

投资品 - 机械

## 产能规模、业务品种齐扩张，持续成长可期

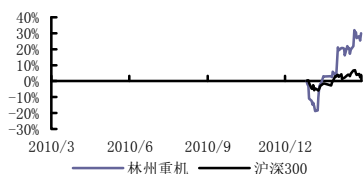
——林州重机（002535）2010 年报点评

2011 年 3 月 18 日

评级： 增持

市场数据	2011 年 3 月 17 日
当前价格（元）	37.82
52 周价格区间（元）	23.64-38.37
总市值（百万）	7745.54
流通市值（百万）	1558.18
总股本（百万股）	204.80
流通股（百万股）	41.20
日均成交额（百万）	164.94
近一月换手（%）	169.38%
第一大股东	郭现生
公司网址	<a href="http://www.lzzj.com">http://www.lzzj.com</a>

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
林州重机	14.12%	0.00%	0.00%
沪深 300	-1.50%	-0.89%	-2.35%

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	850	1479	2291	3255
营收同比增长	24%	74%	55%	42%
净利润（百万元）	103	189	326	484
净利润增长率%	80%	85%	72%	48%
毛利率	26.5%	26.9%	28.3%	28.8%
ROE	25.3%	29.8%	33.9%	33.4%
EPS（IPO 后股本摊薄）	0.50	0.93	1.60	2.36

- **业绩实现大幅增长。**2010 年公司实现营业收入 8.5 亿元，同比增长 24.1%；主营毛利率 26.54%，同比增加 8.17 个百分点；营业利润 1.37 亿元，同比增长 80%；净利润 1.03 亿元，同比增长 80.47%，实现每股收益为 0.50 元（按发行后股本摊薄）。盈利分配预案为每 10 股：送 5 股红股，派发股利 1.25 元，资本公积金转增股本 5 股。
- **产品结构优化，毛利率提升。**高盈利产品的增长使得主营综合毛利率同比增加 5.69 个百分点到 27.63%，盈利能力大大提高。（1）主导产品液压支架，由于高端产品占比增加致使其毛利率大幅增加 8.39 个百分点提升到 28.13%；（2）高毛利产品刮板输送机毛利率微降 1.32 个百分点到 30.23，但其收入增长 35.89%在整个营收中占比增加，为毛利率提高贡献较大。
- **股权激励彰显公司发展强烈信心。**公司股权激励的业绩考核条件为：2011、2012 及 2013 年度归属于母公司股东的净利润分别不低于 1.8 亿、3 亿及 4.5 亿元；按业绩下限算，归属母公司净利润未来三年增速分别为 70.5%、66.7%和 50%，复合增速 62.12%。
- **产能扩张新品拓展支撑高成长。**（1）IPO 募集项目为公司主导产品液压支架改扩建及其配套的电液控制系统，其中液压支架产能增加 100%以上，两个项目共投入 33,754 万元，年增收入 80,228 万元，年增利润 15,241 万元；（2）非募集项目刮板输送机和采煤机项目共投入 46,410 万元，年贡献利润 9,505 万元。我们预计募集项目产能从 11 年下半年开始释放，到 12 年可完全达产。
- **盈利预测：**我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.93、1.60 和 2.36 元。考虑到煤炭行业机械化率提高带来的市场空间，以及公司作为煤机行业民营企业的发展活力，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**（1）宏观经济不确定性影响煤炭行业资本支出；（2）上游钢材价格大幅波动将影响公司盈利能力；（3）募集中建设达产及新产品开发进程的不确定性。

赵晓闯

执业证书号：S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师申明

本人，赵晓闯，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 业绩大幅增长：产品结构调整，盈利能力提升

2010年公司实现营业收入8.5亿元，同比增长24.1%；主营毛利率26.54%，同比增加8.17个百分点；营业利润1.37亿元，同比增长80%；净利润1.03亿元，同比增长80.47%，实现每股收益为0.50元（按发行后股本摊薄）。

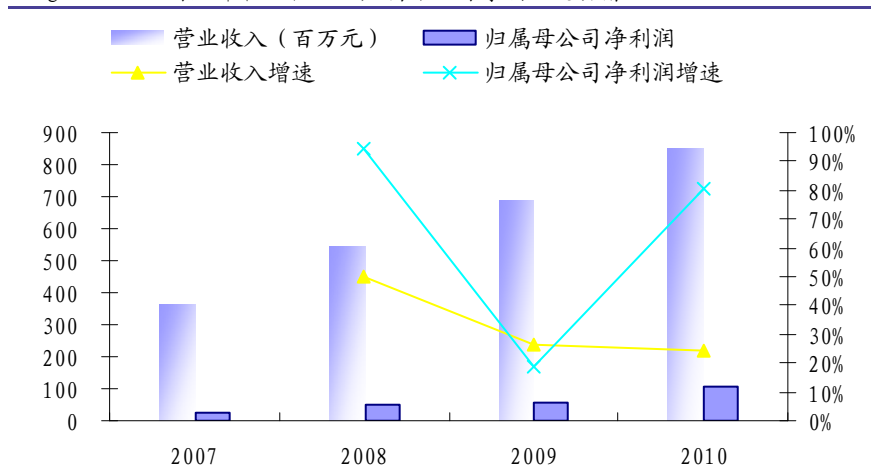
归属母公司净利润增速远大于营业收入增速，主要原因在于公司调整了产品结构，使高端产品占比增加，而钢材等成本变化不大，致使主营毛利率从20.85%提升至26.54%；费用占营业收入比率从9.57%小幅上升到10.44%，主要是研发费用增加及短期借款利息增加所致。

Figure 1 公司2010年主营业务收入及其毛利率变动情况

	主营业务收入	同比变动	毛利率	同比变动
液压支架	646.54	33.08	28.13	增加8.39个百分点
单体液压支柱	72.79	-1.23	11.7	减少4.32个百分点
刮板输送机	90.81	35.89	30.23	减少1.32个百分点
其他煤机设备	12.53	-31.25	3.9	减少26.84个百分点
主营业务合计	822.67	27.63	26.54	增加5.69个百分点

数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 2 公司历年营业收入及归属母公司净利润变动情况



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

### 股权激励彰显公司发展强烈信心

公司拟向公司董事、高管、重要管理人员和技术业务骨干共161人授予不超过300万份股票期权，占公司股本总额不超过1.47%，行权价14.32元/股，有效期自限制性股票授予日起4年。

**业绩考核条件苛刻表明公司的强烈信心。**业绩考核条件为：公司2011年度归属于母公司股东的净利润不低于1.8亿，2012年归属母公司股东的净利润不低于3亿，2013年归属母公司股东的净利润不低于4.5亿。按每年考核业绩下限计算，以2010年净利润1.03亿为基准，归属母公司净利润未来三年增速分别为70.5%、66.7%和50%，复合增速62.12%。

**重奖新业务核心人员显示公司对人才的重视，对拓展新业务的决心。**公司现任副总经理（掘进机负责人）李子山一人就将获授74万股限制性股票，约占总股权激励股本的25%。李子山曾任国际煤机副总裁、佳木斯煤机总经理，有几十年掘进机行业经验，为公司带来掘进机的成产技术，并可望凭借经验和资历为公司带来新客户。

### 产能扩张及新产品拓展支撑高成长

公司的募集投资项目是其主打产品液压支架改扩建及其配套的电液控制系统，以此来解决产能瓶颈及加强配套能力和核心竞争力。液压支架改扩建项目建设期1年，达产后年新增高端液压支架产能2000架，约70,370吨，比目前产能增长100%以上；年新增销售收入70,368万元，利润总额11,831万元。液压支架电液控制系统生产基地项目建设期1年，投产后年新增1,700台液压支架电液控制系统；年新增销售收入为9,860万元，利润总额3,410万元。

非募集项目为采煤机项目及刮板输送机项目，其中刮板输送机已进入收尾阶段。两个项目共投资46,410万元，年贡献利润9,505万元。由于此次IPO超募8亿多元，预计公司资本支出将可持续，以增加产能及研发投入，主导产品规模扩张的同时不断丰富高盈利能力产品（掘进机、采煤机等），提高公司的综合配套等竞争力。

Figure 3 公司募集项目及非募集项目情况

	(万元)	项目总投资	建设情况	年新增产能	年新增收入	年新增利润
募集项目	液压支架改扩建项目	30,186	1年期	2000架(约7.04万吨)	70,368	11,831
	电液控制系统项目	3,568	1年期	1700台	9,860	3,410
非募集项目	采煤机项目	32,000	前期土建中			6,447
	刮板输送机项目	14,400	收尾阶段			3,058
	<b>合计</b>	<b>80,154</b>				<b>24,746</b>

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司研发支出逐步加大

	2007	2008	2009	2010
研发投入 (百万元)	5.85	10.72	21.63	35.91
营业收入 (百万元)	360.93	542.11	684.77	850.08
研发占比	1.62%	1.98%	3.16%	4.22%

数据来源: 公司定期报告、世纪证券研究所

### 盈利预测及投资评级

我们预测 2011-2013 年公司实现的营业收入分别为 14.79 亿元、22.91 亿元和 32.55 亿元; 实现的净利润分别为 1.91 亿元、3.28 亿元和 4.84 亿元, 实现的 EPS 分别为 0.93 元、1.60 元和 2.36 元。

Figure 5 公司主营业务收入预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
液压支架	205.54	320.42	485.82	646.54	1,034.46	1,551.70	2,172.37
增速		55.89%	51.62%	33.08%	60.00%	50.00%	40.00%
单体液压支柱	34.07	93.91	73.69	72.79	72.79	72.79	72.79
增速		175.64%	-21.53%	-1.22%	0.00%	0.00%	0.00%
刮板输送机	0.41	12.24	66.82	90.81	181.62	326.92	490.37
增速		2885.37%	445.92%	35.90%	100.00%	80.00%	50.00%
采煤机、掘进机					150.00	300.00	480.00
增速						100.00%	60.00%
其他煤机设备	17.78	19	18.22	12.53	12.53	12.53	12.53
增速		6.86%	-4.11%	-31.23%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>主营收入合计</b>	<b>257.8</b>	<b>445.57</b>	<b>644.55</b>	<b>822.67</b>	<b>1,451.40</b>	<b>2,263.93</b>	<b>3,228.07</b>
<b>增速</b>		<b>72.84%</b>	<b>44.66%</b>	<b>27.63%</b>	<b>76.43%</b>	<b>55.98%</b>	<b>42.59%</b>
其他营业收入	103.13	96.54	40.22	27.41	27.41	27.41	27.41
<b>营业收入合计</b>	<b>360.93</b>	<b>542.11</b>	<b>684.77</b>	<b>850.08</b>	<b>1,478.81</b>	<b>2,291.34</b>	<b>3,255.48</b>
<b>增速</b>		<b>50.20%</b>	<b>26.32%</b>	<b>24.14%</b>	<b>73.96%</b>	<b>54.94%</b>	<b>42.08%</b>

数据来源: 公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 6 公司主营业务毛利率预测 (单位: %)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
液压支架	29.16	21.28	19.74	28.13	27.00	27.00	27.00
单体液压支柱	-1.18	20.19	16.02	11.70	12.00	12.00	12.00
刮板输送机	6.00	25.06	31.55	30.23	30.00	30.00	30.00
采煤机、掘进机					35.00	40.00	40.00
其他煤机设备	16.61	30.65	30.73	3.90	10.00	10.00	10.00
<b>主营综合</b>	<b>24.25</b>	<b>21.56</b>	<b>20.85</b>	<b>26.54</b>	<b>27.30</b>	<b>28.58</b>	<b>28.98</b>

数据来源: 公司定期报告、世纪证券研究所

根据我们的盈利预测，公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 40.58 和 23.65 倍，考虑到煤炭行业机械化率提高带来的市场空间，以及公司作为煤机行业民营企业的发展活力和竞争力，首次给予公司“增持”评级。

**风险提示：**

- (1) 宏观经济不确定性影响煤炭行业资本支出；
- (2) 上游钢材价格大幅波动将影响公司盈利能力；
- (3) 募投项目建设达产及新产品开发进程的不确定性。

附： 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	841	1332	1944	2739	<b>营业收入</b>	850	1479	2291	3255
现金	96	96	96	96	营业成本	620	1081	1643	2318
应收账款	267	468	726	1031	营业税金及附加	3	6	9	13
其他应收款	47	73	113	161	营业费用	26	44	69	98
预付账款	137	183	226	342	管理费用	36	63	98	140
存货	181	315	479	676	财务费用	27	29	35	40
其他流动资产	113	197	305	433	资产减值损失	3	3	3	3
<b>非流动资产</b>	395	629	758	889	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	217	478	628	755	<b>营业利润</b>	137	254	436	646
无形资产	46	64	82	100	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	125	81	42	29	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1236	1961	2702	3629	<b>利润总额</b>	138	255	437	646
<b>流动负债</b>	721	1206	1619	2062	所得税	35	64	109	162
短期借款	410	493	619	680	<b>净利润</b>	103	191	327	484
应付账款	82	238	361	510	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	229	475	639	872	<b>归属母公司净利润</b>	103	191	328	484
<b>非流动负债</b>	66	115	115	116	EBITDA	182	302	502	725
长期借款	60	60	60	60	EPS (元)	0.50	0.93	1.60	2.36
其他非流动负债	6	55	55	56					
<b>负债合计</b>	787	1321	1735	2178	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	-0	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	154	154	154	154	<b>成长能力</b>				
资本公积	117	117	117	117	营业收入	24.1%	74.0%	54.9%	42.1%
留存收益	178	369	697	1181	营业利润	80.0%	85.1%	71.6%	47.9%
归属母公司股东权益	449	639	967	1451	归属于母公司净利润	80.5%	84.7%	71.6%	47.9%
<b>负债和股东权益</b>	1236	1961	2702	3629	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	27.1%	26.9%	28.3%	28.8%
					净利率 (%)	12.2%	12.9%	14.3%	14.9%
					ROE (%)	23.0%	29.8%	33.9%	33.4%
					ROIC (%)	14.8%	18.6%	22.1%	24.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	63.7%	67.4%	64.2%	60.0%
					净负债比率 (%)	61.01%	42.63%	39.69%	34.43%
					流动比率	1.17	1.10	1.20	1.33
					速动比率	0.92	0.84	0.90	1.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.78	0.93	0.98	1.03
					应收账款周转率	3	4	4	4
					应付账款周转率	8.00	6.76	5.48	5.32
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (摊薄)	0.50	0.93	1.60	2.36
					每股经营现金流 (摊薄)	0.43	0.65	0.37	0.71
					每股净资产 (摊薄)	2.19	3.12	4.72	7.09
					<b>估值比率</b>				
					P/E	74.97	40.58	23.65	15.99
					P/B	17.27	12.11	8.01	5.34
					EV/EBITDA	45	27	16	11

数据来源：世纪证券研究所

数据来源：世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.