

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

锁定市场 寻求扩张

——林州重机（002535.SZ）调研报告

证券研究报告-调研报告

增持（维持）

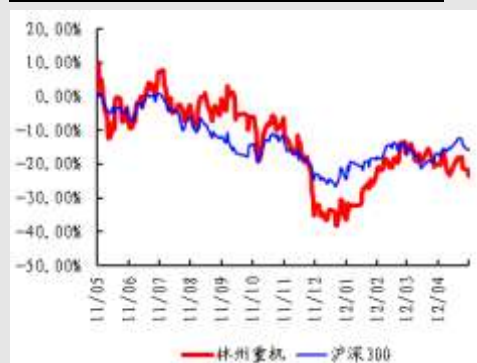
发布日期：2012 年 5 月 17 日

市场数据（2012 年 5 月 16 日）

收盘价（元）	12.59
一年内最高/最低（元）	18.18/9.96
沪深300 指数	2574.65
市净率（倍）	2.77
流通市值（亿元）	19.99

基础数据（2012-03-31）

每股净资产（元）	4.55
每股经营现金流（元）	0.09
毛利率（%）	21.07
净资产收益率（%）	1.94
资产负债率（%）	36.57
总股本/流通股（亿股）	4.14/1.59
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。
- **公司利润快速增长。**公司上市后伴随行业快速发展，营业收入和净利润实现了逐年快速增长。一季度公司延续了增长势头，销售收入和净利润分别为 2.89 亿元和 0.37 亿元，同比分别增长 29.51% 和 51.36%。
- **市场开拓方式灵活，营销方式创新。**公司运用创新营销思路，在国内煤企“大肆圈地”，与多家煤企形成战略合作关系。现在除公司稳定的大客户龙煤外，陕煤、辽宁铁法、平煤神马都与公司成立合资公司或形成战略同盟，未来公司发展将拥有坚实的需求保障。
- **采掘设备与救生舱将成为公司新的利润增长点。**公司在成套化方面发展迅速，掘进机首年形成收入，获利 1.80 亿元；采煤机项目建设接近尾声，12 年将贡献利润，并将提升公司整体毛利水平；救生舱受益国家“安全生产”政策严格落实，市场空间巨大。
- **盈利预测与公司估值：**预计公司 12、13 年每股收益分别为 0.72 元和 0.96 元，按照 5 月 16 日收盘价 12.59 元计算，公司 12 年和 13 年对应的市盈率分别为 17.48 倍和 13.11 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；小型产品竞争加剧造成市场竞争风险；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	14.14	17.99
增长比率（%）	24.14%	29.74%	28.22%	27.19%
净利润（百万元）	1.03	1.82	3.00	3.97
增长比率（%）	80.47%	76.60%	64.33%	32.32%
全面摊薄每股收益（元）	0.67	0.45	0.72	0.96

目录

事件: 4 月 23 日, 林州重机实地调研。	4
1、公司概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司产品	4
2、行业景气向上	6
3、公司经营状况良好	6
4、营销思路创新 与煤企“联姻”	9
5、研发投入加速新产品“孵化”	10
5.1 救生舱项目——顺应政策发展	11
5.2 采掘项目——向成套化挺进	12
6、募投项目进展	13
7、股权激励助力公司发展	13
8、盈利预测	14
9、投资建议	15
10、风险提示	16

图表目录

图 1: 公司的股权结构	4
图 2: 公司部分产品图片	5
图 3: 2007 年-2011 年公司收入构成	5
图 4: 2011 年公司毛利构成	5
图 5: 新增矿井固定资产投资产生的市场容量	6
图 6: 设备更新市场容量	6
图 7: 2009Q3-2012Q1 公司营业收入和净利润	7
图 8: 2007A-2011A 公司分项目营业收入 (百万元)	7
图 9: 2007A-2011A 分项目毛利率 (%)	7
图 10: 2007A-2012Q1 行业内上市公司毛利率 (%)	8
图 11: 2007A-2012Q1 行业内上市公司净利率 (%)	8
图 12: 2007A-2012Q1 行业内上市公司速动比率	8
图 13: 2007A-2012Q1 行业内上市公司流动比率	8
图 14: 行业内上市公司应收账款周转率	9
图 15: 行业内上市公司存货周转率	9
表 1: 林州重机战略合作内容	9
图 16: 2007A-2011A 龙煤订单占公司收入比重 单位: (%)	10
表 2: 林州重机战略客户需求列表	10
图 17: 公司研发费用占营业收入比重 单位: (%)	11
图 18: 公司综合毛利率对比 单位: (%)	11
表 3: 中矿科林现代矿机新技术开发研究院协议构成方介绍	12
表 4: 2008 年世界主要煤机企业分产品市场占有率	12
表 5: 公司募投项目进展情况	13
表 6: 林州重机股权激励限售股解禁条件	13
表 7: 分项目盈利预测表 (收入: 亿元)	14
表 8: 盈利预测简表	15
表 9: 可比上市公司估值	15

事件: 4月23日, 林州重机实地调研。

题记: 本次调研公司林州重机隶属制造业, 是典型的传统设备制造企业。公司顺应行业趋势得到快速发展的同时, 其市场拓展方式融入了创新营销理念。公司与几家大型煤企建立合资公司, 其真实目的是在“圈地”。之后, 在与下游企业博弈, 与同行竞争的过程中就能以先入者的姿态赢取市场先机。我们认为无论市场环境或好或坏, 积极拓展下游客户, 锁定目标客户群体都是企业在竞争中所需要具备的竞争手段。仅从林州重机对未来客户的提前锁定的一系列举措上, 我们给予这家公司肯定的评价。

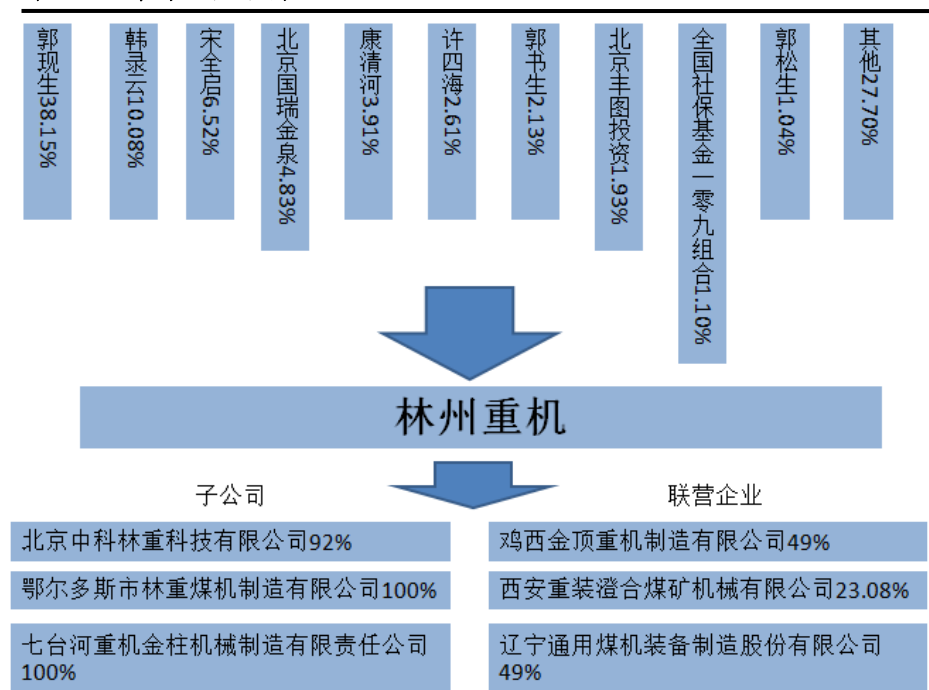
1、公司概况

1.1 公司简介

林州重机集团股份有限公司位于河南省林州市河顺镇申村, 占地面积20.5万平方米, 拥有总资产20.5亿元, 2010年液压支架市场占有率3.20% (按产品总量统计, 单位: 吨), 行业排名第9, 已成为国内最大的民营煤炭综采机械设备供应商。

公司是一家跨地区的集团公司, 现有4个子公司, 即七台河重机金柱机械制造有限公司、北京中科林重科技有限公司、鸡西金顶重机制造有限公司和鄂尔多斯市林重煤机制造有限公司。

图 1: 公司的股权结构



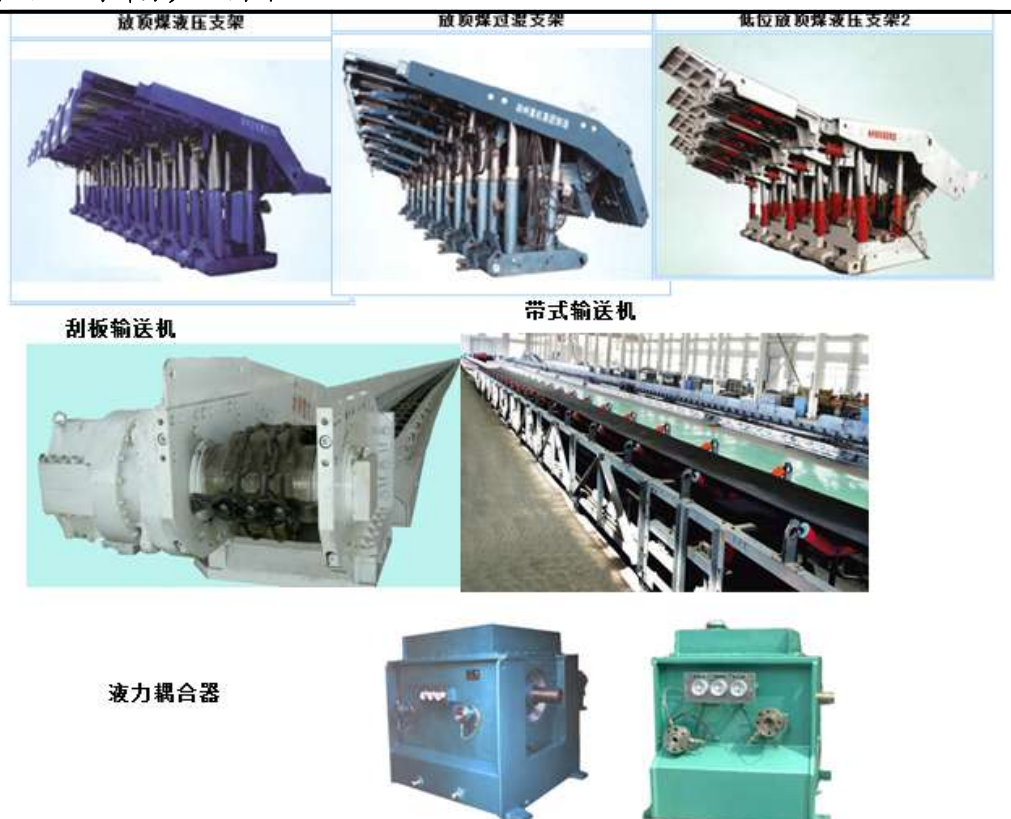
资料来源: 中原证券研究所 公司年报

1.2 公司产品

公司主要产品有煤矿液压支架、刮板输送机、采煤机、掘进机、带式输送机、偶合器、

单体液压支柱、金属顶梁等煤炭综采机械设备，具备较强的煤炭综采设备成套生产能力，产品销售遍及全国20余个主要产煤省区及大型煤炭基地。

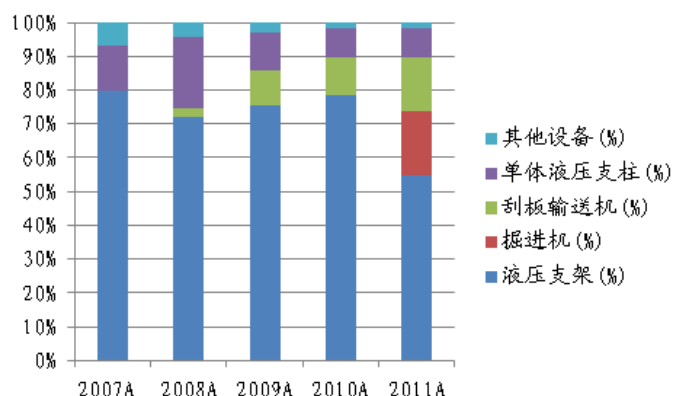
图 2：公司部分产品图片



资料来源：中原证券研究所 公司网站

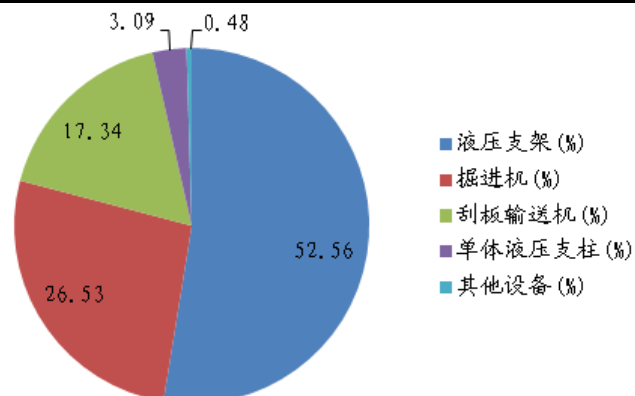
2011年公司主要业务中液压支架销售5.27亿元，收入同比下滑18.53个百分点，我们判断主要系去年行业内液压支架产品单价大幅下滑所致。此外，公司掘进机产品第一次确认销售就实现了1.80亿元的销售收入，表明市场对公司新产品认可度较高，销售开展顺利。刮板输送机实现销售收入1.54亿元，同比增长69.21%。

图 3：2007 年-2011 年公司收入构成



资料来源：中原证券研究所 WIND

图 4：2011 年公司毛利构成



资料来源：中原证券研究所 WIND

液压支架依然是公司第一大利润来源，毛利占比达到52.56%。其次，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%。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%。

2、行业景气向上

我国对煤炭的依赖使新增煤矿固定资产投资稳步增加，这与不断增加的综采设备保有量一同构成行业发展源动力。未来两年，我们预计液压支架市场增速将保持在18%左右。

新增需求：单个矿井储量有限，根据年产量和回采率等因素决定其开采年限。为了满足我国逐年增加的煤炭需求就需要不断开发新的矿井和井下工作面。但是由于煤层地质结构的特殊性，液压支架必须根据井下实际情况定制生产，所以即使旧井中的支架尚可使用也不适合在新开工作面继续服役，需要采购新设备。

图 5：新增矿井固定资产投资产生的市场容量

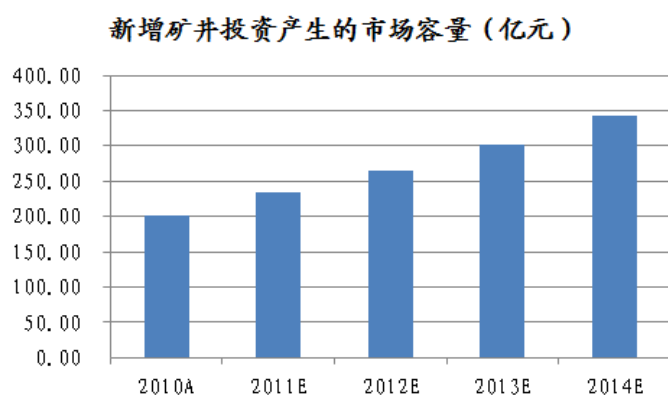
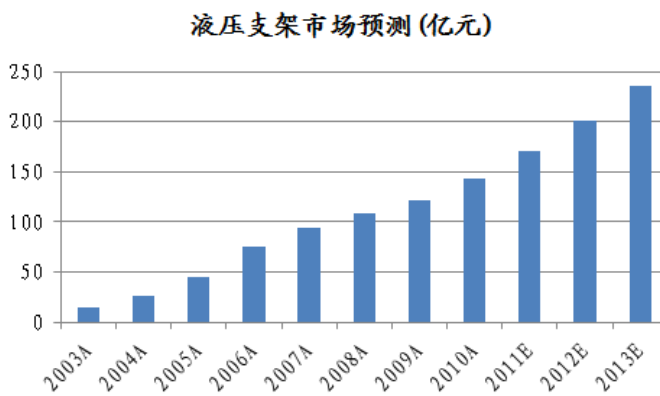


图 6：设备更新市场容量



资料来源：中原证券研究所（估算）

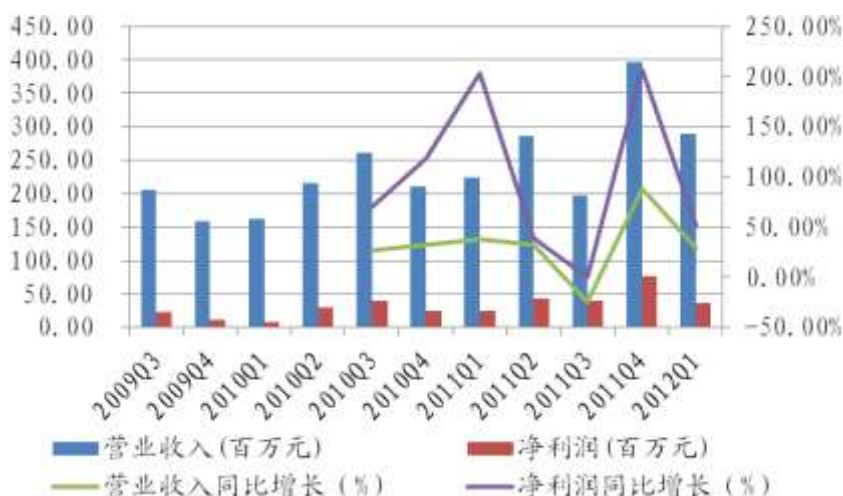
资料来源：中原证券研究所（估算）

更新需求：煤炭开采机械所处工况十分恶劣，机器寿命较短且有自身相对稳定的更新和维护周期。液压支架根据其承重和支护等不同功能使用寿命差别较大，较大承重负荷会缩短其使用寿命，寿命跨度可达3-7年。此外，支护单元中出现某个或几个支架受局部载荷过大造成支撑失效的情况将导致整套支架单元服役期缩短。根据估算，一套液压支架平均服役期为5年，如果煤层具备继续开采价值，需要更新整套液压支架保证生产顺利进行。

3、公司经营状况良好

2012年第一季度公司实现营业收入约2.89亿元，较2011年的2.23亿元增长29.51%；实现净利润0.37亿元，较2011年的0.24亿元增长51.36%，全面摊薄后每股收益0.09元。

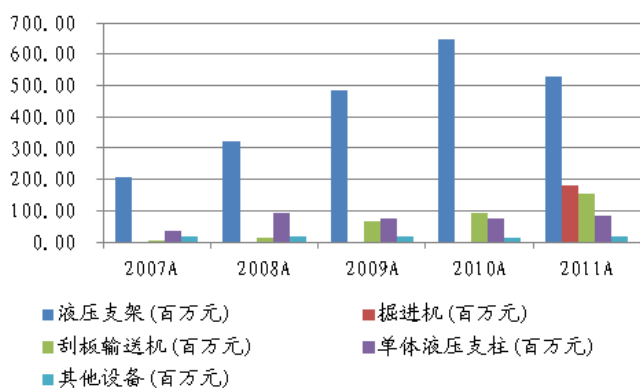
图 7: 2009Q3-2012Q1 公司营业收入和净利润



资料来源: WIND 中原证券研究所

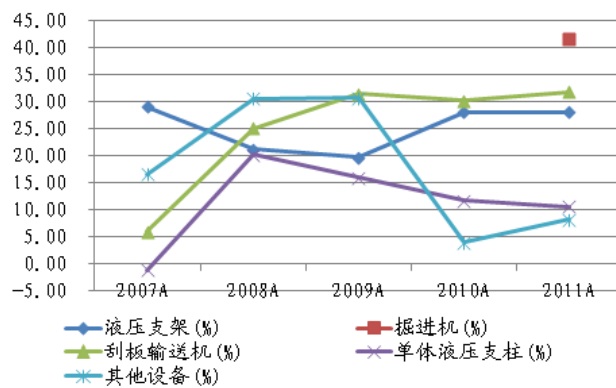
公司过往收入主要来源是液压支架。2011年液压支架收入有所下滑，主要系公司判断液压支架业务受行业影响盈利能力下降，而刮板机和掘进机市场前景向好，盈利能力高于液压支架。公司将部分产能主动调配生产刮板机与掘进机。12年公司募投项目之一液压支架改扩建项目现已全面达产，预计今年公司液压支架收入将恢复到之前2010水平。此外，公司业务毛利水平一直想对稳定，新产品推出将有效拉升公司整体盈利能力。

图 8: 2007A-2011A 公司分项目营业收入 (百万元)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

图 9: 2007A-2011A 分项目毛利率 (%)



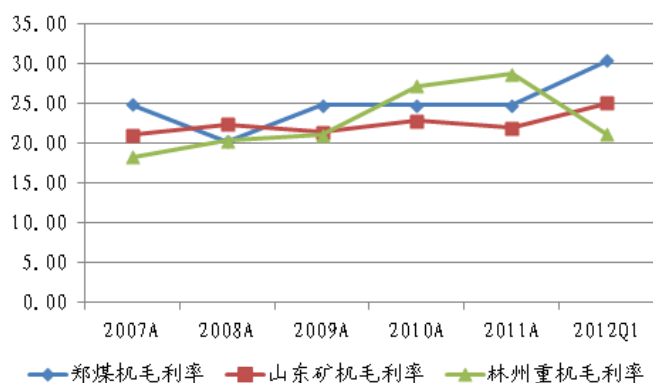
数据来源: WIND, 中原证券研究所

公司掘进机与液压支架的收入规模依然较小，预计12年将继续保持快速增长势头。特别是掘进机与今年即将推出的采煤机将完善公司综采全线产品的同时实现，公司利润增长点的全面铺开。

一季度，公司毛利率21.07%，较上年下降2.09个百分点。公司净利率12.65%，较上年同期上升1.84个百分点。公司一季度产品结构调整是导致毛利率下降的主要原因。与行业

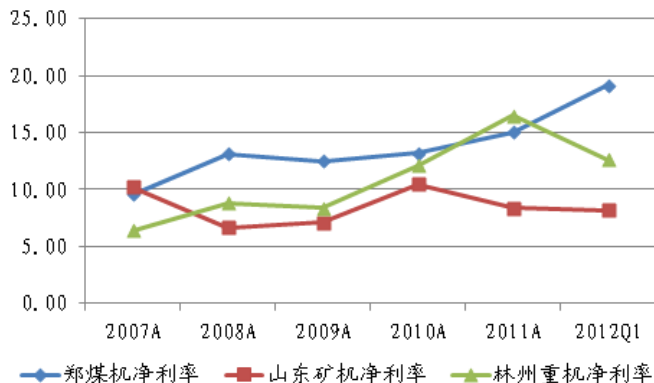
内上市公司对比来看，一季度公司毛利率低于郑煤机与山东矿机，表明行业内销售毛利未发生较大改变，从侧面佐证了我们关于公司业务结构导致毛利下降的猜测。预计二季度开始公司毛利率将逐步回升。

图 10: 2007A-2012Q1 行业内上市公司毛利率 (%)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

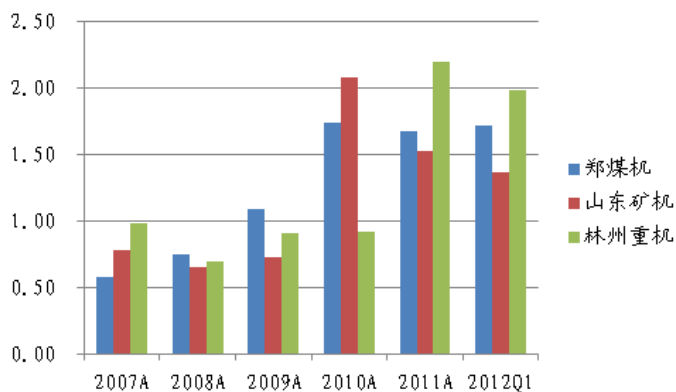
图 11: 2007A-2012Q1 行业内上市公司净利率 (%)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

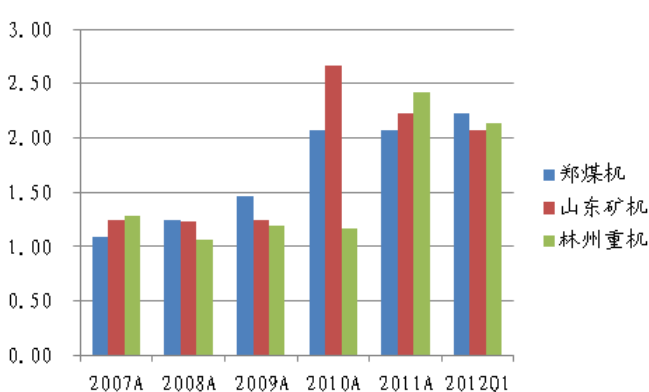
公司资产负债率在上市之后大幅改善，但是相比募集首季度19.95%，公司负债率又逐步上升至35.56%。杠杆化有利于公司扩充营运资本增加扩张速度，但是造成公司上市之后偿债能力逐步下降。此外，公司资金逐步投入募投项目也是造成流动资产下降的原因之一。但是，从行业来看公司速冻比率和流动比率都处在业内较好水平。

图 12: 2007A-2012Q1 行业内上市公司速动比率



数据来源: WIND, 中原证券研究所

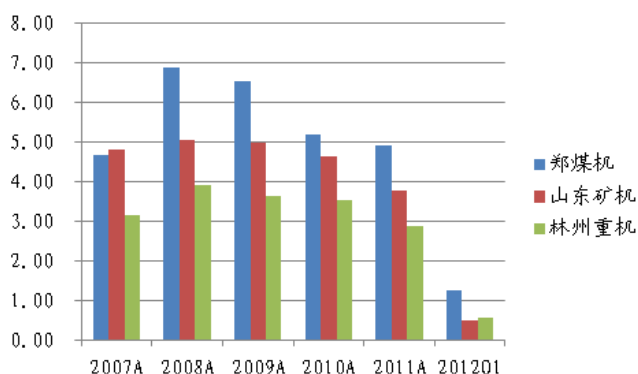
图 13: 2007A-2012Q1 行业内上市公司流动比率



数据来源: WIND, 中原证券研究所

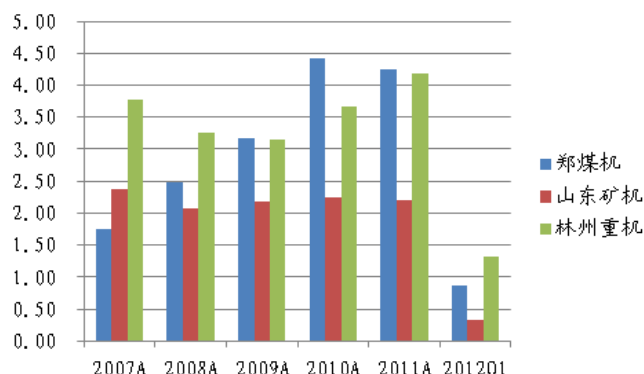
本季度公司应收账款周转率0.55，较去年同期0.71有所下降，但是煤机行业下游还款能有相对有保证，公司第二季度应收账款周转率有望提升。存货周转次数1.32，较去年上升0.32，显示公司生产效率与存货管理效率提升。但是，与行业内上市公司相比公司应收账款周转率偏低，主要原因可能与公司下游客户形成战略合作关系后，大客户回款时间增加有关。

图 14: 行业内上市公司应收账款周转率



数据来源: WIND, 中原证券研究所

图 15: 行业内上市公司存货周转率



数据来源: WIND, 中原证券研究所

4、营销思路创新 与煤企“联姻”

2011年中低端支架市场每吨竞标价格10%-20%的跌幅预示煤机行业竞争加剧。未来行业的竞争将集中在市场销售方面,市场拓展的好坏与否,客户关系的稳固与否将成为企业持续发展的核心因素。公司在这方面及早布局,与多家大型煤企签订战略合作协议或成立合资公司,既为客户提供了贴身服务,又保证了未来产品订单充足。

表 1: 林州重机战略合作内容

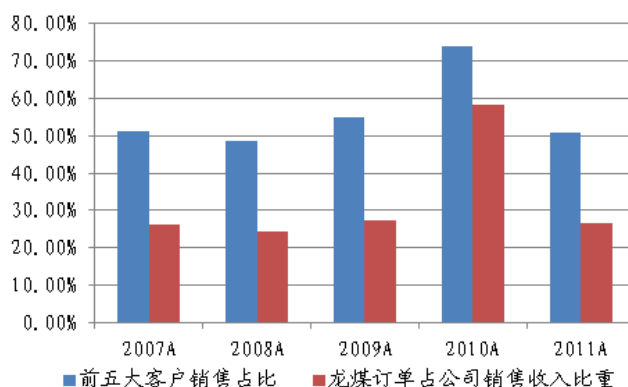
客户名称	合资金额	林州重机出资比例	合资方出资比例	合资项目
陕煤集团旗下西安重装澄合煤机	8 亿元	50% (此外公司出资 3254.8 万元增资西安重装澄合煤机,持股比例 23.08%)	50%	煤矿装备制造及配套产品的生产销售,以及鄂尔多斯地区的煤炭开采。
辽宁铁法	6 亿元	49%	51%	煤矿机械设备的制造与检修
平煤神马	1 亿元	44%	46%	重型刮板输送机

资料来源: 中原证券研究所

以公司的第一大核心客户龙煤为例,其主营煤炭生产,注册资本62.85亿元,总体目标是建设成为年煤炭总产量过亿吨的大型煤炭企业集团,成为黑龙江省东部煤电化基地的主力企业,东北(蒙东)地区的核心煤炭企业和全国重要的商品煤供应基地。

公司与核心客户龙煤集团建立合作关系是双向选择的过程。林州重机在合作中可以为龙煤提供所需产品设备的提前排产和发货,保证龙煤正常生产和井下设备运维。此外,自2005年开始,公司就被龙煤集团评为AAA级机械设备核心供应商。龙煤则为公司提供了稳定的订单,连续多年成为公司第一大客户。其中,2011年来自龙煤集团的订单占公司总收入的26.63%,核心客户地位稳固。

图 16: 2007A-2011A 龙煤订单占公司收入比重 单位: (%)



资料来源: 公司年报, 中原证券研究所

公司现有战略大客户中龙煤集团2010年原煤产量5494万吨, 以营业收入326亿元列全国煤炭百强企业第16位, 2010中国企业500强194位; 陕煤集团2010年产煤7100万吨, 销售收入515亿元, 计划在“十二五”期间增加产能1亿吨, “十三五”期间实现产能3亿吨, 进入中国煤企排名前三; 辽宁铁法, 2010年煤炭产量2410万吨左右, 本部有8个生产矿, 1个在建矿, 煤炭资源保有储量16.96亿吨。

表 2: 林州重机战略客户需求列表

客户名称	产能和营业收入	“十二五”末 产能规划	预计“十二五” 期间年新增产能	设备更新需求 (亿元)	设备新增需求 (亿元)
龙煤集团	2010 年原煤产量 5494 万吨	—	—	8.24	—
陕煤集团	2010 年产煤 7100 万吨, 销售收入 515 亿元	2 亿吨/年	2000 万吨/年	10.65	12.00
辽宁铁法	2010 年煤炭产量 2410 万吨左右	—	—	3.62	—
平煤神马	2010 年煤炭产能 4581 万吨	1 亿吨/年	1000 万吨/年	6.87	6.00
合计年需求	47.38 亿元				

资料来源: 中原证券研究所

注: 保守估算以每百万吨煤炭产量设备更新需求 1500 万元, 新增产能投资需求 6000 万元计算

根据统计, 林州重机四大客户未来年均设备需求将达到47亿元以上, 未来公司成长空间巨大。

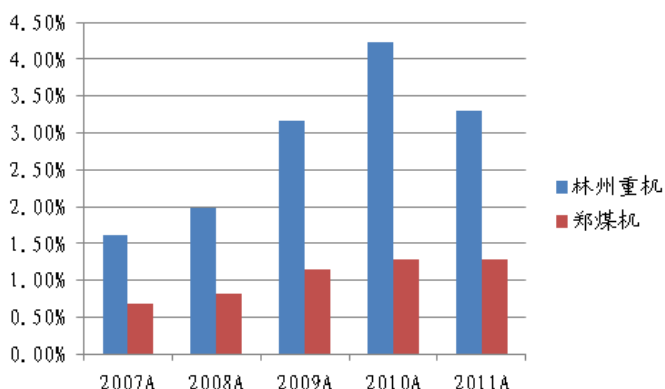
5、研发投入加速新产品“孵化”

研发投入体现企业高层对未来产品质量和技术水平的重视程度, 是企业持续发展的间接指标。公司研发投入逐年增加由2007年的585万元上升到2011年的3643.92万元, 年复合增长率57.98%, 同期营业收入复合增长率仅32.18%, 体现公司管理层对研发的重视。公司研发占收入比例在行业内也处于相对较高的水平。与郑煤机比较来看, 2011年公司研发费用占收入比重为3.30%, 同期郑煤机研发费用占比仅为1.29%。

持续的研发投入有望提高产品品质、质量、优化产品结构, 最终促进产品毛利率提升,

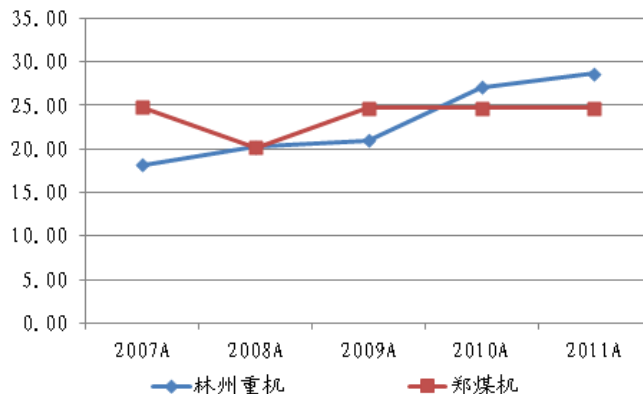
2007年至2011年间公司毛利率提升10.44个百分点，而同期郑煤机毛利水平未发生显著变化。

图 17: 公司研发费用占营业收入比重 单位: (%)



资料来源: 中原证券研究所 WIND

图 18: 公司综合毛利率对比 单位: (%)



资料来源: 中原证券研究所 WIND

此外，公司坚持研发投入在一定程度上保证新产品陆续投放市场，增加公司收入来源。2011年下半年公司掘进机产品投入市场即获得客户认可，产品上市首年就实现了1.8亿元的销售收入。今年公司采煤机也将上市销售，进一步完善公司成套化战略。救生舱与提升设备原有研发团队也将融入公司研发体系，未来公司科研能力还将逐步提升。

5.1 救生舱项目——顺应政策发展

2010年国家安监总局发布有关“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，预计最早5月底可以拿到安标。

表 3：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

5.2 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优于组装设备。

表 4：2008 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 公司年报

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。公司计划本月完成安标的申请工作，年度预计最高可以销售30台，销售收入有望达到1亿元。

此外，公司可转债募投项目“260架掘进机项目”与“采煤机项目”有望在债券发行后2年内增加公司掘进业务收入15.4亿元，为公司贡献净利润2.78亿元。

6、募投项目进展

公司2010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 5：公司募投项目进展情况

	总投资	已投入资金	投资进度（2011 年 12 月 31 日）	项目未达预期原因（2011 年 12 月 31 日）	目前进展
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	已经完成
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

7、股权激励助力公司发展

2011年10月公司实施股权激励方案，78名激励对象获授228.98万股（权益分派前）限制性股票。授予对象均系公司管理团队负责人、销售骨干及各事业部核心技术人员。苛刻的股权激励政策一方面约束了高管套现损害股东利益，另一方面鞭策管理层深化公司经营战略，积极拓展公司业务从而实现解禁要求。此外，核心团队持股后，有利于防止公司人才流失。稳定的团队和凝聚力将是公司未来发展的保障。

表 6：林州重机股权激励限售股解禁条件

年限	净利润同比增长	归属公司净利润满足条件	解禁比例
2011 年	71.4%	不低于 1.8 亿元	30%
2012 年	66.7%	不低于 3.0 亿元	30%
2013 年	50.0%	不低于 4.5 亿元	40%

资料来源：中原证券研究所，公司公告

从2011年股权激励完成情况来看，公司以1.82亿元的净利润顺利达到解禁要求，实现了公司管理层提出的增长目标。我们判断，股权激励对公司积极影响正在逐渐显现，主要是公司管理团队在管理和市场拓展方面的创造力。例如，公司2011年年底与平煤神马的战

略合作，一定程度上稳固了公司河南煤机市场份额。

8、盈利预测

公司液压支架扩建项目达产后，产能将提升约15000吨，占之前产能55000吨的27.27%。虽然，液压支架市场竞争激烈，单价降幅很大，但是一方面依靠核心客户资源有稳定的下游渠道，另一方面公司在电液控制方面有较大投入，可以依照客户要求生产大采高、大倾角、以及配置进口密封件和德国马克的电液部件，产品综合定位在逐步上升。我们判断2012年公司液压支架毛利率有望维持在28%左右。

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80%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，预计公司该项业务今年可以实现约2.5亿元的销售收入，同比增速40%。

采煤机项目建设已经接近尾声，预计2012年可以为公司贡献收入。现处于安标申请阶段，计划最快5月底前拿到批文。初步预计公司对该业务1亿元左右销售目标实现有一定难度，且产品上市首年盈利能力就达到预期的可能性较小，我们预计毛利率会有一定折扣。

救生舱与提升设备推广速度与国家政策推动的力度直接相关。在与公司充分沟通的基础上，我们判断救生舱今年的收入可以达到3000万元与公司其他收入一同列入“其他”项，毛利水平有望达到30%以上。

表 7：分项目盈利预测表（收入：亿元）

液压支架	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	4.86	6.47	5.27	6.58	7.90
YOY	51.62%	33.08%	-18.53%	25.00%	20.00%
毛利率	19.74%	28.13%	28.13%	28.00%	28.00%
刮板机	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	0.67	0.91	1.54	2.77	3.60
YOY	445.73%	35.89%	69.21%	80.00%	30.00%
毛利率	31.55%	30.23%	31.82%	31.00%	30.00%
柱子	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	0.74	0.73	0.82	0.86	0.90
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	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入	0.18	0.13	0.17	0.42	0.67
YOY	-4.08%	-31.25%	32.75%	150.00%	60.00%
毛利率	30.74%	3.90%	8.16%	35.00%	35.00%

掘进机	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入			1.80	2.51	3.52
YOY				40.00%	40.00%
毛利率			41.65%	43.00%	43.00%
采煤机	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入				1.00	1.40
YOY					40.00%
毛利率				40.00%	40.00%

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14.14亿元和17.99亿元，实现净利润分别为3.00亿元和3.97亿元，实现每股收益分别为0.72元和0.96元。

表 8：盈利预测简表

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	8.50	11.03	14.14	17.99
增长比率(%)	24.14%	29.74%	28.22%	27.19%
净利润(亿元)	1.03	1.82	3.00	3.97
增长比率(%)	80.47%	76.60%	64.33%	32.32%
全面摊薄每股收益(元)	0.67	0.45	0.72	0.96

资料来源：中原证券研究所（估算）

9、投资建议

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14-16倍，公司合理估值应在16-20倍之间。

表 9：可比上市公司估值

	股票名称	总市值(亿元)	每股收益(元)			股票价格(元)	市盈率 PE			每股净资产 12Q1(元)
			11A	12E	13E		11A	12E	13E	
601717.SH	郑煤机	194.74	0.86	0.97	1.05	14.29	16.62	14.73	13.61	4.43
002526.SZ	山东矿机	41.65	0.67	0.99	1.36	15.40	22.99	15.56	11.32	7.20
600582.SH	天地科技	183.81	0.99	1.20	1.46	18.32	18.51	15.27	12.55	4.27
300099.SZ	尤洛卡	23.19	0.92	1.16	1.54	22.71	24.68	19.58	14.75	6.97
300275.SZ	梅安森	20.99	1.06	1.43	1.94	49.96	47.13	34.94	25.75	8.76
均值		87.97	0.90	1.15	1.47	38.51	25.98	20.01	15.60	6.95

资料来源：中原证券研究所 WIND

按照5月16日收盘价12.59元计算，公司12年和13年对应的市盈率分别为17.48倍和13.11倍，给予“增持”评级。

10、风险提示

原材料价格波动导致毛利率下降风险；中小型产品竞争加剧造成市场竞争风险；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。