

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

扩张推动营收增长

——郑煤机（601717.SH）调研报告

证券研究报告-调研报告

买入（维持）

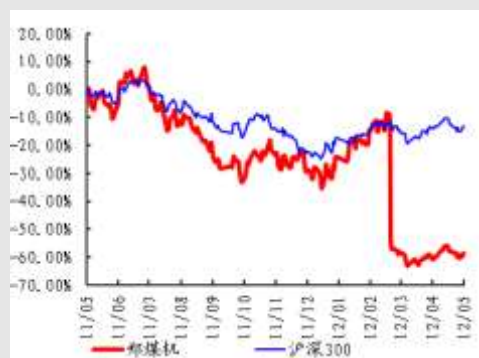
发布日期：2012年5月24日

市场数据（2012年5月23日）

收盘价（元）	14.24
一年内最高/最低（元）	23.96/13.20
沪深300指数	2616.87
市净率（倍）	3.21
流通市值（亿元）	118.02

基础数据（2012-3-31）

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（%）	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



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。公司新建厂区基本全面达产，液压支架产量有望突破65万吨。此外，公司将加快H股上市步伐，用募集资金建立海外销售、服务及科研机构争取进一步打开国际市场。

投资要点：

- **2012年支架产量将突破65万吨。**公司现场区已经基本达产，产能瓶颈焊接工序正以每月10台焊接机器人的速度装备焊接工艺区，公司结构件生产能力将大幅提升。预计全年液压支架产量同比增长51%，总量将突破65亿吨大关。
- **加速H股上市进程，推动国际化战略。**公司将不惜以现阶段H股低市盈率为代价，拟加快H股上市进程，以尽早获得募集资金。公司获得募集资金主要用于德国和美国研究基地建设、俄罗斯和印度海外工厂建设、全球销售与服务机构建设。
- **打造创新收入模式。**公司收入模式创新主要体现在以下几个方面，包括：深化服务，探索服务收入新模式；技术咨询，打包销售煤机综采解决方案；客户拓展，与龙煤签署排他性合作协议。新型收入模式未来将成为公司新的利润增长点。
- **新产品推进成套化。**公司一直致力于实现综采设备成套供应，预计今年公司掘进设备将拿到安标，批量供应给客户。
- **盈利预测与公司估值：**预计公司12年和13年每股收益分别为1.01元、1.28元。按照5月23日收盘价14.24元计算，对应市盈率为14.10倍和11.13倍，估值偏低，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动导致毛利率下降风险；宏观经济波动的系统性风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	67.52	80.60	100.34	126.26
增长率（%）	30.85%	19.37%	24.49%	25.83%
净利润（百万元）	8.83	11.94	14.20	17.98
增长率（%）	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）	22.60	16.75	14.10	11.13

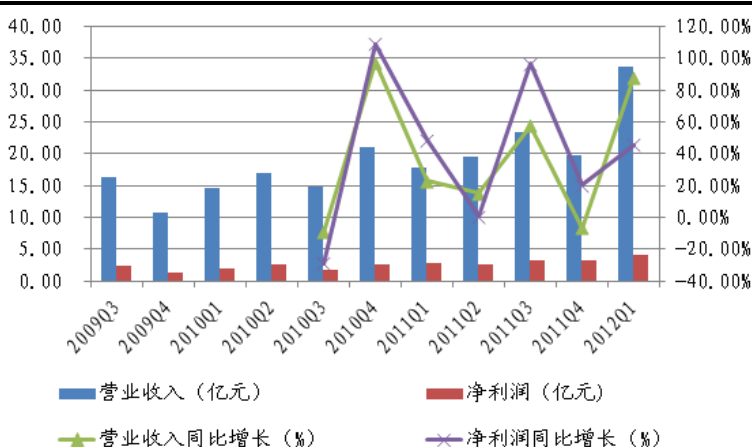
事件

2012年5月21日，郑煤机（601717.SH）实地调研，与公司董事长焦承尧、财务总监郭德生、董事会秘书鲍雪良就公司近期运营状况及未来发展规划进行了深入交流。

1. 2012年液压支架产量预计突破65万吨

公司2011年产量约43万吨。2012年公司调整新旧厂区生产规划，原老厂区主要以生产中端产品结构件为主，依然大规模采用人力焊接。新厂区承担包括高端产品结构件在内的全部产品，以机器人焊接为主。但是，由于设备供应商无法及时供应全部焊接机器人，部分产品还延续人工焊接。预计剩余订购设备将以每月10台的安装速度装备公司焊接工艺区。公司工艺质量要求最高，耗时最多的工序之一焊接工序年底前将达到设计生产能力。预计公司液压支架全年产量将突破65万吨。

图1：2009Q3-2012Q1公司营业收入和净利润

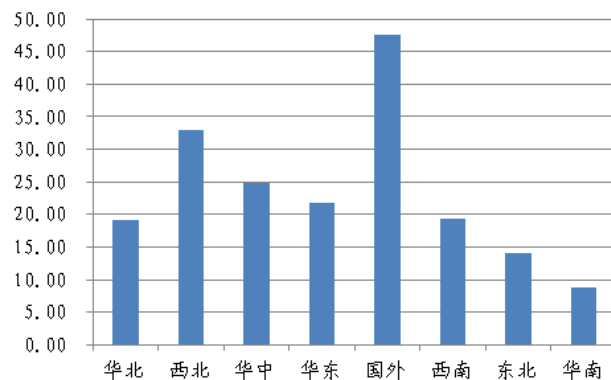


数据来源：WIND，中原证券研究所

2. 加速H股上市进程，推动国际化战略

公司将不惜以现阶段H股低市盈率为代价，拟加快H股上市进程，以尽早获得募集资金。公司获得募集资金主要用于德国和美国研究基地建设、俄罗斯和印度海外工厂建设、全球销售与服务机构建设。公司液压支架产品质量与JOY及DBT（卡特彼勒）之间已无显著差异，包括全球最大的煤企神华集团在内的国内煤炭生产企业已经全面采用国产液压支架。在国际市场竞争中，公司采用的销售策略是用对手70%的产品售价参与竞争，而相同产品通常在国内销售的平均产品价格只有海外竞争对手的一半左右。海外业务为公司带来高额利润。2011年公司国际市场实现订货1.13亿美元，较2010年增长690.19%，在俄罗斯、土耳其、印度等国际市场已经形成广泛的影响力，并开始向美国等发达国际市场拓展，对传统国际煤机巨头JOY、DBT 形成了冲击。公司计划未来3-5年内，海外市场销售毛利将占公司毛利总额的20%左右，海外市场将成为公司利润的主要来源之一。

图3: 2011公司分地区收入毛利率(%)



数据来源：WIND，中原证券研究所

以印度举例，其煤炭年产量约4.7亿吨，其中85%为露天开采，只有15%是井工开采。井工开采中只有15%采用长壁综采法，其余采用房柱式采煤法。两方面因素将推动印度采用综采设备，一方面印度露天煤矿开采量遇到瓶颈，露天煤矿储藏量逐年下降，未来印度井工开采比例将逐渐增大；另一方面印度政府已经认识到房柱式开采法回采率低，资源浪费严重，采用综采设备替代连续采煤机将是井工开采的大趋势。这为公司开拓印度市场提供了良好机遇。

数据来源：公司网站，中原证券研究所

3. 打造创新收入模式

3.1 打造煤机“4S”模式

服务收入一向是国际煤机巨头的主要收入来源，约占其收入比重一半左右。

表 1：世界主要煤机企业售后市场占收入比重

	2007	2008	2009	2010
Bucyrus (CAT)				
露天开采市场	57.00%	51.40%	58.40%	49.60%
地下开采市场	34.70%	39.70%	39.90%	46.20%
全部	47.50%	45.70%	48.90%	48.40%
JOY				
全部	62.80%	57.90%	54.70%	59.50%

资料来源：中原证券研究所 Bloomberg

公司率先在国内提出了煤机"四S"模式，在全国布局建立了多家煤机"四S"店，主要从事煤矿装备服务与维修业务，成为集团公司成套化发展的重要板块之一。公司在我国主要产煤区设立服务公司，有利于巩固现有客户的同时，增加企业盈利增长点。

3.2 成功实施打包销售

公司积极实现成套化战略的同时，在国际市场中尝试煤机创新销售模式，即以支架企业牵头，打包销售包括刮板机、采煤机在内的长壁综采设备。其中，公司在土耳其就成功以自身支架产品牵头，打包德国企业刮板机产品与国内另一家企业采煤机产品形成整体解决方案销售给客户。这种销售模式一方面增加了公司在海外井工市场的知名度，另一方面增加了公司盈利模式的多元化，实现设备销售收入与咨询技术收入共存的双赢。

公司是液压支架生产企业，在牵头打包销售方面有先天的优势，其原因在于公司产品是非标产品，需要结合客户煤层地质结构量身打造适合的液压支架，以液压支架产品为基础才可以选配合适的刮板机与采煤机。所以，在综采设备企业中，液压支架企业最容易实现咨询及技术输出收入。公司抢先以自身在液压支架领域龙头地位拓展打包销售的收入模式，未来此举将成为国内煤机企业发展趋势之一。

3.3 拓展客户与龙煤签署排他性战略协议

龙煤集团长期以来都是林州重机的前两大客户之一，与林州重机有深度合作。4月26日，公司公布与龙煤建立战略联盟，并计划共同出资在佳木斯市成立合资公司，建设综采装备生产基地。此举说明公司正在加大市场拓展力度积极争取新客户资源。

据了解，公司与龙煤的协议是排他性协议，这意味着龙煤集团未来液压支架订单全部归属郑煤机。公司尚未公布与龙煤的合作细节，但是我们预计公司此次合作将给液压支架行业带来极大震动，将加速行业整合期的提前到来。

4. 新产品推进，实现公司成套化战略

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 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 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。

公司积极拓展成套化业务, 设立多家子公司生产综采成套设备, 其中主要生产刮板机和转载机的子公司长壁机械有限公司今年有望实现盈亏平衡。2011年长壁公司实现营业收入9108.72万元, 较2010年增长70.71%; 实现净利润-288.27万元。据企业介绍, 长壁公司盈亏平衡点在2亿元左右, 今年年底前有望实现2.5亿元的销售收入为公司创造利润。

公司设立的另一子公司综机公司以生产掘进机和皮带机为主。其中, 掘进机产品主要包括6种型号, 现在处于安标申请阶段, 预计公司在年底前将获得安标实现产品销售。但是, 由于公司掘进机产品刚刚进入市场, 订单无法实现爆发式增长, 对全年的利润贡献有限。2013年公司掘进机业务有望实现快速增长。

除传统煤机综采设备外, 公司还计划生产大型洗选煤设备, 从高端入手打造可以替代国外进口的洗选设备。现阶段我国没有可以生产大型洗选设备的企业。国内较大的洗选煤设备制造商之一北京大地, 其运营模式是通过设备参股煤炭洗选企业, 从吨煤收入中提成。北京大地年收入规模约20亿元。煤炭选设备市场潜力巨大。

此外, 公司还计划将产品线拓展到露天煤矿机械、电机及减速器。公司本着“可以离开行业, 不能离开机械”的原则, 未来将通过自主开发及收购兼并等方式将公司逐步打造成综合类机械设备制造企业。

6. 投资建议

表 3: 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	
002535.SZ	林州重机	52.15	0.45	0.72	0.96	12.59	27.98	17.49	13.11	4.55
002526.SZ	山东矿机	41.65	0.25	0.75	1.23	15.60	61.26	20.80	12.73	7.20
600582.SH	天地科技	183.81	0.84	1.01	1.27	18.17	21.54	17.99	14.31	4.27
300099.SZ	尤洛卡	23.19	0.60	0.95	1.24	22.44	37.26	23.62	18.10	6.97
300275.SZ	梅安森	20.99	0.52	1.08	1.48	25.55	49.32	23.66	17.26	8.76
均值		64.36	0.53	0.90	1.24	18.87	39.47	20.71	15.10	6.35

资料来源: 中原证券研究所 WIND

预计公司12年和13年每股收益分别为1.01元, 1.28元。按照5月22日收盘价14.23元计算, 对应市盈率为14.10倍和11.13倍, 估值偏低, 给予“买入”评级。

7. 风险提示

原材料价格波动导致毛利率下降风险; 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。

免责声明

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。