

煤炭装备与服务



刘建刚 S0190207100103
021-3856 5930
liujg@xyzq.com.cn

强烈推荐 (维持)

吴华 S0190209030143
021-3856 5924
wuhua@xyzq.com.cn

天地科技 (600582)

估值水平提升在即，提高目标价至 30 元

2010 年 10 月 18 日

投资要点

事件：

天地科技估值水平偏低，提升在即！

点评：

从公司价值和估值水平角度，我们认为在目前的行业背景下，天地科技目前已经处于低估状态，其合理估值至少为 25 倍。分析逻辑如下：

- **煤炭装备业 15-20%增速仍可维持 3-5 年。**虽然在持续 5 年 30%多的复合增长率后，煤炭装备的增速虽有所下调，但仍然处于 15-20%的高速增长区间，通过与行业专家和煤炭装备企业的深入沟通，我们判定煤炭装备行业增长至少维持 3-5 年。
- **产品线丰富令天地抵御风险的能力更强。**有别于单一煤机制造企业，天地科技的装备已经涵盖采煤机、掘进机、刮板机、液压支架等主要的采掘装备以及电液控制系统等关键技术和零部件，多业务的组合不可避免地使其增速有所压低，但相应地，天地科技获得增长长期和安全性高等双重优势，相对于其他企业，天地抵御风险的能力更强，故应享有更高估值。
- **激励机制不到位令天地过往业绩释放缓慢。**过往几年，天地科技虽然保持较高增速，但仍略低于行业，不能不令人感到诧异！是天地的竞争力低于对手吗？不，我们从来不怀疑这一点！增速略低的根本原因是国有体制束缚各业务单元释放业绩的积极性，令其业绩向后拖延 1-2 个会计年度，客观上意味着其股价在一定程度上被低估。
- **从装备到煤炭延伸令天地迅速做大规模。**天地科技进军煤炭业务最早始于 2002 年的王坡煤业，种种现象显示，天地科技将在资源获取方面取得突破。8 月 26 日，天地科技发布公告称拟成立中煤科工能源投资公司，这意味着煤炭资源谈判应该很快就有眉目了。依托中煤科工的强大背景，我们认为天地科技煤炭权益产能可以达到千万吨级规模，依照目前的吨煤净利，至少可增加净利润 12 亿元，增长 100%。
- **资产注入+外延式扩张令天地增长更具魅力。**在享有 3-5 年 15-20%增速的前提下，我们认为中煤科工的扁平化组织已经初见成效，资产注入已经是箭在弦上。再则，我们认为液压支架业务始终是天地科技成套装备优势的短板，通过并购极有可能做大，其装备成套的全面性和渗透性是企业所不具备的。

- **维持评级：强烈推荐，目标价 24-30 元。**我们继续维持天地科技 2010-2012 年 EPS 为分别为 0.80 元、0.97 元和 1.10 元的盈利预测，目前动态 PE 分别为 26 倍、21 倍和 19 倍，而煤炭行业的 2011 年动态 PE 已经达到 19 倍，在把握行业特性的前提条件下，天地科技的成长性高和波动性小应该得到市场的充分认识。基于资源整合和装备业务拓展将无争议的大幅提升估值水平，故我们上调 6 个月内目标价至 30.00 元，继续给予“强烈推荐”评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6277	8124	10147	12299
货币资金	1565	3105	4381	5906
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1488	1757	2039	2265
其他应收款	156	143	165	184
存货	1885	1959	2225	2461
非流动资产	2230	2777	3334	3912
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	26	30	35	40
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1526	2004	2464	2917
在建工程	257	229	239	270
油气资产	0	0	0	0
无形资产	304	364	422	477
资产总计	8507	10901	13482	16211
流动负债	4031	4960	5786	6527
短期借款	307	300	300	300
应付票据	245	294	334	369
应付账款	1529	2204	2504	2770
其他	1951	2162	2648	3089
非流动负债	211	341	491	641
长期借款	191	341	491	641
其他	20	0	0	0
负债合计	4242	5301	6277	7168
股本	674	1012	1012	1012
资本公积	4	4	4	4
未分配利润	1666	2017	2839	3788
少数股东权益	1788	2354	3040	3817
股东权益合计	4264	5600	7205	9043
负债及权益合计	8507	10901	13482	16211

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	708	809	980	1110
折旧和摊销	185	181	238	299
资产减值准备	34	21	28	22
无形资产摊销	25	27	29	32
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	29	-17	-40	-63
投资损失	-189	-100	-65	-60
少数股东损益	482	567	686	777
营运资金的变动	352	-600	-18	-59
经营活动产生现金流量	880	2056	1854	2143
投资活动产生现金流量	-521	-584	-707	-782
融资活动产生现金流量	131	68	130	164
现金净变动	490	1540	1276	1525
现金的期初余额	723	1565	3105	4381
现金的期末余额	1213	3105	4381	5906

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6600	7682	8912	9902
营业成本	4279	4898	5564	6155
营业税金及附加	77	77	89	99
销售费用	294	384	446	495
管理费用	736	845	980	1089
财务费用	29	-17	-40	-63
资产减值损失	35	37	40	42
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	189	100	65	60
营业利润	1340	1559	1898	2145
营业外收入	74	70	75	90
营业外支出	8	10	13	15
利润总额	1406	1619	1960	2220
所得税	217	243	294	333
净利润	1190	1376	1666	1887
少数股东损益	482	567	686	777
归属母公司净利润	708	809	980	1110
EPS（元）	0.70	0.80	0.97	1.10

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	32.6%	16.4%	16.0%	11.1%
营业利润增长率	35.5%	16.3%	21.7%	13.0%
净利润增长率	43.7%	14.3%	21.1%	13.2%
盈利能力(%)				
毛利率	35.2%	36.2%	37.6%	37.8%
净利率	10.7%	10.5%	11.0%	11.2%
ROE	28.6%	24.9%	23.5%	21.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.9%	48.6%	46.6%	44.2%
流动比率	1.56	1.64	1.75	1.88
速动比率	1.09	1.24	1.37	1.51
营运能力(次)				
资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7
应收帐款周转率	4.4	4.3	4.3	4.2
每股资料(元)				
每股收益	0.70	0.80	0.97	1.10
每股经营现金	0.72	2.03	1.83	2.12
每股净资产	2.45	3.21	4.12	5.17
估值比率(倍)				
PE	30.1	26.4	21.8	19.2
PB	8.6	6.6	5.1	4.1

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。