

2012年02月08日

国金证券
SINOLINK SECURITIES
证券研究报告

郑煤机 (601717.SH) 冶金矿山设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

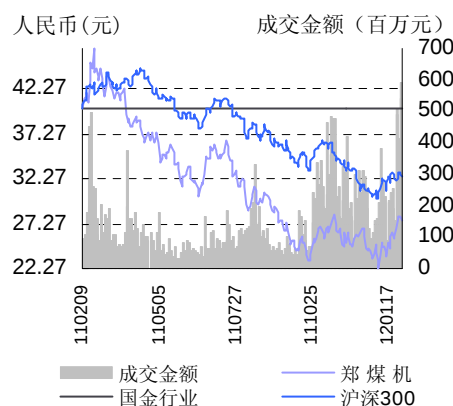
市价(人民币): 27.67元

目标(人民币): 32.27元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	414.40
总市值(百万元)	19,369.00
年内股价最高最低(元)	46.75/22.27
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《高端液压支架国产化的领军企业》，2012.1.12

罗立波 分析师 SAC 执业编号: S1130512010004
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

业绩符合预期，2012 年经营目标积极

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.261	1.706	2.151	2.472	2.816
每股净资产(元)	7.14	8.39	10.42	12.38	15.08
每股经营性现金流(元)	1.23	0.76	1.73	2.52	2.93
市盈率(倍)	33.64	18.25	12.86	11.19	9.83
行业优化市盈率(倍)	19.45	19.45	19.45	19.45	19.45
净利润增长率(%)	40.00%	35.29%	26.12%	14.92%	13.90%
净资产收益率(%)	17.67%	20.33%	20.64%	19.97%	18.68%
总股本(百万股)	700.00	700.00	700.00	700.00	700.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

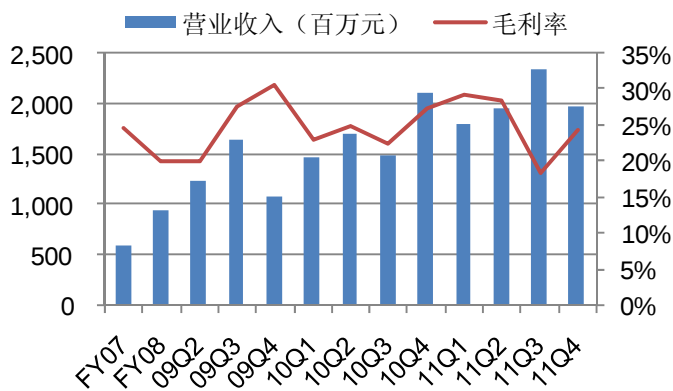
业绩简评

- 公司 2011 年实现营业收入 8,060 百万元，同比增长 19.37%；归属母公司股东的净利润 1,194 百万元，同比增长 35.29%，EPS 为 1.71 元，符合市场预期。公司 2011 年度的分配方案为每 10 股派现金红利 1.20 元，以及每 10 股转赠 10 股。公司制定 2012 年的经营目标为实现销售收入 100 亿元，净利润 14.93 亿元，均比 2011 年增长 25%。

经营分析

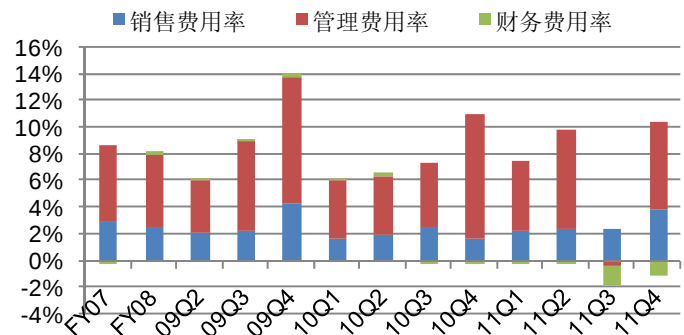
- **煤炭投资增长平稳:** 2011 年，国内煤炭开采和洗选业完成投资额 4,897 亿元，同比增长 25.9%，比 1-6 月累计增速加快了 6.4 个百分点。从行业内主要企业反馈的情况看，煤机产品的订单形势良好；根据 2012 年 1 月全国安全生产工作会议，2012 年将推进小煤矿机械化改造，煤炭投资和煤机需求有望保持平稳增长。
- **国内市场:** 公司 2011 年完成国内合同订货总重量同比增长 19%，总架数同比增长 22%，而合同订货金额同比仅增长 2%。这应与 2010 年签订的神华集团 3 套 7 米支架（2011 年上半年实现对神华集团销售收入 9.1 亿元）形成的较高的基数有关，也反映了国内液压支架市场竞争加剧的状况。
- **海外市场:** 经过几年的培育发展，公司 2011 年在海外市场拓展取得突破性的进展，全年实现订货 1.13 亿美元，较上年增长 690%。凭借综合性价比，公司在俄罗斯、土耳其、印度等国际市场的局面，并开始向美国等发达国家市场拓展，对 DBT、JOY 等国际矿业装备巨头形成挑战。
- **毛利率:** 公司 2011 年的综合毛利率为 24.7%，与 2010 年持平；其中，支架产品 2011 年的毛利率为 29.7%，比 2010 年略低 0.6 个百分点。由于竞争激烈，价格下行，支架产品 2011 年下半年的毛利率仅为 24.4%。4 季度以来，钢材（占公司营业成本 50%左右）价格调整较多，对未来支架产品的利润率回稳有所帮助，但由于新进入者较多，液压支架行业产能增加较快，中长期的价格压力仍然存在。对公司而言，解决办法仍是高端支架市场拓展，公司 2011 年获得 1 套 7 米支架订单，并形成了 6 米-7 米若干系列的大采高支架产品，在大采高液压支架的市场占有率超过 65%。

图表1：公司各季度的销售收入和毛利率

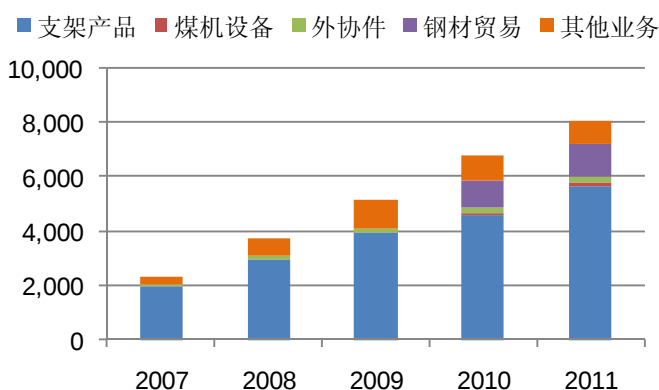


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司各季度的三项费用率

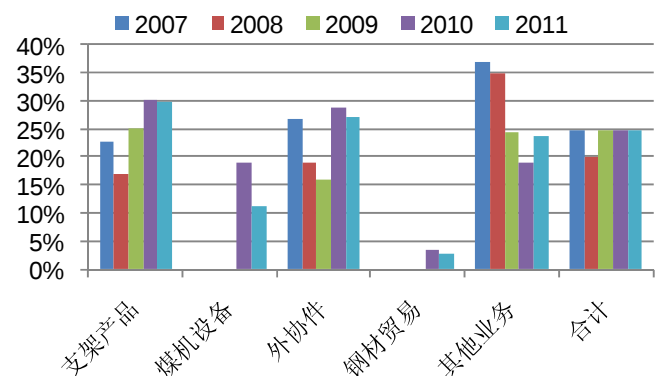


图表3：公司的营业收入构成 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司各项业务的毛利率



- 费用控制良好：公司 2011 年对销售的部分工资和业务招待费核算进行调整，从归类于管理费用改为归类于销售费用，因此管理费用率明显下降，而销售费用率有所上升。2011 年，上述两项费用率合计为 7.25%，比 2010 年下降 0.7 个百分点，显示费用控制良好。由于 IPO 募集资金增加了存款，公司的利息收入增加，公司的财务费用从 2010 年的净支出 5 百万元变成 2011 年净收入 63 百万元。
- 现金流状况：公司 2011 年经营活动现金净流入 535 百万元，较 2010 年净流入 860 百万元有所下降，也低于当年净利润，这主要是应收票据、存货增加较多所致。2011 年末，公司的应收账款为 1,678 百万元，与 2010 年末的 1,598 百万元相差不大；而 2011 年末公司的应收票据为 623 百万元、存货为 1,627 百万元，较年初分别增加了 186 百万元和 397 百万元。

盈利预测和投资建议

- 结合行业需求、公司订单情况和经营目标，我们将公司盈利预测调整为：2012-2014 年营业收入分别为 10,029 百万元，11,764 百万元和 13,495 百万元，净利润分别为 1,506 百万元，1,731 百万元和 1,971 百万元，EPS 分别为 2.151 元，2.472 元和 2.816 元。
- 根据盈利预测调整，我们上调公司目标价为 32.27 元，相当于 2012 年 15 倍 PE (H 股摊薄前)，继续给予“买入”的投资评级。

风险提示

- 煤机行业竞争加剧的风险。由于煤机企业扩产积极，竞争加剧对于液压支架等煤机产品形成较大的价格压力。
- 业绩摊薄的风险。公司如果完成发行 H 股，有利其技术实力、装备水平的提升，以及海外市场的拓展，但短期内将对业绩产生一定的摊薄。

图表5：分项业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
支架产品								
销售收入（百万元）	1,998.77	2,938.58	3,921.99	4,593.39	5,641.99	7,108.91	8,388.52	9,730.68
增长率（YOY）		47.02%	33.47%	17.12%	22.83%	26.00%	18.00%	16.00%
毛利率	22.79%	17.02%	25.19%	30.26%	29.69%	29.70%	29.30%	29.00%
销售成本（百万元）	1,543.33	2,438.53	2,934.22	3,203.23	3,966.87	4,997.57	5,930.68	6,908.78
增长率（YOY）		58.00%	20.33%	9.17%	23.84%	25.98%	18.67%	16.49%
毛利（百万元）	455.44	500.05	987.77	1,390.16	1,675.13	2,111.35	2,457.84	2,821.90
增长率（YOY）		9.79%	97.53%	40.74%	20.50%	26.04%	16.41%	14.81%
占总销售额比重	84.76%	78.94%	76.00%	68.03%	70.00%	70.89%	71.30%	72.10%
占主营业务利润比重	77.97%	66.67%	77.49%	83.38%	84.15%	84.94%	85.50%	86.12%
煤机设备								
销售收入（百万元）				52.51	122.44	220.40	286.52	386.80
增长率（YOY）				#DIV/0!	133.18%	80.00%	30.00%	35.00%
毛利率				19.02%	11.23%	19.00%	20.00%	21.00%
销售成本（百万元）				42.52	108.69	178.52	229.22	305.57
增长率（YOY）				#DIV/0!	155.62%	64.25%	28.40%	33.31%
毛利（百万元）				9.99	13.75	41.88	57.30	81.23
增长率（YOY）				#DIV/0!	37.67%	204.47%	36.84%	41.75%
占总销售额比重				0.78%	1.52%	2.20%	2.44%	2.87%
占主营业务利润比重				0.60%	0.69%	1.68%	1.99%	2.48%
外协件								
销售收入（百万元）	42.31	144.14	187.60	190.72	252.68	290.58	325.45	357.99
增长率（YOY）		240.68%	30.15%	1.66%	32.49%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	26.90%	18.83%	16.06%	28.96%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本（百万元）	30.93	117.00	157.48	135.49	184.46	212.12	237.58	261.34
增长率（YOY）		278.27%	34.60%	-13.96%	36.14%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利（百万元）	11.38	27.14	30.12	55.23	68.22	78.46	87.87	96.66
增长率（YOY）		138.49%	10.98%	83.37%	23.52%	15.01%	12.00%	10.00%
占总销售额比重	1.79%	3.87%	3.64%	2.82%	3.13%	2.90%	2.77%	2.65%
占主营业务利润比重	1.95%	3.62%	2.36%	3.31%	3.43%	3.16%	3.06%	2.95%
钢材贸易								
销售收入（百万元）				977.00	1,188.78	1,426.53	1,683.31	1,885.31
增长率（YOY）				#DIV/0!	21.68%	20.00%	18.00%	12.00%
毛利率				3.43%	2.54%	2.65%	2.65%	2.65%
销售成本（百万元）				943.52	1,158.53	1,388.73	1,638.70	1,835.35
增长率（YOY）				#DIV/0!	22.79%	19.87%	18.00%	12.00%
毛利（百万元）				33.48	30.25	37.80	44.61	49.96
增长率（YOY）				#DIV/0!	-9.64%	24.96%	18.00%	12.00%
占总销售额比重				14.47%	14.75%	14.22%	14.31%	13.97%
占主营业务利润比重				2.01%	1.52%	1.52%	1.55%	1.52%
其他业务								
销售收入（百万元）	317.06	639.62	1,050.69	938.48	854.19	982.32	1,080.55	1,134.58
增长率（YOY）		101.73%	64.27%	-10.68%	-8.98%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	36.99%	34.84%	24.44%	19.01%	23.80%	22.00%	21.00%	20.00%
销售成本（百万元）	199.78	416.74	793.93	760.11	650.87	766.21	853.63	907.66
增长率（YOY）		108.60%	90.51%	-4.26%	-14.37%	17.72%	11.41%	6.33%
毛利（百万元）	117.28	222.87	256.76	178.37	203.32	216.11	226.92	226.92
增长率（YOY）		90.04%	15.20%	-30.53%	13.99%	6.29%	5.00%	0.00%
占总销售额比重	13.45%	17.18%	20.36%	13.90%	10.60%	9.80%	9.18%	8.41%
占主营业务利润比重	20.08%	29.71%	20.14%	10.70%	10.21%	8.69%	7.89%	6.93%
销售总收入（百万元）	2358.14	3722.34	5160.28	6752.10	8060.08	10028.74	11764.34	13495.36
销售总成本（百万元）	1774.04	2972.27	3885.63	5084.87	6069.41	7543.15	8889.81	10218.70
毛利（百万元）	584.10	750.06	1274.65	1667.23	1990.67	2485.59	2874.53	3276.66
平均毛利率	24.77%	20.15%	24.70%	24.69%	24.70%	24.78%	24.43%	24.28%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：3张表摘要

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,160	6,752	8,060	10,029	11,764	13,495
增长率		30.8%	19.4%	24.4%	17.3%	14.7%
主营业务成本	-3,886	-5,085	-6,069	-7,543	-8,890	-10,219
%销售收入	75.3%	75.3%	75.3%	75.2%	75.6%	75.7%
毛利	1,275	1,667	1,991	2,486	2,875	3,277
%销售收入	24.7%	24.7%	24.7%	24.8%	24.4%	24.3%
营业税金及附加	-26	-33	-39	-50	-59	-67
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-139	-132	-224	-271	-318	-364
%销售收入	2.7%	1.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-308	-406	-360	-451	-529	-607
%销售收入	6.0%	6.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润（EBIT）	802	1,097	1,368	1,713	1,969	2,238
%销售收入	15.5%	16.2%	17.0%	17.1%	16.7%	16.6%
财务费用	-7	-5	63	74	88	111
%销售收入	0.1%	0.1%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-37	-59	-56	-37	-40	-47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	9	12	16	20	24
%税前利润	0.1%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
营业利润	760	1,042	1,387	1,766	2,036	2,325
营业利润率	14.7%	15.4%	17.2%	17.6%	17.3%	17.2%
营业外收支	13	23	34	35	35	35
税前利润	773	1,064	1,421	1,801	2,071	2,360
利润率	15.0%	15.8%	17.6%	18.0%	17.6%	17.5%
所得税	-126	-172	-208	-270	-311	-354
所得税率	16.4%	16.1%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	647	893	1,213	1,531	1,761	2,006
少数股东损益	16	10	19	25	30	35
归属于母公司的净利润	630	883	1,194	1,506	1,731	1,971
净利率	12.2%	13.1%	14.8%	15.0%	14.7%	14.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	893	1,213	1,531	1,761	2,006
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	107	149	173	185	201
非经营收益	0	-13	-21	17	-30	-24
营运资金变动	0	-127	-806	-512	-149	-131
经营活动现金净流	0	860	535	1,208	1,766	2,051
资本开支	-238	-556	-508	-10	-74	-75
投资	-16	-10	-22	-1	0	0
其他	41	20	-17	16	20	24
投资活动现金净流	-213	-546	-547	5	-54	-51
股权募资	1	2,730	113	0	-277	0
债权募资	-3	-190	-115	-77	0	1
其他	-38	-225	-385	-183	-109	-119
筹资活动现金净流	-40	2,315	-386	-260	-386	-118
现金净流量	-253	2,629	-397	953	1,326	1,883

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,259	4,029	3,817	4,770	6,096	7,979
应收款项	1,604	2,084	2,382	2,808	3,260	3,704
存货	1,075	1,230	1,627	1,757	2,070	2,380
其他流动资产	207	235	546	379	446	513
流动资产	4,144	7,578	8,371	9,714	11,873	14,575
%总资产	87.2%	83.9%	81.1%	84.3%	87.0%	89.4%
长期投资	29	45	86	87	86	86
固定资产	387	1,059	1,533	1,451	1,410	1,359
%总资产	8.2%	11.7%	14.9%	12.6%	10.3%	8.3%
无形资产	164	296	277	266	273	280
非流动资产	609	1,449	1,949	1,806	1,770	1,727
%总资产	12.8%	16.1%	18.9%	15.7%	13.0%	10.6%
资产总计	4,753	9,027	10,321	11,520	13,643	16,302
短期借款	100	60	15	0	0	0
应付款项	2,561	3,323	3,770	3,499	4,174	4,861
其他流动负债	162	274	260	360	410	458
流动负债	2,823	3,656	4,045	3,859	4,583	5,319
长期贷款	273	123	65	65	65	66
其他长期负债	97	107	62	0	0	0
负债	3,193	3,887	4,172	3,924	4,648	5,385
普通股股东权益	1,496	4,995	5,874	7,296	8,665	10,553
少数股东权益	64	145	275	300	330	365
负债股东权益合计	4,753	9,027	10,321	11,520	13,643	16,302

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.126	1.261	1.706	2.151	2.472	2.816
每股净资产	2.672	7.136	8.392	10.423	12.379	15.075
每股经营现金净流	0.966	1.229	0.765	1.726	2.523	2.931
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.120	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	42.14%	17.67%	20.33%	20.64%	19.97%	18.68%
总资产收益率	13.26%	9.78%	11.57%	13.07%	12.69%	12.09%
投入资本收益率	34.73%	17.29%	18.75%	19.01%	18.47%	17.32%
增长率						
主营业务收入增长率	38.63%	30.85%	19.37%	24.42%	17.31%	14.71%
EBIT增长率	80.51%	36.74%	24.68%	25.26%	14.90%	13.66%
净利润增长率	31.06%	40.00%	35.29%	26.12%	14.92%	13.90%
总资产增长率	27.19%	89.92%	14.33%	11.62%	18.43%	19.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.9	70.3	74.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	115.3	82.7	85.9	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	52.0	56.6	58.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	25.2	24.6	64.4	50.5	41.8	35.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.80%	-74.82%	-60.77%	-61.94%	-67.05%	-72.48%
EBIT利息保障倍数	120.0	214.4	-21.8	-23.2	-22.4	-20.1
资产负债率	67.19%	43.06%	40.42%	34.06%	34.07%	33.03%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	5	25
买入	1	5	8	12	28
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.86	1.82	1.76	1.62

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-01-12	买入	24.62	29.60 ~ 29.60

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B