

机械行业研究小组

分析师: 徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

依然看好公司市场拓展方式

—— 林州重机 (002535.SZ) 中报分析报告

证券研究报告-公司报告

增持 (维持)

发布日期: 2012年9月3日

报告关键要素:

公司是河南安阳地区民营企业, 主营煤矿采掘相关设备。公司前期在市场拓展方面与多家大型煤企签订了战略合作协议, 并与煤企下属子公司成立合资企业, 供应相关煤炭企业的生产设备。这种市场拓展方式锁定公司未来市场, 为销售持续增长奠定了基础。

投资要点:

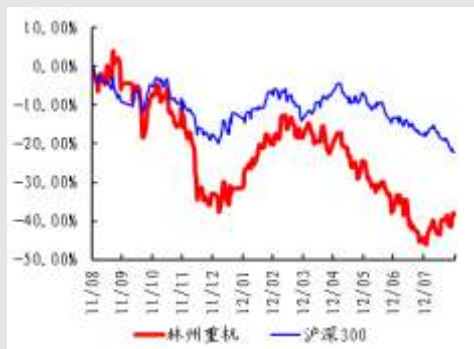
- **上半年公司收入保持增长。**上半年公司实现营业收入 6.26 亿元, 同比上涨 22.99%; 实现营业利润 1.10 亿元, 同比上涨 24.25%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.94 元, 同比上涨 40.81%。
- **公司盈利能力基本平稳。**公司上半年毛利率 25.98%, 同比下降 0.59 个百分点。其中, 液压支架毛利率 27.31%, 同比上升 1.27 个百分点; 掘进机毛利率 42.24%, 环比上升 0.59 个百分点; 刮板输送机毛利率 31.37%, 同比上升 0.35 个百分点。盈利能力稳定得益于公司前期正确的市场战略部署。
- **与煤企成立的合资公司是公司未来看点。**未来行业竞争将集中在市场销售方面, 市场拓展好坏除与产品等因素相关外, 客户关系的稳定会成为企业持续发展的核心因素。公司在这方面提早布局, 与多家大型煤企签订战略合作协议或成立合资公司, 这成为公司未来在行业下行期逆势发展的重要看点。
- **盈利预测与投资建议:**我们调整公司 12、13 年每股收益至 0.45 元和 0.48 元, 按照 8 月 31 日收盘价 7.86 元计算, 公司 12 年和 13 年对应的市盈率分别为 17.47 倍和 16.38 倍。公司股价将在一段时期内承受煤炭行业下行造成的压力, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**宏观经济下滑造成的系统性风险; 行业竞争加剧导致订单减少的风险。

市场数据 (2012年8月31日)

收盘价 (元)	7.86
一年内最高/最低 (元)	17.47/6.64
沪深 300 指数	2204.87
市净率 (倍)	2.22
流通市值 (亿元)	16.28

基础数据 (2012-06-30)

每股净资产 (元)	3.54
每股经营现金流 (元)	0.06
毛利率 (%)	25.98
净资产收益率 (%)	4.92
资产负债率 (%)	34.07
总股本/流通股 (亿股)	5.38/2.07
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

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	8.50	11.03	13.17	14.53
增长率 (%)	24.14%	29.74%	19.40%	10.34%
净利润 (亿元)	1.03	1.82	2.40	2.61
增长率 (%)	80.47%	76.60%	31.76%	8.36%
全面摊薄每股收益 (元)	0.19	0.34	0.45	0.48
市盈率 (倍)	41.27	23.12	17.47	16.38

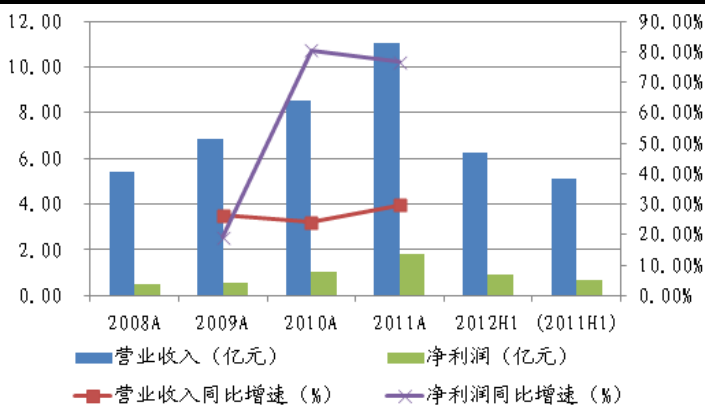
事件

林州重机(002535.SZ)公布2012年中报。上半年公司实现营业收入6.26亿元,较2011年上半年5.09亿元同比上升22.99%;营业利润1.10亿元,较去年上半年0.88亿元同比上涨24.25%;实现净利润0.94亿元,较2011年上半年0.67亿元同比上涨40.81%。公司实现基本每股收益0.17元。

1. 营收增涨低于预期

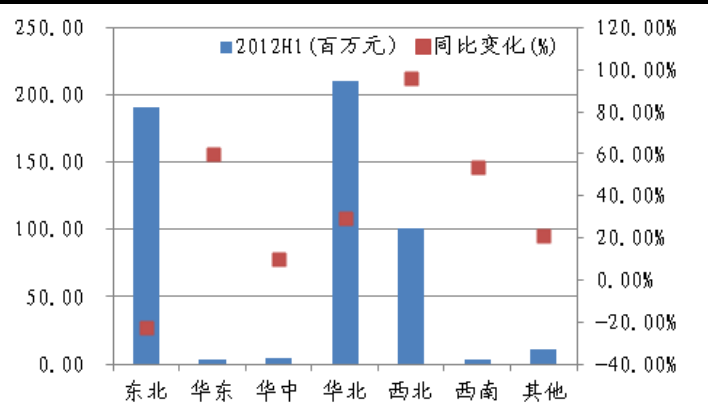
上半年公司实现营业收入6.26亿元,同比上涨22.99%;实现营业利润1.10亿元,同比上涨24.25%;实现归属于上市公司股东的净利润0.94亿元,同比上涨40.81%。

图1: 2008A-2012H1公司营业收入和净利润



数据来源: WIND, 中原证券

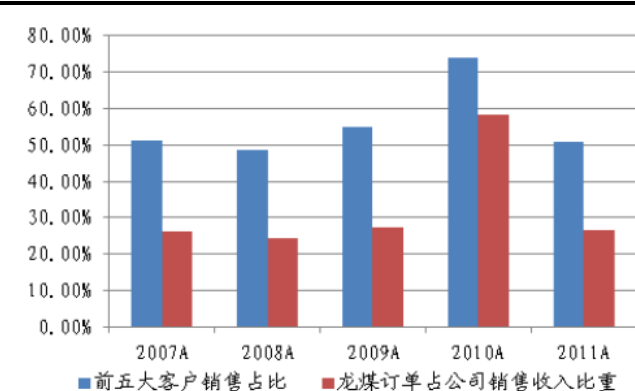
图2: 2008-2012H1公司分地区营业收入及同比增长



数据来源: WIND, 中原证券

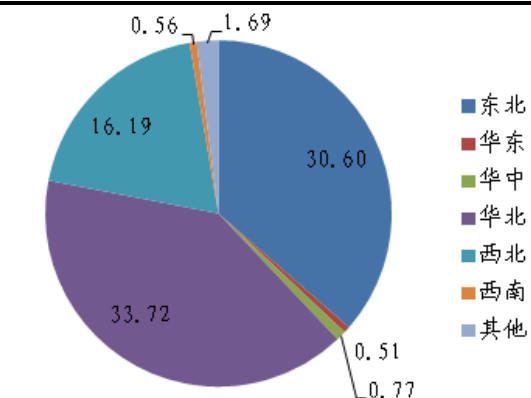
公司销售收入同比增速低于我们之前预计的40%，主要原因是公司在东北地区销售大幅下降。公司对龙煤集团的销售长期占公司销售总额20%以上。年初以来，郑煤机与龙煤签署排他性战略合作协议，成为龙煤集团液压支架单一供应商。因此，公司在东北市场份额有所下降，对公司销售增长有一定的拖累。

图3: 2007A-2011A龙煤占公司销售收入比重 (%)



数据来源: WIND, 中原证券

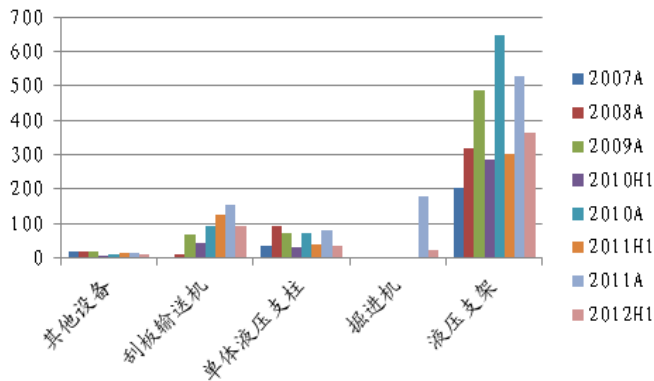
图4: 2012H1公司分地区销售收入占比 (%)



数据来源: WIND, 中原证券

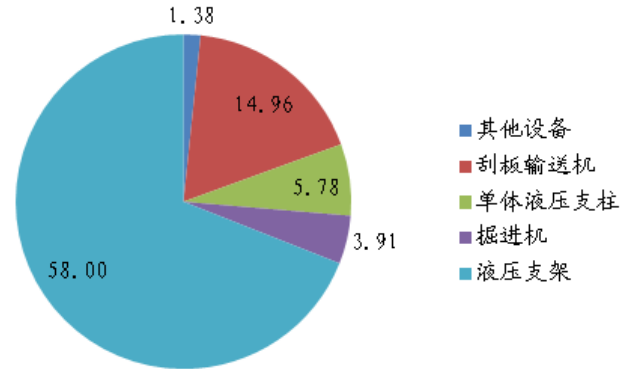
分产品来看，今年上半年掘进机贡献收入2444.44万元，低于我们的预期。掘进机去年上半年未形成收入，但是全年收入1.79亿元。上半年刮板机销售收入9356.41万元，同比下降25.48%。公司第一大业务液压支架销售收入3.63亿元，同比增长20.17%，占收入比重58%。行业产能存在一定程度过剩，煤炭价格下降造成煤企采购意愿下降可能是造成公司刮板输送机以及掘进机销售减少的主要原因。

图5：2007A-2012H1分产品销售收入（百万元）



数据来源：WIND，中原证券

图6：2012H1公司分产品销售收入占比（%）

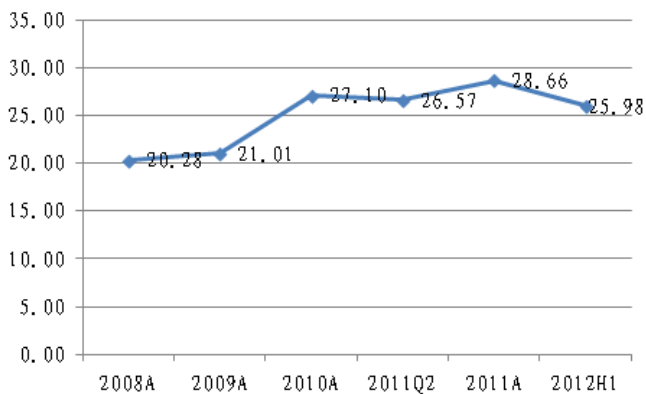


数据来源：WIND，中原证券

2. 盈利能力基本保持平稳

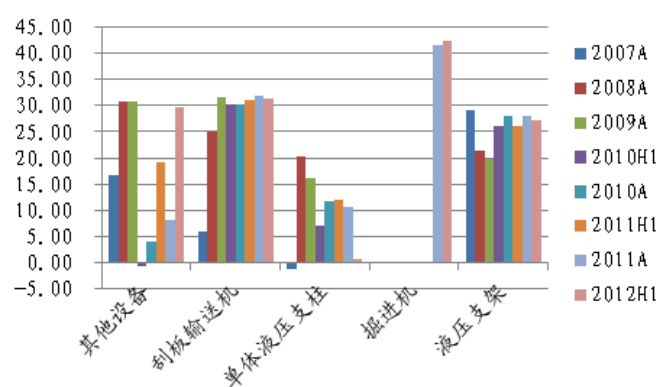
公司上半年毛利率25.98%，同比下降0.59个百分点。其中，液压支架毛利率27.31%，同比上升1.27个百分点；掘进机毛利率42.24%，环比上升0.59个百分点；刮板输送机毛利率31.37%，同比上升0.35个百分点；单体式液压支柱毛利率0.76，同比下降11.34个百分点。

图7：2008A-2012H1公司毛利率（%）



数据来源：WIND，中原证券

图8：2008A-2012H1公司分产品毛利率（%）

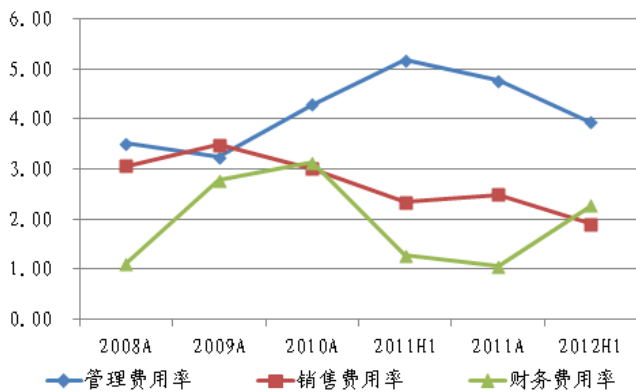


数据来源：WIND，中原证券

单体式液压支架市场竞争激烈是导致毛利率下降的直接原因，该业务占公司收入比重处于逐步下降状态，未来对公司盈利能力影响有限。刮板机和掘进机毛利率稳中有升，我们判断这与公司前期储备的战略客户对公司利润的积极影响开始显现有关。上半年行业整

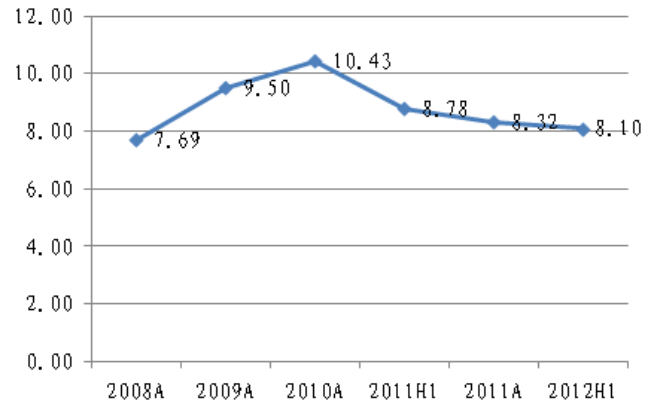
体盈利能力有一定下滑，例如掘进机行业市场占有率第一的三一国际毛利率下降了约5个百分点(2012H1, 三一国际毛利率40.59%)，但是公司掘进机产品上市不足一年盈利能力就达到行业最好水平，这与公司技术储备、客户战略部署正确有关。

图9：2008A-2012H1三项费用率(%)



数据来源：WIND，中原证券

图10：2008A-2012H1公司期间费用率合计(%)



数据来源：WIND，中原证券

上半年公司期间费用率8.10%，同比下降0.68个百分点。管理费用率和销售费用率下降是期间费用率下降的主要原因。

从管理费用来看，上半年公司管理费用率3.93%，同比下降1.25个百分点，管理费用支出2458.39万元。去年同期上市费用支出是造成公司管理费率增加的主要原因，上市后管理费用率趋向历史均值。

上半年公司销售费用率1.91%，同比下降0.43个百分点，支出1191.84万元。煤炭企业整合造成下游客户集中度提高，单批采购金额增加可能是销售费用下降的主要原因。另外，公司前期与大型煤企成立合资公司，稳定部分客户，同时有助于销售费用下降。

上半年公司财务费用率2.27%，同比上升1个百分点，支出1418.47万元。公司资本项目支出增加导致现金存款减少，利息收入同比大幅下降，是导致公司财务费用上升的主要原因。预计公司发行6.5亿元规模的短期融资债券后，财务成本还将进一步上升。

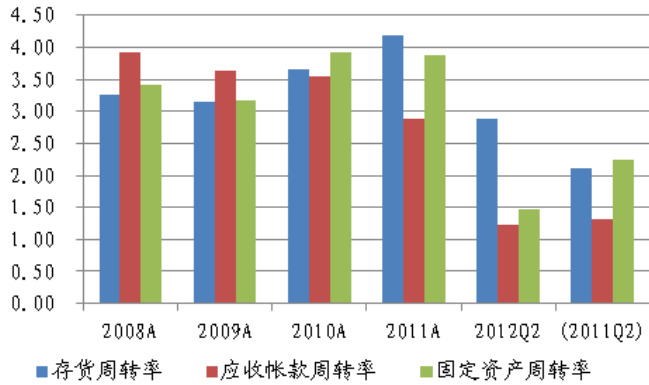
3. 公司营运能力和偿债能力略降

公司营运能力。公司存货周转率2.88，同比上涨0.76次；应收帐款周转率和固定资产周转率分别为1.23和1.47，同比下降0.09和0.78次。公司存货中原材料、在产品 and 产成品均有所下降，主要是公司主动压低库存造成的，与公司管理层对未来行业走势判断有关。另外，公司预收帐款1028.53万元，同比下降25.70%，也在一定程度上表明公司未来订单增速可能有所放缓。公司固定资产周转率下降幅度较大，主要与公司大量投资扩张产能，使固定资产增速高于销售收入增速有关。

公司偿债能力。截至上半年，公司资产负债率34.06%，同比上升7.52个百分点，流动

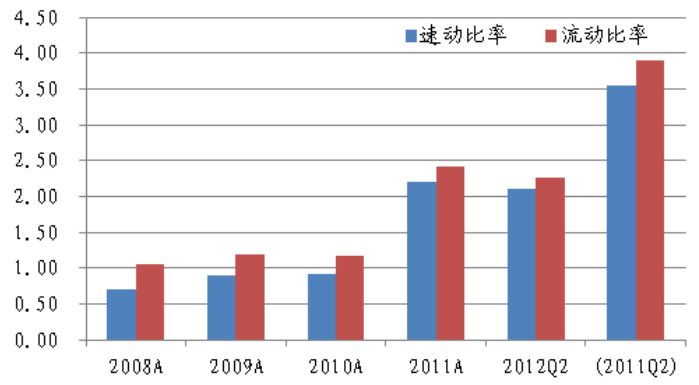
比率和速动比率分别为2.26和2.11，同比分别下降1.64和1.43。公司流动负债中短期借款增加是造成偿债能力下降的主要原因，如果公司投资项目下半年能够如期达产并按预期贡献利润，公司营运能力和偿债能力会有所回升。

图11: 2008A-2012H1公司营运能力



数据来源: WIND, 中原证券

图12: 2008A-2012H1公司偿债能力



数据来源: WIND, 中原证券

4. 资源需求下降, 行业下半年面临挑战

上半年我国原煤产量19.50亿吨, 产量同比提高8.03%。但是, 下游主要用煤行业除化工外, 用煤量同比增速均出现不同程度下降。其中, 电力行业耗煤9.9亿吨, 同比增长2.7%, 增幅回落9.4个百分点, 降幅居各行业之首。

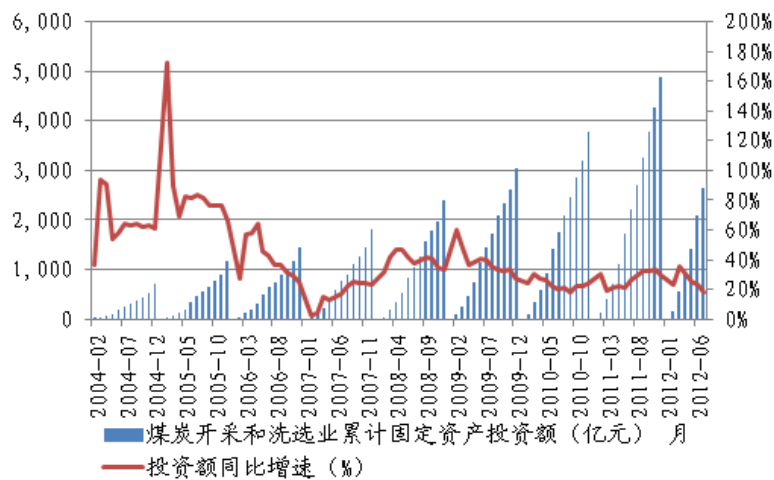
表1: 各行业2012年上半年用煤量及同比增速

	耗煤量(亿吨)	同比增速(%)	增速与去年同期比较(%)
电力	9.9	2.70	-9.40
钢铁	3	2.00	-2.40
建材	2.5	4.20	-5.30
化工	0.95	7.10	0.90

资料来源: 中国工业报 中原证券研究所

我国煤炭供应能力增加源于持续的固定资产投资, 今年上半年投资2103亿元, 同比增长23.1%, 高出全国固定资产投资增速2.7个百分点。但是, 从7月份数据仅为18.32%, 煤炭开采和洗选业固定资产投资累计增速同比下滑显著。我们判断这一趋势将伴随煤炭价格下跌进一步延续。

图13: 煤炭开采和洗选业固定资产投资额及同比增速

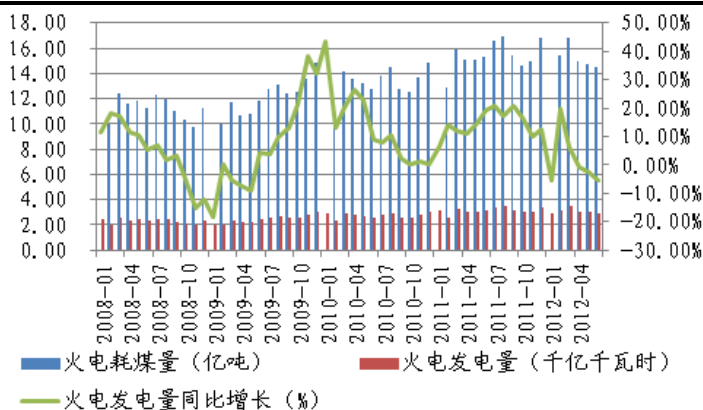


数据来源: WIND, 中原证券研究所

另外, 煤炭进口快速增长, 上半年煤炭进口1.40亿吨, 同比增长65.9%, 出口577万吨, 同比下降34.1%, 净进口1.34亿吨, 同比增加0.58亿吨, 增长77.5%。

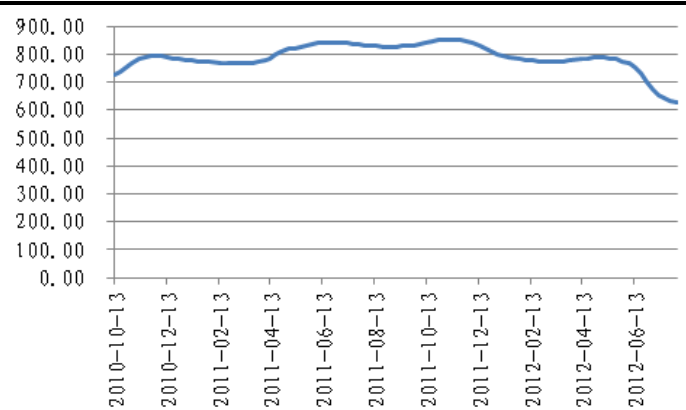
与煤炭产出和进口增加相反, 由于宏观经济增速放缓, 工业用电量大幅减少, 造成煤炭需求下滑, 煤价下挫。

图14: 火电用煤量增速下降



数据来源: WIND, 中原证券研究所

图15: 环渤海动力煤Q5500K价格走势（元/吨）



数据来源: WIND, 中原证券研究所

另外, 美国作为全球最大储煤国, 正在积极筹划2016年以前关闭境内火力发电机组共计175座, 装机发电量2700万千瓦, 预计今年将关闭其中的57座。2011年美国煤炭产量10.7亿吨, 净出口高达9700万吨, 占全球煤炭海运贸易总量10%。美国剩余煤炭产能供给将拉低国际煤价, 制约煤炭价格上涨。

综上所述, 短期来看煤炭供应过剩将造成煤炭价格下行, 而煤价下行将影响煤炭企业收入和利润, 降低煤炭企业增产和设备采购积极性。我们判断, 受宏观经济影响下半年煤炭企业采购意愿将有所下降, 将对整个煤机行业销售规模产生负面影响。

5. 前期战略投入是未来公司看点

未来行业的竞争将集中在市场销售方面，市场拓展好坏除与产品等因素相关外，客户关系稳定会成为企业持续发展的核心因素。公司在这方面提早布局，与多家大型煤企签订战略合作协议或成立合资公司，这将成为公司未来在行业下行期逆势发展的重要看点。

表 2: 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

公司之前与核心客户龙煤集团也建立了双向合作关系。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, 为公司前期发展提供了可靠的保障。

公司现有战略大客户陕煤集团 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 3: 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)
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				39.14 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, 林州重机现有三大客户未来年均设备需求将达到 39.14 亿元。公司与这三家煤企均成立了合资公司, 生产煤炭专用设备提供本企业内部使用。未来公司投资收益可能是支撑利润增长的主要来源之一。

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，其中液压支架改扩建项目已经完工开始为公司贡献产能。

表 4: 募投项目进展

募投项目	计划投入金额 (亿元)	报告期投入资金 (万元)	累计投入资金 (亿元)	投资进度	预计达产期
液压支架改扩建项目	3.02 亿元	1703.00	2.92	103.01%	已完工转固
液压支架电液控制系统项目	0.36 亿元	1125.54	0.19	53.68%	2012 年 12 月

资料来源：公司公告 中原证券研究所

7. 盈利预测与投资建议

我们调整公司12、13年每股收益至0.45元和0.48元，按照8月31日收盘价7.86元计算，公司12年和13年对应的市盈率分别为17.47倍和16.38倍。公司股价将在一段时期内承受煤炭行业下行造成的压力，维持“增持”评级

8. 风险提示

宏观经济下滑造成的系统性风险；行业竞争加剧导致订单减少的风险。

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。