

煤机延续高景气，看好优质成长股

——林州重机深度报告

林州重机

002535

投资要点:

锐意进取的煤机民企，发展势头迅猛。林州重机是国内最大的煤机民企之一，2007-2011 年收入平均增速达 32.2%。股权激励考核条件苛刻，要求 2010-2013 年净利润年均增速超过 63%，彰显公司做大做强的信心与决心。

煤机弱周期性显现，综采设备需求旺盛。通过对煤机产业链和投资逻辑的梳理，我们认为：1) 煤炭的刚性需求和惯性增长支撑煤机行业的高景气度。2) “煤企内生扩张”是煤机需求增长的本源，而“利好政策驱动”则是催化剂。3) 经我们测算，假设 2015 年综采率提升至 70%，综采设备市场容量将超过 950 亿，11-15CAGR 为 17.6%。(煤机协会假设综采率达 85%，CAGR 为 22%)

“煤机三国”愈演愈烈，看好民企突围。民企的奋起直追、外企的强势进入，将结束国企“一家独大”的局面，煤机行业正进入洗牌加速的“三国时代”：国企有资源，民企靠机制、外企拼技术。在竞争加剧的背景下，外延式扩张或许是国企或外企的最佳选择，而对于民企而言，抓住行业最佳发展期、迅速丰富产品线、促进技术升级、进行战略性布局成为当务之急。

未来几年，公司将处于快速成长期：1) “三机一架”已初步成形，产能释放是关键。回首 2011，公司的刮板机和掘进机轮番上阵，超出预期成为业绩亮点。但液压支架收入可能小幅下滑，既是受行业恶性竞争影响，也折射出公司的产能瓶颈，为确保盈利能力，而将部分产能转投毛利率较高的新产品；2) “大客户战略”初见成效，产品升级是重点。与龙煤保持稳固关系的同时，公司成功开拓陕煤、铁法、平煤神马等新客户，市场更为广阔，订单更为充裕。但想要成为大型煤企的核心供应商，公司产品高端化、服务优质化才是王道。

展望 2012：随着产品高端化和新市场开拓，公司液压支架有望重回上升通道；下游需求走强，刮板机将继续高速增长；高毛利率的掘进机，是新的盈利增长点；采煤机、救生舱等新产品将陆续贡献业绩，支撑公司的快速发展。

盈利预测及投资建议：

我们预计 2011-2013 年公司摊薄后 EPS 为 0.45、0.78、1.10 元，对应动态 PE 分别为 30、17、12 倍。考虑到煤机的发展前景和公司的高成长性，按 2012 年 22 倍 PE，6 个月目标价为 17.27 元，首次给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争超预期；新产品研发风险；小非减持；市场开拓低于预期；

关键财务与估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	685	850	1103	1701	2187
同比增长	26.3%	24.1%	29.8%	54.2%	28.6%
净利润(百万元)	57	103	184	325	454
同比增长	19.0%	80.5%	78.5%	76.3%	39.5%
EPS	0.14	0.25	0.45	0.78	1.10
PE	0.0	0.0	29.5	16.7	12.0

首次

买入

分析师：应晓明

投资咨询执业证书编号

S0630511010018

联系人：张润毅

021-50586660-8635

zhangry@longone.com.cn

机械行业

日期

分析：2012 年 03 月 01 日

发布：2012 年 03 月 02 日

股票信息(2012-03-01)

目标股价(元)	17.27
当前股价(元)	13.13
总市值(亿元)	54.4
流通市值(亿元)	24.9
总股本(亿股)	4.14
流通股本(亿股)	1.90
流通股比例(%)	46%
主要股东	郭现生夫妇
主要股东持股比例	48.23%

公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.25	0.45	0.78	1.10
PE	0.0	29.5	16.7	12.0
PB	0.0	8.6	5.7	3.9
ROE	23%	29%	34%	32%

自公司上市以来的股价表现



本文的核心观点:

我们对煤机行业的看法: 高景气度、弱周期性、竞争加剧、三国鼎立

1) 煤机行业弱周期性逐步显现。虽然 2012 年宏观经济增速放缓已是市场普遍预期, 但由于煤炭的刚性需求和惯性增长, 以及在煤矿持续整合、煤矿安全政策加码等因素叠加推动下, 煤机行业高景气度得以延续。

2) 市场容量: 经我们测算, 以“三机一架”为核心的综采设备需求将超过 950 亿元, 11-15CAGR 为 17.6%; 超预期可能来自: 十二五期间, 我国煤炭产量增速超预期; 政策推动下的中小煤矿综采率的提升幅度超预期。

3) 竞争加剧将是未来行业常态。煤机行业的蓬勃发展, 吸引了众多进入者; 中小煤矿的减少, 将进一步引发中低端市场产能过剩, 但由于采煤机、掘进机等产品技术壁垒较高, 2-3 年内出现恶性竞争的可能性不大。

我们看好林州重机的理由: 处于快速成长期, 将充分受益于行业发展

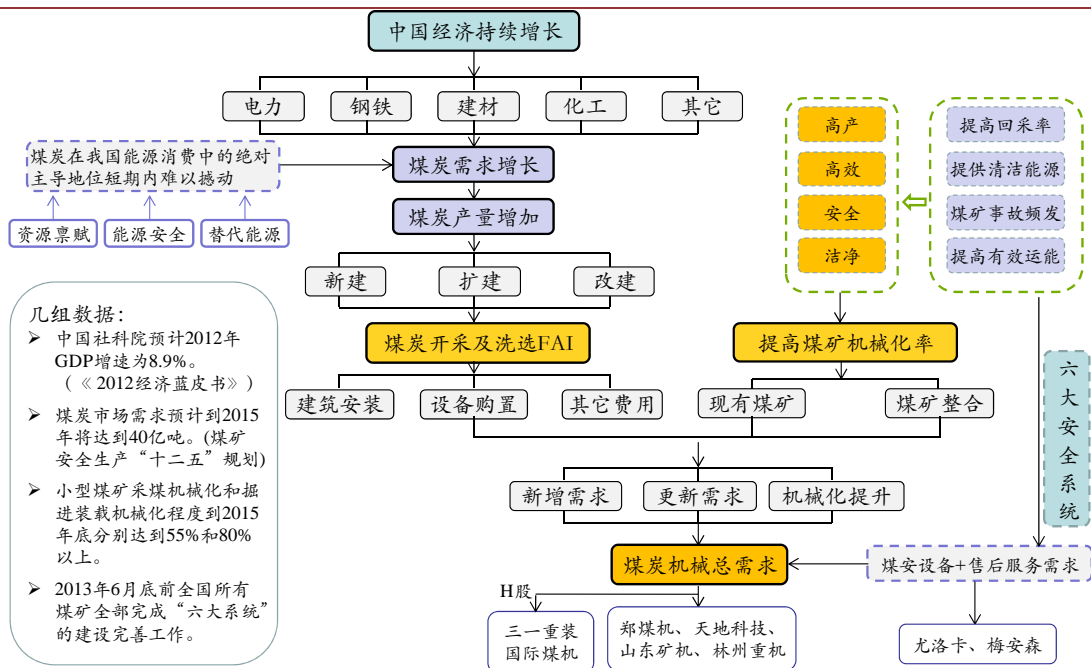
1) 成套化进程加速: 不可否认, “三机一架”成套化并非一朝一夕之功, 目前国内尚未出现达到真正“成套化”的煤机企业。然而对公司目前而言, 引进人才迅速实现产品多样化, 不仅增加了利润增长点, 也增强了抵御单一产品周期波动风险的能力。(预计 2011 年收入: 液压支架 5.8 亿、刮板机 1.5 亿、掘进机 1.7 亿)。

2) 大客户战略奏效: 2011 年公司与陕煤、平煤神马、辽宁铁法等成为战略合作伙伴, 公司获得更大的潜在市场, 客户结构将更为均衡(仅此 3 家的原煤年产量即是龙煤的 3 倍, 2011 年陕煤有望贡献 10% 的收入)

3) 公司竞争力突出: 持续的进取精神、敏锐的市场嗅觉和灵活的管理机制, 使得公司在技术提升、产品延伸、市场开拓和抢占客户等方面, 显示出独特而突出的竞争优势。

股价上涨的催化剂: 公司获得重大订单; 公司发布战略合作协议公告; 煤机相关利好政策出台;

图表 1. 煤机行业的基本投资逻辑



资料来源: 东海证券研究所整理

正文目录

一、公司概况：锐意进取的煤机民企.....	6
1. 推进成套化进程：从“支护设备”为主到“三机一架”并举.....	6
2. 实施大客户战略：锁定核心大客户，开辟潜在新市场.....	7
二、煤机行业高景气度仍将延续，但竞争加剧.....	8
1. 煤机产业链及基本投资逻辑.....	8
2. 煤炭需求具有一定刚性，产量仍将保持惯性增长.....	9
3. 煤机需求的两大传导机制：“内生扩张+政策驱动”.....	11
4. 综采设备的市场容量：2015 将超过 950 亿，年均增速达 17.6%.....	13
5. 行业竞争格局：煤机三国时代，竞争日趋激烈.....	16
三、公司竞争优势突出，2012 年将进入业务收获期.....	17
1. 林州重机的核心竞争力分析.....	17
2. 2012 年公司将进入新业务收获期.....	19
1) 液压支架：行业竞争加剧，今年有望重回上升通道.....	19
2) 刮板输送机：伴随下游需求走强，将继续快速增长.....	20
3) 掘进机：取得重大突破，是公司新的盈利增长点.....	20
4) 采煤机：公司成套化进程中的重要一环，正在申请安标.....	21
5) 救生舱：需求爆发依赖于政策执行力度与实际救援效果.....	21
3. 实施股权激励计划，促进公司快速发展.....	22
四、盈利预测与投资建议.....	23
1. 营业收入预测及关键假设.....	23
2. 业绩预测及投资建议：6 个月目标价 17.27 元，“买入”评级.....	24
3. 主要风险提示.....	24

图表目录

图表 1. 2007-2011 公司的营业收入及增速	6
图表 2. 2007-2011 公司的盈利水平稳步提升	6
图表 3. 2007-2011H1 公司的主营收入构成	6
图表 4. 2007-2011H1 公司各产品的毛利率情况	6
图表 5. 2010 年公司分地区收入情况（三北地区占 90.7%）	7
图表 6. 公司前五大客户收入占比（龙煤为第一大核心客户）	7
图表 7. 公司的成套化进程与大客户战略	7
图表 8. 公司股权结构图（2012 年 1 月 11 日起，部分限售股解禁，数量为 8743 万股，占公司总股本的 21%）	8
图表 9. 煤炭机械产业链	8
图表 10. 煤机行业的基本投资逻辑	9
图表 11. 2010 年我国一次能源消费结构	10
图表 12. 煤炭在我国能源消费中的占比保持在 70% 左右	10
图表 13. 电力、钢铁、建材和化工是四大耗煤行业	10
图表 14. 煤炭需求具有刚性，周期波动小于下游行业	10
图表 15. 煤炭消费量与 GDP 高度相关	10
图表 16. 中国煤炭产量和消费量情况	10
图表 17. 煤机需求的传导机制解构图	11
图表 18. 近年来煤炭 FAI 与设备购置情况	11
图表 19. 近年来煤机总产值与煤炭 FAI 情况	11
图表 20. 煤机总产值与煤炭 FAI 相关性分析	12
图表 21. 煤机总产值预测表	12
图表 22. 煤机需求与煤炭产量高度相关，但增速更高	12
图表 23. 煤机需求与煤炭产量的数量化分析	12
图表 24. 我国出台的部分煤机相关政策	12
图表 25. 近年来我国各类型煤矿的产量构成情况	13
图表 26. 我国目前的机械化率水平远低于其他国家	13
图表 27. 主要采煤方式的机械化程度对比	13
图表 28. 2009 年国有重点煤矿的回采面开采方式占比	14
图表 29. 综采与普采的经济分析对比表	14
图表 30. 煤机行业市场容量预测	15
图表 31. “煤机三国”的竞争优势分析	16
图表 32. 近年来国内外煤机企业的收购事件（部分）	17
图表 33. 林州重机的核心竞争力分析	17
图表 34. 林州重机的科研投入不断加大	18
图表 35. 主要煤机生产企业的安标数量（截止 2012.03.01）	18
图表 36. “三机一架”煤炭综采设备的配套使用	18
图表 37. 公司液压支架收入及增速	19
图表 38. 公司的液压支架毛利率处于行业中上水平	19
图表 39. 液压支架行业产值及增速	19

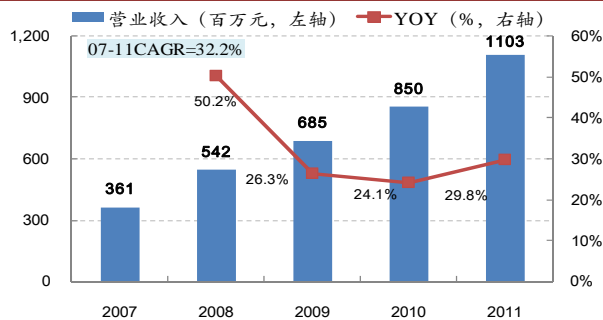
图表 40. 2010 年液压支架的竞争格局（公司排名第 9）	19
图表 41. 公司刮板输送机的收入及增速	20
图表 42. 公司的刮板输送机毛利水平高于业内同行	20
图表 43. 刮板输送机行业产值及增速	20
图表 44. 2010 年刮板输送机的竞争格局（公司排名第 12）	20
图表 45. 掘进机行业产值及增速	21
图表 46. 2010 年我国掘进机的竞争格局	21
图表 47. 采煤机行业产值及增速	21
图表 48. 2010 年我国采煤机的竞争格局	21
图表 49. 可移动式救生舱示意图	22
图表 50. 可移动式救生舱实物图	22
图表 51. 公司的股权激励方案及解锁安排	22
图表 52. 公司收入预测表	23
图表 53. 相关上市公司估值对比表（2012-03-01）	24
图表 54. 林州重机历史 PE BANDS	24
图表 55. 林州重机历史 PB BANDS	24
图表 56. 公司财务预测表	25

一、公司概况：锐意进取的煤机民企

林州重机是国内最大的民营煤机企业之一，得益于煤机需求旺盛，公司保持迅猛的发展势头。2011年，公司收入达11亿，同比增长30%，07-11收入平均增速达32.2%。从图表2看出，公司盈利能力也稳步提升。

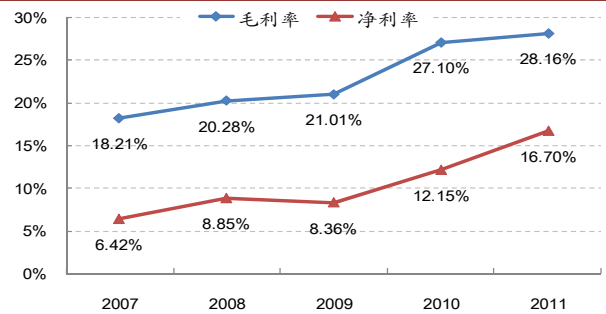
自2011年1月11日登陆中小板后，公司明显加快产品线延伸与市场开拓步伐，战略定位明确，总结起来就是“成套化进程+大客户战略”，一切只为抢占市场，谋求高成长。此外，公司于去年10月正式实施股权激励方案，考核条件苛刻，规定10-13年净利润平均增速不低于63%，彰显公司做大做强信心与决心。

图表 1. 2007-2011 公司的营业收入及增速



资料来源：WIND，东海证券研究所

图表 2. 2007-2011 公司的盈利水平稳步提升



资料来源：WIND，东海证券研究所（11年毛利率为估计值）

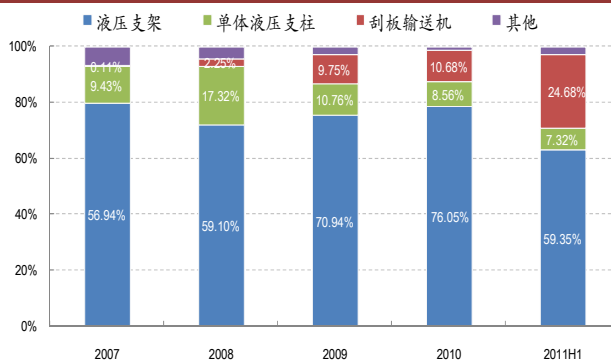
1. 推进成套化进程：从“支护设备”为主到“三机一架”并举

回顾林州重机的发展史，我们不难发现，公司的成长轨迹与采煤工艺进步、市场需求变化、行业竞争态势等方面密不可分。公司产品从“支护设备”为主到“三机一架”并举，既是出于行业发展趋势的长远考虑，也是为应对市场变化而作出的积极布局，体现了公司的战略远见与灵活机制。

➢ **不断丰富产品类型，增加利润来源。**2002年公司成立，产品以单体液压支柱为主；2004年涉足综采设备中价值占比最大的液压支架市场；2007年推出刮板输送机；2011年加速研发高毛利率的掘进机、采煤机等新产品，初步具备“三机一架”综采成套化生产能力，未来几年将充分受益于煤机行业的快速发展。

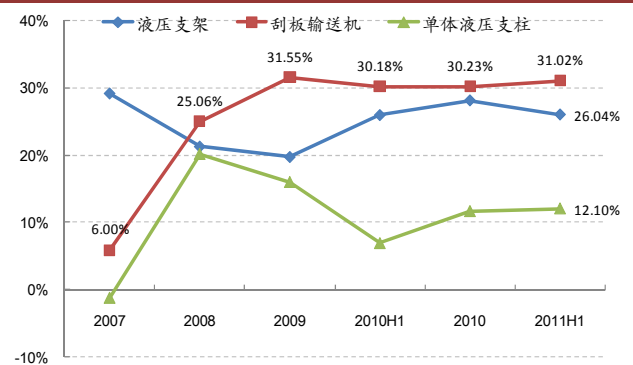
➢ **积极调整产品结构，提高盈利能力。**近年液压支架和刮板机占公司收入的80%以上。但自2011年初起，为了应对液压支架行业的恶性竞争，公司主动放弃部分低端液压支架产能，转而投向毛利率更高的新产品上。

图表 3. 2007-2011H1 公司的主营收入构成



资料来源：WIND，东海证券研究所

图表 4. 2007-2011H1 公司各产品的毛利率情况



资料来源：WIND，东海证券研究所

2. 实施大客户战略：锁定核心大客户，开辟潜在新市场

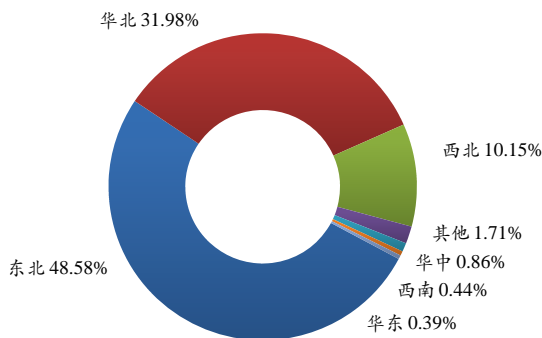
综采设备既是定制化的非标产品，又是煤炭开采的核心设备，对煤炭的安全生产至关重要，因此客户对设备供应商有着严格的资格认证，并倾向于建立长期合作关系，以保证优质、稳定可靠的产品供应。

目前，林州重机 90% 的市场在东北、华北和西北，这既与我国煤炭分布有关（三北地区约占全国煤炭产量的 70%），更是公司持续在黑龙江、陕西、山西、河南、内蒙等地区实施“大客户战略”的结果：

➢ **锁定核心大客户：**核心客户为公司提供了持续稳定的收入来源，也有效地缩短了新产品的市场推广周期，降低单位销售成本。2010 年，龙煤集团与公司签订战略合作协议，成为公司最大的核心客户，贡献了 58% 的收入。此外，公司与神华、同煤、晋煤、甘肃华亭等大型煤企均有良好的合作关系。

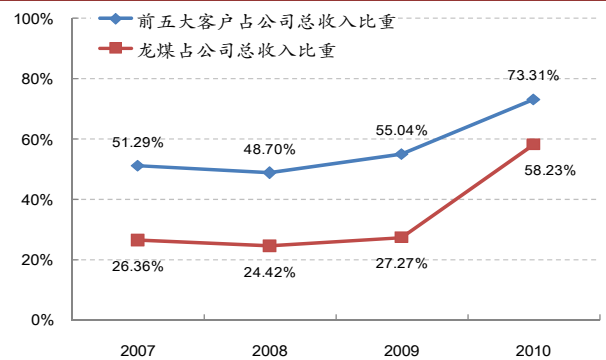
➢ **开辟潜在新市场：**2011 年上市之后，公司先后与西安重工、辽宁铁法、平煤神马等建立战略合作关系。据统计，2010 年龙煤的煤炭产量约 5500 万吨，全国排名第 9；而陕煤、平煤神马、铁法能源的产量合计超过 1.4 亿吨。公司获得更大的潜在市场，客户结构将更为均衡（预计 2011 年龙煤和陕煤分别占 50% 和 10%）。

图表 5. 2010 年公司分地区收入情况（三北地区占 90.7%）



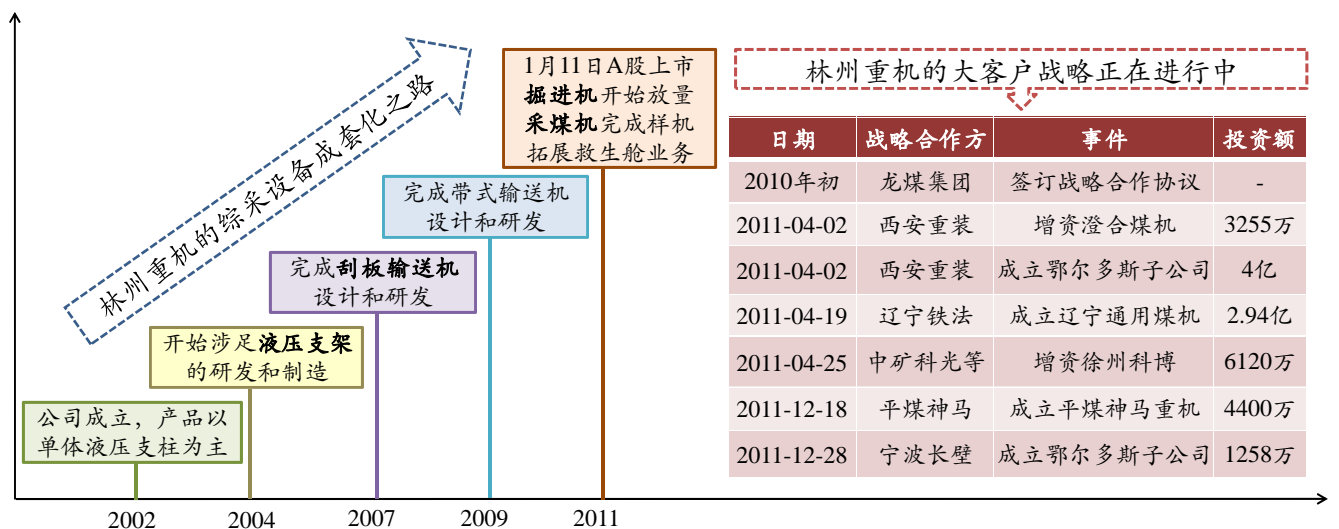
资料来源：WIND，东海证券研究所

图表 6. 公司前五大客户收入占比（龙煤为第一大核心客户）



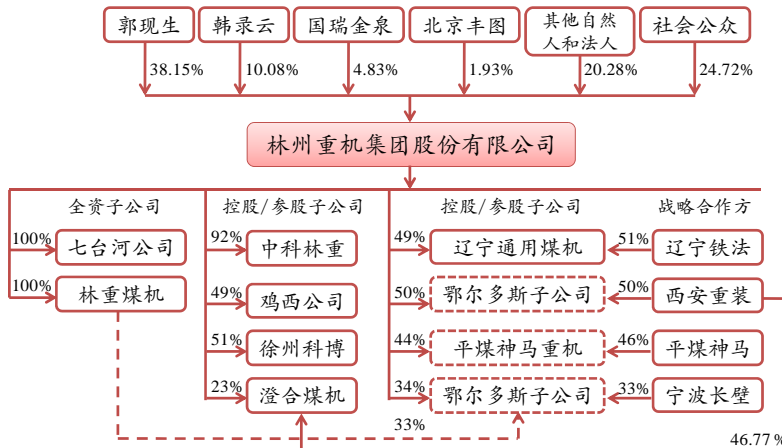
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图表 7. 公司的成套化进程与大客户战略



资料来源：东海证券研究所整理（根据公司 2012 年 3 月 1 日公告，增资徐州科博后，新公司名为中矿科林矿机研究院有限公司）

图表 8. 公司股权结构图 (2012 年 1 月 11 日起, 部分限售股解禁, 数量为 8743 万股, 占公司总股本的 21%)



资料来源: 东海证券研究所整理 (注: 虚线为截止于报告发布日, 按合作协议, 拟建或正在筹建的子公司)

二、煤机行业高景气度仍将延续, 但竞争加剧

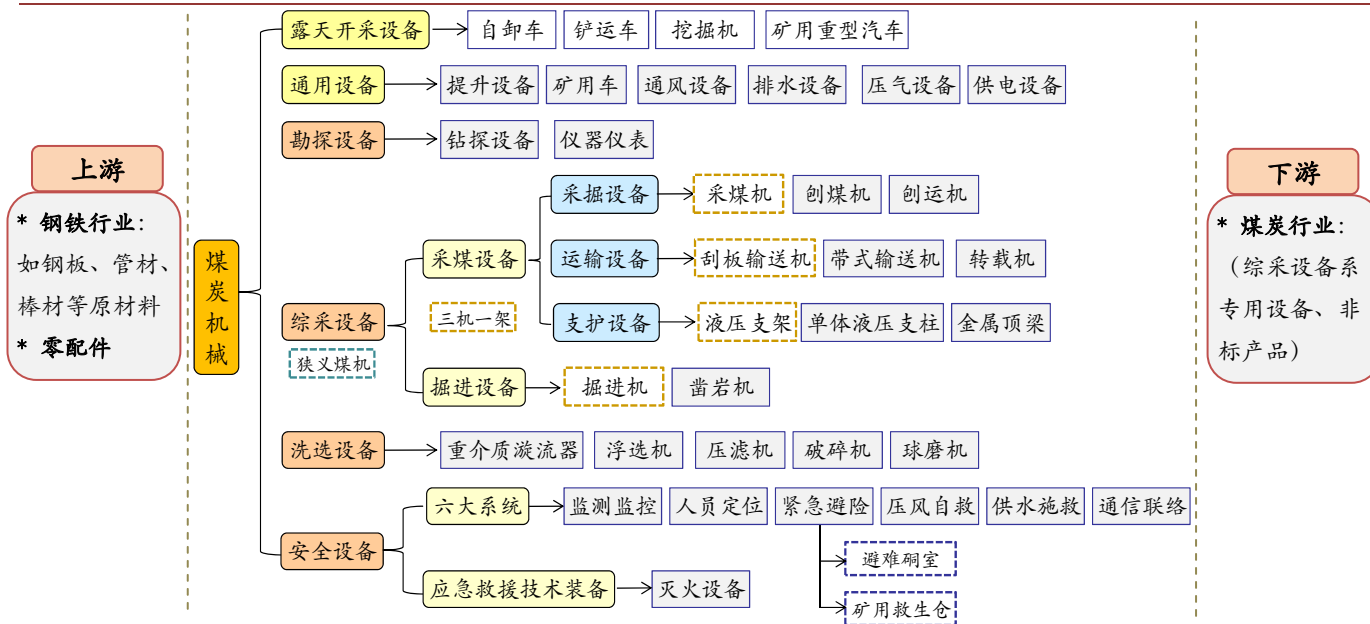
导读: 我们先对煤机产业链和投资逻辑进行梳理, 分析煤机行业的景气情况、核心驱动因素以及需求传导机制, 接着估算其市场容量和行业增速, 最后分析哪一类企业最有可能在“煤机三国”竞争格局中胜出。

1. 煤机产业链及基本投资逻辑

➢ 广义上的煤炭机械: 按照煤炭开采方式分, 包括露天和井下开采设备, 其中我国矿井 90% 以上为井下开采。对于井下设备, 按照煤矿开采顺序, 可分为勘探设备、综合采掘、洗选设备、煤炭安全设备等。

➢ 狭义上的煤炭机械: 主要指以“三机一架”为核心的煤炭综合采掘设备, 占煤机产值的 70% 以上。所谓“三机一架”即掘进机、采煤机、刮板输送机 and 液压支架, 四者历年销售额比值约为 1: 1: 1: 5。

图表 9. 煤炭机械产业链



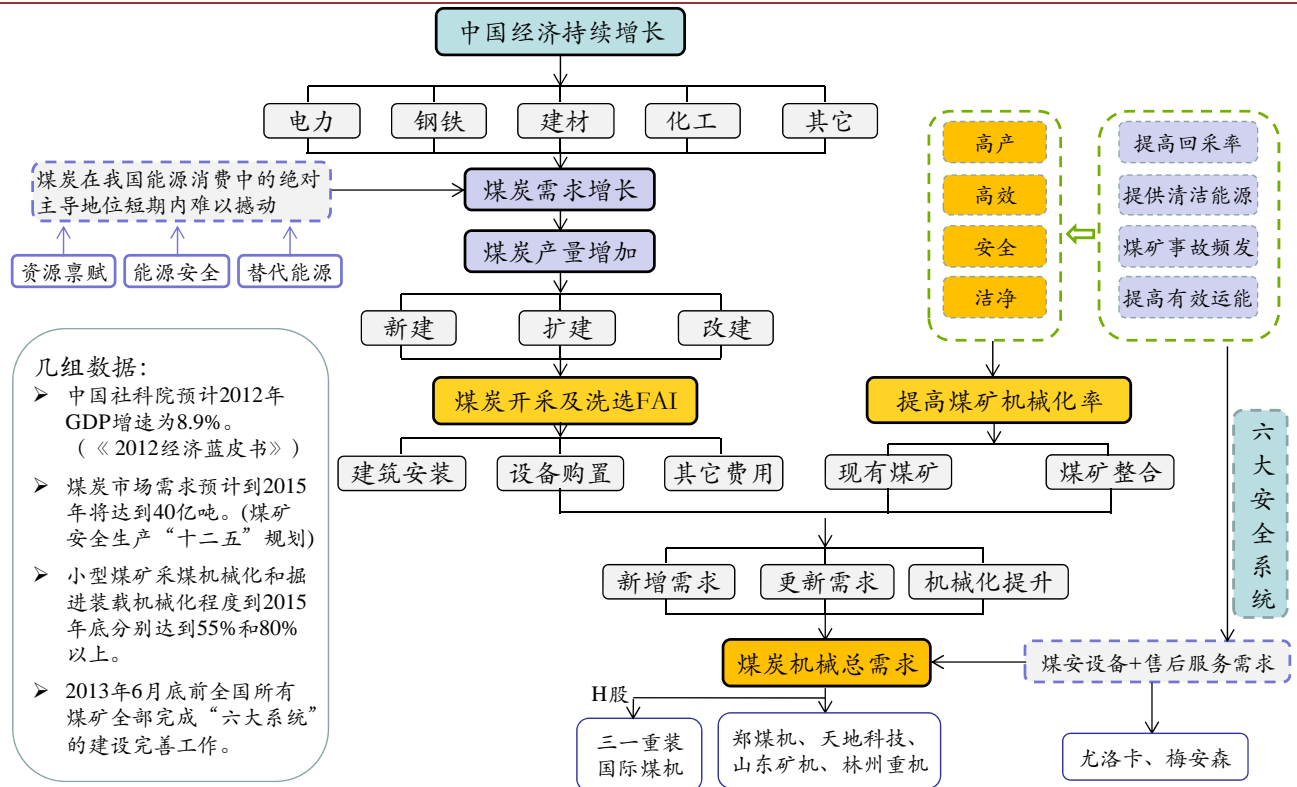
资料来源: 东海证券研究所整理

我们对煤机行业的核心观点：高景气度、弱周期性、竞争加剧、三国鼎立

1) 宏观经济增速放缓已是市场普遍预期，但由于煤炭的刚性需求和惯性增长，以及在煤炭行业持续整合、煤矿安全政策加码等因素叠加推动下，煤机行业将显现出弱周期特征，高景气度将得以延续。

2) 就目前的我国煤机竞争格局而言，国企占据着绝对的领先优势，但民企的奋起直追、国外煤机巨头的进入，都将使得我国煤机行业竞争加剧，从各自为王的“无序竞争”到洗牌加速的“三国鼎立”时代。

图表 10. 煤机行业的基本投资逻辑



资料来源：东海证券研究所整理

2. 煤炭需求具有一定刚性，产量仍将保持惯性增长

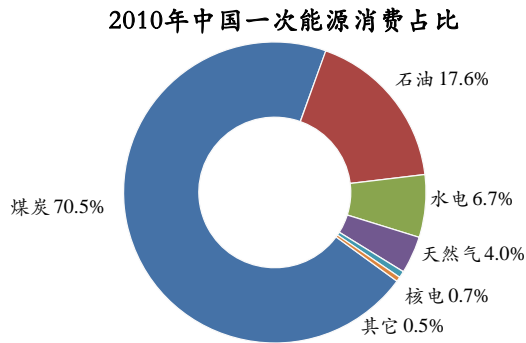
煤炭在我国能源格局中的主导地位难以撼动。过去十年，伴随我国经济持续增长，能源消费总量也快速攀升，但煤炭的消费占比始终在 68%-71% 之间。我们认为，虽然在经济转型和节能减排政策下，我国提出“十二五”期间将煤炭占比降到 63% 左右，但短期之内我国仍无法摆脱对煤炭的高度依赖。从三个维度推断：

1) 资源禀赋：我国“富煤、贫油、少气”，煤炭的地位不言而喻。据《2011BP Statistical Review》统计显示，我国是全球最大的煤炭生产国和消费国，储量占全球 13.3%，排名第 3。

2) 能源安全：我国石油和天然气的储采比仅为 9.9 和 29，分别远低于 46.2 和 58.6 的世界平均水平，对外依存度却逐年提高，分别达 55%、38%。为保障我国能源安全，必须大力发展煤炭产业。

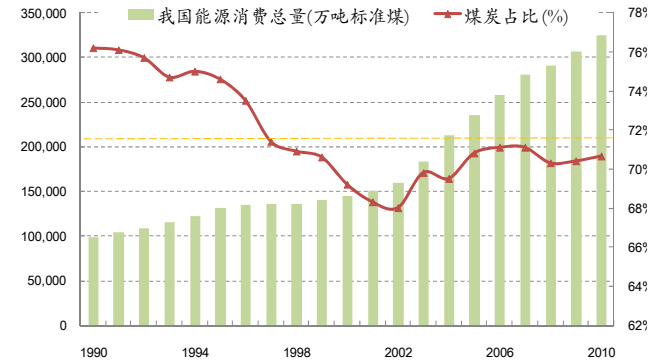
3) 替代能源：2010 年在我国一次能源消费中，核电的消费占比仅为 0.7%，风电和太阳能的占比则更是小之又小。这些可替代能源的发展受阻或规模增速低于预期，尚未对煤炭构成实质性威胁。

图表 11. 2010 年我国一次能源消费结构



资料来源：2011BP 世界能源统计年鉴，东海证券研究所

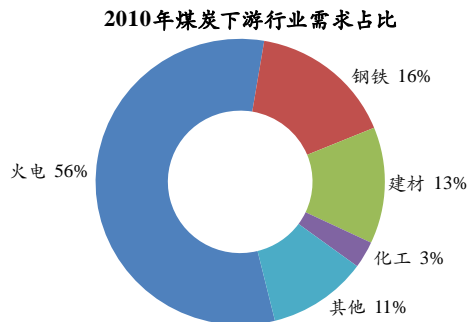
图表 12. 煤炭在我国能源消费中的占比保持在 70%左右



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

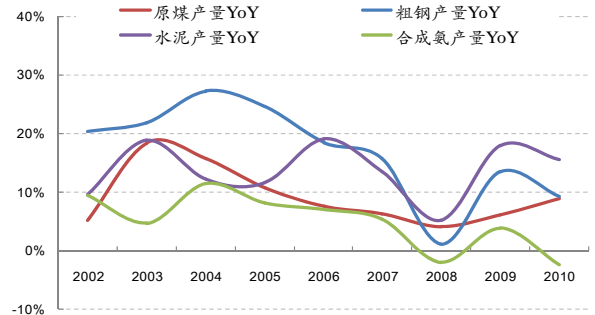
煤炭需求具有一定刚性，周期波动性小于下游。受持续紧缩货币政策影响，房地产和基建投资增速下滑明显，预计 2012 年钢铁、建材等四大高耗煤行业增速均将回落，进而影响煤炭需求。但对比历年各行业产量增速可以看出，作为产业链的上游，煤炭行业的周期波动性较下游行业更为平稳。

图表 13. 电力、钢铁、建材和化工是四大耗煤行业



资料来源：煤炭工业统计年鉴，东海证券研究所

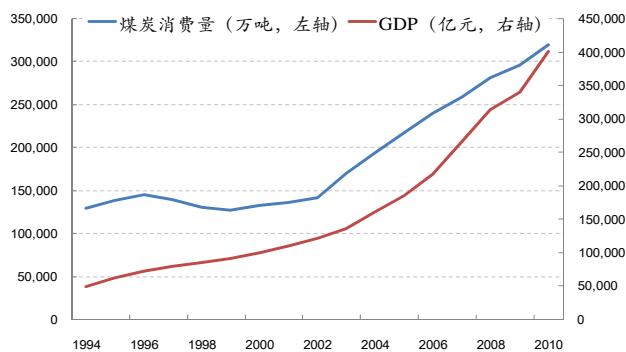
图表 14. 煤炭需求具有刚性，周期波动小于下游行业



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

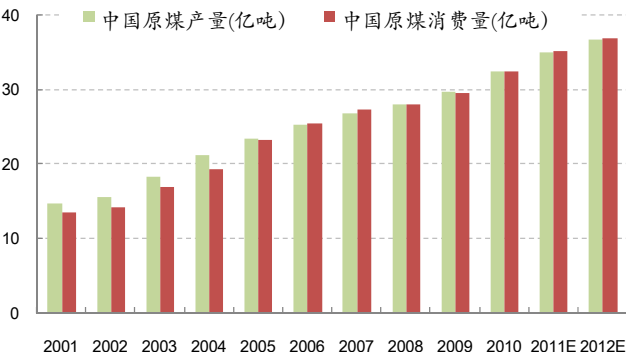
未来几年煤炭产量仍将继续保持惯性增长。我国提出到 2015 年将煤炭产量控制在 40 亿吨以内的指导性目标，但参照以往经验，煤炭实际产量基本都会超过目标值。事实上，2011 年我国原煤产量已经达 35.2 亿吨，同比增长 8.7%。由于基数较大，即使增速放缓，预计“十二五”期间煤炭年均增量仍将超过 2 亿吨。

图表 15. 煤炭消费量与 GDP 高度相关



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图表 16. 中国煤炭产量和消费量情况



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

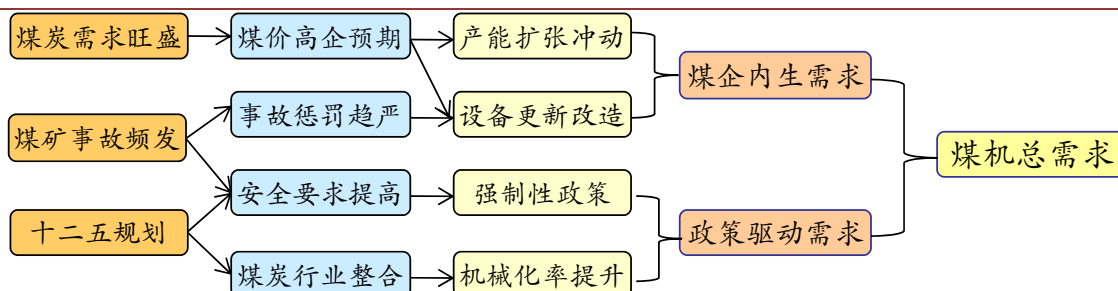
3. 煤机需求的两大传导机制：“内生扩张+政策驱动”

我们认为，煤机景气度与煤炭行业的发展息息相关，下游煤企的煤机需求主要由两大机制来传导和推动：

1) **煤企内生需求**：当煤炭行业景气度上行时，煤炭企业效益得到改善；在煤价高企预期增强之下，煤企提高采煤效率和产能扩张的冲动增大，便会加大煤炭固定资产投资，从而带动煤机的新增需求。与此同时，国家对煤矿事故的惩罚日趋严厉，迫使煤企加大安全投入，设备更新和技术改造需求得到增强。

2) **政策驱动需求**：根据“十二五”规划，煤炭行业整合将持续进行：2015年，我国将形成12个亿吨级、16个5000万吨级特大型煤企，煤矿机械化程度将达到75%以上；2011年12月发布的《安全生产十二五规划》明确提出强制安装瓦斯监控、紧急避险等“六大系统”。随着政策力度加大，相关煤机产品需求将爆发。

图表 17. 煤机需求的传导机制解构图

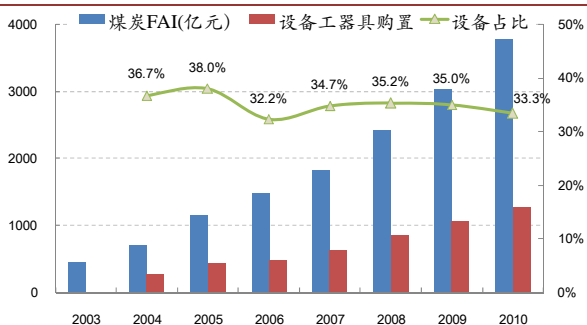


资料来源：东海证券研究所整理

量化分析 1：煤机需求与煤炭 FAI

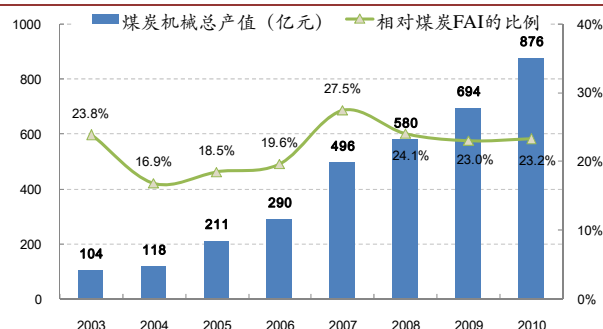
煤机需求与煤炭固定资产投资高度相关。据统计，03-10年煤炭 FAI 从 437 亿增长到 3770 亿，CAGR 达 36.1%，而设备购置在煤炭 FAI 中的占比维护在 33%-35% 之间。而随着煤炭投资的增加，03-10 年煤机行业总产值从 104 亿增长至 876 亿，CAGR 达 35.6%，相当于煤炭 FAI 的 23% 左右。

图表 18. 近年来煤炭 FAI 与设备购置情况



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图表 19. 近年来煤机总产值与煤炭 FAI 情况

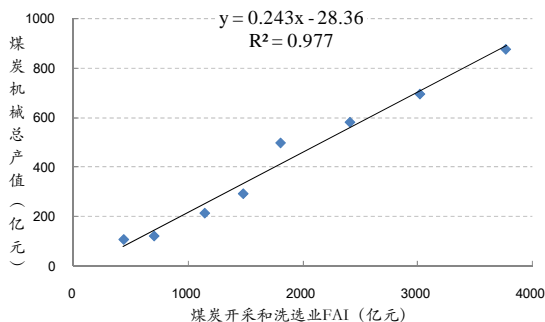


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2003-2010 年的历史数据表明，煤炭 FAI 和煤机行业总产值高度相关，R 方达 0.977。2011 年以来煤炭 FAI 增速稳中有升，全年煤炭 FAI 累计增速达 25.9%，但仍处于历史低位。

我们预计，在中国宏观经济增速放缓的背景下，2012 年煤炭 FAI 增速将有所回落，但依据全国各省的产能规划以及各地小煤矿整合，煤炭 FAI 增速保持在 20% 以上的可能性较大。根据我们的情景分析，倘若 2012 年煤炭 FAI 增速在 18%-22% 之间，那么煤机行业总产值有望实现 18.46%-22.56% 的增长。

图表 20. 煤机总产值与煤炭FAI相关性分析



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图表 21. 煤机总产值预测表

煤机总产值预测表 (亿元)		煤炭FAI	煤炭FAI 增速	煤机行业 总产值	YoY
2007		1805	23.70%	496	71.08%
2008		2411	33.60%	580	16.89%
2009		3021	25.90%	694	19.73%
2010		3770	23.30%	876	26.16%
2011E		4713	25.00%	1119	27.79%
2012E	悲观情形	5561	18.00%	1326	18.46%
	中性情形	5655	20.00%	1349	20.51%
	乐观情形	5750	22.00%	1372	22.56%

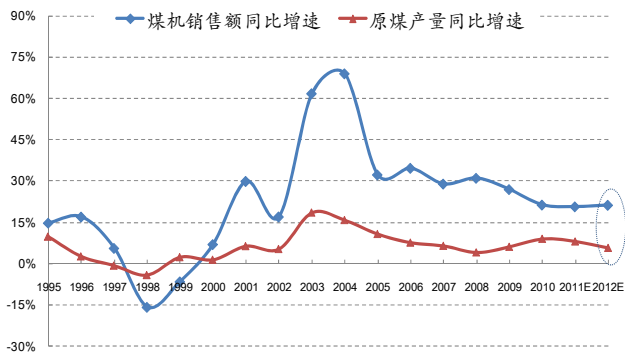
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

数量化分析 2: 煤机需求与煤炭产量

煤机需求变化与煤炭行业景气度一致，但增速远高后者。通过回溯分析我们发现，煤机销售额与煤炭产量走势基本同步，R 方高达 0.979，但 03-10 年煤机行业年均复合增速达 34%，远高于同期煤炭产量 8.5% 的增长水平，并出现不同程度的背离。

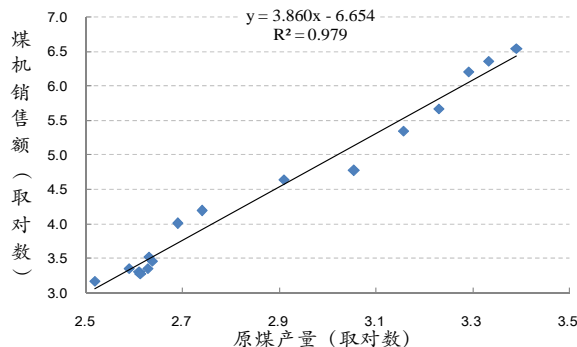
煤机需求正处于新一轮的上升周期，并显示出弱周期性。我们认为，在煤机内生扩张与政策强制推动的双重叠加作用下，煤机行业正处于新的上升周期，其增速将远高于原煤产量增速，并显示出弱周期性特征。

图表 22. 煤机需求与煤炭产量高度相关，但增速更高



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

图表 23. 煤机需求与煤炭产量的数量化分析



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

图表 24. 我国出台的部分煤机相关政策

时间	颁布部门	文件	相关政策
2007-01	国家发改委	《煤炭工业发展“十一五”规划》	我国大型煤矿开采机械化水平由目前的80%提高到95%以上，中型煤矿由40%提高到80%以上，小型煤矿由几乎为零提高到40%。
2011-06	国家发改委	《煤炭行业十二五征求意见稿》	至2015年，我国要形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，加快煤炭企业整合，将煤矿企业的数量控制在4000家。
2011-11	煤炭工业协会	《关于促进煤炭工业“十二五”结构调整的指导》	至2015年，规模以上煤矿企业数量控制在4000家以内，形成12个亿吨级、16个5000万吨级特大型煤炭企业。
2011-12	国家发改委	《煤矿安全生产“十二五”规划》	我国将每年重点扶持100个煤矿进行机械化改造，到2015年底，小型煤矿采煤、掘进装运机械化程度分别达到55%、80%以上。这意味着全国将有4000多个小型煤矿进行采煤机械化改造，5000多个小型煤矿进行掘进装运

资料来源：东海证券研究所

4. 综采设备的市场容量：2015 将超过 950 亿，年均增速达 17.6%

煤机需求的三大驱动因素：新增+更新+机械化率

1) 产能扩张带来的新增需求：煤炭产能的持续扩张是煤机需求最大的驱动因素。如前面所述，尽管未来几年煤炭产量增速将放缓，但由于基数较大，煤机的新增需求仍将保持平稳增长。

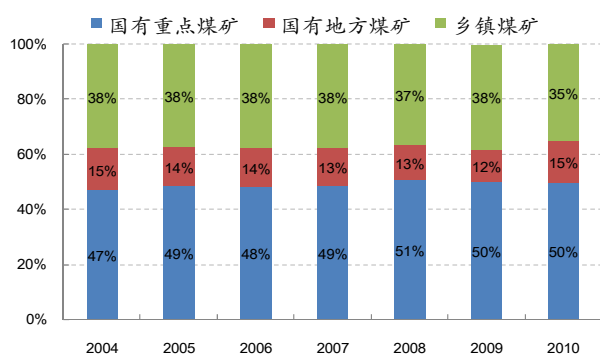
2) 存量煤机更新换代的需求：一般而言，煤机产品平均使用寿命为4-5年。自2001年起，煤机销量保持快速增长，加上国家对中小煤矿“关、停、并、转”力度加大，行业正步入更新替换需求的集中释放期。

3) 机械化率提升催生的需求：“十二五”期间，我国煤炭行业集中度将进一步提升，国有重点煤矿的产量占比加大，由于其机械化率远高于其他煤矿，大型煤矿的兼并重组将加速我国煤矿的机械化进程。

➤ 根据近期发布的《2012年煤矿安全工作要点》和《煤炭安全生产十二五规划》，我国小型煤矿采煤机械化和掘进装载机械化程度，在2012年底力争达到45%和70%，到2015年底分别达到55%和80%以上。

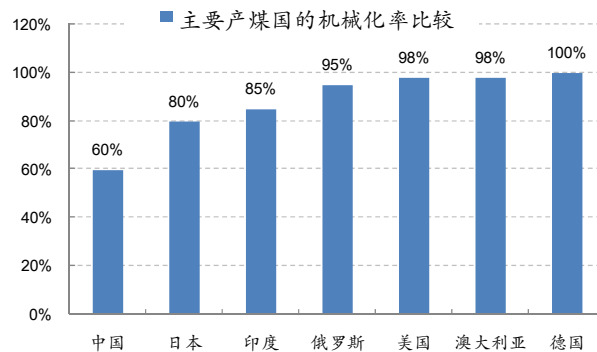
➤ 根据规划，我国将加快14个大型煤炭生产基地建设，使基地内煤炭产量占比达90%以上；形成12个亿吨级、16个5000万吨级的特大型煤炭企业，产量占比将超过60%；全国煤矿数量减少到10000处以下。

图表 25. 近年来我国各类型煤矿的产量构成情况



资料来源：煤炭工业统计年鉴，东海证券研究所

图表 26. 我国目前的机械化率水平远低于其他国家



资料来源：东海证券研究所（其他国家为1978年数据）

综采率提升的有利因素和内在动力：政策导向+经济效益

1) 综采是目前最先进的采煤工艺，获得国家大力推广。煤炭开采方式包括炮采、普采和综采等。综采将工作面落煤、装煤、运煤、顶板支护和处理采空区等5大工序全部机械化，不仅大大地改善了劳动条件，提高了回采面产量和效率，也使工作面更为安全。因此，我国鼓励发展和普及综采技术，推行壁式采煤。

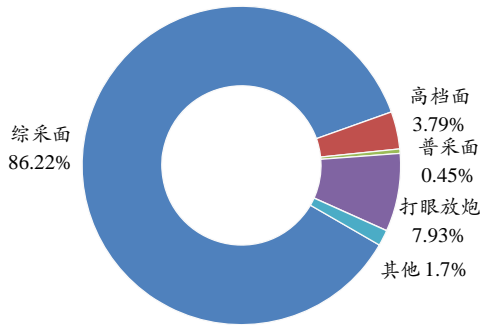
图表 27. 主要采煤方式的机械化程度对比

开采方式	开采工艺	应用时间	采煤五大生产工序的机械化程度				
			落煤	装煤	运煤	顶板支护	处理采空区
炮采	打眼放炮	1940s	-	人工或机械化	机械化	-	-
普采	普通机械化	1960s	单滚筒采煤机或刨煤机		刮板输送机	单体液压支柱 (高档面)	-
综采	综合机械化	1970s	双滚筒采煤机或刨煤机		刮板输送机	液压支架	机械化

资料来源：《采煤工艺》、东海证券研究所整理

2) “高产+高效+安全+经济”是综采率提高的内在动力。以山东协庄煤矿的3416w工作面为例，虽然综采的投资额和经营成本分别是普采的1.05和0.98倍，但工作面煤炭产量、回采率和回采工效率分别是普采的1.3倍、1.3倍和2.38倍。同时，综采比普采具有更高的内部收益率和投资利润率，其动态投资回收期也比较短。

图表 28. 2009 年国有重点煤矿的回采面开采方式占比



资料来源：煤炭工业统计年鉴，东海证券研究所

图表 29. 综采与普采的经济分析对比表

综采与普采经济分析对比表		综采	普采	比值
基本指标	投资 (万元)	1900	1802	1.05
	煤炭产量 (万吨)	48.89	37.6	1.30
	经营成本 (万元)	1640	1677	0.98
	回采率 (%)	93.66%	72.03%	1.30
	回采工效率 (t/工)	31.95	13.4	2.38
财务指标	内部收益率 (%)	远大于30%	小于30%	-
	财务净现值 (万元)	9162	6461	1.42
	投资利润率 (%)	0.93	0.37	1.35
	财务净现值率 (%)	4.82%	3.58%	0.68
	动态投资回收期 (月)	2.19	3.24	0.68

资料来源：《综合采煤方法技术经济分析》，东海证券研究所

综采设备需求预测：2015年总需求将超过950亿，年均增速为17.6%

在进行需求预测之前，我们先提出以下几个关键假设：

1) **原煤产量**：根据各省产能规划，预计2015我国原煤产量将超过44亿吨，2010-2015复合增速约为6.6%。需要再次强调的是，煤炭增速放缓，但增量可观，预计年均新增原煤产量在2亿吨以上。

2) **产量构成**：按照规划，保守假设其产量占比将从目前的52.3%稳步提升至2015年的60%；相应地，其他煤矿（包括国有地方和乡镇煤矿）的产量占比下降至40%。

3) **综采率**（注意：非机械化率）：**A**：假设到2015年，国有重点煤矿的综采率从2010年的87.9%提升到95%。**B**：考虑到其他煤矿（尤其是乡镇煤矿）多为中小型煤矿，目前综采率低，因此假设到2015年其他煤矿的综采率仅为32%左右。那么，全国综采率将接近70%。

4) **更新周期**：假设综采设备的平均寿命为5-8年，考虑到2001年之前的我国综采设备总产值较小且数据难以获得，为了简化起见，在我们的模型中，综采设备的更新需求从2006年起开始测算。

基于以上假设和历史数据，我们进行需求预测，并得出以下结论：

1) **市场容量与行业增速**：我们预计，“十二五”期间我国综采设备的总需求将超过950亿元，2011-2015年平均增速为17.6%，低于煤机工业协会的预测（1099亿，增速22%）。

2) **三类需求的影响分析**：如图表30所示，综采设备的新增需求保持平稳增长，更新需求对总需求的贡献逐步加大，而综采率的大幅提升，拉动需求的快速增长；这与现实情况基本相符。

3) **有可能超预期的部分**：**A**：根据各省煤炭十二五规划，我国原煤产量可能超预期；

B：在我们的模型中，对综采率的预测较为保守，主要考虑到在小型煤矿全面推广综采工艺有一定难度。而按煤机工业协会预计，2015年我国机械化率达95%以上，综采率达85%，远高于我们的假设值70%，但随着煤炭持续整合、政策落到实处，不排除综采率大幅超出我们估计值的可能。

图表 30. 煤机行业市场容量预测

综采设备需求预测表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
中国原煤总产量(亿吨)	29.7	32.4	35.2	37.7	40.1	42.4	44.6
YoY	6.1%	9.0%	8.6%	7.1%	6.4%	5.8%	5.2%
全国煤矿综采率	46%	49%	52%	56%	60%	65%	70%
国有重点煤矿原煤产量(亿吨)	15.18	16.94	18.81	20.76	22.75	24.77	26.79
YoY	10.25%	11.61%	10.99%	10.39%	9.57%	8.86%	8.16%
产量占比	51.07%	52.30%	53.43%	55.07%	56.72%	58.36%	60.00%
国有重点煤矿的综采率	86.25%	87.88%	89.30%	90.73%	92.15%	93.58%	95.00%
产能扩张的新增综采产量	1.22	1.55	1.66	1.77	1.83	1.89	1.92
机械化率提升的综采产量	0.35	0.25	0.24	0.27	0.30	0.32	0.35
新增综采产量小计	1.57	1.80	1.90	2.04	2.13	2.21	2.27
其他类型煤矿原煤产量(亿吨)	14.55	15.46	16.39	16.94	17.36	17.67	17.86
YoY	2.09%	6.23%	6.07%	3.32%	2.51%	1.79%	1.05%
产量占比	48.93%	47.70%	46.57%	44.93%	43.29%	41.64%	40.00%
其他煤矿的综采率	4.6%	6.0%	8.7%	12.3%	17.3%	23.8%	32.0%
产能扩张的新增综采产量	0.01	0.05	0.08	0.07	0.07	0.07	0.06
机械化率提升的综采产量	0.27	0.20	0.42	0.60	0.84	1.12	1.46
新增综采产量小计	0.28	0.25	0.50	0.66	0.92	1.19	1.52
新增综采产量合计(亿吨)	1.86	2.05	2.41	2.70	3.04	3.41	3.79
相应综采设备投资额(元/吨)	165.39	174.82	170	170	170	170	170
产能扩张的新增综采需求	203.68	280.29	296.59	312.86	323.87	333.30	336.51
机械化率提升的综采需求	103.36	77.44	112.83	146.74	193.58	245.70	307.72
存量综采设备的更新需求	38.96	60.27	89.57	131.58	181.05	241.75	310.75
综采设备总需求(亿元)	346.00	418.00	498.98	591.18	698.50	820.75	954.97
YoY	29.03%	20.81%	19.37%	18.48%	18.16%	17.50%	16.35%
复合增长率	2011-2015 CAGR=17.62%						

注1: 红色数字为重要假设, 蓝色数字由该假设推导得出;

注2: 以下为该模型的几个重要公式:

- ◇ 全国煤矿综采率=国有重点煤矿产量占比*其综采率+其他煤矿产量占比×其综采率;
- ◇ 产能扩张的新增综采产量 $Z_{n1}=X_n \times (Y_n - Y_{n-1})$, 其中 X_n 和 Y_n 分别为第n年的综采率和原煤产量;
- ◇ 综采率提升的新增综采产量 $Z_{n2}=Y_{n-1} \times (X_n - X_{n-1})$, 因此新增综采产量 $Z_n = Z_{n1} + Z_{n2}$;
- ◇ 新增综采需求 $Q_{n1} = Z_n \times K_n$ 。其中 K_n 为设备投资额, 按往年数据模拟有上升趋势, 但这里 K_n 取170元/吨;
- ◇ 综采设备的更新需求 $Q_{n2} = (Q_{n-8} + Q_{n-7} + Q_{n-6} + Q_{n-5}) \div 4$;
- ◇ 第n年综采设备的总需求 $Q_n = Q_{n1} + Q_{n2}$;

资料来源: 《中国煤炭工业发展报告》、《煤炭工业统计年鉴》、中国煤炭机械工业协会、东海证券研究所估算

5. 行业竞争格局：煤机三国时代，竞争日趋激烈

核心观点：我们认为，先进民企的奋起直追、国际巨头的强势进入，将结束国企“一家独大”的局面，“煤机三国”格局将愈演愈烈，并各施所长，即“**国企有资源，民企靠机制，外企拼技术**”。我们长期看好具备“煤机核心竞争力”的企业，即具备综合成套化能力、管理机制灵活、市场开拓能力强、售后服务好等。

1) 现状：各自为王的“无序竞争”

➢ **国内煤机行业集中度不高。**1990年之前，大型煤机企业多为原煤炭部直属企业，处于垄断地位。之后管理权下放到地方，行业集中度开始下降。据煤机协会统计，2008年煤机前10名企业占有率不到50%。

➢ **低端产品竞争趋于白热化。**据统计，目前国内从事煤机行业企业约有2000家，但大多集中在低端市场，无自主研发能力、资金规模小、同质化严重、竞争惨烈。从2011年中低端液压支架的价格战，便可见一斑。

➢ **差异化竞争，细分龙头多。**由于煤机产品众多，经过多年的发展，一些企业在某个细分领域处于遥遥领先的龙头地位，如液压支架中的郑煤机（占24%）、刮板输送机中的中煤张家口煤机（占22%）、掘进机中的三一重装（占37%）、采煤机中的太原矿机（占24%）等。（注：括号为2010年的市场份额）

2) 未来：洗牌加速的“三国格局”

我国经济的快速发展和对煤炭的依赖，造就了煤机行业的蓬勃发展，也吸引了众多竞争者进入该领域：

➢ **国企：当之无愧的领头羊。**我国煤机产品基本实现国产化，进口仅占3%。其中，大型国企凭借在技术、资金、客户资源等方面的先行优势，占据了大部分市场份额，是业内当之无愧的领头羊。

➢ **民企：异军突起的潜力股。**民营企业依靠灵活的管理机制和高效的经营效率，在技术研发上和市场营销上更加具有针对性，市场份额增长迅速，成为煤机行业的重要组成部分。

➢ **外企：雄心勃勃的外来者。**一些世界煤机巨头看好我国煤机发展前景（如JOY和CAT），通过并购或合资的方式重返我国煤机市场，将对国内企业形成冲击。其优势在于产品，劣势在于成本。

图表 31. “煤机三国”的竞争优势分析



三国鼎立	优势	劣势
国企	煤机行业的领头羊：历史悠久、技术实力雄厚、规模效应明显	机制不够灵活、管理有待完善
民企	锐意进取的潜力股：技术提升快速、机制灵活、市场开拓能力较强	入行时间较短、行业沉淀不够
外企	雄心勃勃的外来者：技术水平一流、产品可靠性强、行业经验丰富	价格普遍较高、成本处于劣势、国内服务不够及时

资料来源：东海证券研究所整理

3) 思考：2011年液压支架行业的恶性竞争，是否会在其他产品上演？

采煤机、掘进机等产品技术壁垒较高，我们认为2-3年内出现恶性竞争的可能性不大。但随着竞争者增多，中低端产品同质化严重，竞争加剧将是未来几年的常态，产品升级与行业集中度上升是大趋势：

A) 谁先出局？ 毫无疑问，没有煤机设备核心制造能力或没有客户资源的企业将率先被淘汰。

B) 谁先受益? 倘若行业出现恶性竞争, 整体利润率下滑, 我们认为在一定时期内:

对定位高端的国外巨头、具有成本优势的国企龙头, 冲击较小, 还会受益于行业集中度的提升, 通过兼并收购来实现外延式扩张, 或许是它们最佳的选择;

对正处于成长期的煤机民企, 冲击较大, 能否迅速地丰富产品线 (抵御单个产品周期波动)、增强技术实力 (高端化是行业趋势, 高端产品附加值高)、前瞻性战略布局 (抓住行业发展最佳时期) 至关重要。

C) 谁将胜出? 长期来看, 无论哪类企业, 归根结底, 只有具备“煤机核心竞争力”才会长跑中胜出。即具备综采成套化能力 (外>国>民)、技术水平一流 (外>=国>民)、管理机制灵活 (民>外>国)、市场开拓能力强 (民>外>国)、售后服务好 (民>=国>外) 等。目前, 我国尚未出现完全具备这一核心竞争力的企业。

图表 32. 近年来国内外煤机企业的收购事件 (部分)

时间	收购方	被收购方	事件描述	收购方简介
2010-12	太重煤机	亚威利朗沃	山西省太重煤机公司出资1.3亿澳元收购澳大利亚威利朗沃国际集团公司	公司主要产品有煤层千米定向钻机、井下柴油运输车、井下皮带运输机等。其中井下柴油运输车属世界一流产品, 煤层千米定向钻机是中国市场唯一的国际供
2011-07	久益环球	国际煤机	久益环球欲收购中国同行国际煤机集团, 国际煤机控股股东Jordan Co.欲将所持41%的股份以45.46亿港元出售给美国采矿设备商久益环球。	美国独资公司, 纳斯达克上市企业, 世界领先的地上和地下采矿设备制造商在地下和露天采矿设备的设计、生产、售后服务方面享有盛誉。
2011-11	卡特比勒	年代煤矿	卡特彼勒拟以8.87亿美元收购中国地下采矿设备制造商年代煤矿机电设备制造有限公司, 公司总裁称, 公司未来会以中国业务为发展重点。	公司总部位于美国伊利诺州。是世界上最大的工程机械和矿山设备生产厂家、燃气发动机和工业用燃气轮机生产厂家之一, 也是世界上最大的柴油机厂家之一

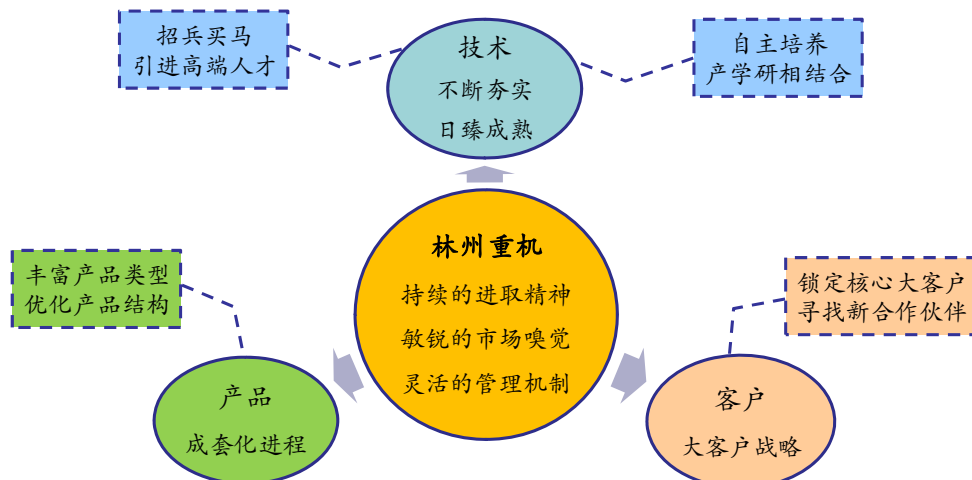
资料来源: 东海证券研究所整理

三、公司竞争优势突出, 2012 年将进入业务收获期

1. 林州重机的核心竞争力分析

核心观点: 我们认为, 作为“煤机三国”中民企阵营里的优秀代表, 林州重机的核心竞争力源自于其持续的进取精神、敏锐的市场嗅觉和灵活的管理机制。而这种企业精神使得公司逐步在技术进步、产品延伸、市场开拓和抢占客户等方面, 显示出独特而突出的竞争优势。

图表 33. 林州重机的核心竞争力分析

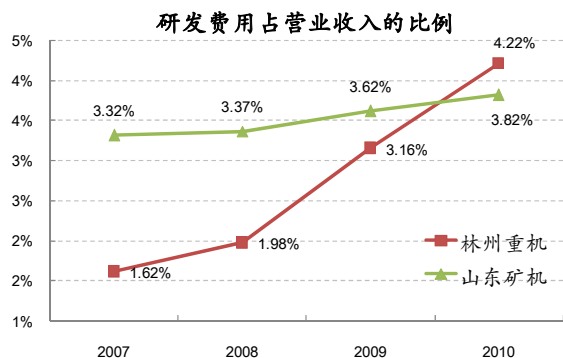


资料来源: 东海证券研究所整理

1) 技术：引进高端人才，开展产学研合作，技术实力不断夯实。煤机是具有较高技术壁垒的行业，与国企龙头或国外煤机巨头相比，林州重机的技术实力仍然较弱，但民企的管理和激励机制更为灵活，可以通过各种方式引进并留住人才，从而迅速提升技术水平。

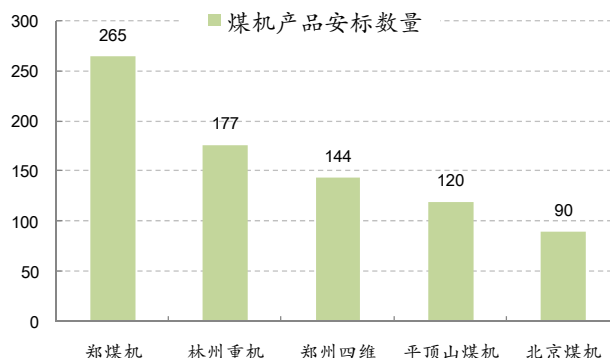
➤ 近年来，林州重机一方面从天地奔牛、国际煤机、三一重装等业内同行引进优秀团队。另一方面，公司不断加大科研投入，培养核心技术骨干。目前，公司拥有 52 项实用新型专利，具备较强自主研发能力。

图表 34. 林州重机的科研投入不断加大



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图表 35. 主要煤机生产企业的安标数量 (截止 2012.03.01)

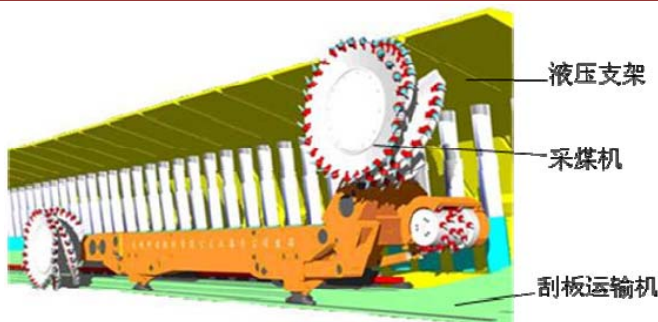


资料来源：国家安全监管总局，东海证券研究所

2) 产品：“三机一架”成套化布局已初步成形。从 JOY 和 BUCYRUS 的发展路径看，成套化可以降低客户采购成本、提高售后服务质量，是煤机发展的必然方向。而对林州重机而言，产品多样化，可以增加公司的利润来源，以降低单个产品周期波动的风险。

➤ 必须指出的是，成套化并非一朝一夕之功。成套化，不仅指能够生产“三机一架”，并使各产品之间有较强的配套能力，还包括成套研发、成套生产、成套销售、成套核算等，需要各部门给予配合与推动。因此，除了较强的技术实力外，企业是否拥有积极而灵活的机制显得更为重要。

图表 36. “三机一架”煤炭综采设备的配套使用



掘进机主要用于煤矿各种巷道的掘进。采煤工作面由液压支架支护，使矿工在较为安全的环境下工作；刮板输送机依靠液压支架支承和推移，采煤机搭载在刮板输送机上并以其为轨道移动。当采煤机从煤层切割出煤炭后，刮板输送机将煤炭从工作面运送至破碎机，继而转运至带式输送机，最终将煤炭运离矿井。当采煤机沿着工作面完成一次采煤后，整套综采机械设备在液压支架推移下向前移动，沿着工作面进行下一次开采。

资料来源：东海证券研究所

3) 客户：稳固核心大客户，寻找新合作伙伴，开辟潜在新市场。“价格、性能和关系”是煤机客户选择供应商的主要考虑因素。公司董事长亲自主抓销售，产品凭借高性价比、售后服务优势，获得核心客户青睐。

➤ 据统计，2010 年龙煤的煤炭产量约 5500 万吨，全国排名第 9。而陕煤集团、平煤神马、铁法煤业等新合作伙伴的产量合计超过 1.4 亿吨。公司获得更大的潜在市场，客户结构将更为均衡。(预计 2011 年龙煤和陕煤分别占公司收入的 50% 和 10%)

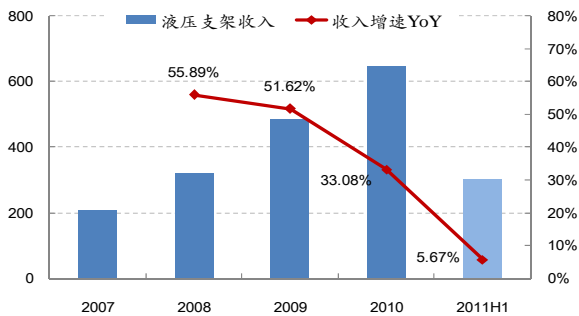
2. 2012 年公司将进入新业务收获期

核心观点: 展望 2012, 随着产品高端化与开拓新市场, 受恶性竞争影响的液压支架将重回快速上升通道; 在下游需求走强和产能释放下, 刮板输送机将继续高速增长; 通过引进人才, 高毛利率的掘进机取得突破, 将成为新的盈利增长点; 若如期拿到安标, 采煤机和救生舱等新产品将陆续贡献业绩, 支撑公司的快速发展。

1) 液压支架: 行业竞争加剧, 今年有望重回上升通道

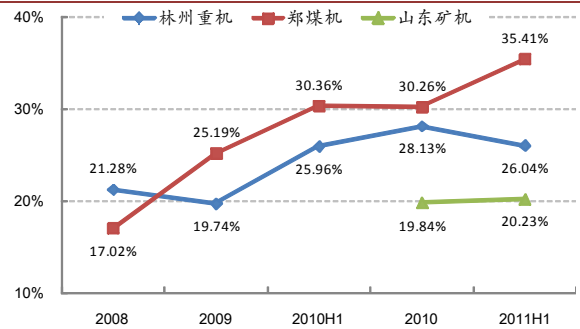
预计2011年公司液压支架收入小幅下滑。2007-2010年公司液压支架收入年均增速达46.5%, 远高于同期23.5%的行业增速, 占公司总收入的60-70%, 毛利率亦处于行业中上水平。2011年受恶性竞争影响, 公司主动放弃部分毛利率低的液压支架订单, 转而将投向刮板机等毛利率较高的产品上。

图表 37. 公司液压支架收入及增速



资料来源: WIND, 东海证券研究所

图表 38. 公司的液压支架毛利率处于行业中上水平

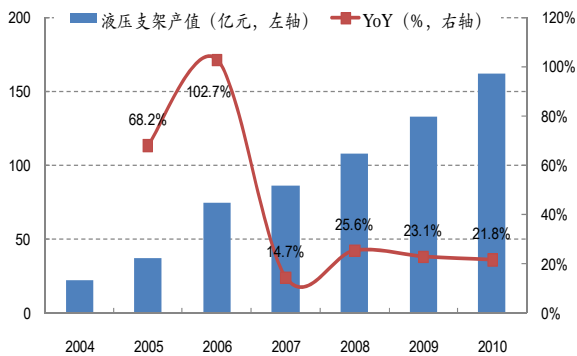


资料来源: WIND, 东海证券研究所

行业竞争加剧, 但价格开始企稳。 1) **出现恶性竞争的根源:** 在综采设备中, 液压支架的投资占比最大(约60%-70%), 而中低端产品技术含量较低, 各家企业盲目扩张产能, 导致结构性过剩。2) **进一步恶化的可能性不大:** 目前, 中低端液压支架平均每吨单价跌至1万元左右, 接近成本价, 下跌空间有限。

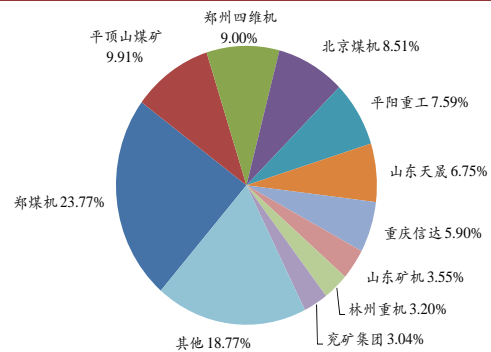
2012年公司液压支架有望重回快速上升通道。 理由: 1) **产品高端化, 避开重灾区:** 恶性竞争集中在低端产品, 大型煤矿对高端支架的需求依然强劲。若改扩建项目顺利达产, 公司每年将新增高端液压支架产能2000架, 超过7万吨; 2) **开拓新市场, 订单充裕:** 对高端液压支架的需求较大。例如, 公司和龙煤的订单约50%是高端产品。随着公司在大倾角和高强度液压支架的突破, 有望获得陕煤、铁法等新客户的大订单。

图表 39. 液压支架行业产值及增速



资料来源: 中国煤炭机械工业协会, 东海证券研究所

图表 40. 2010 年液压支架的竞争格局 (公司排名第 9)



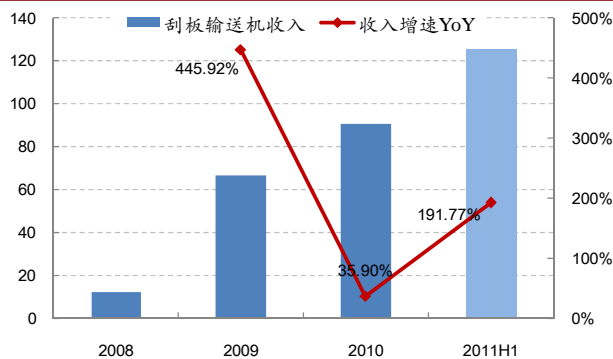
资料来源: 中国煤炭机械工业协会, 东海证券研究所

2) 刮板输送机：伴随下游需求走强，将继续快速增长

公司刮板机起步较晚，但发展迅猛。公司2006年开始刮板输送机的生产制造，2007年实验性地取得了41万元销售收入。自2008年开始，刮板输送机取得突飞猛进的进展，收入占比也从不足1%提升至2011H1的26.22%。尤其是2011年原郑煤机长壁机械副总加入公司之后，公司产品的市场切入点更为精准。

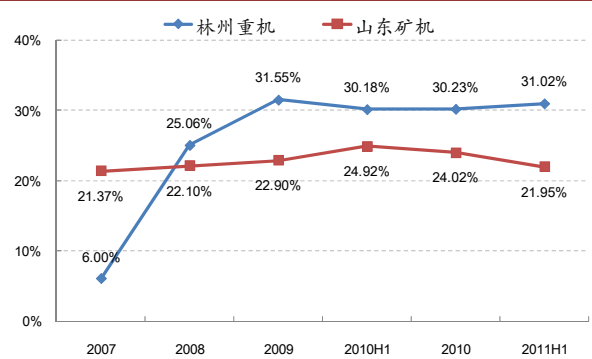
收入大幅增长，毛利率也稳中有升。伴随着下游需求走强，除了核心客户，公司还开拓了甘肃华亭、山西朔州、神华乌海等新客户，预计未来两年将有大幅增长。而除了2007年实验性销售阶段毛利率较低外，公司的刮板机逐渐从低端小型产品升级为高端重型产品，毛利率上升至30%以上，高于业内同行。

图表 41. 公司刮板输送机的收入及增速



资料来源：WIND，东海证券研究所

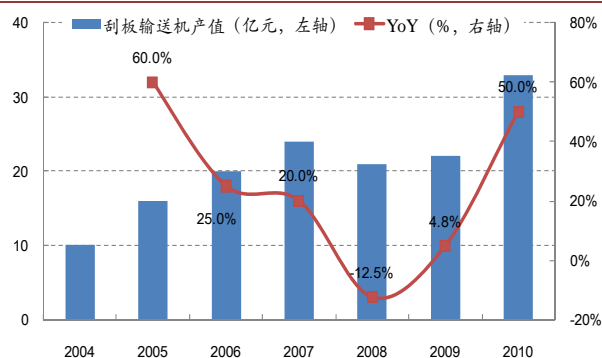
图表 42. 公司的刮板输送机毛利水平高于业内同行



资料来源：WIND，东海证券研究所

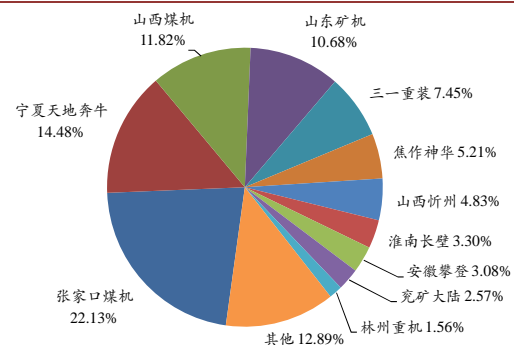
刮板机需求旺盛，公司的上升空间较大。2004-2010年国内刮板输送机的产值从10亿增至33亿，预计未来几年仍将保持20%左右的增长。2010年公司仅占1.6%的市场份额，排名12，仍有很大提升空间。随着公司产品被市场认可、产能进一步释放，预计公司刮板机增速将远超行业增速。

图表 43. 刮板输送机行业产值及增速



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

图表 44. 2010年刮板输送机的竞争格局（公司排名第12）



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

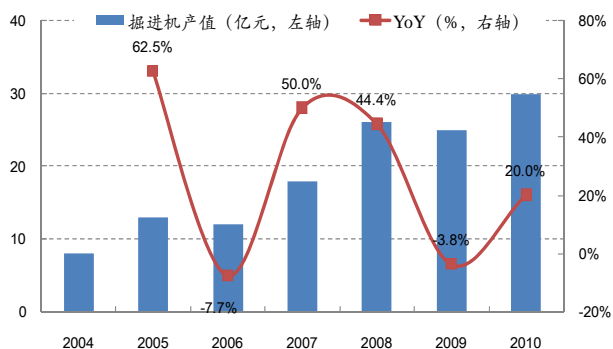
3) 掘进机：取得重大突破，是公司新的盈利增长点

掘进机具有较高技术壁垒，行业集中度高。2010年，掘进机的市场容量达30亿，但三一重装、国际煤机等前10家企业占据了97%的市场份额。由于在“三机一架”中，掘进机的技术含量较高，其毛利率也相对较高，例如三一重装的掘进机毛利率高达46%以上，远高于其他煤机产品。

引进高端团队，业务取得快速突破。引进李子山团队（原国际煤机副总裁），公司掘进机业务迅速取得突破，并于2011年下半年实现销售，龙煤、铁法、开滦、阳煤等客户认可，全年有望贡献收入1.7亿元以上。

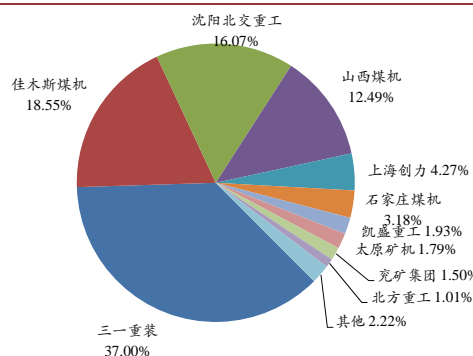
掘进机是公司未来新的盈利增长点。2015年我国小型煤矿掘进机械化率要提升至85%，将使得掘进机市场需求保持旺盛；由于掘进机毛利率达40%，远高于其他产品，将是公司未来发展的重点，增长可期。

图表 45. 掘进机行业产值及增速



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

图表 46. 2010 年我国掘进机的竞争格局



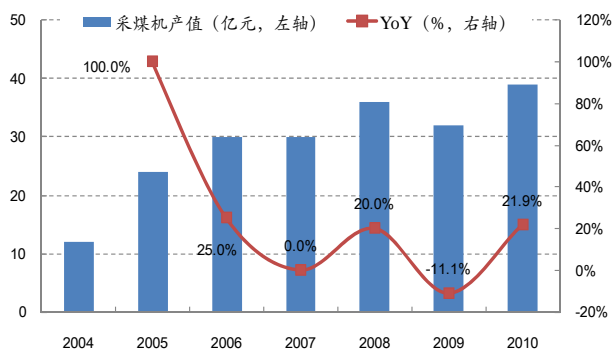
资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

4) 采煤机：公司成套化进程中的重要一环，正在申请安标

采煤机是公司成套化进程中的重要一环，也是公司目前“三机一架”中唯一尚未形成销售的产品。从行业来看，04-10年我国采煤机产值从12亿元增至39亿元，年复合增长达21.7%，市场前景广阔，并且和掘进机一样，毛利率较高。2010年，太原矿机、鸡西煤机、西安煤机等前5家占据了近86%的市场份额。

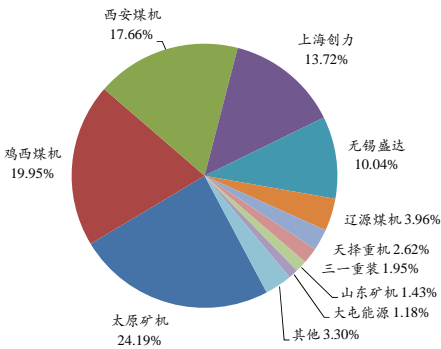
引进人才，助力公司采煤机的快速发展。与掘进机业务的拓展模式类似，林州重机引进国际煤机的团队，负责采煤机的研发设计工作。富有实战经验的专业团队，不仅带来了生产技术，更为公司迅速打开采煤机市场助以一臂之力。预计公司采煤机产品安标将在2012年上半年获批，并开始为公司贡献收入。

图表 47. 采煤机行业产值及增速



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

图表 48. 2010 年我国采煤机的竞争格局



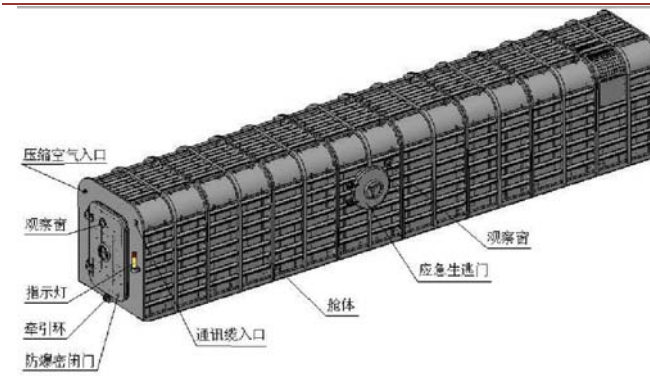
资料来源：中国煤炭机械工业协会，东海证券研究所

5) 救生舱：需求爆发依赖于政策执行力度与实际救援效果

政策不断出台和加码，催生煤矿安全设备需求。根据《煤矿安全生产“十二五”规划》，2013年6月底前，所有煤矿要完成紧急避险系统的建设完善工作；逾期未安装的，依法暂扣安全生产许可证、生产许可证。

初步测算，救生舱的市场容量达300亿元以上。矿用可移动救生舱是指可通过牵引、吊装等方式实现移动，适应井下采掘作业地点变化要求的避险设施。假设未来2年煤矿数量约为8000-10000座，每个煤矿需要2个救生舱，那么按150-200万元均价，初步估计其市场容量达300亿-400亿，年需求额超过150亿元。

图表 49. 可移动式救生舱示意图



资料来源：网络，东海证券研究所

图表 50. 可移动式救生舱实物图



资料来源：网络，东海证券研究所

救生舱需求的爆发，依赖于政策执行力度和实际救援效果。自2011年1月《煤矿井下紧急避险系统建设管理暂行规定》发布起，市场便对救生舱设备给予很高的预期。与市场较高预期不同：通过调研和分析，我们认为救生舱的需求更依赖于政策的强制推行，并且盈利能力较好的大型煤矿采购意愿较强。理由如下：

1) 救生舱并非煤企应对政策强制性要求的唯一选项。除了救生舱外，紧急避险系统还包括永久避难硐室、临时避难硐室。同时，国家也在相关文件中指出“紧急避险设施的建设方案应综合考虑所服务区域的特征和巷道布置、可能发生的灾害类型及特点、人员分布等因素。优先建设避难硐室。”

2) 由于救生舱前期投入较高，小煤矿采购意愿不强。与避难硐室相比，救生舱的人均成本要贵出一倍。对于价格敏感性高的小型煤矿而言，除非救生舱有很好的救援效果和性价比，否则更倾向建设避难硐室。

公司救生舱正在申请安标，2012年有望贡献部分收入。在技术上，公司与徐州科博进行合作，未来将主要由鄂尔多斯子公司负责生产。根据已拿到安标的企业（如陕西重生、长治清华机械厂、煤科院沈阳研究院等10余家）销售情况，若公司上半年如期拿到安标，救生舱的毛利率也将达到35%以上。

3. 实施股权激励计划，促进公司快速发展

2011年10月26日，公司正式授予董事、高管、重要管理人员和技术业务骨干共78人；激励股数为457.96万股，占公司总股本的1.118%；授予价为7.10元/股。苛刻的考核条件，彰显公司做强做大的决心与信心。

图表 51. 公司的股权激励方案及解锁安排

锁定期	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
2011.10-2012.10	2012.10-2013.10	11年净利润较10年增长75%（不低于1.8亿） ROE不低于8%	30%
	2013.10-2014.10	12年净利润较10年增长190%（不低于3亿） ROE不低于8%	30%
	2014.10-2015.10	13年净利润较10年增长335%（不低于4.5亿） ROE不低于8%	40%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

四、盈利预测与投资建议

1. 营业收入预测及关键假设

- 国家对煤机的利好政策不变，如煤炭安全生产要求提高，对事故的惩治措施趋严；
- 假设公司的募投项目（包括高端液压支架改扩建、电液控制系统项目）如期达产；
- 公司刮板输送机、掘进机的产能逐步释放，采煤机、救生舱于2012年上半年取得安标，并实现销售；
- 假设公司的主营业务未发生重大变化，核心管理人员和技术团队保持稳定；
- 假设预测期间，钢材、管材等主要原材料的价格走势基本保持平稳；

图表 52. 公司收入预测表

收入预测表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
液压支架	320.42	485.82	646.54	581.89	785.55	981.93
收入增长率		51.62%	33.08%	-10%	35%	25%
成本	252.20	389.91	464.68	430.60	581.30	726.63
毛利率	21.29%	19.74%	28.13%	26.00%	26.00%	26.00%
单体液压支柱	93.91	73.69	72.79	72.79	72.79	72.79
收入增长率		-21.53%	-1.22%	0.00%	0.00%	0%
成本	74.95	61.89	64.27	65.51	65.51	65.51
毛利率	20.19%	16.01%	11.70%	10.00%	10.00%	10.00%
刮板输送机	12.24	66.82	90.81	154.38	277.88	361.24
收入增长率		445.92%	35.90%	70%	80%	30%
成本	9.18	45.74	63.36	108.06	191.74	245.64
毛利率	25.00%	31.55%	30.23%	30.00%	31.00%	32.00%
掘进机				175.00	280.00	392.00
收入增长率					60%	40%
成本				105.00	162.40	215.60
毛利率				40.00%	42.00%	45.00%
采煤机					100.00	140.00
收入增长率						40%
成本					64.00	86.80
毛利率					36%	38.00%
救生舱					60.00	108.00
收入增长率						80%
成本					39.00	70.20
毛利率					35%	35%
其他	115.54	58.44	39.94	119.15	125.10	131.36
收入增长率		-49.42%	-31.66%	198.31%	5.00%	5.00%
成本	95.84	43.35	27.40	83.40	87.57	91.95
毛利率	17.06%	25.82%	31.39%	30.00%	30.00%	30.00%
营业总收入	542.11	684.77	850.08	1103.20	1701.32	2187.32
收入增长率		26.32%	24.14%	29.78%	54.22%	28.57%
成本	432.17	540.89	619.71	792.57	1191.52	1502.34
毛利率	20.28%	21.01%	27.10%	28.16%	29.96%	31.32%

资料来源：东海证券研究所预测

2. 业绩预测及投资建议：6 个月目标价 17.27 元，“买入”评级

我们预计 2011-2013 年公司摊薄后 EPS 分别为 0.45、0.78、1.10 元，按 3 月 1 日收盘价 13.13 元计算，动态 PE 分别为 29、17、12 倍，处于公司历史估值底部，略低于目前行业均值。

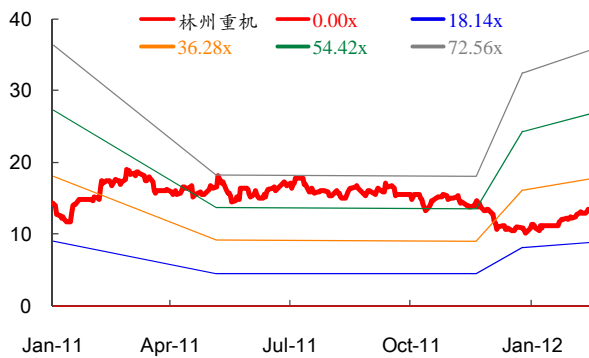
我们认为，作为优质的煤机成长股，公司机制灵活、管理层执行力强，通过引进人才，产品线迅速拉开，并将致力于将其做大做强，公司将充分受益于未来几年煤机行业的蓬勃发展。考虑到公司的高成长性，按 2012 年 EPS 给予 22 倍 PE，对应 6 个月目标价为 17.27 元，上涨空间 31.5%，首次给予“买入”评级。

图表 53. 相关上市公司估值对比表 (2012-03-01)

证券代码	证券简称	收盘价 03.01	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
601717.SH	郑煤机	29.39	205.7	1.26	1.70	2.04	2.48	23.3	17.3	14.4	11.9
600582.SH	天地科技	17.60	178.0	0.84	0.95	1.19	1.48	20.9	18.5	14.8	11.9
002526.SZ	山东矿机	16.65	44.5	0.51	0.53	0.93	1.32	32.7	31.2	17.9	12.6
300099.SZ	尤洛卡	25.11	26.0	0.60	0.83	1.08	1.42	41.7	30.4	23.2	17.7
300275.SZ	梅安森	35.23	20.7	0.73	1.07	1.50	2.02	48.6	33.0	23.5	17.5
中值								32.7	30.4	17.9	12.6
均值								33.4	26.1	18.8	14.3
002535.SZ	林州重机	13.13	54.4	0.25	0.45	0.78	1.10	52.6	29.5	16.7	12.0

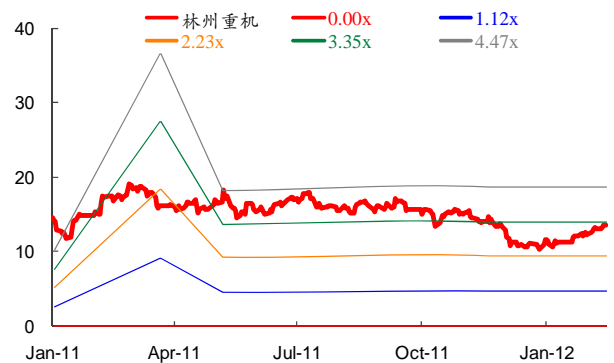
资料来源：WIND，东海证券研究所（注：其他公司 EPS 均取 WIND 一致预期）

图表 54. 林州重机历史 PE Bands



资料来源：WIND，东海证券研究所

图表 55. 林州重机历史 PB Bands



资料来源：WIND，东海证券研究所

3. 主要风险提示

- 1) 国内煤机行业的竞争激烈程度超出预期，导致公司部分产品的收入增速、毛利率均大幅下滑的风险；
- 2) 煤炭整合受阻、或政策执行力度低于预期，导致综采化率提升缓慢，进而影响公司产品需求的风险；
- 3) 公司管理层或核心技术人员变动，从而导致新产品的研发和市场推广受阻，订单情况低于预期的风险；
- 4) 公司液压支架募投项目不及预期，或产能瓶颈迟迟得不到解决，使得公司业绩不确定性增大的风险；
- 5) 2012 年 1 月 11 日起，8743.2 万股限售股解禁，占总股本的 21.1%。小非股若大幅减持，将对股价的短期走势造成负面影响；

图表 56. 公司财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	96	115	138	166	营业收入	850	1103	1701	2187
应收款项	427	504	830	1055	增长率	24.1%	29.8%	54.2%	28.6%
存货净额	181	259	351	448	营业成本	620	793	1192	1502
其他流动资产	137	106	174	262	毛利率	27.1%	28.2%	30.0%	31.3%
流动资产合计	841	983	1494	1931	营业税金及附加	3	3	3	4
固定资产	335	442	509	525	销售费用	26	37	53	67
无形资产及其他	46	44	42	39	销售费用率	3.0%	3.4%	3.1%	3.1%
投资性房地产	8	8	8	8	管理费用	36	44	60	71
长期股权投资	6	6	7	9	管理费用率	4.3%	4.0%	3.5%	3.3%
资产总计	1236	1484	2060	2512	财务费用	27	10	11	10
短期借款及交易性金融负债	420	322	472	288	投资收益	2	2	0	0
应付款项	204	273	342	472	资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
其他流动负债	96	189	229	287	其他收入	(6)	0	0	0
流动负债合计	721	784	1043	1046	营业利润	137	217	382	533
长期借款及应付债券	60	60	60	60	营业外净收支	0	1	1	1
其他长期负债	6	6	(1)	(6)	利润总额	138	218	382	534
长期负债合计	66	66	59	54	增长率	78.6%	58.5%	75.0%	39.5%
负债合计	787	850	1102	1100	所得税费用	35	34	57	80
少数股东权益	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	449	633	958	1412	归属于母公司净利润	103	184	325	454
负债和股东权益总计	1236	1484	2060	2512	增长率	80.5%	78.5%	76.3%	39.5%

关键财务与估值指标					现金流量表(百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
摊薄后 EPS	0.25	0.45	0.78	1.10	经营活动现金流	(16)	249	(12)	296
每股红利	0.13	0.00	0.00	0.00	资本开支	(113)	(131)	(114)	(83)
每股净资产	23%	29%	34%	32%	投资活动现金流	(115)	(132)	(115)	(84)
ROE	27%	28%	30%	31%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	20%	20%	23%	25%	负债净变化	60	0	0	0
EBIT Margin	22%	23%	26%	28%	其它融资现金流	101	(98)	150	(184)
EBITDA Margin	24%	30%	54%	29%	融资活动现金流	117	(98)	150	(184)
收入增长	80%	79%	76%	40%	现金净变动	(14)	19	23	28
净利润增长	64%	57%	54%	44%	货币资金的期初余额	110	96	115	138
资产负债率	23%	29%	34%	32%	货币资金的期末余额	96	115	138	166
P/E	0.0	29.5	16.7	12.0	企业自由现金流	(62)	124	(117)	221
P/B	0.0	8.6	5.7	3.9	权益自由现金流	99	17	24	28

模型建立: 2012.03.01

预测结果: 0.45 元、0.78 元、1.10 元

投资评级: “买入” (首次)

上次预测: 无

6 个月目标价: 17.27 元 (对应 22 倍 PE)

本次变化: 无

资料来源: 东海证券研究所

作者简介

应晓明：东海证券研究所，节能环保行业分析师。证券从业经历十年。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897