

林州重机 (002535)

买入/首次评级

股价: RMB38.10

分析师

吴凯

SAC 执业证书编号:S1000510120019

(0755)8208 0067

wukaiys@mail.htlhsc.com.cn

# 务实发展, 开拓进取

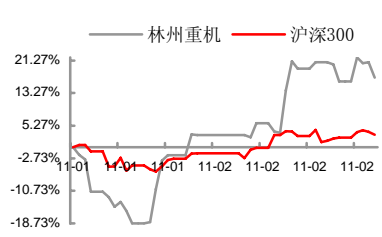
- 公司是国内领先的以“三机一架”为核心产品的煤炭综采设备供应商。随着募投项目的推进, 液压支架的产能瓶颈将会得到解决, 未来市场份额有望进一步提升。掘进机、采煤机等高毛利产品, 将成为公司 2010 年以后新的利润增长点。
- 电液控制系统是实现无人工作面的核心技术, 它不仅为煤机设备生产商提供了一个新的市场, 更重要的是, 它使得液压支架行业, 乃至整个综采设备行业的竞争优势向具有该技术的企业倾斜。公司通过与中科院自动化所联合成立工程研发中心, 成为为数不多的几家掌握电液控制系统核心技术的企业。该产品有利于公司进一步提升盈利能力及综采设备市场份额。
- 从世界主要采煤国家的发展历史看, 井下避难所对矿难救援起到了重要作用。为提高我国煤矿事故应急救援水平, 国务院及国家安监总局均出台了相关政策来推动井下避难所的发展, 这为我国的救生舱制造业带来了新的机遇。保守测算, 移动救生舱的市场空间约 300 亿元。林州重机已公告将进入该领域, 从而成为最先受益的上市公司。
- 公司坚持“重点客户贴心服务”的理念, 在重点客户所在地区建立了专业的技术服务与产品维修子公司。在保障客户正常生产的同时, 也增强了客户的信赖度。公司已经与黑龙江龙煤集团建立了战略合作伙伴关系, 未来, 公司有望进一步同陕煤、河南煤化工等大型煤炭集团达成战略合作关系。
- 公司对核心团队人员进行了股权激励, 行权条件为 2011~2013 年归属母公司净利润同比分别增长 71.4%、66.7%、50.0%, 平均增速高达 62.7%。苛刻的行权条件, 彰显了公司对未来高增长的信心。
- 我们预测, 公司 2010~2012 年的收入分别为 8.60、15.23 和 24.18 亿元, 同比分别增长 25.6%、77.0%和 58.8%, 对应 EPS 分别为 0.50、1.20 和 2.00 元。结合 DCF 绝对估值和相对估值两种方法, 我们认为公司的合理价值区间在 46~50 元, 对应 2011 年 EPS 的 PE 为 23~25 倍, 首次给予“买入”评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	205
流通 A 股 (百万股)	205
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,973

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	684.8	860.3	1522.7	2418.1
(+/-%)	26.3	25.6	77.0	58.8
归属母公司净利润(百万元)	57.2	101.8	246.3	408.8
(+/-%)	19.2	77.9	141.9	66.0
EPS(元)	0.28	0.50	1.20	2.00
P/E(倍)	136.1	76.2	31.8	19.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

<b>行业新秀，崭露头角</b> .....	<b>4</b>
<b>受益于行业的快速发展</b> .....	<b>5</b>
未来五年综采设备将保持 22%的高增长 .....	5
突出的竞争优势是业绩增长的保障 .....	7
<b>勇于开拓，积极进取</b> .....	<b>9</b>
电液控制系统使公司竞争力更上一个台阶.....	9
成为第一家涉足移动救生舱领域的上市公司 .....	11
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>13</b>
盈利预测.....	13
估值及投资建议 .....	15
<b>风险提示</b> .....	<b>17</b>

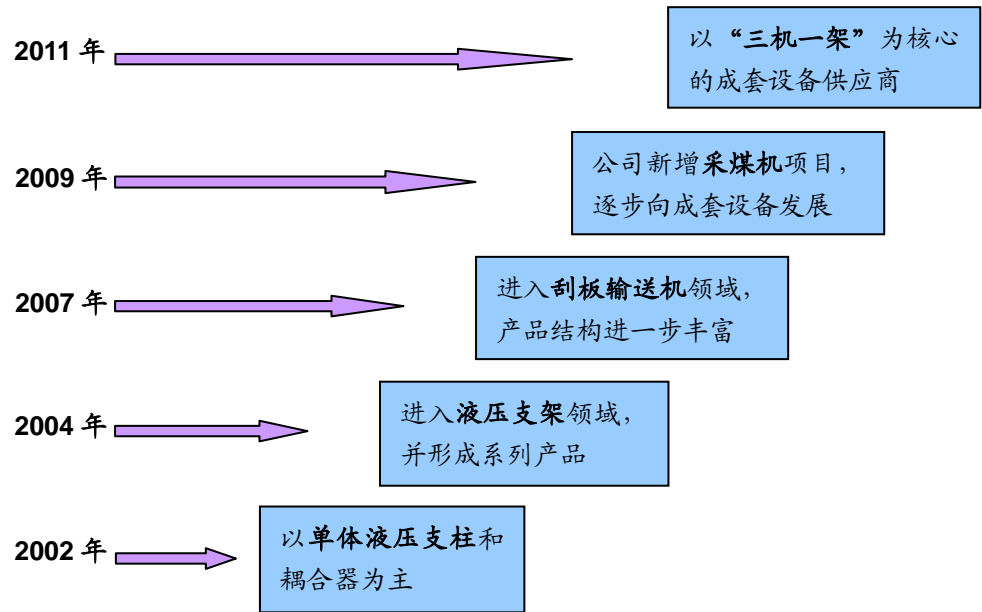
## 图表目录

图 1、公司产品结构不断完善 .....	4
图 2、近期公司各类产品收入占比 (%) .....	4
图 3、公司收入及占行业总收入比例 (百万元, %) .....	5
图 4、我国煤炭价格走势 .....	5
图 5、中国劳工工资远低于其他国家 .....	6
图 6、全国煤炭机械化率 (%) .....	6
图 7、综采设备需求构成 (亿元) .....	7
图 8、各类煤机产值占比 (%) .....	7
图 9、公司液压支架市场份额 .....	8
图 10、公司历年的研发投入 (万元, %) .....	9
图 11、电液控制系统 .....	10
图 12、矿用可移动救生舱内部结构 .....	11
图 13、成本构成 (%) .....	13
图 14、公司主要产品毛利率 (%) .....	13
图 15、热轧中厚钢板价格走势 (元/吨) .....	14
表格 1、公司各个研发中心的主要职能 .....	9
表格 2、电液控制系统市场容量测算 .....	10
表格 3、救生舱技术指标 .....	12
表格 4、国外主要煤矿生产国避难所使用情况 .....	12
表格 5、盈利预测 (百万元) .....	15
表格 6、DCF 估值主要参数 .....	16
表格 7、估值敏感性分析 .....	16
表格 8、公司估值 .....	16

## 行业新秀，崭露头角

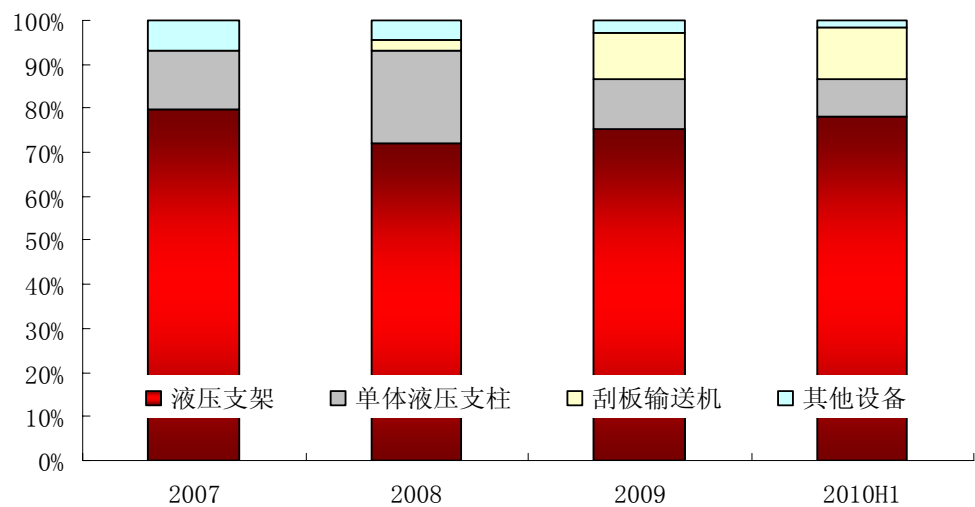
公司是国内领先的以“三机一架”为核心产品的煤炭综采设备供应商。虽然公司从2004年开始才进入液压支架领域，属于行业内的新秀，但经过不断的积累、探索和创新，在短短的数年内，已发展成以液压支架为主，覆盖刮板机、采煤机、掘进机、液压支架电液控制系统以及煤炭安全设备的成套设备供应商。

图 1、公司产品结构不断完善



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

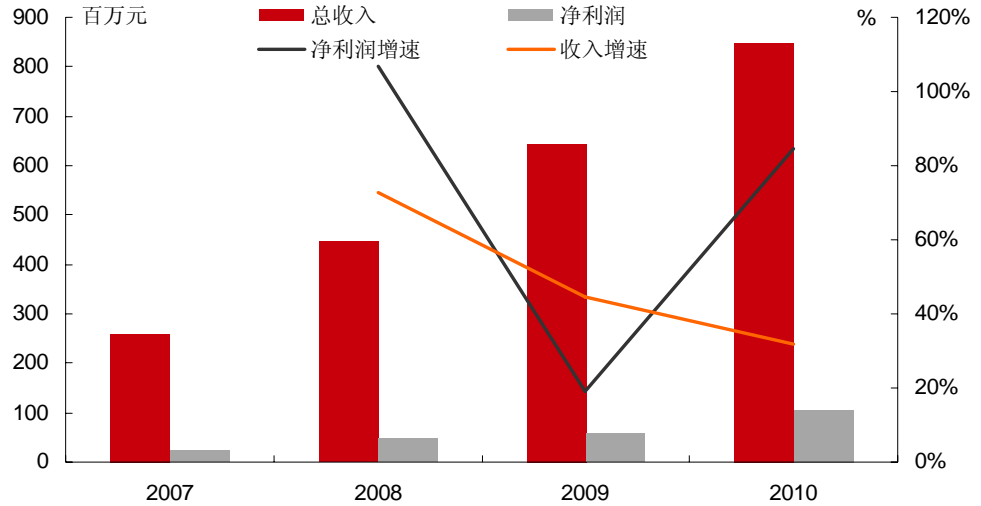
图 2、近期公司各类产品收入占比 (%)



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

近年来公司收入与净利润均保持了较快发展速度。2007~2010年，公司收入分别为2.58、4.46、6.45、8.50亿元，同比分别增长72.8%、44.7%、31.9%。同期净利润分别为2318、4799、5722、10558万元，同比增速为107.0%、19.2%、84.5%。

图3、公司收入及占行业总收入比例（百万元，%）



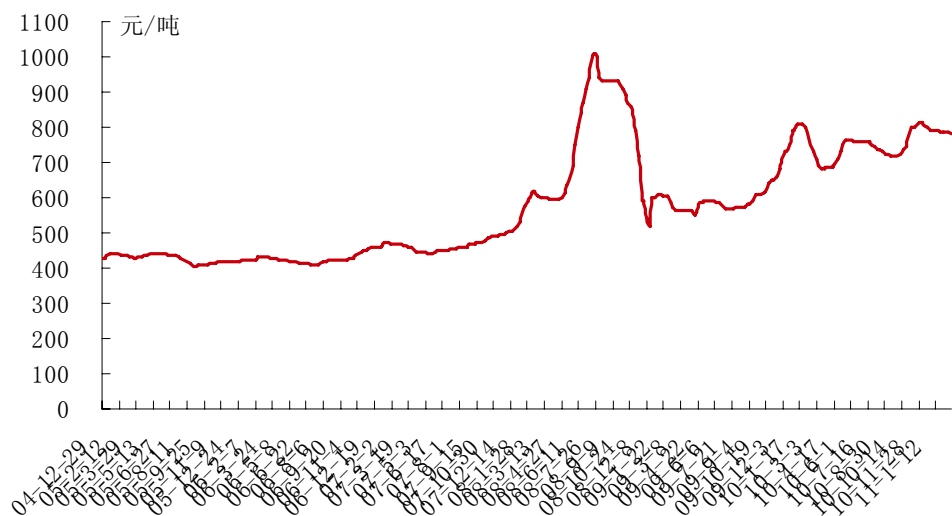
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 受益于行业的快速发展

### 未来五年综采设备将保持22%的高增长

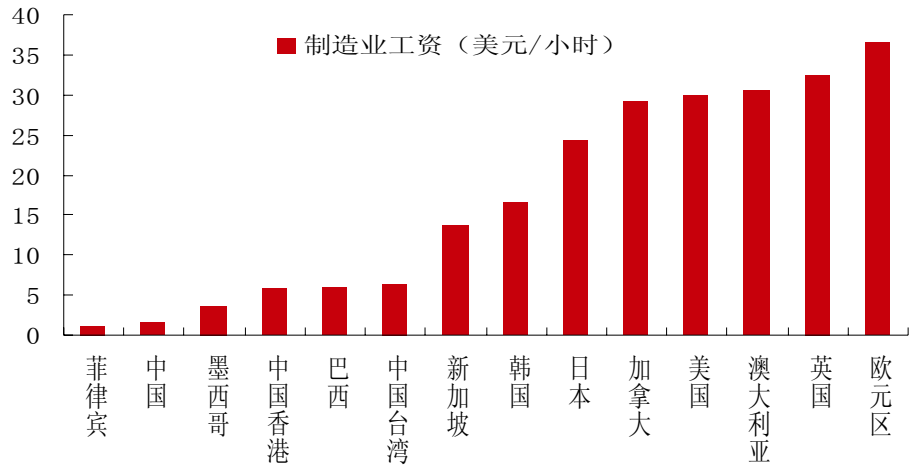
随着能源价格不断走高，以及我国劳动力成本的提升，企业采用机械化开采带来的经济优势不断凸显，投资综采设备的热情也不断高涨，这为我国煤机行业的发展带来了极大的发展机遇。

图4、我国煤炭价格走势



数据来源：wind，华泰联合证券研究所

图 5、中国劳工工资远低于其他国家



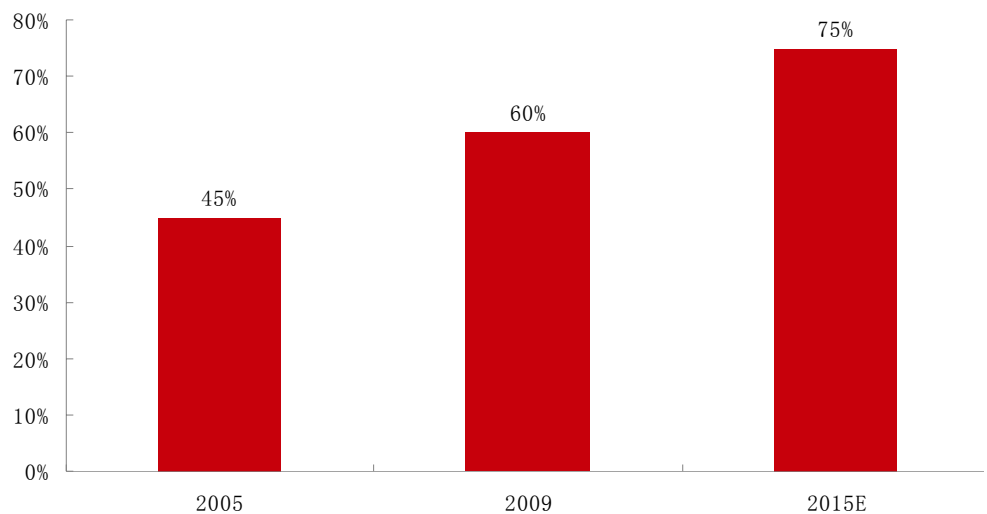
数据来源: www.bls.com, 华泰联合证券研究所

虽然我国煤炭综合机械化开采率已从 2005 年的 45% 提升到 2009 年的 60%，取得了很大的成绩，但水平仍远远低于欧美发达国家基本接近 100% 的水平，未来仍有很大的提升空间。

根据《煤矿安全生产“十二五”规划(征求意见稿)》以及国家发改委《煤炭工业发展“十二五”规划(征求意见稿)》的相关内容，到 2015 年我国煤矿机械化水平将提升到 75%。

我们认为，由于企业进行机械化开采的积极性在不断提高，因此，到 2015 年我国煤炭机械化开采率有望超过“十二五”的规划目标。

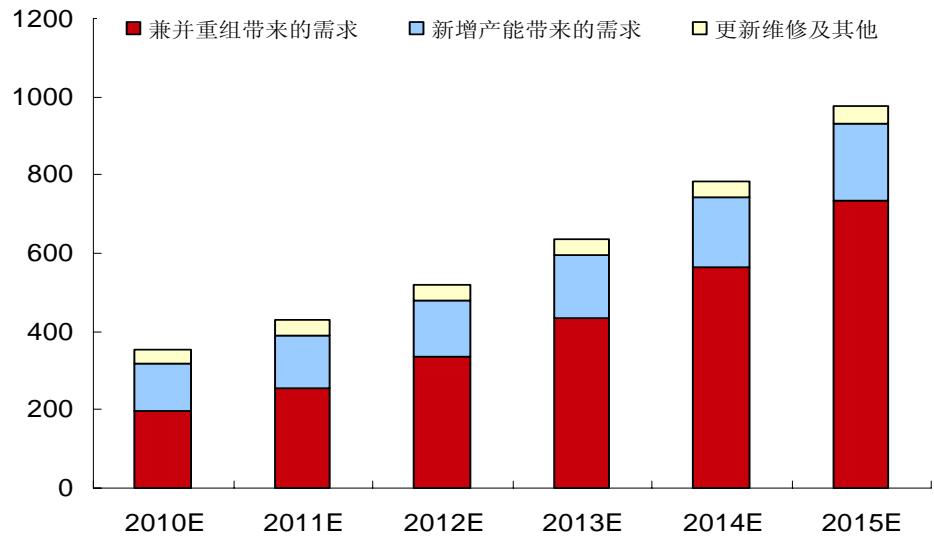
图 6、全国煤炭机械化率 (%)



数据来源: 中国煤炭机械工业协会, 华泰联合证券研究所

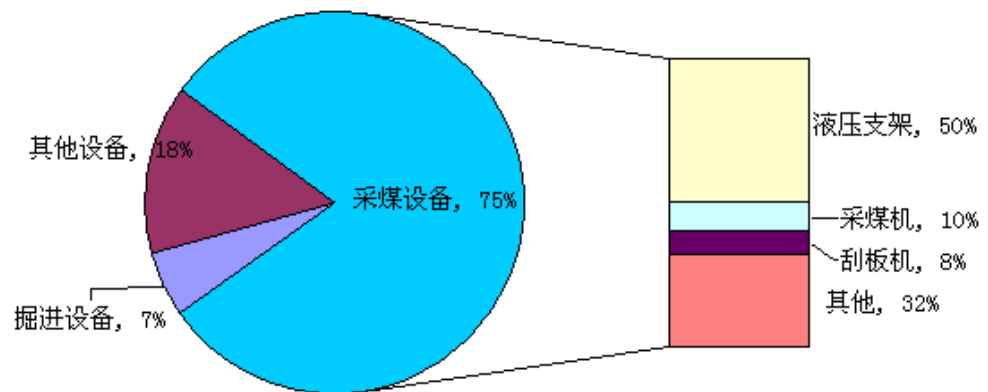
根据煤炭机械工业协会的统计数据，2010 年我国煤炭综采设备行业产值已达到 356 亿元，到 2015 年我国煤炭综采设备的产值将达到 974 亿元，未来五年，煤炭综采设备年均需求仍将保持约 22% 的增长。煤炭行业新增产能、行业兼并重组以及存量设备的更新、维修三部分将是综采设备增长的主要来源。

图 7、综采设备需求构成（亿元）



数据来源：中国煤炭机械工业协会，华泰联合证券研究所

图 8、各类煤机产值占比 (%)



数据来源：中国煤炭机械工业协会，华泰联合证券研究所

## 突出的竞争优势是业绩增长的保障

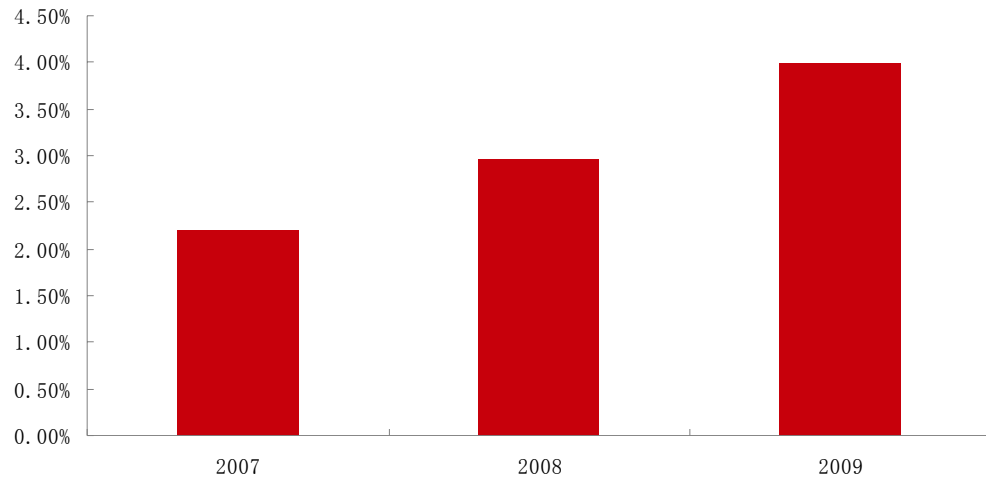
### 优异的产品性能

公司的大倾角液压支架在国内具有很强的竞争实力。一般的大倾角液压支架倾角最大度数为 55 度，公司自主研发、生产的大倾角液压支架最大倾角达到了 60 度，部分产

品可达到 65~67 度，远高于国内水平。公司的高强度液压支架，最大支撑高度达到了 7.5 米，最大支撑强度达 1.8 万千牛，处于行业先进水平。

目前公司液压支架年产能约 5.5 万吨，由于已对募投项目进行了前期投资，因此，今年产能有望释放 40% 左右。届时，制约公司发展的产能瓶颈将得到初步解决。2009 年公司液压支架的市场份额约 2.2%，到 2009 年提升至约 4%。

图 9、公司液压支架市场份额



数据来源：煤炭机械工业协会，华泰联合证券研究所

公司生产的刮板输送机中部槽采用铸焊结构，槽帮铸造采用“贝氏体”材质，增加了铸件耐磨性能，其耐腐蚀性能比同类产品高出两倍以上。同时，链轮采用整体锻造加工，强度更高。

此外，随着公司掘进机、采煤机研发团队的加入，这两类产品取得了快速的进展。目前掘进机已经下线，并交付客户试用，一旦取得煤安认证，即可批量销售。从行业情况看，这两类产品毛利率均较高，采煤机行业平均毛利率约 40%，掘进机更是高达 45%。掘进机、采煤机将成为 2010 年以后，公司新的利润增长点。

### 以优质服务维护、开拓客户

煤炭机械设备具有差异化特征，产品具有非标准化特点，客户对供应商的售前、售中和售后服务依赖性较强。因此，是否具有完善的营销服务网络体系，能够为客户提供售前技术支持和售后服务，是煤炭机械制造企业市场竞争优势的重要体现。

公司坚持“客户为本”的营销理念，不断加强销售渠道和服务网络建设，目前已初步建立起覆盖全国 20 余个主要产煤省区及大型煤炭基地的销售网络，提高了客户对公司的满意度和忠诚度，使得公司在市场竞争中始终处于优势地位。同时，公司坚持“以营销带动服务，以服务促进销售”的市场策略，在生产经营过程中，注重对技术与服务人才的培养，建有专业的技术服务团队，并在重点客户所在地区建立了专业的技术服务与产品维修子公司。

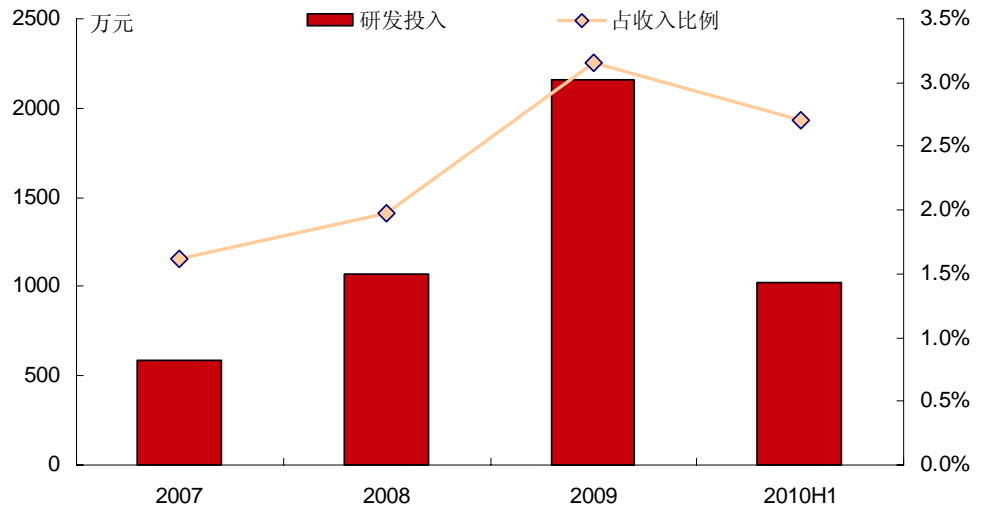
以龙煤集团为例，公司专门设立了七台河重机金柱机械制造有限公司和鸡西金顶重机制造有限公司两家公司，确保第一时间了解并满足客户的需求，为客户提供专业及时的技术服务，最大程度满足客户对产品与服务的个性化要求。

目前公司已经与黑龙江龙煤集团建立了战略合作伙伴关系，未来，公司有望进一步同陕煤、河南煤化工等大型煤炭集团达成战略合作关系。

### 对研发高度重视

作为一家民营企业，公司仍不遗余力的对研发进行投入。从 2007 年到 2009 年，公司研发投入从 585 万元，提升至 2163 万元，增长了近 270%，研发费用占公司收入的比例从 1.62% 提升至 3.15%。

图 10、公司历年的研发投入（万元，%）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司与中国科学院自动化所建立了长期、稳定的战略合作关系，并于 2008 年 11 月成立了中国科学院自动化研究所-林州重机集团股份有限公司自动化联合工程中心。中国科学院自动化所是我国最早成立的国立自动化研究机构，在自动化控制领域享有盛誉。该中心还拥有大量的煤炭信息化产品储备项目。

表格 1、公司各个研发中心的主要职能

研发中心	主要职能
研发本部	带式输送设备、耦合器的研发，及新产品的现场跟踪服务
郑州研发中心	液压支架、刮板输送机的研发
自动化联合工程中心	电液控制系统和煤炭机械自动化产品的研发
北京中科林重	电液控制系统的控制台研制和生产

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 勇于开拓，积极进取

### 电液控制系统使公司竞争力更上一个台阶

自动化综采工作面是机械化开采的更高阶段，世界主要采煤国家已基本完成自动化的进程。在实现无人工作面的过程中，支护设备的自动化问题一直困扰着煤矿的安全生产、产量和效率。液压支架电液控制系统的出现和发展，从根本上改变了井下工作条件，并为煤炭的高产、高效奠定了基础。

液压支架电液控制系统是目前液压支架最先进的控制方式，是综合运用计算机、通信网络、传感、机械、电子、控制等技术于一身的一项高技术产品。控制系统将原来的手工操作改为自动控制、程序化操作，它按采煤工艺实现对综采工作面液压支架的监测和控制，使液压支架与其他机采设备协调运行，充分发挥机采的生产效率。

图 11、电液控制系统



数据来源：华泰联合证券研究所

我国从 1997 年引进第一个无人工作面，但由于没有自己的成熟的电液控制系统，加之电液控制系统价格昂贵、配件供应和维修都不方便，因此，极大的限制了无人工作面的推广。到目前为止，在国有大型煤矿中，无人工作面的使用率仍不到 10%。

由于使用自动化控制系统后，每个采煤工作面仅需要两名员工，这一方面节省了人员的工资，降低了企业运行成本；另一方面，有利于降低了人员伤亡率。在我国日益重视煤炭安全生产、劳动力成本不断提高的背景下，并借鉴国外发达国家的发展历程，我们认为，无人工作面在国内的大面积推广将是大势所趋。

据下表假设条件的测算，我国电液控制系统的市场容量在 15~24 亿元/年。目前电液控制系统的毛利率大约为 50%，因此，虽然每年市场产值不是十分巨大，但其利润空间非常大。

表格 2、电液控制系统市场容量测算

假设条件	单位	量化指标
新增综采工作面	个/年	200
老矿更新工作面	个/年	300
电液控制系统使用率	%	60
每个工作面支架数	架	100
电液控制系统单价	万元/套	5~8
市场容量	亿元/年	15~24

数据来源：华泰联合证券研究所

我们认为，电液控制系统的出现，不仅为煤机设备生产商提供了一个新的市场，更重要的是，它的出现将对现有液压支架，乃至整个综采设备行业的竞争格局产生巨大的影响。随着无人工作面的推进，下游设备用户在进行设备采购时，将更倾向于具有全套设备供应能力的企业，因此，具有电液控制系统生产能力的公司，将在未来的竞争中更具优势。

当前国际上主流的液压支架电液控制器主要有：德国 DBT 公司的 PM4 型控制器、德国 MARCO 公司的 PM31 和 PM32 型控制器、美国 JOY 公司的 RS20 型 3 种控制器，这 3 种控制器占总数的 90% 以上，此外还有德国 EEP 公司的 PR116 型控制器和蒂芬巴赫的 ASG5 型控制器等。

国内最早从事电液控制系统生产的是天地科技和郑煤机。林州重机通过与中科院自动化所成立联合工程中心，也成功研发出了电液控制系统，其核心部件也已去的煤安证，即将投入批量生产。

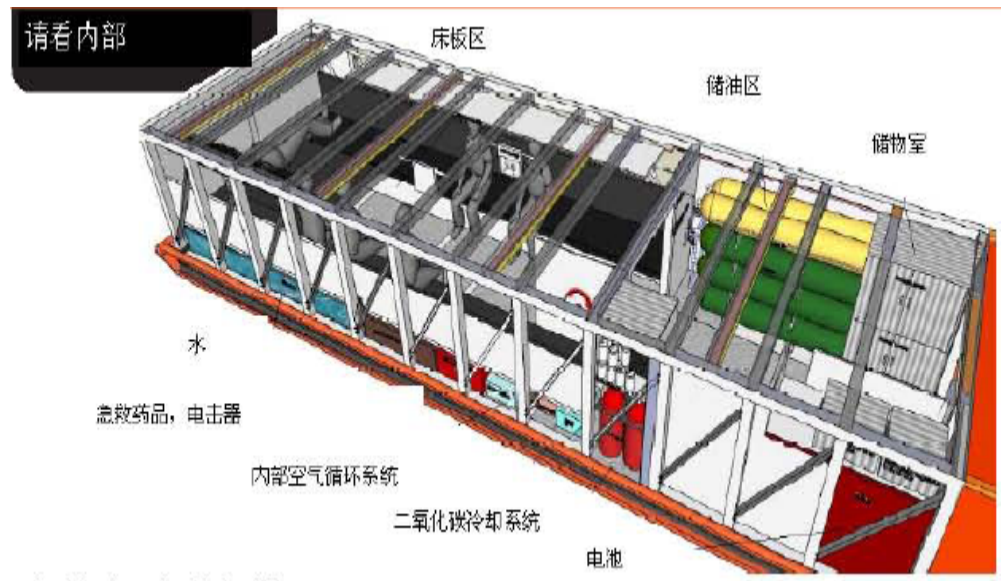
虽然国内产品在质量稳定性、使用寿命等方面与国际一流产品还有一定差距，但是，同样具有自己的优势。主要体现在产品的售后服务、零部件更换、交货周期以及价格等方面。目前，国内产品价格基本只有国外同类产品的 60% 左右。

### 成为第一家涉足移动救生舱领域的上市公司

根据世界各主要采煤国对煤矿事故的调查，在火灾、爆炸等事故发生现场瞬间受到伤害死亡的矿工只占事故伤亡人数的一部分，有相当一部分矿工都是因为是在矿井透水或火灾、爆炸后不能及时升井或逃离高温、有毒有害气体现场，导致溺水、窒息或中毒死亡的。因此，各国都在大力建设矿井避难所。

目前，世界主要采煤国家开发应用的井下避难所主要有避难硐室和可移动式救生舱两种基本类型。避难硐室是在矿井避灾路线的井巷两侧地层中直接挖掘洞穴或利用两条巷道间的联络巷，配备必要的避险设施设备而成。可移动式救生舱是指可以通过牵引、吊装等方式实现移动的救生装置。

图 12、矿用可移动救生舱内部结构



数据来源：互联网，华泰联合证券研究所

**表格 3、救生舱技术指标**

参数	指标
维持时间	≥96小时
低于瞬时高温冲击	148.9℃
氧气浓度	19~22%
二氧化碳浓度	<0.5%
一氧化碳浓度	<50ppm
被困人员供水量	3.78L/人·天
被困人员十五所含热量	≥2000卡人·天

数据来源：国外矿用应急救生舱技术现状，华泰联合证券研究所

南非、美国、澳大利亚、加拿大等主要采煤国对煤矿井下避难所的设置均有明确的规定。从其配置情况来看，一般是硐室和移动救生舱配合使用。但由于移动式救生舱能够随着作业场所变迁而移动，可根据需要改变架设位置，具有方便灵活的特点，应用范围也更广一些。

**表格 4、国外主要煤矿生产国避难所使用情况**

国家	避难所设置条件	避难所使用情况
南非	在长臂开采工作面，750 米以内必须加你避难所，房柱式开采，每 1000 米应设置避难所	以硐室为主，较少使用移动救生舱
美国	避难所距离最近工作面不得超过 300 米，设置在工作面以外的避难所 2 个间隔不超过矿工 1h 行进距离	避难硐室仅 70 个，移动救生舱 1193 台
加拿大	矿工步行到达避难所需时间在 15~30 分钟	硐室和移动救生舱比例为 1:5

数据来源：华泰联合证券研究所

为提高我国煤矿事故应急救援水平，2010 年 7 月国务院下发通知，要求煤矿和非煤矿山要在 3 年内完成包括紧急避险系统在内的“六大系统”。随后，国家安监总局也下发通知，要求“必须在距离工作面 500 米范围内建设避难硐室或设置救生舱”。

国家相关政策的出台，为我国的救生舱制造业带来了发展的新机遇。根据上述规定，所有煤矿企业在 2013 年之前，必须装备救生舱。目前全国有 1.5 万个煤矿企业，假设行业兼并重组后有 1 万个煤矿，每个煤矿仅有一个工作面，且仅配备一台移动救生舱，以单台产品 300 万元计算，保守测算，其潜在市场空间为 300 亿元。事实上，很多煤矿有两个以上的工作面，因此，实际市场空间远超过 300 亿元。

到目前为止，国内有十几家企业、单位在进行矿用救生舱的研制工作。其中，陕西重生矿业科技有限公司与北京科技大学、山西潞安集团联合研制的移动式救生舱获得了国内首个煤矿救生舱安标许可认证。另外，黑龙江龙煤机械装备制造公司的救生舱也取得了阶段性的进展。

目前上市公司中，并无任何一家公司具有移动救生舱的生产制造能力。但是，林州重机（002535）在 2011 年 1 月 21 日公告，称对其鄂尔多斯全资子公司进行增资，并在经营范围中增加煤矿用救生舱的销售。我们认为，林州重机有望成为 A 股中首家进入该领域的公司。如果公司能够顺利进入这一全新领域，无疑将对公司未来业绩产生积极地影响。

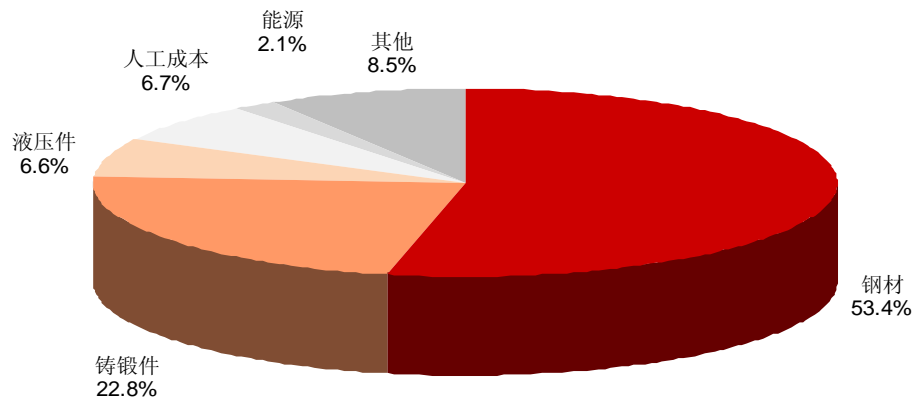
## 盈利预测与估值

### 盈利预测

#### 成本及毛利率

公司成本主要由原材料、液压件及人工成本几部分构成。其中原材料主要包括钢材和铸锻件，两者的比重占据了总成本的75%以上。

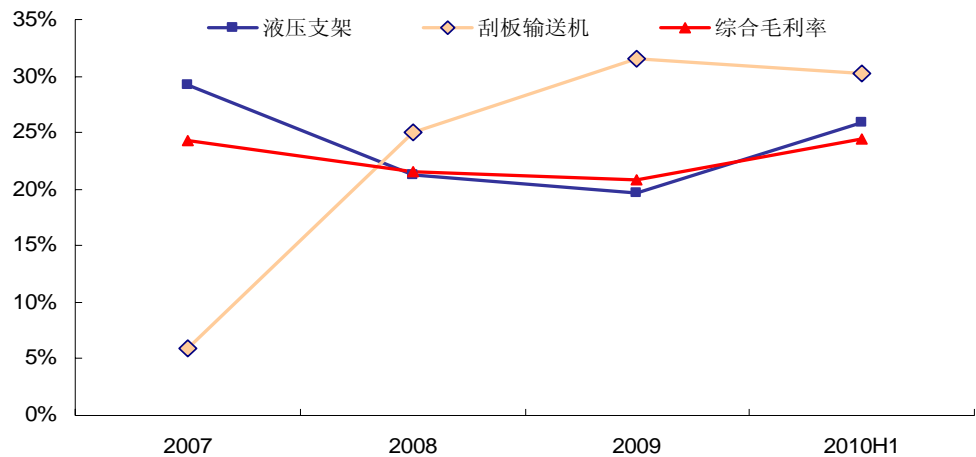
图 13、成本构成 (%)



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们认为，由于前期公司产品结构较为单一，主要产品液压支架市场竞争激烈，产品毛利率不高，未来，随着刮板输送机、采煤机、掘进机、电液控制系统、救生舱等高毛利率产品收入占比的提升，公司综合毛利率将呈现稳中有升的态势。

图 14、公司主要产品毛利率 (%)

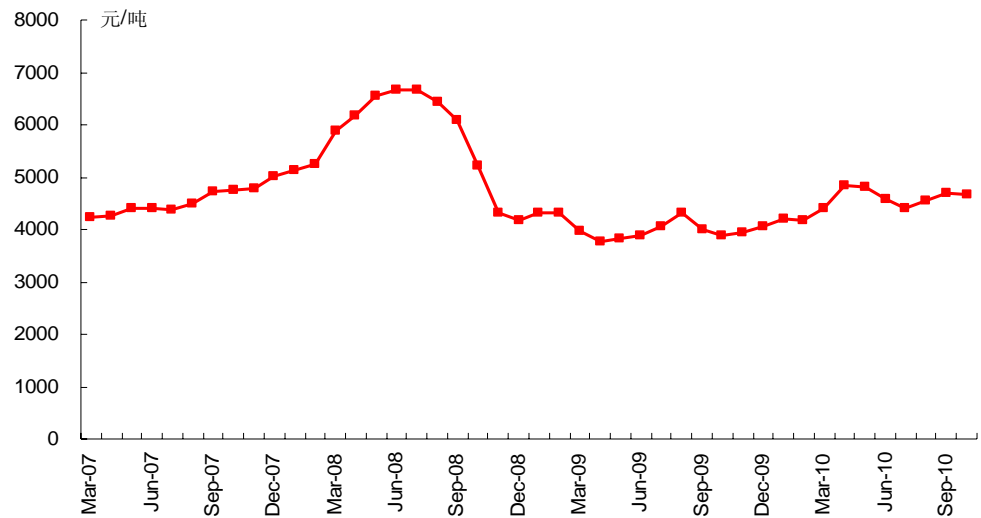


数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司 2008 和 2009 年毛利率下降主要受原材料及产品价格两大因素的影响。由于从 2007 年下半年开始，钢材价格便进入上升通道，而公司自接受订单，到组织生产和交货，大约需要 6 个月时间，因此，钢材价格对毛利率的影响有滞后效应。

2008 年公司原材料采购价格上涨了 31.88%，但是，液压支架平均销售价格上涨幅度仅为 22.15%，小于原材料上涨幅度。而 2009 年在原材料成本仍较高，以及宏观经济前景不明朗的情况下，公司为取得市场订单，将产品价格降低了 3.39%。以上两大因素，致使公司 2008、2009 年毛利率出现了降低。

图 15、热轧中厚钢板价格走势（元/吨）



数据来源：wind，华泰联合证券研究所

### 未来三年收入预测

业绩预测核心假设：

- 1、公司在传统产品领域继续保持良好的竞争力，核心客户需求保持旺盛水平，同时随产能瓶颈的解除，新客户开发进展顺利，市场份额呈不断提升的状态；
- 2、在新产品、新客户开发方面按照预期顺利进行；
- 3、随着公司产品结构的改善，综合毛利率呈现稳中有升的态势，2010~2012 年综合毛利率保持在 25~28% 的水平。

根据以上假设，我们预测 2010~2012 年公司收入分别为 8.60、12.51 和 19.43 亿元，同比分别增长 25.6%、45.5%和 55.3%。净利润分别为 1.02、1.80 和 2.98 亿元，同比分别增长 77.9%、76.5%和 65.6%，对应发行后全面摊薄每股收益分别是 0.50、0.88 和 1.45 元。

**表格 5、盈利预测（百万元）**

收入预测		2008	2009	2010E	2011E	2012E
液压支架	收入	320.42	485.82	606.10	890.63	1,484.38
	同比	--	51.62%	24.76%	46.94%	66.67%
	成本	252.20	389.92	457.61	663.52	1,105.86
单体液压支柱	毛利率	21.29%	19.74%	24.50%	25.50%	25.50%
	收入	93.91	73.69	65	65	65
	同比	--	-21.53%	-11.79%	0.00%	0.00%
刮板输送机	成本	74.95	61.88	55.25	55.25	55.25
	毛利率	20.19%	16.02%	15.00%	15.00%	15.00%
	收入	12.24	66.82	124.00	198.40	285.20
掘进机、采煤机	同比	--	--	85.57%	60.00%	43.75%
	成本	9.17	45.74	86.80	134.91	193.94
	毛利率	25.06%	31.55%	30.00%	32.00%	32.00%
救生舱	收入	19.00	18.22	20.95	120.00	180.00
	同比	6.86%	-4.11%	15.0%	472.71%	50.0%
	成本	13.17	12.62	14.67	75.60	99.00
其他	毛利率	30.66%	30.74%	30.00%	37.00%	45.00%
	收入	--	--	--	200.00	350.00
	同比	--	--	--	--	75.0%
总收入	成本	--	--	--	130.00	227.50
	毛利率	--	--	--	35.00%	35.00%
	收入	96.54	40.22	44.24	48.67	53.53
增速	同比	--	--	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	82.67	30.73	33.62	36.99	40.68
	毛利率	14.37%	23.60%	24.00%	24.00%	24.00%
总成本	542.11	684.77	860.30	1522.69	2418.11	
综合毛利率	50.20%	26.32%	25.63%	77.00%	58.80%	
综合毛利率	432.17	540.89	647.95	1096.26	1722.23	
综合毛利率	20.28%	21.01%	24.68%	28.00%	28.78%	

数据来源：华泰联合证券研究所

## 估值及投资建议

结合 DCF 绝对估值和相对估值两种方法,我们认为公司的合理价值区间在 46~50 元,对应 2011 年的市盈率为 23~25 倍,首次给予“买入”投资评级。

## 绝对估值

在 2.5~3.5%的永续增长率条件下,公司的价值区间在 43.53~50.24 元。

**表格 6、DCF 估值主要参数**

指标	数值
贝塔值	1.10
无风险利率	3.0%
市场预期收益率	9.00%
股权资本成本	9.60%
债务成本	3.78%
债务比率	6.05%
永续增长率	3.00%
WACC	9.25%

数据来源：华泰联合证券研究所

**表格 7、估值敏感性分析**

WACC	2.50%	3.00%	3.50%
8.25%	54.67	59.36	65.04
8.75%	48.63	52.41	56.91
<b>9.25%</b>	43.53	46.62	50.24
9.75%	39.17	41.73	44.69
10.25%	35.42	37.56	40.01

数据来源：华泰联合证券研究所

### 相对估值

与郑煤机、山东矿机相比，公司不仅有成套化优势，而且，在煤矿安全设备领域有了突破。电液控制系统将使公司综采成套设备的竞争力更加突出，而救生舱则为公司开拓了更加广阔的市场空间。

根据我们的预测，2010~2012 年公司的净利润分别为 1.02、2.46 和 4.09 亿元，年均增幅高达 95%，远高于郑煤机 39%以及山东矿机 69%的年均增幅。

综上，我们认为 2011 年公司的合理市盈率为 23~25 倍，对应价值区间在 46~50 元。

**表格 8、公司估值**

公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE
郑煤机	44.39	1.25	1.85	2.40	36	24	18
山东矿机	27.50	0.50	0.90	1.33	55	31	21
尤洛卡	115.00	1.51	2.78	3.91	76	41	29
天地科技	27.02	0.80	0.98	1.18	34	28	23
平均值					50	31	23
林州重机	38.10	0.50	1.20	2.00	76	32	19
三一国际	11.80	0.43	0.60	0.83	28	20	15

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

## 风险提示

- 1、 原材料价格大幅波动;
- 2、 公司新产品煤安证取得以及新产品推广低于预期;
- 3、 煤炭行业综采机械化率进程低于预期。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	648	2100	1659	2348	<b>营业收入</b>	685	860	1523	2418
现金	110	1440	512	532	营业成本	541	648	1096	1722
应收账款	213	265	469	746	营业税金及附加	2	3	5	8
其他应收款	31	41	74	115	营业费用	24	29	52	82
预付账款	34	73	103	163	管理费用	22	26	40	50
存货	157	216	368	564	财务费用	19	17	-1	9
其他流动资产	102	65	134	227	资产减值损失	1	2	2	2
<b>非流动资产</b>	283	297	919	1294	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	217	238	847	1225	<b>营业利润</b>	76	136	329	545
无形资产	29	29	29	29	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	34	30	44	40	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	931	2397	2577	3641	<b>利润总额</b>	77	136	328	545
<b>流动负债</b>	542	710	644	1300	所得税	20	34	82	136
短期借款	304	300	0	350	<b>净利润</b>	57	102	246	409
应付账款	73	144	224	343	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	165	265	420	607	<b>归属母公司净利润</b>	57	102	246	409
<b>非流动负债</b>	14	8	8	8	<b>EBITDA</b>	95	164	356	610
长期借款	8	8	8	8	<b>EPS (元)</b>	0.28	0.50	1.20	2.00
其他非流动负债	6	0	-0	-0					
<b>负债合计</b>	557	718	652	1307	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0		<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	154	205	205	205	<b>成长能力</b>				
资本公积	117	1269	1269	1269	营业收入	26.3%	25.6%	77.0%	58.8%
留存收益	104	205	452	860	营业利润	21.8%	78.2%	141.6%	65.9%
归属母公司股东权益	374	1679	1925	2334	归属于母公司净利润	19.2%	77.9%	141.9%	66.0%
<b>负债和股东权益</b>	931	2397	2577	3641	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	21.0%	24.7%	28.0%	28.8%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	8.4%	11.8%	16.2%	16.9%
					ROE(%)	15.3%	6.1%	12.8%	17.5%
					ROIC(%)	11.9%	20.4%	17.1%	19.1%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-158</b>	176	20	110	<b>偿债能力</b>				
净利润	57	102	246	409	资产负债率(%)	59.8%	29.9%	25.3%	35.9%
折旧摊销	0	12	28	55	净负债比率(%)	59.25%	44.99%	3.73%	28.58%
财务费用	19	17	-1	9	流动比率	1.19	2.96	2.57	1.81
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	0.90	2.65	2.00	1.37
营运资金变动	0	52	-254	-363	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-234	-6	-0	-0	总资产周转率	0.79	0.52	0.61	0.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>-86</b>	-26	-650	-430	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	88	30	650	430	应付账款周转率	5.47	5.96	5.95	6.08
长期投资	-0	-4	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.50	1.20	2.00
<b>筹资活动现金流</b>	3	1179	-298	340	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.77	0.86	0.10	0.54
短期借款	211	-4	-300	350	每股净资产(最新摊薄)	1.83	8.20	9.40	11.40
长期借款	-15	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	10	51	0	0	P/E				
资本公积增加	40	1152	0	0	P/B				
其他筹资现金流	-242	-20	2	-10	EV/EBITDA				
<b>现金净增加额</b>	86	1329	-928	20					



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

**免责声明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn