

林州重机(002535)

研究员: 陈耀邦 执业证书编号: S0570510120046

☎ 025-51863296 ✉ ecoqinrui@yahoo.com.cn

http://t.zhangle.com/4024

产品多元化+大客户战略确保业绩高增长

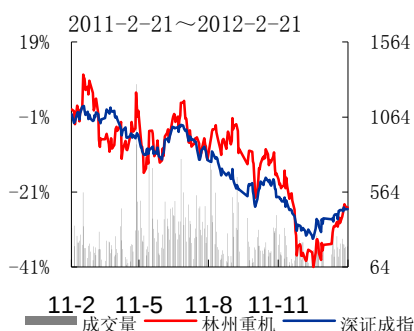
投资评级: 推荐(维持)

专用设备 II

当前价格(元): 13.00

目标价格(元): 16.4

股价走势图



相关研究

- 1《林州重机(002535):大客户开发再获突破, 公司成长更加明确》2011.12
- 2《林州重机(002535):采掘设备开始发力, 未来高增长可期》2011.11
- 3《林州重机(002535):产品结构改善提升综合毛利率, 募投项目及掘进机是下半年看点》2011.8

投资要点:

◆ **股权激励业绩有望顺利实现。**公司股权激励计划对应 2011/2012 年业绩目标分别为 1.8/3 亿元。去年, 液压支架行业竞争加剧, 部分企业开打价格战对公司经营产生不利因素, 公司积极调整产品结构及产能分配, 刮板机与掘进机收入大幅增长, 确保了 2011 年业绩的顺利实现。

◆ **12 年业绩目标为收入 18 亿、净利润 3.3 亿元。**今年, 公司收入和净利润目标分别为 18 亿和 3.3 亿。我们对公司顺利实现 12 年经营目标持乐观态度。我们认为, 液压支架行业竞争趋缓、新产品产能释放、大客户战略的成功和充裕的订单, 将成为公司顺利实现 12 年业绩目标的关键。

◆ **煤机行业仍处于景气周期。**去年, 我国煤炭固定资产投资累计金额达 4896.86 亿元, 同比增长 29.88%, 增速较去年提高近 7 个百分点。其中, 去年下半年的投资增速显著快于上半年。下游旺盛的投资需求推动行业处于景气周期。

◆ **维持“推荐”评级。**我们预计, 2011-2013 年, 公司净利润分别为 1.85/3.37/4.57 亿, EPS 分别为 0.45/0.82/1.12 元, 当前股价对应估值分别为 28x/16x/11x。考虑到行业及公司前景, 我们认为应给予公司 2012 年 20 倍 PE, 未来 6 个月目标价为 16.4 元。

公司基本资料

总股本(万)	41417.96
流通 A 股(万)	18983.20
52 周内股价区间(元)	9.96-39.0
总市值(亿)	53.84
总资产(亿)	24.39
每股净资产(元)	4.24

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	8.50	11.13	16.02	20.09
+/-%	24.14	30.9	43.9	25.5
净利润(百万)	103.32	185	337	457
+/-%	80.48	78.8	82.6	35.4
EPS(元)	0.67	0.45	0.82	1.12
P/E	19.40	28.41	15.55	11.49

股权激励业绩有望顺利实现

公司去年 10 月对包括高管、核心技术人员在内的 161 人实施了股权激励计划，相关解锁条件及业绩要求相当严格：

公司股权激励解锁步骤及条件

锁定期	解锁安排	业绩考核条件	解锁比例
2011.10-2012.10	2012.10-2013.10	2011 年净利润不低于 1.8 亿、ROE 不低于 8%	30%
	2013.10-2014.10	2012 年净利润不低于 3 亿、ROE 不低于 8%	30%
	2014.10-2015.10	2013 年净利润不低于 4.5 亿、ROE 不低于 8%	40%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

激励计划的业绩目标对应公司 2011-2013 年净利润分别增长 74.8%、66.7%和 50%，复合年均增长率 63.5%，行权条件相当苛刻。

尽管 2011 年，液压支架行业竞争加剧，部分企业开打价格战对公司经营产生不利因素，但我们认为，公司 2011 年的业绩目标仍有望顺利实现，这主要得益于公司积极调整产品结构及产能分配，刮板机与掘进机收入大幅增长。

公司 2012 年的收入目标为 18.3 亿元，净利润 3.3 亿元。其中：支护设备 9 亿，运输设备（含刮板机、转载机、皮带机等）4 亿，采掘设备 4 亿、救生舱及其他 1.3 亿左右。为确保目标的顺利实现，公司已将各主要产品的收入目标落实到人。我们对公司业绩顺利实现持乐观态度，主要逻辑在于：

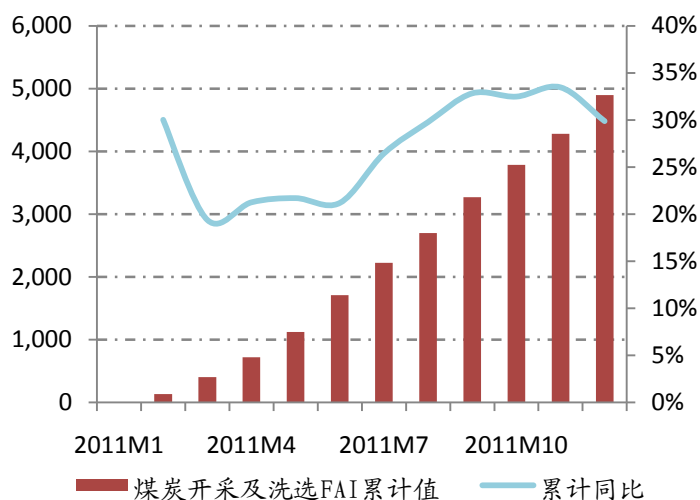
- ✓ 支架行业竞争趋缓。2012 年液压支架需求将稳定增长，行业竞争将逐步趋缓，价格战难再现。
- ✓ 新产品产能释放。掘进机、采煤机等采掘设备产能的持续释放，救生舱取决于是否有政府政策的。
- ✓ 大客户战略的成功。2012 年，大客户贡献将持续增大。其中，陕煤集团预计贡献 4 个亿，辽宁铁法将加大对掘进机、采煤机采购（原来主要采购刮板机和支架，金额仅几千万）。
- ✓ 订单充裕。目前，公司在手订单 6 亿，其中，支架订单 4 亿。

煤机仍处于景气周期

煤炭固定资产投资连续快速增长

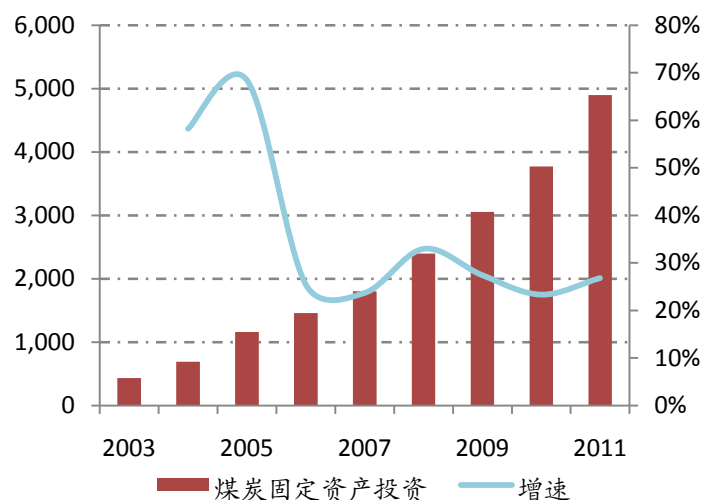
下游煤矿的固定资产投资数据是观测煤机行业需求变化最好的风向标。国家统计局数据显示，去年，我国煤炭固定资产投资累计金额达 4896.86 亿元，同比增长 29.88%，增速较去年提高近 7 个百分点。其中，去年下半年的投资增速显著快于上半年（剔除 12 月份的季节因素不考虑）。

2011年煤炭固定资产投资情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

2003-2011年煤炭固定资产投资情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

煤炭固定资产投资前低后高的走势,除了煤炭生产的季节性原因外,最主要还是跟煤炭整合进程有关。去年年初,国家能源局发文要求各主要产煤省要加快煤炭资源整合的进度,并将煤炭资源整合规划方案于6月底前上报国家能源局。10月21日,国家发改委又发通知称,将加快推进煤矿企业兼并重组,并要求山西、内蒙古、河南、陕西等重点产煤省区要坚决淘汰落后小煤矿,大力提高煤炭产业集中度,促进煤炭资源连片开发;黑龙江、湖南、四川、贵州、云南等省要加大兼并重组力度,减少煤矿数量。

5月,山西省率先宣布实现收官。经过持续3年的关闭整合、兼并重组,山西省煤炭矿井数量由2008年底的2598座压减到1053座,年产30万吨以下的小煤矿全部淘汰,单井平均规模达到年产120万吨以上。大批重组后的煤矿的技改、复产需求带动了煤炭固定资产投资的快速增长。

三大因素保煤机行业“十二五”快速增长

新增产能建设、设备更新和煤炭开采机械化率提升将是“十二五”煤机行业的三大主要需求来源:

✓ “十二五”煤炭新增产能或超8亿吨

根据煤炭“十二五”规划草案,“十二五”末,全国“煤炭产量将达到37.9亿吨,形成10个亿吨,10个5000万吨特大型煤炭企业,大型煤企的煤炭产量要占总产量60%以上。2010年,我国煤炭产量为32.4亿吨,按照煤炭“十二五”规划估算,2011-2015年,煤炭产量复合年均增长率为3.19%,新增产量为5.5亿吨。

然而,实际煤炭产量或将大大超过这个目标。据我们了解,2011年,全口径煤炭实际产量可能超过37亿吨,照此速度,“十二五”期末煤炭产量超40亿吨并非难事。煤炭产量的持续增加也将带动煤炭固定资产投资的稳定增长。根据煤炭机械工业协会的预测,2011-2015年,新增煤机需求将在1250亿元,复合年均增长率达10%。

✓ 煤机设备进入大规模更新周期

设备更新也是煤机行业的一个主要需求。2003-2011 年，我国煤炭固定资产投资增长较快，投资总额从 2003 年的 436.43 亿元增加到 2011 年的 4896.86 亿元，增长 10 倍，复合年均增长率高达 35.3%。由于我国煤炭赋存条件较差，开采难度较大，煤机折损较快。按照 5-8 年的设计使用寿命，这一时期大量装备的煤机将在 2008-2011 年开始进入大规模更新周期。即使按照 30% 的更新比例，保守估计，“十二五”期间累计更新需求将在 3746 亿元左右。

✓ 十二五煤炭机械化开采率至少提高 15%

煤炭开采机械化率提升将是煤机的另一大主要需求。2010 年，我国煤炭机械化开采率总体水平大概在 60% 左右，而同期，世界其他主要产煤国的机械化开采率已基本上接近 100%。按照发改委的文件要求，“十二五”末，我国煤炭开采机械化率将由目前的 60% 提高到 75%。我们认为，“十二五”末，煤炭开采的实际机械化率将可能会高于 75% 的规定标准。我们的判断基于以下理由：

第一，产能门槛提高倒逼煤矿机械化开采。煤矿整合后，地方政府纷纷提高煤矿产能门槛，不少地方要求年产 100 万吨以上，这客观上要求煤企采用更高效的采煤方式以提高产能，机械化开采就成了必然选择。

第二，煤炭资源向大企业集中有利于提高机械化开采率。大企业资本支出实力更强，也更愿意在设备上投资，国内前十大煤企机械化开采率远高于行业平均水平的 60% 即是最佳印证。另一方面，资源从分散开采的方式集中到大企业进行统一开采，使得大规模投入具备经济可行性，从而有利于促进机械化开采的推行。

第三，安全监管政策趋严要求提高机械化率。我国煤炭吨产量死亡率是美国、澳大利亚等发达国家 20 倍以上，印度、南非等发展中国家的 2 倍。过高的死亡率迫使国家安监部门不得不制定更为严格的安全监管标准及事故赔偿标准，从而逼迫煤企提高机械化开采率以降低人员伤亡。

盈利预测与估值

我们预计，2011-2013 年，公司净利润分别为 1.85/3.37/4.57 亿，EPS 分别为 0.45/0.82/1.12 元，当前股价对应估值分别为 28/16/11 倍。考虑到行业及公司前景，我们认为应给予公司 2012 年 20 倍估值，未来 6 个月目标价为 16.4 元。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	841	2275	2280	2702
现金	96	556	625	887
应收账款	267	651	625	686
其他应收款	47	80	100	125
预付账款	137	394	277	273
存货	181	315	332	410
其他流动资产	113	278	320	321
非流动资产	395	507	452	384
长期投资	6	137	140	144
固定资产	217	278	297	289
无形资产	46	19	-27	-74
其他非流动资产	125	73	43	25
资产总计	1236	2781	2732	3086
流动负债	721	908	621	672
短期借款	410	336	0	0
应付账款	82	223	240	261
其他流动负债	229	350	380	411
非流动负债	66	131	118	118
长期借款	60	60	60	60
其他非流动负债	6	71	58	58
负债合计	787	1038	739	790
少数股东权益	0	0	0	0
股本	154	410	410	410
资本公积	117	1066	1066	1066
留存收益	178	267	517	820
归属母公司股东权益	449	1743	1993	2296
负债和股东权益	1236	2781	2732	3086

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	89	-416	488	383
净利润	103	185	337	457
折旧摊销	18	72	78	81
财务费用	27	21	2	-14
投资损失	-2	-2	-30	-33
营运资金变动	-51	-705	114	-110
其他经营现金流	-6	13	-12	2
投资活动现金流	-212	-180	5	18
资本支出	213	30	20	9
长期投资	0	131	3	4
其他投资现金流	0	-19	28	31
筹资活动现金流	58	1056	-424	-139
短期借款	106	-74	-336	0
长期借款	60	0	0	0
普通股增加	0	256	0	0
资本公积增加	0	949	0	0
其他筹资现金流	-108	-75	-89	-139
现金净增加额	-66	460	69	262

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	850	1113	1602	2009
营业成本	620	788	1108	1365
营业税金及附加	3	4	6	7
营业费用	26	27	38	48
管理费用	36	56	78	96
财务费用	27	21	2	-14
资产减值损失	3	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	30	33
营业利润	137	216	396	536
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	138	217	397	537
所得税	35	33	60	81
净利润	103	185	337	457
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	103	185	337	457
EBITDA	182	310	475	603
EPS (元)	0.67	0.45	0.82	1.12

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	24.1%	30.9%	43.9%	25.5%
营业利润	80.0%	57.6%	82.9%	35.5%
归属于母公司净利润	80.5%	78.8%	82.6%	35.4%
获利能力				
毛利率(%)	27.1%	29.2%	30.8%	32.1%
净利率(%)	12.2%	16.6%	21.1%	22.7%
ROE(%)	23.0%	10.6%	16.9%	19.9%
ROIC(%)	14.8%	13.4%	25.3%	32.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.7%	37.3%	27.0%	25.6%
净负债比率(%)	61.01%	38.10%	8.12%	7.59%
流动比率	1.17	2.51	3.67	4.02
速动比率	0.92	2.16	3.14	3.41
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.55	0.58	0.69
应收账款周转率	3	2	2	3
应付账款周转率	8.00	5.18	4.79	5.44
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.45	0.82	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	-1.02	1.19	0.93
每股净资产(最新摊薄)	1.10	4.25	4.87	5.60
估值比率				
P/E	50.79	28.41	15.55	11.49
P/B	11.70	3.01	2.63	2.29
EV/EBITDA	31	18	12	9

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。