

行业景气持续，未来可能资产注入

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格:

27.60 元

期限: 12 个月 上次预测: 30.40 元

现价(2011 年 08 月 03 日): 20.80 元

报告日期: 2011-08-04

报告关键点:

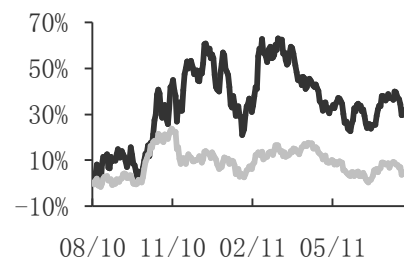
- 二季度煤炭行业投资继续复苏，这与我们之前判断基本相符
- 行业景气仍较高，公司主要产品生产均负荷较大
- 预计公司未来三年复合增长率24%左右，如考虑集团资产注入则业绩可能增厚33%

报告摘要:

- 行业景气仍较高，这与我们之前判断基本相符。上半年我国煤炭开采及洗选业固定资产投资累计增速已回升至20%左右，这与我们之前认为煤机需求的大环境没有改变(煤炭需求仍在上升、机械化率仍在提升、更新需求逐步释放)、未来两三年仍将处于景气高点的看法相符。第三季度一般是煤机设备的传统旺季，第二季度煤炭固定资产投资的复苏使得下半年煤机设备的需求仍将维持较高水平。我们预计行业3-5年景气会维持。
- 下游煤炭企业的需求并未有下降迹象，从公司相关产品来看也是如此。以公司为例，目前各主要生产部门均负荷较大。其中，公司液压支架的产能开始释放，但不会很快见效；洗选设备近期增长不会太快；示范工程及相关产品有可能是公司今年增长最快的业务；煤炭业务毛利、产能趋势向好。在煤机设备上与主要竞争对手相比，公司最大的竞争力在于对行业研究理解较深，而其他公司分别在制造加工、控制成本、销售机制上较强。这一点我们预计短期内不会改变，因此如不考虑兼并收购，就中长期来看公司煤机设备的市场份额会相对稳定。
- 预计公司未来三年复合增长率24%左右，如考虑集团资产注入则业绩可能增厚33%。暂不考虑集团资产，我们预计公司未来三年的每股收益分别为1.02、1.28和1.60元，复合增长率为24%左右。虽然集团资产注入的时间及方式均存在不确定性，我们假设公司明年以定向增发完成整体上市，初步测算可能将增厚每股收益33%左右。我们认为公司合理估值区间为2011年动态市盈率25-27倍之间。按此计算，公司对应的合理股价在25.6-27.6元之间，维持买入-B的投资评级。
- 风险提示：行业竞争加剧；资产注入预期不确定；液压支架业务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。

总市值(百万元)	21,233.48
流通市值(百万元)	21,233.48
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	15.83/27.59 元
十大流通股东(%)	73.13%
股东户数	15,649

12 个月股价表现



— 天地科技 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.96)	1.63	23.60
绝对收益	(5.02)	(6.30)	26.75

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
 S1450511020006

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,600.4	7,969.4	9,337.6	11,581.4	14,475.2
Growth(%)	61.1%	20.7%	17.2%	24.0%	25.0%
净利润	708.0	853.3	1,034.6	1,296.5	1,617.2
Growth(%)	37.9%	20.5%	21.2%	25.3%	24.7%
毛利率(%)	35.2%	35.2%	36.4%	36.2%	36.2%
净利润率(%)	10.7%	10.7%	11.1%	11.2%	11.2%
每股收益(元)	0.70	0.84	1.02	1.28	1.60
每股净资产(元)	4.22	5.54	6.95	8.76	11.01
市盈率	32.3	26.8	22.1	17.7	14.2
市净率	5.4	4.1	3.3	2.6	2.1
净资产收益率(%)	27.9%	24.4%	23.8%	23.6%	23.4%
ROIC(%)	55.2%	43.4%	45.5%	35.9%	38.7%
EV/EBITDA	10.5	13.6	11.7	9.3	7.4
股息收益率	0.4%	0.2%	0.9%	1.1%	1.4%

前期研究成果

天地科技：产业链趋于完善，服务商定位明确

2011-03-21

天地科技：煤机稳中有升，洗选和煤炭贡献可能加大

2011-01-27

1. 行业景气仍较高，这与我们之前判断基本相符

由于一季度我国煤炭开采及洗选业累计固定资产投资同比增速降至个位数，市场担心煤机需求的持续性，但我们认为煤机需求的大环境没有改变，未来两三年仍将处于景气高点。就公司及行业现状来看，与我们之前的预期基本相符。

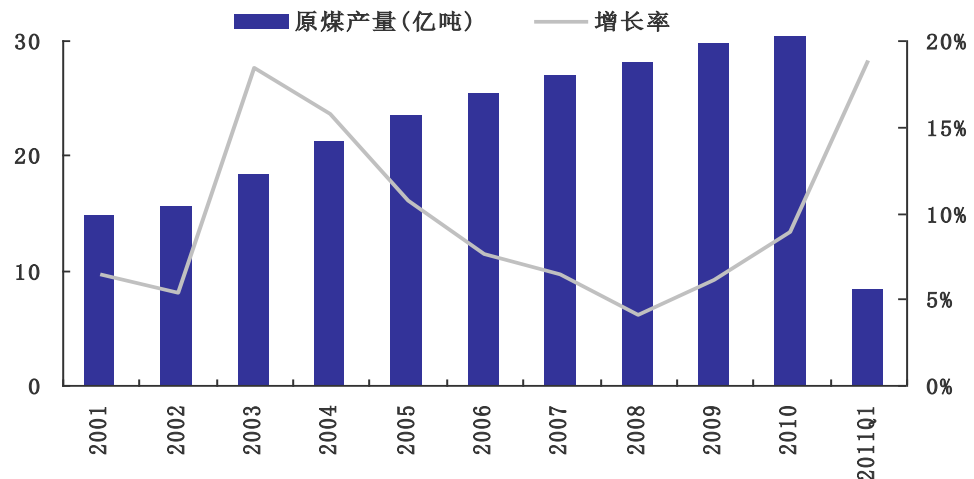
1.1. 煤机行业增长的大环境并未发生改变，未来可以稳定增长

虽然与 2007 年的环境相比有所变化，但我们认为由于煤炭需求仍在上升、机械化率仍在提升，综采设备的稳定增长可期。

➤ 煤炭产量逐年上升

未来新能源比重虽然将提升，但我国未来 3-5 年内以煤炭为主的现象不会改变，预计未来我国煤炭的产量仍将逐年上升。

图 1 今年一季度我国原煤产量仍较快增长

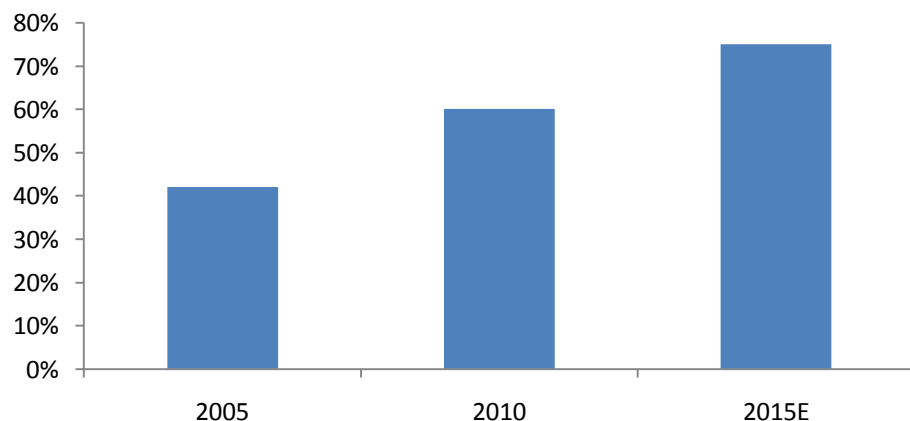


数据来源: wind, 安信证券研究中心

➤ 机械化率仍在提升

根据《煤炭工业发展“十二五”规划》，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 2 煤矿机械化水平仍有提升空间



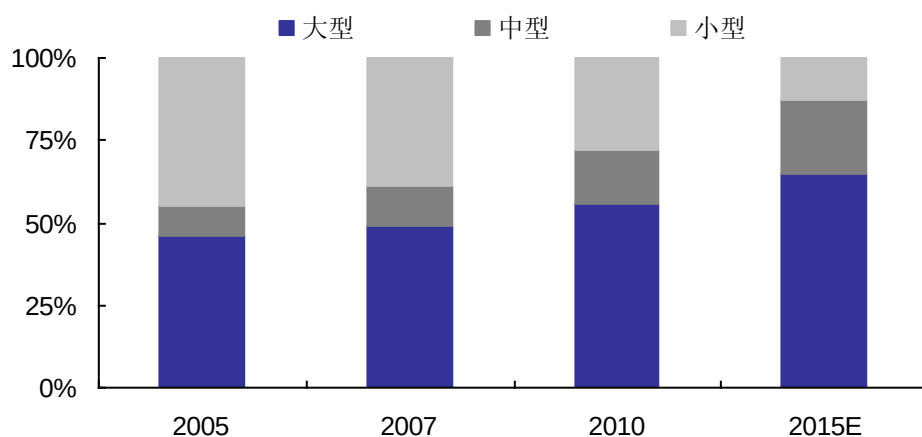
数据来源: 煤炭机械工业协会, 安信证券研究中心

➤ 煤炭行业集中度提升

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。

集中度的提升直接表现为小煤矿占比的下降,而这正是机械化率较低的部分。

图3 我国大中小型煤矿产量占比变化

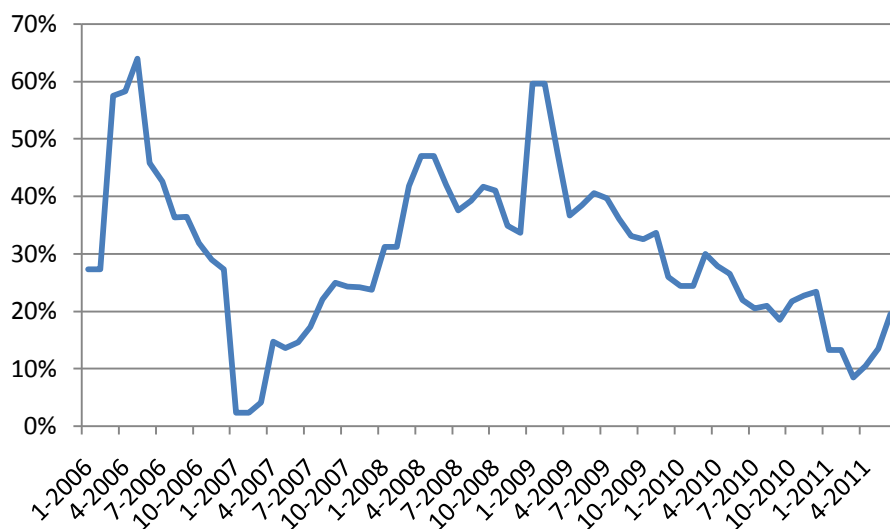


数据来源：中国煤炭机械工业协会，安信证券研究中心

1.2. 今年的煤炭开采及洗选业累计固定资产投资增速也回升至20%

- 我们仍然认为煤机的需求虽然长期来看与煤炭行业固定资产投资关联度较大,但在目前更新改造需求正处于不断增长的环境中,二者之间有可能存在短期偏差,正如一季度二者就存在景气度差异。
- 而且二季度我国煤炭行业的固定资产投资增速回升明显,上半年累计增速已回升至20%左右。这也给煤机需求持续增长带来信心。

图4 煤炭开采及洗选业累计固定资产投资同比增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

1.3. 下半年一般是需求的旺季，预计煤机行业的景气将维持

- 目前煤机生产企业大多认为下游煤炭企业的需求并未有下降迹象,从订单来看也是如此。以公司为例,目前各主要生产部门均负荷较大

- 第三季度一般是煤机设备的传统旺季，二季度煤炭固定资产投资的复苏使得下半年煤机设备的需求仍将维持较高水平。
- 行业 3-5 年景气会维持，未来两年其它可能会有增量

2. 公司主要产品情况

2.1. 煤机设备

从主要产品来看：

➤ 液压支架

宁夏天地平顶山煤机液压支架的生产线已完工，我们预计今年底能够达产，但作为新产品，可能没有那么快见效；

虽然液压支架产能并未释放，但液压支架研究室的员工一直是开采研究所中收入最好的，因此国内最好的研发人员大多也在公司。

➤ 电液控制系统

目前相关员工有 200 多人，前年销售 11 套左右，去年大约 27 套左右，占国内产商供应量的 80%；今年以来产能一直较紧。我们预计其需求不会低于去年，中长期来看，重点市场主要来自维修上；

除煤机企业做电液控制系统外，也有其它企业在做。比如中航下的一家军工企业以及一些高校的老师等，但与公司相比，他们的短板是不了解煤矿；

与德国产品相比，公司产品在质量上相差不多，但成本会低 30%以上。

➤ 巷道掘进机

子公司山西煤机装备在做，与太重、三一的部分产品直接竞争；

与国外比还是有差距，这主要体现在材料上的差距，尤其是钻头；

山西煤机装备是公司下面最好的企业之一，去年为公司贡献了近 1.5 亿元的净利润；是给神华国产化搞的比较好的，还搞维修。内蒙市场目前主要由公司做。

➤ 刮板输送机

虽然公司下属各企业均独立核算，采购、销售在组织上并未直接统一或协同，但是收购宁夏天地西北煤机后，公司利用已有的客户资源为其开拓了不少新客户。

就竞争环境来看：

- 与主要竞争对手相比，公司最大的竞争力在于懂采煤，而其他公司在制造加工、控制成本、销售机制上较强。这一点我们预计短期内不会改变，因此如不考虑兼并收购，就中长期来看公司煤机设备的市场份额会相对稳定。
- 虽然中长期来看，煤炭企业会将煤机设备的维修外包，但自己的机修厂短期内并不会退出，尤其对大型国有企业而言。

2.2. 示范工程

- 示范工程及相关产品销售收入有可能是公司今年增长最快的业务；
- 示范工程目前竞争也较大，前期有个示范工程有竞争对手报价低到了每吨 6 元多（公司后来就没有参与了）。
- 将来有可能建大型的示范矿井（资金需求量大）。

2.3. 洗选设备

- 该行业竞争仍相对较大
- 预计短期内收入不会有太大起色
- 未来入洗率的上升有利于行业需求释放

2.4. 煤炭

- 王坡：目前产能受限于 150 万吨，虽然作为整合小煤矿的主体之一，产能将扩至 300 万吨，但受山西其它一些煤矿事故影响，一直没有最终获批。不过准备工作

已经基本完成。

- 目前公司在陕西、山西、内蒙等煤矿大省都在找资源，希望靠集团的优势来获得便宜一点的资源。但是现在最大的困难在于获得资源的价格较高。
- 公司作为大型国企，在做大规模投资要先上报集团，再报国资委审批，这一程序耗时较长，这一点不如一些灵活的买家，尤其是民营口企业。
- 控股子公司中煤科工能源投资有限公司与山西裕丰科技共同在山西设立山西中煤科工沁南能源有限公司，由公司控股，主要就是为了发展当地的煤矿资源。
- 公司参与煤矿项目主要目的还是借机打开当地的煤机设备销售。

2.5. 地下特殊工程

- 以前以上海周边为主，且与煤炭不是很紧密
- 但目前换了管理者，因此去年有可能是低谷，未来会逐步向好。

3. 公司战略

未来几年公司仍以国内市场发展为主，并将择机完成整体上市。

3.1. 未来两三年以国内市场为主

- 出口市场仍需培育，未来三年内可能不会有太大增长，目前在俄罗斯、乌克兰作了不少努力。
- 未来几年的主要精力还是放在国内，目标重点在进口替代。目前神华已经有好多用国产的了。

3.2. 集团资产注入

- 公司的大股东是煤炭科工集团。
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，归属于母公司的净利润12.1亿元；天地科技资产85亿元，营业收入66亿元，归属于母公司的净利润7.08亿元。按此估算，除上市公司，集团仍有约7.7亿元左右的净利润。
集团最好的资产可能是西安院的钻机，去年收入10多亿元，利润2亿元左右。
- 公司整体上市时间及方案均还未定
公司去年的利润总额超过集团的一半以上，如果去除煤炭销售业务，公司产值也占集团一半左右；
公司正在寻找煤炭资源，有合适的机会会考虑做一两个大煤矿的示范工程，加上煤机设备的扩产，不排除未来有再融资的需求，这与集团整体上市方案可能会有一定影响；
集团董事会明年将到期，而整体上市涉及面较广，有可能不是短期内能解决的。此外，集团的外部董事相对较多，协调起来也不容易
- 假设公司明年以定向增发完成整体上市，初步测算可能将增厚每股收益33%左右。
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2012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20元左右（目前股价约为23元），需要新增股本约3.6亿股。新增后总股本约为13.7亿股左右。
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2012年净利润约为10.3亿元。我们预计2012年天地科技定向增

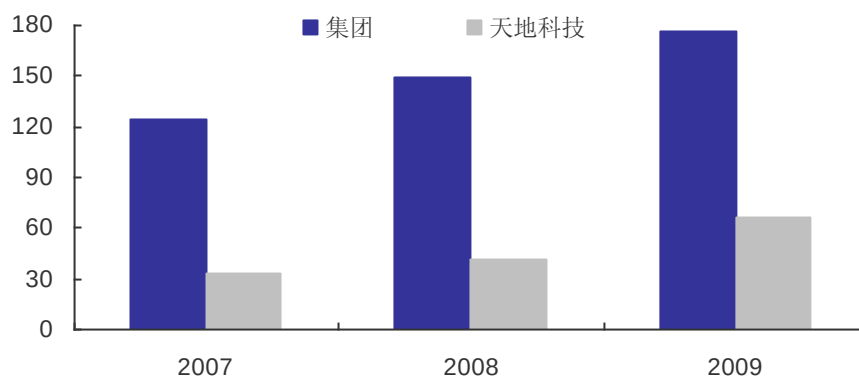
发前净利润为 13 亿元左右，二者合计约 23.3 亿元。根据之前的计算，我们预计集团整体上市后，2012 年每股收益约为 1.7 元左右，将增厚每股收益约 0.4 元，幅度在 33%左右。

表 1 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，煤矿安全技术及装备，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。

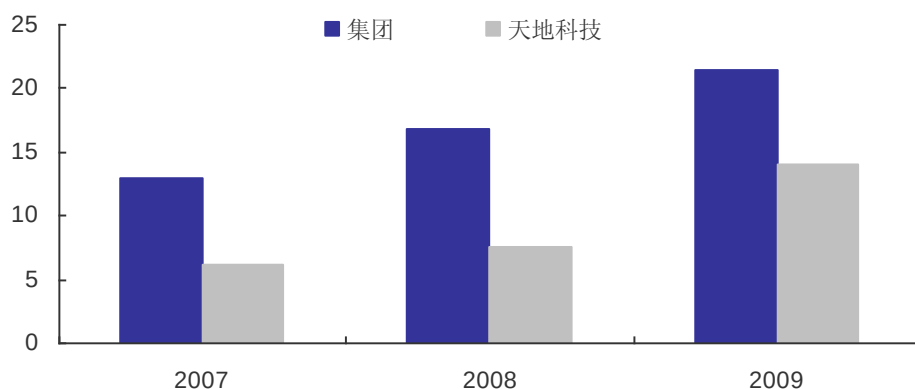
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 5 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 6 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. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

暂不考虑集团资产,我们预计公司未来三年的每股收益分别为 1.02、1.28 和 1.60 元,复合增长率为 24%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 33%左右。

表 2 分项业务预测表(单位: 百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
产品总收入	7,723.3	9,337.6	11,581.4	14,475.2
综合毛利率	35.5%	36.4%	36.2%	36.2%
矿山自动化、机械化装备	4,937.1	5,983.8	7,479.8	9,349.7
收入增速	18.2%	21.2%	25.0%	25.0%
产品毛利率	31.8%	32.5%	32.5%	32.5%
煤炭洗选设备	592.7	651.9	782.3	1,017.0
收入增速	42.3%	10.0%	20.0%	30.0%
产品毛利率	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
矿井生产技术服务与经营	981.4	1,324.9	1,656.2	2,070.2
收入增速	41.9%	35.0%	25.0%	25.0%
产品毛利率	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%
地下特殊工程施工	170.1	173.5	177.0	180.5
收入增速	-7.1%	2.0%	2.0%	2.0%

产品毛利率	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
煤炭销售	1,041.9	1,203.4	1,486.2	1,857.8
收入增速	11.5%	15.5%	23.5%	25.0%
产品毛利率	61.5%	65.0%	63.1%	63.1%

数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

4.2. 维持公司买入-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 28 倍左右，虽然公司规模较大，但由于存在资产注入预期，预计其对业绩增厚明显，因此我们认为可以给予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 28-30 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 25-27 倍之间。按此计算，公司对应的合理股价在 25.6-27.6 元之间，维持买入-B 的投资评级。

表 3 煤机行业可比公司估值表(收盘价为 7 月 20 日)

代码	名称	股价	毛利润率	净利润率	PE 11E	PE 12E	PS	PB
601717	郑煤机	35.71	24.7%	13.2%	21	16	3.7	5.0
002526	山东矿机	25.04	22.8%	10.5%	31	20	5.1	3.6
002535	林州重机	17.91	27.1%	12.1%	33	19	8.6	16.4

数据来源：WIND，安信证券研究中心

5. 风险点提示

- 行业竞争加剧，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	2011-7-21		
							2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标					
营业收入	6,600.4	7,969.4	9,337.6	11,581.4	14,475.2	成长性					
减: 营业成本	4,279.1	5,163.5	5,939.0	7,390.5	9,240.8	营业收入增长率	61.1%	20.7%	17.2%	24.0%	25.0%
营业税费	76.5	102.8	112.1	139.0	173.7	营业利润增长率	91.3%	13.8%	24.7%	26.1%	25.4%
销售费用	293.6	375.6	401.5	474.8	579.0	净利润增长率	37.9%	20.5%	21.2%	25.3%	24.7%
管理费用	736.1	882.9	952.4	1,158.1	1,447.5	EBITDA 增长率	92.4%	12.2%	22.7%	25.9%	24.7%
财务费用	28.8	12.8	15.0	20.0	25.0	EBIT 增长率	91.4%	12.3%	24.6%	26.2%	25.4%
资产减值损失	34.8	23.9	21.4	5.8	7.5	NOPLAT 增长率	73.7%	13.4%	21.7%	25.4%	24.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.2%	16.2%	58.8%	15.8%	16.0%
投资和汇兑收益	188.6	116.6	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	60.0%	31.4%	25.4%	26.1%	25.8%
营业利润	1,340.1	1,524.7	1,901.2	2,398.1	3,006.7	利润率					
加: 营业外净收支	66.4	136.5	62.0	62.0	62.0	毛利率	35.2%	35.2%	36.4%	36.2%	36.2%
利润总额	1,406.5	1,661.1	1,963.2	2,460.1	3,068.7	营业利润率	20.3%	19.1%	20.4%	20.7%	20.8%
减: 所得税	216.9	292.4	294.5	369.0	460.3	净利润率	10.7%	10.7%	11.1%	11.2%	11.2%
净利润	708.0	853.3	1,034.6	1,296.5	1,617.2	EBITDA/营业收入	23.2%	21.5%	22.5%	22.9%	22.8%
资产负债表						EBIT/营业收入	20.7%	19.3%	20.5%	20.9%	20.9%
货币资金	1,565.4	2,297.7	2,101.9	3,114.2	4,541.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	77	82	79	70
应收账款	1,643.5	1,993.9	2,406.0	2,984.2	3,729.8	流动营业资本周转天数	49	50	80	102	101
应收票据	885.6	1,202.9	1,407.0	1,745.1	2,181.2	流动资产周转天数	295	321	318	306	320
预付账款	293.6	405.8	524.6	672.4	857.2	应收账款周转天数	75	76	81	80	80
存货	1,885.0	2,047.6	2,115.3	2,632.2	3,291.2	存货周转天数	101	89	80	74	74
其他流动资产	3.5	5.2	6.9	9.2	12.0	总资产周转天数	396	431	427	405	405
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	147	155	185	197	183
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26.5	98.1	100.0	100.0	100.0	ROE	27.9%	24.4%	23.8%	23.6%	23.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	13.0%	14.4%	14.5%	14.4%
固定资产	1,526.4	1,896.2	2,382.4	2,697.1	2,954.9	ROIC	55.2%	43.4%	45.5%	35.9%	38.7%
在建工程	257.4	161.3	96.8	58.1	34.8	费用率					
无形资产	303.9	317.1	310.8	304.7	298.7	销售费用率	4.4%	4.7%	4.3%	4.1%	4.0%
其他非流动资产	115.6	134.1	141.6	141.3	141.2	管理费用率	11.2%	11.1%	10.2%	10.0%	10.0%
资产总额	8,506.6	10,559.7	11,593.3	14,458.6	18,142.3	财务费用率	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
短期债务	306.6	268.4	80.0	10.0	10.0	三费/营业收入	16.0%	16.0%	14.7%	14.3%	14.2%
应付账款	1,737.2	2,037.7	2,196.6	2,733.5	3,417.8	偿债能力					
应付票据	244.7	374.5	341.7	425.2	531.7	资产负债率	49.9%	47.0%	39.4%	38.7%	38.6%
其他流动负债	1,517.4	1,820.7	2,179.5	2,561.7	3,039.4	负债权益比	99.5%	88.5%	65.0%	63.2%	62.8%
长期借款	191.0	165.6	165.6	165.6	165.6	流动比率	1.56	1.67	1.96	2.07	2.16
其他非流动负债	20.1	27.3	34.1	45.3	59.8	速动比率	1.09	1.24	1.48	1.58	1.67
负债总额	4,242.5	4,958.4	4,567.6	5,601.1	6,999.8	利息保障倍数	47.48	120.53	127.74	120.91	121.27
少数股东权益	1,787.8	2,293.2	2,927.3	3,721.9	4,713.1	分红指标					
股本	674.4	1,011.6	1,011.6	1,011.6	1,011.6	DPS(元)	0.10	0.04	0.20	0.26	0.32
留存收益	1,764.7	2,259.1	3,086.8	4,124.0	5,417.8	分红比率	14.3%	4.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	4,264.1	5,601.3	7,025.7	8,857.5	11,142.5	股息收益率	0.4%	0.2%	0.9%	1.1%	1.4%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,189.6	1,368.8	1,034.6	1,296.5	1,617.2	EPS(元)	0.70	0.84	1.02	1.28	1.60
加: 折旧和摊销	184.5	203.3	187.8	230.4	271.7	BVPS(元)	4.22	5.54	6.95	8.76	11.01
资产减值准备	34.8	23.9	21.4	5.8	7.5	PE(X)	32.3	26.8	22.1	17.7	14.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	4.1	3.3	2.6	2.1
财务费用	26.5	37.5	27.3	15.0	20.0	P/FCF	-1,627.4	88.7	-17.3	77.0	43.4
投资收益	-188.6	-116.6	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	3.5	2.9	2.5	2.0	1.6
少数股东损益	481.5	515.5	634.1	794.6	991.2	EV/EBITDA	10.5	13.6	11.7	9.3	7.4
营运资金的变动	-442.0	-353.6	-290.9	-485.6	-637.2	CAGR(%)	20.7%	24.0%	23.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	725.6	1,092.2	1,597.1	1,856.7	2,270.4	PEG	1.6	1.1	0.9	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-170.0	-307.0	-597.4	-495.1	-495.1	ROIC/WACC	5.6	4.4	4.6	3.6	3.9
融资活动产生现金流量	67.9	-128.7	-409.1	-349.3	-348.4	REP	0.9	1.4	0.9	1.0	0.8

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	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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