

明年产品价格稳定，小非减持压力下降

评级:

买入-B

上次评级: 增持-A

目标价格:

31.50 元

期限: 6 个月 上次预测: 38.30 元

现价(2011 年 12 月 07 日): 24.81 元

报告日期: 2011-12-08

报告关键点:

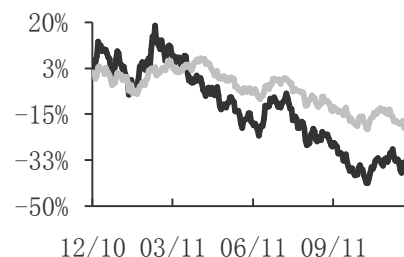
- 明年液压支架新增供给略大于需求，但短期降价空间有限
- 明年小非解禁压力将逐步减小；公司多元化、国际化稳步推进
- 估值较低，调高评级至买入-B

报告摘要:

- 明年液压支架新增供给略大于需求，但短期降价空间有限。**今年全行业的产能增长约25%左右。与明年国内15-20%的需求增长判断相比，我们认为明年行业供给略大于需求。由于去年产能开始扩张，行业盈利能力较高，这使得价格出现回落。虽然今年产能增长仍大于需求，但行业盈利能力已经回归至较低水平，在没有全行业、全系列产品出现较大竞争的环境下，目前液压支架各主要企业没有太大动力采用价格竞争，而是更多的走差异化或多元化道路。也就是说，明年液压支架价格短期不会有太大下降空间，尤其是上半年保持稳定的可能性较大（可能该产品毛利率在30%左右）。
- 明年小非解禁压力将逐步减小。**公司今年8月解禁2.7亿股，未来两年将没有新的解禁股出现。根据公司公告上海立言股权投资中心已减持公司近5000万股，考虑到今年以来资金面的持续偏紧，我们认为存在其后继续减持的可能性。因此今年底可能这批解禁股中将有近40%减持。但结合目前公司股价以及对明年资金面略有宽松的环境来看，我们认为明年公司的小非解禁给股价带来的压力将明显减小。
- 明年公司多元化、国际化稳步推进。**公司明年新产品将逐步放量，国际化战略也将开始实施。虽然未来两年仍以国内液压支架需求为主，但其产品多元化及经营国际化趋势开始显现。
- 估值较低，调高评级至买入-B。**综合来看，与目前相比公司明年综合毛利率将稳中有升（但比上半年会明显下降）。最关键的是我们认为公司目前正处于战略发展的关键阶段，未来三年虽然不会增长太快，但其发展方向充分结合了自身优势以及未来行业发展趋势，考虑到其较强的管理水平及执行力，我们预计其持续增长能力较强。预计公司未来三年的每股收益分别为1.72元、2.10元和2.69元，复合增长率28%左右。目前在煤机行业上市公司中公司的估值水平最低，我们按2012年15倍动态市盈率计算，公司合理股价为31.5元左右，与目前股价相比，安全边际较大，因此我们调高其评级至买入-B。
- 风险提示：**液压支架行业竞争超预期；明年出口交货较慢；掘进机等新产品进展低于预期；H股发行以及国际化进程存在不确定性

总市值(百万元)	17,521.00
流通市值(百万元)	10,372.43
总股本(百万股)	700.00
流通股本(百万股)	414.40
12个月最低/最高	22.82/47.88 元
十大流通股股东(%)	52.25%
股东户数	29,079

12个月股价表现



郑煤机 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.78	(4.96)	(15.88)
绝对收益	(5.17)	(12.56)	(36.39)

 林晟
 0755-82558022
 执业证书编号

 张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

 行业分析师
 linsheng@essence.com.cn
 S1450511020006
 高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,160.3	6,752.1	8,211.8	9,990.7	12,513.7
Growth(%)	38.6%	30.8%	21.6%	21.7%	25.3%
净利润	630.4	882.6	1,205.4	1,469.5	1,883.4
Growth(%)	31.1%	40.0%	36.6%	21.9%	28.2%
毛利率(%)	24.7%	24.7%	25.7%	25.8%	26.4%
净利润率(%)	12.2%	13.1%	14.7%	14.7%	15.1%
每股收益(元)	0.90	1.26	1.72	2.10	2.69
每股净资产(元)	2.23	7.34	8.75	10.47	12.67
市盈率	27.8	19.9	14.5	11.9	9.3
市净率	11.2	3.4	2.9	2.4	2.0
净资产收益率(%)	41.5%	17.4%	20.0%	20.4%	21.6%
ROIC(%)	348.3%	135.7%	92.4%	40.6%	37.8%
EV/EBITDA	16.5	12.7	10.2	8.1	6.2
股息收益率	0.1%	0.5%	1.4%	1.7%	2.1%

前期研究成果

郑煤机: 业绩增长稳定，期待所得税优惠获批

2011-08-15

郑煤机: 公司经营稳健，行业稳定增长可期

2011-06-08

郑煤机: 内生增长明确，尝试外延式扩张

2010-12-13

1. 明年液压支架价格趋稳，降价空间不大

我们预计明年公司主要产品液压支架的价格趋稳，白热化竞争不会太快到来，因此降价空间不大。

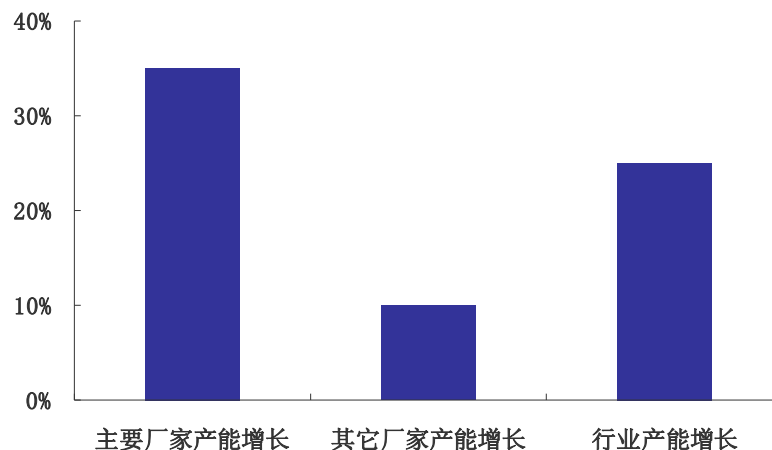
1.1. 液压支架降价空间不大

1.1.1. 行业供给略大于需求

我们统计了排名前四（占全行业的 60%左右）的产能扩张计划，其 2012 年的产能扩张大约在 35%左右，而其它企业由于资金有限，部分企业今年收入甚至可能出现下降，在此背景下，我们预计这一类型的产能扩张有限（估计 10%左右）。综合来看，今年全行业的产能增长约 25%左右。

与明年国内 15 - 20%的需求增长判断相比，我们认为明年行业供给略大于需求。

图 1 2012 年液压支架产能增长较快



数据来源：主要厂家网站, 安信证券研究中心

1.1.2. 但短期不会出现白热化竞争

我们认为由于去年产能开始扩张，行业盈利能力较高，这使得价格出现回落。虽然今年产能增长仍大于需求，但行业盈利能力已经回归至较低水平，在没有全行业、全系列出现较大竞争的环境下，目前液压支架各主要企业没有太大动力采用价格竞争，而是更多的走差异化或多元化道路。也就是说，明年液压支架价格短期不会有太大下降空间，尤其是上半年保持稳定的可能性较大。

- 目前低端液压支架的价格在 1 万元/吨左右，比年初下降 10 - 15%之间。其中钢材成本下半年下降明显，估计这一成本因素带来的影响有 4 个百分点左右。
- 当前规模中小的厂商已经处于盈亏平衡状态，如果再降并持续一段时间就可以挤出部分供给，使得供需缺口重新缩小。
- 平煤机、郑州四维等净利率率在 3 - 5%之间，我们认为这些企业的降价空间及意愿均不大。
- 我们认为在供给不是大幅超过需求的情况下，产能基本可以消化，企业也不会进行大规模的价格战。
- 从煤机行业的采购特征来看，并不是低价一定中标。
- 今年虽然部分招标中有出现很低的价格，但大部分是在知道自己不能中标的情况下下报的价，并不代表是企业可以接受的常态价格。
- 因此我们认为明年液压支架产品可能会相对稳定。即使悲观的看，其降幅预计最

多 3 个百分点左右。

1.2. 公司明年毛利率估算

➤ 高端支架占比上升

公司目前高端支架的占比在 50% 左右，从订单结构来看，明年可能上升至 60% 左右。

➤ 钢材价格可能下降

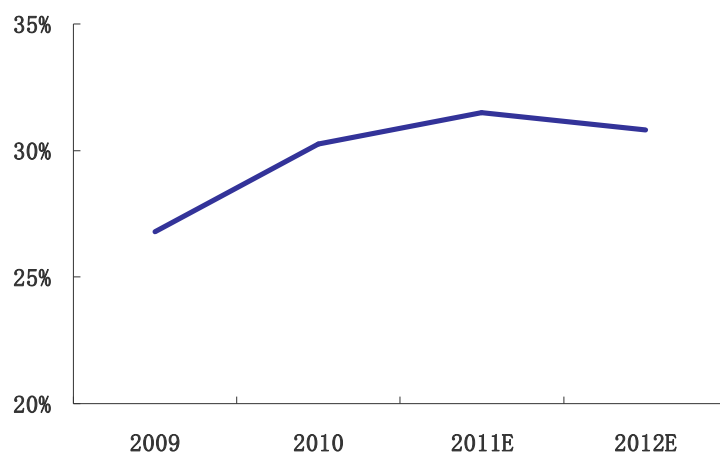
预计今年二季度铁矿石的价格为短期高点，明年钢材需求不旺，预计其价格将随着铁矿石价格一起回落，而钢材占液压支架的成本比重较高。

➤ 新厂房投入长期来看生产成本将下降

厂房达产后不会多于 2000 人，单位员工的产值将提升，在劳动力成本上升的环境中公司又先行了一步。以机器人为例：如果 280 个机器人全部到位，将减少 600 个焊工，按每人每月 6000 元计算，其生产成本将减少 4000 万。机器人如果按一个 100 万计算，投入成本约 2.8 亿元。按 10 年摊销，成本也能节约 1000 多万。

在价格短期（未来两年）基本见底的判断下，我们结合以上因素判断：公司中低端液压支架的毛利率将略高于 20%，高端支架的毛利率将逐步回落至 35% 左右。综合来看，明年公司的液压支架产品的综合毛利率可能将在 30% 左右。

图 2 公司液压支架毛利率预测



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

2. 明年小非解禁压力将逐步减小

公司今年 8 月解禁 2.7 亿股，未来两年将没有新的解禁股出现。

根据公司公告，上海立言股权投资中心已减持公司近 5000 万股，考虑到今年以来资金面的持续偏紧，我们认为存在其后续继续减持的可能性。因此今年底可能这批解禁股中将有近 40% 减持。

但从目前公司股价以及对明年资金面略有宽松的环境来看，我们认为明年公司的小非解禁给股价带来的压力将明显减小。

3. 其它

公司明年新产品将逐步放量，国际化战略也将开始实施。虽然未来两年仍以国内液压

支架需求为主，但其产品多元化及经营国际化趋势开始显现。

3.1. 新产品放量

3.1.1. 刮板机

公司刮板机产品开拓定位于中高端，但介入新产品最大的问题在于品牌接受度的问题。

今年公司刮板机的收入可能超过 1 亿元，明年仍将保持较快增长。但由于前期投入较大，这一业务目前仍处于亏损状态，明年有可能开始盈亏平衡。

3.1.2. 掘进机

公司今年 10 月煤机展上展出了新产品掘进机，其主要技术人员外聘为主。在这一产品上我们认为与刮板机相比，公司在生产及销售上均较为积极，加上既有的经验积累，我们预计明年就可能开始放量（收入可能超过 1 亿元）。

3.1.3. 救生舱

公司救生舱产品主要与美国凯泰合作。与国内对手产品相比，产品技术相对成熟，但单价也相对较高。我们认为这一产品的市场需求可能将于明年逐步释放，公司借助较好的客户基础，在这一新产品的市场推广上也将较为顺利。

3.2. H 股发行开始国际化战略

公司未来发展方向明确，做井供装备的全球供应商。将分三阶段发展：以液压支架为基础，培养品牌、生产、管理、销售各方面的优势；产品逐步多元化；国际化（销售、研发、生产、采购逐步全球化）

公司明年计划在香港发行 H 股，我们认为这是其国际化战略实施的重要步骤，首先，这有利于公司国际品牌认知度的提升；其次，这有利于其海外市场布局的实施；最后，这有利于其更好的借助海外平台来搭建并实现公司多元他的战略目标。

今年公司出口订单预计在 9 亿元左右（上半年近 3 亿元，增长趋势明显），由于海外产品订单的交货周期相对较长（6-8 个月），我们预计今年出口实现收入应不足 3 亿元。因此明年出口收入至少翻倍的可能性较大。

我们认为公司无论是在国内还是国外，产品竞争力均较强，预计未来两到三年公司出口占比将从目前的 5%左右稳步上升至 10%左右。

4. 调高评级至买入 - B

4.1. 估值较低，调高评级至买入 - B

综合来看，与目前相比公司明年综合毛利率将稳中有升（但比上半年会明显下降）。

最关键的是我们认为公司目前正处于战略发展的关键阶段，未来三年虽然不会增长太快，但其发展方向充分结合了自身优势以及未来行业发展趋势，考虑到其较强的管理水平及执行力，我们预计其持续增长能力较强。

我们预计公司未来三年的每股收益分别为 1.72 元、2.10 元和 2.69 元，复合增长率 28%左右。

目前在煤机行业上市公司中估值水平最低，我们按 2012 年 15 倍动态市盈率计算，公司合理股价为 31.5 元左右，与目前股价相比，安全边际较大，因此我们调高其评级至买入 - B。

4.2. 风险提示

- 液压支架行业竞争超预期
- 明年出口交货较慢
- 掘进机等新产品进展低于预期
- H股发行以及国际化进程存在不确定性

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-6		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	38.6%	30.8%	21.6%	21.7%	25.3%
减: 营业成本	3,885.6	5,084.9	6,105.2	7,415.3	9,213.3	营业利润增长率	76.3%	37.1%	37.2%	22.1%	28.4%
营业税费	25.9	32.7	37.0	45.0	56.3	净利润增长率	31.1%	40.0%	36.6%	21.9%	28.2%
销售费用	138.7	131.6	172.4	199.8	250.3	EBITDA 增长率	67.0%	36.3%	37.1%	28.6%	30.4%
管理费用	307.7	405.8	492.7	579.5	725.8	EBIT 增长率	72.7%	36.6%	31.7%	25.8%	29.7%
财务费用	6.7	5.1	-50.0	-10.0	10.0	NOPLAT 增长率	30.0%	37.4%	32.0%	25.6%	29.5%
资产减值损失	36.9	59.2	25.4	15.6	16.6	投资资本增长率	252.7%	93.9%	185.9%	38.9%	31.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	73.1%	229.6%	19.2%	19.6%	21.0%
投资和汇兑收益	1.1	9.0	-	-	-						
营业利润	759.9	1,041.8	1,429.1	1,745.6	2,241.4	利润率					
加: 营业外净收支	13.4	22.5	15.0	15.0	15.0	毛利率	24.7%	24.7%	25.7%	25.8%	26.4%
利润总额	773.2	1,064.4	1,444.1	1,760.6	2,256.4	营业利润率	14.7%	15.4%	17.4%	17.5%	17.9%
减: 所得税	126.5	171.6	216.6	264.1	338.5	净利润率	12.2%	13.1%	14.7%	14.7%	15.1%
净利润	630.4	882.6	1,205.4	1,469.5	1,883.4	EBITDA/营业收入	15.5%	16.1%	18.2%	19.2%	20.0%
资产负债表						EBIT/营业收入	14.9%	15.5%	16.8%	17.4%	18.0%
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
交易性金融资产	1,258.9	4,028.7	3,238.1	3,157.8	3,278.0	固定资产周转天数	21	22	45	74	85
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	3	3	31	64	73
应收票据	1,046.5	1,646.6	2,081.9	2,532.9	3,172.5	流动资产周转天数	265	312	336	295	268
预付款项	557.2	437.0	562.5	684.3	857.1	应收账款周转天数	55	69	79	81	80
存货	206.7	235.3	235.3	235.3	235.3	存货周转天数	86	62	64	67	66
其他流动资产	1,074.5	1,230.2	1,655.9	2,011.3	2,499.0	总资产周转天数	296	367	419	394	369
可供出售金融资产	-	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	投资资本周转天数	30	52	108	158	170
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	16.6	33.4	33.0	33.0	33.0	ROE	41.5%	17.4%	20.0%	20.4%	21.6%
投资性房地产	12.1	11.8	12.0	12.0	12.0	ROA	13.6%	9.9%	12.2%	12.7%	13.8%
固定资产	356.4	455.3	1,584.7	2,546.8	3,383.4	ROIC	348.3%	135.7%	92.4%	40.6%	37.8%
在建工程	31.0	603.3	362.0	217.2	130.3	费用率					
无形资产	164.4	225.7	210.8	196.8	183.8	销售费用率	2.7%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	28.5	49.5	50.0	50.0	50.0	管理费用率	6.0%	6.0%	6.0%	5.8%	5.8%
资产总额	4,752.9	9,026.6	10,096.1	11,747.4	13,904.4	财务费用率	0.1%	0.1%	-0.6%	-0.1%	0.1%
短期债务	100.0	10.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	8.8%	8.0%	7.5%	7.7%	7.9%
应付账款	701.8	1,165.2	1,421.8	1,726.9	2,145.6	偿债能力					
应付票据	327.3	561.2	669.1	812.6	1,009.7	资产负债率	67.2%	43.1%	39.3%	37.6%	36.2%
其他流动负债	1,690.5	1,827.8	1,836.5	1,836.5	1,836.5	负债权益比	204.7%	75.6%	64.8%	60.3%	56.8%
长期借款	273.0	123.0	123.0	123.0	123.0	流动比率	1.47	2.07	2.08	2.06	2.09
其他非流动负债	97.2	107.1	107.1	107.1	107.1	速动比率	1.09	1.73	1.63	1.57	1.56
负债总额	3,193.3	3,886.5	3,969.6	4,418.3	5,034.1	利息保障倍数	114.63	204.61	-27.58	-173.56	225.14
少数股东权益	63.6	145.0	167.1	194.1	228.6	分红指标					
股本	560.0	700.0	700.0	700.0	700.0	DPS(元)	0.02	0.12	0.34	0.42	0.54
留存收益	936.0	4,295.0	5,259.3	6,435.0	7,941.7	分红比率	2.6%	9.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,559.6	5,140.1	6,126.5	7,329.1	8,870.3	股息收益率	0.1%	0.5%	1.4%	1.7%	2.1%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.90	1.26	1.72	2.10	2.69
加: 折旧和摊销	646.8	892.8	1,205.4	1,469.5	1,883.4	BVPS(元)	2.23	7.34	8.75	10.47	12.67
资产减值准备	35.6	47.9	115.5	187.0	254.9	PE(X)	27.8	19.9	14.5	11.9	9.3
公允价值变动损失	36.9	59.2	25.4	15.6	16.6	PB(X)	11.2	3.4	2.9	2.4	2.0
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	52.4	244.6	-14.3	395.0	67.3
投资收益	20.0	16.6	19.9	-50.0	-10.0	P/S	3.4	2.6	2.1	1.8	1.4
少数股东损益	-1.1	-9.0	-	-	-	EV/EBITDA	16.5	12.7	10.2	8.1	6.2
营运资金的变动	16.3	10.2	22.1	26.9	34.5	CAGR(%)	32.3%	29.0%	26.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-127.8	-99.1	-627.9	-485.4	-692.5	PEG	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	541.0	860.5	690.5	1,203.7	1,507.0	ROIC/WACC	31.8	12.4	8.4	3.7	3.5
融资活动产生现金流量	-213.3	-546.3	-999.7	-1,000.1	-1,000.1	REP	0.6	0.9	0.5	0.8	0.7
融资产活动产生现金流量	-41.1	2,315.7	-241.1	-283.9	-386.7						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034