

煤炭服务业



刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

天地科技（600582）

业绩符合预期 快速增长有望

--2008 年报点评

强烈推荐（维持）

2009 年 3 月 17 日

投资要点

事件：

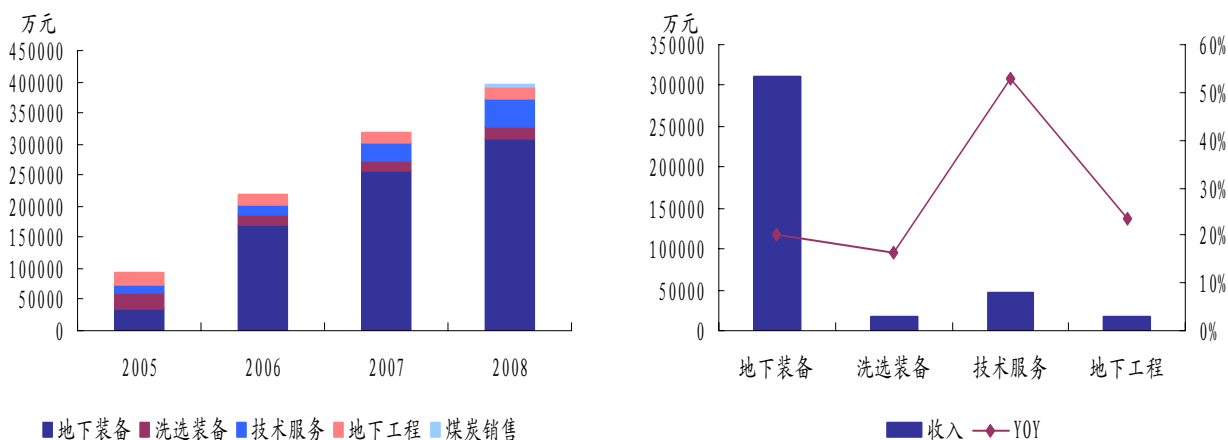
天地科技公布 2008 年报，实现营业收入 409591 万元，同比增长 24.6%；营业利润 70058 万元，同比增长 14%；利润总额 74916 万元，同比增长 19.7%；净利润 51338 万元，同比增长 24.0%，每股收益 0.76 元。扣除非经常性损益净利润为 47297 万元，每股收益 0.70 元。全面摊薄的 ROE 为 27.5%，分配预案为每 10 股派现金 1.50 元（含税）。

点评：

我们认为，天地科技 2008 年业绩基本符合此前预期的 0.79 元，存货“异常上升”和预收帐款大增显示其增长潜力未完全释放，其“长跑冠军”的特质仍未改变，继续看好长期发展潜力。分析如下：

- **收入增长理想但低于预期。**从收入结构来看，天地科技收入占比 78% 地下装备（自动化和机械化）同比增长 20%；收入占比 11.7% 的生产技术与服务同比增长 52.8%，收入占比分别为 4.5% 和 4.3% 的洗选装备和地下工程同比分别增长 16.5% 和 23.6%，与此前判断基本吻合。另外，天地科技新增合并了天地锡林郭勒的报表，煤炭销售收入 3521 万元，占比为 0.9%，我们预计其比重将随煤炭产能的释放将提高至 3%-5% 水平。整体来看，天地科技 2008 年收入增长理想但低于预期，主要原因在于部分子公司存货异常增加令销售收入确认推迟，若考虑这一影响，其收入增长同比应在 30% 以上。

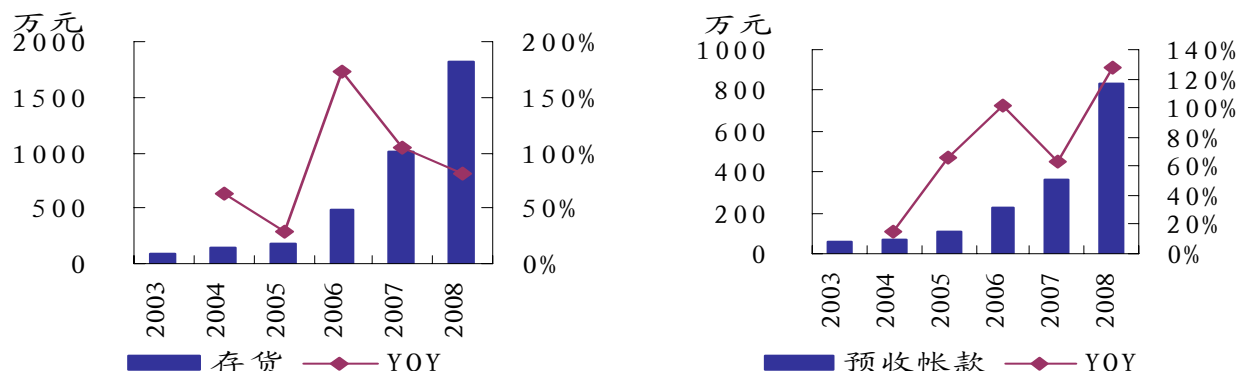
图 1 天地科技收入结构和增速



数据来源：兴业证券研发中心

- **存货上升隐含“收入确认推迟”。**2008年，天地科技并表的存货余额为181800万元，同比增加81782万元，同比增长81.8%；其中，母公司存货余额42452万元，增加17988万元，同比增长73.5%。我们测算，子公司存货余额为139348万元，同比增加63794万元，同比增长84.4%。表面上看，存货绝对值和增量都很大，隐含一定风险。但我们认为，天地科技与煤炭企业的关系和产品特性均决定存货具有“隐藏利润”的作用。我们判断，众所周知的客观原因导致煤炭企业四季度推迟交货期令收入难以确认，山西煤机、常州煤机和西北奔牛等业绩下滑属于非经常性因素影响，但却为2009年业绩增长埋下伏笔。

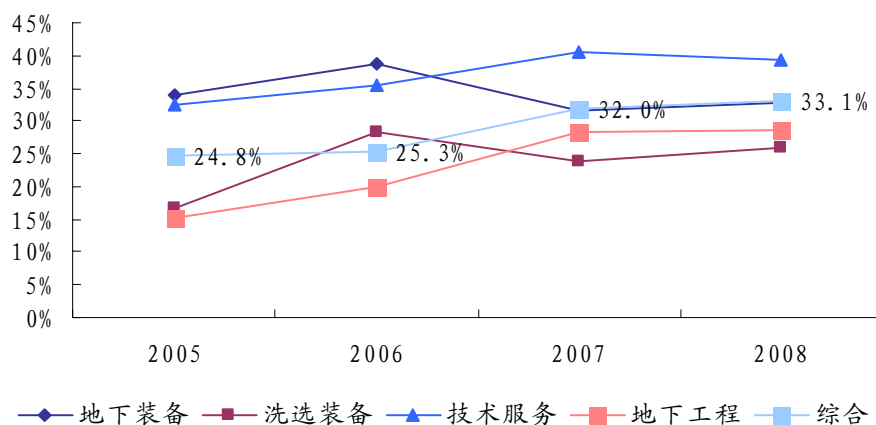
图2 天地科技存货和预收帐款及同比增长率



数据来源：兴业证券研发中心

- **预收帐款大增预示“高增长”。**从预收帐款来看，天地科技08年并表的预收帐款余额83695万元，同比增加46979万元，同比增长128%；其中，母公司预收帐款28201万元，增加16539万元，同比增长42%。我们测算，子公司预收帐款为55494万元，同比增加30440万元，同比增长121%。基于我们对天地业务特点的长期把握，预收帐款增加比静态收入和存货数据更有说服力，显示未来增长潜力远未释放。
- **毛利率提升显示强议价能力。**毛利率方面，天地科技2008年综合毛利率为33.1%，同比提高1个百分点。细分来看，除技术服务毛利率略有下降之外，自动化和机械化装备、洗选装备和地下工程等业务毛利率均有小幅提高，显示其受上游原材料影响较虚，符合优质公司的特点。预计2009年在上游原材料和零部件成本下降将提升其毛利率水平仍有提升空间。

图3 天地科技毛利率



数据来源：兴业证券研发中心

- **08 年费用增长较快。**2008 年，天地科技费用总额 72794 万元，同比增长 64.5%。其中，管理费用 48385 万元，同比增长 71.7%；销售费用 23136 万元，同比增长 60.1%。期间费用增长主要源于原有业务规模扩张及并表新公司所致，此外，天地锡林郭勒开办费的摊销也有一定影响。
- **子公司业绩未完全释放。**从子公司角度来看，天地科技主要子公司 2008 年净利润为 77969 万元，同比增长 28.4%，权益净利润为 38508 万元，同比增长 14.6%。虽然整体增长理想，但我们认为此数据未客观反映出天地的内在成长性，天地奔牛、山西煤机、天地常州等核心子公司净利润同比下降 10453 万元，权益净利润下降 6448 万元，影响 EPS 约 0.10 元，与行业趋势形成鲜明对比，我们在前文中指出原因在于“存货异常增加”导致收入确认推迟令成长性稍低，预计低估业绩部分有望于 2009 年得到修正。

表 1 天地科技子公司盈利情况（万元）

子公司	注册资本	股权比例	2005 净利润	2006 净利润	2007 净利润	2008 净利润	2007 投资收益	2008 投资收益
中煤矿山	1600	72.7%	223	1194	755	996	549	724
天地玛珂	1000	51.0%	508	2131	3773	5811	1924	2964
金草田	500	51.0%	200	187	260	209	133	107
天地上海	4000	90.0%	6	50	2131	2115	1918	1904
天地龙跃	500	95.0%	-5	458	419	5	398	5
天地华泰	3000	51.0%	0	461	3791	5198	1933	2651
天地奔牛	17701	65.7%	0	4971	10440	9046	6859	5943
山西煤机	18002	51.0%	-	-	20504	14150	10457	7217
天地常州	10000	84.7%	-	-	4533	1828	3841	1549
天地华润	5000	51.0%	-	-	1	-49	0	-25
天地锡林郭勒	3000	51.0%	-	-	2	530	1	270
常熟天地	5809	70.0%	-	-	-	133	0	93
西北煤机	7105	56.9%	-	-	-	578	0	329
天地王坡	11399	39.5%	9000	11774	13106	36426	5174	14380
天地璐宝	5000	40.0%	500	1000	1000	1000	400	400
天泰运销	200	20.0%	45		10	-7	2	-1

数据来源：兴业证券研发中心

- **高成长性继续。**2003 年以来，天地科技净利润增长高达 12 倍，是典型的 tenbagger。在我们于 2006 年强烈推荐以来，其复合增长率也高达 60% 以上，充分验证了我们对其成长性的判断。我们坚信，天地高成长仍未结束。首先，煤炭装备业约 20% 的内生性增长需求仍未改变；其次，新业务如天地华润、天地华泰、天地玛珂等公司仍然处于成长期；再次，中煤科工强烈的资产注入将增厚业绩 20% 左右。更为重要的是，我们看重天地管理层和骨干员工的创新精神和创新意识，这是天地保持行业领先优势的关键所在。
- **维持评级：强烈推荐。**我们预计天地科技 2009-2011 年 EPS 分别为 0.98 元、1.20 元和 1.45 元，基于其在煤炭装备领域具有的强大竞争优势和需求具有确定性增长等独特品质，以及中煤科工强烈的资产整合预期，继续维持“强烈推荐”评级。

附表 天地科技三大报表

资产负债表					利润表				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
单位: 百万元					单位: 百万元				
流动资产	4528	5072	6354	7542	营业收入	4096	4933	6022	7193
货币资金	723	1626	2207	2617	营业成本	2767	3270	3987	4760
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	43	49	60	72
应收账款	1245	1498	1828	2184	销售费用	231	276	337	403
其他应收款	72	70	85	101	管理费用	484	493	602	683
存货	1818	1144	1395	1666	财务费用	15	-9	-25	-34
非流动资产	1498	1812	2144	2487	资产减值损失	10	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	-1	0	0	0
长期股权投资	359	360	375	400	投资收益	155	150	150	150
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	701	1003	1211	1458
固定资产	705	1020	1320	1611	营业外收入	54	10	25	35
在建工程	150	120	107	104	营业外支出	6	0	0	0
油气资产	0	0	0	0	利润总额	749	1013	1236	1493
无形资产	220	250	280	310	所得税	62	106	130	157
资产总计	6026	6884	8498	10029	净利润	687	906	1106	1336
流动负债	3298	3257	3796	4029	少数股东损益	174	243	297	358
短期借款	246	250	275	300	归属母公司净利润	513	663	809	978
应付票据	174	196	239	286	EPS (元)	0.76	0.98	1.20	1.45
应付账款	1279	981	1196	1428	主要财务比率				
其他	1773	2026	2325	2301		2008	2009E	2010E	2011E
非流动负债	64	56	59	60	成长性(%)				
长期借款	49	49	49	49	营业收入增长率	24.6	20.4	22.1	19.4
其他	16	7	10	11	营业利润增长率	14.3	43.1	20.8	20.4
负债合计	3362	3314	3855	4089	净利润增长率	24.0	29.2	22.0	20.8
股本	674	674	674	674	盈利能力(%)				
资本公积	4	4	4	4	毛利率	32.4	33.7	33.8	33.8
未分配利润	1187	1850	2626	3564	净利率	12.5	13.4	13.4	13.6
少数股东权益	799	1042	1339	1697	ROE	27.5	26.2	24.5	23.1
股东权益合计	1865	2528	3304	4242	偿债能力(%)				
负债及权益合计	6026	6884	8498	10029	资产负债率	55.8	48.1	45.4	40.8
现金流量表					流动比率	1.37	1.56	1.67	1.87
					速动比率	0.82	1.21	1.31	1.46
单位: 百万元					营运能力(次)				
净利润	687	906	1106	1336	资产周转率	0.82	0.76	0.78	0.78
折旧和摊销	84	74	107	141	应收帐款周转率	3	3	3	3
资产减值准备	120	139	170	204	每股资料 (元)				
无形资产摊销	0	0	0	0	每股收益	0.76	0.98	1.20	1.45
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股经营现金	0.61	1.63	1.27	1.08
财务费用	15	-9	-25	-34	每股净资产	2.77	3.75	4.90	6.29
投资损失	-155	-150	-150	-150	估值比率 (倍)				
少数股东损益	174	243	297	358	PE	24.13	18.68	15.31	12.67
营运资金的变动	-237	265	-214	-597	PB	6.64	4.90	3.75	2.92
经营活动产生现金流量	412	1101	856	730					
投资活动产生现金流量	-250	-237	-290	-335					
融资活动产生现金流量	-3	38	15	15					
现金净变动	180	903	581	410					
现金的期初余额	542	723	1626	2207					
现金的期末余额	722	1626	2207	2617					

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。