

郑煤机 (601717.SH) 冶金矿山设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

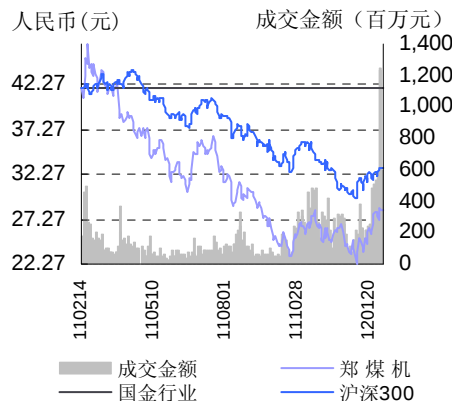
市价 (人民币): 28.24 元

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) 19,768.00
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. 《业绩符合预期,2012 年经营目标积极》, 2012.2.8
2. 《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

订单饱满, 稳健增长

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	13.13	11.42	10.03
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

投资逻辑

- 2 月 8 日, 我们参加了公司董事长和财务总监与投资者交流的电话会议; 2 月 10 日, 我们前往河南省郑州市, 到公司实地调研了解经营情况, 并与公司董事会秘书等高管进行交流。主要结论如下:
- **煤机需求增长平稳, 公司订单饱满:** 公司认为煤机需求主要取决于煤炭产量和机械化率, 预计“十二五”期间行业需求年增长率在 20%左右。公司目前在手订单饱满, 2012 年上半年排产饱满。我们预计满足欧洲标准的高端支架约占一半, 毛利率有望保持稳定。
- **技术优势+规模化生产+良好管理=竞争力:** 公司持续地获得神华集团的高端支架订单, 其产品品质领先性得到确认。新厂区投产后, 公司年产量将达到 60 万吨以上, 相对 2011 年 43 万吨的产量有较大的提升。公司的技术优势、规模生产化效应, 加上公司管理架构清晰、激励到位, 其国内市场份额有持续提升的潜力。
- **对于成套化和海外市场的理解:** 成套化必须建立在高技术水平上, 因此公司希望能吸收整合海外煤矿装备的技术力量, 并与自己的支架产品形成配套和促进。海外虽然没有国内那么大的市场容量, 但其竞争壁垒高, 利润丰厚。公司发行 H 股, 希望把“成套化”与“海外市场”发展结合起来。

投资建议、估值

- 我们维持公司的盈利预测不变, 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。
- 我们维持公司 32.27 元的目标价不变, 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

- 公司面临的主要风险为煤机行业竞争加剧导致产品价格下行的风险; 以及发行 H 股后, 短期内将对业绩产生一定的摊薄。

电话会议及调研交流摘要

对煤机需求的展望

- 煤机行业跟其他机械子行业如工程机械有所差别，这主要是它们的关联因素不同。比如工程机械跟固定资产投资关联度大，而煤机与煤炭的产量、机械化率的关联度比较大。
 - 和煤炭产量的关系比较大，GDP 每增长 1%，煤炭产量增长 0.8%，中国是贫油少气，对能源需求主要依靠煤炭，煤炭在一次能源的占比达到 80%。煤机协会预测，煤机需求在十二五期间，年增长 20% 左右。
 - 2000 年国内采煤机械化率是 40% 左右，2011 年是 60% 左右，而国外是接近 100%，因此，国内采煤机械化还将存在很大的市场空间。

公司的市场地位、总体战略

- 公司的核心产品是液压支架，现在刮板机、掘进机等也开发出来了。公司在液压支架的市场份额在 26% 左右，其中，高端超过 60%。液压支架行业内能走向市场的企业，差不多是九家。从利润情况看，后面几家加起来也仅有公司的一半左右，规模上大约是第二、三、四家公司规模之和。
- 公司在发展上推行“产权的多元化，产品的成套化，高端市场国际化，中端市场租赁化、低端市场股份化”的五化战略。
 - 2000 年开始液压支架的国产化，现在做国际化。公司拥有一定的性价比竞争力，去年俄罗斯招了 7 套支架，公司中了其中 6 套。
 - 中端市场租赁化：公司目前销售收入 95% 以上是制造，而服务比较少。而久益等国际矿业装备企业 50% 甚至更高是服务、备品备件的收入。为了拓展市场，公司在全国布局煤机 4S 店。
 - 低端市场股份化：有些小煤矿有机械化的动力，公司可以用技术、设备换取股份、煤炭。还有洗选、露天设备等市场。
 - 如果能实现煤机的这五化，加上露天设备等其他设备，公司发展机会还是很大的。这次发 H 股，主要是国际化方面要加强。

新厂区建设、产能及折旧等

- 2012 年公司的目标是销售收入 100 亿元，估计支架占 70-80 亿元，产量目标是 60 万吨，争取能到 65 万吨。2011 年公司的实际产量是 43 万吨，随着新厂区的投产，产能将有较大的提高。
 - 有投资者注意到产量目标的增长率（40%），要比销售收入目标的增长率（25%）高不少，但这两者并非一一对应。销售收入目标是公司管理层考核的指标，而产量并非考核指标。
- 新厂区总投资 26 亿元，2011 年 9 月中旬正式投产。从整个项目建设来看，一期工程已经完工，二期已预订设备（估计有 7 个亿左右）。新厂区的投产，对折旧的影响大约在 6000-7000 万元。

液压支架的市场竞争、价格

- 有投资者问及 2011 年年报披露国内订单同比只增长 1.8%，公司解释如下：主要是因为厂区搬迁，影响了大约 2 个月的时间。因为不能确保按时交付，所以当时很多订单不敢接，放弃了部分订单，加上部分订单价格太低，公司也不愿意接。2011 年 3-4 季度以来，接单量逐渐上升，公司目前在手订单充足，2012 年上半年生产任务饱满。（注：公司的支架产品从签订合同到交付，平均时间在 4-6 个月。）

- 公司认为订单价格在 2011 年 3 季度末 4 季度初已经到底，对 2012 年的订单和价格还是比较乐观，主要理由是 2011 年的恶性竞争已导致部分企业陷入亏损，在需求良好、大部分企业订单饱满的情况下，应不会持续。

产品的利润率情况

- 公司的营业成本里面，钢材约占一半左右，如果加上间接的部分，比例还要更高，其他的主要就是胶管、配件等。公司的产品定价是按成本加成，考虑材料费用、运输费用、工资耗材、设备折旧等。订单部分，高端产品占订单总量的一半左右，2012 年总的毛利率有望保持平稳。（注：我们预计公司的高端产品毛利率接近 35%，而中低端产品应在 25% 左右）
- 2011 年 3 季度毛利率较低，这与搬迁有一定关系，另外就是煤机设备的新产品 3 季度实现了销售，因此经会计师确认，将该产品直接对应的研发费用改计入营业成本。（注：年报显示，煤机设备的 2011 年全年的毛利率为 11.2%，而 2011 年上半年为 39.0%）

海外市场、H 股发行

- 2011 年，公司获得的国际市场订单大约 7-8 个亿（年报显示国际市场实现订货 1.13 亿美元），比 2010 年增长 690%，当然这个 690% 的增长是和此前国际金融危机订的比较少有关，以后不可能年年增长 690%。2011 年所有出口液压支架都是郑煤机生产，体现了公司与国内其他企业相比的竞争力。公司在国际市场刚刚开始起步，但是与海外竞争对手相比优势明显，报价比国际竞争对手要低一些，但利润比国内销售要高不少。
- 发达国家和中等发达国家市场的标准还是有很大差异的，美国等发达国家设备需求是超高端，要求高，价格也高；土耳其，印度等中等发达国家需求与中国相似，公司在这块还是做的比较好，未来目标还要进入美国、澳大利亚等高端市场。
- 目前公司总股本为 7 亿股，公司计划在 7 亿股基础上发行 20% 的 H 股，即发行 1.75 亿股 H 股。发行 H 股目的不是为了现金流，而是为了国际化布局。公司希望在欧美等发达国家建立研究院，建立欧、美、澳等全球销售网络等。我们认为，公司有可能在俄罗斯和印度等建立生产基地：目前出口俄罗斯设备很多，建立俄罗斯工厂第一可以促进销售，第二本身利于维修和备件。而印度的综采机械化几乎刚刚开始起步，每年 4 亿吨的煤炭产量，其中 85% 为露天开采，而仅有 15% 为井工开采，并且井工开采多为房柱式开采，而非长壁开采。印度未来煤炭发展将以地下长壁开采为主，市场增长很快。

关于海外矿业装备企业收购国内煤机企业

- 2011 年，久益收购香港上市的国际煤机（采煤机/掘进机等），卡特彼勒收购香港上市的年代煤机（郑州四维，以液压支架为主）。
- 公司认为，这些海外企业收购国内煤机企业，确实值得研究。这至少说明它们看好中国煤机行业未来一段时间的发展空间，其次在它们进入中国市场后，对国内市场而言，主要看它采取什么样的方式，做哪些工作。
- 目前国内的状况是缺乏高端的采煤机和刮板机的制造能力，神华集团的千万吨级煤矿的综采设备中，目前只有液压支架是国产的。但是如果久益把高端技术带入中国，在中国进行生产，其技术保密性将经受考验。此外，从海外企业以往的收购情况看，也值得思考。比如，久益曾经全资收购无锡盛达采煤机厂结果不尽理想，也在一定程度上反映出其收购策略。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,160	6,752	8,060	10,029	11,764	13,495	货币资金	1,259	4,029	3,817	4,770	6,096	7,979
增长率		30.8%	19.4%	24.4%	17.3%	14.7%	应收款项	1,604	2,084	2,382	2,808	3,260	3,704
主营业务成本	-3,886	-5,085	-6,069	-7,543	-8,890	-10,219	存货	1,075	1,230	1,627	1,757	2,070	2,380
% 销售收入	75.3%	75.3%	75.3%	75.2%	75.6%	75.7%	其他流动资产	207	235	546	379	446	513
毛利	1,275	1,667	1,991	2,486	2,875	3,277	流动资产	4,144	7,578	8,371	9,714	11,873	14,575
% 销售收入	24.7%	24.7%	24.7%	24.8%	24.4%	24.3%	% 总资产	87.2%	83.9%	81.1%	84.3%	87.0%	89.4%
营业税金及附加	-26	-33	-39	-50	-59	-67	长期投资	29	45	86	87	86	86
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	387	1,059	1,533	1,451	1,410	1,359
营业费用	-139	-132	-224	-271	-318	-364	% 总资产	8.2%	11.7%	14.9%	12.6%	10.3%	8.3%
% 销售收入	2.7%	1.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	164	296	277	266	273	280
管理费用	-308	-406	-360	-451	-529	-607	非流动资产	609	1,449	1,949	1,806	1,770	1,727
% 销售收入	6.0%	6.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	% 总资产	12.8%	16.1%	18.9%	15.7%	13.0%	10.6%
息税前利润 (EBIT)	802	1,097	1,368	1,713	1,969	2,238	资产总计	4,753	9,027	10,321	11,520	13,643	16,302
% 销售收入	15.5%	16.2%	17.0%	17.1%	16.7%	16.6%	短期借款	100	60	15	0	0	0
财务费用	-7	-5	63	74	88	111	应付款项	2,561	3,323	3,770	3,499	4,174	4,861
% 销售收入	0.1%	0.1%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	162	274	260	360	410	458
资产减值损失	-37	-59	-56	-37	-40	-47	流动负债	2,823	3,656	4,045	3,859	4,583	5,319
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	273	123	65	65	65	66
投资收益	1	9	12	16	20	24	其他长期负债	97	107	62	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	负债	3,193	3,887	4,172	3,924	4,648	5,385
营业利润	760	1,042	1,387	1,766	2,036	2,325	普通股股东权益	1,496	4,995	5,874	7,296	8,665	10,553
营业利润率	14.7%	15.4%	17.2%	17.6%	17.3%	17.2%	少数股东权益	64	145	275	300	330	365
营业外收支	13	23	34	35	35	35	负债股东权益合计	4,753	9,027	10,321	11,520	13,643	16,302
税前利润	773	1,064	1,421	1,801	2,071	2,360	比率分析						
利润率	15.0%	15.8%	17.6%	18.0%	17.6%	17.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-126	-172	-208	-270	-311	-354	每股指标						
所得税率	16.4%	16.1%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.126	1.261	1.706	2.151	2.472	2.816
净利润	647	893	1,213	1,531	1,761	2,006	每股净资产	2.672	7.136	8.392	10.423	12.379	15.075
少数股东损益	16	10	19	25	30	35	每股经营现金净流	0.966	1.229	0.765	1.726	2.523	2.931
归属于母公司的净利润	630	883	1,194	1,506	1,731	1,971	每股股利	0.000	0.000	0.450	0.120	0.120	0.120
净利率	12.2%	13.1%	14.8%	15.0%	14.7%	14.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	42.14%	17.67%	20.33%	20.64%	19.97%	18.68%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	13.26%	9.78%	11.57%	13.07%	12.69%	12.09%
净利润	0	893	1,213	1,531	1,761	2,006	投入资本收益率	34.73%	17.29%	18.75%	19.01%	18.47%	17.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	107	149	173	185	201	主营业务收入增长率	38.63%	30.85%	19.37%	24.42%	17.31%	14.71%
非经营收益	0	-13	-21	17	-30	-24	EBIT增长率	80.51%	36.74%	24.68%	25.26%	14.90%	13.66%
营运资金变动	0	-127	-806	-512	-149	-131	净利润增长率	31.06%	40.00%	35.29%	26.12%	14.92%	13.90%
经营活动现金净流	0	860	535	1,208	1,766	2,051	总资产增长率	27.19%	89.92%	14.33%	11.62%	18.43%	19.49%
资本开支	-238	-556	-508	-10	-74	-75	资产管理能力						
投资	-16	-10	-22	-1	0	0	应收账款周转天数	55.9	70.3	74.2	75.0	75.0	75.0
其他	41	20	-17	16	20	24	存货周转天数	115.3	82.7	85.9	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-213	-546	-547	5	-54	-51	应付账款周转天数	52.0	56.6	58.7	50.0	50.0	50.0
股权募资	1	2,730	113	0	-277	0	固定资产周转天数	25.2	24.6	64.4	50.5	41.8	35.1
债权募资	-3	-190	-115	-77	0	1	偿债能力						
其他	-38	-225	-385	-183	-109	-119	净负债/股东权益	-56.80%	-74.82%	-60.77%	-61.94%	-67.05%	-72.48%
筹资活动现金净流	-40	2,315	-386	-260	-386	-118	EBIT利息保障倍数	120.0	214.4	-21.8	-23.2	-22.4	-20.1
现金净流量	-253	2,629	-397	953	1,326	1,883	资产负债率	67.19%	43.06%	40.42%	34.06%	34.07%	33.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	14	15	15	19	39
买入	9	11	14	20	36
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.39	1.41	1.44	1.46	1.47

来源：朝阳永续

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
2 2012-02-08	买入	27.23	32.27 ~ 32.27

来源：国金证券研究所

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



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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

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：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B