

科技是第一生产力

天地科技 (600582)

评级: 买入 (首次)

股价: 22.24 元

目标价位: 26.70 元

深度报告

2009 年 5 月 26 日 星期二

牛纪刚
021-50586660-8636
njg@longone.com.cn
机械行业

李涛
021-50586660-8971
lt@longone.com.cn
机械行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

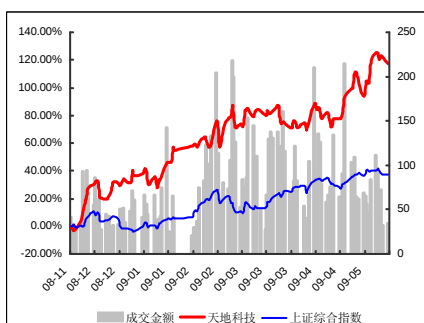
6 个月目标价位 26.7
升值潜力 (%) 20.3
目标价确定日期: 2009/4/17

重要数据
总股本(亿股) 6.74
流通股本(亿股) 3.24
总市值(亿元) 149.63
流通市值(亿元) 71.93

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	22.18	14.19
3 个月	16.21	-1.51
6 个月	117.00	79.47

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **技术领先的成套设备供应商:** 公司脱胎于科研院所, 研发实力雄厚, 是国内唯一具有集产品设计、研究开发、生产制造、系统集成能力为一体的煤机制造企业。
- **主要产品市场占有率领先:** 国外竞争者相比, 公司具有本地化的优势, 产品具有较高的性能价格比, 而且较国外产品更具适用性; 与国内竞争对手相比, 公司产品在具有明显的技术及配套性优势。公司主要产品市场占有率均排在前三名。
- **公司通过并购实现跨越式增长:** 公司本部为管理和研发机构, 生产销售通过各子/分公司完成, 根据煤炭采掘过程各阶段所需煤机设备, 收购相关产业具有一定规模的公司, 通过技术改造提高被收购公司产品的竞争力, 扩张的同时实现科研成果产业化。
- **煤机行业市场前景看好:** 煤机行业 08 年市场容量约为 300 亿元, 为煤炭行业固定资产投资的一部分, 分为新增产能投资 (含新建和改扩建)、已有设备更新投资和现有设备自动化率提高投资三部分, 预计到 2012 年, 整个市场容量将增长 60% 以上, 达到 500 亿元。
- **预计公司 2009-2011 每股收益分别为 0.89 和 1.25 元。** 考虑到公司良好的成长性及资产注入预期, 给予公司买入评级, 目标价 26.7 元。

主要财务指标

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	23	33	41	55	67
营业收入增长率	149.1%	43.1%	24.6%	33.5%	22.7%
营业利润 (亿元)	3	6	9	10	14
营业利润增长率	178.60%	93.0%	40.9%	12.7%	42.5%
净利润 (亿元)	2	4	5	6	8
净利润增长率	106.9%	84.8%	26.9%	17.0%	40.4%
营业利润率	27%	31%	32%	34%	35%
每股收益 (元)	1.08	1.20	0.76	0.89	1.25
每股净资产 (元)	4.72	4.03	2.77	3.66	4.91
PE (X)	23.1	42.8	18.0	24.9	17.7
PB (X)	5.3	12.7	4.9	6.1	4.5
EV/EBITDA (X)	17.2	27.8	15.7	19.2	14.4

目 录

1. 脱胎于科研院所的成套设备供应商.....	4
1.1 研发实力雄厚.....	4
1.2 技术领先的成套设备供应商.....	4
1.3 主要产品市场占有率领先.....	4
2. 通过并购实现科研成果产业化的扩张模式.....	5
3. 历史经营业绩回顾.....	6
3.1 煤机产品为公司主要收入和利润来源.....	6
3.2 矿井技术服务与经营收入增长迅速.....	6
3.3 盈利能力保持稳定.....	7
4. 煤机行业市场前景看好.....	7
4.1 煤炭投资保持稳定.....	7
4.2 设备更新改造市场逐渐扩大.....	8
4.3 煤矿机械化水平提高带来巨大市场容量.....	8
5. 煤炭行业前景预测.....	8
5.1 景气度呈现下滑趋势.....	8
5.2 预计煤炭行业 09 年三季度开始恢复增长.....	9
6. 未来发展预测.....	10
6.1 1 季度高增长难以维持.....	10
6.2 煤炭行业景气度下滑开始产生影响.....	10
6.3 预计煤机产品 09 年收入增速为 20%左右.....	10
6.4 矿井生产技术服务与经营收入仍将保持高增长.....	10
6.5 煤炭洗选设备和地下特殊工程施工收入增长稳定.....	11
6.6 煤炭产品销售 09 年增长潜力有限.....	11
6.7 公司未来三年主要财务指标预测.....	11
6.8 主要财务指标.....	12
7. 资产注入近期难有实质性进展.....	13
7.1 增发新股募集资金.....	13
7.2 定向增发注入大股东相关资产.....	14
8. 同业比较与估值.....	15

图表目录

图 1. 公司 2002-2008 年净利润及增长幅度.....	6
图 2. 公司 08 年收入及利润构成.....	6
图 3. 公司煤机产品成本构成.....	7

图 4. 我国近年原煤产量稳定增长.....	7
图 5. 09 年 1-4 月煤炭产量	9
图 6. 煤炭行业与宏观经济景气度相关性.....	9
图 7. 应收账款和存货周转天数呈上升趋势.....	10
图 8. 近 5 年负债总额及资产负债率.....	14
图 9. 流动比率和速动比率变动趋势.....	14
表 1. 公司主要产品市场竞争格局.....	5
表 2. 公司主要子公司及业务概况.....	5
表 3. 公司 2009-2011 年分产品预测.....	11
表 4. 公司期间费用预测.....	12
表 5. 关键财务与估值指标.....	12
表 6. 预测资产负债表.....	12
表 7. 预测利润表.....	13
表 8. 大股东可能注入的资产.....	14
表 9. 同业比较.....	15

1. 脱胎于科研院所的成套设备供应商

公司由煤炭科学研究总院（以下简称“煤科院”）剥离部分生产科研资产发起设立。主发起人煤科院是国家大型骨干科研院所，中国煤炭行业唯一的综合性研究机构。

1.1 研发实力雄厚

公司大股东煤科院为全国煤炭科学技术研究中心，现有 7 个国家级质检中心、6 个部级质检中心和 1 个国家矿山安全计量站。国家煤矿安全技术工程研究中心、国家水煤浆工程技术研究中心及煤炭工业洁净煤工程技术研究中心也设在院内。

依托大股东雄厚的研发实力，公司主要开发高附加值产品，高新技术产品与服务的收入占总收入 70% 左右，08 年公司新技术、新产品形成的销售收入达到 11.85 亿元，占总收入的 31%。

1.2 技术领先的成套设备供应商

公司主营煤机设备和示范工程，示范工程是指收购煤矿后由天地科技用自己公司的成套设备进行采掘后销售煤炭，通过高效安全的煤矿运营起到示范作用，带动公司煤机产品在当地的销售。

公司产品定位于中高端，近年来毛利保持在 30% 左右。公司最大优势在于能提供综合成套装备，对于国内其他厂商而言，其提供的只是某一种单独产品，如三一重工可提供掘进机、太矿集团可提供采煤机，天地科技的优势在于可提供煤矿开采的整体方案，并一揽子解决设备的配套和安装。

煤矿开采的地形、地质条件及储量不同，相应煤机产品具有一定的非标性。不同煤矿需要配备不同功率性能的煤机产品。公司是国内唯一具有集产品设计、研究开发、生产制造、系统集成能力为一体的企业，综合成套装备在煤炭行业的市场占有率达到 60% 左右，主要竞争来自西门子、霍尼韦尔等跨国公司。

1.3 主要产品市场占有率领先

公司主要产品为煤炭机械，包括采掘机、掘进机、输送机及其他辅助设备。08 年煤机产品提供了公司 75.7% 的收入和 78.4% 的毛利。与国外竞争者相比，公司具有本地化的优势，产品具有较高的性能价格比，而且较国外产品更具适用性；与国内竞争对手相比，公司产品在具有明显的技术及配套性优势。

公司主要产品市场占有率均排在前三名，由于产品定位高端、单价高，产品销售金额的比重均高于销售数量的比重。

主要产品市场竞争格局如下：

表1. 公司主要产品市场竞争格局

	产品销量 (台)	市场总量 (台)	销售份额	主要竞争对手
采掘机	100	600	25%	太矿煤机、鸡西煤机
掘进机	200	1000	25%	三一重工、佳木斯煤机
刮板输送机	NA	NA	30%	张家口中煤机、山东矿机
胶带输送机	NA	NA	30%	NA

资料来源：公司年报、东海证券研究所

2. 通过并购实现科研成果产业化的扩张模式

公司本部为管理和研发机构，生产销售通过各子/分公司完成，上市之初只有上海分公司、唐山分公司、常州分公司、中煤矿山和天地玛珂五个主要子/分公司，2002 年销售收入 2.58 亿元。

公司通过并购实现扩张。根据煤炭采掘过程各阶段所需煤机设备，收购相关产业具有一定规模的公司，通过技术改造提高被收购公司产品的竞争力，实现科研成果产业化。此外，除 2006 年公司向煤科总院定向增发 2200 万股收购山西煤机 51% 股权外，其余并购所用资金均为公司通过自身发展所积累。公司主要子公司如下所示：

表2. 公司主要子公司及业务概况

公司名称	持股比例	08 年收益	主营业务
天地华泰	51%	5198 万元	煤炭开采运营总承包
天地奔牛	65.7%	9046 万元	刮板运输机
常熟煤机	70%	133 万元	为上海公司配套
上海采掘	90%	2115 万元	采掘机械
山西煤机	51%	14150 万元	胶带输送机、防爆电机
常州自动化	84.73%	1828 万元	自动化装置
天地锡林郭勒	51%	530 万元	煤矿
天地王坡	39.5%	14383 万元	煤矿
中煤矿山	72.7%	996 万元	地下特殊工程的施工业务
天地玛珂	51%	5811 万元	电液控制系统

资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

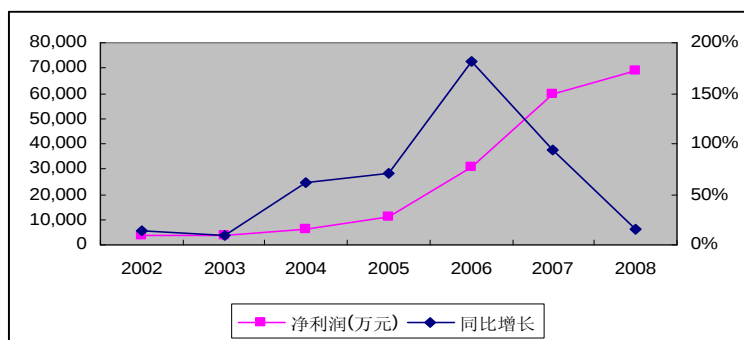
各主要子公司被公司收购后业绩均得到大幅提高，这里面除了煤炭行业从 2002 年开始连续 5 年爆发式增长导致煤机行业景气度提高因素外，公司雄厚的研发实力是最主要原因。

我们预计条件成熟时公司还会有后续并购，但都将围绕煤机行业产业链条进行。无论是外延式收购，还是新设立子公司，或者大股东资产注入，都将与公司主业密切相关。

3. 历史经营业绩回顾

公司上市 7 年来保持高速增长，营业收入复合增长率达到 58%，净利润复合增长率达到 63%。

图1. 公司 2002-2008 年净利润及增长幅度



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

3.1 煤机产品为公司主要收入和利润来源

公司 08 年实现主营业务收入 39.45 亿元，其中公司矿山自动化、机械化装备实现收入 31.01 亿元，占总收入的 75.7%；实现营业利润 10.1 亿元，占总营业利润的 77.5%。

煤机产品收入主要通过上海分公司、天地奔牛、西北煤机、天地玛珂、常州自动化 5 家公司实现，包括采掘机、掘进机、输送机、自动控制系统及其他有关零部件。

图2. 公司 08 年收入及利润构成



资料来源：公司公开资料，东海证券研究所，Wind 资讯

3.2 矿井技术服务与经营收入增长迅速

本项收入从 2005 年的 1.2 亿元增加到 2008 年的 4.6 亿元，复合增长率达到 60.8%。本项收入包含公司本部对其他企业提供的技术服务，如为太原煤机提供液压支架技术服务，每年有约 2000 万元收入，以及子公司天地华泰为煤矿提供的综合性服务。

天地华泰公司提供了一种“华泰模式”，即公司为煤矿业主提供从设计到

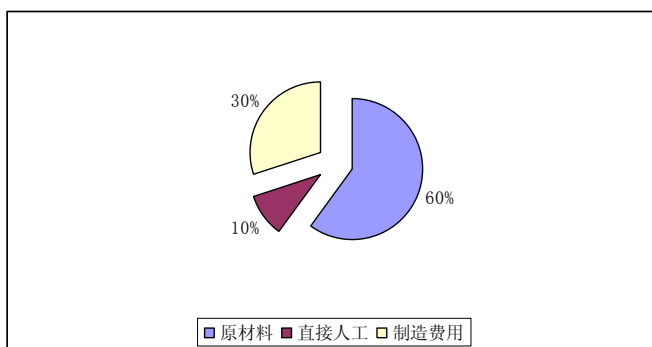
开采再到日常管理的一条龙服务，除收取设计费用、设备融资租赁费用外，还可在煤炭销售收入分成。由于省去了开采及运营的精力耗费，这种营运模式深受西北等地煤炭矿主的欢迎。

煤科院为国内唯一的综合性煤炭研究机构，公司为国内唯一成套设备供应商，由公司开采运营煤矿可获得更高的收益。我们实地调研了解到，公司在为鄂尔多斯一个小煤矿提供设计及设备等服务后，该煤矿的开采率从 20% 提高到 70% 以上。我们认为“华泰模式”未来增长潜力巨大，但由于华泰公司人手有限，短期爆发的可能性不大。

3.3 盈利能力保持稳定

公司 08 年综合毛利率为 32.44%，比 07 年提高了 1.07%，在钢材大幅涨价的情况下保持了毛利的稳定。我们实地调研了解到，公司与主要原材料供应商关系稳定，由供应商消化了部分涨价压力，同时公司提高产品价格，再加上产品销量增加降低了固定摊销的费用，因此在 08 年保持了较高的盈利水平。

图3. 公司煤机产品成本构成



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

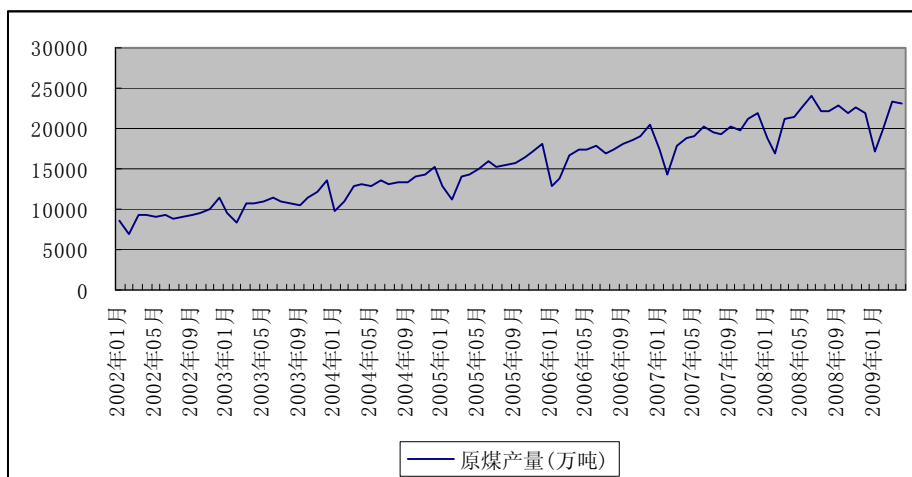
4. 煤机行业市场前景看好

煤机行业 08 年市场容量约为 300 亿元，为煤炭行业固定资产投资的一部分，我们按类别将煤炭行业固定资产投资分为三个部分：新增产能投资（含新建和改扩建）、已有设备更新投资和现有设备自动化率提高投资。

4.1 煤炭投资保持稳定

煤炭占我国一次能源生产总量的 76.3%，“十五”期间我国煤炭产量年均增速 11%，2005 年达到 22 亿吨。

图4. 我国近年原煤产量稳定增长



资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

根据煤炭行业“十一五”发展规划的相关内容，2012 年，我国煤炭供应能力将达到 26 亿吨，其中小型煤矿整合改造为大中型煤矿，增加产能 2 亿吨；新开工（新建和改扩建）煤矿规模 4.5 亿吨，形成产能 2 亿吨。按照 1 亿吨产能对应 10 亿元煤机产品的比例关系，新增产能可提供 40 亿元的市场容量。

4.2 设备更新改造市场逐渐扩大

煤机产品平均使用寿命为 4-5 年，由于煤炭供应紧张，近两年连续紧张生产的矿井占到总量的 50%，矿井主要生产设备严重老化，超期服役的占 30%-40%，过度使用导致煤机寿命缩短。本块市场容量预计每年保持 10%以上增长。

4.3 煤矿机械化水平提高带来巨大市场容量

我国煤矿百万吨死亡率为 3.08 人，这一数字远高于世界平均水平。根据规划，“十一五”期间我国的煤炭百万吨死亡率将降到 1.6 人以下，机械化水平提高是降低死亡率、提高开采效率最有效的方法。据煤炭行业统计分析，当前全国采煤机械化程度仅为 42%，除国有大中型煤矿采掘机械化程度达到 75% 之外，大多数煤矿生产技术水平低，装备差，效率低。特别是乡镇煤矿，基本上是非机械化开采。

根据“十一五”规划，到 2012 年我国大型煤矿采掘机械化程度达到 95% 以上，中型煤矿达到 80% 以上，小型煤矿机械化、半机械化程度达到 40%。我们计算的结果，届时平均机械化率将由目前的 42% 提高到 65% 以上。

分析煤机产品各个市场，我们认为到 2012 年，整个市场容量将增长 60% 以上，达到 500 亿元。

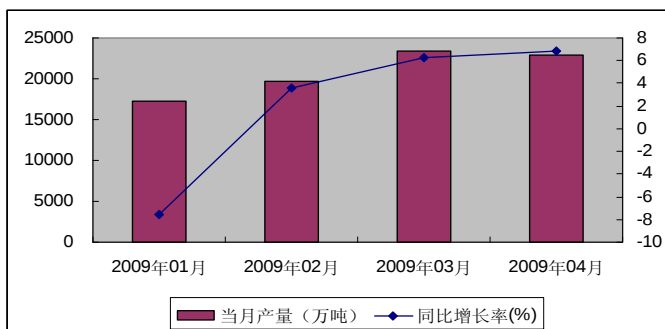
5. 煤炭行业前景预测

5.1 景气度呈现下滑趋势

国家统计局统计，1~2 月煤炭行业实现利润 205.99 亿元，同比增长 15%，

增幅同比回落 51.8 个百分点；亏损企业累计亏损额为 29.11 亿元，同比增长 146.42%，增速比上年同期上升了 117.90 个百分点。1 季度全国大型煤炭企业实现利润 180.1 亿元，同比下降 16.7%。

图5. 09 年 1-4 月煤炭产量



资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

在下游各行业需求有所增加的基础上，3 月份煤炭产销量的同比和环比均有所上涨，但判断复苏则为时尚早。3 月底全国大型煤炭企业应收账款 760 亿元，同比增长 66.5%，随着煤炭市场需求回落、价格下滑，预计 09 年煤炭企业效益还将进一步回落，固定资产投资增速也将下滑。

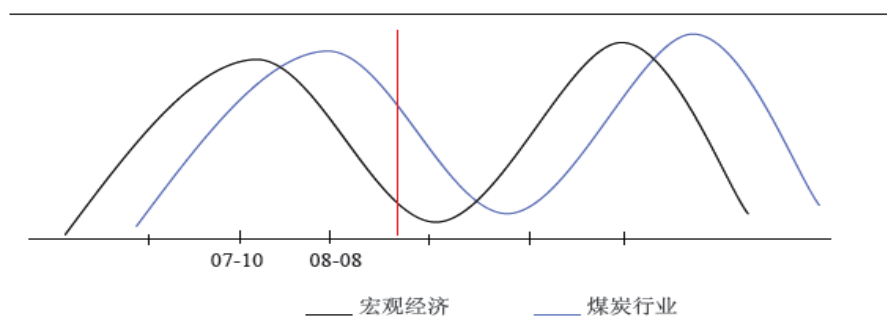
5.2 预计煤炭行业 09 年三季度开始恢复增长

我国煤炭行业周期与经济周期总体趋势上表现一致。但在经济短周期中，由于煤炭处于经济上游并经电力和钢铁等部门传导到经济体的末端，与经济并不同步，其间存在 6 个月到 1 年左右的时间差。

在本轮经济下行中：宏观经济自去年三季度开始下滑，而煤炭行业到 08 年 8 月景气才出现明显的反转，同时煤炭行业销售收入和利润在 08 年还创下新高。

我们判断目前煤炭行业尚处于刚越过拐点，随着宏观经济见底，预计煤炭行业 09 年三季度到达底部并开始反弹。

图6. 煤炭行业与宏观经济景气度相关性



资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

6. 未来发展预测

6.1 1 季度高增长难以维持

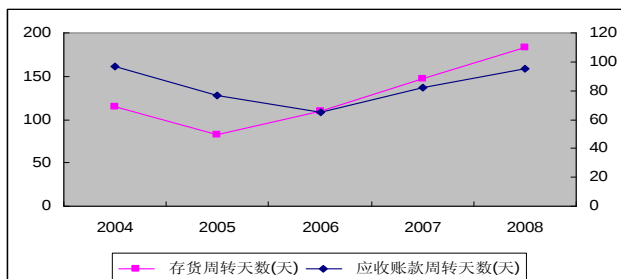
公司 1 季报收入同比增长 58.94%，归属母公司所有者的净利润同比增长 34.43%，我们预计这样的高增长难以维持全年。1 季度高增长得益于煤炭行业固定资产投资的高增长，2009 年 1-2 月煤炭行业固定资产投资完成 83.84 亿元，同比增长 59.6%，1-4 月 464 亿元，同比增长 36.6%，增速呈下滑趋势。

1 季度高增长主要有两方面原因，一是煤炭行业固定资产投资具有一定惯性，行业景气度下滑向投资传导需要 8 个月左右的时间；另一个原因就是增值税改革导致很多煤炭企业将 08 年订单推迟到 09 年，从而形成了 09 年 1 季度的高增长。

6.2 煤炭行业景气度下滑开始产生影响

影响主要体现在存货和应收账款增加，08 年公司存货周转天数和应收账款周转天数较上一年度均有明显上升。我们实地调研了解到，08 年下半年煤炭行业景气度下滑，煤炭企业资金紧张，因此拖延付款时间，导致公司应收款周转缓慢；同时部分煤炭企业推迟煤机产品交货时间，导致公司存货上升。

图7. 应收账款和存货周转天数呈上升趋势



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

6.3 预计煤机产品 09 年收入增速为 20%左右

预计煤炭行业固定资产投资增速从二季度开始下滑，但由于设备更新改造、大中型煤矿机械化率提高等市场空间仍在，预计公司 09 年煤机产品收入增速为 20%，随着宏观经济回暖、煤炭行业景气度触底反弹，2010 年开始恢复高增长，预计 2010-2011 年均可保持 30%以上。

6.4 矿井生产技术服务与经营收入仍将保持高增长

本块业务市场空间巨大，但受华泰公司规模限制，预计 09 年可保持 30%左右的增长，2010-2011 年增长率可达到 50%以上。

6.5 煤炭洗选设备和地下特殊工程施工收入增长稳定

煤炭洗选设备市场竞争激烈，近年发展稳定，我们实地调研得知公司认为 09 年增长空间不大。预计煤炭洗选设备和地下特殊工程施工两块收入 09 年保持 08 年收入水平，10-11 年可实现 10% 的增长。

6.6 煤炭产品销售 09 年增长潜力有限

由于王坡煤矿并表，公司 09 年煤炭产品销售收入将远高于 08 年的 3500 万元，当然投资收益也将大幅下降。公司对王坡煤矿经过了几轮扩产改造，煤炭产量从最初的几十万吨增长到 120 万吨，又增长到 08 年的 150 万吨。目前煤矿正进行扩产到 300 万吨的改造，但受其他煤矿事故的影响，全山西煤矿扩产工程全部被下令停工，预计两个月内可恢复。我们实地调研得知，王坡煤矿扩产到 300 万吨工程预计三年内可完工，从 2010 年开始逐步释放产能。

天地锡林郭勒煤矿地处中蒙交接地区，交通不便，同时煤矿开采难度很大，预计从 2010 年开始逐步释放产能。

我们预计公司 09 年煤炭销售收入（王坡煤矿并表后）同比增加 10%，8 亿元左右。2010-2011 年可保持 20% 的增长率。

6.7 公司未来三年主要财务指标预测

受行业影响，预计 09 年煤机产品毛利小幅下降，10 年后保持稳定；技术服务随收入增加毛利保持上升势头，煤炭洗选装备及地下特殊工程施工收入毛利稳定，煤炭收入毛利随煤炭价格下跌而下滑，预计 09 年 45% 左右，10 年开始逐渐上升。公司综合毛利与 08 年调整后的数值相比，下降两个点左右。

表3. 公司 2009-2011 年分产品预测

营业收入	2008	2009E	2010E	2011E
矿山自动化、机械化装备(万元)	310,065	372,078	446,494	580,442
同比增长		20%	20%	30%
矿井生产技术服务与经营(万元)	46,341	60,243	90,365	135,548
同比增长		30%	50%	50%
煤炭洗选装备及地下特殊工程施工	34,582	34,582	38,040	41,844
同比增长		0%	10%	10%
煤炭产品销售(万元)	72,000	80,000	96,000	115,200
同比增长		10%	20%	20%
毛利率				
矿山自动化、机械化装备	32.64%	31%	32%	32%
矿井生产技术服务与经营	39.20%	40%	42%	45%
煤炭洗选装备及地下特殊工程施工	27.00%	27%	27%	27%
煤炭产品销售	50%	45%	48%	50%
综合毛利率	35.58%	33.79%	35.35%	36.15%

资料来源：公司资料，东海证券预测

一季度公司综合毛利率为 30.85%，同比减少 6.46 个百分点，主要有两方面原因，一是煤机产品和煤炭价格下跌导致毛利下降，二是公司部分期间费用可能被调整到主营业务成本。我们预计公司 09 年营业费用保持稳定，管理费用和财务费用小幅上升，随着行业景气度的提升，2010-2011 年期间费用率逐渐降低。

表4. 公司期间费用预测

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业费用率	4.40%	5.65%	5.41%	5.01%	5.00%	5.50%	5.00%
管理费用率	8.57%	11.81%	11.00%	11.25%	11.50%	11.00%	10.50%
财务费用率	0.53%	0.35%	0.93%	0.38%	0.50%	0.50%	0.50%
期间费用率	13.50%	17.82%	17.35%	16.65%	17.00%	16.50%	16.00%

资料来源：公司资料，东海证券预测

6.8 主要财务指标

表5. 关键财务与估值指标

	2006	2007	2008	2009E	2010E
每股收益（元）	1.08	1.20	0.76	0.89	1.25
每股红利（元）	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
每股净资产（元）	4.72	4.03	2.77	3.66	4.91
ROS	10%	12%	13%	11%	13%
ROE	23%	30%	28%	24%	25%
毛利率	27%	31%	32%	34%	35%
EBIT Margin	13%	18%	14%	16%	17%
EBITDA Margin	14%	20%	16%	18%	19%
收入增长	149%	43%	25%	34%	23%
净利润增长	107%	85%	27%	17%	40%
资产负债率	67%	66%	69%	67%	62%
息率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	23.1	42.8	18.0	24.9	17.7
P/B	5.3	12.7	4.9	6.1	4.5
EV/EBITDA	17.2	27.8	15.7	19.2	14.4

资料来源：公司资料，东海证券预测

表6. 预测资产负债表

	2006	2007	2008	2009E	2010E
现金及现金等价物（亿元）	4	5	7	7	8
应收款项（亿元）	9	13	17	23	28
存货净额（亿元）	8	10	18	24	28
其他流动资产（亿元）	1	2	3	3	4

流动资产合计（亿元）	22	30	45	57	67
固定资产（亿元）	5	6	9	11	14
无形资产及其他（亿元）	0	1	2	2	2
资产总计（亿元）	29	40	60	74	87
负债合计（亿元）	17	21	34	39	40
少数股东权益（亿元）	3	6	8	10	13
股东权益（亿元）	10	14	19	25	33
负债和股东权益总计（亿元）	29	40	60	74	87

资料来源：公司资料，东海证券预测

表7. 预测利润表

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（亿元）	23	33	41	55	67
增长率	149.1%	43.1%	24.6%	33.5%	22.7%
营业成本	17	23	28	36	43
营业成本/营业收入	73.1%	68.6%	67.6%	66.2%	64.6%
营业税金及附加（亿元）	0	0	0	1	1
销售费用（亿元）	1	1	2	3	4
销售费用/营业收入	4.0%	4.4%	5.6%	5.0%	5.5%
管理费用（亿元）	2	3	5	6	8
管理费用/营业收入	9.6%	8.6%	11.8%	11.5%	11.5%
营业利润（亿元）	3	6	9	10	14
增长率	178.60%	93.0%	40.9%	12.7%	42.5%
利润总额（亿元）	3	6	9	10	14
增长率	176.8%	97.9%	45.8%	12.2%	40.4%
所得税费用（亿元）	0	0	1	1	1
少数股东损益（亿元）	1	2	3	3	4
归属于母公司净利润（亿元）	2	4	5	6	8
增长率	106.9%	84.8%	26.9%	17.0%	40.4%

资料来源：公司资料，东海证券预测

7. 资产注入近期难有实质性进展

煤科院与中煤国际合并后，公司控股股东变为中煤科工集团。由于两个央企合并涉及到如人事调整等方方面面问题，目前尚处于过渡磨合阶段，短期内无暇顾及到上市公司层面，我们预计公司资本运作短期不会有动作。

我们认为公司资本运作将是一系列过程，包括增发新股募集资金，以及向大股东定向增发注入资产。

7.1 增发新股募集资金

公司上市后扩张迅速，资产负债率逐渐攀升，同时由于存货及应收账款周转速度下降，导致营运资金占用增加。我们实地调研了解到，公司 08 年便有再融资意向，目前公司众多项目均需要大量资金，我们认为待股东层面调整结

束，公司便会启动再融资计划。

图8. 近5年负债总额及资产负债率

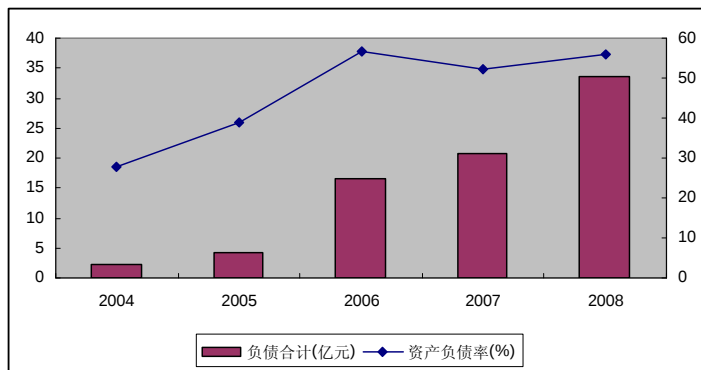
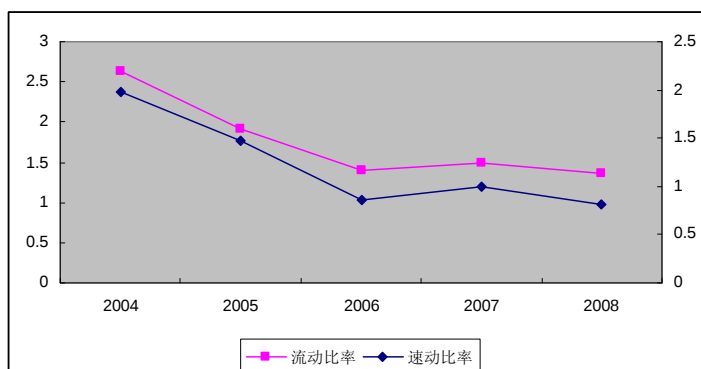


图9. 流动比率和速动比率变动趋势



7.2 定向增发注入大股东相关资产

我们认为最可能注入的资产均为大股东持有的煤机类资产或其它与主业有关资产，主要包括：

表8. 大股东可能注入的资产

公司名称	08年净利润（万元）	公司持股比例	大股东持股比例	大股东收益（万元）	主营业务
中煤矿山	996	72.68%	27.32%	272	地下特殊工程的施工业务
天地华泰	5198	51%	NA	NA	煤炭开采运营总承包
山西煤机	14150	51%	49%	6934	胶带输送机、防爆电机
天地王坡	36426	39.48%	21.93%	7988	煤炭销售
上海分院	收入3亿元	0	100%	3000（估计）	皮带运输机
总计				18194	

公司控股股东中煤科工集团年销售超过130亿元，除天地科技外尚余90亿元左右，但其中超过60亿元的收入为煤科院安全标准办公司煤机产品检测收入等类似行政机构收费，我们认为本块资产不可能注入上市公司。

假设大股东注入资产08年收益1.8亿元，按10倍PE注入公司，公司定向增发约1亿股，增发后08年每股收益约为0.91元，每股增厚0.15元。

8. 同业比较与估值

我们用与矿山机械有关的几家上市公司与天地科技做比较，公司 09 年 PE 处中等水平，由于公司成长性良好，预计 2010 年每股收益可达到 1.25 元，PE 只有 17.86 倍；PEG 为 0.62，远低于同行业公司的平均水平。

表9. 同业比较

证券简称	5 月 25 日收盘价 (元)	预测 09 年 EPS	预测 09 年 PE	预测 10 年 EPS	预测市盈率 (10 年)	预测 PEG 值
天地科技	22.24	0.89	25.08	1.25	17.86	0.62
太原重工	23.88	1.30	18.40	1.47	16.26	1.40
北方股份	9.52	0.25	38.08	0.31	30.71	1.59
江钻股份	10.4	0.34	30.55	0.41	25.45	1.52

公司在煤机产品技术上拥有巨大的优势，并且是国内唯一的成套设备供应商，产品未来增长潜力巨大；同时若大股东注入相关资产，业绩可增厚 20%以上。我们按 09 年 30 倍 PE 估值，目标价 26.7 元，给予公司买入评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本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。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本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。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122