

强烈推荐-A (上调)

天地科技 600582.SH

当前股价: 5.26 元

2017年04月23日

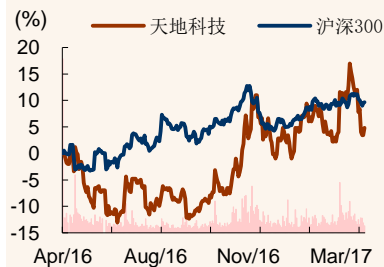
煤炭行业景气回暖, 煤机龙头将充分受益

基础数据

上证综指	3173
总股本(万股)	413859
已上市流通股(万股)	277434
总市值(亿元)	218
流通市值(亿元)	146
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	6.6
资产负债率	47.1%
主要股东	中国煤炭科工集团
主要股东持股比例	69.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	13	3
相对表现	1	9	-7



资料来源: 贝格数据、招商证券

天地科技隶属于中国煤炭科工集团, 是我国领先的煤炭综采设备及安全设备供应商。公司技术实力雄厚, 产业链涵盖煤炭采掘装备、煤炭洗选设备、煤炭生产服务、煤炭产品销售及煤炭清洁利用, 有望充分受益煤炭行业景气回暖。

- **煤价上涨, 推动煤机行业复苏。**2016 年始, 受“供给侧”改革推动, 煤炭价格明显回升, 煤炭企业经营效益大幅好转, 现金流显著改善, 上一轮煤炭行业景气期购置的煤炭机械将逐步有序进入更新周期, 更新需求将推动煤机行业复苏。与此同时, 煤机行业集中度提升, 龙头公司将充分受益行业复苏。
- **天地科技是国内领先的煤炭机械制造商。**公司隶属于中国煤炭科工集团, 作为研究院所起家的煤机企业, 公司引领了中国煤机行业的技术进步。公司产业链齐全, 业务涵盖煤炭综采设备、煤炭安全设备、煤炭洗选设备、煤炭生产技术服务、节能环保设备及煤炭生产等。目前, 公司采煤机、掘进机及刮板运输机市占率均位于行业前三名。
- **公司业绩有望触底反弹。**公司 2016 年营收 129.37 亿元, 同比下降 9.83%, 归母净利润 9.32 亿, 同比下降 24.08%, 其中四季度营收及净利润同比增长 24.28% 及 8.63%。今年一季度公司设备订单增长 50%, 设备业务全年业绩有望显著增长。此外, 公司煤炭生产板块受益煤价回升, 将贡献业绩弹性。
- **煤粉锅炉及国企改革想象空间大。**煤炭清洁利用大势所趋, 公司煤粉锅炉业务已在天津及济南成功推广, 未来有望进入爆发期。公司作为央企中国煤炭科工集团唯一的上市平台, 存在资产注入预期, 并有望充分受益国企改革。
- **给予“强烈推荐-A”评级。**我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 166.56、187.92、206.81 亿元, 2017-2019 年 EPS 分别为 0.35、0.39、0.44, 公司 2017 年动态市盈率为 15.0 倍。天地科技是我国规模最大, 产业链齐全的煤炭机械龙头, 有望充分受益煤炭行业景气复苏, 煤粉锅炉应用及国企改革富有想象空间, 值得投资者关注。
- **风险提示:** 煤炭价格大幅波动; 煤机更新需求低于预期; 煤炭企业融资环境恶化; 注入资产在业绩承诺期后业绩显著下降; 天地王坡煤矿产量低于预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	14347	12937	16656	18792	20681
同比增长	-13%	-10%	29%	13%	10%
营业利润(百万元)	1525	1086	1879	2132	2384
同比增长	-23%	-29%	73%	13%	12%
净利润(百万元)	1227	932	1450	1626	1802
同比增长	-23%	-24%	56%	12%	11%
每股收益(元)	0.30	0.23	0.35	0.39	0.44
PE	17.7	23.4	15.0	13.4	12.1
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

正文目录

一、煤炭机械经历低谷期，将触底反弹.....	5
1、“三机一架”等煤炭综采设备经历多年行业低谷期.....	5
2、供给侧改革推动煤价回升，煤企经营效益显著改善.....	7
3、更新需求支撑煤炭机械行业复苏.....	9
4、煤机行业市场集中度提升，竞争格局利好龙头企业.....	12
二、天地科技是煤炭综采设备全产业链龙头.....	13
1、天地科技是国内煤机行业研究与制造的领军企业.....	13
2、公司营收受行业周期影响，2016年四季度重拾增长趋势.....	14
3、作为中煤科工唯一上市平台，天地科技经历数次资产注入.....	16
4、示范工程王坡煤矿业绩弹性大.....	18
5、收购母公司资产，成为煤炭安全设备龙头.....	19
6、煤科院煤粉锅炉技术领先，煤炭清洁利用市场空间巨大.....	22
7、母公司中煤科工集团技术领先，未来存在资产注入预期.....	24
三、盈利预测与投资建议.....	25
1、主要的业绩预期假设.....	25
2、投资建议.....	27
3、风险提示.....	27

图表目录

图 1: 煤炭机械设备分类.....	5
图 2: 煤炭机械行业市场规模持续下滑.....	6
图 3: 原煤产量情况.....	7
图 4: 动力煤价格.....	7
图 5: 煤炭开采和洗选业主营业务收入.....	8
图 6: 煤炭开采和洗选业利润总额.....	8
图 7: 煤炭行业固定资产投资月度数据.....	8
图 8: 煤机行业固定资产投资情况.....	9
图 9: 煤机行业固定资产投资比例.....	9
图 10: 2016-2020 年煤机设备市场规模测算.....	12
图 11: 天地科技主营业务及占比.....	13
图 12: 2002-2016 年公司营业收入情况.....	14
图 13: 2002-2016 年公司营业利润情况.....	14
图 14: 2002-2016 年公司净利润情况.....	15
图 15: 2015、2016 年分季度营业收入情况.....	15
图 16: 2007-2016 年各业务营业收入情况.....	15
图 17: 2007-2016 年各业务营业收入占比.....	15
图 18: 煤机行业主要公司相关业务收入比较.....	16
图 19: 煤机行业主要公司毛利率比较.....	17
图 20: 煤机行业主要公司 ROE 比较.....	16
图 21: 天地科技矿山自动化装备及安全技术装备毛利率.....	17
图 22: 天地科技 2016 年各子公司净利润.....	18
图 23: 王坡煤矿净利润情况.....	19
图 24: 无烟煤(山西)价格走势情况.....	19
图 25: 重庆研究院业绩承诺完成情况.....	21
图 26: 西安研究院业绩承诺完成情况.....	21
图 27: 北京华宇业绩承诺完成情况.....	22
图 28: 高效煤粉锅炉与《锅炉大气污染物排放标准》对比情况.....	23
图 29: 2014 年天地科技营业指标占中煤科工营业指标的比例.....	24

图 30: 天地科技历史 PE Band.....	24
图 31: 天地科技历史 PB Band.....	24
表 1: “三机一架”定义及用途.....	6
表 2: 煤炭综采设备 2017-2020 年市场规模预测	10
表 3: 三机一架市场规模预测	11
表 4: 近年来煤机企业陆续出清.....	12
表 5: 上市煤机企业积极寻找第二主业.....	12
表 6: 国内主要煤机企业产品对比.....	13
表 7: 天地科技上市以来资本运作情况.....	17
表 8: 2016 年对母公司业绩影响较大的子公司情况.....	18
表 9: 煤炭安全生产主要法律法规.....	25
表 10: 国家煤炭生产安全投入标准	25
表 11: 主要产品及服务	25
表 12: 注入资产业绩承诺业绩承诺情况.....	25
表 13: 煤炭清洁利用相关政策	25
表 14: 销售收入结构预测.....	25
表 15: 盈利预测简表.....	25
表 16: 天地科技各季度业绩回顾.....	25
表 17: 估值对比表	25

一、煤炭机械经历低谷期，将触底反弹

1、“三机一架”等煤炭综采设备经历多年行业低谷期

“三机一架”等综采设备是煤炭机械设备的核心

煤炭机械指用于煤矿的采掘、支护、选煤等生产过程的机械设备。广义上的煤机设备依据煤矿开采的顺序进行分类，主要分为勘探设备、综合采掘设备、提升设备、洗选设备、煤炭安全设备、电气设备和辅助设备以及露天矿设备等。勘探设备主要有钻探设备及仪器仪表等；综掘设备主要有掘进机、凿岩机等；综采设备主要有采煤机、刮板输送机及液压支架等；辅助设备主要有工业泵、提升、供电、排水设备等；洗选设备主要有破碎机、球磨机、筛分设备、浮选设备、过滤机等；煤炭安全设备主要有通风机、瓦斯防治设备、矿井灭火设备及救护装备等；露天矿设备主要有矿用重型汽车、自卸车、铲运机和挖掘机等；电气设备主要有各类变频装置、传感器、组合开关以及自动化控制系统等。

图 1：煤炭机械设备分类



资料来源：煤炭工业网、招商证券整理

综采设备是煤炭机械设备的核心。从价值量来衡量，综采设备在煤炭机械设备投资中占比达到 70%。而综采设备以“三机一架”为核心，“三机一架”在综采设备中的占比通常在 70%~80%之间，其构成包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架。

掘进机：用于地下煤矿平直巷道的开凿，煤矿巷道的快速掘进是保证矿井高产稳产的关键技术措施。

采煤机：以旋转工作机构破煤，并将煤装入输送机或其他运输设备的机械设备，采掘技术及其装备水平直接关系到煤矿生产的能力和安全性。

刮板输送机：用刮板链牵引，在槽内运送散料的输送设备。在采煤工作面内，刮板输送机不仅运送煤和物料，而且还是采煤机的运行轨道。刮板输送机保持连续运转是煤炭生产正常进行的必要条件。

液压支架：用来支撑采煤工作面的顶板、控制矿山压力的结构物。它是煤炭综合采掘设备的重要组成部分，与采煤机配套使用，实现采煤综合机械化。

表1: “三机一架”定义及用途

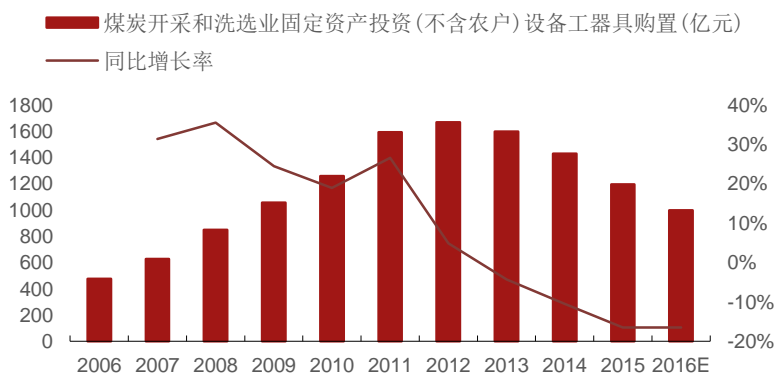
设备名称	图例	用途	代表公司
掘进机		用于地下煤矿平直巷道的开凿	山西天地煤机、佳木斯煤机、石家庄煤机、创力集团、三一重型装备
采煤机		以旋转工作机构破煤，并将煤装入输送机或其他运输设备的机械设备	天地科技、鸡西煤机、太重煤机、西安煤机、创立集团
刮板输送机		用刮板链牵引，在槽内运送散料的输送设备	中煤张家口煤机、山西煤机、西北奔牛、山东矿机
液压支架		用来支撑采煤工作面的顶板、控制矿山压力的结构物	郑煤机、中煤北京煤机、郑州四维、平顶山煤机

资料来源：煤炭工业网、招商证券整理

最近4年，煤炭设备市场规模持续下滑。2002-2012年为煤炭行业的“黄金十年”，煤炭设备市场在2012年达到顶峰的1668.33亿元规模。此后煤炭价格持续下降，煤机行业规模随之逐年萎缩，2015年全国煤炭设备市场规模为1194.16亿元，较2014年同比减少16.47%，较2012年减少28.42%。

受益煤价上升，煤机行业有望触底反弹。伴随煤炭行业供给侧改革的进行，煤炭价格历经4年多的调整，于2016年第二季度开始出现反转，尤其自9月份以来上涨速度明显加快。煤价回升后带动了煤炭企业盈利水平的回升，使得煤炭生产设备的投资更具现实条件。虽然国内煤机行业现在已经相对成熟，未来几年不太可能出现像黄金十年那样爆发式增长的情况，但是经过几年的回调，煤机行业现在已经处于市场底部，煤价回升带来的煤炭企业盈利水平上升有望带动煤机行业迎来复苏。

图2: 煤炭机械行业市场规模持续下滑



资料来源：国家统计局、招商证券

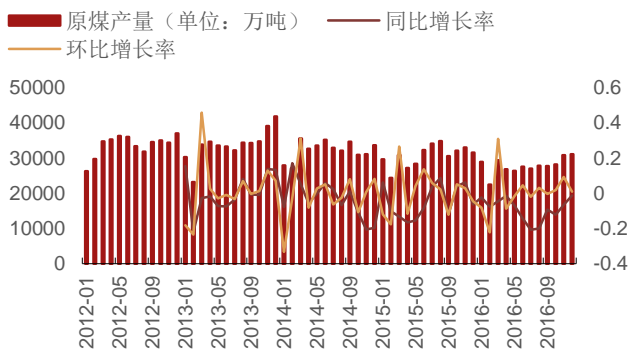
2、供给侧改革推动煤价回升，煤企经营效益显著改善

供给侧改革初见成效，2016 年煤炭去产能超额完成目标，煤价显著回升

2016 年 2 月，发改委等部门印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出自 2016 年起 3-5 年内，煤炭行业将退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量。此外，从 2016 年开始，按全年作业时间不超过 276 个工作日重新确定煤矿产能，原则上法定节假日和周日不安排生产。

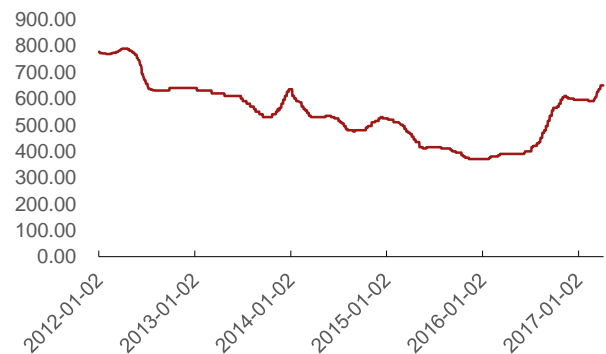
2016 年，全国全年完成煤炭去产能 2.9 亿吨，超额完成 2.5 亿吨的年度任务，同时约 1500 处 30 万吨以下小煤矿关闭退出，产业结构进一步优化。煤炭产量方面，我国煤炭产量在 2014 年达到 39 亿吨峰值后，近年一路下滑，2016 年下降到 33.64 亿吨，同比减少 10%，相比 2014 年下降 15%。2016 年全国原煤产量共计 33.64 亿吨，同比下滑 9.4%。具体来看，2016 年原煤产量从年初的 2.94 亿吨下滑至 9 月份的 2.77 亿吨，从 10 月份开始回升，12 月份达到 3.1 亿吨，但仍同比下降 3%，呈现出同比下降、环比上升的特点。2017 年始，原煤产量继续下降，根据国家统计局数据，2017 年 1-2 月份全国原煤产量 50678 万吨，同比下降 1.7%。

图3：原煤产量情况



资料来源：中国煤炭工业协会、WIND、招商证券

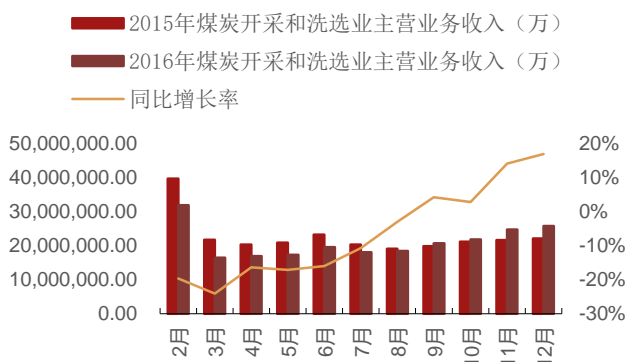
图4：动力煤（Q5500，秦皇岛）价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND、招商证券

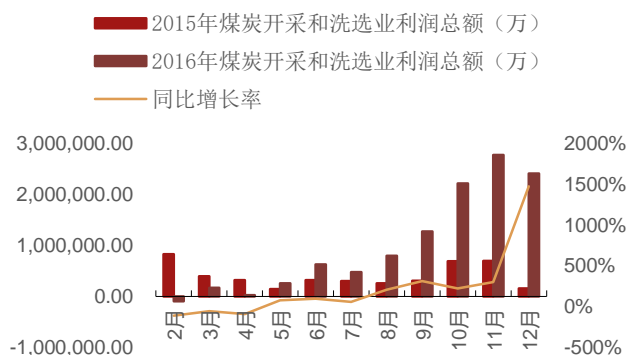
随着去产能的进行，我国煤炭价格连续上涨。过去 5 年来，由于经济增速逐步放缓，煤炭及下游的电力等行业产能过剩，煤价不断走低，煤价已经从高峰的 850 元/吨降到 2016 年初的 370 元/吨。2016 年下半年，我国煤炭价格持续走高。2016 年 12 月，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格已经突破 590 元/吨的水平，同比大幅提升 61%。进入 2017 年，煤炭价格在经历小幅微跌后重拾上涨趋势。截至 2017 年 4 月 17 日，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格已经上涨到 640 元/吨，比 16 年初上涨 73%。

图5: 煤炭开采和洗选业主营业务收入



资料来源: WIND、招商证券

图6: 煤炭开采和洗选业利润总额



资料来源: WIND、招商证券

受益于煤炭价格上涨,下游煤炭开采企业盈利状况开始大幅改善。营业收入方面,2016年9月以来,煤炭开采和洗选业主营业务收入持续同比正增长,12月份单月实现营业收入2579.8亿,同比增长16.89%,9-12月累计实现营业收入9299.30亿元,同比增长9.68%。2017年1月至2月,实现营业收入3937.1亿,同比增长24%,增长率在稳步提升。利润总额方面,2016年5月开始实现正增长,全年实现利润总额1090.90亿元,同比增长147.48%,其中11月单期实现利润总额276.90亿元,同比增长300%,创年内单月最高纪录。

2017年开始,煤机更新需求有望逐步释放。根据国家统计局数据,2016年国内煤炭行业固定资产投资3038亿元,同比下降24%。煤炭行业固定资产投资累计值连续下降31个月。2017年1月-2月煤炭开采及洗选行业固定资产投资累计80.98亿元,同比下降21%,延续了2016年下半年20%以上的同比下降趋势,这与我们从主流煤炭机械企业了解到的订单情况并不一致。这可能是因为煤炭企业盈利小幅改善后,现金流改善需要时间,优先要做的是补发员工工资,偿还银行贷款等行为,正常生产的更新维护需求维持在保证安全生产的最低限度。但随着煤企经营情况的逐步改善,煤炭行业固定资产投资也会逐步增加。2011年-2013年是煤炭机械投资高峰,一般煤机寿命在5-8年,因此2016-2018年将迎来设备更新需求高峰。2015、2016年行业处于盈利低谷,部分更新需求被抑制。伴随煤炭行业盈利回暖,煤机更新需求将得到支撑,预期2017年开始煤机更新需求逐步释放。

图7: 煤炭行业固定资产投资月度数据

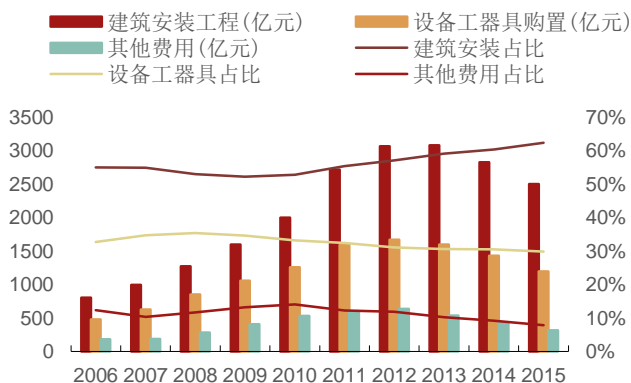


资料来源: WIND、国家统计局、招商证券

3、更新需求支撑煤炭机械行业复苏

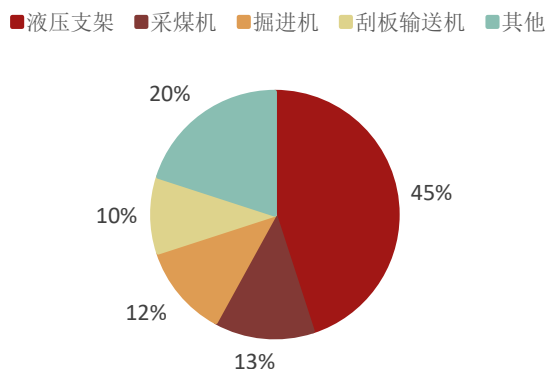
我国煤炭开采与洗选行业固定资产投资一般由三部分组成：建设安装工程、设备工器具购置和其他费用。煤炭企业的固定资产投资涉及范围比较广、构成复杂，煤机设备投资可能只是其中的一小部分，历史数据表明煤炭企业设备投资占固定资产总投资比重基本可以维持在一个稳定范围之内，设备投资一般占固定资产投资的 30%~35%。其中煤炭机械设备一般占到固定投资中设备购置项目的 50%，其中以“三机一架”为核心的综合采掘机械设备占到煤炭机械设备总投资 70%左右。在一个工作面中，一般需要一台采煤机、一台掘进机、一台刮板输送机和百余台液压支架，所以在“三机一架”中，液压支架占比较大，一般超过 45%，采煤机和掘进机技术含量较高，占比分别达到 13% 和 12%，刮板输送机等输送设备较便宜，一般占到 10%的比重，其他各种设备一般占比在 20%左右。

图8：煤机行业固定资产投资情况



资料来源：WIND、招商证券

图9：煤机行业固定资产投资比例



资料来源：WIND、招商证券

煤炭机械设备行业需求主要来自于三个方面：一是新增产能所带来的设备需求，二是行业自身周期所带来的设备更新与维护需求，三是煤炭行业机械化率提升、减产置换所带来的设备需求。煤机综采设备“三机一架”市场主要需求来自新增产能投资需求和更新维护投资需求，机械化率的提升带来的设备需求相对较小。

煤炭行业“十三五”规划出台

2016年12月22日，国家发展改革委、国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》。《规划》指出要在十三五期间要化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，至 2020 年煤炭产量为 39 亿吨，120 万吨/年及以上大型煤矿产量占 80%以上，30 万吨/年及以下小型煤矿产量占 10%以下。煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，大型煤炭基地产量占 95%以上。

规划提出，要求遏制重特大事故，煤矿事故死亡人数下降 15%以上，百万吨死亡率下降 15%以上。规划提出，要求煤矿采煤机械化程度达到 85%，掘进机械化程度达到 65%。

“十三五”期间减量置换新增 5 亿吨产能带来新建需求

煤炭行业“十三五”规划提出通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右。但是，根据国家发改委公布数据，截至 2015 年底，我国在建煤矿产能达到 15 亿吨，其中违法违规产能 8 亿多吨，实际已建成投产的达到 2 亿吨，其中未经核准擅自开工的建成投产煤矿有 1.3 亿吨。而在建煤矿大多是规模大、效率高、成本低的煤矿，因此这部分产能大概率转换为减量置换产能。因此我们认为 2018-2020 年产能建设将放缓，预测 2016-2020 年新增产能分别为 1.2 亿吨、1 亿吨、0.8 亿吨、0.8 亿吨、0.8 亿吨。

按照煤炭科学研究总院“年产 600 万吨综采超重型成套装备”项目信息，年产 600 万吨煤矿的综采设备投资在 3 亿元左右，加上备品，我们预计综采设备总投资额在 4.5 亿元，吨煤设备成本为 80 元。而对于年产 300 万吨规模的煤矿，吨煤成本在 100 元左右。考虑未来建设煤矿的规模越来越大，与此同时煤炭企业经营状况逐步改善，外加原材料价格上升，我们假设 2016-2020 年单位产能投资为 95 元/吨、95 元/吨、95 元/吨、98 元/吨、98 元/吨。

通过测算，2017-2020 年煤炭综采设备新增需求分别为 230 亿、250 亿、270 亿和 270 亿，合计 1020 亿，年均 255 亿。

煤机更新高峰期将至

煤炭机械行业的设备更新需求主要来自于维持煤炭开采与洗选正常产量需要设备的不断更新换代。煤炭机械设备工作环境恶劣，设备消耗明显，因此煤炭机械相较于普通机械寿命更短，较高的更新、维修频率导致煤机更新维修的需求比较大。煤机设备设计寿命和更新周期一般为 5-8 年，具体到核心设备“三机一架”，液压支架和采煤机的寿命约 5-8 年，而采煤机滚筒的寿命仅约三个月，部分产品依靠设备物理磨损来换取煤炭产量。

从历史上看，2010 年到 2013 年是煤机设备投资的高点，因此，与此相对的 2016 年到 2018 年理论上应该迎来了设备更新需求的高峰。由于 2015-2016 年行业处于历史低估，设备利用小时数偏低，寿命将延长，并且企业经营现金流紧张，倾向采用维修来代替设备更新，部分更新需求相当程度上被抑制，而随着 2016 年下半年煤炭价格的持续上涨，企业盈利改善，可预见到从 2017 年开始，设备更新需求将逐步得到释放。我们假设：

- 1) 煤炭机械设备一般占到固定投资中设备购置项目的 50%，其中以“三机一架”为核心的综合采掘机械设备占到煤炭机械设备总投资 70%左右。
- 2) 第 T 年煤机的更新需求可以用 T-8~T-5 年每年煤机设备投资的 10%、30%、30%、30%求和近似测算。因此 2017-2020 年之间的设备更新需求主要取决于 2009-2015 年之间的设备投资额。
- 3) 根据设备利用小时数进行调整，我们 2011-2013 年为行业高峰，煤炭企业盈利充足，设备利用小时数高，而 2014-2016 年行业处于底部运行期间，且盈利能力无法支撑设备更新需求，因此我们给 2012-2020 年数据设置调整系数，分别为 110%、100%、80%、65%、70%、75%、75%、78%、78%。

表2: 煤炭综采设备2017-2020年市场规模预测

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
更新需求									
煤机综采设备采购	583.9	558.8	500.3	418.0					
更新需求 T-5 (10%)	21.9	29.7	37.0	44.0	55.7	58.4	55.9	50.0	41.8
更新需求 T-6 (30%)	50.1	65.8	89.2	110.9	132.0	167.1	175.2	167.7	150.1
更新需求 T-7 (30%)		50.1	65.8	89.2	110.9	132.0	167.1	175.2	167.7
更新需求 T-8 (30%)					89.2	110.9	132.0	167.1	175.2
调整系数	110%	100%	80%	65%	60%	75%	75%	78%	78%
合计					232.7	351.3	397.6	436.7	417.1
新增产能需求									
新增产能规模 (亿吨)	4.5	4.0	3.0	1.6	1.2	1	0.8	0.8	0.8
单位产能投资预测 (元)	100	100	100	95	95	95	95	98	98
合计:	450	400	300	152	114	95	76	78.4	78.4
总需求 (更新+新增)					385.4	446.3	473.6	515.1	495.5
同比增长率						28.74%	6.12%	8.78%	-3.82%

资料来源: 国家统计局、中国煤炭机械工业协会、招商证券测算

根据测算, 2017-2020 年煤炭综采设备需求分别为 446.28 亿、476.57 亿、515.15 亿、495.49 亿元, 同比增长 28.74%、6.12%、8.78%、-3.82%

此外, 我们单独计算“三机一架”2017-2020 年市场需求。在综采设备中, 液压支架占比较大, 一般超过 45%, 采煤机和掘进机技术含量较高, 占比分别达到 13%和 12%, 刮板输送机等输送设备较便宜, 一般占到 10%的比重, 其他各种设备一般占比在 20%左右。根据上述测算结果, 可以给出三机一架的市场规模测算如下:

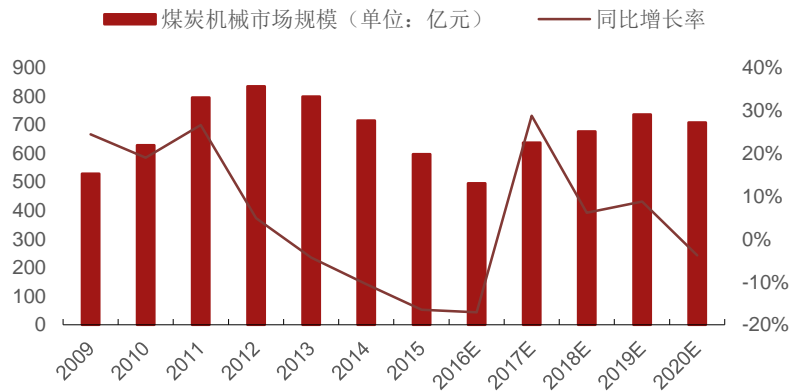
表3: 三机一架市场规模预测

	2017E	2018E	2019E	2020E
综采设备 (亿元)	446.28	473.57	515.15	495.49
液压支架 (亿元)	200.82	213.11	231.82	222.97
采煤机 (亿元)	58.02	61.56	66.97	64.41
掘进机 (亿元)	53.55	56.83	61.82	59.46
刮板输送机 (亿元)	44.63	47.36	51.51	49.55

资料来源: 招商证券测算

根据煤炭综采设备需求测算, 我们倒推煤机设备市场规模。我们预计, 2017-2020 年煤机市场空间分别达到 637.54 亿、676.53 亿、735.92 亿、707.84 亿元, 同比增速分别达到 28.74%、6.12%、8.78%和-3.82%。

图 10: 2016-2020 煤机设备市场规模测算



资料来源: 国家统计局、招商证券测算

4、煤机行业市场集中度提升，竞争格局利好龙头企业

煤机行业市场集中度逐步提升。在过去的几年中，煤机设备产能不断收缩的同时行业集中度也在不断的提升。2009 年煤机行业前 50、前 10 的企业销量占煤机行业总销售收入的比例仅为 37%和 18%，在这几年这一数据不断攀升，到 2015 年煤机行业前 50、前 10 的企业销量占煤机行业总销售收入的比例为 66%和 40%。市场集中度的不断提高是行业结构调整的关键，煤机行业过剩产能正逐步消除，行业竞争度提升，有利于企业提高盈利能力和抵御市场风险的能力，而能顺利走过周期底部的公司往往具有更强的竞争优势和综合实力。

我们认为煤机行业集中度提升的原因在于：1) 下游煤炭行业投资规模缩减，行业竞争加剧，毛利率下降并且应收账款大幅增长，迫使小型煤机企业退出市场；2) 下游煤炭行业产能向大煤矿集团及大型煤矿基地集中，大型煤机企业的产品更受欢迎；3) 一些中小煤机企业合并重组建大型煤机集团，譬如山东能源重型装备制造集团的成立等。

煤机行业逐步出清，近年来出现破产整合潮。首先倒闭的是有着中国采煤机的摇篮称号、曾经亚洲第一、煤炭工业部直属骨干大型企业鸡西煤机，鸡西煤机于 2016 年 4 月 21 日宣布工厂关闭。接着有着“中国煤矿掘进机摇篮”的佳木斯煤机厂也在 2016 年 5 月 26 日宣布关闭。全球市场方面，全球煤机巨头 JOY 被日本小松集团以 29 亿美元的对价收购。

表 4: 近年来煤机企业陆续出清

公司名称	情况
佳木斯煤机	16 年倒闭
鸡西煤机	16 年倒闭
无锡盛达	16 年倒闭
北方交通重工	停产
焦作神华	停产
JOY	2011 年收购国际煤机 IMI，而 2016 年被小松收购
DBT	被卡特彼勒收购

资料来源: 招商证券整理

国内主要煤炭企业开始转型发展双主业或业务转型。其中，除央企天地科技继续专注于煤炭开采装备与服务领域。郑煤机向汽车零部件领域拓展，创力集团拓展锂电池业务，

林州重工转型卫星业务、锂电池业务等。

表5: 上市煤机企业积极寻找第二主业

公司名称	业务变化
郑煤机	通过收购, 拓展汽车零部件领域
创力集团	发展锂电池第二主业
林州重工	转型卫星、锂电池业务
梅安森	转型公共安全领域
尤洛卡	转型军工行业
山东矿机	转型网络游戏

资料来源: 招商证券整理

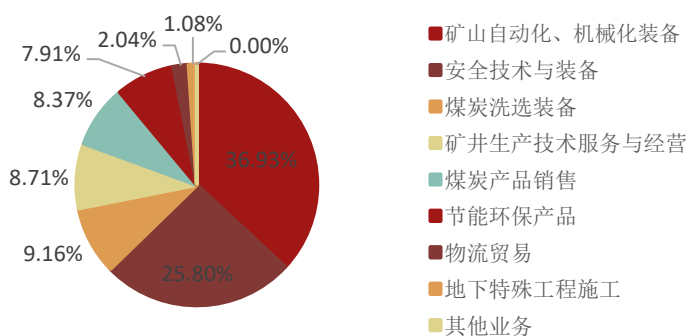
二、天地科技是煤炭综采设备全产业链龙头

1、天地科技是国内煤机行业研究与制造的领军企业

天地科技成立于 2000 年, 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等共同发起设立。煤炭科学研究总院成立于 1957 年, 是我国煤炭行业唯一的大型综合性科研开发机构和创新研究中心, 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, 主营煤炭领域工程勘察、设计、服务、工程承包和矿用设备研发制造等业务。两家央企在 2008 年合并为中煤科工集团, 是国务院国资委直接监管的 113 家中央企业之一, 目前天地科技是中煤科工集团下属唯一的上市公司。

天地科技的主要业务活动集科学研究、产品设计、生产制造、系统集成、工程承包、生产运营、煤矿安全、煤炭生产、技术服务、融资支持为一体, 致力于为用户提供全套解决方案。主要产品及服务包括采煤机、掘进机、刮板运输机、皮带运输机、无轨胶轮车、液压支架、选煤设备、安全装备、矿山灾害防治、钻探、地质勘探、煤层气开发利用、电液控制系统、煤矿自动化监控系统、矿井及洗煤厂设计、高效煤粉工业锅炉系统、煤矿生产运营及工程总承包、煤质及矿用产品检验检测服务及融资租赁等。公司产品种类多元, 覆盖全部综采设备, 综合市占率高。目前, 国内主要煤机生产商包括天地科技、山东矿机、中煤能源、平煤神马、郑煤机、创力集团、三一重装和国际煤机等, 其中, 郑煤机为液压支架领域龙头, 市场占有率达 50% 以上, 天地科技产品种类多样, 覆盖“三机一架”所有产品, 综合市场占有率近 10%, 位列行业首位。

图 11: 天地科技主营业务及占比



资料来源: WIND、招商证券

表6: 国内主要煤机企业产品对比

公司名称	采煤机	掘进机	刮板输送机	液压支架
天地科技	✓	✓	✓	✓
郑煤机				✓
创力集团	✓	✓		
三一重装		✓		
中煤能源	✓	✓	✓	✓
平煤神马	✓	✓	✓	✓
国际煤机	✓	✓	✓	

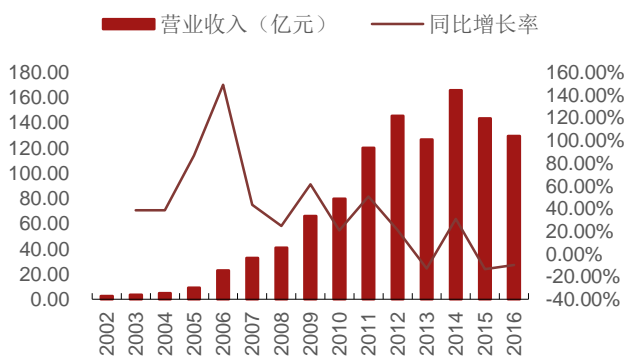
资料来源: 公司公告、招商证券

天地科技已经成为持续引领与支撑我国煤炭机械工业科技进步的重要力量,拥有强大的技术实力。目前公司拥有中国工程院院士 2 人,科技人员约 7500 人,博士 266 人,硕士 2834 人,享受国务院政府特殊津贴专家 25 人,集中了行业内各专业领域的学科带头人,且保持核心管理团队和关键技术人员稳定。同时,公司拥有多个国家工程研究中心、国家重点实验室、国家工程实验室、国际级企业技术中心。近年来,公司及下属单位多项重大科技创新成果荣获国家科学技术进步奖和中国煤炭工业科学技术进步奖。广大科研人员发表科技专著论文每年都超过 1000 余篇,仅 2016 年国际著名科技期刊数据库 SCI 收录 14 篇、EI 收录 57 篇、ISTP 收录 6 篇。公司取得的一大批具有国际领先水平的技术和装备,已在国内大型煤炭生产企业成功示范应用,为煤炭生产企业科学发展服务。

2、公司营收受行业周期影响,2016 年四季度重拾增长趋势

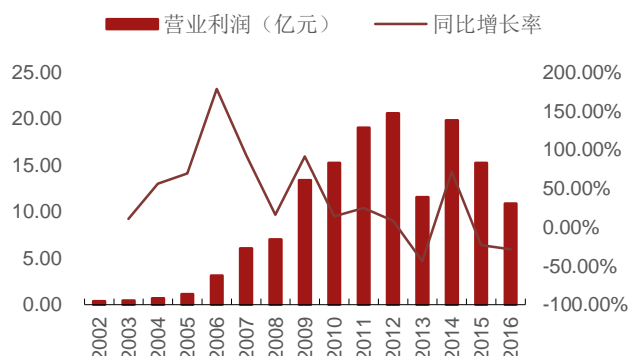
天地科技营业收入具备明显的周期性,随行业景气度波动。2010-2012 年为行业高峰期,公司营业收入随行业扩张而提升,由 79.69 亿元升至 145.35 亿元,复合增速达 35%。随着煤炭黄金十年的结束,天地科技的营业收入和营业利润也明显下降。2013 年,行业景气度降低,公司营业收入降至 127.74 亿元,同比降低 12.8%;2014 年公司并表西安研究所、重庆研究所和北京华宇,优质资产注入,营业收入实现大幅增长,达 165.79 亿元,同比增长 30.81%。2015 年,实现营业收入 143.47 亿元,同比降低 13.46%。由于安全生产板块盈利能力强,带动了整个公司毛利率的提升。2015 年公司毛利率为 34.37%,远高于同行业公司。2016 年,实现营业收入 129.37 亿元,同比降低 9.83%。其中第四季度实现营业收入 59.39 亿元,同比增长 24.27%。由此可见,随着 2016 年下半年煤价的持续走高,公司的盈利能力明显得到改善,且这种趋势有望在 2017 年得到延续。

图12: 2002-2016年公司营业收入情况



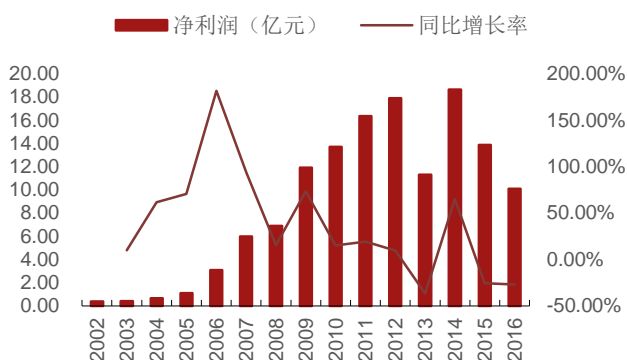
资料来源: WIND、招商证券

图13: 2002-2016年公司营业利润情况



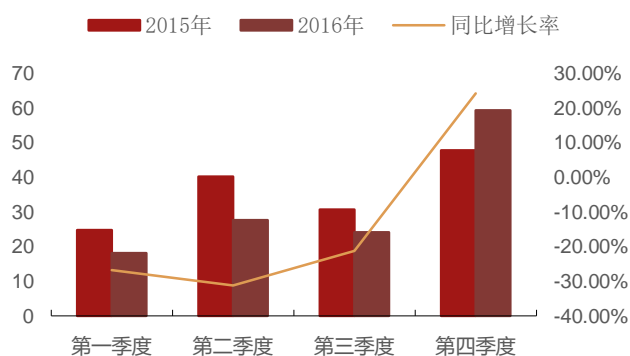
资料来源: WIND、招商证券

图14: 2002-2016年公司净利润情况



资料来源: WIND、招商证券

图15: 2015、2016年公司分季度营业收入情况



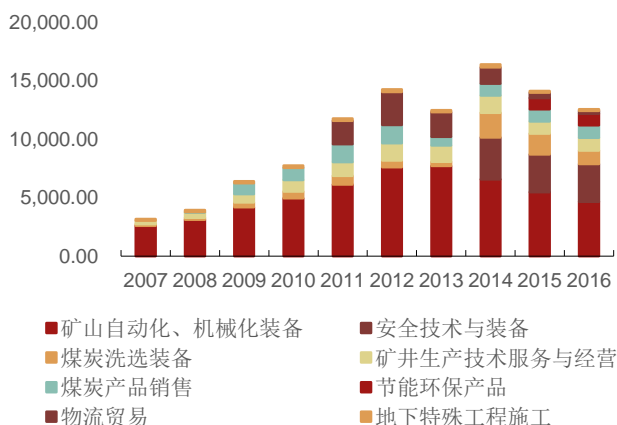
资料来源: WIND、招商证券

天地科技的营业收入目前主要由矿山自动化装备、安全技术装备、煤炭洗选装备、矿井生产技术服务与经营、煤炭产品销售、节能环保产品等8部分构成。其中矿山自动化装备、安全技术与装备、煤炭洗选装备这三部分占总的营业收入的70%以上,是营业收入的主要来源。

受持续至2016年下半年煤价低迷的影响,天地科技矿山装备相关业务收入自2013年起逐年下降,以刮板输送机为主的输送装备营收下滑尤其明显。2016年矿山自动化装备业务实现营业收入46.38亿元,同比下降15.2%。煤炭洗选装备业务实现营业收入11.50亿元,同比下降34.97%。而据2016年中报显示,矿山自动化装备业务营收同比下降37.71%,煤炭洗选装备业务同比下降44.27%。可见,从2016年下半年开始,随着煤价的持续走高,天地科技的盈利能力得到明显改善,相关业务营收实现大幅增长。

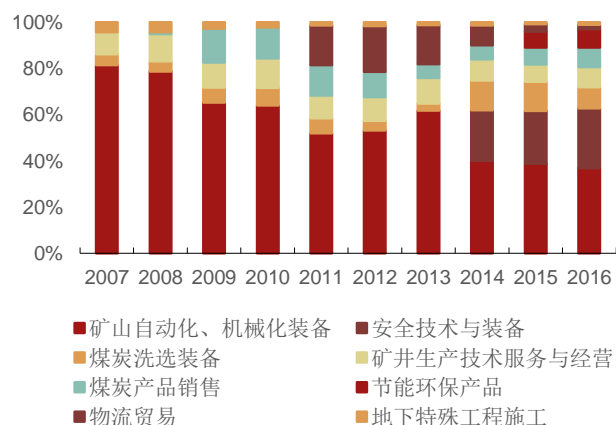
安全技术装备业务2016年营业收入达32.41亿元,与2015年基本持平。从2014年引入安全技术装备以来,与其他业务趋势相反,这项业务的营业收入逐年增加,在总营业收入中所占的比例已超过20%,并且有持续上涨趋势。由此可见,安全技术装备项目是天地科技未来非常重要的一个收入增长点。

图16: 2007-2016年公司各业务营业收入情况



资料来源: WIND、招商证券

图17: 2007-2016年公司各业务营业收入占比

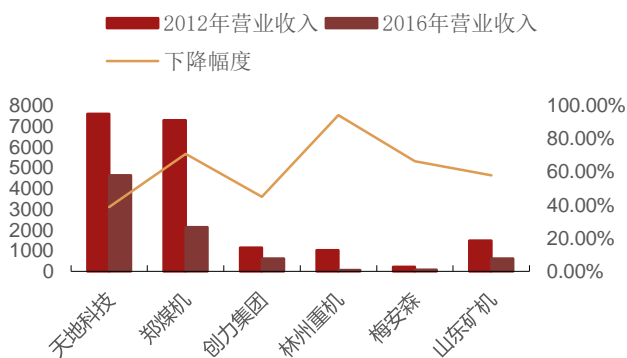


资料来源: WIND、招商证券

天地科技风格稳健，虽身处周期行业，但盈利能力、资产收益能力等的波动远小于行业水平。与煤机行业上市公司相比，从 2012 年到 2016 年，天地科技煤机业务收入下滑 39%，下滑幅度最小，其他企业 2016 年收入相比 2012 年下滑约在 65%-80%之间。在毛利率方面，天地科技的毛利率显示出一定的逆周期性。在选取的 6 家公司中，2012 年以来，除天地科技以外的其余 5 家的毛利率都在下降，而天地科技的毛利率由 2012 年的 28.71% 上升到了 2016 年的 33.77%。这与天地科技专注于高端煤机产品和公司新引进安全技术装备业务密不可分。尤其是注入上市公司的安全技术与装备板块的毛利率明显高于原来天地科技整体的毛利率，显著地拉高了整体的毛利率水平。

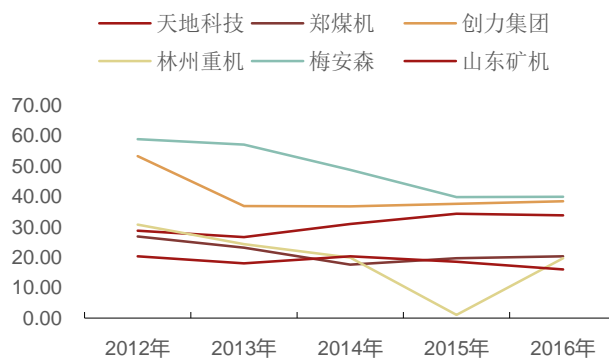
在资产收益能力方面，2012 年以来，主要的煤机行业的公司的资产收益率都出现了下滑。天地科技的净资产收益率从 2012 年的 24.4% 下降至 2016 年的 6.8%，下降了 17.6%，在选定的 6 家公司内下降幅度相对较小。2012 年时，天地科技的净资产收益率处在 6 家公司的中等水平，到 2016 年，天地科技的净资产收益率已经高居首位。这说明公司的运行自有资本的效率高于行业水平，利用资产创造价值的能力强。

图18: 煤机行业主要公司相关业务收入比较



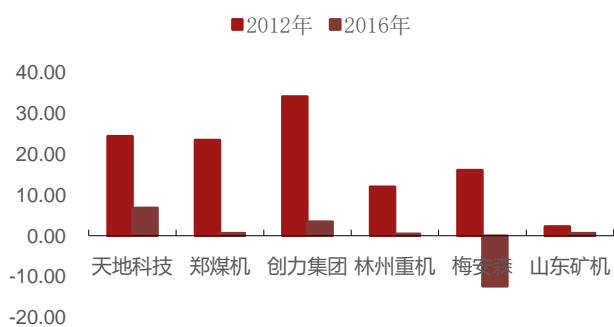
资料来源: WIND、招商证券

图19: 煤机行业主要公司毛利率比较



资料来源: WIND、招商证券

图20: 煤机行业主要公司ROE比较



资料来源: WIND、招商证券

图21: 天地科技矿山自动化装备及安全技术装备毛利率



资料来源: WIND、招商证券

3、作为中煤科工唯一上市平台，天地科技经历数次资产注入

天地科技作为中国煤炭科工集团的唯一上市公司，自成立以来进行过多次资产注。公司结构复杂，除母公司天地科技股份有限公司外，天地科技还包括 27 家子公司，4 家联

营企业和 2 家合营企业。

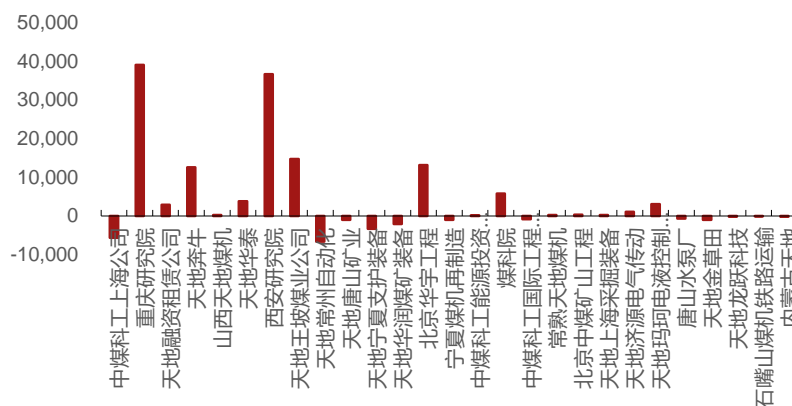
表7: 天地科技上市以来资本运作情况

时间	公司名称	业务范围	占股比例	2016 年参考净利润 (万元)
2002 年 10 月	山西天地王坡煤业有限责任公司	开采原煤, 建设经验煤矿	39.48	14708
2004 年 6 月	山西天地潞宝精煤有限责任公司	煤炭洗选、加工生产、煤炭产品销售	60%	-
2005 年 11 月	北京天胜采矿技术有限公司	采矿、选矿、煤炭地质勘察等	51%	-
2006 年 4 月	宁夏西北奔牛实业集团有限公司	刮板输送机、转载机、破碎机生产	38.51%	-
2006 年 8 月	煤炭科学研究总院山西煤机装备有限公司	液压成套设备	51%	-
2006 年 12 月	天地鄂尔多斯煤矿装备有限公司	矿用设备的制造, 租赁与维修等	51%	-
2007 年 1 月	内蒙古天地蒙泰煤业有限公司	示范工程项目、中小煤矿改造等	51%	-
2007 年 3 月	天地(常州)自动化股份有限公司	矿山机电产品的生产和销售	84.73%	-6620
2007 年 4 月	宁夏天地奔牛实业集团有限公司	矿山采掘设备, 机电设备等设备的销售	65.70%	12586
2008 年 10 月	宁夏西北煤矿机械制造有限责任公司	掘进机、液压支架等	56.91%	-
2009 年 8 月	北京天地华泰矿业管理股份有限公司	自主选择项目开展经营活动	51%	3787
2009 年 8 月	北京中煤矿山工程有限公司	各类型的地基和基础工程施工等	72.68%	316
2009 年 9 月	宁夏天地平顶山煤机有限公司	液压支架制造和销售等	50%	-
2009 年 12 月	天地(唐山)矿业科技有限公司	选煤技术及装备等	100%	-
2010 年 2 月	北京天地玛珂电液控制系统有限公司	电液控制系统及产品等	68%	3056
2010 年 2 月	天地科技(上海)有限公司	电牵引采煤机的生产制造等	100%	-
2010 年 4 月	唐山市水泵厂有限公司	制造, 销售机械设备, 零配件等	59.14%	-667
2010 年 8 月	内蒙古天地开采技术工程技术有限公司	煤炭开采与支护技术开发等	100%	-
2010 年 8 月	中煤科工能源投资(北京)有限公司	项目投资, 投资管理, 资产管理等	51%	131
2010 年 11 月	鄂尔多斯市天地华润煤矿装备有限责任公司	矿用设备的制造, 租赁与维修等	51%	-2060
2011 年 6 月	天地科技(宁夏)煤机再制造技术有限公司	成套煤机装备的开发	100%	-990
2011 年 6 月	西南天地煤机制造有限公司	煤矿机电产品的生产	15%	-
2011 年 12 月	常熟天地煤机装备有限公司	煤矿机电产品的生产	100%	212
2013 年 5 月	中煤科工天地(济源)电气传动有限公司	各类煤机装备的防爆变频器的生产	41%	1024
2013 年 10 月	天地融资租赁有限公司	融资租赁及租赁业务等	83.53%	2896
2014 年 12 月	中煤科工集团重庆研究院有限公司	勘察设计咨询, 工程总承包, 技术研发与设备集成等	100%	39009
	中煤科工集团西安研究院有限公司	煤田工程, 物探工程, 水文工程, 岩土工程, 建设工程的设计, 监理, 施工等	100%	36641
	中煤科工集团北京华宇工程有限公司	地质勘探, 工程咨询, 煤矿技术服务等	100%	13110
2015 年 11 月	煤炭科学技术研究院有限公司	煤炭转化, 煤炭清洁利用, 采矿, 选矿等	51%	5766
	中煤科工集团上海有限公司	煤矿机电设备设计, 研究与销售, 煤炭工程设计服务等	100%	-5687

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

在 27 家控股子公司中, 重庆研究院、西安研究院、北京华宇、天地奔牛对公司的净利润影响较大。2015 年这四家公司占母公司净利润的比重分别为 30.76%、27.91%、10.94%、10.27%, 合计 79.88%。2016 年, 这一比重则变为 43.19%、39.96%、14.29%、9.01%, 总计 106.45%, 与 2015 年相比, 分别变动+12.43%、+12.05%、+3.35%、-1.26%。由此可见天地科技的净利润对这几家公司的依赖程度越来越大。

图 22: 天地科技 2016 年各参股子公司净利润 (万元)



资料来源: WIND、招商证券

表 8: 2016 年对母公司业绩影响较大的子公司情况

单位简称	营业收入(万元)	营业利润(万元)	净利润(万元)	归属于母公司所有者的净利润(万元)	占归属于母公司所有者的净利润比重(%)
天地奔牛	150,937	12,105	12,586	8,268	9.01
北京华宇	112,551	16,129	13,110	13,110	14.29
西安研究院	153,488	38,608	36,641	36,663	39.96
重庆研究院	192,615	42,983	39,009	39,621	43.19

资料来源: WIND、招商证券

4、示范工程王坡煤矿业绩弹性大

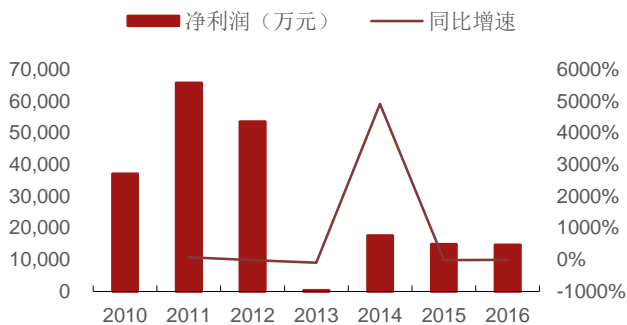
山西天地王坡煤业有限公司(简称天地王坡)隶属于中国煤炭科工集团,是由天地科技股份有限公司、煤炭科学技术研究院有限公司和泽州县国有资产管理处共同出资组建的有限责任公司,注册资金 11399 万元,其中天地科技直接与间接持股 61.41%。公司是基于中国煤炭科工集团煤炭科技与装备的“安全、清洁、高效”生产示范矿井,原设计能力 150 万吨/年,2006 年 6 月投产;2009 年 12 月,被山西省批复为兼并重组整合主体企业,建设规模 300 万吨/年;2011 年 11 月开工建设;2014 年 1 月竣工投产。

随着煤炭行业“黄金十年”的结束,王坡煤矿的净利润由 2011 年巅峰期的 6.5 亿元下降至近些年的 1.5 亿左右。2013 年,在 300 万吨改扩建工程和遭遇陷落柱的综合影响下,煤炭产量减少,加之同期市场煤炭价格下降,王坡煤矿营业收入同比下降超过 50%,经济效益大幅下降,但 2013 年底天地王坡 300 万吨改扩建工程顺利通过综合验收,并进入了正式生产阶段,营收状况在 2014 年得到很大改善。

2015 年王坡煤矿生产商品煤 286.32 万吨,商品煤销量 287.78 万吨,产销量与 2014 基本持平,全年实现销售收入 10.29 亿元,较去年增长 3.25%,净利润 1.5 亿元,属当地最好水平。2016 年王坡煤矿生产商品煤 288 万吨,商品煤销量 287 万吨,产销量比 2015 年略有增长,全年实现销售收入 10.51 亿元,较去年增加 2.20%。受到国家实行煤炭产能调控政策煤炭价格下跌以及工作面搬家影响,王坡煤矿收入和利润水平增幅不大,但其盈利能力仍属当地最好水平。随着 2016 年下半年煤价的持续走高以及 2017

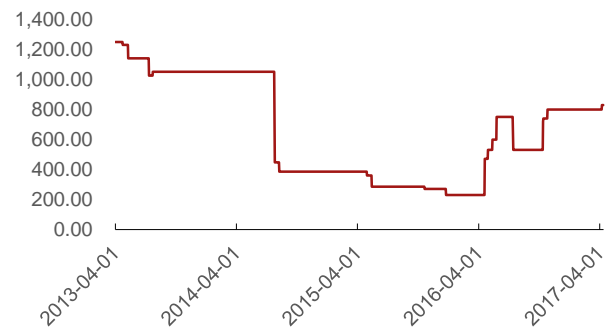
年有望企稳，我们预计 2017 年王坡煤矿的营业收入和净利润水平会得到明显改善。

图23: 王坡煤矿净利润情况



资料来源: WIND、招商证券

图24: 无烟煤（山西）价格走势情况



资料来源: WIND、招商证券

国内无烟煤价格从 2014 年开始逐步下跌到底部，最低仅有 230 元/吨。这也直接造成了王坡煤矿在近些年的营业收入水平受到很大影响。从 2016 年下半年开始，煤炭价格持续走高。截至 2017 年 4 月 11 日，国内无烟煤的价格已经达到 830 元/吨。而随着 2017 年煤炭行业去产能的继续进行，煤炭价格有望持续走高。2016 年 3 月底，发改委联合多部门下发《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为合规产能。若全年严格按照这个制度执行，王坡煤矿全年的产量是 251 万吨。因此，天地王坡煤矿年预期产量在 251-300 万吨。假设按照无烟煤平均价格为 800 元/吨来计算，则王坡煤矿 2017 年的营业收入为 20.08-24.00 亿元。

5、收购母公司资产，成为煤炭安全设备龙头

2014 年，天地科技通过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 100% 股权和北京华宇 100% 股权，并向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。配套资金不超过本次交易总额的 25%。此三家公司的交易价格为 58.73 亿元，按底价 8.61 元/股发行。

收购这三家公司，填补了公司的缺口，拓展了公司的业务范围。本次重组前，天地科技的主要业务为煤机板块和示范工程板块。通过本次重组，天地科技将拥有并巩固包括安全技术与装备板块、设计与工程总包板块以及煤机和示范工程板块在内的完整产业链，在各领域的核心竞争力将得到进一步提升。

煤炭安全监管加强，煤炭安全设备重要性凸显

煤矿安全是我国安全生产工作的重中之重，关系着数百万煤矿工人的生命安全，历来受到国家的高度重视。我国露天煤矿少而井工矿多，且煤矿自然条件差、地质条件复杂，煤炭行业危险重重。井工矿挖掘底层的加深致使新的灾害层出不穷，采煤的危险性越来越大。随着社会发展对煤炭产量需求的不断增长，同时开采煤炭的危险性不断提高，为了减少、避免频繁的采煤安全事故，国家亦相继出台了一系列法规政策，规范了矿井的安全生产标准，安监部门近年也不断加强监管力度，促使煤矿企业持续加大安监装备投入，因此煤矿安全设备投入在煤炭企业的支出中属于刚性开支。

表9: 煤炭安全生产主要法律法规

序号	名称	时间
1	中华人民共和国矿山安全法	1993年05月01日
2	中华人民共和国煤炭法	1996年12月01日
3	中华人民共和国煤矿安全监察条例	2000年12月01日
4	煤矿矿用产品安全标志管理暂行办法	2002年01月01日
5	中华人民共和国安全生产法	2002年11月01日
6	中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例	2005年09月01日

资料来源: 公司公告、招商证券

2005年6月7日, 国务院发布了《关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》, 提出促进煤炭工业持续、稳定、健康发展的基本原则, 要求以国有大型煤炭企业为依托, 加快大型煤炭基地建设和中小型煤矿的整顿、改造和提高。采用高新技术和先进适用技术, 加快高产高效矿井建设, 提高煤矿装备现代化、系统自动化、管理信息化水平, 淘汰落后的技术装备与工艺, 推动煤炭工业科技进步。提高煤炭重大技术装备研发和制造能力, 促进重大装备制造国产化, 加大煤矿安全投入和推进洁净煤技术产业化发展。

2013年2月16日, 《产业结构调整指导目录(2011年本)(修正)》将“矿井灾害防治”、“煤层气勘探、开发、利用和煤矿瓦斯抽采、利用”、“煤矿生产过程综合监控技术、装备开发与应用”、“矿井进出人员自动监控记录系统开发与应用”等行业列为国家鼓励发展类行业。

表10: 国家煤炭生产安全投入标准

煤矿规模	矿井类型	安全投入标准(元/吨煤)
大中型矿井	高瓦斯、煤与瓦斯突出、自然发火严重和涌水量大的矿井	≥8(其中45户重点监控企业≥15)
	低瓦斯矿井	≥5
	露天矿	≥3
小型煤矿	高瓦斯、煤与瓦斯突出、自然发火严重和涌水量大的矿井	≥10
	低瓦斯矿井	≥6

资料来源: 国家安全监管总局、招商证券

注入资产优质, 推动公司成为煤炭安全设备龙头

重庆研究院成立于1964年。公司致力于提供煤炭安全技术服务和配套装备, 是专业从事瓦斯防治、火灾爆炸防治、粉尘防治、应急救援、矿井水害防治、检测检验、安全评价、爆破工程等领域的技术研究与服务, 以及仪表信息自动化、矿用安全机械装备、矿用新材料、爆破产品和煤层气利用等产业领域的产品开发、制造与经营的高新技术企业。

西安研究院成立于1956年, 是我国煤炭行业专业从事煤炭地质与勘探领域科学研究和科技产业经营的科技型企业, 是在煤矿安全高效开采地质保障技术、装备与工程领域具有突出优势的国家高新技术企业, 主营业务层次划分从上往下可以分为三大门类、四个学科、六大板块、十大优势产业等多个层次。

北京华宇成立于2001年, 公司专注于煤炭安全绿色开采、煤炭清洁高效利用领域, 通过节能环保的洁净煤技术应用, 能够为煤炭开采和利用提供全过程服务, 并形成以“勘察设计咨询、工程总承包、生产运营、技术研发与设备集成”四大产品为主线的产品链条。

表11: 主要产品及服务

公司	主要产品	主要服务
重庆研究院	主导产品包括监测监控系统、瓦斯防突和抽放设备及仪表、安全钻机、检测技术装备、防降尘设备及测尘仪器、矿井水文物探设备、应急救援仪器与装备、自动控制装备、矿用风机、隔抑爆装置、防灭火技术装备、防爆电机、爆破器材以及矿用新材料等多领域 300 余种主要产品。	主要从事瓦斯灾害治理及突出防治、煤层气开发与利用、气体粉尘爆炸防治、火灾防治、尘热害治理、矿井通风、工程物探、矿井水害防治、应急救援、安全评价、安全检测、爆破技术、煤矿安全开采技术总承包等技术服务及工程。
西安研究院	钻探机具和物探仪器	技术咨询与服务、工程施工
北京华宇	技术研发与设备集成	勘察设计咨询、工程总承包、生产运营

资料来源: 公司公告、招商证券

注入资产均超额完成业绩承诺

在 2014 年对重庆研究院、西安研究院和北京华宇进行收购时，中煤科工承诺了各标的公司每年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润。具体承诺如下：

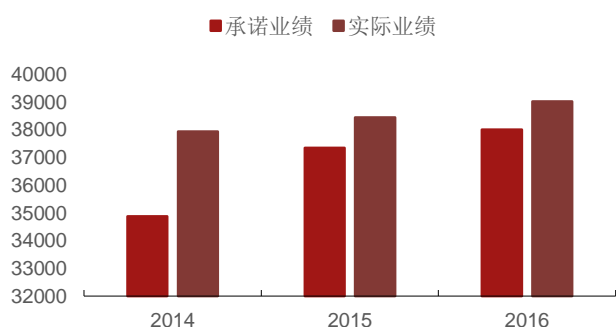
表12: 注入资产业绩承诺业绩承诺情况

公司\年度	2014	2015	2016
重庆研究院	34877	37343	38002
西安研究院	31285	33785	35151
北京华宇	12261	12559	12721
总计	78423	83687	85874

资料来源: 公司公告、招商证券

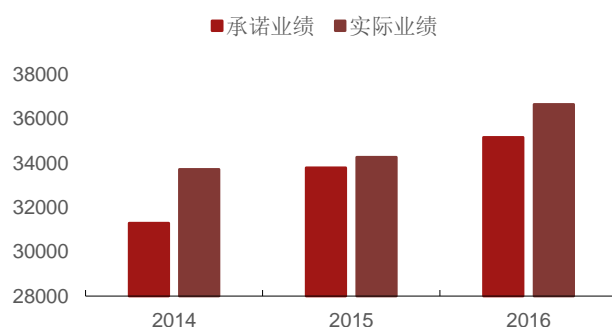
承诺业绩顺利完成。2014、2015、2016 年，三家公司的归母净利润之和分别为 8.47 亿、8.61 亿和 8.88 亿，均达到了预期要求。

图25: 重庆研究院业绩承诺完成情况 (万元)



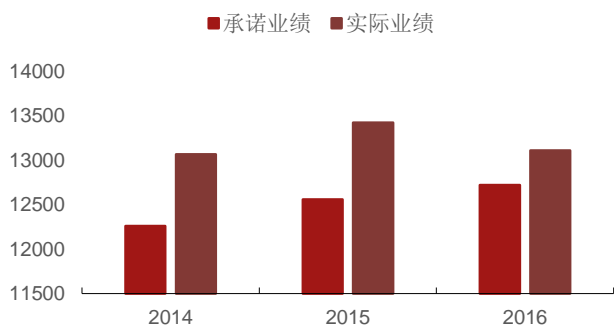
资料来源: WIND、招商证券

图26: 西安研究院业绩承诺完成情况 (万元)



资料来源: WIND、招商证券

图27: 北京华宇业绩承诺完成情况 (万元)



资料来源: WIND、招商证券

6、煤科院煤粉锅炉技术领先，煤炭清洁利用市场空间巨大

煤炭清洁利用是煤炭工业发展趋势

能源清洁利用是大势所趋。2016 年开始实施的《中华人民共和国大气污染防治法》以立法的方式对燃煤提出了要求。其中第一节第三十四条规定：国务院有关部门和地方各级人民政府应当采取措施，调整能源结构推广清洁能源的生产和使用；优化煤炭使用方式，推广煤炭清洁高效利用，逐步降低煤炭在一次能源消费中的比重，减少煤炭生产、使用、转化过程中的大气污染物的排放。

近年来出台了政策治理燃煤工业锅炉。2013 年，国务院发布《大气污染防治行动计划》，要求淘汰并禁止新建小型燃煤锅炉；2014 年发布的《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》要求加快更新改造燃煤锅炉；2016 年发布的《锅炉大气污染物排放标准》提高了工业锅炉排放标准。

表13: 煤炭清洁利用相关政策

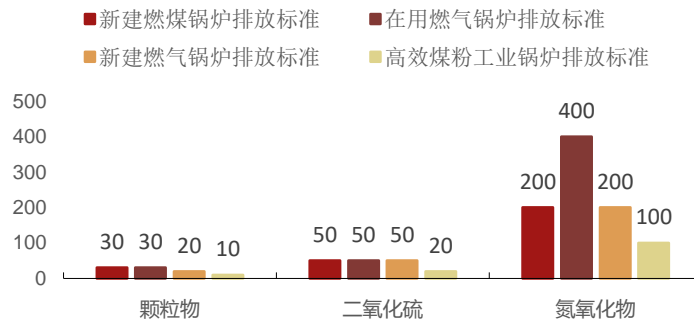
时间	政策	主要内容
2014	《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》	加快更新改造燃煤锅炉。开展锅炉能源消耗和污染排放调查。实施燃煤锅炉节能环保综合提升工程，2014 年淘汰 5 万台小锅炉，到 2015 年底淘汰落后锅炉 20 万蒸吨，推广高效节能环保锅炉 25 万蒸吨，全面推进燃煤锅炉除尘升级改造，对容量 20 蒸吨/小时及以上燃煤锅炉全面实施脱硫改造，形成 2300 万吨标准煤节能能力、40 万吨二氧化硫减排能力和 10 万吨氮氧化物减排能力。
2016	《锅炉大气污染物排放标准》	2016 年 7 月 1 日起，新建锅炉排放颗粒物限值 30mg/m ³ ；二氧化硫限值 200mg/m ³ ；氮氧化物 200mg/m ³ 。10t/h 以上在用蒸汽锅炉自 2016 年 7 月 1 日起，10t/h 以下在用蒸汽锅炉自 2016 年 7 月 1 日起，排放颗粒物限值 50mg/m ³ ；二氧化硫限值 400mg/m ³ ；氮氧化物 400mg/m ³ 。原标准燃煤锅炉排放颗粒物限值 80mg/m ³ ；二氧化硫限值 400mg/m ³ ；氮氧化物 400mg/m ³ 。
2016	《高效节能环保工业锅炉产业化实施方案》	到 2020 年底，要攻克一批高效节能环保工业锅炉关键共性技术，培育一批高效节能环保工业锅炉制造基地，推广一批高效节能环保工业锅炉产品，制定一批相关国家标准，探索建立研发、工程应用与技术服务于一体的高效节能环保工业锅炉系统创新中心和专业化运行服务新模式。高效节能环保工业锅炉市场占有率达 60% 以上，累计推广高效节能环保工业锅炉 100 万蒸吨。

资料来源: 互联网、招商证券

煤炭清洁利用与燃煤锅炉技术升级在能源结构转型期意义重大。煤炭的高效清洁利用主要通过三个阶段的技术提升手段实现，分别为煤炭洗选、煤炭转化及清洁燃烧。其中清洁燃烧环节主要与锅炉种类及燃煤方式有关，目前主流发展趋势为通过磨煤机将原煤转化为煤粉的煤粉锅炉技术。高效煤粉工业锅炉环保性可与天然气相媲美。高效煤粉工业

锅炉主要包括供粉、燃烧、锅炉、除尘、脱硫和自动控制等系统，能够有效减少污染排放。以中煤科工集团的高效煤粉工业锅炉系统为例，污染物排放指标远低于最新《锅炉大气污染物排放标准》中的要求，满足燃气锅炉的标准。

图 28: 高效煤粉锅炉与《锅炉大气污染物排放标准》对比情况 (mg/m^3)



资料来源：《锅炉大气污染物排放标准》、招商证券

高效煤粉锅炉技术进入推广期，未来想象空间巨大

2015 年 11 月，天地科技以现金 4.83 亿元收购中国煤炭科工集团所持中煤科工集团上海有限公司（上海煤科）100% 股权，同时以现金出资收购中国煤炭科工集团有限公司所持煤炭科学技术研究院有限公司（煤科院）29% 股权，股权转让价款为 4.90 亿元，并继续向煤科院公司增资 7.59 亿元至持有煤科院 51% 股权。中煤科工承诺将在 2018 年前将所持煤科院公司剩余 49% 股份注入天地科技。

此外，为了推动煤科院高效煤粉锅炉业务快速发展，将煤科院中与节能研究分院有关的资产和业务剥离，组建专业化公司，并设立员工持股计划。新组建公司煤科院出资 187 亿元持股 80.3%，煤科院公司及节能研究分院科研管理骨干员工以现金出资 4600 万元持股 19.7%。均以现金出资，出资额为 4600 万元。2016 年，煤科院节能技术有限公司正式设立。

煤科院节能分院专注从事煤炭清洁利用，在煤粉锅炉和水煤浆等节能减排技术方面行业领先。经过多年的改进与试验，节能分院的高效煤粉锅炉技术提升煤炭的燃烧效率，并对燃烧产物中的二氧化硫、氮氧化物、粉尘等污染物进行回收，在远高于现行环保标准下实现煤炭的清洁利用。

2016 年初，煤科院与天津能源投资集团于天津华苑产业园区合作建成的 5 台 58MW 高效煤粉锅炉供热项目开始试运行，并具备并网供热条件。该项目为天津市 2015 年十大重点项目之一。煤科院负责项目整套系统的设计、制造及安装，拥有自主知识产权。该工程目前烟气主要排放指标均远低于国家环保标准，具备较高技术水平。

2016 年，节能院与山东济南热力有限公司浆水泉热源厂签订煤粉锅炉改造项目，将 3 × 80MW 链条锅炉改造成煤粉锅炉。煤科院研发的 100t/h 超低排放煤粉工业锅炉系统在这里成功示范，不仅环保指标达标（低于燃气标准，燃烧效率大幅提升），而且济南项目的成本比天津项目下降三分之一到一半，既达到环保要求，又不过分增加开支。这个项目成功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。公司方面也表示将继续在技术上研发，提高燃烧效率并控制成本。

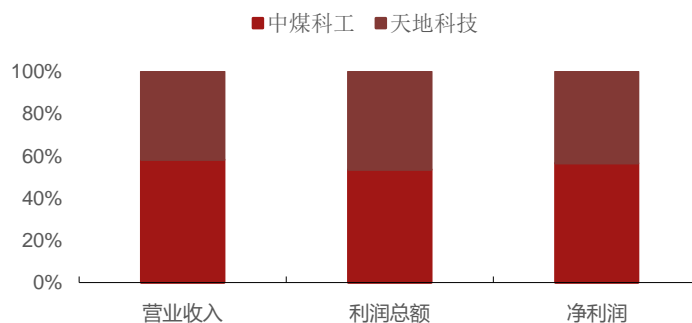
7、母公司中煤科工集团技术领先，未来存在资产注入预期

中国煤炭科工成立于 2008 年 8 月 29 日，由中煤国际工程设计研究总院与煤炭科学研究总院重组而成，出资人为国务院国有资产监督管理委员会。中国煤炭科工是我国煤炭行业唯一的大型综合性创新基地，在煤炭行业历次技术升级变革中发挥了重要作用，是行业技术进步的中坚力量。

中国煤炭科工致力于拓展自身技术优势，提供更广泛的生产性服务，引领和支撑中国煤炭走新型工业化道路。中国煤炭科工已经发展为拥有设计与工程总包、煤机装备、安全技术与装备、示范工程、节能环保和新能源等五大板块主营业务的大型高科技企业集团。

中煤科工作为天地科技的控股股东，近些年来不断将大比例的优质资产注入公司，未来非常有可能以天地科技为平台实现整体上市。2014 年，在煤炭及上游煤机企业的经营困难时期，中煤科工将集团优质资产重庆研究院、西安研究院、北京华宇 100% 股权注入天地科技。三家标的企业在煤炭生产安全设备、煤矿勘探施工以及煤炭洗选技术等方面行业领先，盈利能力较强，对天地科技业务结构战略调整意义重大。2015 年，天地科技从中煤科工手中获得煤科院 51% 股份及上海煤科 100% 股权，并将按计划在 2018 年之前获得煤科院剩余 49% 股份从而完全获得煤科院高效煤粉锅炉技术。

图 29：2014 年天地科技营业指标占中煤科工营业指标的比例



资料来源：公司公告、招商证券

国企混改风头渐劲，员工持股等模式有望带来利好。2016 年底召开的中央经济工作会议再次将国企国资改革引至前台，会议表示要在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出混改实质性步伐。按照国家对国有企业的初步定义，煤炭、煤机相关行业国企应被归为竞争类国企。国资管理部门应在资本效益最大化原则的基础上，不再追求国资绝对控股地位。如果天地科技或其子公司（如煤科院节能分院）能够实现混改，引入外部资金及战略投资者，并在更大范围内实施员工持股计划加强内部激励，有望为公司业绩带来利好。

中煤科工集团承诺未来 5 年将逐步向天地科技注入相关资产。目前中煤科工集团不在天地科技上市公司体内的机构包括重庆设计院、沈阳设计院、南京设计院、济南设计院及杭州设计院等子公司。重庆设计院在产业上已形成以工程勘察、设计、监理及工程总承包为主体，在行业上以建筑、市政、工业及环保为主导的格局，并且公司很早就开展非煤机业务，煤机业务只占 10%。沈阳设计院的核心业务是勘察设计、工程总承包、设备集成和生产运营，主要承担东北露天煤矿的设计，很早就开始做非煤行业业务。南京设计院坚持以勘察设计、智慧产业、工程总包、煤机研发、工程监理为主业，统筹“煤

与非煤、国内与国际”两个市场，积极拓展建筑、市政、地铁、环保、造价咨询等发展空间。杭州设计院主要从事煤矿水处理技术、环境治理工程设计、工业污水的处理、除尘、脱硫脱硝治理技术的研究及成套设备的开发等业务。

若中煤科工集团未上市资产如期注入，天地科技在煤机领域的产业链布局将更加丰富和完整。

三、盈利预测与投资建议

1、主要的业绩预期假设

盈利预测假设：

- 1) 未来四年，煤炭机械更新需求支撑煤机行业重回增长轨道；
- 2) 煤机行业市场集中度不断提高，天地科技保持并增强市场龙头地位；
- 3) 2017年、2018年，天地科技旗下示范工程天地王坡煤矿按照300万吨产能满产运转（公司2016年产量288万吨，但三季度进行了作业面搬迁），并且国内无烟煤价格保持稳定；
- 4) 煤粉锅炉项目逐步向市场推广。

表14：销售收入结构预测

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16579	14347	12937	16656	18792	20681
矿山装备	6548	5471	4638	5984	6702	7238
安全技术与装备	3581	3222	3241	4181	4682	5057
煤炭洗选装备	2119	1768	1150	1323	1455	1542
矿井生产技术服务	1486	1061	1094	1411	1623	1785
煤炭产品销售	996	1029	1051	1577	1609	1641
节能环保产品	-	968	994	1242	1553	1941
物流贸易	1415	447	256	269	283	291
地下特殊工程施工	232	130	136	143	150	154
其他业务	200	252	376	526	736	1031
收入增长率						
矿山装备	-15.0%	-16.4%	-15.2%	29.0%	12.0%	8.0%
安全技术与装备		-10.0%	0.6%	29.0%	12.0%	8.0%
煤炭洗选装备	464%	-16.5%	-35.0%	15.0%	10.0%	6.0%
矿井生产技术服务	7.3%	-28.6%	3.1%	29.0%	15.0%	10.0%
煤炭产品销售	34.2%	3.2%	2.2%	50.0%	2.0%	2.0%
节能环保产品			2.7%	25.0%	25.0%	25.0%
物流贸易	-32.7%	-68.4%	-42.6%	5.0%	5.0%	3.0%
地下特殊工程施工	45.3%	-44.2%	4.9%	5.0%	5.0%	3.0%
毛利率						
矿山装备	31.8%	36.1%	32.8%	33.0%	33.0%	33.0%
安全技术与装备	42.1%	41.0%	37.5%	36.0%	36.0%	36.0%
煤炭洗选装备	23.3%	24.8%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
矿井生产技术服务	27.0%	16.4%	28.9%	29.0%	29.0%	29.0%

煤炭产品销售	46.7%	45.6%	44.2%	52.0%	50.0%	48.0%
节能环保产品	-	40.1%	31.9%	32.0%	32.0%	32.0%
物流贸易	4.6%	5.7%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
地下特殊工程施工	22.5%	40.3%	32.7%	32.5%	32.5%	32.5%

资料来源：公司数据、招商证券

表15: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	14347	12937	16656	18792	20681
营业成本	9416	8569	10909	12368	13659
营业税金及附加	205	212	273	308	339
营业费用	676	609	784	885	973
管理费用	2020	1920	2415	2725	2999
财务费用	107	108	131	131	132
资产减值损失	439	489	320	300	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	42	56	56	56	56
营业利润	1525	1086	1879	2132	2384
营业外收入	235	225	225	225	225
营业外支出	28	41	41	41	41
利润总额	1732	1271	2063	2316	2568
所得税	347	263	434	489	543
净利润	1386	1008	1629	1827	2025
少数股东损益	158	76	179	201	223
归属于母公司净利润	1227	932	1450	1626	1802
EPS (元)	0.30	0.23	0.35	0.39	0.44

资料来源：公司数据、招商证券

表16: 天地科技各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	659	811	859	942	734	898	872	809
营业毛利	220	295	318	355	277	347	330	264
营业费用	74	86	88	103	97	94	98	142
管理费用	51	66	69	63	56	68	79	63
财务费用	-2	-2	0	0	-1	1	-1	1
投资收益	10	16	9	12	7	13	11	17
营业利润	96	148	158	182	116	184	150	57
归属母公司净利润	77	123	131	158	93	151	124	56
EPS (元)	0.10	0.15	0.16	0.20	0.12	0.19	0.16	0.07
主要比率								
毛利率	33.4%	36.4%	37.1%	37.7%	37.7%	38.6%	37.9%	32.7%
营业费用率	11.3%	10.7%	10.2%	11.0%	13.2%	10.5%	11.3%	17.5%
管理费用率	7.8%	8.1%	8.0%	6.7%	7.6%	7.6%	9.1%	7.8%
营业利润率	14.6%	18.2%	18.4%	19.4%	15.8%	20.5%	17.2%	7.1%
有效税率	16.8%	16.9%	18.3%	14.6%	18.2%	17.9%	17.5%	9.6%
净利率	11.7%	15.2%	15.2%	16.8%	12.7%	16.8%	14.2%	6.9%
YoY								
收入	27.2%	15.2%	11.9%	13.3%	11.5%	10.8%	1.5%	-14.0%
归属母公司净利润	30.5%	30.9%	18.8%	13.4%	21.4%	22.0%	-5.1%	-64.4%

资料来源：公司数据、招商证券

2、投资建议

我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 166.56、187.92、206.81 亿元，2017-2019 年 EPS 分别为 0.35、0.39、0.44，公司 2017 年动态市盈率为 15.0 倍。在“供给侧”改革推动下，煤炭价格明显回升，煤炭企业经营效益大幅好转，现金流大幅改善。上一轮煤炭行业景气期购置的煤炭机械逐步进入更新周期，更新需求将推动煤机行业复苏。与此同时，煤炭机械行业历经多年市场萎缩，过剩产能逐步出清，行业竞争格局显著改善，天地科技是我国规模最大，产业链齐全的煤炭机械龙头，有望充分受益行业复苏。此外公司在煤粉锅炉应用及国企改革方面富有想象空间。我们上调公司评级至“强烈推荐-A”，推荐投资者积极关注。

表17: 估值对比表

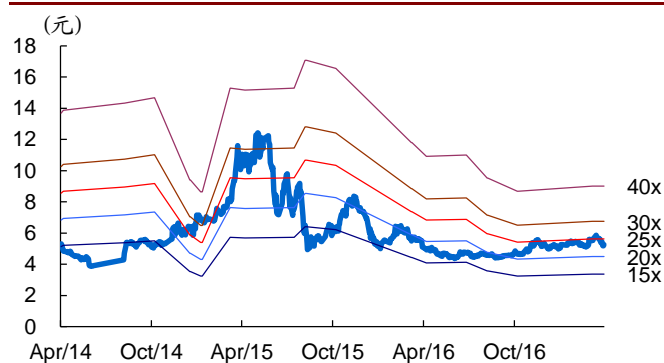
公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		15	16E	17E	15	16E	17E			
天地科技	600582.sh	0.30	0.23	0.35	18	23	15	1.5	6.6	217.7
煤炭机械可比公司										
郑煤机	601717.sh	0.02	0.09	0.32	320	85	24	1.2	0.6	135.0
创力集团	603012.sh	0.20	0.18	0.38	47	52	25	2.7	4.0	59.9
林州重机	002535.sz	(0.37)	0.03	0.13	(16)	191	44	1.8	0.5	46.0
梅安森	300275.sz	(0.40)	(0.39)	0.43	(65)	(66)	61	6.8	-12.5	43.5
山东矿机	002526.sz	(0.50)	-	-	(17)	-	-	3.3	0.5	45.6
冀凯股份	002691.sz	0.12	-	-	225	-	-	7.6	1.0	54.0
尤洛卡	300099.sz	0.04	0.05	0.12	303	234	89	3.9	1.8	70.9
平均值					224	141	49	3.9		

资料来源：公司数据、招商证券，除天地科技外，其余公司使用 Wind 一致预期

3、风险提示

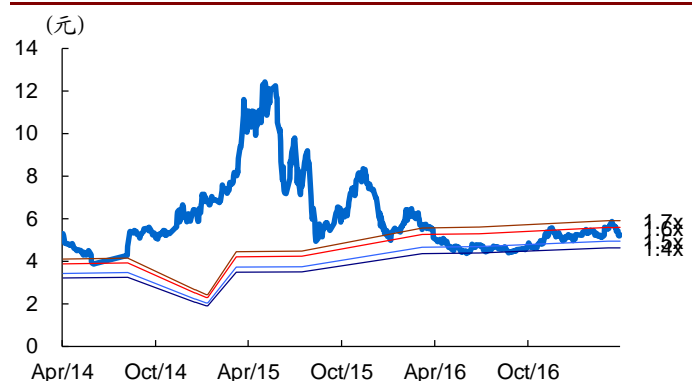
煤炭价格大幅波动；煤炭机械更新需求低于预期；煤炭企业融资环境恶化，煤炭企业资本开支下降；重庆院、西安院及北京华宇在业绩承诺期之后业绩显著下降；天地王坡煤矿产量低于预期。

图30: 天地科技历史PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图31: 天地科技历史PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24296	26117	28699	31850	34954
现金	3668	4957	2134	1842	1902
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2585	3204	4125	4655	5122
应收款项	12048	12093	14973	16894	18591
其它应收款	324	365	470	530	583
存货	4332	4340	5518	6255	6908
其他	1339	1158	1479	1675	1847
非流动资产	8927	9242	8743	8293	7885
长期股权投资	163	164	164	164	164
固定资产	4204	4046	3796	3567	3357
无形资产	2302	2256	2031	1828	1645
其他	2258	2775	2752	2734	2719
资产总计	33224	35359	37442	40143	42839
流动负债	11856	12034	13729	15038	16197
短期借款	1012	1235	1200	1200	1200
应付账款	6208	6145	7823	8869	9795
预收账款	970	909	1157	1312	1449
其他	3667	3745	3549	3657	3753
长期负债	3507	4637	4637	4637	4637
长期借款	1027	1089	1089	1089	1089
其他	2480	3548	3548	3548	3548
负债合计	15364	16671	18366	19675	20834
股本	4139	4139	4139	4139	4139
资本公积金	1220	1112	1112	1112	1112
留存收益	7939	8765	8974	10165	11480
少数股东权益	4563	4673	4852	5053	5276
归属于母公司所有者权益	13297	14016	14224	15415	16730
负债及权益合计	33224	35359	37442	40143	42839

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	239	111	(1017)	303	708
净利润	1227	932	1450	1626	1802
折旧摊销	430	418	583	535	492
财务费用	115	114	131	131	132
投资收益	(42)	(56)	(56)	(56)	(56)
营运资金变动	(1681)	(1672)	(3420)	(2212)	(1954)
其它	189	375	296	278	291
投资活动现金流	(744)	(1)	(29)	(29)	(29)
资本支出	(370)	(388)	(85)	(85)	(85)
其他投资	(374)	388	56	56	56
筹资活动现金流	1193	1210	(1778)	(566)	(620)
借款变动	1330	4490	(405)	0	0
普通股增加	2243	0	0	0	0
资本公积增加	(755)	(108)	0	0	0
股利分配	(1896)	(4139)	(1242)	(435)	(488)
其他	271	966	(131)	(131)	(132)
现金净增加额	688	1320	(2823)	(292)	59

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	14347	12937	16656	18792	20681
营业成本	9416	8569	10909	12368	13659
营业税金及附加	205	212	273	308	339
营业费用	676	609	784	885	973
管理费用	2020	1920	2415	2725	2999
财务费用	107	108	131	131	132
资产减值损失	439	489	320	300	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	42	56	56	56	56
营业利润	1525	1086	1879	2132	2384
营业外收入	235	225	225	225	225
营业外支出	28	41	41	41	41
利润总额	1732	1271	2063	2316	2568
所得税	347	263	434	489	543
净利润	1386	1008	1629	1827	2025
少数股东损益	158	76	179	201	223
归属于母公司净利润	1227	932	1450	1626	1802
EPS (元)	0.30	0.23	0.35	0.39	0.44

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-13%	-10%	29%	13%	10%
营业利润	-23%	-29%	73%	13%	12%
净利润	-23%	-24%	56%	12%	11%
获利能力					
毛利率	34.4%	33.8%	34.5%	34.2%	34.0%
净利率	8.6%	7.2%	8.7%	8.7%	8.7%
ROE	9.2%	6.6%	10.2%	10.5%	10.8%
ROIC	6.5%	4.4%	7.4%	7.8%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	47.1%	49.1%	49.0%	48.6%
净负债比率	6.7%	7.6%	6.1%	5.7%	5.3%
流动比率	2.0	2.2	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.2	2.0	2.2	2.1	2.1
应收帐款周转率	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
应付帐款周转率	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.23	0.35	0.39	0.44
每股经营现金	0.06	0.03	-0.25	0.07	0.17
每股净资产	3.21	3.39	3.44	3.72	4.04
每股股利	1.00	0.30	0.11	0.12	0.13
估值比率					
PE	17.7	23.4	15.0	13.4	12.1
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.70	13.95	7.77	9.09	5.16

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

刘旭，毕业于清华大学会计系，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。