

煤机稳中有升，洗选和煤炭贡献可能加大

评级：

买入-B

上次评级：

目标价格：

28.50 元

期限： 12 个月 上次预测：

现价（2011 年 01 月 27 日）： 22.12 元

报告日期：

2011-01-27

报告关键点：

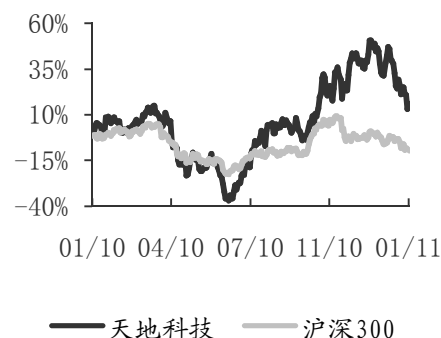
- 行业持续增长，公司煤机产品成套能力强，未来增速略快于行业增长
- 煤炭业务今年将受益于价格上涨，未来产量可能上升；洗选设备未来增长较快
- 公司未来三年年增长18%，再考虑资产注入可能，给予买入-B的投资评级

报告摘要：

- 未来5年煤机市场规模将超过1500亿元，年均增幅近20%。我们预计未来3-5年内煤炭开采业固定资产投资增速将继续维持在20%以上，有利于煤机行业整体持续发展。从结构来看，煤机的需求主要来自新建煤矿对煤炭机械的需求、机械化程度提高带来的需求以及既有煤矿设备更新的需求。我们认为十一五期间煤机行业的需求增长主要源自前两类，而十二五期间这两个因素仍然存在（力度将减小），而且既有设备的更新需求占比将开始显著上升，2015年预计行业需求将超过1500亿元。
- 公司煤机业务技术领先、成套能力强，增速略快于行业。公司大股东是煤炭科工集团，集团优越的研发实力对公司做全煤机产业链的目标提供有力的支持。公司通过收购集团资产等方式已经拥有了煤矿采、掘、运、支、控、选等生产过程的主要产品。我们预计公司未来刮板输送机、掘进机的市场份额稳定在16%左右；采煤机市场份额从目前的5%提高到7%左右；液压支架有望占有5%-10%的市场份额。因此公司未来3-5年内，煤机业务平均年增长率在25%左右。
- 煤炭洗选设备空间较大或将成为未来增长点。目前我国煤炭入洗率不高，从环保、运输角度来看有上升趋势，不考虑设备更新，未来几年每年新增洗选设备市场空间约为30亿元，公司唐山基地明年投产将分享这一行业增长。
- 其它投资亮点。除上述业务外，公司还存在资产注入预期（初步测算增厚每股收益30%）；公司有稳定的煤炭业务（今年预计煤价上涨，未来产量可能增加）；公司通过煤炭示范工程业务来做品牌（有利于未来煤机设备的销售）。
- 给予买入-B的投资评级。未来三年的每股收益分别为0.78、0.95、1.16元，复合增长率为18%。按煤炭业务15倍、煤机业务30倍估值，由于公司存在资产注入预期，综合2011年动态市盈率为28.5-30倍之间，对应的股价在27.0-28.5元之间，给予买入-B的投资评级。
- 风险提示：煤机行业竞争程度大于预期；集团对公司的资产注入还没有非常明确的说法；今年公司液压支架业务为探索阶段，是否能在市场上占有一席之地尚待确定；王坡煤矿的产量及价格均存在不确定性。

总市值(百万元)	20,697.34
流通市值(百万元)	20,697.34
总股本(百万股)	1,011.60
流通股本(百万股)	1,011.60
12个月最低/最高	12.05/31.30 元
十大流通股东(%)	72.70%
股东户数	21,726

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.88)	3.98	25.24
绝对收益	(12.97)	(11.24)	15.86

林晟

 0755-82558022
 执业证书编号

张仲杰

 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 linsheng@essence.com.cn
 S1450209090270

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450209100287

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,095.9	6,600.4	7,421.2	9,083.2	11,016.2
Growth(%)	24.6%	61.1%	12.4%	22.4%	21.3%
净利润	513.4	708.0	792.8	961.6	1,173.2
Growth(%)	26.9%	37.9%	12.0%	21.3%	22.0%
毛利率(%)	32.4%	35.2%	34.7%	36.0%	35.9%
净利润率(%)	12.5%	10.7%	10.7%	10.6%	10.6%
每股收益(元)	0.51	0.70	0.78	0.95	1.16
每股净资产(元)	2.63	4.22	5.33	6.72	8.42
市盈率	40.3	29.2	26.1	21.5	17.6
市净率	7.8	4.9	3.8	3.0	2.4
净资产收益率(%)	25.8%	27.9%	24.5%	23.6%	22.9%
ROIC(%)	44.3%	55.2%	41.6%	31.7%	31.3%
EV/EBITDA	17.8	9.5	14.0	11.5	9.6
股息收益率	0.10%	0.49%	0.77%	0.93%	1.13%

报告联系人

王舒婷

 021-68765993
 wangst@essence.com.cn

前期研究成果

目录

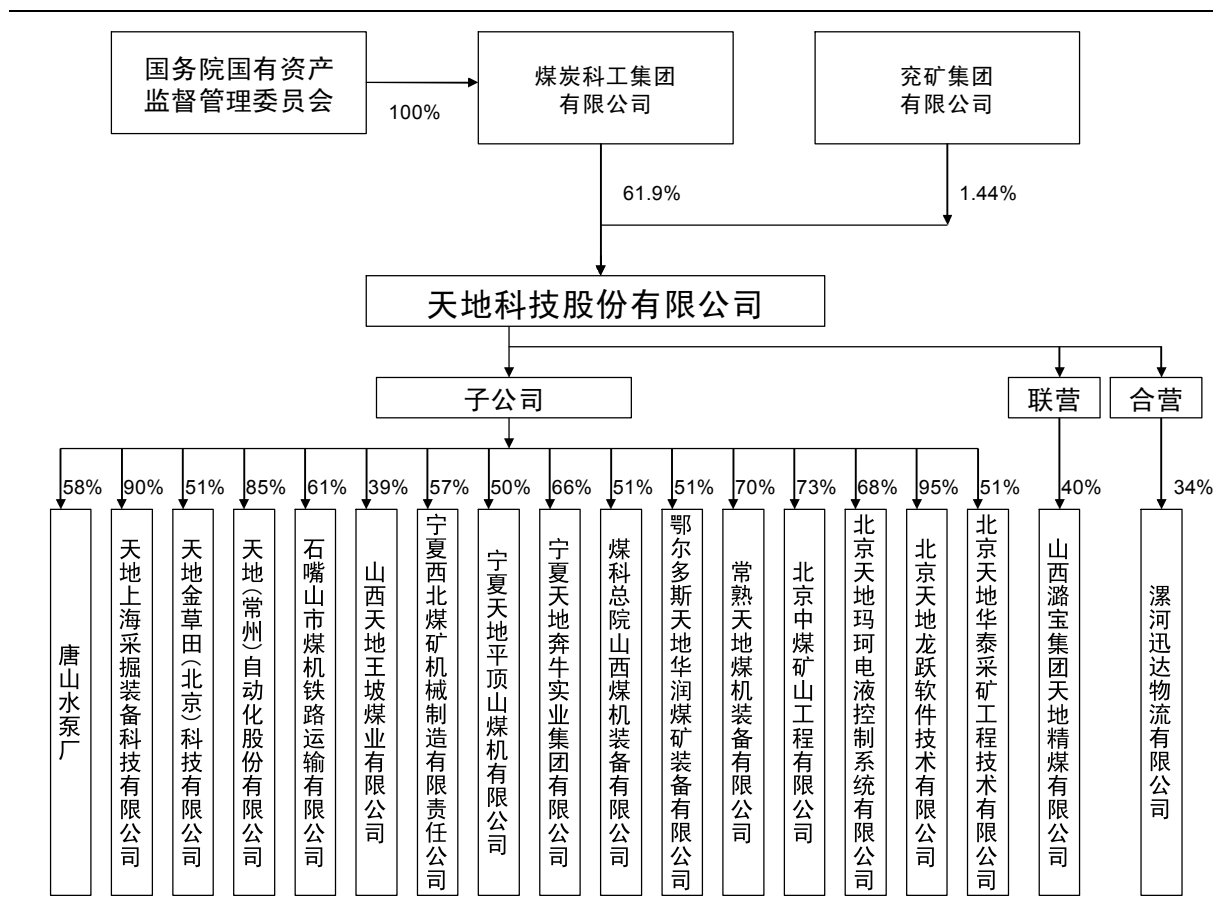
1. 公司基本情况	3
1.1. 公司背靠煤炭科工集团	3
1.2. 公司业务涉及煤机设备、煤炭销售和服务领域	3
2. 未来5年内平均每年煤机市场规模超过1000亿元	4
2.1. 煤炭固定资产投资是重要推动力	4
2.2. 煤机行业三方面需求分析	5
2.2.1. 煤炭新增开采量对煤机行业的需求	5
2.2.2. 煤炭设备的更新需求是未来增长的主要来源	6
2.2.3. 采煤机械化率的提高,结构性变化	7
2.3. 煤机主要产品(三机一架)需求预测	8
2.4. 公司煤机产业链初步形成,液压支架产能将在今年逐步投放	9
3. 煤炭洗选设备或将成为未来增长点	11
3.1. 煤炭洗选发展空间较大	11
3.2. 公司唐山基地项目	12
4. 公司亮点	13
4.1. 存在资产注入预期	13
4.2. 煤炭销售业务将受益于煤炭价格上涨	16
4.3. 示范工程有利于带动煤机产品销售	17
5. 公司财务分析	18
5.1. 公司毛利率高于行业内其他公司	18
5.2. 营运能力比较	19
6. 盈利预测与估值	20
6.1. 预计公司未来三年的复合增长率为18.3%	20
6.2. 给予公司买入-B的投资评级	21
6.3. 风险点提示	21

1. 公司基本情况

1.1. 公司背靠煤炭科工集团

- 公司成立于 2000 年 3 月，由煤炭科学研究总院作为主发起人，联合兖矿集团有限公司、清华紫光股份有限公司、中国科学院广州能源研究所和大屯煤电(集团)有限责任公司共同发起设立。煤炭科学研究总院承诺将天地科技作为其旗下唯一的资本运作平台。
- 公司目前总股本为 101160 万股，全部为流通股。其中煤炭科工集团持有 61.9% 的股权，为公司第一大股东。公司旗下有 16 家子公司，1 家联营公司和 2 家合营公司。

图 1 天地科技股权结构

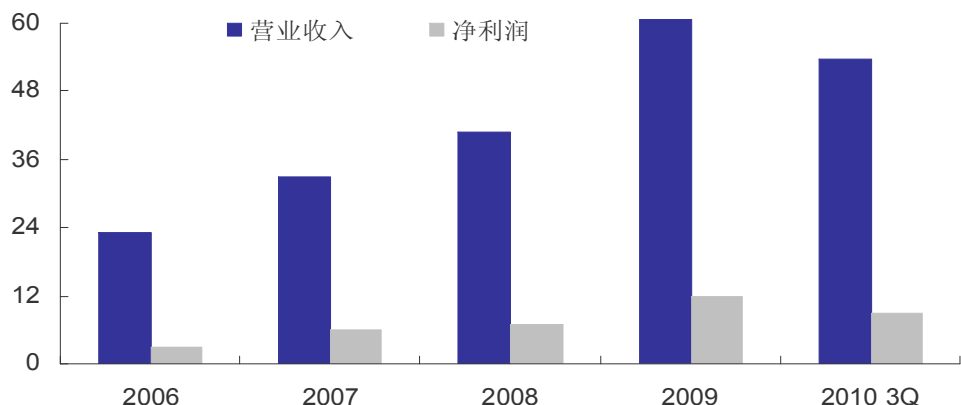


数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

1.2. 公司业务涉及煤机设备、煤炭销售和服务领域

- 2006-2009 年，公司营业收入分别为 22.97、32.87、40.96 和 66 亿元，营业收入和净利润的年均复合增长率分别为 30.2% 和 40.2%。2010 年前三季度，公司营业收入和净利润分别为 53.88 和 8.95 亿元，同比增长 17.7% 和 29.7%。

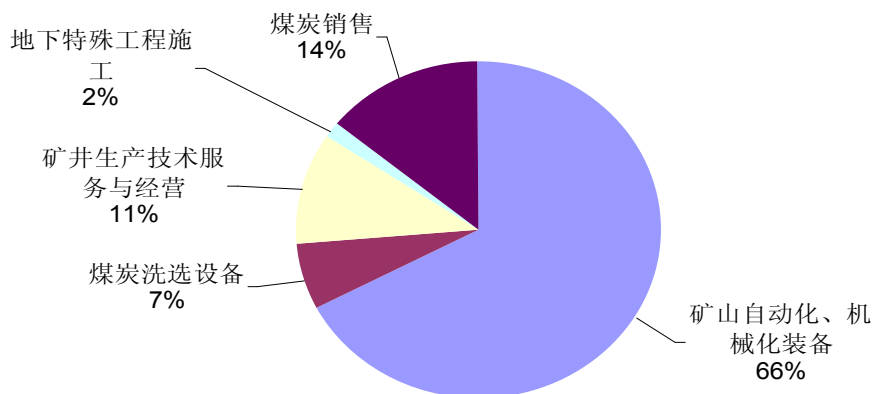
图 2 公司历年营业收入和净利润稳步增长(单位: 亿元)



数据来源: 公司定期报告, 安信证券研究中心

- 公司主营业务分为: 矿山自动化和机械化装备、煤炭洗选设备、矿井生产技术服务与经营、煤炭销售和地下特殊工程施工。主营业务以煤机设备为主。2010 年上半年, 矿山自动化和机械化装备占主营业务收入的比例为 66%, 煤炭销售占 14%, 矿井生产技术服务与经营、煤炭洗选设备和地下特殊工程施工分别占 11%、7%和 2%。公司的矿山自动化和机械化装备主要是煤炭机械。

图 3 公司 2010 年上半年主营业务收入构成



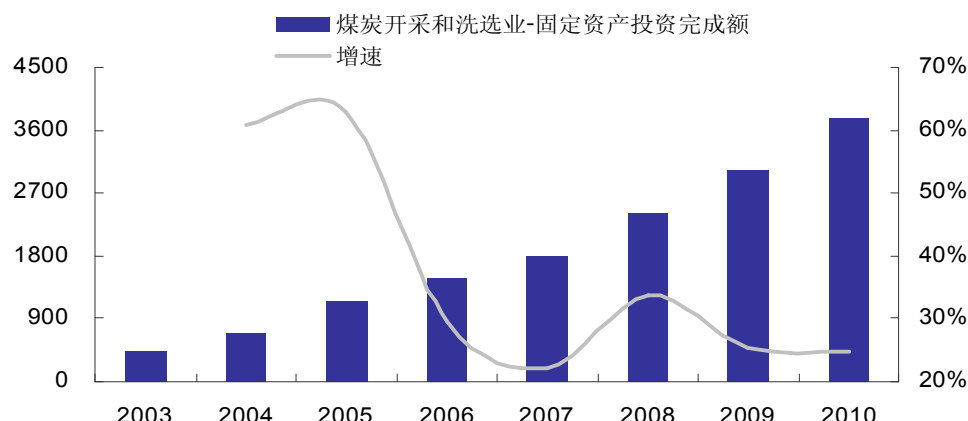
数据来源: 公司定期报告, 安信证券研究中心

2. 未来 5 年内平均每年煤机市场规模超过 1000 亿元

2.1. 煤炭固定资产投资是重要推动力

- 煤炭开采和洗选业固定资产投资额的高速增长将直接拉动煤炭设备的需求。根据 2003-2010 年的数据看出, 煤炭开采和洗选业固定资产投资保持 22% 以上的增速, 其中 2006 年以前因基数较低, 增长较快。2010 年煤炭开采和洗选业固定资产投资额完成额为 3770.33 亿元, 同比增长 24.8%。

图 4 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额(单位: 亿元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- **煤炭开采业固定资产投资仍将保持稳定增长。**煤炭是我国的基础能源和重要原料,在国民经济中占有重要的战略地位。未来几十年内,煤炭依然是我国的主要能源,以煤炭为主的能源结构将难以改变。因此,煤炭开采业固定资产投资短期内将保持稳定增长。我们预计未来 3-5 年内增速将继续维持在 20% 以上。

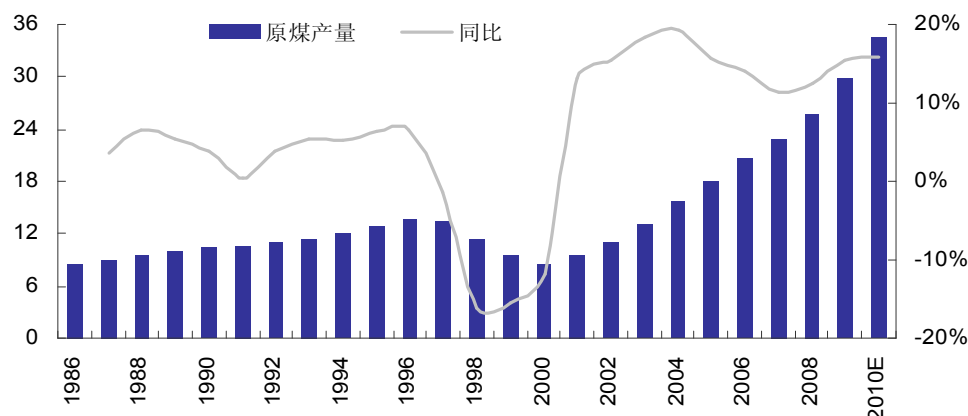
2.2. 煤机行业三方面需求分析

- **煤炭机械需求分三个因素:** 1) 新建煤矿对煤炭机械的需求; 2) 煤矿设备更新的需求; 3) 机械化程度提高对煤炭机械的需求。我们认为十一五期间煤机行业的需求增长主要源自新建煤矿带来的需求以及既有煤矿的机械化改造,而十二五期间这两个因素仍然存在,同时既有设备的更新需求占比将开始显著上升。

2.2.1. 煤炭新增开采量对煤机行业的需求

- **未来 5 年煤炭需求将保持平稳增长。**在中国目前的经济结构下,煤炭的直接需求来自于火电、钢铁、化工、建材等四大行业,最终的需求来自于房地产、基建、汽车等行业。根据安信证券煤炭研究员预测,预计 2011 年煤炭有效供给的数量将会达到 37.3 亿吨,增速 7.9%。需求方面,由于基础建设投资和房地产投资不具有加速扩张的特征,需求将会平稳增长,预计 2011 年煤炭行业的需求增量为 2.53 亿吨,供需基本平衡。按照年平均 1.7 亿吨的增速,到“十二五”末期,我国年消费煤炭将达到 45 亿吨。

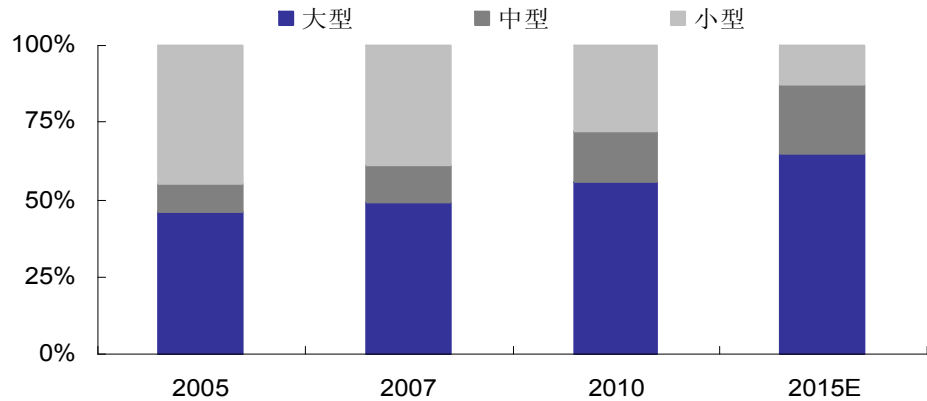
图 5 我国原煤产量(单位: 万吨)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 随着我国《煤炭工业“十二五”规划》即将出台,煤炭行业的整合工作将进一步提速。“十二五”期间将优先建设大型现代化露天煤矿,到2015年,5000万吨以上的特大型煤矿产量要占65%以上,形成20个1000-4000万吨的大型企业集团。

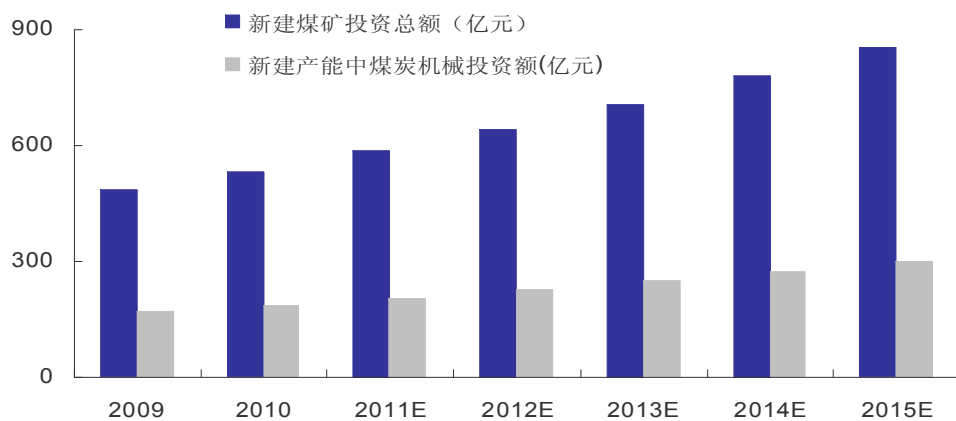
图6 我国大中小型煤矿产量占比变化



数据来源：中国煤炭机械工业协会，安信证券研究中心

- 未来5年,新增煤炭产能需要的煤炭机械设备投资额在1600亿元以上。在煤炭产量持续增加的情况下,根据煤炭机械工业协会的预测,煤炭行业固定资产投资仍将维持平稳增长,年均增长20%以上。从新建煤矿投资构成来看,70%属于固定资产投资,煤炭机械设备投资在固定资产投资中的占比为50%,因此,煤炭设备投资额在新建煤矿投资总额中的占比为35%。根据煤炭工业协会的数据测算,2011-2015年煤炭行业新建煤矿投资总额为3570亿元(年增长率按10%即略高于相应的GDP的增长率来预测),因此,新增煤炭产能需要的煤炭机械设备投资约为1605亿元。

图7 我国2011-2015年新建产能中的煤炭机械投资额预测(单位:亿元)

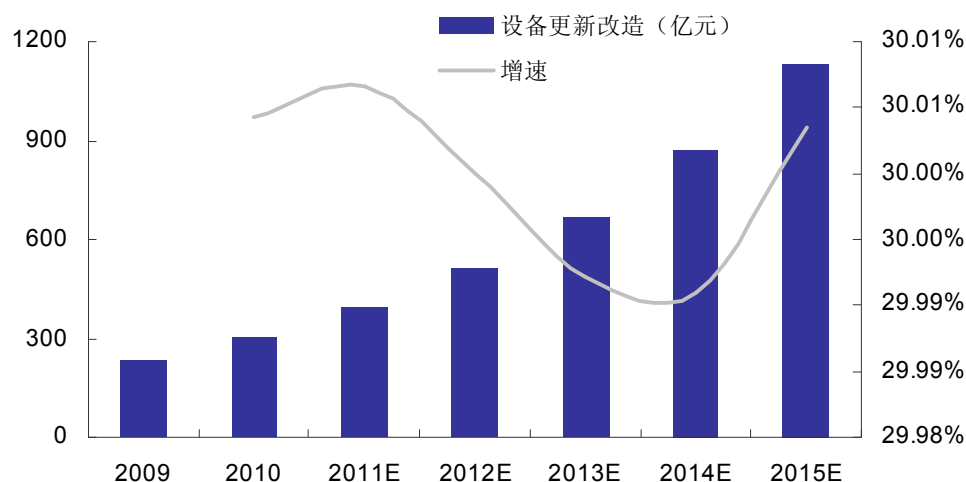


数据来源：煤炭机械工业协会，安信证券研究中心

2.2.2. 煤炭设备的更新需求是未来增长的主要来源

- 煤炭设备的更新需求是由于设备使用达到设计寿命或是老化,而产生的设备更新的需求。我国煤机产品设计寿命一般为5年,更新周期平均为5年。因此,2011年-2015年之间的设备更新需求主要取决于2005-2010年之间的设备投资额。2005年以来,我国煤机销量年均增速30%以上,预示未来几年我国煤机更新换代需求也会保持快速增长。我们测算2011年的设备更新改造为396亿元。

图 8 我国 2011-2015 年设备更新改造的煤炭机械投资额预测(单位: 亿元)

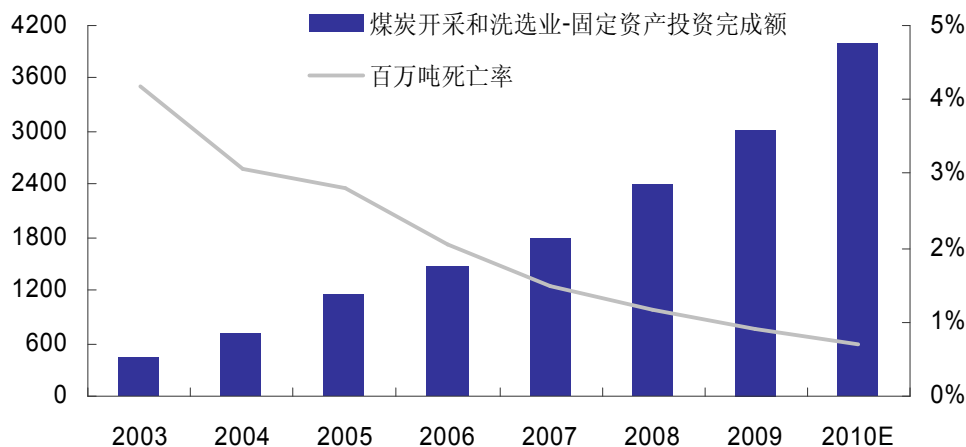


数据来源: 煤炭机械工业协会, 安信证券研究中心

2.2.3. 采煤机械化率的提高, 结构性变化

- 随着煤炭设备投资增加, 百万吨死亡率逐年下降。我国煤炭开采条件十分复杂, 产业集中度低, 煤矿企业安全基础薄弱, 煤矿事故频发。随着煤炭机械化程度的提高, 采煤百万吨死亡率已从 2003 年的 4.17% 下降到 2009 年的 0.89%, 2010 年这一数字约为 0.7%。因此, 机械化水平的提高是我国矿井安全不变的方针。

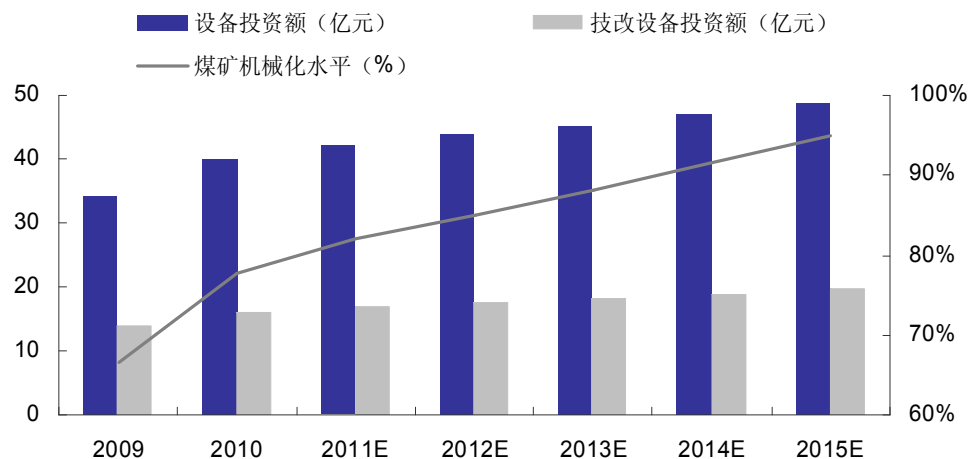
图 9 煤炭行业百万吨死亡率已经低于 1% 单位: 亿元



数据来源: 中国煤炭机械工业协会, 安信证券研究中心

- 采煤机械化率仍有较大提高空间。根据《煤炭工业发展“十二五”规划(征求意见稿)》，到 2015 年, 我国将形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业; 全国煤矿采煤机械化程度达到 75% 以上, 千万吨级煤矿达到 60 处。截止到 2009 年, 我国采煤机械化率为 66.6%, 与 75% 的要求有一定差距。而国外发达国家采煤机械化率大都为 100%。

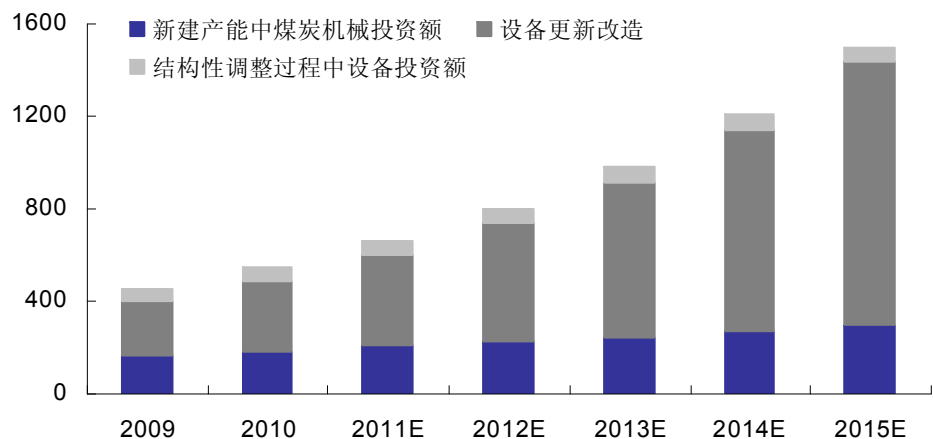
图 10 煤矿机械化水平提高带动煤机投资(单位: 亿元)



数据来源: 煤炭机械工业协会, 安信证券研究中心

- 根据上述预测, 2011-2015 年我国煤炭机械投资总额将由 660 亿元上升到 1500 亿元。年均复合增长率为 20%左右, 平均年需求在 1000 亿元以上。其中, 新建产能对煤炭机械的需求、设备更新改造需求和采煤机械化率提高的需求分别占 25%左右, 70%左右和 5%左右。

图 11 我国煤炭机械投资额汇总预测(单位: 亿元)

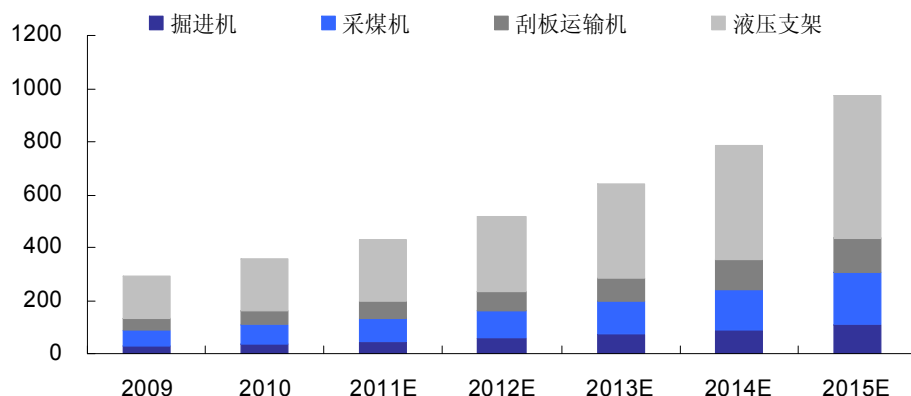


数据来源: 煤炭机械工业协会, 安信证券研究中心

2.3. 煤机主要产品(三机一架)需求预测

- 综采是煤炭工业化发展的方向, 根据之前三方面的需求预测, 我们认为煤炭机械投资额主要用于综采设备, 综采设备占煤炭机械投资额的比例约为 65%。根据历史数据, 按照掘进机占比 11%、采煤机 20%、刮板输送机 14%和液压支架 55%计算, 三机一架的市场规模分别如下图。

图 12 三机一架市场规模预测(单位: 亿元)

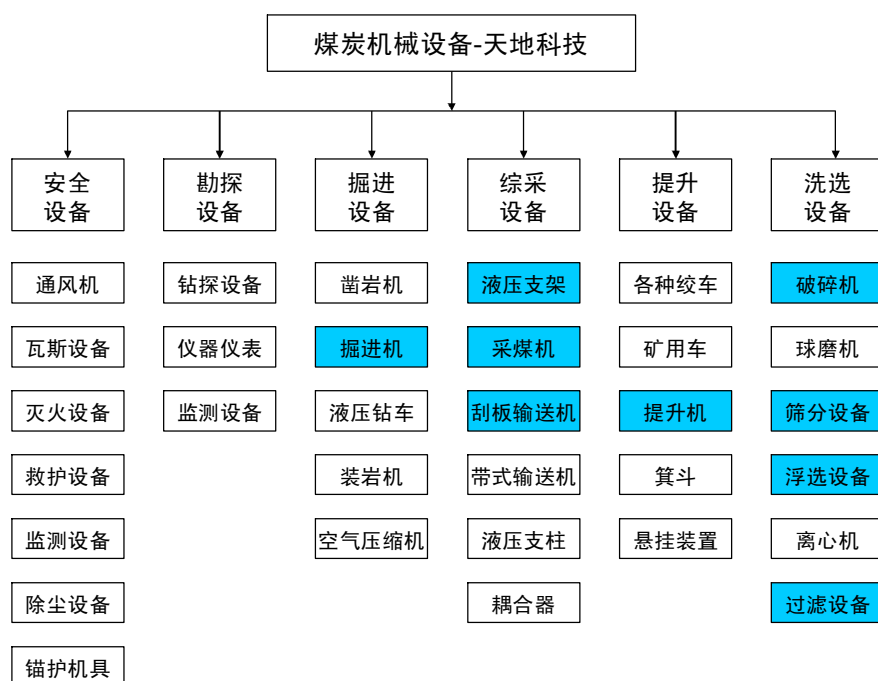


数据来源: 中国煤炭机械工业协会, 安信证券研究中心

2.4. 公司煤机产业链初步形成, 液压支架产能将在今年逐步投放

- **公司做全煤机产品的目标初步实现。**公司大股东是煤炭科工集团, 集团优越的研发实力对公司做全煤机产业链的目标提供有力的支持。目前, 公司已经拥有了煤矿采、掘、运、支、控、选等生产过程的主要产品。

图 13 煤炭机械设备产业链和公司涉足的领域(蓝色)



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

- **液压支架今年开始将逐渐释放产能。**2009 年, 公司与平顶山煤矿机械有限责任公司共同出资在宁夏银川设立了宁夏天地平顶山煤机有限公司, 从事液压支架制造业务, 预计今年上半年产区将建设完毕, 经过近年的探索阶段将逐步释放产能, 公司将产品定位在高端和有特色的液压支架上。我们保守估计未来几年内, 公司的液压支架产品的市场占有率达到 5%-10%。未来仍有上升空间。
- **在做强煤机产业方面,**315 掘进机、340 连采机、80 吨支架搬运车的研制成功并在神东成功应用, 315 掘进机、340 连采机均处于国内领先水平, 80 吨支架搬

运车搬运重量处于世界先进水平。公司液压支架的电液控制系统占 30%的市场份额，公司产品约占市场保有量的三分之一。此外，公司大型减速器技改项目已经基本建设完毕，将在今年投产。由于减速器是综采设备的关键部件，这有助于公司控制产品质量，提高利润率。

- **公司市场份额稳定，仍有一定上涨空间。**根据目前市场占比情况来看，公司刮板输送机、掘进机的排名靠前(2009 年分别为 16.08%、16.2%。我们估计公司未来刮板输送机、掘进机的市场份额相对稳定。随着公司成套化产品的推进，公司其他产品的市场份额有上升的空间。我们预计采煤机市场份额将从目前的 5%提高到 7%左右；液压支架未来有望占有 5%-10%的市场份额。因此，公司未来 3-5 年内，平均年增长率超过 25%，略高于煤机行业 20%的增长率。

表 1 2009 年刮板输送机和液压支架的市场份额排名(单位：亿元)

刮板输送机(2009年)			液压支架(2009年)		
排名	企业名称	占比	排名	企业名称	占比
1	中煤张家口煤矿机械有限公司	23.26%	1	郑州煤矿机械集团股份有限公司	25.17%
2	宁夏天地奔牛实业集团有限公司	16.08%	2	平顶山煤矿机械有限责任公司	10.05%
3	山东矿机集团股份有限公司	13.84%	3	郑州四维机电设备制造有限公司	9.08%
4	山西煤矿机械制造有限责任公司	12.03%	4	中煤北京煤矿机械有限责任公司	8.22%
5	河南焦作神华重型机械有限公司	5.61%	5	山东天晟煤矿装备有限公司	7.93%
6	山西忻州通用机械有限责任公司	5.52%	6	大江信达车辆股份公司工程机械厂	6.66%
7	兖矿集团大陆机械有限公司	3.74%	7	山西平阳重工机械有限责任公司	6.40%
8	淮南长壁煤矿机械制造有限责任公司	3.16%	8	山东矿机集团股份有限公司	3.50%
9	吉林蛟河煤机制造有限责任公司	2.62%	9	四川神坤装备股份有限公司	3.31%
10	邵阳大地煤矿机械有限公司	1.56%	10	晋城金鼎煤机产业发展有限公司	2.88%
掘进机(2008年)			采煤机(2008年)		
排名	企业名称	占比	排名	企业名称	占比
1	三一重型装备有限公司	27.25%	1	鸡西煤矿机械有限公司	27.08%
2	佳木斯煤矿机械有限公司	26.95%	2	太原矿山机械集团有限公司	17.25%
3	煤炭科学研究总院太原分院	16.23%	3	西安煤矿机械厂	13.92%
4	石家庄煤矿机械有限公司	8.94%	4	无锡盛达机械有限公司	13.16%
5	上海创立矿山设备有限公司	5.51%	5	上海创立矿山设备有限公司	10.59%
6	鞍山强力重工有限公司	4.32%	6	辽源煤矿机械制造有限责任公司	7.41%

数据来源：相关煤机公司招股书等公告，安信证券研究中心

- 目前，公司煤机设备业务收入（综采设备）占公司主营业务收入的 66%左右。我们预计公司煤机业务市场份额稳定，未来几年保持 25%以上的增速，2010-2012 年公司矿山自动化、机械化装备的业务收入分别为 50.6、63.9、79.9 亿元。

Year	矿山自动化、机械化装备 (Left Axis)	收入增速 (Right Axis)
2009	~4200	~35%
2010E	~5000	~22%
2011E	~6400	~28%
2012E	~8000	~25%
2013E	~10000	~25%

3. 煤炭洗选设备或将成为未来增长点

■ **煤炭洗选**是利用煤和杂质（矸石）的物理、化学性质的差异，通过物理、化学或微生物分选的方法使煤和杂质有效分离，并加工成质量均匀、用途不同的煤炭产品的一种加工技术。按选煤方法的不同，可分为物理选煤、物理化学选煤、化学选煤及微生物选煤等。目前工业化生产中常用的选煤方法为跳汰、重介、浮选等选煤方法。一般来说，选煤厂的主要工艺有：原煤准备、原煤的分选、产品脱水和产品干燥等。

```

graph TD
    A[原煤] -- 破碎机 --> B[破碎]
    B -- 筛分设备 --> C[筛分]
    C --> D[矸石]
    C --> E[中煤]
    C --> F[精煤]
    E --> G[精煤]
    F --> G
    G -- 浮选设备 离心机 --> H[浮选精煤]
    G --> I[浮选尾煤]
    I -- 复选设备 --> B

```

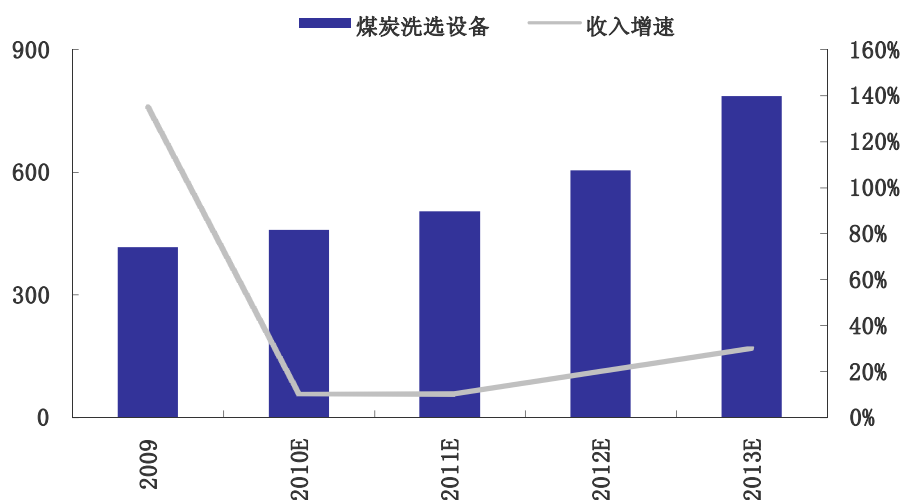
11 敬请阅读本报告正文后各项声明

- **煤炭洗选意义重大。**(1)提高煤炭质量,减少燃煤污染物排放。煤炭洗选可脱除煤中 50%-80%的灰分、30%-40%的全硫(或 60%-80%的无机硫),燃用洗选煤可有效减少烟尘、SO₂ 和 NO_x 的排放,入洗 1 亿 t 动力煤一般可减排 60-70 万 tSO₂,去除矸石 16Mt。(2)提高煤炭利用效率。一些研究表明:炼焦煤的灰分降低 1%,炼铁的焦炭耗量降低 2.66%,炼铁高炉的利用系数可提高 3.99%;合成氨生产使用洗选的无烟煤可节煤 20%;发电用煤灰分每增加 1%,发热量下降 200-360J/g,每度电的标准煤耗增加 2-5g;工业锅炉和窑炉燃用洗选煤,热效率可提高 3%-8%;(3)发展煤炭洗选有利于煤炭产品由单结构、低质量向多品种、高质量转变,实现产品的优质化。我国煤炭消费的用户多,对煤炭质量和品种的要求不断提高。有些城市,要求煤炭硫分小于 0.5%,灰分小于 10%,若不发展选煤便无法满足市场要求。(4)减少运力浪费。由于我国的产煤区多远离用煤多的经济发达地区,煤炭的运量大,运距长,平均煤炭运距约为 600 公里,煤炭经过洗选,可去除大量杂质,每入洗 100Mt 原煤,可节省运力 9600Mt.km。
- **我国原煤入洗率相对较低。**我们认为原煤入洗率低有几个原因:一是之前国家重视程度不够,没有强有力的规划目标;二是洗选设备门槛相对偏低,企业投资的积极性不高。2009 年我国原煤入洗率仅为 43%,动力煤入洗率不到 20%,而美国、南非、俄罗斯的原煤入洗率均超过 55%,动力煤入洗率为 40%。我国这两项分别比发达国家低 12 和 20 个百分点。如果将动力煤入洗率提高 10 个百分点,每年可节能 3400 万吨标准煤,节约运输能耗 1000 万吨。
- “十二五”规划初稿提出:“十二五”期间,以煤矸石、矿井水和煤矿瓦斯治理和利用为重点,到 2015 年,煤矸石、煤泥综合电厂新增装机 2500 万千瓦,煤矸石综合利用率达 70%。到 2015 年,全国原煤入洗量要达到 28 亿吨。也就是说,到 2015 年,我国原煤入洗率将由 2009 年的 45%提高到 62%以上。
- **不考虑设备更新,未来 5 年内我国洗煤设备市场规模约为 30 亿元。**2009 年,我国原煤产量 30 亿吨,原煤入洗率约 12.9 亿吨。为了达到 28 亿吨入洗量的标准,我国每年新增原煤入洗量 2.5 亿吨左右。按照 400 万吨规模的洗煤厂计算,每年将新增 60 座以上的大型洗煤厂。按照年产精煤 150 万吨的洗煤厂成套设备价格 1800 万元左右计算,不考虑设备更新,未来几年平均每年新增市场空间约为 30 亿元。

3.2. 公司唐山基地项目

- **唐山选煤装备研发制造基地开工。**由公司投资兴建的,天地(唐山)矿业科技有限公司产业基地项目于 2010 年 11 月在唐山市丰南经济开发区开工。该项目占地 200 亩,计划总投资 5.24 亿元,将新建高精下料成型设备、自动焊接设备、大型数控加工生产线及整机装配线等先进工艺设备。项目大约 2 年后建成。建成后,可实现年产选煤设备 5000 台(套),实现年产值 10 亿元,加工制造水平国内领先,将成为我国最大的选煤装备研发、制造基地。综合公司现有产能,未来公司洗选设备业务全部达产,年产值约为 15 亿元。
- 由于煤炭入洗的意愿随着环保等成本的上升而上升,就目前环境来看,该业务短期爆发的可能性不大,其增速将呈逐步上升态势,我们预计公司该业务未来三年的收入分别为 4.6、5.0、6.1 亿元。

图 16 公司洗选设备业务收入预测(单位: 百万元)



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

4. 公司亮点

- 煤机产品链全是公司的一大亮点，公司的产品涉足综采设备和洗选设备。除此之外，与同行业相比，公司还存在以下亮点：公司存在资产注入预期；公司有稳定的煤炭业务；公司通过煤炭示范工程业务来做品牌。

4.1. 存在资产注入预期

- **公司的大股东是煤炭科工集团。**经国务院批准，由中煤国际工程设计研究总院、煤炭科学研究总院两家中央企业于 2008 年 4 月合并组建，注册资本 35 亿元，拥有 19 家全资子公司和 1 家控股高科技上市公司。中煤科工集团“3351”战略规划分三个发展阶段：2009 年—2010 年是第一阶段，即：一体化阶段；2011 年—2015 年是第二阶段，即：规模化阶段；2016 年—2020 年是第三阶段，即：国际化阶段。目前已进入第二阶段，集团计划到 2020 年主营业务收入超过 1000 亿元。即 2009-2020 年的营业收入年均复合增长率在 17% 以上。
- **上市公司外资产较丰厚。**2009 年，集团资产 171.5 亿元，营业收入 176 亿元，利润总额 21.5 亿元；天地科技资产 85 亿元，营业收入 66 亿元，利润总额 14.06 亿元。按此估算，除上市公司，集团仍有约 7.5 亿元左右的利润，约 6.4 亿元左右的净利润。
- 2009 年，集团净资产约为 80 亿元，除去上市公司的净资产约 37 亿元。我们预计 2011 年集团除上市公司外净资产 40 亿元。我们假设 2011 年公司采取向集团定向增发的方式完成资产注入，假定集团资产评估后增值 0.8 倍、增发价为 18 元左右（目前股价约为 20 元），需要新增股本约 4 亿股。新增后总股本为 14 亿股左右。
- 保守估计，按照集团除上市公司外资产的净利润每年增长 10% 的增速计算，集团除上市公司外 2011 年净利润约为 7.7 亿元。我们预计 2011 年天地科技定向增发前净利润为 9.6 亿元，二者合计约 17.3 亿元。根据之前的计算，我们预计集团整体上市后，2011 年每股收益约为 1.24 元，将增厚每股收益约 0.29 元，幅度在 30% 左右。
- **资产注入补充公司产品链：**集团“3351”战略规划计划发展五大业务板块：工程

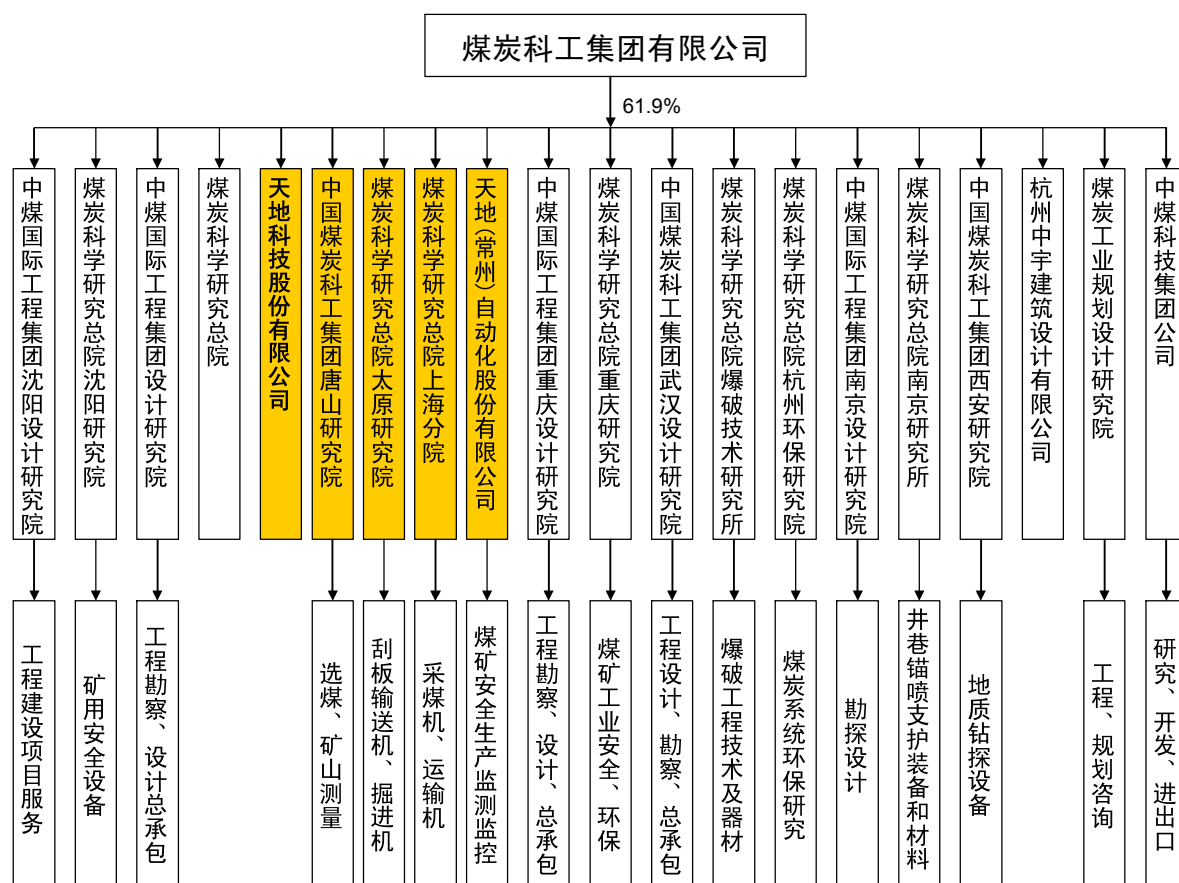
板块、煤机板块、安全板块、科技板块、行业规划板块。目前，集团下属单位的业务也已经形成工程勘察设计、研究开发、煤矿安全、煤机设备等几个板块。资产注入后将为公司布局全产业链打下坚实基础。

表2 煤炭科工集团下属单位简介

下属公司	简介
中煤煤炭科工集团沈阳设计研究院	始建于1952年，是新中国建立的第一所煤炭工业设计院。设有露天、矿井、选煤、机械、煤化工等20多个专业。可承担大型矿区、露天矿、矿井、选煤厂、热电厂等建设项目的勘察、设计、咨询、监理和工程总承包工作。总设计能力5亿吨，约占全国煤炭产量的1/4，露天矿设计一直处于国内领先地位，占有全国露天煤矿设计的大部分市场份额。
中国煤炭科工集团沈阳研究院	前身是煤炭科学研究总院抚顺分院。形成“矿山安全技术研究”、“矿用安全装备及产品的研发与生产”、“安全产品检测检验”与“高等教育”四大功能板块，在煤矿瓦斯防治技术和矿井通风防火技术领域跻身国际先进行列。
中煤国际工程设计研究总院	成立于1952年9月，目前管理的企业有煤炭工业规划设计研究院、北京华宇工程有限公司、沈阳、南京、武汉、重庆、平顶山设计研究院、北京煤矿设计咨询公司以及梅苑物产管理有限公司等九家全资子公司和杭州中宇建筑设计有限公司、国寿安全保险经纪股份有限公司两家控股企业，主营业务为工程勘察、工程咨询、工程设计、工程总承包、矿用设备研发与制造，是中国煤炭工程行业中实力最大、技术最强、市场占有率最高的工程公司。
煤炭科学研究总院	成立于1957年，主要从事煤炭转化与加工利用技术，环境保护与节能技术，煤矿安全技术与装备，煤矿自动化和信息化技术，科技信息和经济研究，矿用安全产品检测检验与安全标志管理等业务。
中煤国际工程集团重庆设计研究院	组建于1953年，从事工程勘察、工程设计、工程监理、工程造价咨询、工程总承包、施工图审查等为一体的国家综合甲级勘察设计研究院。
煤炭科学研究总院重庆研究院	专门从事煤矿及工业安全，环境保护等领域的技术研究、产品开发、制造销售，是煤炭行业唯一的煤矿安全技术国家工程研究中心的依托单位
中国煤炭科工集团武汉设计研究院	成立于1954年，业务范围涉及矿区、矿井、露天矿、选煤厂、煤化工配套工程、矿区机修厂、输变电工程、铁路、公路、市政道路及桥隧、长距离管道输煤、供水、污水处理厂、工业与民用建筑设计及规划等领域，可为上述工程提供工程设计、勘察、工程监理和总承包全方位优质服务
煤炭科学研究总院爆破技术研究院	始建于1978年，是国内唯一一家由国务院正式批准成立，面向全国以民用爆破器材、爆破工程技术和煤矿爆破安全为主要研究与发展方向的科研机构，1999年7月1日随煤炭科学研究总院转制为科技型企业。
煤炭科学研究总院杭州环保研究院	成立于1958年，目前我院是全国煤炭系统唯一的专业环保研究机构，主要从事煤矿水处理与资源化利用、节能减排与工业废水、废气处理等技术的研究、开发和应用。
中煤国际工程集团南京设计研究院	1964年建院，是一个具有多种行业工程勘察设计能力的综合性设计院，设有采矿、选煤、建筑、结构、电厂、煤化工、机械、工厂工艺、电气传动及自动化等30多个专业
煤炭科学研究总院南京研究所	以井巷锚喷支护技术、装备和材料为主导专业研究方向，同时涉足煤矿工程钻机、煤矿机电一体化、煤矿绿色照明等技术领域，并取得丰硕成果。
中煤科工集团西安研究院	成立于1956年，是煤炭系统从事煤矿安全业与地质勘探的大型科研机构。主要从事煤田地质、水文地质、工程地质、地球物理勘探、钻探技术、岩土工程、环境工程、煤层气资源评价与开发等专业的应用基础研究、技术开发与服务，产品的研发与生产，以及工程承包业务，其专业范围基本涵盖了煤田地质勘探与煤矿地质安全业的主要专业与技术领域。
杭州中宇建筑设计有限公司	公司在规划设计、建筑设计、结构设计、园林景观设计、工程管理及设计咨询等方面奠定了坚实的基础，以独特新颖的视角开创了全新的设计理念。
煤炭工业规划设计研究院	前身是煤炭工业部规划设计研究总院，现为国务院国资委管辖的中国煤炭科工集团有限公司的全资子企业。煤炭规划院立足煤炭行业，是一家以工程咨询、规划咨询、政策咨询、管理咨询为主的现代科技型企业。
中煤科技集团公司	于1998年8月成立，经营范围涉及采矿、选矿、煤田地质勘探及水文地质工程矿山建设、矿山安全、环保；地下工程方面的技术开发、咨询、转让以及技术工程承包煤矿机械、电器产品、仪器仪表及配套装备材料、煤炭综合利用产品、化工原料及产品、计算机软硬件方面的新技术产品开发等。

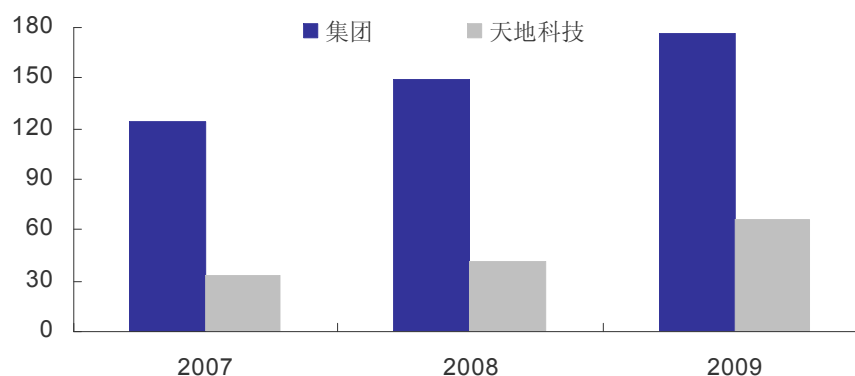
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 17 煤炭科工集团结构



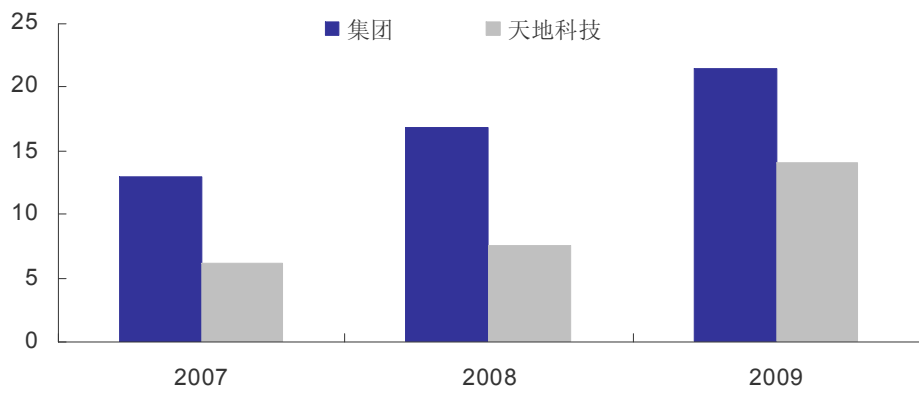
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 18 2007-2009 年煤炭科工集团和天地科技的营业收入(单位：亿元)



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 19 2007-2009 年煤炭科工集团和天地科技的利润总额(单位: 亿元)

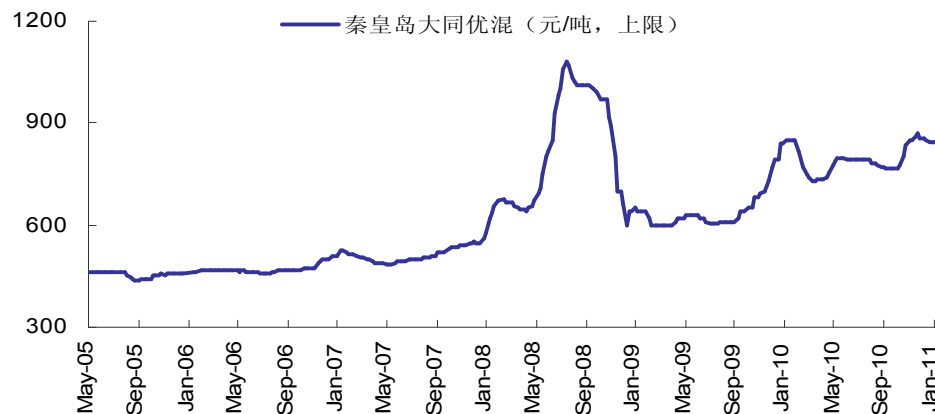


数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

4.2. 煤炭销售业务将受益于煤炭价格上涨

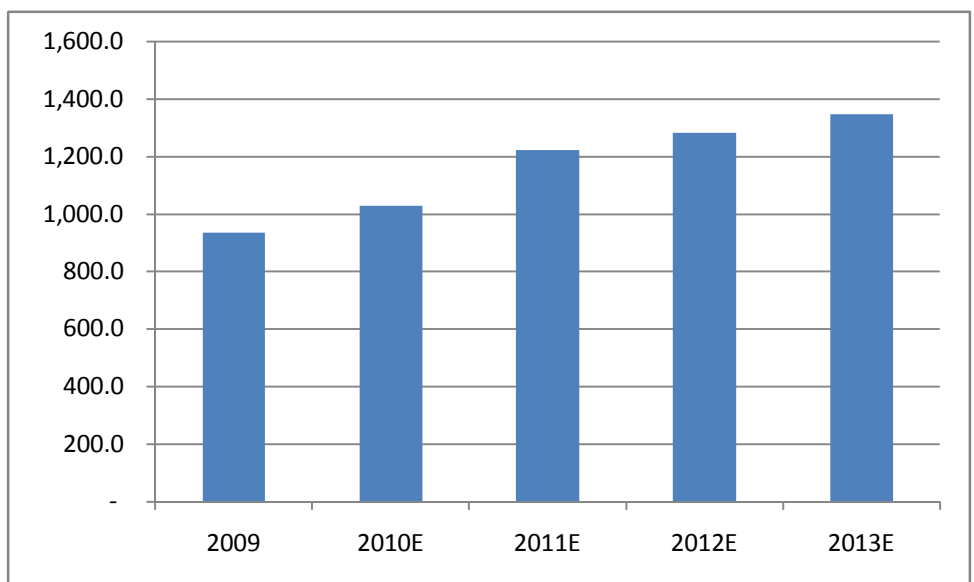
- 公司煤炭销售业务主要是由山西天地王坡煤业公司承担。2002 年底, 王坡煤业由天地科技股份有限公司、山西省泽州县国有资产管理处和煤炭科学研究总院共同出资组建的有限责任公司注册成立。主要从事煤炭科技开发, 煤制品及煤矿和附属设施的经营。王坡煤矿井田面积 29.23 平方公里, 可采储量 2.2 亿吨。目前产能将近 200 万吨/年, 主要产品是无烟煤。2008-2009 年和 2010 年上半年, 公司煤炭销售业务收入分别为 35.2、934.5 和 470.1 百万元。
- 2009 年 12 月山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组正式确定王坡煤矿为整合主体, 同意其重组整合已关闭的泽州县万山煤矿资源, 预计未来煤矿生产能力提升至 300 万吨/年(目前王坡产量在 150-200 万吨之间), 由于这一进程相对不确定, 我们暂不考虑这一产量变动因素。
- 我们预计煤炭平均价格 2011 年将上涨约 10%, 这将为公司煤炭销售业务带来利好。公司煤炭销售毛利率远高于其他业务收入, 2007 年以来毛利率平均在 60%左右。在煤炭价格上涨的带动下, 未来这一业务的毛利率将有明显上涨。我们预计 2010-2012 年, 公司煤炭销售业务收入分别为 10.3、12.2、12.8 亿元。

图 20 秦皇岛大同优混平仓价(单位: 元/吨)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 21 公司煤炭销售业务收入预测(单位: 百万元)



数据来源: 公司定期报告, 安信证券研究中心

4.3. 示范工程有利于带动煤机产品销售

- **示范工程业务取得显著成效。**公司示范工程业务属于煤机服务范畴。近年来, 示范工程部紧紧抓住煤炭行业的发展机遇, 工程承包取得显著成效, 产业建设得到快速发展, 以“技术加资本, 院企共合作”用先进适用技术改造中小煤矿, 以较少增量激活较大存量, 投资少、见效快、效益好的陕西“彬县模式”已成为我国煤炭行业中小煤矿可持续发展的主流模式, 并在全国多个矿区推广应用, 取得了良好的经济效益和社会效益。
- **公司“彬县模式”的示范工程情况:** 2000 到 2010 年来, 公司先后与陕西彬县下沟煤矿、陕西集华柴家沟煤矿、陕西铜川照金煤矿、内蒙古伊东集团东圪堵煤矿、甘肃艾友永兴煤矿、内蒙古伊泰集团凯达煤矿、内蒙古伊泰集团酸刺沟煤矿、山西霍尔辛赫选煤厂等采用“彬县模式”或现场管理、生产承包模式和 EPC 总承包方式合作, 开采设计事业部继续打造用先进技术改造提升中小煤矿升级的“连锁店”。
- 示范工程板块已经成为公司业务的重要组成部分, 2009 年公司在队伍建设、人员培训、制度建设、安全生产和现场管理等方面下功夫, 示范工程项目进展顺利。公司正在运行的生产运营项目有 9 个, 建设管理项目 5 个, 2009 年公司生产运营煤矿合计煤炭产量超过 1300 万吨。
- **2010 年, 公司先后签订何家塔煤矿综采外包、宏盛安泰选煤厂工程总包的合同。**陕西省何家塔煤矿综采队伍外包项目首期合作为 5 年。合同约定公司为陕西省何家塔煤矿提供全方位生产技术服务, 承包范围为除掘进之外的全部矿井生产及管理。承包范围具体包括综采生产组织与管理、一通三防系统、井上下运输系统、矿井供电系统、矿井供排水系统、地面采暖管网及污水处理厂的日常运行管理及设备维护工作; 宏盛安泰选煤厂机电工程总承包项目是天地设计院在承担霍尔辛赫矿井选煤厂项目总承包之后的最大单笔总承包项目。项目设计规模 200 万吨/年, 包括选煤厂的设备采购、安装、调试、联合试运转及人员培训, 计划于 2011 年 7 月 20 日前完成调试工作。
- 结合公司目前在建和在运行的 9 个生产运营项目, 我们估算, 2010 年公司生产运营煤矿合计煤炭产量超过 1500 万吨, 较 2009 年的 1300 万吨产量有所提高。

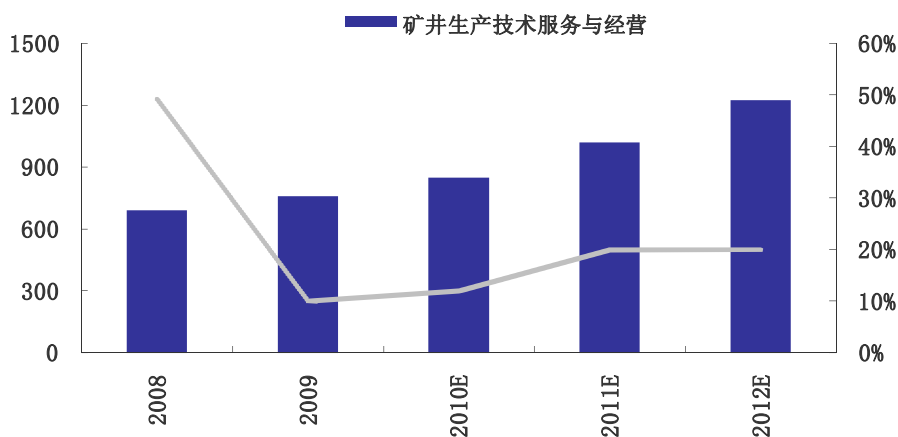
- 我们认为虽然这一业务增长不快，但有利于带动煤机产品的销售。

表 3 公司主要示范工程项目

年份	合作项目	合作效果
2000	开采所事业部与陕西彬县下沟煤矿	45万吨/年提高到400多万吨/年
2003	陕西集华柴家沟煤矿	30万吨/年提高到120万吨/年
2005	陕西铜川照金煤矿	30万吨/年提高到90万吨/年
2006	内蒙古伊东东圪堵煤矿	矿井生产全面技改，年产120万吨
2006	内蒙古伊泰凯达煤矿	120万吨/年，整个采矿期的合作开采
2007	内蒙古伊泰京粤酸刺沟煤矿	4号煤层开采的技术生产合作
2008	山西霍尔辛赫选煤厂	300万吨/年
2010	何家塔煤矿综采队伍外包	提供全方位生产技术服务
2010	宏盛安泰选煤厂机电工程总承包	计划200万吨/年

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 22 公司示范工程业务收入情况及预测(单位：百万元)



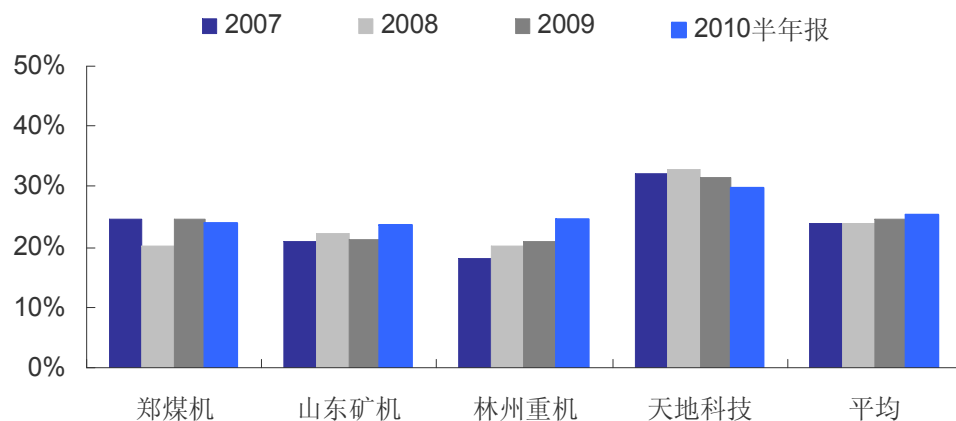
数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

5. 公司财务分析

5.1. 公司毛利率高于行业内其他公司

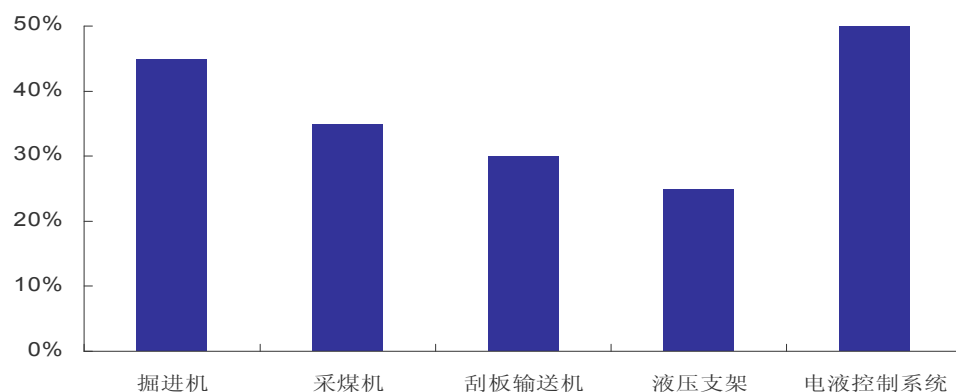
- 2007-2009年和2010年上半年,公司除去煤炭销售业务的毛利率分别为32.03%、32.93%、31.40%和29.80%，虽然呈现下降趋势，但毛利率高于行业平均28%左右的水平。这是因为与同行业公司相比，公司的煤机业务产品侧重于三机一架设备中相对毛利率较高的产品。公司煤机产品的毛利率相对稳定，未来随着大功率减速器的配套能力上升将略有增长。
- 2009年公司毛利率下降主要原因是洗选设备毛利率下降7.3个百分点，而这主要是因为其中除设备外还包括一些综合工程项目。我们预计随着唐山基地洗选设备配套能力的提升以及产能的逐步释放，这一业务的毛利率将回升。

图 23 行业内可比公司毛利率比较(公司已去除煤炭销售业务)



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 24 综采设备平均毛利率分布

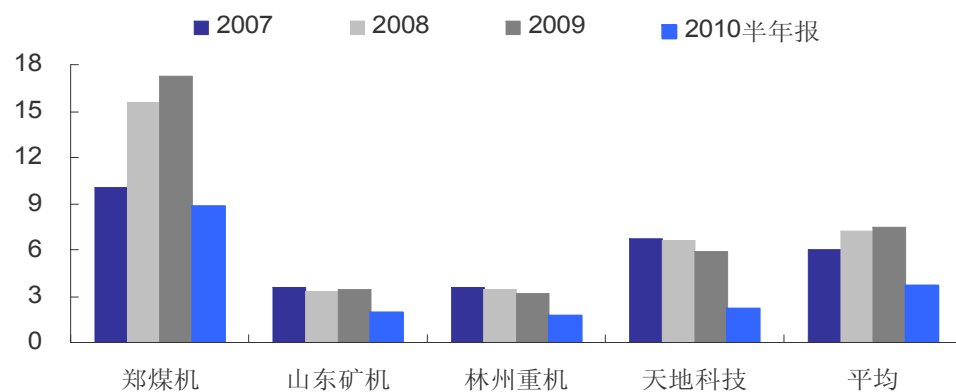


数据来源：中国煤炭机械工业协会，安信证券研究中心

5.2. 营运能力平稳，位于行业平均水平

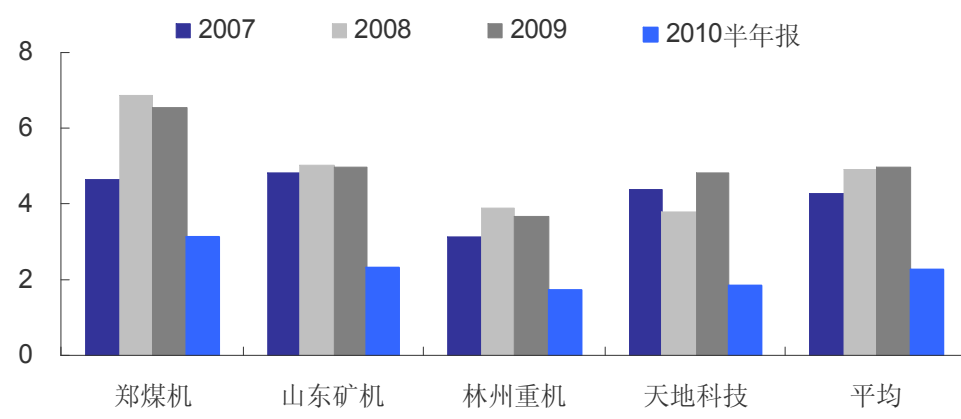
- 2007-2009 年，公司固定资产周转率分别为 6.77、6.66、5.92。与同行业上市公司比较，公司处于平均水平。而郑煤机固定资产周转率较高，与其产品单一有关。公司同期应收账款周转率分别为 4.39、3.77 和 3.83，处于行业内平均水平。

图 25 行业内可比公司固定资产周转率比较



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 26 行业内可比公司应收账款周转率比较



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

■ 总体来讲, 公司营运能力平稳, 盈利能力较强。

6. 盈利预测与估值

6.1. 预计公司未来三年的复合增长率为 18.3%

- 营业收入: 预计公司营业收入保持平稳增长, 其中煤机设备平均增幅 25%左右, 煤炭洗选设备增长将逐步走高, 煤炭销售今年增长主要来自价格的上涨, 未来产量可能小幅上升。
- 毛利率: 随着减速器项目投产, 公司矿山自动化、机械化装备业务的毛利率将有所提高, 今年煤炭产品的毛利率随价格上涨而上升。
- 期间费用率及所得税率保持稳定。

在以上前提假设基础上, 我们预计公司未来三年的每股收益分别为 0.78、0.95、1.16 元, 复合增长率为 18%左右。如果再考虑集团资产未来整体注入, 其对每股收益的增厚大致幅度在 30%左右。

表 4 分项业务预测表 (单位: 百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产品总收入	6,404.3	7,421.2	9,083.2	11,016.2	13,466.6
产品总成本	4,136.3	4,846.4	5,812.6	7,062.4	8,709.2
综合毛利率	35.4%	34.7%	36.0%	35.9%	35.3%
矿山自动化、机械化装备	4,178.5	5,064.3	6,393.7	7,992.1	9,990.2
收入增速	34.8%	21.2%	26.3%	25.0%	25.0%
产品毛利率	31.8%	30.7%	32.0%	32.6%	32.6%
煤炭洗选设备	416.5	458.2	504.0	604.8	786.2
收入增速	135.1%	10.0%	10.0%	20.0%	30.0%
产品毛利率	18.5%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
矿井生产技术服务与经营	691.8	761.0	852.3	1,022.8	1,227.3
收入增速	49.3%	10.0%	12.0%	20.0%	20.0%
产品毛利率	37.6%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%

地下特殊工程施工	183.0	109.8	112.0	114.2	116.5
收入增速	8.5%	-40.0%	2.0%	2.0%	2.0%
产品毛利率	27.1%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
煤炭销售	934.5	1,027.9	1,221.2	1,282.3	1,346.4
收入增速	2553.7%	10.0%	18.8%	5.0%	5.0%
产品毛利率	58.9%	60.4%	64.0%	64.0%	64.0%

数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

6.2. 给予公司买入-B 的投资评级

- 按照重点煤炭企业 2011 年估值情况，我们认为公司煤炭业务的合理估值为 15 倍左右；煤机上市公司目前 2011 年的平均动态市盈率接近 30 倍，由于公司存在资产注入预期，我们认为可以在行业估值水平上给予一定的溢价，公司该业务适用的估值水平为 33-35 倍。综合来看（按照毛利贡献看，煤炭销售业务占比 24%，其他业务 76%），我们认为 2011 年动态市盈率为 28.5-30 倍之间。按此计算，公司对应的合理股价在 27.0-28.5 元之间，给予买入-B 的投资评级。

表 5 煤炭行业可比公司估值表(收盘价为 1 月 25 日)

代码	名称	股价	毛利率	净利率	PE 10	PE 11E	PS	PB
601666	平煤股份	18.57	18.98%	7.47%	13.81	12.05	1.79	4.41
600997	开滦股份	17.71	19.53%	7.83%	24.81	20.39	1.99	4.38
000983	西山煤电	24.10	43.05%	18.61%	20.33	14.66	6.16	7.55
000937	冀中能源	35.80	26.66%	7.96%	16.48	14.04	2.04	4.35
601699	潞安环能	50.60	32.69%	11.94%	19.18	16.55	3.19	6.45
601088	中国神华	22.92	49.32%	28.64%	12.44	10.70	3.76	2.69
600188	兖州煤业	23.40	43.16%	18.17%	15.15	13.25	5.35	4.06
601898	中煤能源	10.04	35.86%	13.20%	15.17	12.33	2.48	1.95

数据来源：WIND，安信证券研究中心

表 6 煤机行业可比公司估值表(收盘价为 1 月 25 日)

代码	名称	股价	毛利率	净利率	PE 10	PE 11E	PS	PB
601717	郑煤机	38.61	24.70%	12.53%	29.13	21.41	5.24	18.07
002526	山东矿机	22.82	21.31%	7.09%	50.74	31.22	5.77	13.16
002535	林州重机	26.10	21.01%	8.36%	54.77	32.46	7.81	14.29

数据来源：WIND，安信证券研究中心

6.3. 风险点提示

- 2010 年下半年以来，郑煤机、山东矿机和林州重机 IPO 上市，募集资金扩建产能，再加上行业内会有新的进入者，竞争加剧，公司面临盈利能力下降的风险。
- 集团对公司的资产注入还没有非常明确的说法，公司面临资产注入预期不确定的风险。
- 今年公司液压支架业务为探索阶段，是否能在市场上占有一席之地尚待确定。
- 公司示范工程项目是否能顺利进行存在一定风险。
- 王坡煤矿的扩产存在不确定性。
- 煤炭价格的上涨未达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-1-25		
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利润表						成长性					
营业收入	2008	2009	2010E	2011E	2012E	营业收入增长率	24.6%	61.1%	12.4%	22.4%	21.3%
减: 营业成本	4,095.9	6,600.4	7,421.2	9,083.2	11,016.2	营业利润增长率	16.1%	91.3%	10.7%	22.3%	22.9%
营业税费	2,767.0	4,279.1	4,846.4	5,812.6	7,062.4	净利润增长率	26.9%	37.9%	12.0%	21.3%	22.0%
销售费用	42.9	76.5	86.1	105.4	127.8	EBITDA 增长率	16.3%	92.4%	6.4%	23.3%	22.3%
管理费用	231.4	293.6	311.7	372.4	440.6	EBIT 增长率	15.2%	91.4%	8.7%	22.7%	22.3%
财务费用	483.8	736.1	808.9	971.9	1,156.7	NOPLAT 增长率	14.4%	73.7%	8.8%	21.7%	21.5%
资产减值损失	14.5	28.8	4.7	11.5	4.2	投资资本增长率	39.6%	44.2%	59.9%	23.1%	20.1%
加: 公允价值变动收益	9.8	34.8	-	-	-	净资产增长率	39.2%	60.0%	26.4%	26.2%	25.3%
投资和汇兑收益	-0.6	-	-	-	-						
营业利润	154.7	188.6	120.0	5.0	5.0						
加: 营业外净收支	700.6	1,340.1	1,483.5	1,814.5	2,229.4	利润率					
利润总额	48.6	66.4	71.0	71.0	71.0	毛利率	32.4%	35.2%	34.7%	36.0%	35.9%
减: 所得税	749.2	1,406.5	1,554.5	1,885.5	2,300.4	营业利润率	17.1%	20.3%	20.0%	20.0%	20.2%
净利润	62.1	216.9	233.2	282.8	345.1	净利润率	12.5%	10.7%	10.7%	10.6%	10.6%
	513.4	708.0	792.8	961.6	1,173.2	EBITDA/营业收入	19.4%	23.2%	21.9%	22.1%	22.2%
						EBIT/营业收入	17.5%	20.7%	20.1%	20.1%	20.3%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2008	2009	2010E	2011E	2012E	固定资产周转天数	54	61	88	94	93
交易性金融资产	723.3	1,565.4	1,402.9	1,776.4	2,396.4	流动营业资本周转天数	61	49	85	112	119
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	333	295	308	283	289
应收票据	1,317.3	1,643.5	1,626.6	1,990.8	2,414.5	应收帐款周转天数	95	75	71	63	63
预付款项	364.6	885.6	1,118.3	1,368.7	1,660.0	存货周转天数	124	101	91	81	81
存货	304.0	293.6	390.6	506.8	648.1	总资产周转天数	440	396	428	400	399
其他流动资产	1,818.0	1,885.0	1,858.9	2,229.5	2,708.9	投资资本周转天数	167	147	201	225	225
可供出售金融资产	0.7	3.5	4.4	4.9	5.5						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	25.8%	27.9%	24.5%	23.6%	22.9%
投资性房地产	358.8	26.5	40.0	40.0	40.0	ROA	11.4%	14.0%	14.5%	14.5%	14.6%
固定资产	-	-	-	-	-	ROIC	44.3%	55.2%	41.6%	31.7%	31.3%
在建工程	705.4	1,526.4	2,113.4	2,616.8	3,054.8						
无形资产	149.9	257.4	154.5	92.7	55.6	费用率					
其他非流动资产	220.4	303.9	283.7	264.9	247.3	销售费用率	5.6%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%
资产总额	64.1	115.6	150.1	149.5	149.1	管理费用率	11.8%	11.2%	10.9%	10.7%	10.5%
短期债务	6,026.4	8,506.6	9,143.2	11,040.9	13,380.1	财务费用率	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%
应付账款	246.0	306.6	302.0	296.0	287.3	三费/营业收入	17.8%	16.0%	15.2%	14.9%	14.5%
应付票据	1,562.0	1,737.2	1,792.5	2,149.8	2,612.1	偿债能力					
其他流动负债	174.1	244.7	265.6	318.5	387.0	资产负债率	55.8%	49.9%	41.1%	38.4%	36.3%
长期借款	1,208.0	1,517.4	1,590.6	1,187.8	1,221.9	负债权益比	126.2%	99.5%	69.6%	62.4%	57.0%
其他非流动负债	48.8	191.0	201.0	211.0	221.0	流动比率	1.37	1.56	1.81	1.97	2.13
负债总额	15.7	20.1	21.8	25.1	28.9	速动比率	0.82	1.09	1.29	1.41	1.55
少数股东权益	3,362.1	4,242.5	3,753.6	4,240.9	4,859.4	利息保障倍数	49.22	47.48	315.99	159.32	526.36
股本	799.4	1,787.8	2,316.3	2,957.4	3,739.6	分红指标					
留存收益	674.4	674.4	1,011.6	1,011.6	1,011.6	DPS(元)			0.16	0.19	0.23
股东权益	1,190.5	1,764.7	2,061.7	2,831.0	3,769.6	分红比率	3.9%	14.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	2,664.3	4,264.1	5,389.7	6,800.0	8,520.7	股息收益率					
现金流量表						业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EPS(元)	0.51	0.70	0.78	0.95	1.16
加: 折旧和摊销	687.1	1,189.6	792.8	961.6	1,173.2	BVPS(元)	2.63	4.22	5.33	6.72	8.42
资产减值准备	83.7	184.5	137.4	178.0	217.1	PE(X)	40.3	29.2	26.1	21.5	17.6
公允价值变动损失	9.8	34.8	-	-	-	PB(X)	7.8	4.9	3.8	3.0	2.4
财务费用	0.6	-	-	-	-	P/FCF	-814.1	-1,470.7	-19.5	-99.4	-251.9
投资收益	18.8	26.5	37.5	4.7	11.5	P/S	5.1	3.1	2.8	2.3	1.9
少数股东损益	-154.7	-188.6	-120.0	-5.0	-5.0	EV/EBITDA	17.8	9.5	14.0	11.5	9.6
营运资金的变动	173.7	481.5	528.5	641.1	782.1	CAGR(%)	32.6%	18.0%	20.7%	-89.7%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-235.8	-442.0	-150.7	-1,049.7	-719.1	PEG	1.2	1.6	1.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	412.0	725.6	1,192.7	737.4	1,452.6	ROIC/WACC	4.5	5.6	4.2	3.2	3.2
融资活动产生现金流量	-250.1	-170.0	-494.3	-595.1	-595.1	REP	1.4	0.8	1.1	1.1	1.0
	-2.6	67.9	-113.7	-199.8	-237.5						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034