



资本货物/工业

郑煤机 (601717)

在手订单充裕，业绩稳健增长

——调研报告

	吴凯	吕娟	王帆
	0755-23976526	021-38676139	021-38674747
	wukai011323@gtjas.com	lvjuan@gtjas.com	wangfan009494@gtjas.com
编号	S0880511090003	S0880511010047	S0880511040001

本报告导读：

公司在手订单充裕，订单结构良好，随海外市场的开拓以及国内支架产品价格的企稳，未来毛利率有望保持稳定，2012 年业绩确定性较高。

事件：

- 近期我们对郑煤机进行了实地调研，并与公司管理层对公司未来发展情况进行了沟通。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：33.60

上次预测：33.60

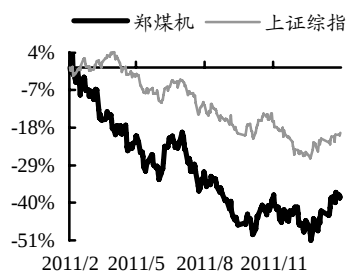
当前价格：28.02

2012.02.19

交易数据

52 周内股价区间 (元)	21.11-47.8
总市值 (百万元)	19,614
总股本/流通 A 股 (百万股)	700/414
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	59%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	308

52 周内股价走势图



相关报告

《支架产品平稳，业绩符合预期》

2012.02.07

评论：

- **煤机需求仍将保持 20% 左右的增长：**煤机需求与煤炭产量以及煤炭开采机械化率密切相关，中短期内，煤炭在我国能源结构中的地位不会改变，未来煤炭产量仍将保持稳定增长。2012 年规划煤炭新增产能为 2 亿吨，远高于去年水平。同时从历年情况看，煤炭实际产量也是远远超过了规划产量的。因此，今年煤机行业的需求依然强劲，全年 20% 的增长不成问题。
- **机械化率空间仍很大：**2000 年我国煤炭开采机械化率约 40%，2009 年约为 60%，根据煤炭行业十二五规划，到 2015 年机械化率将提升至 75%。即使如此，与国外发达国家 100% 的机械化率相比仍有很大的发展空间。

图 1：我国煤炭产量及预测

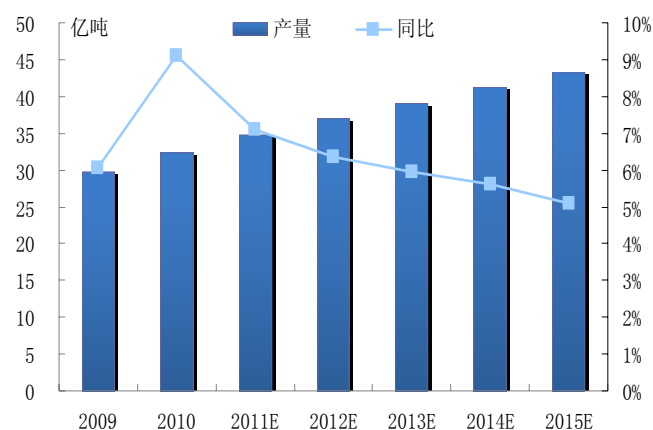
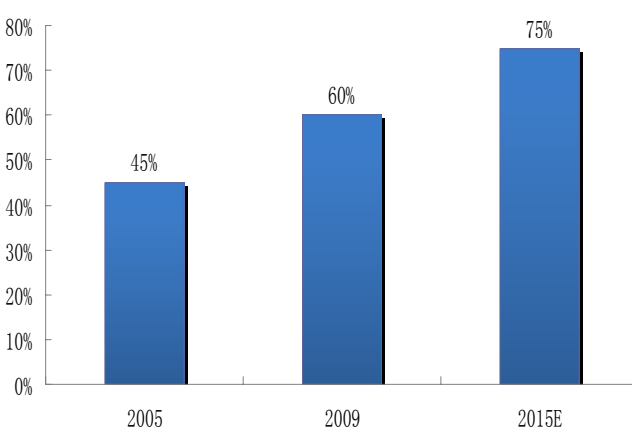


图 2：我国煤炭行业机械化率



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

- **今年液压支架价格下降的可能性很小：**由于去年行业内对新增产能较大的预期比较充分，企业为获取订单采取了价格战，而目前企业在手订单都比较充足，且下游需求十分强劲，因此，支架行业未来进一步价格战的可能性很小。
- **公司订单充足，高端支架占比高：**2011 年公司结转订单量为 37.3 亿元，今年一月份订单 2.3 亿，意向订单量为 8 亿多，综合计算，公司目前订单总量在 47.6 亿元。在手订单一半以上是高端支架，高端支架毛利率约 35%，中端毛利率约 25%。近三年公司支架产品的毛利率，基本保持了稳定，主要原因也是由于高端支架占比较为稳定。2011 年公司液压支架的市场份额约 26%，占高端支架的比例约 60%，公司利润占整个支架行业的利润约 60%。

图 3：公司支架毛利率

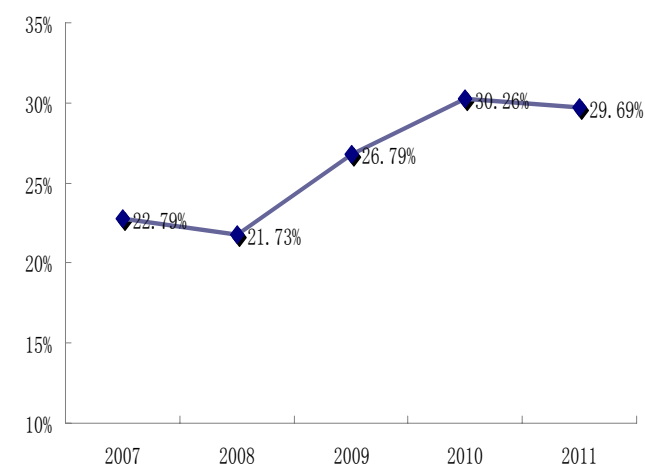
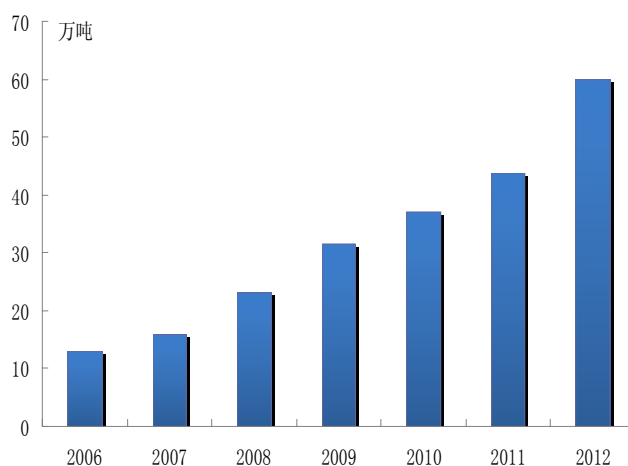


图 4：公司支架产量



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

- **发展煤机 4S 店，拓展业务链：**发展煤机 4S 店是公司重要发展战略，目前公司已经有三家煤机 4S 店，去年收入约 1.7 亿元，未来还要在郑州、山西、淮南、内蒙、陕北等煤矿集中地继续布点，今年计划再开三家 4S 店。一家 4S 店年收入约 5 千万，净利率约 20%。同久益等相比，目前公司这部分收入占比还很小，未来发展空间很大。
- **设备折旧较大导致刮板机毛利率较低：**从 2008 年公司开始进入刮板机生产，2010 年因产能被挤占所以停止了生产。2011 年恢复生产，收入约 9 千多万。由于产量低，单位产量的设备折旧等较高，因此毛利率也远低于行业平均水平。公司刮板机的定位是重型刮板机，要实现进口替代，中长期规划是要成为国内刮板机五强，但要成为公司主要利润来源仍需继续培养。
- **发力海外市场：**从 2006 年开始，高端液压支架已经实现了国产化。与国外企业相比，公司在产品质量、

价格、交货周期等方面均具有很强的竞争优势，且国外订单的毛利率远高于国内高端支架 35% 的毛利率。因此，公司将进一步加大俄罗斯、印度等国际市场的开拓力度。2011 年公司国际市场订货金额 1.13 亿美元，同比增长 690.19%。2012 年公司规划在国际市场订单的目标是 10 亿元。

- **高端支架空间巨大：**装备电液控制系统的高端液压支架在国内占比仅为 10% 左右，随着人工成本的不断上升，未来安装电液控制系统的工作面数量将不断提升，对电液控制系统的需求将逐步释放。国内电液控制系统的质量与国外相当，但价格是国外的三分之二左右。目前国内主要生产企业为天地玛珂，2011 年的销售收入超过 1 亿元，市场占有率约 50%。2010 年公司电控系统销售 3 千多万，2011 年销售 4 千多万。主要是因为公司产品刚刚推向市场，市场认可度较低。
- **发行 H 股，布局国际市场：**公司发行 H 股主要目的有三个：一是公司在北美、澳洲、南非建立销售网络，开拓当地市场；二是希望在俄罗斯、印度建立维修及生产基地。一方面是这两个国家的煤机市场巨大，以印度为例，其每年煤炭产量约 4 亿吨，其中 85% 为露天开采，但现在露天开采储量基本开发完毕，未来要增加井工开采，这么每年对煤机的需求在数百亿元。另一方面有利于售后服务。第三是要在德国设立研究院，并以此为平台，引进、吸收德国先进的煤机制造技术。
- **盈利预测及评级：**由于公司订单充足，支架价格进一步下降可能性较小，因此，我们将 2012-2014 年公司的盈利预测由 2.10、2.45、2.82 元调整至 2.15、2.50、2.91 元，目标价 33.6 元，“增持”评级。

表格 1：主要财务指标

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入 (百万)	6,752	8,060	9,917	11,736	13,749
同比%	31%	19%	23%	18%	17%
经营利润 (百万)	1,047	1,324	1,752	2,038	2,370
同比%	37%	26%	32%	16%	16%
净利润 (百万)	883	1,194	1,503	1,753	2,039
同比%	40%	35%	26%	17%	16%
每股净收益 (元)	1.26	1.71	2.15	2.50	2.91
经营利润率	15.5%	16.4%	17.7%	17.4%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	17.7%	20.3%	20.4%	19.2%	18.3%
投入资本回报率	70.5%	46.3%	58.6%	60.6%	63.6%
EV/EBITDA	14.5	11.2	12.9	11.0	9.5

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

表格 2：公司收入预测 (百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
支架收入	4,593.39	5642.06	7221.84	8810.64	10572.77
增速		22.83%	28.00%	22.00%	20.00%
钢材收入	977.00	1188.81	1307.69	1373.08	1441.73
增速		21.68%	10.00%	5.00%	5.00%
外协件收入	190.72	252.68	315.86	379.03	435.88
增速		32.49%	25.00%	20.00%	15.00%
煤机设备	52.51	122.44	183.66	247.95	334.73
增速		133.18%	50.00%	35.00%	35.00%
其他收入	258.59	142.20	142.20	142.20	142.20
增速		-45.01%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务		710	745.5	782.775	821.91375
增速			5.00%	5.00%	5.00%
总收入	6,752.11	8,058.20	9,916.75	11,735.67	13,749.23

增速		19.34%	23.06%	18.34%	17.16%
支架成本	3,203.43	3966.93	5055.29	6211.50	7506.67
毛利率	30.26%	29.69%	30.00%	29.50%	29.00%
钢材成本	943.49	1158.62	1275.00	1338.75	1405.69
毛利率	3.43%	2.54%	2.50%	2.50%	2.50%
外协件成本	135.49	184.46	236.89	284.27	326.91
毛利率	28.96%	27.00%	25.00%	25.00%	25.00%
煤机设备	42.52	108.69	156.11	205.80	277.82
毛利率	19.03%	11.23%	15.00%	17.00%	17.00%
其他成本	210.44	105.33	113.76	113.76	113.76
毛利率	18.62%	25.93%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	549.70	546.70	588.95	626.22	657.53
毛利率	19.15%	23.00%	21.00%	20.00%	20.00%
总成本	5,085.06	6,070.73	7,426.00	8,780.30	10,288.38
综合毛利率		24.66%	25.12%	25.18%	25.17%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

作者简介:**吴凯:**

执业资格证书编号: S0880511090003

电话: 0755-23976526

邮箱: wukai011323@gtjas.com

吕娟:

执业资格证书编号: S0880511010047

电话: 021-38676139

邮箱: lvjuan@gtjas.com

王帆:

执业资格证书编号: S0880511040001

电话: 021-38674747

邮箱: wangfan009494@gtjas.com

黄琨（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111090080

电话: 021-38674935

邮箱: huangkun010844@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gtjaresearch@gtjas.com		