

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

联系人：张宇 zhangyu00@ccnew.com

## 盈利持续增长 后续能量足

——郑煤机（601717.SH）一季报点评

## 证券研究报告-公司点评

买入（调升）

发布日期：2012年05月10日

### 报告关键要素：

公司是井工液压支架龙头，产品定位为中高端，技术水平已达到欧洲标准。从公司逐年公布的数据分析，产品边际成本持续下降，企业规模效应正在逐渐显现，12年募投项目达产公司规模效应将达到新的高度，盈利能力有望继续提升。

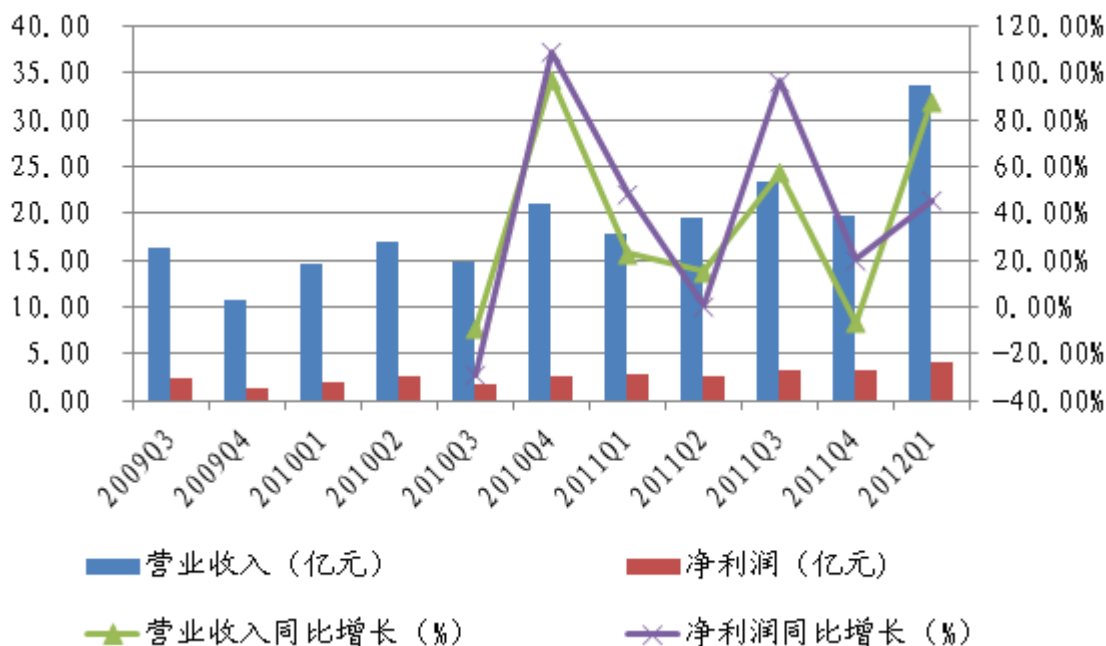
### 事件：

**郑煤机（601717.SH）公布2012年一季度报。**一季度公司实现营业收入约21.87亿元，较2011年的17.91亿元增长22.11%；实现净利润4.19亿元，较2011年的2.88亿元增长45.61%，全面摊薄后每股收益0.30元。

### 点评：

- **盈利增速高于预期。**公司营业收入增长主要来自液压支架订单增加。一季度公司净利润同比大增45.61%，主要系公司2011年4季度开始的税收优惠政策，使本季度公司上交税款大幅小于去年同期，预计前三季度税收差异将为净利润率贡献约1.5个百分点。

图1：2009Q3-2012Q1公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券研究所

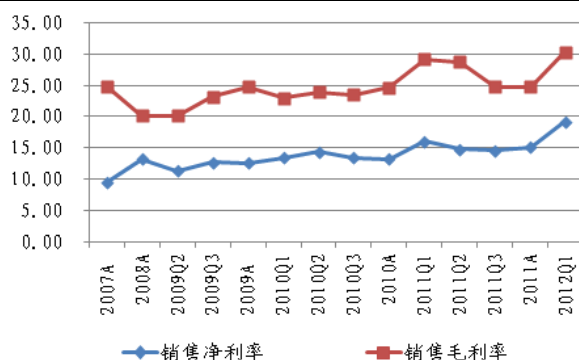
- **盈利能力持续上升。**公司一季度毛利率30.34%，较上年提升1.13个百分点。我们判断主要是公司一季度交付的产品中钢材占比有所下降，除季节性因素外，机械行业整体不景气，订单下滑可能是造成公司钢材收入占比下降的主要原因。

管理费用：0.94亿元，同比增长2.47%。管理费用基本与上年持平。

销售费用：0.66亿元，同比增长57.90%，我们判断造成销售费用大增的直接原因是液压支架行业竞争加剧。与其它机械子行业相比，煤机行业的销售费用一直处于较低水平，但是伴随供需关系逐渐改变，行业内公司不得不增加销售费用以应对获取订单的压力。

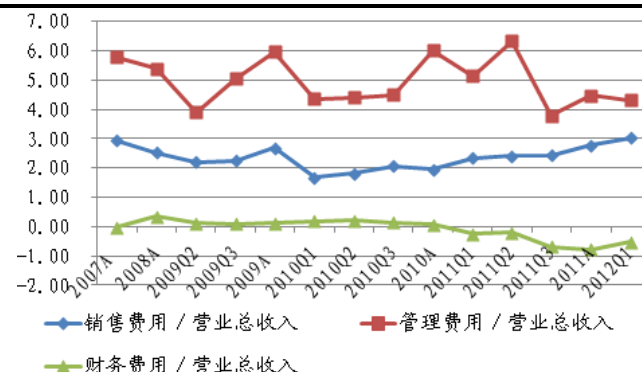
财务费用：-0.12亿元，利息收入是公司财务费用减少的主要来源。

图2： 2007A-2012Q1公司毛利率和净利率 (%)



数据来源：WIND，中原证券研究所

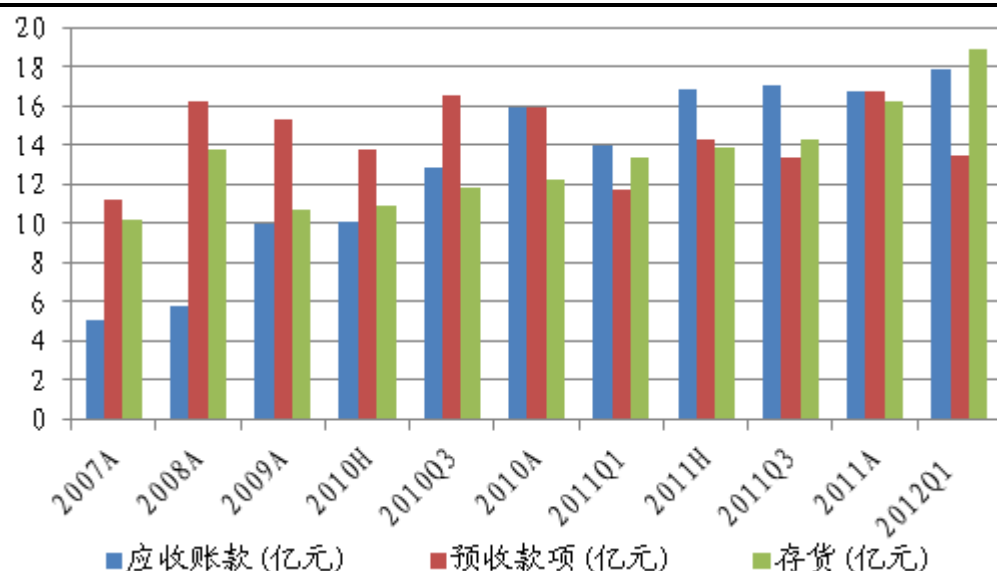
图3： 2007A-2012Q1公司三项费用率 (%)



数据来源：WIND，中原证券研究所

- **公司管理水平提升，规模效应显现。**公司主营业务液压支架2011年占公司收入构成70.00%，利润构成91.83%。而液压支架属于非标产品，源于煤层地质结构各异需要定制生产。行业内通常由设备制造商开具履约保函后，可收到招标方30%的预付款。从2007年至今预收账款的变化来看，公司预收款并未与收入快速增长同步变化。发生这种背离的主要原因我们认为与公司管理效率提高及规模效应逐步体现有关。

图4： 2007A-2012Q1公司应收账款、预收账款和存货



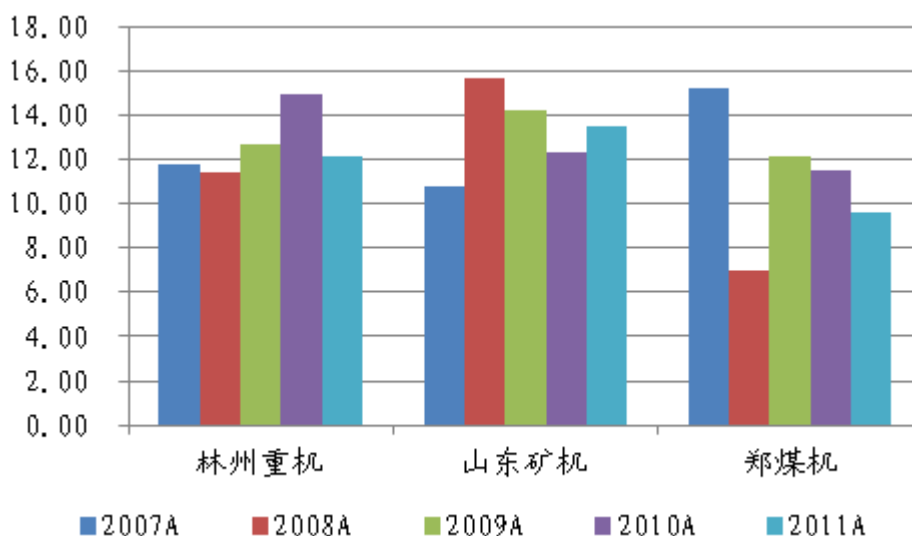
数据来源：WIND，中原证券研究所

首先，公司管理效率提高从应收账款占营业收入的比例来看，多年来基本维持在20%左右的水平，未发生显著变化，这与煤炭行业整体还款能力强相关外，也反映公司在管理应收账款方面积累了丰富的经验。

其次，存货金额虽然快速增长，但其占营业收入中的比重却呈现长期下降的趋势，由2007年和2008年的43%和37%下降到2010年和2011年的18.22%和20.18%，结合公司07年来存货周转率由1.75上升到11年的4.25，我们认为公司包括供应链管理、生产流程优化和物流效率逐步提高，存货和订单平均占用时间大幅缩短。公司新建厂区12年全面达产后，规模效应还将进一步显现。

再次，07年以来公司业务结构持续发生调整，各业务利润贡献度也在发生改变。与同行业横向比较，公司综合毛利率多年来未发生显著变化。但是，毛利率和净利率差值持续下降反应了公司边际成本在显著下降，规模效应逐步体现。我们判断，公司新增产能全面释放后，规模效应还将使平均成本持续降低。

图5：2007A-2011A公司毛利率和净利率差值（%）



数据来源：WIND，中原证券研究所

- **公司全年营收增长有保障。**行业依然处于景气向上的阶段，煤炭生产企业对综采设备的需求持续旺盛。公司实现全年营业收入目标100亿元的可能性较大。此外，公司东区新建产能释放有利于毛利水平继续提升。但是，由于生产液压支架的企业持续增加，行业产能扩张过快，公司营销力度可能被迫加大，直接导致公司销售费用率上升。全年来看，公司继续保持2011年净利率水平难度较大，净利润增速预计维持在19%左右的水平。
- **投资建议：**预计公司12年和13年每股收益分别为1.01元，1.28元。按照4月10日收盘价14.55元计算，对应市盈率为14.41倍和11.37倍，估值偏低，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；宏观经济下滑的系统性风险。

### 盈利预测

|             | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)    | 67.52  | 80.60  | 100.34 | 126.26 |
| 增长比率(%)     | 30.85% | 19.37% | 24.49% | 25.83% |
| 净利润(亿元)     | 8.83   | 11.94  | 14.20  | 17.98  |
| 增长比率(%)     | 40.00% | 35.29% | 18.91% | 26.60% |
| 全面摊薄每股收益(元) | 0.63   | 0.85   | 1.01   | 1.28   |
| 市盈率(倍)      | 23.10  | 17.12  | 14.41  | 11.37  |

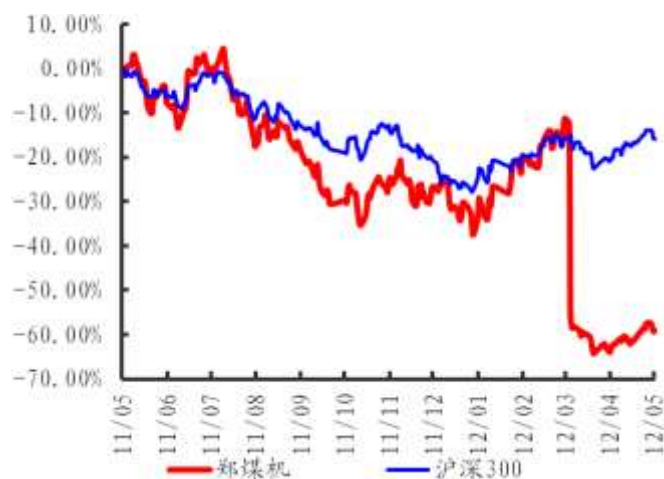
### 市场数据 (2012年05月10日)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 14.55       |
| 一年内最高/最低(元) | 23.96/13.20 |
| 沪深300指数     | 2657.21     |
| 市净率(倍)      | 3.28        |
| 流通市值(亿元)    | 120.59      |

### 基础数据 (2012年3月31日)

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产(元)     | 4.43    |
| 每股经营现金流(元)   | -0.03   |
| 毛利率(%)       | 30.34   |
| 净资产收益率-摊薄(%) | 6.74    |
| 资产负债率(%)     | 36.93   |
| 总股本/流通股(亿股)  | 14/8.29 |
| B股/H股(亿股)    | 0/0     |

### 个股相对沪深300指数走势



### 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。