

公司研究

公司点评

跟踪评级_调低: 短期_推荐, 长期_A

煤机业务发展低于预期, 调低评级

——天地科技(600582)公司点评

核心观点

事件:

公司发布半年报, 2011年1-6月实现营业收入47.2亿元, 同比增长37.3%, 归属母公司净利润3.6亿元, 同比增长22.5%, 实现摊薄EPS为0.34元。

投资要点:

1、煤炭贸易对总收入增长贡献大。今年上半年, 子公司科工能源取得8.1亿元的煤炭物流收入, 占公司总收入比重为17.2%, 但其毛利率仅为2.8%, 利润贡献非常有限, 如果扣除这块新业务收入, 则公司原有业务收入同比增长13.7%, 低于我们的预期。

2、煤机业务发展短期受阻。公司核心业务板块, 煤矿机械和煤炭洗选装备今年上半年实现收入分别为24.0亿元和2.2亿元, 同比分别增长7.3%和-0.3%。我们判断, 1)上半年国内煤炭行业生产与投资环节出现分化, 煤炭需求稳步增加带动煤炭产量提高, 而受制于政策性因素煤矿FAI未复苏; 2)掘进机和刮板输送机行业竞争加剧; 3)公司的液压支架业务短期尚难以贡献利润, 造成了公司煤机业务增速较低。

3、示范工程全年的表现预计较佳。作为行业上市公司中具备煤矿开采EPC业务能力的企业, 公司的矿井生产技术服务与经营板块同比增长32.5%, 保持了稳定快速的增长。由于公司在煤炭开采工程领域的权威性, 加之近年对该业务的大量推广, 我们看好其竞争力。并且, 下半年煤炭采选FAI预计将回升, 行业景气将推动该业务较快发展。

4、煤炭业务弹性较大。王坡煤矿扩产已经做好准备工作, 目前的产能约为150万吨/年, 计划扩产到300万吨/年, 增长约50-100%。但是, 今年安全事故频发, 政府审批将更加严格。子公司科工能源今年上半年在山西成立合资公司, 加大对煤矿资源的投资力度, 但山西煤矿整合已完成, 优质低价的煤矿将异常稀缺。

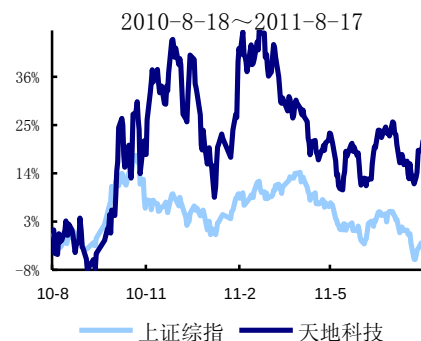
调低公司评级至“推荐-A”。考虑公司煤机面临的市场竞争将加剧, 综合毛利率预计下降, 我们下调公司2011-2013年的盈利预测, EPS(摊薄)分别为0.97元、1.19元和1.45元, 对应动态P/E分别为23X、18X和15X, 我们调低公司评级至“推荐-A”。

风险提示: 煤炭采选行业固定资产投资低于预期; 行业竞争加剧; 王坡煤矿扩产不确定性; 资产注入进展不确定性。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	7969	10281	13159	16449
同比增速(%)	20.7	29.0	28.0	25.0
归母净利润(百万)	853.3	980.5	1201.6	1466.7
同比增速(%)	20.5	14.9	22.5	22.1
EPS(元)	0.84	0.97	1.19	1.45
P/E	26	23	18	15

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	101160.00
流通A股(万股)	101160.00
52周内股价区间(元)	16.88-27.59
总市值(亿元)	225.69
总资产(亿元)	105.60
每股净资产(元)	3.27
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-行业研究-行业专题-煤机行业: 深挖千亿级“地下工程机械”行业的潜力》 2011-06-02
- 《国都证券-公司研究-公司点评-天地科技(600582): 对外投资推动煤机龙头持续成长》 2011-06-03

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 向磊

电话: 010-84183147

Email: xianglei@guodu.com

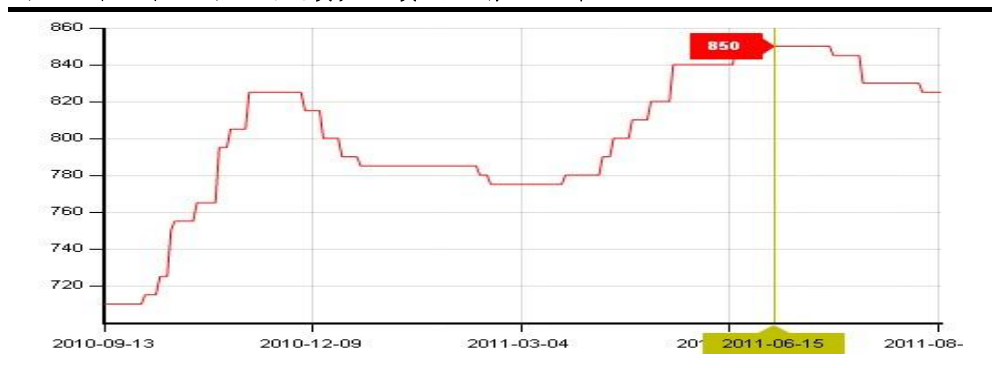
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、煤炭产业链上下游或复苏

2011 年上半年，我国煤炭行业生产和投资 2 个环节出现分化：1) 煤炭消费端需求持续旺盛，带动煤炭生产稳定增长；2) 但是煤炭采选固定资产投资增速较低，主要煤炭产业整合地，山西的复产进度慢，全国各地安全事故频发，政策性审批变得严格。

公司在煤炭开采产业链上的业务较长，示范工程和煤炭业务受到消费生产端的影响大，而煤机设备和工程施工业务受行业投资影响大。所以，我们可以看到公司 1H2011 各板块的业绩出现了分化，这与行业特征是完全吻合的。

图 1：煤炭采选行业固定资产投资速度有望上升

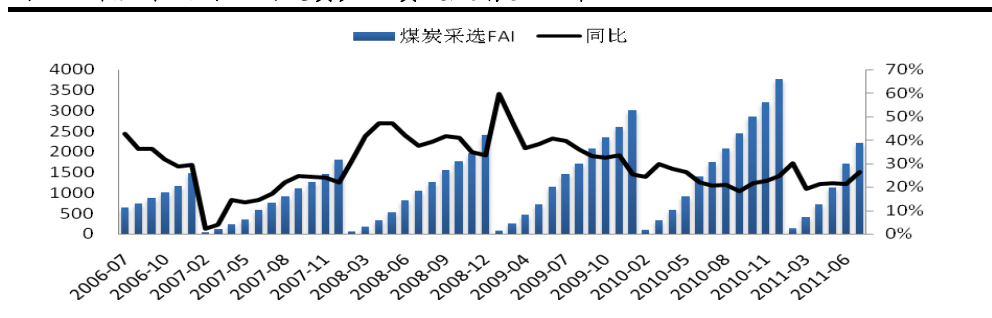


数据来源：煤炭网，国都证券

下半年，我们预计煤炭需求依然旺盛，煤炭价格有保证。

煤炭采选投资方面下半年预计好转。今年 1-6 月，煤炭采选行业固定资产投资同比增长 19.5%，而 7 月份增速超过 30%，由于山西煤炭行业整合之后的复产在即，我们预计下半年行业将复苏。

图 2：煤炭采选行业固定资产投资速度有望上升



数据来源：Wind，国都证券

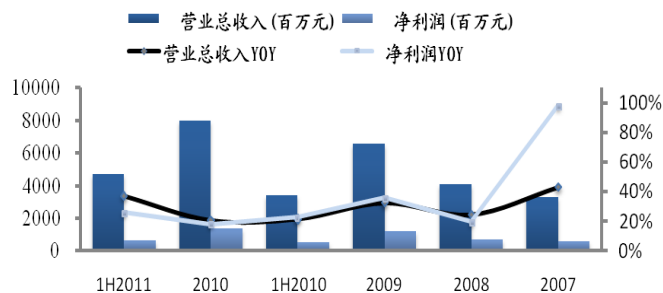
长期来看，正如我们在今年的行业深度报告中所做的分析，驱动煤机行业景气的三大因素：小煤矿整合、综采率提升、设备更新需求，将逐步到来。我们预计，今年下半年山西小煤矿整合逐步复产，煤机行业新一轮增长或即将来临。

2、公司三大业务板块将平衡发展

我们按照产业链位置不同，把公司的业务分成三块：煤机设备、工程类、煤炭业务。

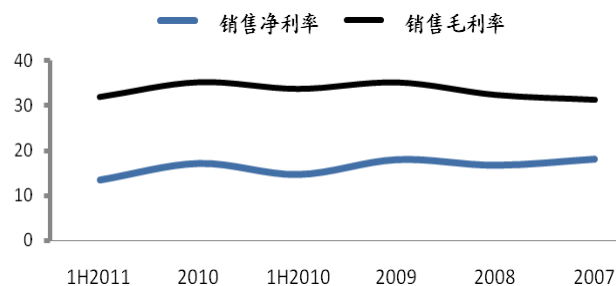
今年上半年，公司三大块业务出现了分化，煤机设备收入增幅下降，示范工程和煤炭业务均出现了良好的增长。1H2011 收入结构中，煤机设备占比下降到 56.7%，而煤炭业务（销售+物流）占比提高到 31.9%。

图 3: 公司过去几年保持了较好的成长性



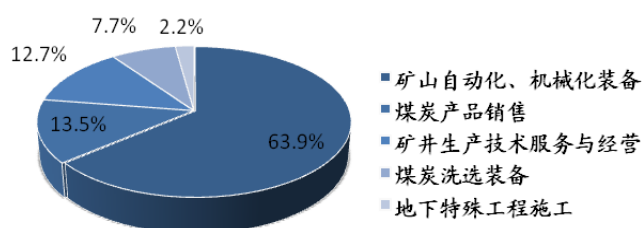
资料来源：国都证券

图 4: 液压支架是公司核心产品



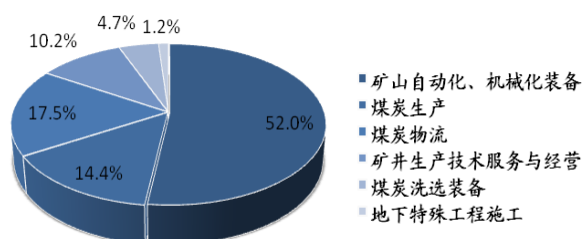
资料来源：国都证券

图 5: 2010 年公司产品收入构成



资料来源：国都证券

图 6: 1H2011 公司产品收入构成



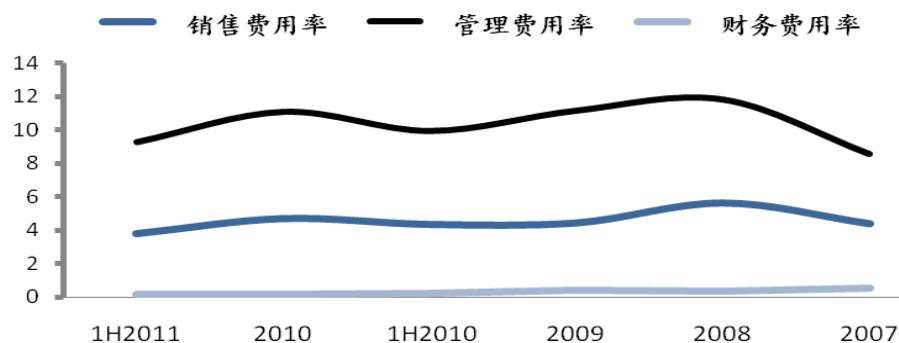
资料来源：国都证券

◆短期内，对公司最大的期待是液压支架业务。控股子公司宁夏天地平顶山一期厂房 2010 年底已交付，今年下半年预计会形成业绩，不过行业竞争预计将加剧。

◆公司拥有自主知识产权的“SAC”电液控制系统具备进口替代的能力。天地玛珂（天地科技与德国玛珂的合资公司，公司控股 68%），为液压支架电液控制系统的重要提供者，其拥有自主知识产权的“SAC”电液控制系统，2010 年已经出售 27 套，作为液压支架的核心零部件，该产品前景较好。

长期来看，作为国内权威的煤炭开采设计施工单位，公司将在整个产业链上全面推进。煤机设备、示范工程，和煤炭业务将成为公司业绩增长的三大支撑。

图 7: 公司期间费用率下降



数据来源：国都证券

财务上，管理费用率依然偏高。今年上半年，虽然公司的各项期间费用均出现了下降，其中管理费用率降至 9.3%，但是仍高于行业水平，未来下降的空间有限。

公司的竞争能力有 2 点不足：制造能力不强，管理制度不够灵活。相比于煤机行业的三一国际、太重煤机、国际煤机，公司更擅长煤矿开采设计及工程，制造能力存在劣势；相比于上海创立、三一国际、林州重机，作为大型央企的资本平台，公司的管理不如这些民企灵活。

公司的优势则是产业链较长，煤矿开采 EPC 能力强，另外公司的成套化走到了行业前列。2010 年，公司牵头签订了 5 套“成套技术与装备”，合同金额 2.35 亿元，还与招行合作作为其中 2 套做了融资租赁，涉及金额 7000 万元以上。

竞争加剧的风险值得注意。掘进机行业的参与者，如三一国际、国际煤机等实力极强，还有诸如北方创业这样的新入者的挑战，行业竞争预计将加剧。而刮板输送机行业门槛不高，有不少新增产能将要投放，同样存在较大的竞争加剧风险。

表 1：我国主要煤机企业综采设备生产情况

	掘进机	采煤机	液压支架	刮板输送机	其他
主要煤机集团					
中国煤炭科工集团	山西煤机（天地科技）	上海分院（天地科技）	宁夏天地平顶山煤机（天地科技）	◇宁夏天地奔牛（天地科技） ◇山西煤机（天地科技）	◇宁夏天地西北煤机（天地科技） ◇天地玛珂（天地科技）
中煤能源集团	石家庄煤机（中煤能源）	西安煤机（中煤能源）	北京煤机（中煤能源）	张家口煤机（中煤能源）	◇抚顺煤机（中煤能源） ◇中煤装备旗下其他
国际煤机	佳木斯煤机	鸡西煤机	郑州四维	淮南长壁	
三一集团	三一国际	三一国际	三一国际	三一国际	三一国际
太重集团		太原矿山机械	太重煤机	山西煤机	
郑煤机集团			郑煤机	郑煤机长壁子公司	
山东矿机集团			山东矿机	山东矿机	山东矿机
其他主要煤机企业					
上海创立	上海创立	上海创立			
林州重机			林州重机	林州重机	
中国重工			山西平阳重工		

数据来源：国都证券

下调盈利预测：

我们预计 2011-2013 年，公司的 EPS(摊薄)分别为 0.97 元、1.19 元和 1.45 元，对应动态 P/E 分别为 23X、18X 和 15X。综合考虑公司煤机面临的市场竞争将加剧，管理费用率过高影响盈利能力，具备煤矿开采 EPC 能力，成套化走在行业前列等正反面因素，我们调低公司评级至“**推荐-A**”。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7953.0	10452.5	12918.2	16408.8	营业收入	7969.4	10280.7	13159.3	16449.2
现金	2297.7	2690.9	3463.3	4353.7	营业成本	5163.5	6836.7	8790.4	10988.0
应收账款	1875.4	2470.0	3074.4	3865.4	营业税金及附加	102.8	124.8	161.9	203.2
其它应收款	118.5	222.5	225.3	330.6	营业费用	375.6	478.1	610.2	765.5
预付账款	405.8	527.2	657.1	821.2	管理费用	882.9	1079.5	1394.9	1743.6
存货	2047.6	3545.6	3537.3	5275.5	财务费用	12.8	58.1	74.9	94.7
其他	1208.0	996.3	1960.8	1762.3	资产减值损失	23.9	37.0	48.4	58.2
非流动资产	2606.8	3085.6	3659.4	4270.5	公允价值变动收益	0.0	-0.1	0.0	-0.1
长期投资	98.1	101.8	105.5	109.2	投资净收益	116.6	123.1	131.9	126.4
固定资产	1897.6	2264.5	2695.4	3153.6	营业利润	1524.7	1789.5	2210.4	2722.2
无形资产	317.1	393.2	479.8	574.0	营业外收入	147.4	107.6	115.3	118.1
其他	294.0	326.1	378.8	433.7	营业外支出	10.9	9.5	9.7	9.8
资产总计	10559.7	13538.1	16577.6	20679.3	利润总额	1661.1	1887.7	2316.0	2830.5
流动负债	4765.5	6148.0	7375.0	9262.8	所得税	292.4	314.8	388.5	477.8
短期借款	268.4	277.4	511.6	629.9	净利润	1368.8	1572.8	1927.5	2352.7
应付账款	1848.0	2676.1	3125.0	4122.1	少数股东损益	515.5	592.3	725.9	886.0
其他	2649.1	3194.5	3738.4	4510.8	归属母公司净利润	853.3	980.5	1201.6	1466.7
非流动负债	192.9	186.2	181.6	169.4	EBITDA	1817.9	2146.0	2650.3	3253.8
长期借款	165.6	163.4	157.7	145.3	EPS (元)	0.84	0.97	1.19	1.45
其他	27.3	22.8	23.8	24.1	主要财务比率				
负债合计	4958.4	6334.2	7556.6	9432.2		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2293.2	2885.5	3611.4	4497.4	成长能力				
股本	101.16	101.16	101.16	101.16	营业收入	20.7%	29.0%	28.0%	25.0%
资本公积金	29	29	29	29	营业利润	13.8%	17.4%	23.5%	23.2%
留存收益	3177.94	4188.14	5279.44	6619.54	归属母公司净利润	20.5%	14.9%	22.5%	22.1%
归属母公司股东权益	3308.1	4318.3	5409.6	6749.7	获利能力				
负债和股东权益	10559.7	13538.1	16577.6	20679.3	毛利率	35.2%	33.5%	33.2%	33.2%
现金流量表					净利率	17.2%	15.3%	14.6%	14.3%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	24.4%	21.8%	21.4%	20.9%
经营活动现金流	1305.2	1053.3	1514.2	1928.5	ROIC	34.9%	32.3%	31.1%	30.7%
净利润	1368.8	1572.8	1927.5	2352.7	偿债能力				
折旧摊销	203.3	273.7	354.8	447.7	资产负债率	47.0%	46.8%	45.6%	45.6%
财务费用	12.8	58.1	74.9	94.7	净负债比率	9.5%	7.6%	9.5%	8.8%
投资损失	-116.6	-123.1	-131.9	-126.4	流动比率	1.67	1.70	1.75	1.77
营运资金变动	-154.6	-734.9	-709.2	-840.1	速动比率	1.24	1.12	1.27	1.20
其它	-8.4	6.7	-1.9	-0.1	营运能力				
投资活动现金流	-455.2	-636.1	-794.9	-932.3	总资产周转率	0.84	0.85	0.87	0.88
资本支出	289.8	486.1	567.2	607.0	应收账款周转率	4.74	4.73	4.75	4.74
长期投资	-71.6	-3.7	-3.7	-3.7	应付账款周转率	3.06	3.02	3.03	3.03
其他	-237.0	-153.7	-231.3	-328.9	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-107.6	-24.0	-179.3	-226.6	每股收益	0.84	0.97	1.19	1.45
短期借款	-38.2	9.0	1.9	-2.4	每股经营现金	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
长期借款	-25.3	-2.2	-5.7	-12.4	每股净资产	5.54	7.12	8.92	11.12
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	26	23	18	15
其他	-44.1	-30.8	-175.4	-211.7	P/B	5.4	4.9	3.9	3.1
现金净增加额	742.3	393.2	540.1	769.7	EV/EBITDA	10.0	10.2	8.3	6.8

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			