

机械行业研究小组

分析师: 徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

利润快速成长的价值投资标的

——林州重机 (002535.SZ) 分析报告

证券研究报告-分析报告

增持 (维持)

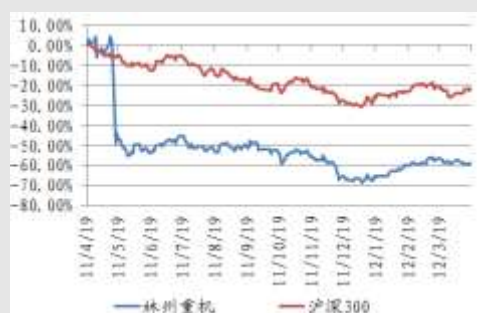
发布日期: 2012 年 4 月 20 日

市场数据 (2012 年 4 月 18 日)

收盘价 (元)	13.57
一年内最高/最低 (元)	34.98/9.96
沪深 300 指数	2599.91
市净率 (倍)	3.04
流通市值 (亿元)	21.54

基础数据 (2011-12-31)

每股净资产 (元)	4.46
每股经营现金流 (元)	-0.15
毛利率 (%)	28.66
净资产收益率 (%)	9.80
资产负债率 (%)	34.85
总股本/流通股 (亿股)	1.58/4.14
B 股/H 股 (亿股)	—



联系人: 张宇

电话: 021-50588666-8035

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是煤机行业崛起的一颗新星, 通过新增产能, 拓宽产品线, 与下游煤企直接形成战略合作关系等方式跨步向前, 高速成长的同时为今后公司持续发展奠定基础。

投资要点:

- **煤机行业需求旺盛。**在政策和需求拉动下, 新增需求与更新需求支撑了国内综采设备市场的增长, 此外煤矿安全生产要求提高以及小煤矿整合促进了市场快速发展, 预计未来几年煤机行业将保持 18% 左右的年均增速。
- **公司经营状况良好。**公司处于快速成长期。2011 年公司销售收入和净利润分别为 11.03 亿元和 1.82 亿元, 同比分别增长 29.74% 和 76.60%。而掘进机和刮板机成为公司业绩突破的主要亮点。
- **盈利能力持续改善。**2011 年公司整体毛利率 28.66%, 比上年提升 1.56 个百分点, 这与公司业务结构改变直接相关。掘进机和刮板机毛利率分别达到 41.65% 和 31.82%, 这两项业务在公司业务占比上升, 提升了公司整体毛利率。
- **营运能力和偿债能力良好。**公司应收账款周转率 2.89 较 2010 年有所下降, 但从账龄结构与客户构成来看主要是一年内大客户欠款为主。公司资产负债率 34.85% 较 2010 年大幅下降, 偿债能力良好。
- **盈利预测与公司估值:** 预计公司 12、13 年每股收益分别为 0.73 元和 0.92 元, 按照 4 月 18 日收盘价 13.57 元计算, 公司 12 年和 13 年对应的市盈率分别为 18.59 倍和 14.75 倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动导致毛利率下降风险; 下游客户相对集中的风险; 宏观经济波动的系统性风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	8.50	11.03	15.46	19.50
增长比率 (%)	24.14%	29.74%	40.13%	26.18%
净利润 (百万元)	1.03	1.82	3.01	3.80
增长比率 (%)	80.47%	76.60%	65.06%	26.30%
全面摊薄每股收益 (元)	0.25	0.44	0.73	0.92

事件

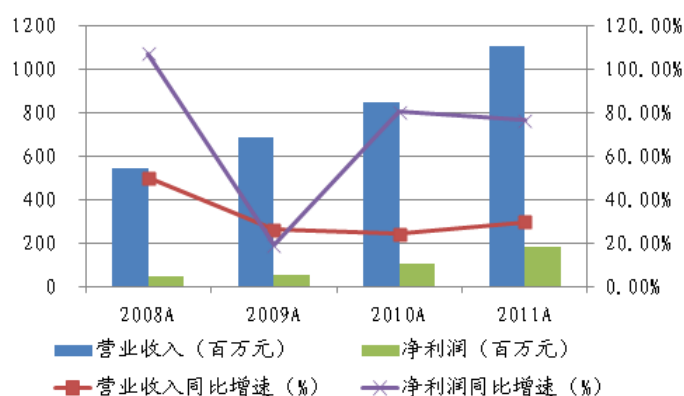
林州重机(002535.SZ)公布2011年年报。公司实现营业收入11.03亿元,较2010年8.50亿元增长29.74%;实现净利润1.82亿元,较2010年1.03亿元增长76.60%。收入、利润、合同额均创历史新高。同时,公司公布利润分配预案每10股派发现金红利1元(含税),以资本公积向全体股东每10股转增3股。

1. 营收快速增长

1.1 业绩实现快速增长

2011年公司销售收入和净利润分别为11.03亿元和1.82亿元,同比分别增长29.74%和76.60%。公司销售收入增长的主要原因系掘进机和刮板机产品在销售上实现了突破,完善了公司设备成套化战略,也提升了公司整体盈利水平,弥补液压支架销售下滑对公司整体盈利造成的冲击。净利润增速较高主要系公司期间费用大幅改善,产品结构也有较大变化,企业盈利能力增强所致。

图 1: 2008A-2011A 公司营业收入、净利润及同比增速



资料来源: 公司年报, 中原证券研究所

1.2 液压支架受市场竞争影响大

2011年公司主要业务中液压支架销售5.27亿元,收入同比下滑18.53个百分点,我们判断主要系去年行业内液压支架产品单价大幅下滑所致。公司主动放弃液压支架产能,将产能调配到刮板机及掘进机的加工上。液压支架收入下滑体现在公司收入构成和毛利构成中,其占比分别由2010年的76.06%和83.30%下降至2011年的47.76%和52.56%。

图 2：2007 年-2011 年公司收入构成

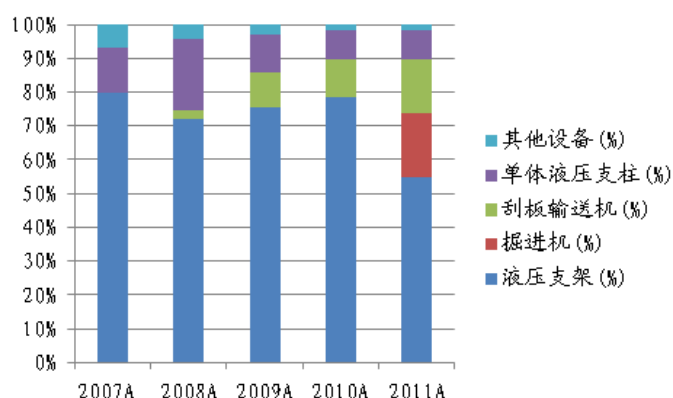
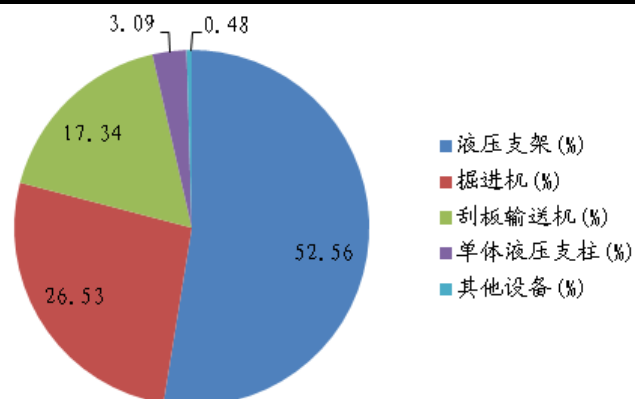


图 3：2011 年公司毛利构成



资料来源：中原证券研究所 WIND

资料来源：中原证券研究所 WIND

液压支架依然是公司利润的第一来源，但是由于液压支架在综采设备中是门槛最低的产品，市场竞争愈演愈烈。特别是 2011 年下半年竞标价格 10% 以上的整体跌幅导致行业盈利能力下降，公司也受到波及。

另外，公司一部分早期单体液压支柱产能还在持续贡献收入，但是由于支柱市场竞争充分，该业务在公司毛利占比持续下降，从 08 年的约 20% 份额降至现在仅占 3.09%。

1.3 多点开花新业务拉动公司成长

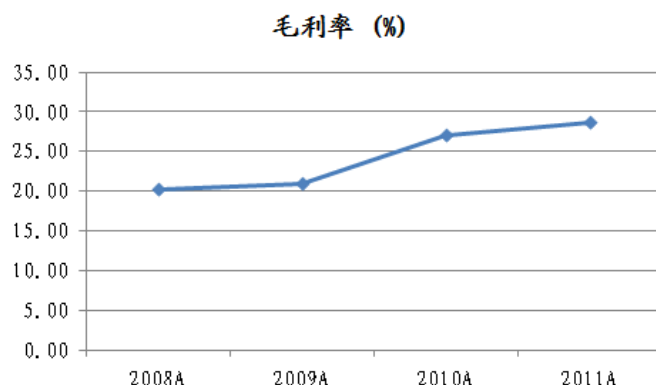
2011 年公司掘进机产品第一次确认销售就实现了 1.80 亿元的销售收入，表明市场对公司新产品认可度较高，销售开展顺利。同时，刮板输送机实现销售收入 1.54 亿元，同比增长 69.21%。掘进机和刮板输送机为公司贡献的利润持续增加，2011 年毛利占比分别为 26.53% 和 17.34%。

公司现有刮板机产能 40 台套左右，单价约 600 万元-700 万元，现有产能利用率只有一半左右的水平，公司产品需要在下游用户逐步积累口碑，鉴于公司拓展其他业务的能力，我们判断 2012 年公司刮板机销售仍可保持 60% 左右的同比增速。

公司掘进机产品上市首年即实现营业收入 1.80 亿元，市场潜力巨大，预计公司该项业务 2012 年将维持 30% 以上的同比增速，前景广阔。

2、盈利能力持续改善

图 4：2008A-2011A 公司毛利率



资料来源：公司年报，中原证券研究所

2011年公司整体毛利率28.66%，比上年提升1.56个百分点，这与公司业务结构改变直接相关。掘进机和刮板机毛利率分别达到41.65%和31.82%，这两项业务在公司业务占比上升，提升了公司整体毛利率。

图 5：2008A-2011A 公司分业务营业收入

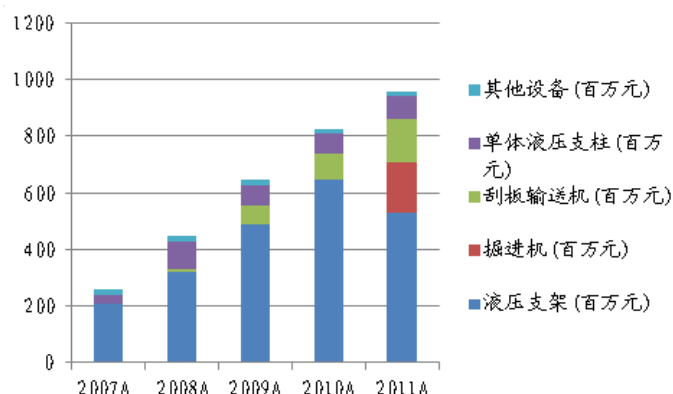
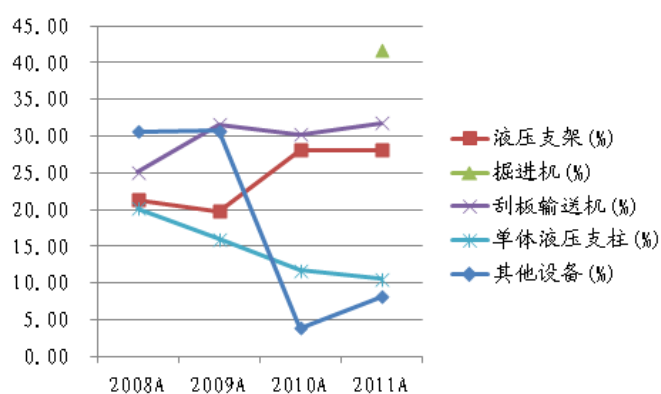


图 6：2008A-2011A 公司分产品毛利率



资料来源：中原证券研究所 WIND

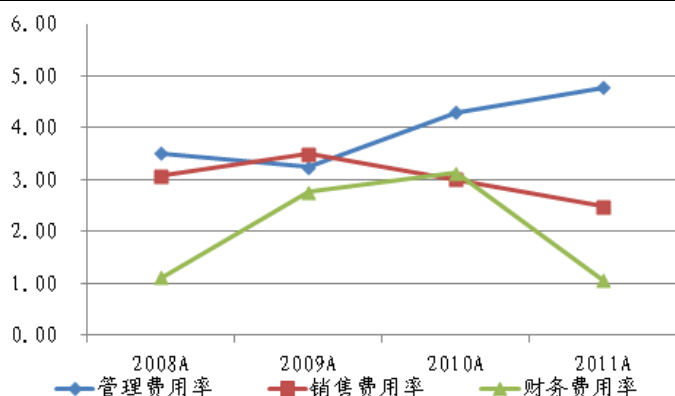
资料来源：中原证券研究所 WIND

期间费用率方面，公司除管理费用率上升外其余两项均有所下降。其中，销售费用0.27亿元，同比增长7.28%，小于公司营业收入增长速度，主要原因一方面与公司上市之后品牌影响力提升，在一定程度提升了公司销售能力；另一方面结合公司运费同比上升8.83%，我们判断公司贴近客户设立的下属子公司产能陆续释放会降低公司运营成本使销售费用率略有下降；其次，公司制度更加完善，严格控制销售费用。

2011年公司财务费用0.12亿元，同比下降56.17%，主要系公司上市后资本结构改善，利息收入增加，利息费用降低所致。

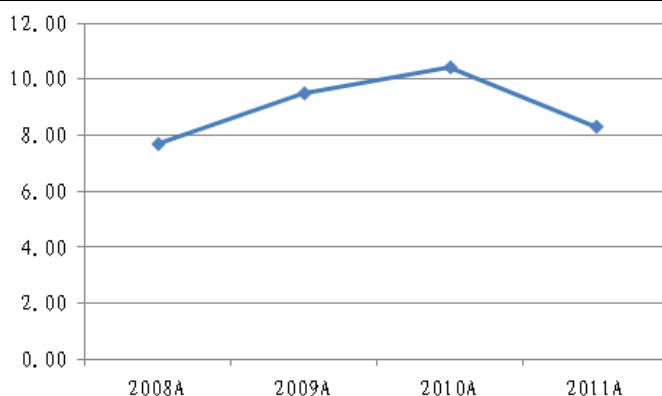
2011年公司管理费用0.52亿元，同比上升44.16%，主要原因一方面是公司研发费用大幅增加约550万元，较2010年同比上升337.89%；另一方面公司管理费用中其他项列支约900万元，同比上升320.36%。

图 7: 2008A-2011A 公司三项费用率 (%)



资料来源: 中原证券研究所 WIND

图 8: 2008A-2011A 公司期间费用率 (%)



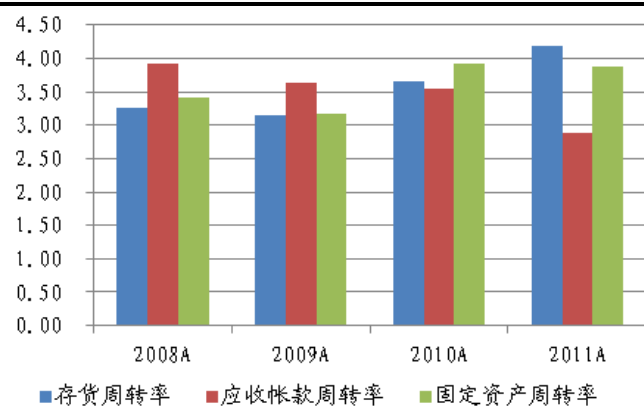
资料来源: 中原证券研究所 WIND

3、营运能力和偿债能力良好

2011年公司应收账款周转率2.89, 而2010年这一数值为3.54, 应收账款周转率下降的主要原因系公司应收账款同比上升85.62%, 达到4.96亿元。从账龄来看, 结构基本与10年相当, 一年以内应收账款占比约67%。排在公司应收账款前两名的是西安重工和龙煤, 合计欠款1.20亿元, 占比23.26%。

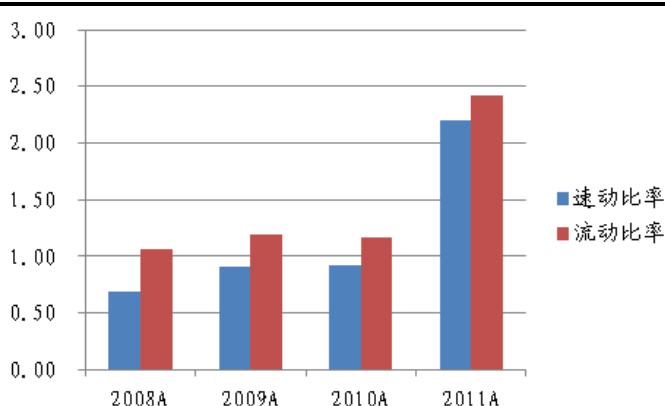
公司存货周转率由10年的3.67上升到11年的4.18, 主要系公司存货同比增速10.89%, 小于公司总成本增速12.40%。存货中, 产成品库存显著下降由10年0.41亿元下降到11年的0.11亿元, 说明公司产品需求旺盛, 不存在大规模积压的状况。

图 9: 2011 年公司营运能力分析



资料来源: 中原证券研究所 WIND

图 10: 2011 年公司偿债能力分析



资料来源: 中原证券研究所 WIND

2011年公司资产负债率为34.85%, 较上年大幅下降28.82个百分点。主要系公司上市后募集资金改善了公司资本结构。2011年公司流动比率和速动比率分别为2.42和2.20, 好于可比上市公司平均水平。

4、公司新增业务亮点

4.1 救生舱项目——顺应国家政策潮流

2010年国家安监局发布有关“建设完善煤矿井下安全避险‘六大系统’的通知”，要求煤矿企业在3年内完成系统建设工作。2013年6月前，救生舱市场将迎来爆发，预计井下救生舱未来市场空间将达到800亿元-1200亿元。

公司提早布局，与徐州中矿科光机电新技术有限公司、王秀元、徐州科博机电有限公司协议共同设立股份有限公司，注册资本为4800万元，主营移动救生舱、连续提升设备等现代矿山机电新技术的研发、孵化、生产及经营（具体尚有待工商部门核定）。在技术、生产和资金方面对井下救生项目予以支持，未来有望在救生舱市场获得丰厚回报。至2011年12月31日，公司的救生舱产品已生产出样机并进入安标申办流程。

表 1：中矿科林现代矿机新技术开发研究院协议构成方介绍

合作 方	合作方名 称	合作方介绍	出资 和持 股比 例	未来对股份公 司贡献
甲	林州重机 集团股份 有限公司		51%	对项目及丁方 给予人力、管理 和市场等方面 的支持
乙	徐州中矿 科光机电 新技术有 限公司	公司是以中国矿业大学为依托的高新技术企业，主要产品包括卡绳器、矿用立井提升罐笼、箕斗、主井定重装载控制系统、钢丝绳张力自动平衡悬挂装置等，在矿山提升、运输及运输安全监控方面具备一定的技术储备。此外，该公司与平顶山天安煤业股份有限公司多个矿井有合作关系。	49%	科研成果和专 利技术支持
丙	王秀元	中国矿大博士生导师，多年来从事煤矿安全和机电一体化的教学科研工作。2001 年徐州中矿科光机电新技术有限公司成立后，王秀元出任董事长。与同事们一起先后完成多项科研成果，并有十多项成果投入生产实用，在钢丝绳张力自平衡研究方面处于国内领先地位。		
丁	徐州科博 机电有限 公司	公司为项目最终落实的生产实施主体。该公司有生产矿山机械、电器、选矿机械、环保机械的背景，丰富的经验可以很快将救生舱和矿用提升设备设计转化为产品。	增资对象，负责生产	

资料来源：中原证券研究所，公司公告，合作方公司网站

4.2 采掘项目——向成套化挺进

综采设备成套供应是欧美制造业巨头Joy和Bucyrus的主要发展模式。2008年数据显示，Joy在国际市场中“三机一架”产品拥有绝对领先的市场份额，其中刮板机59%，液压支架50%，掘进机70%，采煤机更是达到84%。由于成套化设备供应商往往对设备接口标准有统一要求，设备间衔接的匹配度能超越行业指导规范。因此，成套设备供应降低了设备

组装时出现配合失效的可能性，而且在成套设备使用的稳定性上要好于组装设备。

表 2：2008 年世界主要煤机企业分产品市场占有率

企业名称	掘进机	采煤机	刮板机	液压支架
Joy	84%	70%	59%	50%
Bucyrus (CAT)	5%	10%	36%	50%
Sandvik	11%	-	-	-
Eickhoff	-	20%	-	-

资料来源：中原证券研究所，三一重工、中联重科H股招股说明书

在设备维护方面，通用零部件大量使用使成套设备在后期维修保养方面的成本优势也比较显著。此外，一家设备供应商提供维护服务的效率往往大于几家供应商共同参与设备维护的效率，缩短了维护时间，降低生产停滞带来的损失。

采掘项目是公司完成井下成套化设备的重要组成部分。公司聘请前佳木斯煤机高管李子山出任公司采掘项目负责人，并在本次股权激励中授予其74万股限售股，占股权激励股数的32.32%，可见公司对采掘项目的重视程度。

公司现阶段已经完成掘进机项目的建设，2011年掘进机实现销售收入1.80亿元，营业毛利0.75亿元，销售毛利率高达41.65%。采煤机项目已基本完工，处于收尾工作，今年有望实现销售收入。

5、募投项目进展

公司2012年12月29日公开向社会募集5120万股，实际募集资金净额为12.05亿元，其中。募投项目包括液压支架改扩建项目和液压支架电液控制系统项目。

表 3：公司募投项目进展情况（截止 2011 年 12 月 31 日）

	总投资	已投入资金	投资进度	项目未达预期原因
液压支架改扩建项目	3.02 亿元	2.75 亿元	91.02%	个别工程工艺改进，部分新订购设备未能及时到货
液压支架电液控制系统项目	0.36 亿元	789.63 万元	22.13%	工程基建部分已经完成，项目未达预期主要系大量进口设备导致采购周期较长

资料来源：中原证券研究所，公司年报

6、盈利预测和投资建议

表 4：分项目盈利预测表（收入：百万元）

液压支架	2008	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	320.42	485.82	646.54	526.76	658.45	790.14
YOY		51.62%	33.08%	-18.53%	25.00%	20.00%
毛利率	21.29%	19.74%	28.13%	28.13%	28.00%	26.00%
刮板机	2008	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	12.24	66.82	90.81	153.65	245.84	319.60

YOY		445.73%	35.89%	69.21%	60.00%	30.00%
毛利率		31.55%	30.23%	31.82%	31.00%	30.00%
柱子	2008	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	93.91	73.69	72.79	82.01	86.11	90.41
YOY		-21.53%	-1.23%	12.67%	5.00%	5.00%
毛利率		16.02%	11.70%	10.61%	10.00%	10.00%
其他	2008	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	19.00	18.22	12.53	16.63	21.62	28.10
YOY		-4.08%	-31.25%	32.75%	30.00%	30.00%
毛利率		30.74%	3.90%	8.16%	8.00%	8.00%
掘进机	2008	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入				179.62	233.51	291.89
YOY					30.00%	25.00%
毛利率				41.65%	40.00%	40.00%
采煤机	2008	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入					100.00	130.00
YOY						30.00%
毛利率					45.00%	45.00%
救生舱和提升设备	2008	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入					200.00	300.00
YOY						50.00%
毛利率					43.00%	45.00%

资料来源：中原证券研究所（估算）

预测结果显示，公司2012年和2013年将分别实现营业收入15.46亿元和19.50亿元，实现净利润分别为3.01亿元和3.80亿元，实现每股收益分别为0.73元和0.92元。

表 5：盈利预测简表

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	8.50	11.03	15.46	19.50
增长比率(%)	24.14%	29.74%	40.13%	26.18%
净利润(亿元)	1.03	1.82	3.01	3.80
增长比率(%)	80.47%	76.60%	65.06%	26.30%
全面摊薄每股收益(元)	0.25	0.44	0.73	0.92

资料来源：中原证券研究所（估算）

公司产品符合国家以煤炭为主的能源结构对相关装备的长期需求。此外，公司是民营企业，具备经营方式灵活、战略扩张速度快、成长性好等优点，与同行业相比应该具备一定的估值溢价。煤炭机械类上市公司12年合理估值区间为13-15倍，公司合理估值应在15-18倍之间。

按照4月18日收盘价13.57元计算，公司12年和13年对应的市盈率分别为18.59倍和14.75倍，与可比公司相比略微偏高，给予公司“增持”评级。

7、风险提示

原材料价格波动导致毛利率下降风险；下游客户相对集中的风险；宏观经济波动的系统性风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。