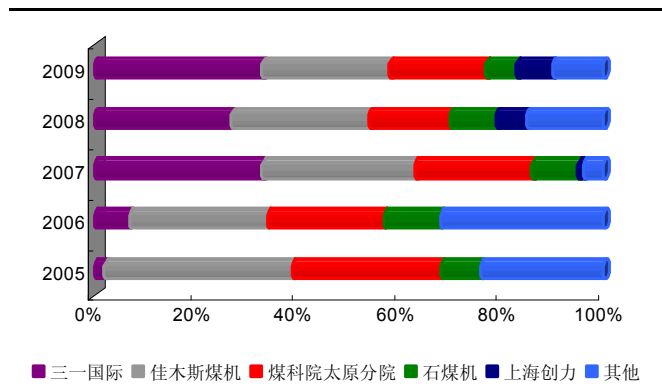


资料来源: 光大证券研究所

我国的煤炭机械行业高度分散,竞争较为激烈。2009年前7大煤炭机械企业的市场份额仅为33%,市场份额最大的中煤装备也仅占8.6%,其次为天地科技(8.1%)、郑州煤机(7.1%)和三一国际(2.8%)。另一方面,国内采煤机、掘进机目前高端主要是进口,液压支架最高端的也是进口。

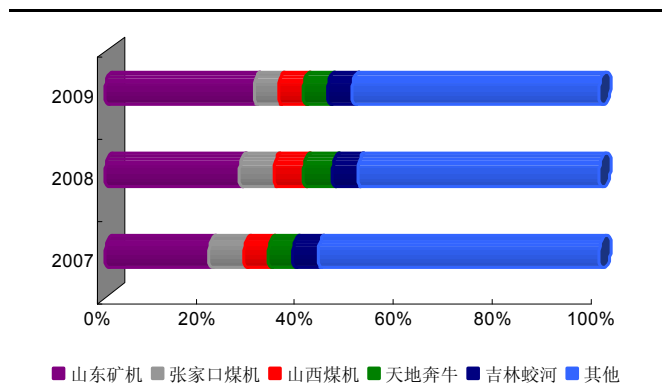
从细分产品的角度看,掘进机市场份额最大的三家企业分别为三一国际、国际煤机和天地科技,采掘机市场份额最大的三家企业分别为国际煤机、太重煤机和中煤装备,刮板运输机市场份额最大的企业为山东矿机和张家口煤机,而液压支架市场份额最大的三家企业分别为郑煤机、平顶山煤机和年代国际。

图表 13: 掘进机市场格局示意



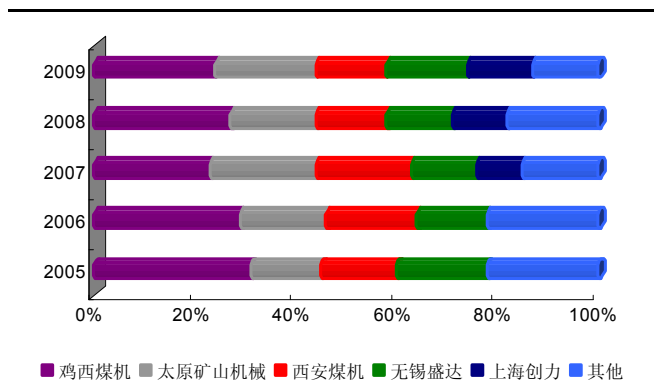
资料来源: 煤炭机械工业协会, 光大证券研究所

图表 15: 刮板机市场格局示意



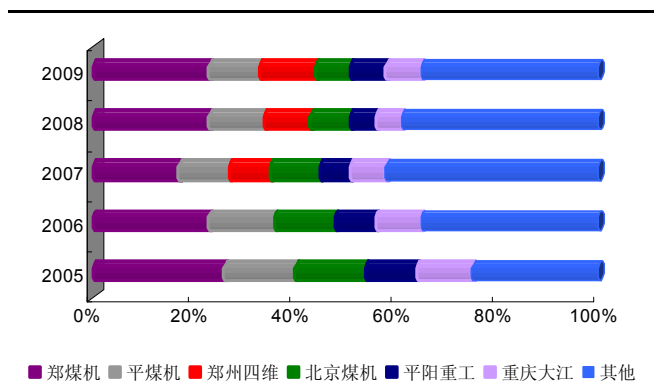
资料来源: 煤炭机械工业协会, 光大证券研究所

图表 14: 采煤机市场格局示意



资料来源: 煤炭机械工业协会, 光大证券研究所

图表 16: 液压支架市场格局示意

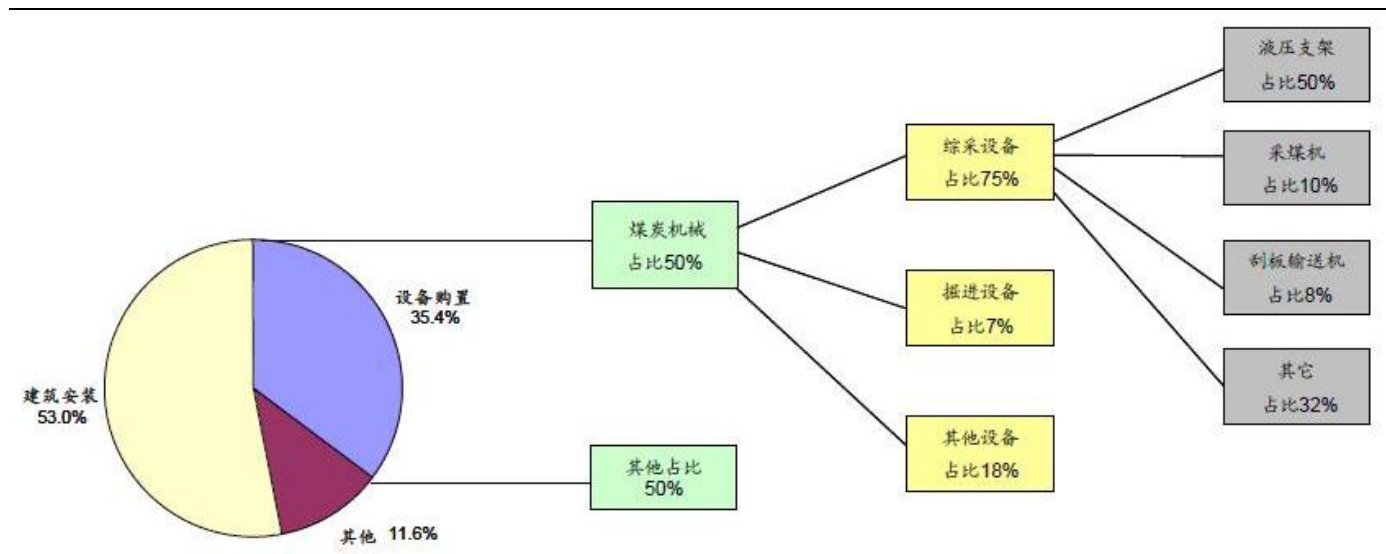


资料来源: 煤炭机械工业协会, 光大证券研究所

我国90%以上的原煤是通过井工开采的,而综合机械化采煤代表了采煤方式的主流和未来发展方向。根据综采的技术特点,通常一个矿井需要一台挖煤机、一台掘进机和一条传送带以及百余台液压支架。从产值数据上看,综采设备占整个煤炭机械产值的75%,是煤炭机械的核心,而液压支架占综采设备的比重近50%,市场空间最为广阔。

图表17: 煤机主要产品市场容量比较

产值: 液压支架:采煤机:刮板机:掘进机≈5:1:1:1



资料来源: 光大证券研究所

煤炭机械销售额由2003年的74亿元增长至2009年的460亿元，2003-2009年期间的年复合增长率高达35.8%，其中液压支架的销售额的增速居首，接近50%。

作为煤炭装备行业中的细分子行业，液压支架行业呈现垄断竞争格局。从技术路线、制造能力和服务半径来看，新进入者难度越来越大。我们预计液压支架领域内优势企业的市场地位将得到巩固，市场占有率还会有所提升，行业机会更多体现在市场并购。此外，我们认为包括液压支架子行业在内的煤炭装备行业在“市场未饱和+渠道竞争”特征下依然是蓝海格局。

由于煤矿的地质条件和工况条件差异较大，煤炭设备产品的专用性较强，因而对产品设计能力要求较高。随着煤炭开采逐渐向综合机械化转变，综采设备成套化逐渐成为煤矿开采设备的主流。

综采成套设备不是综采设备（采煤机、刮板运输机、液压支架）简单的叠加组合，它是基于综采成套设备优化配置和高度自动化控制基础上的一个完整高产高效采煤、输送、支护系统。同一家企业生产成套化设备，有利于将原本个性化差异较大的单机综采设备有效地成套设计集成，以达到设备使用效率最大化。

从国际煤机企业发展的历程来看，大都经历了从单一产品到全套产品的过程，其中外延收购和技术人员引进是实现产品多元化发展的重要手段。例如IMM国际煤机在国内扩张时，收购了国内掘进机龙头佳木斯煤机和采煤机龙头鸡西煤机，从而实现了产品的多元化和产能的迅速扩张。

国内企业目前也有复制国际成功企业发展的趋势。三一重装通过研发和收购，计划把采煤机、刮板机和液压支架整合成全套化联合采煤机组。林州重机通过技术人才引进，研发出掘进机、采煤机等新产品。郑煤机一手发展高端液压支架，一手研制采煤机等新产品。成套化成为发展趋势，行业竞争由单一走向多元。

煤矿安全标准提高，救生舱需求爆发增长

作为高危行业，我国煤炭开采死亡率远高于发达国家，其安全问题引起国家重视。2010年全国煤矿瓦斯事故死亡人数达623人，煤矿百万吨死亡率（每生产100万吨煤允许死亡的人数比例）为0.749，比2009年下降16%，但与美国、波兰、南非等主要产煤国0.1以下的百万吨死亡率，仍然差距巨大。

因此，国家对煤矿安全的要求一再提高。根据煤炭工业发展“十二五”规划意见稿，“十二五”煤矿事故死亡人数、重特大事故起数将分别比2010年下降25%，百万吨死亡率下降到0.5以下。而2010年煤矿百万吨死亡率为0.749，这意味着“十二五”煤矿百万吨死亡率要下降33%以上。

为了达到这一目标，除了加强安全培训，整治无证小煤矿以外，矿井救生舱作为事故发生时的有效避难设施，在国外多起矿难中发挥作用，日益受到各国重视。因此，国家安监总局正式发文，要求“矿井必须在距离工作面500米范围内建设避难硐室或设置救生舱”。

我们认为，在国家加大力度整治煤矿安全的背景下，从安全本质的角度来讲，只有下井的人越少，采煤的机械化程度越高，煤矿的安全系数才越大。同时，以国有大型煤矿为首的企业也将加大在煤矿安保设备上的配置力度。煤矿救生舱作为煤矿安全生产不可缺少的应急设备，其需求将显著上升。

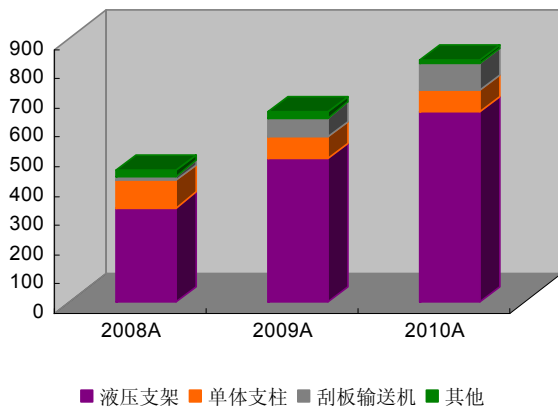
根据规定，所有煤矿企业在2013年之前必须装备救生舱，而目前已装备救生舱的矿井极少。假设每台矿井配备一套救生舱，以全国1.5万个煤矿，单套救生舱200万元计算，整个市场空间在300亿元左右。

煤机企业增长明星——林州重机

林州重机是国内最大的民营煤机企业之一。公司与龙煤集团、陕煤集团、辽宁铁法等企业开展战略合作，以液压支架产品起家，逐渐向掘进机、采煤机、煤矿救生舱等煤机成套化产品领域发展。

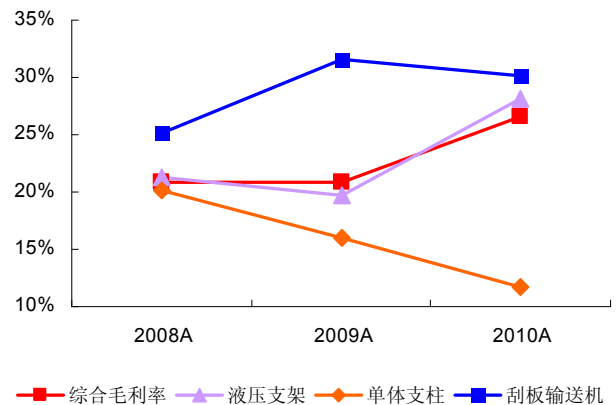
公司2011年前三季度实现营业收入7.06亿元，同比增长10.56%；实现归属于上市公司股东的净利润1.07亿元，同比增长35.71%；实现基本每股收益0.37元，全面摊薄后每股收益0.26元。

图表 18：林州重机分业务收入变化（百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 19：林州重机分业务毛利率变化



资料来源：公司年报，光大证券研究所

大客户开拓成效显著，新产品提升盈利能力

公司大客户战略成效显著，今年成功开拓了陕煤、铁法等大客户，今后有可能开拓河南煤化工、神华等新客户，山西阳煤、西山煤电等也是公司潜在的大客户资源。陕煤集团每年综采设备的采购量超过30亿元，是龙煤集团的2.5倍左右。

分业务来看，我们预计公司主要产品液压支架今年能够实现收入大约7亿。由于公司产能限制，公司优先接受高毛利的订单，因此今年能够维持较高的利润率。随着募投项目的逐渐达产，明年公司的液压支架年产值将达10亿元以上。新增产能将主要通过陕煤、铁法等新增大客户消化。

刮板运输机方面，公司去年收入9400万，而今年中期已做到1.25亿收入。我们预计今年全年收入将翻倍增长至2亿左右。

新产品掘进机下半年开始大量销售，预计全年销量有望达到50台，约1.5亿收入，40%左右毛利率。

采煤机和煤矿救生舱研发进展顺利，预计明年拿到安标并实现销售，毛利率40%左右，进一步提升公司未来盈利能力。

募投的液压支架电液控制系统已逐渐形成产能，毛利率较高，投产后将形成1700架电液控制系统产能。我们预计今年有3000-4000万收入，公司部分自

用，部分对外销售。募投项目明年将完全达产，公司的电液控制系统将从此自给，从而进一步减少外购，提升产品综合利润率。

股权激励正式授予，高速发展大幕拉开

公司的股权激励方案已获证监会和股东大会正式通过，并于10月26日正式授予。激励方案为，公司向公司董事、高管、重要管理人员和技术业务骨干共78人授予457.96万份股票期权，占公司总股本的1.118%，授予价7.10元/股。有效期自限制性股票授予日起4年。激励对象可在授予日起12个月后、24个月后、36个月后分三期分别申请解锁所获限制性股票总量的30%、30%、40%。

股权激励的考核条件较为苛刻，方案要求公司2011年、2012年、2013年实现归属母公司的净利润分别不低于1.8亿、3亿和4.5亿元；每年的加权平均ROE不低于8%。

图表20：解锁安排及公司业绩考核条件示意

锁定期	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
激励对象获授的限制性股票自授予日后的12个月	第一期于授予日12个月后至24个月内解锁	公司2011年度归属于母公司股东的净利润较2010年增长75%（不低于1.8亿）；2011年度加权平均净资产收益率不低于8%；2011年度归属于母公司股东的净利润不得低于最近三个会计年度(2008年、2009年、2010年)的平均水平。	30%
	第二期于授予日24个月后至36个月内解锁	公司2012年度归属于母公司股东的净利润较2010年增长190%（不低于3亿）；2012年度加权平均净资产收益率不低于15%(如有再融资，加权平均净资产收益率不低于8%)；2012年度归属于母公司股东的净利润不得低于最近三个会计年度 (2009年、2010年、2011年)的平均水平。	30%
	第三期于授予日36个月后至48个月内解锁	公司2013年度归属于母公司股东的净利润较2010年增长335%（不低于4.5亿）；2013年度加权平均净资产收益率不低于20%(如有再融资，加权平均净资产收益率不低于8%)；2013年度归属于母公司股东的净利润不得低于最近三个会计年度 (2010年、2011年、2012年)的平均水平。	40%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为，公司的行权条件对应保底净利润增幅分别为11年65.85%、12年66.67%、13年50%。11、12、13年EPS底线分别为0.44元、0.74元和1.10元。严格的行权条件为公司未来的高速成长打下了坚实的基础。

此外，李子山作为公司重点引进的掘进机采煤机团队负责人，独得最高近三分之一比例的股权激励，足以显示公司发展掘进机采煤机的强大决心。这也为公司有效拓宽产品线、实现新产品突破上了“双保险”。

四季度是业绩高峰，全年高增长确立

公司是当地明星企业，政府扶持力度明显。公司前三季度营业外收入大幅增长4400%至1293万元，主要来源为政府研发支持资金。

此外，公司四季度有望获批高新技术企业，全年有望享受15%的优惠所得税率，我们预计这将为公司带来2000多万元的净利润提升。

四季度是历来是煤机企业收入结转的高峰，加之公司若获批高新技术企业后，前期税收将追溯调整，因此四季度将是全年利润的高点。

图表21：公司分产品收入预测（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	445.6	644.6	822.7	1114.6	1821.6	2453.8
液压支架	320.42	485.82	646.54	678.87	950.41	1235.54
单体支柱	93.91	73.69	72.79	72.79	72.79	72.79
刮板输送机	12.24	66.82	90.81	199.78	349.62	506.95
掘进机				120.00	210.00	294.00
采煤机					100.00	150.00
井底救生舱					50.00	75.00
电液控制系统				30.00	75.00	105.00
其他	19.00	18.22	12.53	13.16	13.81	14.51
营业收入增速		44.7%	27.6%	35.5%	63.4%	34.7%
液压支架		51.6%	33.1%	5.0%	40.0%	30.0%
单体支柱		-21.5%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
刮板输送机		445.9%	35.9%	120.0%	75.0%	45.0%
掘进机					100.0%	40.0%
采煤机						50.0%
井底救生舱						50.0%
电液控制系统					150.0%	40.0%
其他		-4.1%	-31.2%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入构成						
液压支架	71.9%	75.4%	78.6%	60.9%	52.2%	50.4%
单体支柱	21.1%	11.4%	8.8%	6.5%	4.0%	3.0%
刮板输送机	2.7%	10.4%	11.0%	17.9%	19.2%	20.7%
掘进机	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	11.5%	12.0%
采煤机	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	6.1%
井底救生舱	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	3.1%
电液控制系统	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	4.1%	4.3%
其他	4.3%	2.8%	1.5%	1.2%	0.8%	0.6%
毛利率	20.9%	20.8%	26.5%	27.2%	28.9%	29.5%
液压支架	21.3%	19.7%	28.1%	26.0%	26.0%	26.0%
单体支柱	20.2%	16.0%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%
刮板输送机	25.1%	31.6%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%
掘进机				36.0%	38.0%	40.0%
采煤机					35.0%	36.0%
井底救生舱					35.0%	35.0%
电液控制系统				40.0%	40.0%	40.0%
其他	15.0%	30.7%	3.9%	19.0%	19.0%	19.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

看好增长潜力，维持买入评级

相对估值结果如下。

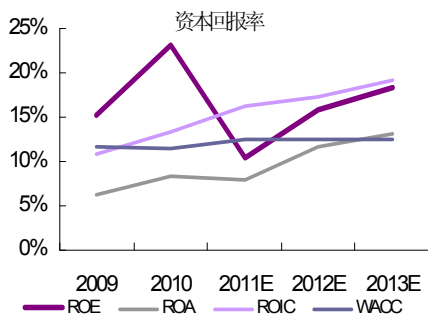
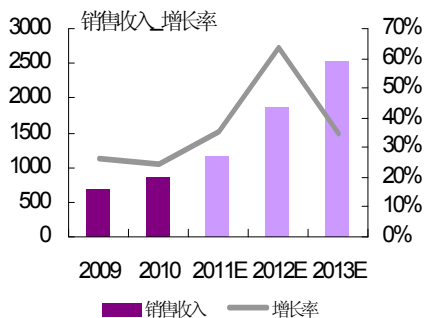
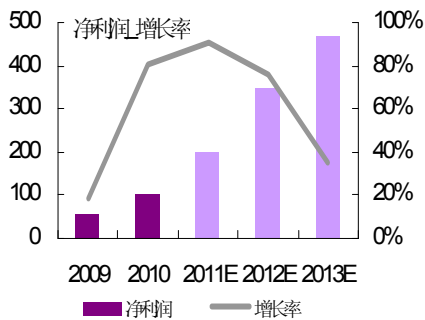
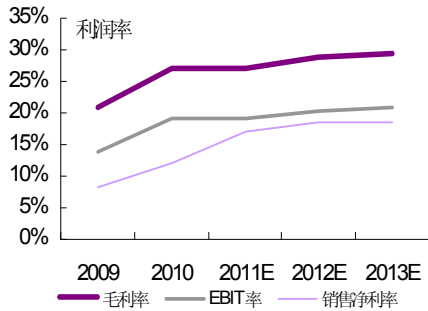
图表22：相对估值比较

股票代码	证券简称	股价	EPS (摊薄)				PE				CAGR
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
600682	天地科技	18.51	0.84	0.98	1.24	1.55	22.04	18.89	14.93	11.94	22.65%
601717	郑煤机	26.00	1.26	1.71	2.17	2.71	20.63	15.20	11.98	9.59	29.08%
002526	山东矿机	19.17	0.51	0.64	1.14	1.47	37.59	29.95	16.82	13.04	42.31%
300099	尤洛卡	30.59	0.60	0.95	1.29	1.70	50.98	32.20	23.71	17.99	41.50%
	平均						32.81	24.06	16.86	13.14	
002535	林州重机	15.45	0.25	0.48	0.85	1.15	61.80	32.19	18.18	13.43	66.31%

资料来源：Wind，光大证券研究所

通过与煤机同行上市公司的估值比较，我们认为公司在人才引进和股权激励后，新产品研发进展顺利，大客户开拓卓有成效，其成长性优于同行上市公司，可以享受更高估值。

我们看好公司掘进机、采煤机、救生舱、电液控制系统等新产品的增长前景，以及新大客户的拓展能力。在高毛利新产品的拉动下，公司综合盈利能力将持续上升。预计公司2011-2013年EPS分别为0.48、0.85、1.15元。我们给予公司2012年25倍PE，目标价21元，维持“买入”评级。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	685	850	1,152	1,882	2,536
营业成本	541	620	839	1,339	1,787
折旧和摊销	18	18	34	49	62
营业税费	2	3	4	7	9
销售费用	24	26	37	61	80
管理费用	22	36	48	88	119
财务费用	19	27	1	-18	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	0	0	0
营业利润	76	137	220	398	542
利润总额	77	138	232	408	552
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	57.25	103.32	197.01	346.48	469.07

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	931	1,236	2,480	2,947	3,572
流动资产	648	841	1,819	2,084	2,571
货币资金	110	96	913	582	509
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	213	267	345	575	782
应收票据	102	113	109	237	298
其他应收款	31	47	62	96	135
存货	157	181	284	411	558
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	6	6	6	6
固定资产	217	217	455	641	776
无形资产	29	46	44	42	40
总负债	557	787	573	753	1,013
无息负债	235	307	513	693	953
有息负债	322	480	60	60	60
股东权益	374	449	1,907	2,194	2,559
股本	154	154	410	410	410
公积金	126	136	1,282	1,316	1,363
未分配利润	95	159	215	468	786
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-158	89	276	-45	220
净利润	57	103	197	346	469
折旧摊销	18	18	34	49	62
净营运资金增加	300	143	-13	494	366
其他	-533	-176	58	-935	-677
投资活动产生现金流	-86	-212	-300	-250	-200
净资本支出	87	213	300	250	200
长期投资变化	4	6	0	0	0
其他资产变化	-176	-431	-600	-500	-400
融资活动现金流	330	58	841	-37	-92
股本变化	10	0	256	0	0
债务净变化	210	158	-420	0	0
无息负债变化	-187	72	207	179	260
净现金流	86	-66	817	-332	-72

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.32%	24.14%	35.49%	63.43%	34.70%
净利润增长率	18.96%	80.47%	90.69%	75.87%	35.38%
EBITDA 增长率	40.82%	60.22%	41.61%	67.91%	38.54%
EBIT 增长率	37.14%	70.48%	36.58%	71.63%	40.18%
估值指标					
PE	112	62	33	19	14
PB	17	14	3	3	3
EV/EBITDA	24	16	22	14	10
EV/EBIT	28	18	26	16	12
EV/NOPLAT	38	24	30	19	14
EV/Sales	4	3	5	3	2
EV/IC	4	3	5	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	21.01%	27.10%	27.17%	28.86%	29.53%
EBITDA 率	16.43%	21.21%	22.16%	22.77%	23.42%
EBIT 率	13.87%	19.05%	19.20%	20.16%	20.98%
税前净利润率	11.27%	16.21%	20.12%	21.66%	21.76%
税后净利润率 (归属母公	8.36%	12.15%	17.11%	18.41%	18.50%
ROA	6.15%	8.36%	7.94%	11.76%	13.13%
ROE (归属母公司) (摊	15.31%	23.03%	10.33%	15.79%	18.33%
经营性 ROIC	10.83%	13.30%	16.17%	17.39%	19.18%
偿债能力					
流动比率	1.19	1.17	3.60	3.06	2.74
速动比率	0.90	0.92	3.04	2.46	2.14
归属母公司权益/有息债务	1.16	0.93	31.77	36.56	42.65
有形资产/有息债务	2.78	2.46	40.46	48.27	58.71
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.14	0.25	0.48	0.85	1.15
每股红利	0.00	0.05	0.14	0.25	0.34
每股经营现金流	-0.39	0.22	0.67	-0.11	0.54
每股自由现金流(FCFF)	-0.73	-0.52	-0.15	-0.89	-0.11
每股净资产	0.91	1.10	4.65	5.36	6.25
每股销售收入	1.67	2.08	2.81	4.60	6.19

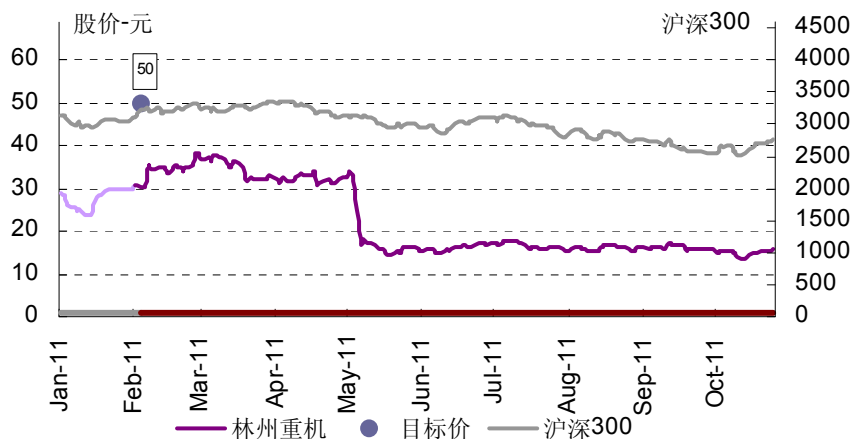
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

林州重机（002535）



日期	股价	目标价	评级
2011-02-14	30.80	50.00	买入
2011-02-24	35.15	50.00	买入
2011-04-22	33.54	45.00	买入
2011-05-05	31.45	45.00	买入
2011-09-19	15.91	22.50	买入
2011-10-23	13.43	20.00	买入
2011-10-27	14.79	20.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com