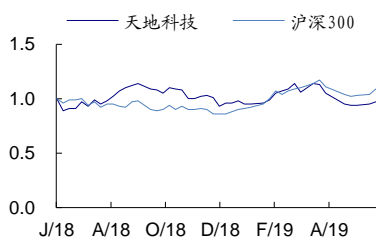


证券研究报告—深度报告
机械设备
工业机械
天地科技(600582)
买入

合理估值: 4.88-6.38 元 昨收盘: 3.55 元 (首次评级)

2019年06月26日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,139/4,139
总市值/流通(百万元)	14,733/14,733
上证综指/深圳成指	3,002/9,214
12个月最高/最低(元)	4.50/3.16

证券分析师: 王政

 E-MAIL: wangzheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100004

证券分析师: 贺泽安

 E-MAIL: hezean@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

科技创新驱动, 引领煤矿智能化浪潮

● 煤机行业龙头, 提供煤企一体化解决方案

天地科技主营矿山自动化机械装备、安全技术与装备、煤炭产品销售等。公司位列 2018 年煤炭机械工业 50 强首位, 是煤机行业龙头公司。公司控股股东中国煤炭科工集团是由具有 60 多年历史的煤炭科学研究总院与中煤国际工程设计研究总院重组成立, 是国资委直接监管的中央企业。2017-2018 年天地科技营业收入分别为 154、179 亿元, 同比增长 19%、17%。归母净利润分别为 9.42、9.62 亿元, 同比增长 1%、2%。

● 煤炭行业维持高景气, 支撑煤机需求

公司盈利与煤炭行业景气度高度相关。经过供给侧改革, 2016 年以来煤炭行业盈利大幅回升, 当前煤炭企业盈利处于历史中高位水平。市场担心 2019 年煤炭行业下行煤机需求下降。我们认为 2019 年煤价呈上行趋势, 煤企盈利仍将保持较快增长。长期看煤炭行业将维持合理盈利水平, 煤机需求不悲观。

● 科技创新构建核心竞争力, 引领煤矿智能化浪潮

以人工智能为代表的第四次工业革命来临之际, 对煤矿进行智能化改造, 成为煤炭行业发展趋势。公司以建设具有全球竞争力的世界一流科技创新型企业为愿景, 实施创新驱动战略, 集中了行业内各专业技术领域的知名家和学科带头人, 拥有中国工程院院士 3 人, 2018 年公司研发投入总额 7.8 亿元, 占营业收入 4%, 同比增加 47%。公司科研底蕴雄厚, 智能化综采技术与装备已经达到了国际领先或先进水平, 有望引领我国煤矿综采智能化发展方向。

● 目标价 4.88-6.38 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

预测公司 2019-2021 年净利润 12.10/14.64/17.60 亿元, 相应 PE 估值 11.8 /9.8/8.1 倍。综合绝对估值法和相对估值法, 测算公司合理价值区间为 4.88-6.38 元。市场对煤炭行业和公司盈利预期较悲观。我们认为天地科技是我国煤炭机械行业龙头企业, 具有行业最强科技创新能力, 受益于煤炭行业景气向好以及煤矿智能化浪潮, 预计 2019-2022 年公司盈利复合增速为 22% 超市场预期, 估值在历史底部具有较强安全边际, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

煤炭行业景气度下滑, 智能化煤矿对公司影响低于预期。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,379	17,939	20,315	23,055	26,219
(+/-%)	18.9%	16.7%	13.2%	13.5%	13.7%
净利润(百万元)	942	962	1210	1464	1760
(+/-%)	1.1%	2.1%	25.85%	20.94%	20.27%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.23	0.29	0.35	0.43
EBIT Margin	12.2%	14.7%	12.1%	12.3%	12.5%
净资产收益率(ROE)	6.3%	6.1%	7.2%	8.2%	9.2%
市盈率(PE)	15.2	14.9	11.8	9.8	8.1
EV/EBITDA	13.7	10.1	11.6	8.4	8.0
市净率(PB)	0.96	0.91	0.86	0.80	0.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

天地科技主营矿山自动化机械化装备、安全技术与装备、煤炭产品销售等，是煤机行业龙头公司。预测公司 2019-2021 年净利润 12.10/14.64/17.60 亿元，相应 PE 估值 11.8/9.8/8.1 倍。综合绝对估值法和相对估值法，测算公司合理价值区间为 4.88-6.38 元。市场对煤炭行业和公司盈利预期比较悲观。我们认为天地科技是我国煤炭机械行业龙头企业，具有行业最强科技创新能力，受益于煤炭行业景气向好以及煤矿智能化浪潮，预计 2019-2022 年公司盈利复合增速为 22% 超市场预期，估值历史底部具有较强安全边际，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

(1) 由于 2018 年公司总体订单增速出现下滑，我们预计 2019 年矿山自动化、机械化装备业务收入增速也将出现小幅下滑。新董事长上任加大对成本费用控制，煤矿智能化浪潮下产品科技含量不断提高，我们预计此项业务毛利率将小幅提升。

(2) 2018 年安全技术与装备收入增速由负转正，主要因为高煤价下，煤矿安全问题愈发严峻。2019 年安全检查更加频繁，对煤矿安全要求更加严格，我们预计 2019 年安全技术与装备收入增速进一步提高，新董事长上任加大对成本费用控制，煤矿智能化浪潮下产品科技含量不断提高，预计毛利率将小幅上升。

(3) 2019 年经济有较强韧性，煤炭需求逐步向好，供给方面由于下半年将迎建国 70 周年大庆，预计煤矿安全环保检查较为严格限制供给放开，我们预计下半年煤价延续上半年的上升趋势，全年煤价均价与 2018 年持平，公司煤炭业务盈利与 2018 年持平。

与市场预期的差异之处

市场认为 2019 年煤炭行业迎来下行周期，煤机需求也将不断下滑。我们预计 2019 年煤炭行业依然景气向上，下半年煤价仍将呈上行趋势，煤企盈利仍将保持较快增长，拉动煤机需求。长期看煤炭行业将维持合理盈利水平，煤机需求不悲观。

市场并未认识到煤矿智能化浪潮助力公司成长。根据《能源技术革命创新行动计划（2016—2030 年）》对煤矿智能化发展规划，2020 年基本实现智能开采，重点煤矿区采煤工作面人数减少 50% 以上，2030 年实现智能化开采，重点煤矿区基本实现工作面无无人化。未来大量矿井需要改造升级，煤矿智能化浪潮将带来大量煤矿智能化系统与智能化装备新增需求，而公司具有行业最强的科技创新能力，有望充分受益行业变革。

股价变化的催化因素

2019 年下半年煤价保持上行趋势。

鼓励发展智能化煤矿政策出台。

扶持科技创新企业政策出台。

公司国企改革有新进展。

核心假设或逻辑的主要风险

煤炭行业景气度下滑。

煤矿智能化对公司影响低于预期。

内容目录

煤炭机械龙头，受益煤炭景气与煤矿智能化浪潮	6
煤机行业龙头，提供煤企一体化解决方案	6
国资委控股央企，具有深厚历史积淀	6
煤炭行业复苏助推收入增长，盈利增速低于收入增速	8
煤炭行业高景气支撑煤机需求，煤矿智能化促进行业转型升级	9
煤炭行业维持高景气，支撑煤机需求	10
煤炭量价回升，煤企盈利处于历史中高位	10
预计 2019 年煤价震荡上行，煤炭行业悲观预期有望扭转	11
煤炭行业景气向上，推动煤机需求增长	12
科技创新构建核心竞争力，引领煤矿智能化浪潮	18
人工智能赋能煤炭开采，煤矿智能化浪潮已至	18
汇集行业一流人才，为科技创新提供保障	19
高度重视科技创新，做煤矿智能化的引领者	20
盈利预测	21
核心假设	21
盈利预测情景分析	23
估值与投资建议	24
绝对估值：4.88-6.16 元	24
相对法估值：5.80-6.38 元	25
投资建议	27
催化剂	27
风险提示	27
附表：财务预测与估值	28
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: 2018 年天地科技主营业务收入构成	6
图 2: 2018 年天地科技主营业务毛利构成	6
图 3: 公司主要股东及实际控制人	7
图 4: 2017-2018 公司收入较快增长	8
图 5: 2017-2018 公司净利润小幅增长	8
图 6: 公司近三年毛利率出现下滑	8
图 7: 2016 年以来煤炭价格触底反弹至历史中高位	10
图 8: 煤炭行业利润总额处于历史中高位	10
图 9: 2016 年以来地产投资增速呈上行趋势	11
图 10: 2016 年以来商品房待售面积持续下滑	11
图 11: 2019 年基建投资增速有望较大回升	12
图 12: 2016 年以来煤炭固定资产投资增速上行	13
图 13: 2017 年煤炭产量开始止跌回升	13
图 14: 矿山自动化机械化设备收入回升	14
图 15: 矿山自动化机械化设备毛利回升	14
图 16: 矿山自动化机械化设备毛利率基本稳定	15
图 17: 2018 年安全技术与装备收入出现回升	15
图 18: 安全技术与装备毛利持续下滑	15
图 19: 安全技术与装备毛利率持续下滑	16
图 20: 煤矿产业销售收入回升	16
图 21: 煤矿产业销售毛利回升	16
图 22: 煤矿产业毛利率较高	16
图 23: 公司新签合同金额同比回升	17
图 24: 公司研发投入实现较快增长	20
图 25: 天地科技历史估值	27
表 1: 天地科技前十大股东情况 (2019 年 Q1)	7
表 2: 天地科技历年净利润、少数股东损益和归母净利润	9
表 3: 近三年三项费用率有小幅下滑, 仍处于历史较高水平	9
表 4: 天地科技位列煤炭机械工业 50 强首位	14
表 5: 公司其他主营业务经营情况	17
表 6: 能源技术革命创新行动计划 (2016—2030 年) 对煤矿智能化发展规划	18
表 7: 王国法院士提出煤矿智能化发展阶段目标	19
表 8: 天地科技三位院士现任职务与主要科研成就	19
表 9: 天地科技近三年主要科技创新成果	21
表 10: 公司业务收入拆分	22
表 11: 三项费用预测	22
表 12: 未来 3 年盈利预测表	23
表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	23
表 14: 资本成本假设	24

表 15: FCFF 估值表.....	24
表 16: FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	24
表 17: 天地科技与可比公司成长性比较	25
表 18: 天地科技与可比公司盈利能力比较.....	26
表 19: 相对估值法结果	26

煤炭机械龙头，受益煤炭景气与煤矿智能化浪潮

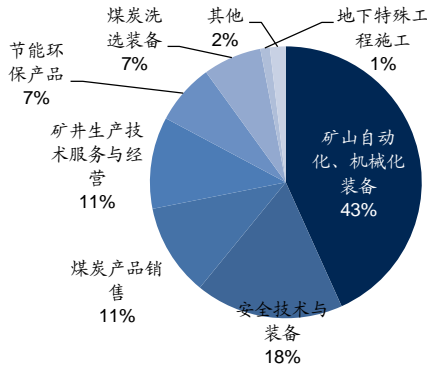
煤机行业龙头，提供煤企一体化解决方案

公司是我国煤炭行业唯一的综合性科技创新基地，是煤炭企业最具实力的一体化解决方案服务商，位列 2018 年煤炭机械工业 50 强首位，也是全球规模最大的智能化成套煤机装备服务商。公司是我国煤炭行业科技进步、保障国家能源安全的重要科技驱动力。拥有自主知识产权的专有技术和装备，也在市政建设、轨道交通、桥梁隧道、水利水电、非煤矿山等领域成功应用。

公司主要业务活动集科学研究、设计、产品制造销售、工程承包、生产运营、煤炭生产销售、技术服务、金融工具支持为一体，为煤炭行业客户解决安全高效绿色智能化开采与清洁高效低碳集约化利用技术问题。公司下属单位分布在北京、上海、天津、重庆、陕西、江苏、山西、河北、河南、内蒙古、宁夏等地区，各单位均能独立开展科学研究和生产经营活动。公司主要业务为：矿山自动化机械化装备、安全技术与装备、煤炭产品销售、矿井生产技术服务与经营、节能环保产品、煤炭洗选装备、地下特殊工程施工。

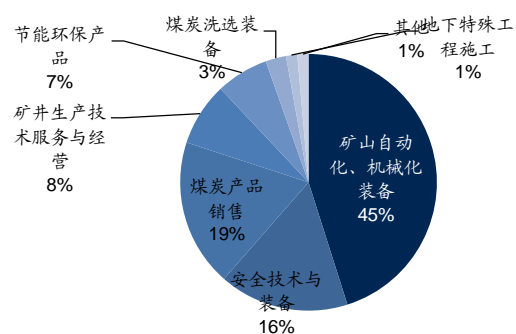
公司主营业务中，矿山自动化机械化装备、安全技术与装备、煤炭产品销售是前三大营收与利润来源。2018 年矿山自动化机械化装备、安全技术与装备、煤炭产品销售业务收入分别为 77.60、31.64、19.69 亿元，占公司收入比重分别为 43%、18%、11%。毛利分别为 25.26、9.16、10.40 亿元，占公司毛利比重分别为 45%、16%、19%。

图 1：2018 年天地科技主营业务收入构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：2018 年天地科技主营业务毛利构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国资委控股央企，具有深厚历史积淀

天地科技股份有限公司成立于 2000 年 3 月 24 日，由煤炭科学研究总院作为主发起人，并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的股份有限公司，于 2002 年 5 月 15 日在上海证券交易所上市交易。

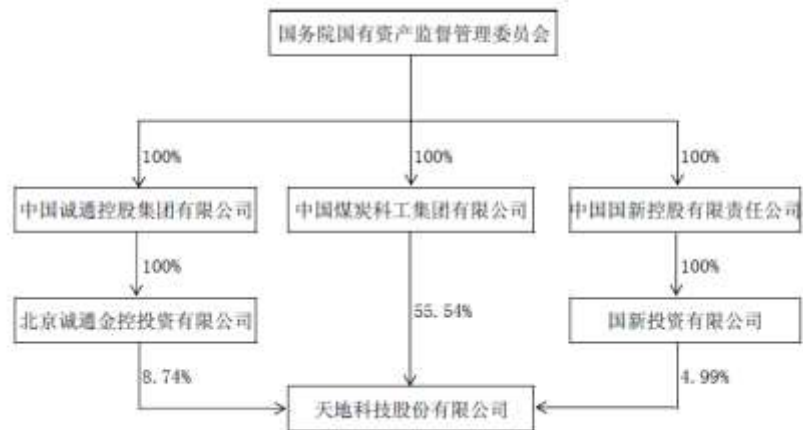
2008 年，煤炭科学研究总院与中煤国际工程设计研究总院重组成立中国煤炭科工集团有限公司。煤炭科学研究总院和中煤国际工程设计研究总院各自有着 60 多年的历史，煤炭科学研究总院是煤炭行业唯一的综合性科学研究院，主营煤炭工程技术研发、服务与煤机装备、安全技术装备研发和制造等业务。中煤国际工程设计研究总院是中国煤炭工程行业规模最大、技术最强、市场占有率最高的工程公司。主营煤炭等工程勘察、设计、服务、工程承包和矿用设备研发制造等业务。煤炭科学研究总院所持本公司的股份无偿划转给中国煤炭科工集

团持有，中国煤炭科工集团有限公司是国资委直接监管的中央企业。

中国煤炭科工集团多次向本公司注入其优质资产，支持天地科技做强做大。2014年，上市公司向中国煤炭科工集团发行股份购买其持有的重庆研究院100%股权、西安研究院100%股权和北京华宇100%股权，并向不超过10名特定投资者发行股份募集配套资金。2015年上市公司以现金出资收购中国煤炭科工集团有限公司所持中煤科工集团上海有限公司100%股权以及煤炭科学技术研究院有限公司29%股权，并继续向煤炭科学技术研究院有限公司现金增资至持有51%股权。

为进一步优化国有控股上市公司股权结构，推动国有资本运营公司试点工作，中国煤炭科工将其所持公司部分股份划转给北京诚通金控投资有限公司和国新投资有限公司，中国煤炭科工持股比例由69.27%减少至55.54%，诚通金控持股比例为8.74%，国新投资持股比例为4.99%，实际控制人为国资委。

图 3: 公司主要股东及实际控制人



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2019年一季度末, 公司前十大股东中除了中国煤炭科工公司、诚通金控、国新投资等主要股东外, 其余主要是机构投资者, 如证金公司、科威特政府投资局、社保基金以及指数基金等。前十大股东持股占总股本的73.98%。

表 1: 天地科技前十大股东情况 (2019 年 Q1)

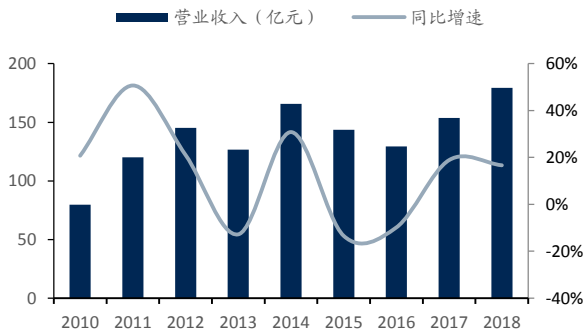
排名	股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	持股数量变动 (股)	占总股本 比例(%)	持股比例 变动(%)	股本性质
1	中国煤炭科工集团有限公司	不变	89.42	2,298,757,109	0	55.54	0.00	A 股流通股
2	北京诚通金控投资有限公司	不变	14.07	361,712,669	0	8.74	0.00	A 股流通股
3	国新投资有限公司	不变	8.03	206,515,586	0	4.99	0.00	A 股流通股
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	2.19	56,288,241	30,093,181	1.36	0.73	A 股流通股
5	中国证券金融股份有限公司	不变	1.25	32,020,456	0	0.77	0.00	A 股流通股
6	科威特政府投资局-自有资金	不变	1.18	30,244,520	0	0.73	0.00	A 股流通股
7	兖矿集团有限公司	不变	0.83	21,458,362	0	0.52	0.00	A 股流通股
8	全国社保基金一零七组合	不变	0.76	19,625,654	0	0.47	0.00	A 股流通股
9	招商银行股份有限公司-博时中证央企结构调整交易型开放式指数证券投资基金	新进	0.71	18,262,718		0.44		A 股流通股
10	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	减少	0.67	17,293,497	-864,470	0.42	-0.02	A 股流通股
	合计		119.12	3,062,178,812		73.98		

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

煤炭行业复苏助推收入增长，盈利增速低于收入增速

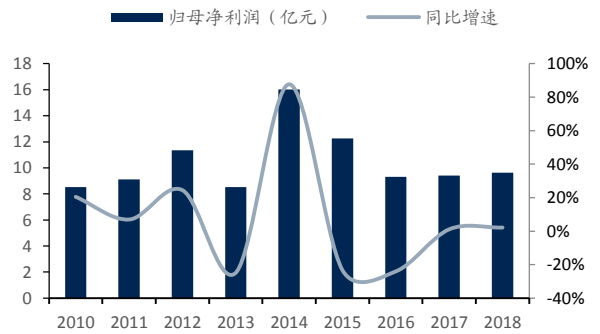
公司盈利与煤炭行业景气程度密切相关。2016年煤炭行业触底反弹，公司收入也在2016年触底反弹，2017、2018年公司营业收入分别为154、179亿元，同比增长19%、17%。归母净利润分别为9.42、9.62亿元，同比增速分别为1%、2%。盈利增速不及收入增速，主要由于毛利率下滑以及少数股东损益影响。

图 4：2017-2018 公司收入较快增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

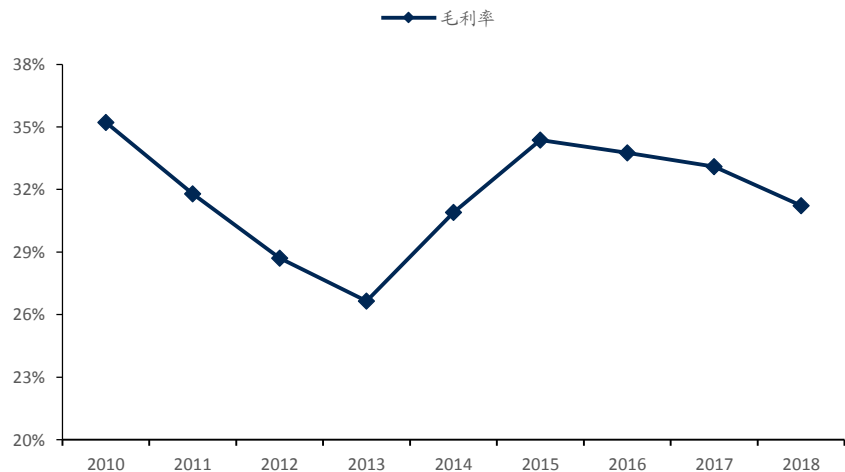
图 5：2017-2018 公司净利润小幅增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率出现下滑，主因市场竞争及公司管理问题。2016-2018年公司毛利率分别为33.8%、33.1%和31.2%。公司毛利率下滑，一方面是因为市场竞争较为激烈，另一方面2018年6月公司原董事长被免职并接受调查，对公司经营造成一定影响，同时公司做为国有企业在成本控制、内部管理、激励措施等方面仍存一些问题。2018年9月新董事长上任后，开始加强完善公司治理，全面提升管控水平，推动全面预算和降本增效，公司竞争力和管理能力有望提升。

图 6：公司近三年毛利率出现下滑



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

近两年少数股东损益增加，导致归母净利润增速低于净利润增速。2016-2018年公司净利润分别为10.08、11.78、13.51亿元，2017、2018年净利润同比增速分别为17%、15%。略低于2017、2018年的收入增速19%、17%。2016-2018年少数股东损益分别为0.76、2.36、3.89亿元，2017、2018年少数股东损益

增速分别为 211%、65%，导致 2017、2018 年归母净利润同比增速仅为 1%、2%。

表 2: 天地科技历年净利润、少数股东损益和归母净利润

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
净利润(亿元)	13.51	11.78	10.08	13.86	18.62	11.30	17.89	16.32	13.69
同比增速	15%	17%	-27%	-26%	65%	-37%	10%	19%	0%
减: 少数股东损益(亿元)	3.89	2.36	0.76	1.58	2.61	2.77	6.54	7.20	5.15
同比增速	65%	211%	-52%	-39%	-6%	-58%	-9%	40%	7%
归母净利润(亿元)	9.62	9.42	9.32	12.27	16.01	8.53	11.35	9.12	8.53
同比增速	2%	1%	-24%	-23%	88%	-25%	24%	7%	20%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

近两年三项费用率小幅下滑, 仍处于历史较高水平。分项来看, 2018 年公司销售费用率由 4.7% 小幅提升至 5.0%, 管理费用率 2017、2018 年均出现小幅下降, 2018 年降至 14.1%, 财务费用率由 2017 年 1.1% 下降至 2018 年 0.7%。2017-2018 年公司三项费用率小幅下滑。但和历史相比, 目前三项费用率仍处于历史较高水平。

表 3: 近三年三项费用率有小幅下滑, 仍处于历史较高水平

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
销售费用率	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%	4.5%	4.3%	3.8%	4.4%	4.7%
管理费用率	14.1%	14.4%	14.8%	14.1%	11.0%	10.8%	8.9%	9.7%	11.1%
财务费用率	0.7%	1.1%	0.8%	0.7%	0.8%	0.5%	0.3%	0.1%	0.2%
三项费用率	19.8%	20.2%	20.4%	19.5%	16.3%	15.6%	13.1%	14.2%	16.0%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

煤炭行业高景气支撑煤机需求, 煤矿智能化促进行业转型升级

公司盈利与煤炭行业景气度高度相关。当煤炭行业处于高盈利水平时, 会加大资本开支, 采购更多煤机设备, 另外公司自身也有煤矿受益煤炭行业高景气。经过供给侧改革, 2016 年以来煤炭行业盈利大幅回升, 当前煤炭企业盈利处于历史中高位水平。市场担心 2019 年以后煤炭行业下行, 煤机需求下降。我们认为 2019 年中国经济企稳回升带动煤炭需求增长, 供给受矿难和建国 70 周年影响依然受限, 煤价呈上行趋势, 2019 年二季度开始煤炭企业增值税由 16% 降至 13%, 2019 年煤企盈利仍将保持较快增长。长期看, 我们认为煤炭行业维持合理盈利水平, 煤机需求不悲观。

科技创新能力突出, 有望抓住智能化煤矿建设浪潮。传统煤矿开采技术落后, 需要较多人力, 具有较高危险性且效率低。以人工智能为代表的第四次工业革命来临之际, 对煤矿进行智能化改造, 通过运用先进技术, 减少下井人员, 更安全高效采煤, 成为煤炭行业发展趋势。公司集中了行业内各专业技术领域的知名家和学科带头人, 拥有中国工程院院士 3 人, 享受国务院政府特殊津贴专家 25 人, 2018 年公司“煤炭智能化无人开采创新团队”入选“国家创新人才推进计划——重点领域创新团队”。2018 年公司研发投入总额 7.8 亿元, 占营业收入 4%, 同比增加 47%。公司科研底蕴雄厚, 智能化综采技术与装备已经达到了国际领先或先进水平, 有望引领我国煤矿综采智能化发展方向。

煤炭行业维持高景气，支撑煤机需求

煤炭量价回升，煤企盈利处于历史中高位

2016 年供给侧改革推行以来，煤炭行业淘汰大量过剩产能，煤炭需求企稳回升，煤炭供需格局向好，煤价从 2016 年初开始企稳反弹，2016-2018 年煤炭年度均价不断抬升，目前煤价处于历史中高位水平，我们预计 2019 年煤价将呈震荡上行趋势，煤炭价格是影响煤炭行业盈利的最主要因素，煤炭行业盈利将不断向好。

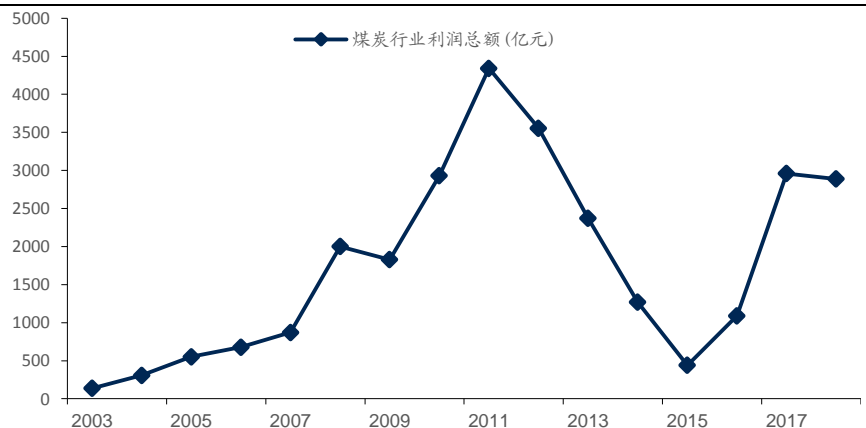
图 7：2016 年以来煤炭价格触底反弹至历史中高位



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

伴随煤炭行业量价回升，煤企盈利 2016 年以来逐步回升，2017、2018 年煤炭产量分别同比增长 3.2%、5.2%，行业利润总额分别为 2959、2888 亿元，盈利回升至历史中高位水平。

图 8：煤炭行业利润总额处于历史中高位



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

预计 2019 年煤价震荡上行，煤炭行业悲观预期有望扭转

影响煤炭需求主要是地产投资和基建投资。地产投资增速 2015 年触底回升，2016-2018 地产投资增速分别为 6.9%、7.0%、9.5%，2019 年 1-5 月地产投资增速为 11.2%。在投资增速不断增长情况下，地产库存持续去化，商品房待售面积依然不断下降，由 2016 年 2 月最高 7.39 亿平方米下降至 2019 年 5 月 5.09 亿平方米，已下降 30%，表明地产依然供不应求，未来仍看好地产投资增速维持较高水平。

图 9：2016 年以来地产投资增速呈上行趋势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10：2016 年以来商品房待售面积持续下滑



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资增速有望企稳回升。2018 年基建投资增速出现较大幅度下滑，2019 年在经济面临一定压力情况下，基建成为稳增长的重要工具。2019 年一季度，全国发行地方政府债券 1.4 万亿元，相较于 2018 年一季度 2195 亿元的发债规模，今年同期发债量增长了约 5.4 倍。2019 年 6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，《通知》允许部分地方政府专项债券可作为符合条件的重大项目资本金，

并鼓励金融支持专项债项目，测算有望新增基建投资 1 万亿左右，拉动基建投资 5%左右。2019 年前 5 月基建投资累计同比增速为 2.6%，预计 2019 年基建投资增速将会较大回升。

图 11：2019 年基建投资增速有望较大回升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

供给方面，上半年陕西神木矿难，对陕西煤炭产量造成较大冲击，前 4 月陕西原煤产量同比下降 14%，减少 2319 万吨。陕西严查煤企超产，预计全年陕西煤炭产量下降 1 亿吨左右。下半年将迎建国 70 周年大庆，预计煤炭安全检查将更加严格，限制煤炭供给。

目前市场对煤炭行业短期和长期均比较悲观，我们认为市场的悲观预期有望逐步扭转。我们认为下半年煤炭需求增长供给受限，预计煤价将震荡上行。长期看随着供给侧改革推进，未来新增供给将很少，而中国经济将逐步企稳，煤炭行业长期将处于较合理盈利水平。

煤炭行业景气向上，推动煤机需求增长

煤炭行业景气度上行是推动煤机需求最主要因素。2012 年以后煤炭价格开始下行，煤炭企业减少资本开支投入，减少煤矿建设和煤机设备采购，煤炭行业固定资产投资增速持续下行，由 2011 年 25.9% 下滑至 2016 年 -24.2%。2017-2018 年煤炭行业盈利回到历史中高位，新增产能开始建设和投产，产量逐步回升，煤炭机械需求开始增加，2017-2018 年煤炭行业固定资产投资增速分别为 -12.3% 和 5.9%，2019 年前 4 月上升至 13.2%。

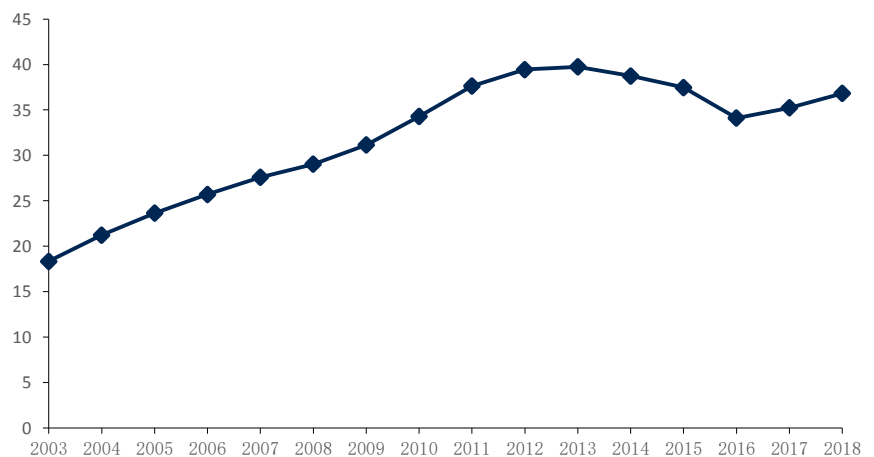
图 12: 2016 年以来煤炭固定资产投资增速上行



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

煤炭产量增长、先进产能释放带动煤机需求。2013 年煤炭产量达到最高后开始下滑，2017 年随着煤炭需求回升以及煤价上涨，煤炭产量也逐步增加。2016-2018 年煤炭产量分别为 34.11、35.24、36.83 亿吨，截至 2018 年 12 月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3373 处，产能 35.3 亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1010 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 64 处），产能 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 203 处，产能 3.7 亿吨/年。政策淘汰落后产能同时，鼓励释放先进产能，未来仍有较多新建产能待释放，煤炭产量增加将带来煤机新增需求。

图 13: 2017 年煤炭产量开始止跌回升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

煤机存量更新换代持续保障煤机需求。当煤机设备使用达到设计寿命或老化则需要重新购置煤机设备，通常而言三机（掘进机、采煤机、刮板机）寿命在 3-5 年之间，液压支架寿命在 5-8 年之间。在煤炭行业不景气时，煤企通常会拖后煤机设备更新，2017 年开始煤炭行业盈利恢复到历史中高位，煤机更新需求不断释放。

提升机械化率、加强安监环保、发展智能化煤矿等政策有助提升煤机需求。根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，2020 年相比 2015 年，采煤机械化程度率由

76%提升至 85%，掘进机械化率由 58%提升至 65%。机械化率提高将有助煤机需求增加。安全环保不断加强，煤矿安全环保设备需求不断增长。政策鼓励智能化煤矿建设，一批煤矿将进行智能化改造，带动相关煤机设备需求增长。

煤炭装备制造龙头企业，订单维持高速增长

公司业务从煤炭勘探到井建再到开采，最后到煤炭销售已经覆盖完整产业链，2018 年公司凭借销售收入 123 亿元，位列中国煤炭机械工业 50 强企业之首，也是 2015 年以来连续 4 年获煤炭机械工业 50 强首位。

表 4: 天地科技位列煤炭机械工业 50 强首位

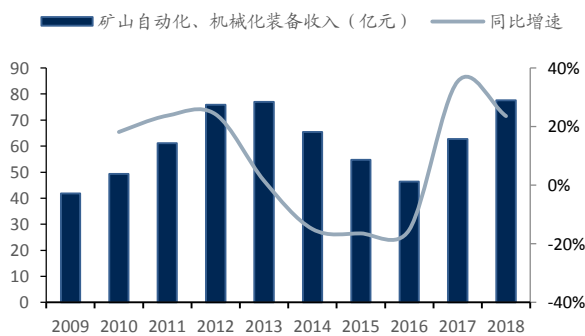
排名	公司名称	2018 年煤机销售收入 (亿元)
1	天地科技股份有限公司	123
2	山东能源重型装备制造集团有限公司	89
3	中国煤矿机械装备有限责任公司	87
4	平煤神马机械装备集团有限公司	62
5	郑州煤矿机械集团股份有限公司	62
6	中煤张家口煤矿机械有限责任公司	32
7	兖矿东华重工有限公司	29
8	山西晋煤集团金鼎煤机矿业有限公司	26
9	三一重型装备有限公司	26
10	太原重型机械集团煤机有限公司	25

资料来源:国信证券经济研究所整理

公司主要业务为矿山自动化机械化装备、安全技术与装备、煤炭产品销售、矿井生产技术服务与经营、节能环保产品、煤炭洗选装备、地下特殊工程施工。矿山自动化机械化装备、安全技术与装备、煤炭产品销售是三个最主要收入和利润来源。

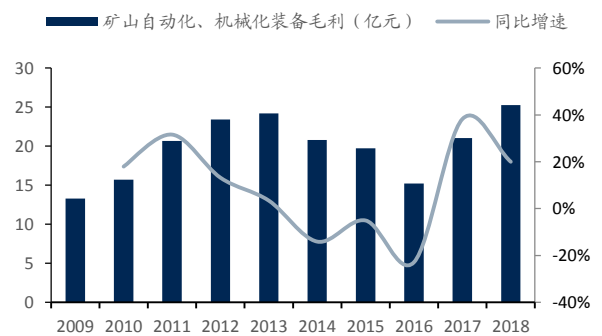
矿山自动化机械化装备主要包括掘进机、采煤机、刮板运输机、皮带运输机、液压支架等产品，公司是全球规模最大的智能化成套煤机装备服务商之一。该业务收入与煤炭产量和煤企盈利情况密切相关，2013 年我国煤炭产量最高时该业务收入见顶，此后随着煤炭产量下降收入不断下滑，2017-2018 年煤炭产量回升煤企盈利转好，公司矿山自动化机械化装备收入分别增长 25%、24%，2018 年该项业务营收和毛利均创历史最高水平。该业务毛利率基本稳定，2018 年毛利率为 32.55%。

图 14: 矿山自动化机械化设备收入回升



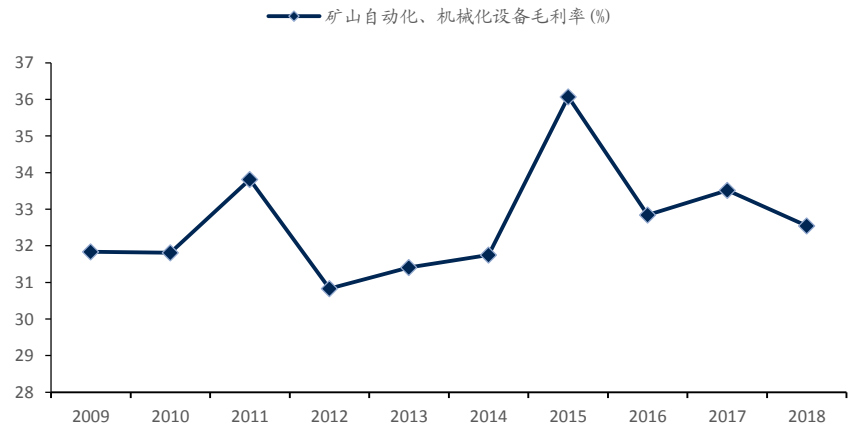
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 矿山自动化机械化设备毛利回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

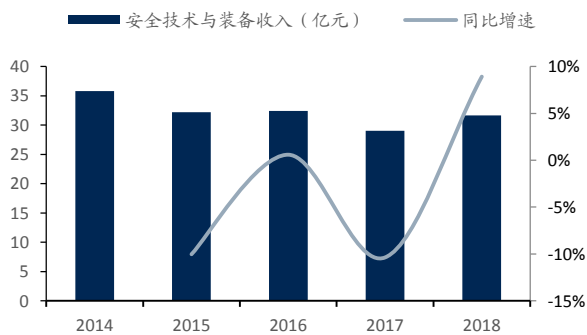
图 16: 矿山自动化机械化设备毛利率基本稳定



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

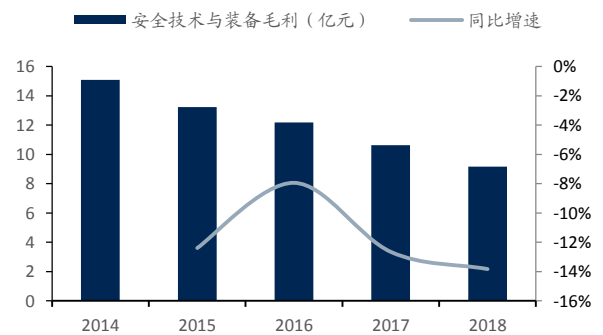
安全技术与装备主要是为保障矿井安全生产和建设智慧矿山提供安全技术、安全装备、安全工程和专业服务等业务集合。板块主要方向为地质保障、灾害防治、矿井通风、矿井通讯、安全监控等，业务板块主要由 2014 年定增收购集团的重庆研究院和西安研究院承担。2018 年该业务收入同比增速由-10%转为到 9%，煤炭行业安监环保政策力度加大有关。该业务毛利率持续下滑，导致毛利不断下降。2018 年西安研究院入选国企改革“双百行动”名单，制定了综合改革方案，公开选聘经理层，有望提升管理水平降低成本。2019 年矿难频发，下半年将迎建国 70 周年大庆，预计煤企对安全设备投入将会进一步增加。公司安全技术与装备收入与利润有望迎来改善。

图 17: 2018 年安全技术与装备收入出现回升



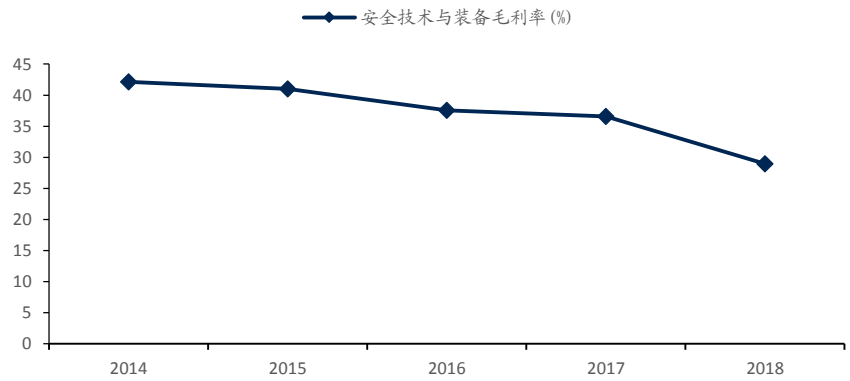
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 安全技术与装备毛利持续下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

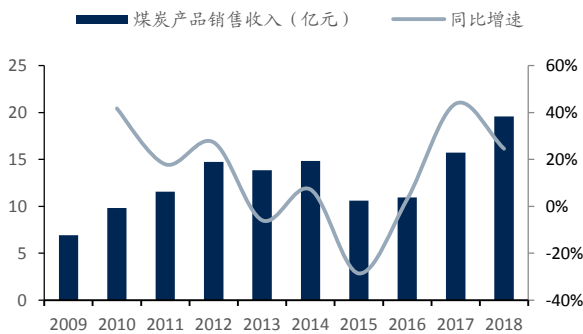
图 19: 安全技术与装备毛利率持续下滑



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

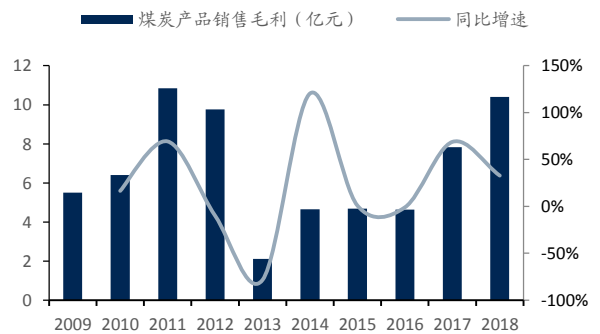
公司拥有煤矿生产与销售业务, 公司煤炭生产经营主体为山西天地王坡煤业有限公司。探明煤炭资源储量为 25,188 万吨, 可采储量为 12,522 万吨, 核定年产能为 300 万吨, 剩余开采年限为 30.7 年, 煤种为优质无烟煤, 煤炭开采的机械化程度较高, 毛利率处于行业较高水平。2017-2018 年煤炭价格大幅上涨, 公司煤矿销售收入和毛利均大幅向好。

图 20: 煤矿产业销售收入回升



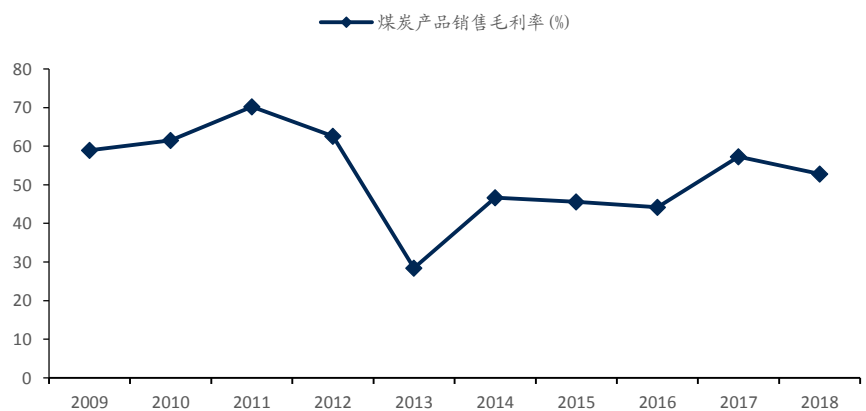
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 煤矿产业销售毛利回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 煤矿产业毛利率较高



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

其他业务方面，矿井生产技术服务与经营业务 2017、2018 年收入和毛利出现较大幅度增长，主要益煤炭行业转暖，毛利率出现小幅下滑。节能环保产品营收和毛利在 2016 年开始回升，但毛利率持续下滑。煤炭洗选装备收入从 2014 年以来持续下滑，2018 年出现回升，毛利率和毛利持续下滑。地下特殊工程施工 2018 年收入、毛利、毛利率均出现回升。

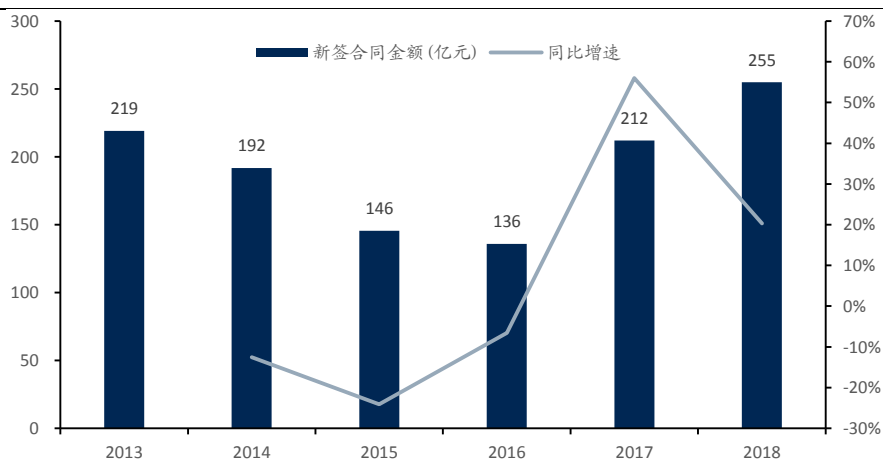
表 5: 公司其他主营业务经营情况

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
矿井生产技术服务与经营(亿元)										
收入	6.92	9.81	11.57	14.73	13.86	14.86	10.61	10.94	15.73	19.60
成本	4.32	6.17	7.95	9.67	9.16	10.85	8.88	7.78	11.39	15.14
毛利	2.60	3.65	3.62	5.06	4.70	4.02	1.74	3.17	4.34	4.46
毛利率(%)	37.60	37.18	31.32	34.32	33.88	27.02	16.35	28.93	27.60	22.75
节能环保产品(亿元)										
收入							9.68	9.94	10.87	12.96
成本							5.80	6.77	7.44	9.26
毛利							3.88	3.17	3.43	3.70
毛利率(%)							40.12	31.91	31.52	28.55
煤炭洗选装备(亿元)										
收入	4.17	5.93	7.63	5.78	3.75	21.19	17.68	11.50	10.20	12.50
成本	3.39	4.75	6.14	4.20	2.57	16.26	13.29	8.07	8.41	11.05
毛利	0.77	1.17	1.49	1.57	1.19	4.93	4.39	3.43	1.79	1.45
毛利率(%)	18.53	19.82	19.48	27.25	31.67	23.25	24.84	29.81	17.56	11.59
地下特殊工程施工(亿元)										
收入	1.83	1.70	1.75	2.39	1.60	2.32	1.30	1.36	1.44	2.02
成本	1.33	1.20	1.12	1.77	1.03	1.80	0.77	0.92	0.98	1.23
毛利	0.50	0.50	0.63	0.61	0.57	0.52	0.52	0.45	0.47	0.79
毛利率(%)	27.14	29.39	36.03	25.66	35.53	22.48	40.34	32.74	32.47	39.25

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018 年,公司新签合同金额 255 亿元,较 2017 年增长 20%,创历史最高水平,大部分下属单位合同额实现了同比增长。其中,天地奔牛合同额超过 35 亿元,采煤机主机突破 200 台,数字化煤矿安全监控系统市场占有率大幅提升,皮带机首次出口到澳大利亚,掘进机成功进入印度煤炭市场,并在固体钾盐开采技术与装备领域实现了突破。2019 年煤炭行业仍将维持高景气,订单有望进一步增长。

图 23: 公司新签合同金额同比回升



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

科技创新构建核心竞争力，引领煤矿智能化浪潮

人工智能赋能煤炭开采，煤矿智能化浪潮已至

以蒸汽机为代表的第一次工业革命开创了蒸汽时代，以电力大规模应用为代表的第二次工业革命开创了电力时代，以计算机技术为代表的第三次工业革命开创了信息时代，以人工智能为代表的第四次工业革命已经来到。互联网行业预言家凯文·凯利判断人工智能将是未来 20 年内最重要的技术趋势。

人工智能与煤炭开采结合，助推煤炭行业转型升级。2019 年政府两会工作报告中提到，推动传统产业改造提升，围绕推动制造业高质量发展，强化工业基础和技术创新能力，促进先进制造业和现代服务业融合发展，加快建设制造强国，打造工业互联网平台，拓展“智能+”，为制造业转型升级赋能。我们认为，未来人工智能将与各个行业深度结合，赋能传统行业进一步提升生产力。煤炭开采行业也必将与人工智能技术紧密结合，助推传统煤炭行业转型升级。

经过改革开放 40 年的发展，我国煤矿实现了从普通机械化、综合机械化到自动化的跨越，并开始向智能化迈进。传统煤矿开采仍需要较多人力且效率较低，具有一定危险性且工作辛苦，导致目前愿意下井矿工越来越少。以人工智能为代表的第四次工业革命来临之际，对煤矿进行智能化改造，通过运用先进技术代替人工，减少下井人员，更安全高效采煤，成为煤炭行业发展趋势。

根据工程院院士、中国煤炭科工集团首席科学家、天地科技股份有限公司开采设计事业部总工程师王国法院士的定义，煤矿智能化是指煤矿开拓设计、地测、采掘、运通、洗选、安全保障、生产管理等主要系统具有自感知、自学习、自决策与自执行的基本能力。

我们认为煤矿智能化主要包括智能化系统与智能化设备。智能化系统主要是将物联网、云计算、大数据、人工智能等技术与现代矿山开发技术相融合，开发矿山感知、互联、分析、自学习、预测、决策、控制的完整智能系统。智能化设备主要是煤矿机器人，国家煤监局公布的《煤矿机器人重点研发目录》明确提出，聚焦关键岗位、危险岗位，重点研发应用掘进、采煤、运输、安控和救援 5 大类 38 种煤矿机器人。

煤矿智能化浪潮已至。根据能源技术革命创新行动计划（2016—2030 年）对煤矿智能化发展规划，2020 年基本实现智能开采，重点煤矿区采煤工作面人数减少 50% 以上，2030 年实现智能化开采，重点煤矿区基本实现工作面无人化。王国法院士提出煤矿智能化阶段目标为，2020 年建成 100 个初级智能化示范煤矿，2025 年基本实现全部大型煤矿智能化，2035 年全面建成以智慧煤矿为支撑的煤炭工业体系。

表 6：能源技术革命创新行动计划（2016—2030 年）对煤矿智能化发展规划

时间节点	主要目标
2020 年	基本实现智能开采 ，机械装备及智能化控制系统在煤炭生产上全覆盖，重点煤矿区采煤工作面人数减少 50% 以上，全国煤矿采煤机械化程度达到 90% 以上，掘进机械化程度达到 65% 以上。
2030 年	实现智能化开采 ，重点煤矿区基本实现工作面无人化、顺槽集中控制，全国煤矿采煤机械化程度达到 95% 以上，掘进机械化程度达到 80% 以上。
2050 年	全面建成安全绿色、高效智能矿山技术体系 ，实现煤炭安全绿色、高效智能生产。

资料来源：能源技术革命创新行动计划（2016—2030 年）、国信证券经济研究所整理

表 7: 王国法院士提出煤矿智能化发展阶段目标

时间节点	主要目标
2020 年	建成 100 个初级智能化示范煤矿 ，初步形成煤矿开拓设计、地质保障、采掘运通、洗选物流等主要环节的数字化传输、智能化决策、自动化运行，实现部分系统、部分岗位的无人值守、远程监控。
2025 年	基本实现全部大型煤矿智能化 ，构建多信息融合的智能化系统，形成煤矿智能化建设技术规范与标准体系，升级煤矿智能系统技术和装备，实现煤矿开拓设计、地质保障、采掘运通、洗选物流等多个系统的智能化决策和自动化协同运行，初步推广应用井下部分岗位作业、安控与应急救援的替代机器人。
2035 年	全面建成以智慧煤矿为支撑的煤炭工业体系 ，构建煤矿及矿区多产业链、多系统集成的煤矿智能化系统，全面突破煤矿智能化核心关键技术，实现煤炭生产主要环节的智能决策和自动化运行，矿井主要作业岗位基本实现机器人化。

资料来源:中国煤炭报、国信证券经济研究所整理

目前,我国已建成“有人巡视,无人值守”智能化开采工作面 50 多个,以黄陵一号煤矿、同煤同忻煤矿、枣矿付煤公司、神东锦界煤矿、兖矿转龙湾煤矿为代表的典型智能化工作面,可实现综采工作面减人 50%以上。我们预计到 2020 年一部分大型矿井将实现初步的智能化,2025-2030 年技术不断成熟并扩大推广范围,将在全国绝大部分煤矿实现较高级别的智能化,煤矿工人数量将大幅减少。我们认为当下煤矿智能化浪潮已至,未来 10 年煤矿智能化将迎来高速发展,对煤矿智能化系统和煤矿智能设备需求将快速增长。

汇集行业一流人才,为科技创新提供保障

公司集中了行业内各专业技术领域的知名专家和学科带头人,拥有中国工程院院士 3 人,享受国务院政府特殊津贴专家 25 人,12 人入选国家百千万人才工程并被授予“有突出贡献中青年专家”荣誉称号,2018 年公司“煤炭智能化无人开采创新团队”入选“国家创新人才推进计划——重点领域创新团队”。公司凝聚行业一流人才,有效保证行业技术领先地位,为科技创新引领煤炭科技进步提供重要保障。

公司拥有 3 名工程院院士,分别在各自领域是行业顶级专家和主要开拓者。康红普院士现任中煤科工集团首席科学家,开采研究分院党委书记、院长,是矿山岩体力学与岩层控制领域专家。王国法院士现任中国煤炭科工集团首席科学家,天地科技股份有限公司开采设计事业部总工程师,是我国煤炭高效综采技术与装备体系的主要开拓者之一。洪伯潜院士现任煤科总院建井分院学术委员会顾问主任委员,是我国煤矿深大竖井钻井法凿井技术的主要开拓者之一。公司拥有三名院士,显示出公司在科研人才上具有强大优势。

表 8: 天地科技三位院士现任职务与主要科研成果

	现任职务	科研成果
康红普	中煤科工集团首席科学家,开采研究分院党委书记、院长	长期从事矿山岩体力学与岩层控制科研工作,主持和参与国家及煤炭行业重点科研项目 60 余项,取得了多项重要科研成果,30 余次获国家和省部级科技奖励;其中,获国家科技进步一等奖 1 项,二等奖 3 项,获国家发明专利 20 余项,出版专著 3 部,发表论文 150 余篇。被授予“全国杰出专业技术人才”、“全国劳动模范”等称号,获“中国青年科技奖”、“孙越崎科技教育基金能源大奖”及“光华工程科技奖青年奖”等。2015 年当选中国工程院院士。
王国法	中国煤炭科工集团首席科学家,天地科技股份有限公司开采设计事业部总工程师	我国煤炭高效综采技术与装备体系的主要开拓者之一,建立了煤炭高效综采的主体技术理论和标准体系。获国家科技进步一等奖 1 项、二等奖 4 项和三等奖 1 项,30 余项成果获省部级科技进步奖;出版专著 6 部,发表论文 100 余篇,作为第一发明人授权发明专利 20 余项。获得全国杰出工程师奖、孙越崎能源大奖等,2017 年当选中国工程院院士。
洪伯潜	煤科总院建井分院学术委员会顾问主任委员	矿井建设大直径并筒钻井法凿井专家,是我国煤矿深大竖井钻井法凿井技术的主要开拓者之一。主持完成国家及部、院课题 33 项,12 次获国家及省、部级科技进步奖。其中国家科技进步一等奖 1 项、二等奖 2 项,部级科技进步特等奖 2 项、一等奖 1 项。1986 年获国家级中青年有突出贡献专家、国家“六五”科技攻关先进个人,1990 年 7 月获国务院政府特殊津贴。1997 年当选中国工程院院士。

资料来源:公司网站,国信证券经济研究所整理

2018 年底公司在职工人数为 23982 人,其中博士 280 人、硕士 3882 人、本科 7480 人、专科及以下 12340 人。其中博士、硕士总共 4162 人,占总人数的 17%,高学历科研人才人数多占比高。公司注重人才培养,2018 年公费选

派 12 名优秀的青年科研学者赴德国进行为期一年的访学，在德国知名大学学习智能制造相关理论与实践课程。未来公司计划加大对高端人才的引进和激励。

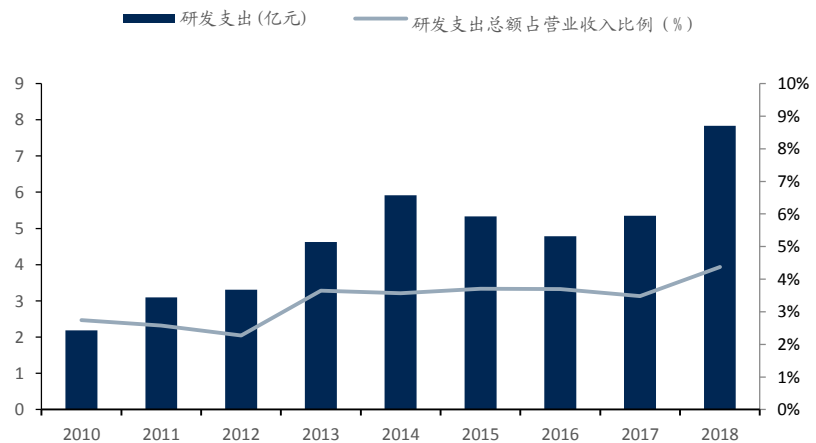
高度重视科技创新，做煤矿智能化的引领者

公司具有有深厚历史积淀和科技创新基因。公司是由有着 60 多年的历史煤炭科学研究总院与中煤国际工程设计研究总院重组成立。煤炭科学研究总院是煤炭行业唯一的综合性科学研究院，中煤国际工程设计研究总院是中国煤炭工程行业规模最大、技术最强、市场占有率最高的工程公司。历史为公司积累了丰富的科学技术与人才，奠定了科技创新的资本。

公司的愿景是成为具有全球竞争力的世界一流科技创新型企。公司战略之一是实施创新驱动战略，即全方位推进科技创新、理念创新、管理创新、经营创新、产融结合等全面创新，实现创新驱动内生发展。公司拥有大批国际领先水平的科技创新成果，承担国家重大科技项目研究，长期主持或参与国家、行业标准规范制定，拥有包括国家工程研究中心、国家重点实验室、国家工程实验室、国家级企业技术中心等省部级以上科技平台（实验室）75 个，覆盖煤矿相关专业领域。公司是我国煤炭行业唯一的综合性科技创新基地，是煤炭企业最具实力的一体化解决方案服务商，也是全球规模最大、最具影响力的智能化成套煤机装备服务商。

公司高度重视研发，近年来公司研发投入总额以及占营业收入比例均呈上升趋势。2018 年公司研发投入 7.84 亿元，同比增长 47%，研发投入占营业收入比例为 4.37%，同比提升 0.89 个百分点。

图 24：公司研发投入实现较快增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

不断的研发投入收获了众多科技创新成果。近三年公司在煤矿智能化领域有很多成果,如 2016 年“智能煤矿建设关键技术与示范工程”实现了工作面“1 人巡视、无人操作”的智能采煤常态化运行,已在 40 多个煤矿推广应用,荣获 2016 年国家科学技术进步奖二等奖。2017 年“3~4 米煤层年产千万吨智能化综采成套装备与工艺研究”,在兖矿集团转龙湾煤矿的工业性试验获得重大突破,在国内首次实现中厚煤层年产煤炭千万吨。示范工作面实现了采场无人操作、有人巡视的常态化生产。2018 年智能锚杆机器人可实现锚杆作业工序全自动化、智能化。

表 9：天地科技近三年主要科技创新成果

年份	专利、软件著作权及论文	主要科技创新成果介绍
2018	获得授权发明专利 264 项，软件著作权 168 项，科技人员发表科技论文 1,400 余篇，其中 SCI 收录 30 篇，EI 收录 84 篇。	1、“复杂顶板岩层大直径高位定向钻孔成型技术与配套机具”、“长斜大直径定向反井钻井工艺与装备研究”等 13 个项目荣获 2018 年中国煤炭工业协会科学技术进步一等奖。 2、研制世界首台“8.8m 采高特厚煤层交流电牵引采煤机”在神东上湾煤矿正式投运，年产煤能力超 1,600 万吨。 3、“煤矿井下反射槽波超前探测技术与装备”达到了国际领先水平。 4、智能锚杆机器人可实现锚杆作业工序全自动化、智能化。
2017	获授权专利 359 项，其中发明专利 233 项；获得软件著作权 127 项；发表科技论文 1,475 篇，其中 SCI 收录 22 篇，EI 收录 75 篇，ISIP 收录 4 篇。	1、“8.2m 超大采高综采成套技术与装备”，在兖矿集团金鸡滩煤矿成功进行了工业性试验，项目攻克了 8.2 米厚煤层一次采全高技术的世界性难题，荣获 2017 年中国煤炭工业协会科技进步一等奖。 2、“3~4 米煤层年产千万吨智能化综采成套装备与工艺研究”，在兖矿集团转龙湾煤矿的工业性试验获得重大突破，在国内首次实现中厚煤层年产煤炭千万吨。智能高效的工作面成套装备成功解决了惯性导航数据及控制信息的传输难题，示范工作面实现了采场无人操作、有人巡视的常态化生产。2017 年通过中国煤炭工业协会鉴定，属国际先进水平。 3、“适应最低 0.8 米采高的 MG200/446-WD1 型薄煤层采煤机”项目，创新性的提出了半悬布置方式的采煤机整体结构，采用多电机联合驱动，解决了我国薄煤层复杂地质条件开采难题。 4、“大功率定向钻进技术与装备”在神东保德煤矿创造了主孔深度 2311 米的顺煤层超长定向钻孔的新世界纪录，解决了该矿超长工作面瓦斯区域治理难题。目前大功率定向钻进技术及装备已经在 20 多个矿区成功应用，巩固并提高了公司在煤矿瓦斯治理行业的优势地位及影响力。 5、“高水基高压大流量柱塞泵及液控阀”项目通过中国煤炭工业协会的鉴定，整体创新水平达到国际领先，填补了综采工作面国产大流量阀的空白，推动了综采工作面向高压大流量的自动化方向发展。
2016	2016 年公司共获得专利授权 398 项，其中发明专利 227 项，取得计算机软件著作权 89 项，发表科技论文 1345 篇，其中 SCI14 篇，EI57 篇。	1、“智能煤矿建设关键技术与示范工程”实现了工作面“1 人巡视、无人操作”的智能采煤常态化运行，已在 40 多个煤矿推广应用，荣获 2016 年国家科学技术进步奖二等奖。 2、北京中煤以及天地奔牛共同成功开发设计了国内首台钻井直径 5.8m 的导孔竖井掘进机，标志着我国矿山井巷掘进向机械化、智能化上了新台阶。 3、天地奔牛通过多年技术攻关完成了“大型刮板输送机中部槽智能化焊接生产线”项目，建成了我国首套由 9 个生产工位、7 台焊接机器人组成的大型刮板输送机中部槽智能化焊接生产线，代表了我国煤机制造技术和工艺水平的先进水平。 4、煤科院研发的 100t/h 超低排放煤粉工业锅炉系统已在山东济南成功示范，实现了与电站锅炉相同标准的污染物超低排放，有效降低了锅炉运行成本，是我国工业煤粉锅炉系统大型化、系列化建设的里程碑，对当前国家提出的坚决打好蓝天保卫战有重要的意义。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2019 年公司计划加快抢占透明矿井/工作面、智能化采煤工作面、智能化快速掘进技术、井下无人驾驶电动车、井下作业和救灾机器人/飞行器、井下精确导航和定位技术等科技发展制高点；瞄准行业发展短板，加快解决重大煤机装备的关键零部件和高性能材料、控制系统软件、数字模拟软件等长期制约的“卡脖子”技术难题，争取核心技术取得新突破。公司科研底蕴雄厚，智能化综采技术与装备已经达到了国际领先或先进水平，未来有望引领我国煤矿综采智能化发展方向。

盈利预测

核心假设

由于 2018 年公司总体订单增速出现下滑，我们预计 2019 年矿山自动化、机械化装备业务收入增速也将出现小幅下滑。新董事长上任加大对成本费用控制，煤矿智能化浪潮下产品科技含量不断提高，我们预计此项业务毛利率将小幅提升。

2018 年安全技术与装备收入增速由负转正，主要因为高煤价下，煤矿安全问题愈发严峻。2019 年安全检查更加频繁，对煤矿安全要求更加严格，我们预计 2019 年安全技术与装备收入增速进一步提高，新董事长上任加大对成本费用控制，煤矿智能化浪潮下产品科技含量不断提高，预计毛利率将小幅上升。

2019 年经济有较强韧性，煤炭需求逐步向好，供给方面由于下半年将迎建国 70 周年大庆，预计煤矿安全环保检查较为严格限制供给放开，我们预计下半年煤价延续上半年的上升趋势，全年煤价均价与 2018 年持平，公司煤炭业务盈利与 2018 年持平。

将公司的各业务进行分拆，具体每项的预测如下：

表 10: 公司业务收入拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
矿山自动化、机械化装备					
收入 (亿元)	62.79	77.60	89.24	102.63	118.02
同比增速	35.38%	23.59%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	33.52%	32.55%	33.50%	34.00%	34.50%
安全技术与装备					
收入 (亿元)	29.05	31.64	36.39	41.84	48.12
同比增速	-10.37%	8.92%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	36.59%	28.96%	30.00%	31.00%	32.00%
煤炭产品销售					
收入 (亿元)	13.67	19.69	19.69	19.69	19.69
同比增速	30.07%	44.04%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	57.29%	52.84%	55.00%	55.00%	55.00%
矿井生产技术服务与经营					
收入 (亿元)	15.73	19.60	22.54	25.92	29.81
同比增速	43.78%	24.60%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	27.60%	22.75%	23.00%	23.00%	23.00%
节能环保产品					
收入 (亿元)	10.87	12.96	14.90	17.14	19.71
同比增速	9.36%	19.23%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	31.52%	28.55%	29.00%	29.00%	29.00%
煤炭洗选装备					
收入 (亿元)	10.20	12.50	14.38	16.53	19.01
同比增速	-11.30%	22.55%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	17.56%	11.59%	12.00%	12.00%	12.00%
地下特殊工程施工					
收入 (亿元)	1.44	2.02	2.63	3.41	4.44
同比增速	5.88%	40.28%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	32.47%	39.25%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务					
收入 (亿元)	10.04	3.38	3.38	3.38	3.38
同比增速	58.61%	-66.33%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	13.55%	23.37%	23.37%	23.37%	23.37%
合计					
收入 (亿元)	153.79	179.39	203.14	230.55	262.18
同比增速	24.99%	16.65%	13.24%	13.49%	13.72%
毛利率	33.10%	31.22%	31.86%	32.00%	32.18%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理与预测

三项费用方面,新董事长上任后,提出强化目标管理,推动全面预算和降本增效。据我们调研了解,2019年公司对出差、业务招待等费用管控更加严格。我们预计,销售费用率、管理费用率将小幅下降。2018年公司财务费用为1.26亿元处于较低水平,公司未来没有规划大规模资本开支计划,做为央企融资成本较低,预计会维持一定财务杠杆保持目前负债规模。假设2019-2021年财务费用维持2018年水平不变,财务费用率小幅下降。

表 11: 三项费用预测

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	719	896	934	1061	1206
销售费用率	4.7%	5.0%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用 (含研发费用)	2218	2531	2726	3082	3493
管理费用率 (含研发费用)	14.4%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%
财务费用	171	126	126	126	126
财务费用率	1.1%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理与预测

未来三年盈利预测

按上述假设条件，我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 203、231、262 亿元，收入同比增速分别为 13.2%、13.5%、13.7%。归属母公司净利润 12.10、14.64、17.60 亿元，利润同比增速分别为 25.8%、20.9%、20.3%。

表 12: 未来 3 年盈利预测表

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15379	17939	20315	23055	26219
营业成本	10290	12338	13843	15678	17782
营业税金及附加	276	313	356	403	459
销售费用	719	896	934	1061	1206
管理费用	2218	1747	2726	3082	3493
财务费用	171	126	126	126	126
投资收益	(2)	95	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(455)	(477)	(300)	(250)	(200)
其他收入	161	(620)	0	0	0
营业利润	1408	1517	2030	2455	2953
营业外净收支	69	96	0	0	0
利润总额	1477	1613	2030	2455	2953
所得税费用	300	262	330	399	480
少数股东损益	236	389	490	593	713
归属于母公司净利润	942	962	1210	1464	1760

资料来源 Wind，国信证券经济研究所整理与预测

盈利预测情景分析

乐观情景：假设煤价进一步上涨，煤矿智能化推进迅速，带动公司收入 2019-2021 年均 20% 复合增长。

中性假设：假设煤价稳定，矿智能化推进正常，2019-2021 年收入增速分别为 13.24%、13.49%、13.72%。

悲观假设：假设煤价下滑，矿智能化推进缓慢，2019-2021 年年均收入 10% 复合增长。

表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观假设					
营业收入(百万元)	15,379	17,939	21,527	25,833	30,999
(+/-%)	18.9%	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	942	962	1,301	1,673	2,126
(+/-%)	1.1%	2.1%	35.3%	28.6%	27.1%
每股收益(元)	0.23	0.23	0.31	0.40	0.51
中性假设					
营业收入(百万元)	15,379	17,939	20,315	23,055	26,219
(+/-%)	18.9%	16.7%	13.2%	13.5%	13.7%
净利润(百万元)	942	962	1,210	1,464	1,760
(+/-%)	1.1%	2.1%	25.8%	20.9%	20.3%
每股收益(元)	0.23	0.23	0.29	0.35	0.43
悲观假设					
营业收入(百万元)	15,379	17,939	19,733	21,707	23,877
(+/-%)	18.9%	16.7%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	942	962	1,167	1,362	1,581
(+/-%)	1.1%	2.1%	21.3%	16.7%	16.1%
每股收益(元)	0.23	0.23	0.28	0.33	0.38
总股本(百万股)	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139

资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理与预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：4.88-6.16 元

2019-2021 是煤矿智能化浪潮初期，营业收入维持较高增速，之后随着市场不断成熟竞争愈加激烈，假设公司 2022 年-2028 年公司营业收入增速和毛利率逐步下滑。同时，假设管理费用率和销售费用率保持稳定。10 年后假设自由现金流永续增长率为 2%。采用 FCFE 估值方法得出公司

表 14: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	16.24%
无风险利率	3.2%	Ka	10.06%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.13
公司股价 (元)	3.51	Ke	11.11%
发行在外股数 (百万)	4139	E/(D+E)	84.52%
股票市值(E, 百万元)	14321	D/(D+E)	15.48%
债务总额(D, 百万元)	2623	WACC	10.08%
Kd	5.3%	永续增长率 (10 年后)	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表 15: FCFE 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	2,456	2,831	3,279	3,680	4,068	4,474	4,894	5,325	5,762	6,202	
所得税税率	16.24%	16.24%	16.24%	16.24%	16.24%	16.24%	16.24%	16.24%	16.24%	16.24%	
EBIT*(1-所得税税率)	2,057	2,371	2,746	3,082	3,408	3,747	4,099	4,460	4,826	5,195	
折旧与摊销	362	1,207	1,207	1,207	1,207	1,207	1,207	1,207	1,207	1,207	
营运资金的净变动	(1,088)	(1,952)	(1,905)	(2,099)	(2,271)	(2,455)	(2,638)	(2,817)	(2,990)	(3,153)	
资本性投资	(487)	(487)	(487)	(487)	(487)	(487)	(487)	(487)	(487)	(487)	
FCFF	843	1,139	1,560	1,703	1,856	2,012	2,181	2,362	2,556	2,762	34,864
PV(FCFF)	766	940	1,170	1,160	1,148	1,131	1,113	1,096	1,077	1,057	13,345
核心企业价值	24,002										
减：净债务	1,471										
股票价值	22,531										
每股价值	5.44										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。得到公司的合理价值区间为：4.88-6.16 元。

表 16: FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析

(单位：元/股)	wacc 变化					
		9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%
永续增长率变化	3.5%	7.55	6.84	6.24	5.72	5.28
	3.0%	7.10	6.47	5.94	5.47	5.07
	2.5%	6.72	6.16	5.67	5.25	4.88
	2.0%	6.39	5.88	5.44	5.06	4.71
	1.5%	6.10	5.64	5.24	4.88	4.56
	1.0%	5.85	5.43	5.06	4.73	4.43
	0.5%	5.63	5.25	4.90	4.59	4.31

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对法估值：5.80-6.38 元

我们选取和公司业务相近的郑煤机、三一国际和中煤能源为可比公司进行比较。目前可比公司对应 2019 年平均 PE 估值为 10.34 倍, 平均 PB 估值为 0.91 倍, 当前天地科技股价对应 2019 年的 PE 估值为 12.28 倍, PB 估值为 0.93 倍, 略高于行业平均水平。我们从市场地位、创新能力、成长性、盈利能力等方面进行综合对比, 结合公司历史估值水平, 给出天地科技的合理估值:

(1) 天地科技在煤机行业市场地位排名第一。根据按收入排名的 2018 年中国煤炭机械工业 50 强榜单, 天地科技以 123 亿元收入位列第一名, 中煤能源旗下的中国煤矿机械装备有限责任公司以 87 亿元收入位列第二, 郑煤机以 62 亿元收入位列第五、三一国际以 26 亿元收入位列第九。公司在行业属于龙头地位。

(2) 科技创新能力在行业中最强。公司拥有 3 名院士, 具有 60 多年煤机行业历史积淀科研底蕴雄厚, 是其他同行公司所无法相比的, 也是公司核心竞争力。未来将迎来煤矿智能化浪潮, 公司智能化综采技术与装备已经达到了国际领先或先进水平, 有望引领我国煤矿综采智能化发展方向。

(3) 过去两年天地科技盈利增速较低但长期抗风险能力更强, 未来盈利有望保持较高增长。2017-2018 年天地科技收入增速为 18.87%、16.65%, 盈利增速为 1.09%、2.09%, 低于三家可比公司。我们认为主要是由于公司规模较大、国企管理体制存在一定问题导致。但公司凭借行业龙头地位和科技创新能力, 在行业较差时有较强抗风险能力, 2015、2016 年行业最差年份, 郑煤机仅有微利、三一国际和中煤能源均出现亏损, 天地科技依然可以有较高盈利。未来随着煤炭行业依然景气向好, 煤炭智能化推广以及公司新董事长上任以后管理提升, 我们预计 2019-2020 年公司盈利增速为 25.85%、20.94%, 未来三年复合增速为 22%, 盈利有望保持较高增长。

表 17: 天地科技与可比公司成长性比较

单位: 亿元	2020E	2019E	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
天地科技											
营业总收入	203.15	230.55	179.39	153.79	129.37	143.47	165.79	126.74	145.35	120.09	79.69
同比(%)	13.49	13.24	16.65	18.87	-9.83	-21.69	-8.64	-12.80	21.04	50.68	20.74
归母净利润	14.64	12.10	9.62	9.42	9.32	12.27	16.01	8.53	11.35	9.12	8.53
同比(%)	20.94	25.85	2.08	1.09	-24.08	-27.16	-3.10	-24.86	24.48	6.84	20.52
郑煤机											
营业总收入	325.97	291.29	260.12	75.48	36.29	45.11	61.24	80.55	102.13	80.60	67.52
同比(%)	11.90	11.98	244.63	108.01	-19.56	-26.35	-23.97	-21.13	26.71	19.37	30.85
归母净利润	12.51	10.68	8.32	2.84	0.62	0.42	2.05	8.67	15.89	11.94	8.83
同比(%)	17.08	28.34	192.82	358.49	46.92	-79.43	-76.33	-45.46	33.09	35.29	40.00
三一国际											
营业总收入	84.25	65.89	44.54	25.02	18.56	22.26	22.09	32.78	37.13	38.50	27.25
同比(%)	27.86	47.94	77.99	34.86	-16.65	0.76	-32.59	-11.74	-3.54	41.30	40.97
净利润	11.27	9.03	6.00	2.29	-6.44	0.18	1.68	3.56	5.00	7.74	6.71
同比(%)	24.90	50.36	161.60	135.61	-3,667.18	-89.26	-52.76	-28.69	-35.49	15.49	36.72
中煤能源											
营业总收入	1,119.38	1,078.46	1,041.40	811.23	606.32	592.71	706.64	823.16	872.92	888.72	712.68
同比(%)	3.79	3.56	27.76	33.73	2.30	-16.12	-14.16	-5.70	-3.93	24.70	32.64
归母净利润	55.61	49.53	34.35	24.14	20.27	-25.20	7.67	35.76	92.81	95.04	69.09
同比(%)	12.27	44.21	49.87	19.08	180.41	-428.70	-78.56	-61.48	-3.99	37.56	4.33

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理与预测

(4) 公司盈利能力在历史多数时间高于可比公司。2010-2017 年天地科技 ROE 均高于三家可比公司, 销售毛利率和销售净利率也是多数年份领先可比公司, 2018 年由于公司盈利增速不及可比公司, 导致 ROE 低于郑煤机和三一国际。未来随着煤炭行业依然景气向好, 煤炭智能化推广以及公司新董事长上任以后

管理提升，公司盈利能力有望回升。

表 18: 天地科技与可比公司盈利能力比较

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
天地科技									
ROE(摊薄)(%)	6.11	6.30	6.65	9.23	14.98	14.56	21.98	22.05	25.79
销售毛利率(%)	31.22	33.09	33.77	34.37	30.90	26.66	28.71	31.78	35.21
销售净利率(%)	7.53	7.66	7.79	9.66	11.23	8.91	12.31	13.59	17.18
郑煤机									
ROE(摊薄)(%)	7.26	2.63	0.64	0.44	2.18	9.11	17.35	20.33	17.67
销售毛利率(%)	18.88	22.20	20.31	19.71	17.58	23.15	26.87	24.70	24.69
销售净利率(%)	3.61	4.51	1.01	0.24	3.16	10.39	15.80	15.05	13.22
三一国际									
ROE(%)	9.43	3.71	-10.07	0.27	2.70	6.26	9.08	15.30	14.96
销售毛利率(%)	29.38	29.72	14.99	28.58	32.60	36.06	36.50	40.36	46.15
销售净利率(%)	13.55	9.23	-35.48	0.83	7.69	10.93	13.47	20.11	24.61
中煤能源									
ROE(摊薄)(%)	3.73	2.71	2.36	-3.02	0.88	4.09	10.78	11.71	9.41
销售毛利率(%)	28.64	32.41	33.50	31.34	30.04	31.80	36.17	33.62	33.42
销售净利率(%)	5.98	5.48	4.84	-3.48	1.73	5.22	11.47	11.60	10.62

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(5) 公司目前估值处于历史底部区域。2019年6月21日公司PB(mrq)估值为0.93倍, 仅比2019年6月6日历史最低PB估值0.88高6%, PB估值下降主要因为公司ROE下滑, 2018年公司ROE为6.11%, 我们预计2019-2020年公司ROE不断提升, 分别为7.25%、8.20%。目前公司PE(ttm)估值为15倍, 位于历史前20%分位, 低于当前PE的时期主要在2012年下半年至2014年, 当时受煤炭行业下行影响, 2013-2014年公司收入和利润均同比下滑。而展望未来, 我们认为公司收入和利润增速将进一步提升。

可比公司目前PB均值为0.91倍, 2019年PE为10.34倍, 和可比公司比较, 天地科技占据煤机市场龙头地位, 具有煤机行业最强科技创新能力, 抗风险能力强, 盈利能力多数时期高于可比公司, 我们认为公司估值应高于可比公司的平均值。

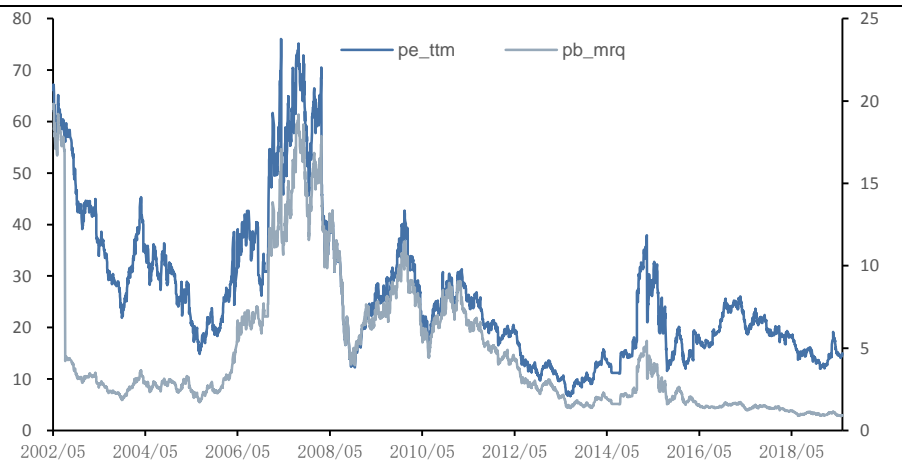
天地科技目前估值处于自身历史估值的底部, 主要是由于市场对煤炭行业下行担忧预期公司盈利下行, 我们认为2019年煤价将震荡上行煤炭行业依然景气向上, 煤炭智能化浪潮有望加快公司成长速度, 公司新董事长上任后内部管理获得提升, 预计未来三年盈利复合增速为22%, 公司盈利将保持较快增长超市场预期。我们认为合理估值对应2019年20-22倍PE较为合理, 2019年的EPS预估为0.29元, 则合理估值为5.80-6.38元/股。

表 19: 相对估值法结果

代码	简称	股价 (19-06-21)	EPS (元/港元)			PE			PB	总市值 (亿元/港元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
600582	天地科技	3.56	0.23	0.29	0.35	15.48	12.28	10.17	0.93	147
可比上市公司										
601717	郑煤机	5.80	0.48	0.62	0.72	12.08	9.35	8.06	0.85	100
0631.HK	三一国际	2.81	0.23	0.33	0.41	12.22	8.52	6.85	1.19	87
601898	中煤能源	4.87	0.26	0.37	0.42	18.73	13.16	11.60	0.69	646
均值						14.34	10.34	8.83	0.91	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测(除天地科技以外其他可比公司EPS均来源于Wind一致预期)
注: 港股公司单位均为港元。

图 25: 天地科技历史估值



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

预测公司 2019-2021 年净利润 12.10/14.64/17.60 亿元, 相应 PE 估值 11.8 /9.8/8.1 倍。综合绝对估值法和相对估值法, 测算公司合理价值区间为 4.88-6.38 元。由于市场对煤炭行业和公司盈利悲观预期, 公司近期股价出现回调。我们认为天地科技是我国煤炭机械行业龙头企业, 具有行业最强科技创新能力, 受益于煤炭行业景气向好以及煤矿智能化浪潮, 预计 2019-2022 年公司盈利复合增速为 22%, 超市场预期。目前 PB 估值仅比历史最低高 6%, PE 估值处于历史前 20%分位, 具有较强安全边际。首次覆盖给予“买入”评级。

催化剂

2019 年下半年煤价保持上行趋势。

鼓励发展智能化煤矿政策出台。

扶持科技创新企业政策出台。

公司国企改革有新进展。

风险提示

煤炭行业景气度下滑。

煤炭机械行业受煤炭行业景气度影响较大。未来如果经济下行压力加大, 拖累煤炭需求, 煤炭供给加快释放, 将导致煤价下行, 煤企盈利下降, 降低煤炭机械的资本开支, 对公司未来盈利预期造成一定冲击。

煤矿智能化对公司影响低于预期。

我们认为智能化煤矿是未来煤炭行业趋势, 公司做为煤机行业龙头, 具有领先的科技创新能力, 长期有望充分受益煤矿智能化浪潮。不过, 公司研发支出也将进一步增加, 煤矿智能化短期推进速度仍存不确定性, 智能化煤矿对公司影响有可能低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4983	5484	6246	7358	营业收入	17939	20315	23055	26219
应收款项	15022	17009	19303	21952	营业成本	12338	13843	15678	17782
存货净额	5968	6755	7259	8306	营业税金及附加	313	356	403	459
其他流动资产	1425	1605	1821	2071	销售费用	896	934	1061	1206
流动资产合计	27400	30880	34657	39715	管理费用	1747	2726	3082	3493
固定资产	6093	5920	5057	4287	财务费用	126	126	126	126
无形资产及其他	2117	2033	1948	1863	投资收益	95	0	0	0
投资性房地产	1158	1158	1158	1158	资产减值及公允价值变动	(477)	(300)	(250)	(200)
长期股权投资	623	623	619	616	其他收入	(620)	0	0	0
资产总计	37392	40613	43439	47640	营业利润	1517	2030	2455	2953
短期借款及交易性金融负债	902	902	902	902	营业外净收支	96	0	0	0
应付款项	6799	7697	8271	9465	利润总额	1613	2030	2455	2953
其他流动负债	4995	5879	6390	7302	所得税费用	262	330	399	480
流动负债合计	12697	14478	15563	17669	少数股东损益	389	490	593	713
长期借款及应付债券	1721	1721	1721	1721	归属于母公司净利润	962	1210	1464	1760
其他长期负债	2139	2139	2139	2139					
长期负债合计	3860	3860	3860	3860	现金流量表 (百万元)				
负债合计	16557	18338	19423	21529	净利润	962	1210	1464	1760
少数股东权益	5090	5580	6172	6885	资产减值准备	20	83	(22)	(66)
股东权益	15746	16696	17844	19226	折旧摊销	418	362	1207	1207
负债和股东权益总计	37392	40613	43439	47640	公允价值变动损失	477	300	250	200
					财务费用	126	126	126	126
关键财务与估值指标					营运资本变动	316	(1088)	(1952)	(1905)
每股收益	0.23	0.29	0.35	0.43	其它	370	407	615	778
每股红利	0.09	0.06	0.08	0.09	经营活动现金流	2562	1274	1561	1974
每股净资产	3.80	4.03	4.31	4.65	资本开支	(438)	(487)	(487)	(487)
ROIC	10%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(3)	(25)	0	0
ROE	6%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(434)	(512)	(483)	(483)
毛利率	31%	32%	32%	32%	权益性融资	67	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	12%	13%	负债净变化	(161)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	18%	17%	支付股利、利息	(391)	(260)	(315)	(379)
收入增长	17%	13%	13%	14%	其它融资现金流	(378)	(0)	0	0
净利润增长率	2%	26%	21%	20%	融资活动现金流	(1415)	(261)	(315)	(379)
资产负债率	58%	59%	59%	60%	现金净变动	714	501	762	1112
息率	2.7%	1.8%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	4269	4983	5484	6246
P/E	14.9	11.8	9.8	8.1	货币资金的期末余额	4983	5484	6246	7358
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	企业自由现金流	2511	843	1139	1560
EV/EBITDA	10.1	11.6	8.4	8.0	权益自由现金流	1973	857	1166	1607

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032