

联系人：吕越超 (8621) 68751765 lvyc@cjsc.com.cn

分析师：刘元瑞

执业证书编号：

S0490209080266

## 增速触底回升，长期前景看好

### 事件描述

2010年7月28日天地科技公布了2010年半年报，公司中期主要经营业绩如下：

2010年上半年公司实现营业收入34.40亿元，同比增长21.71%；实现归属于母公司净利润2.96亿元，折合每股收益0.44元（复权前），同比增长24.76%；业绩符合我们的预期。

### 事件评论

#### 第一，收入、净利润增长率触底回升，毛利率保持稳定

2010年上半年公司主营业务结构基本稳定，实现营业收入34.40亿元，同比增长21.71%；实现归属于母公司净利润2.96亿元，同比增长24.76%；收入、净利润同比增速较一季度均有所回升。

图 1：公司营业收入增速环比上升

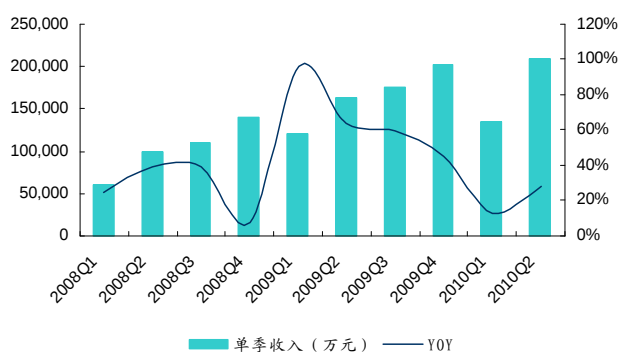
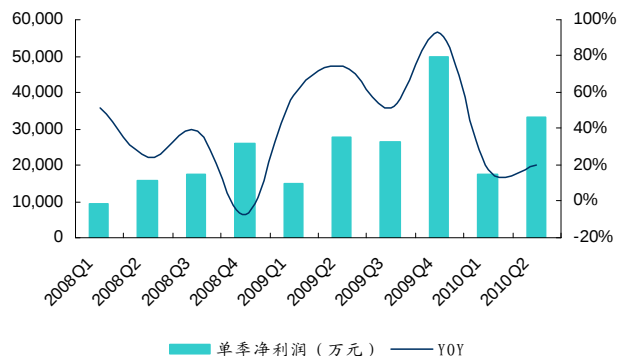


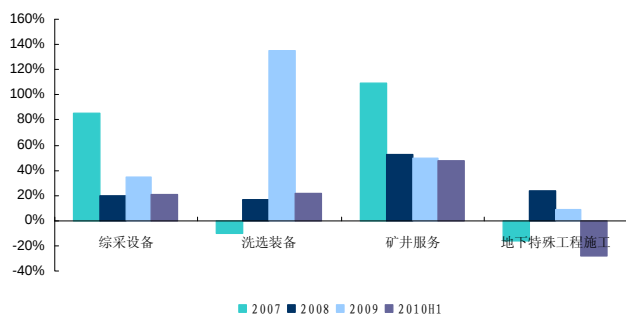
图 2：公司净利润增速环比上升



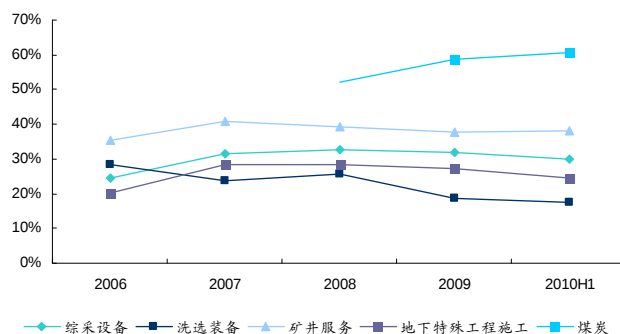
资料来源：长江证券研究所

资料来源：长江证券研究所

公司上半年综合毛利率33.76%，较一季度上升0.83个百分点，与去年同期基本持平。分产品来看，矿山自动化、机械装备和矿井生产技术服务与经营业务毛利率同比提高；而煤炭洗选设备、地下特殊工程服务和煤炭销售毛利率同比略有下降。

**图 3：公司分产品收入同比增长率变动**


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**图 4：公司分产品毛利率变动**


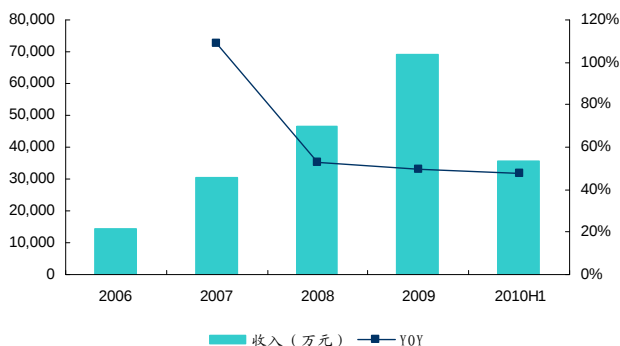
资料来源：公司公告，长江证券研究所

2010 年中期公司应收账款为 22.64 亿元，较年初大幅增加 7.75 亿元，主要是公司规模及销售收入扩大所致。由于公司客户基本为中大型煤炭企业，从历史上看，公司的应收账款风险很小；公司 2010 年中期计提坏账准备 4,445 万，较 09 年同期小幅增加 119 万元；

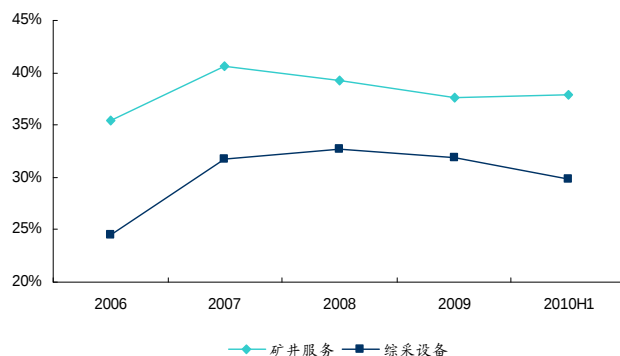
2010 年中期公司预收账款为 9.19 亿元，较年初增加 6,000 万，达到了历史最高水平，一定程度上也反映了公司订单饱满，未来增长明确。

## 第二，矿井服务与运营受益中小煤矿整合，成公司新的利润增长点

值得关注的是，公司矿井服务与运营业务延续了前期的高速增长，上半年销售收入同比增速 47.7%，毛利率也较上年同期提高了 3.17 个百分点，公司矿井服务与运营业务主要包括矿井示范主要为煤机售后服务和中小煤矿改造及煤矿示范运营，是公司新业务拓展的重要领域。2010 年上半年，该项业务收入占比达到 11%，毛利贡献 12%。

**图 5：矿井服务与运营业务同比增速超过 40%**


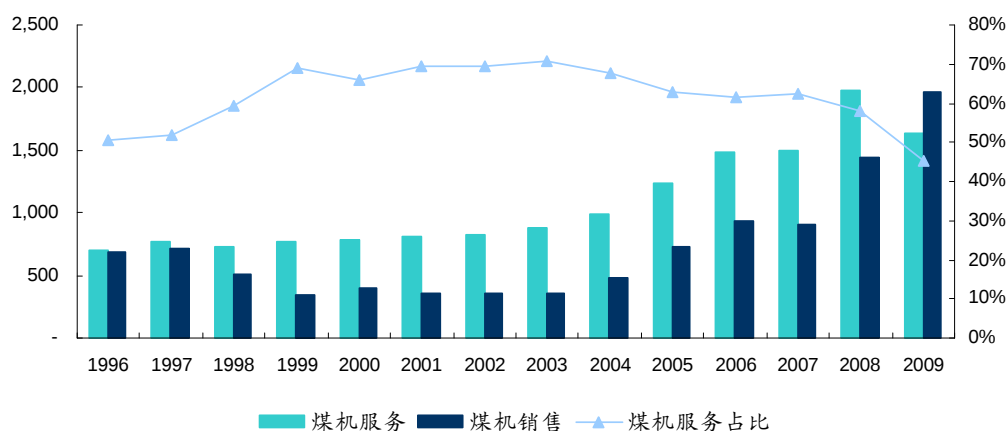
资料来源：公司公告，长江证券研究所

**图 6：矿井服务与运营毛利率高于综采设备**


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司矿井服务与运营业务的拓展与国际煤机巨头的业务拓展模式十分类似，具有较大发展潜质。设备成套化和业务服务化是国际煤机巨头久益和 Bucyrus 发展战略的重要体现，矿井服务（aftermarket sales）占煤机巨头久益总业务收入的 50% 以上，因此，我们认为随着中国煤机行业的成熟，矿井服务日益专业化，公司的矿井服务与运营业务将继续迎来高速发展。

图 7: JOY 主营业务构成



资料来源：彭博咨询，长江证券研究部

**公司独创的矿井示范运营将受益于中小煤矿的整合。**公司以技术加资本方式用先进技术改造下沟煤矿，将其年产量由 45 万吨增加到 400 多万吨，形成“投资少、见效快、效益好”的彬县模式。公司矿井示范运营业务正朝着打造中小煤矿升级连锁店的方向发展，陆续改造了近十座中小煤矿。

**中小煤炭整合将拉动业务需求。**目前中小煤矿的采煤占比在 35% 左右，据统计从 2005 年到 2009 年底，全国共关闭中小煤矿 9000 余座，其中山西关停 1500 座，目前大部分仍需要技改，随着中小煤矿技改复产加速，公司的矿井技术服务及运营有望加速增长。

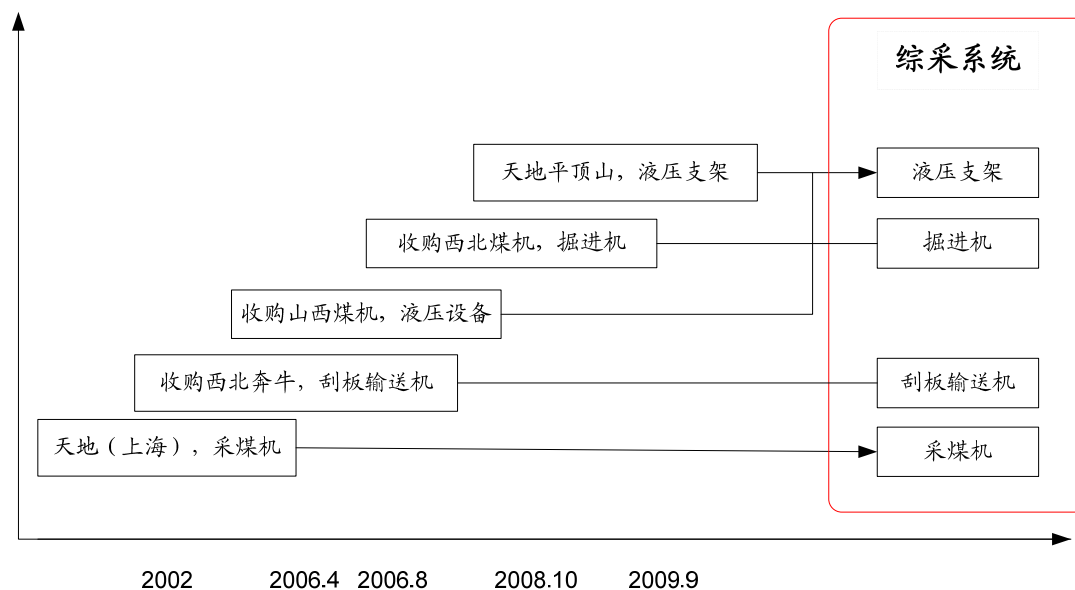
### 第三，成套化综采设备前景看好

综采设备成套化是煤机企业的发展方向。上世纪 90 年代，国际煤机巨头公司久益和德国采矿技术有限公司（DBT，被 Bucyrus 收购）都经历了从单机设备向成套设备提供商的转变。综采设备成套化在扩大了市场容量的同时，也提高了产品附加值。

**公司是国内唯一一家能够提供整套机械化综采设备和矿井技术服务的煤机企业。**经过兼并重组，公司具备了整套综采设备的生产能力。天地（上海）生产掘进机；通过兼并西北奔牛生产刮板输送机；收购山西煤机生产液压成套设备；兼并西北煤机生产掘进机；与平顶山煤机建立合资子公司增强液压支架生产能力。

2010 年 6 月，公司成功研制国产首套短壁机械化开采成套设备，并在山西中煤东坡煤业正式投产使用。该短壁机械化工作面项目结合了天地科技的技术、设备优势和中煤集团在生产管理和资源的优势，是公司延伸产业服务链的良好体现。

图 8：公司具备全套综采设备生产能力



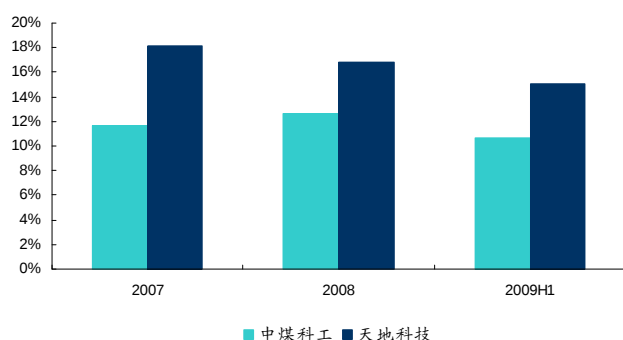
资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第四，集团整体上市预期提高公司估值水平

作为中国煤炭科工集团下唯一的上市公司，天地科技很可能成为集团整体上市的运作平台。根据相关资料 2008 年中煤科工集团总收入 149 亿；仅 2009 年上半年，集团就实现营业收入 73.2 亿元，实现利润 7.8 亿元。保守预计集团内还有 80 亿收入、7 亿左右的利润，未来资产注入值得期待。

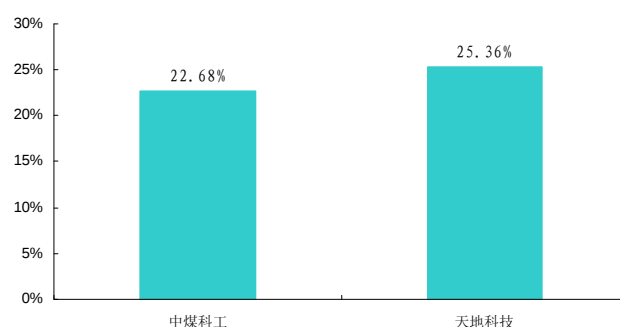
集团公司资产质量可以媲美天地科技，合并前的中煤国际工程设计研究总院和煤科总院均是行业龙头企业，盈利能力强。根据相关资料，2007 年集团净资产收益率 25% 以上，而 2008 年则达到 22.68%，略低于同期天地科技净资产收益率 25.36%。集团的整体上市将大幅改善公司的业务规模和盈利水平。

图 9：集团公司销售净利率略低于天地科技



资料来源：公司网站，长江证券研究所

图 10：集团公司 ROE 略低于天地科技



资料来源：公司网站，长江证券研究所

#### 第五，维持“推荐”评级

预计 2010—2012 年公司 EPS 分别为 0.83、0.92 和 1.11，结合 7 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 17.3、15.6 和 12.9 倍，维持“推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表（百万元）   |       |       |       |        | 资产负债表（百万元） |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E  |            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入       | 6600  | 8224  | 10213 | 12233  | 货币资金       | 1565  | 2153  | 3273  | 4718  |
| 营业成本       | 4279  | 5283  | 6637  | 7947   | 交易性金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利         | 2321  | 2941  | 3577  | 4286   | 应收账款       | 1644  | 2028  | 2518  | 3016  |
| % 营业收入     | 35.2% | 35.8% | 35.0% | 35.0%  | 存货         | 1885  | 2416  | 3036  | 3635  |
| 营业税金及附加    | 77    | 95    | 118   | 142    | 预付账款       | 294   | 363   | 456   | 546   |
| % 营业收入     | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%   | 其他流动资产     | 4     | 4     | 5     | 6     |
| 销售费用       | 294   | 362   | 449   | 538    | 流动资产合计     | 6277  | 8033  | 10627 | 13535 |
| % 营业收入     | 4.4%  | 4.4%  | 4.4%  | 4.4%   | 可供出售金融资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用       | 736   | 921   | 1144  | 1370   | 持有至到期投资    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 11.2% | 11.2% | 11.2% | 11.2%  | 长期股权投资     | 26    | 146   | 140   | 136   |
| 财务费用       | 29    | 12    | 1     | -4     | 投资性房地产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 0.4%  | 0.1%  | 0.0%  | 0.0%   | 固定资产合计     | 1787  | 1722  | 1678  | 1607  |
| 资产减值损失     | 35    | 35    | 45    | 46     | 无形资产       | 304   | 289   | 274   | 261   |
| 公允价值变动收益   | 0     | 0     | 0     | 0      | 商誉         | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 投资收益       | 189   | 120   | 6     | 7      | 递延所得税资产    | 44    | 5     | 7     | 7     |
| 营业利润       | 1340  | 1636  | 1825  | 2201   | 其他非流动资产    | 66    | 66    | 66    | 66    |
| % 营业收入     | 20.3% | 19.9% | 17.9% | 18.0%  | 资产总计       | 8507  | 10264 | 12796 | 15615 |
| 营业外收支      | 66    | 0     | 0     | 0      | 短期贷款       | 362   | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | 1406  | 1636  | 1825  | 2201   | 应付款项       | 1774  | 2133  | 2680  | 3209  |
| % 营业收入     | 21.3% | 19.9% | 17.9% | 18.0%  | 预收账款       | 858   | 1151  | 1430  | 1713  |
| 所得税费用      | 217   | 245   | 274   | 330    | 应付职工薪酬     | 412   | 514   | 652   | 781   |
| 净利润        | 1190  | 1391  | 1552  | 1871   | 应交税费       | 248   | 273   | 314   | 378   |
| 归属于母公司所有者  |       |       |       |        | 其他流动负债     | 378   | 453   | 568   | 680   |
| 的净利润       | 708.0 | 834.3 | 930.9 | 1122.5 | 流动负债合计     | 4031  | 4523  | 5643  | 6760  |
| 少数股东损益     | 482   | 556   | 621   | 748    | 长期借款       | 191   | 191   | 191   | 191   |
| EPS（元/股）   | 0.70  | 0.82  | 0.92  | 1.11   | 应付债券       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表（百万元） |       |       |       |        | 递延所得税负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
|            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E  | 其他非流动负债    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 经营活动现金流净额  | 726   | 1189  | 1398  | 1732   | 负债合计       | 4242  | 4735  | 5854  | 6971  |
| 取得投资收益     | 5     | 0     | 0     | 0      | 归属于母公司     | 2476  | 3186  | 3977  | 4931  |
| 收回现金       |       |       |       |        | 所有者权益      |       |       |       |       |
| 长期股权投资     | 180   | 0     | 0     | 0      | 少数股东权益     | 1788  | 2344  | 2965  | 3713  |
| 无形资产投资     | 0     | 0     | 0     | 0      | 股东权益       | 4264  | 5530  | 6941  | 8644  |
| 固定资产投资     | -353  | -102  | -138  | -122   | 负债及股东权益    | 8507  | 10264 | 12796 | 15615 |
| 其他         | 3     | 0     | 0     | 0      | 基本指标       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额  | -170  | -102  | -138  | -122   |            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 债券融资       | 0     | 0     | 0     | 0      | EPS        | 0.700 | 0.825 | 0.920 | 1.110 |
| 股权融资       | 59    | 0     | 0     | 0      | BVPS       | 3.67  | 4.72  | 5.90  | 7.31  |
| 银行贷款增加（减少） | 123   | -362  | 0     | 0      | PE         | 19.65 | 16.67 | 14.94 | 12.39 |
| 筹资成本       | 185   | -137  | -140  | -164   | PEG        | 1.18  | 1.00  | 0.90  | 0.75  |
| 其他         | -299  | 0     | 0     | 0      | PB         | 3.74  | 2.91  | 2.33  | 1.88  |
| 筹资活动现金流净额  | 68    | -500  | -140  | -164   | EV/EBITDA  | 8.31  | 6.53  | 5.35  | 3.90  |
| 现金净流量      | 624   | 587   | 1120  | 1445   | ROE        | 28.6% | 26.2% | 23.4% | 22.8% |

### 分析师介绍

吕越超，上海交通大学机械与动力工程学院工学学士，上海财经大学金融学硕士，目前在长江证券从事机械行业研究

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 易 敏 | 华南区副总经理   | (8621) 68755178 | 13817111316 yimin@cjsc.com.cn      |
| 魏媛红 | 华北区总经理    | (8621) 68751860 | 13681605823 weiyh@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

### 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。