

引领智能煤矿建设潮流，传统和新业务两翼齐飞

——天地科技首次覆盖报告

首次覆盖报告

郭泰(分析师)

010-83561000

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

何宇超(联系人)

021-68865595

heyuchao@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020012

● 传统和新业务两翼齐飞，首次覆盖给予“推荐”评级

预计 2018Q1 煤炭行业固投实现增长将修复市场对煤机需求复苏持续性的悲观预期，未来公司将引领国内智能化煤矿建设潮流、煤矿运营服务和金融租赁具备较大的成长性。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.31、0.38 和 0.46 元，同比依次增长 35%、23%和 21%，当前股价对应 2018-2020 年 EPS 估值分别为 14.1、11.4 和 9.4 倍；首次覆盖给予“推荐”评级。

● 2017 年新签订单增 56%，预计 2018 年订单望创新高

2017 年公司新签订单 212 亿元(+56%)，接近繁荣时期 2013 年的 219 亿元，其中煤机装备订单 120 亿元(+110%)。2018 年下游煤炭企业对设备支出能力和意愿均将提升、新建煤矿在边际上贡献增量需求，预计煤炭行业固投将回归增长趋势、国内煤机行业复苏趋势仍将延续。基于公司在中大型煤企客户资源优势、领先的智能化煤矿应用实例、煤矿运营服务和金融租赁等将拉动公司各类产品市占率提升，2018 年新签订单总额有望创历史新高。

● 国内煤机需求将继续复苏，市场集中度仍将持续提升

2017 年煤炭企业利润总额、现金流入大幅改善和销售利润率维持在历史高位将提升煤企对设备的支出能力和意愿，将驱动 2018 年煤企固投将回归增长，神华和中煤预计 2018 年煤炭业务资本开支分别增长 34%和 67%佐证了上述判断，国内煤机需求将继续复苏。本轮煤机行业复苏主要由中大型的煤炭企业驱动，未来煤矿将向大型化、高效化方向发展，份额趋向于国有煤炭企业集中，基于客户粘性和技术优势仍将拉动煤机行业集中度的提升。

● 将引领智能煤矿建设潮流，新业务发展模式初见成效

近年煤炭企业在成本下降和效益提升的目标下，尝试以智能化开采替代传统机械化、煤矿运营服务外包和设备租赁。2017 年智能化无人开采工作面数量达到 47 个，蒙、陕、晋三省采取托管运营煤矿产能超两亿吨。天地科技智能煤矿开采技术已有多个成功应用实例，将引领国内智能化煤矿建设潮流；天地华泰煤矿从事煤矿运营服务、2017 年业绩增 107%，具备成长性。

● 风险提示：煤价低于合理区间的风险、煤企利润回升传导至煤机滞后

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12937	15,379	18,425	21,464	24,683
增长率(%)	-9.8	18.9	19.8	16.5	15.0
净利润(百万元)	931.9	942	1,269	1,566	1,898
增长率(%)	-24.1	1.1	34.7	23.4	21.2
毛利率(%)	33.8	33.1	33.7	34.4	34.8
净利率(%)	7.2	6.1	6.9	7.3	7.7
ROE(%)	5.4	6.0	7.5	8.6	9.6
EPS(摊薄/元)	0.23	0.23	0.31	0.38	0.46
P/E(倍)	19.23	19.0	14.1	11.4	9.4
P/B(倍)	1.28	1.2	1.1	1.0	0.9

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.04.13

收盘价(元):	4.33
一年最低/最高(元):	4.07/5.48
总股本(亿股):	41.39
总市值(亿元):	179.2
流通股本(亿股):	41.39
流通市值(亿元):	179.2
近 3 月换手率:	19.65%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.49	-2.53	-32.22
绝对	-5.87	-10.91	-22.08

相关报告

投资要件

关键假设

1. 2018 年煤炭行业利润和现金流继续改善;
2. 未来 2-3 年煤炭企业在经营改善和销售利润率维持在高位等驱动下,增加对煤机装备的支出;
3. 国内煤机装备产能满足订单增长需要、应收账款规模趋势性下降;

我们区别于市场的观点

1. 本篇报告通过煤炭企业对煤机设备的支出能力和支出意愿分析,得出煤炭企业在经营改善和销售利润率维持高位的驱动下,结合煤机装备磨损消耗属性或寿命周期,煤企将增加对煤机装备的需求。
2. 2017 年初以来市场一直在担心煤机需求复苏的持续性,特别是重点煤机企业订单大幅增长但煤炭行业固投依然下降之间的悖论。在煤炭行业去落后产能的背景下,我们提出本轮煤机行业复苏主要中大型的煤炭企业驱动,国有煤炭企业固投增长将拉动煤机行业集中度的提升。我们预计 2018Q1 煤炭行业固投实现增长将修复市场对煤机需求复苏持续性的悲观预期。
3. 当前市场对煤炭开采的智能化新工艺认识不足,实际上近年来国内煤炭企业在成本下降和效益提升的目标下,已积极尝试以智能化开采替代传统机械化开采,截止 2017 年底国内 10 余家煤炭企业已有智能化无人工作面 47 个。天地科技在智能化煤矿开采装备方面技术实力最强,未来将引领国内智能化煤矿建设潮流。此外天地科技下属天地华泰在煤矿运营服务领域可能具备较大的成长性。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于市场对国内煤机市场需求复苏持续性悲观预期的修复和公司业绩的释放。我们认为,预计 2018Q1 煤炭行业固投实现增长将修复市场对煤机需求复苏持续性的悲观预期,并通过神华和中煤 2018 年煤炭业务资本开支加速增长得到验证。2017 年公司订单总额增长 56%,预计 2018 年在煤机行业继续复苏和公司市场率提升的驱动下,2018 年公司订单有望创历史新高,进而驱动公司业绩释放。

估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.31、0.38 和 0.46 元,同比依次增长 35%、23%和 21%,当前股价对应 2018-2020 年 EPS 的估值分别为 14.1、11.4 和 9.4 倍。考虑到 2018Q2 市场可能将修复对煤机装备复苏的担忧,基于公司技术优势、引领智能化煤矿建设潮流和煤炭运营服务等新业务模式初见成效,预计 2-3 年公司各类煤机产品市占率仍将提升、且公司订单总额有望创历史新高;首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

煤价低于合理区间的风险、煤企利润回升传导至煤机滞后

目 录

1、 2017 年经营质量显著改善，预计 2018 年订单望创新高	5
1.1、 2017 年新签订单增长 56%、总金额接近 2013 年	5
1.2、 2017 年应收账款同比降 5%、经营现金流入 12 亿	5
1.3、 行业复苏趋势延续，2018 年订单有望创历史新高	6
2、 受益于存量更新和增量需求，国内煤机需求将继续复苏	6
2.1、 煤企设备支出能力和意愿提升驱动更新改造需求	6
2.2、 新建煤矿在边际上将助力国内煤机需求继续复苏	8
2.3、 中煤和神华煤炭资本开支加速预示煤机复苏继续	10
3、 国内煤机行业集中度仍将持续提升，龙头公司最为受益	11
3.1、 国内外竞争者退出有望推动煤机行业集中度提升	11
3.2、 煤炭行业集中度提升将拉动煤机行业集中度提升	11
3.3、 煤机装备绝对龙头天地科技的市占率将持续提升	12
4、 天地科技将智领新煤矿，创新业务发展新模式初见成效	13
4.1、 智能化煤矿渗透率极低，天地引领智能煤矿建设	13
4.2、 煤矿运营服务成效显著，将贡献收入和利润增量	15
4.3、 参股金融租赁公司 40%，有利优化应收账款结构	16
5、 盈利预测与投资建议	16
6、 投资风险分析	17
6.1、 煤价低于合理区间的风险	17
6.2、 煤企利润回升传导至煤机滞后	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 2017H1 公司新签订单同比大幅提升	5
图 2： 2017 年公司新签订单总金额接近 2013 年	5
图 3： 天地科技应收账款规模呈下降趋势	5
图 4： 2017 年天地科技经营现金流入大幅增长	5
图 5： 2017 年煤炭行业利润总额大幅增长	6
图 6： 近年来煤炭行业应收账款净额连续下降	6
图 7： 煤炭行业资产负债率转入呈下降趋势	7
图 8： 2017 年煤炭上市公司现金流甚至好于 2011 年	7
图 9： 当前煤炭行业销售利润率处于历史相对高位	7
图 10： 2017 年中国原煤产量恢复增长	7
图 11： 2016-2017 年淘汰扩后产能超过 5.5 亿吨	8
图 12： 2017-2017 年中国煤矿数量大幅减少	8
图 13： 2017H1 全国 7.24 亿吨煤矿未建成	8
图 14： 2017H1 未建成煤矿做多新建和资源整合类	8
图 15： 2017 年底仍有 34 座千万吨级在建煤矿在建	9
图 16： 大型煤矿机械化率显著高于全国平均水平	9
图 17： 煤炭行业固定资产投资趋势向上	10
图 18： 国有煤企固投增速维持正增长趋势	10
图 19： 2018 年中煤能源煤炭业务资本开支或大增	10
图 20： 2018 年神华煤炭业务第一批资本开支增长	10

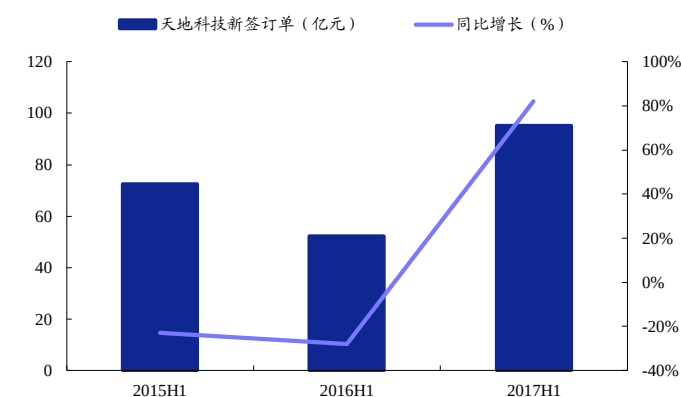
图 21: 大型煤矿产量占全国产量的比重提升	12
图 22: 14 个大型煤炭基地产量将持续增加	12
图 23: 天地科技综采工作面智能控制系统示意图	13
图 24: 黄陵煤矿智能化工作面指挥调度中心全景	13
图 25: 天地华泰收入和归母净利润回升	16
图 26: 天地华泰净利润率和 ROE 回升	16
表 1: 国产煤炭综采设备使用寿命	7
表 2: 正常情况下液压支架维修顺序及时间	8
表 3: 中国煤矿先进产能评定依据	9
表 4: 至 2020 年 14 个大型煤炭基地产量将达到 37.45 亿吨	11
表 5: 天地科技近年来资本运作梳理及标的资产	12
表 6: 2014-2017 年天地科技所获重要国家级奖项或重大技术成果	13
表 7: 截止 2017 年底中国煤矿智能无人开采工作面应用举例	14
表 8: 2017 年初以来国家能源局核准煤矿项目	14
表 9: 天地华泰盈利模式	15
表 10: 可比公司估值比较	17

1、2017 年经营质量显著改善，预计 2018 年订单望创新高

1.1、2017 年新签订单增长 56%、总金额接近 2013 年

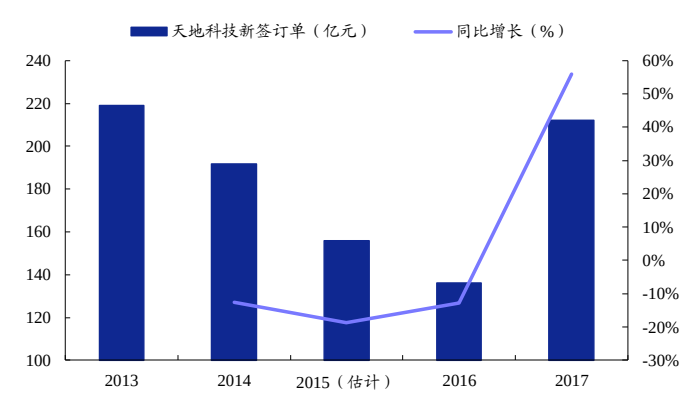
2017 年下游煤炭企业盈利恢复驱动煤机需求持续增长。2016 年底至今，在下游煤炭企业盈利大幅提升的驱动下，国内煤机行业需求持续回升。2017H1 天地科技新签订单 95.3 亿元、同比增长 82.2%，其中煤机装备订单 44.9 亿元、同比增长 96.7%。2017 年公司新签订单 212 亿元、同比增长 56%，其中煤机装备订单 120 亿元、同比增长 110%。2017 年煤机装备业务核心公司，天地奔牛新签订单约 30 亿元、上海煤科新签订单超 25 亿元。

图1： 2017H1 公司新签订单同比大幅提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图2： 2017 年公司新签订单总金额接近 2013 年



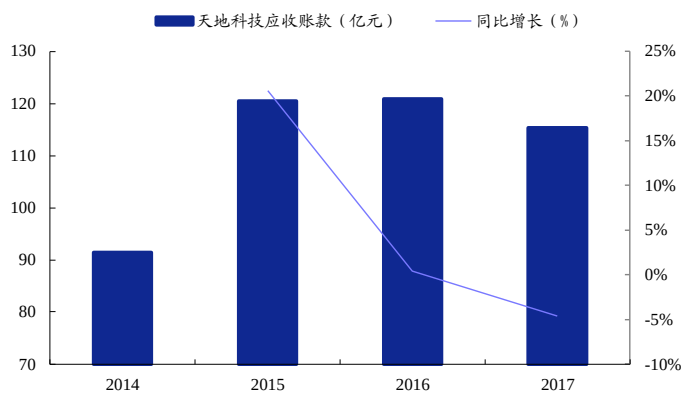
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2017 年新签订单总金额已接近繁荣时期 2013 年的水平。2017 年除国内煤机需求持续增长外，国际业务取得积极成果，向西伯利亚商业联盟销售成套综采及综掘设备 2 亿元，同时安全装备取得欧盟转入资质、并出口到土耳其、越南和阿尔巴尼亚等国。国内外市场共同拉动，公司 2017 年新签订单已接近 2013 年的 219 亿元。

1.2、2017 年应收账款同比降 5%、经营现金流入 12 亿

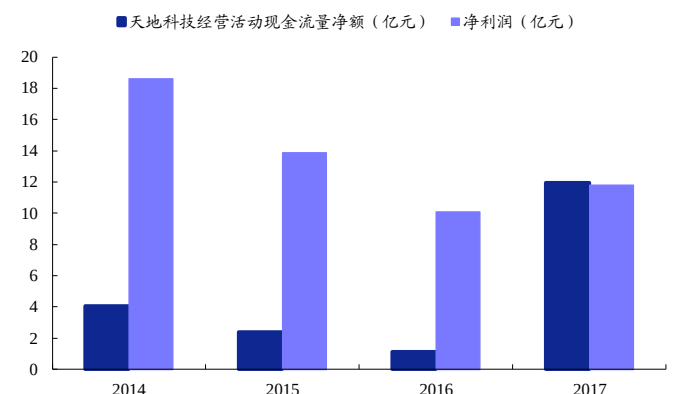
应收账款净额下降趋势成立。2017 年公司应收收入 153.8 亿元、同比增长约 19%，但年底应收账款净额 115.32 亿元、同比下降 4.69%，已连续 4 个季度同比下降。2017 年公司集中清收应收账款取得成果，为近年来首次同比和环比同时下降，总体上应收账款净额下降趋势成立，未来资产减值压力或将减小。

图3： 天地科技应收账款规模呈下降趋势



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图4： 2017 年天地科技经营现金流入大幅增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2017 年经营活动现金流入 12 亿元、近年来首次超过净利润规模。2012 年后因煤炭行业进入长达 4 年的调整，天地科技收入下降、但应收账款净额却持续增长，2017 年收入增长 19%、应收账款净额同比降 5%、季度环比下降使得经营活动现金流达到 11.96 亿元，为 2013 年后首次超过合并报表净利润规模。

1.3、行业复苏趋势延续，2018 年订单有望创历史新高

预计 2018 年国内煤机行业复苏趋势仍将延续。我们认为，国内煤炭行业自 2016 年 7 月受益于煤价上涨，煤企经营已持续大幅好转超过 1 年。煤炭行业在利润总额大幅增长、回款加速、现金流入大幅增长和销售利润率维持高位的驱动，预计 2018 年煤企对设备的支出能力和支出意愿将明显提升，煤炭行业固定资产投资将回归增长。2018 年中国神华和中煤能源对煤炭业务的本开支大幅增长验证了上述判断，预计 2018 年国内煤机行业复苏趋势仍将延续。

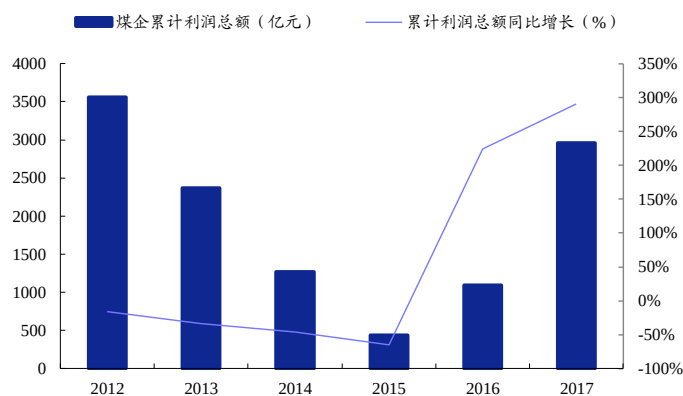
预计 2018 年天地科技新签订单有望创历史新高。2013-2016 年国内煤机行业随煤炭行业的持续低迷，经历深度调整的 4 年，截止 2017 年底已有 3000 余家国内外煤机企业退出中国煤机装备市场。国内煤机市场的出清将推动煤机行业集中度提升。十三五期间淘汰煤炭产能 8 亿吨为扩后的产能，预计将通过新建、改扩建和产量置换等增加大型、高效和智能化煤矿产能，煤炭行业集中度将趋向于国有大型煤炭企业。基于对中大型煤企客户资源优势、领先的智能化煤矿应用实例、煤矿运营服务和金融租赁等将拉动公司各类产品市占率提升。2018 年煤机行业复苏持续和市占率提升驱动下，预计公司 2018 年新签订单总额有望创历史新高。

2、受益于存量更新和增量需求，国内煤机需求将继续复苏

2.1、煤企设备支出能力和意愿提升驱动更新改造需求

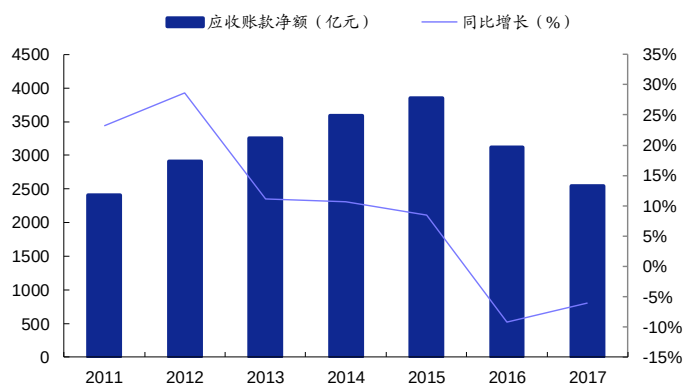
预计 2018 年煤炭企业设备支出能力明显提升。根据国家统计数数据，2017 年煤炭企业实现利润总额 2959 亿元、同比增长 290%，利润总额达到 2011 年历史高点的 68%、超过 2013 年的 2370 亿元；2017 年底煤企应收账款净额 2543.7 亿元、同比下降 6.1%、连续两年下降。2018 年 2 月底，煤炭行业整体负债率降至 67.12%、自 2016 年 3 月开始连续 2 年下降。2017 年 Q1-Q3 以煤炭为主营业务的上市公司经营活动现金流入合计 1508 亿元、同比增长 57.5%，现金流入规模甚至好于煤炭行业最好的 2011 年同期水平。我们认为，煤炭行业在利润总额大幅增长、回款加速和现金流入大幅增长，预计 2018 年煤企对设备支出的能力将明显提升。

图5： 2017 年煤炭行业利润总额大幅增长



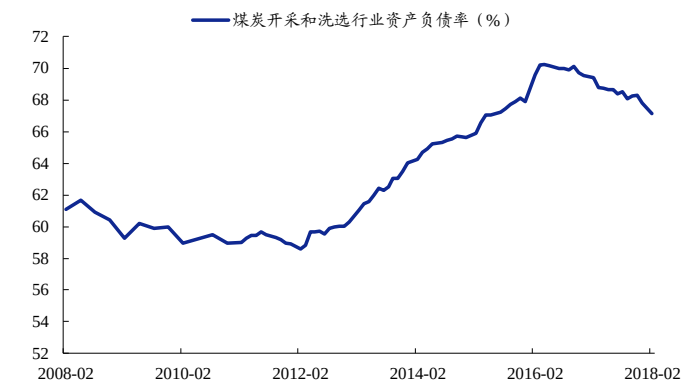
资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图6： 近年来煤炭行业应收账款净额连续下降



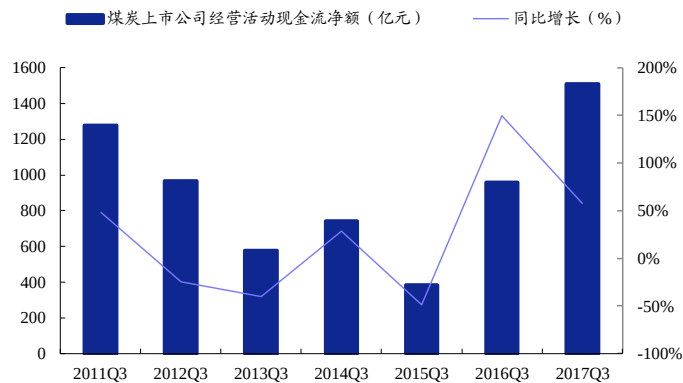
资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图7：煤炭行业资产负债率转入呈下降趋势



资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

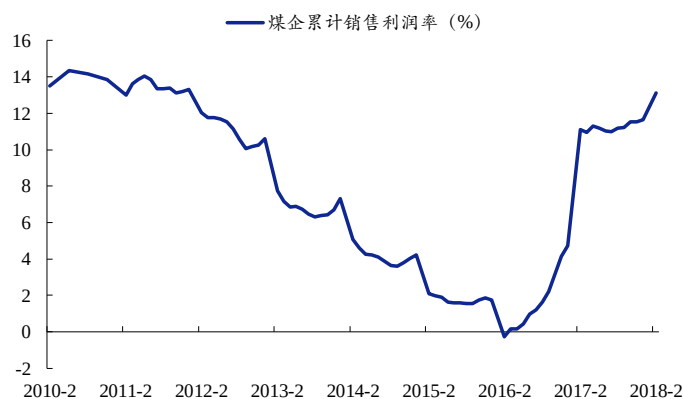
图8：2017年煤炭上市公司现金流甚至好于2011年



资料来源：WIND、新时代证券研究所

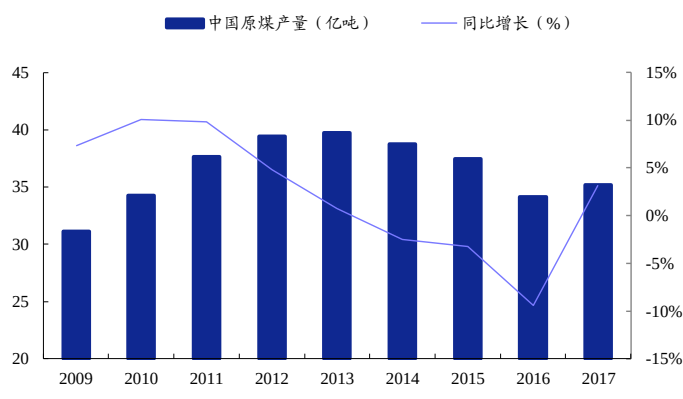
预计2018年煤企设备支出意愿明显提升。根据国家统计局数据，2017年煤炭行业累计销售利润率达到11.63%、较2016年的4.71%提升约7个百分点、与历史最高的2011年的13.85%相比只差2.22个百分点。2018年1-2月煤炭行业销售利润率提升至13.1%，当前煤炭行业销售利润率处于历史相对高位。煤炭企业在较高销售利润率驱动下，基于维持安全生产和设备可靠运行，对设备支出的意愿较2015年和2016年将明显提升。

图9：当前煤炭行业销售利润率处于历史相对高位



资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图10：2017年中国原煤产量恢复增长



资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

煤机装备磨损消耗属性、叠加煤炭产量增长，客观上支撑更新改造需求提升。中国煤炭储量中约95%深藏于地下，综合开采设备、洗选设备、安全装备等煤机装备往往需要根据开采煤层的厚度、品质、产量等单独设计制造，多数是定制化产品，也是开采地下煤层的必须设备。而综采及洗选设备长时间与硬度和石头一样的煤炭接触，磨损消耗的程度将决定设备的寿命，以液压支架为例，其寿命周期通常为5-8年。2017年中国原煤产量35.2亿吨、同比增长3.3%、时隔4年重回增长。我们预计2020年煤炭产量增长至39亿吨，即未来几年呈小幅增长趋势。预计2018年煤企在设备支出能力和意愿同时提升，而煤机装备磨损消耗属性、叠加煤炭产量增长，客观上支撑煤矿更新改造对煤机装备需求的提升。

表1：国产煤炭综采设备使用寿命

煤机设备	掘进机	采煤机	刮板机	液压支架
过煤量 (万吨)	800-1000	500-800	500-800	1000-1500

资料来源：中国煤炭机械工业协会、新时代证券研究所

表2: 正常情况下液压支架维修顺序及时间

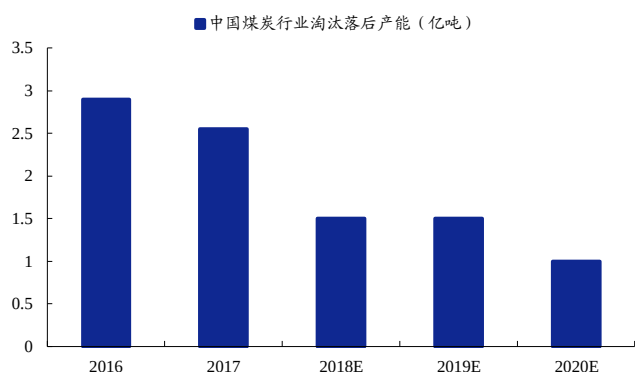
序号	维修类别	支架使用年数 (年)	使用工作面个数 (个)	立柱伸缩次数 (次)
1	检修	1~2	1~2	1900~3800
2	项修	2~3	3~4	1900~3800
3	检修	3~4	5~6	1900~3800
4	大修	4~5	7~8	1900~3800

资料来源: 郑煤机公告、新时代证券研究所

2.2、新建煤矿在边际上将助力国内煤机需求继续复苏

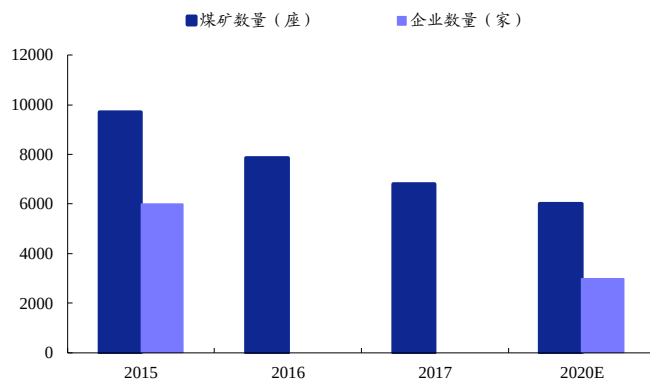
国家淘汰落后产能旨在优化煤炭行业产能结构。根据煤炭十三五规划: 化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨, 至 2020 年中国煤矿数量由 2015 年的超过 9000 座减少至约 6000 座; 年产 120 万吨及以上的大型煤矿产量占 80% 以上, 30 万吨及以下小型煤矿产量占 10% 以下; 煤炭产业集中度进一步提升, 企业数量由 2015 年的超过 6000 家降至 3000 家以内。我们认为, 十三五期间国家淘汰落后产能旨在优化煤炭行业产能供给结构, 淘汰的落后产能将通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨来补充, 进而达到煤炭行业集约化发展的目标。

图11: 2016-2017 年淘汰落后产能超过 5.5 亿吨



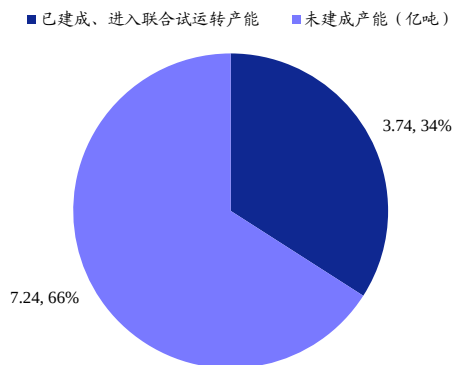
资料来源: 发改委、煤炭十三五规划等、新时代证券研究所

图12: 2015-2017 年中国煤矿数量大幅减少



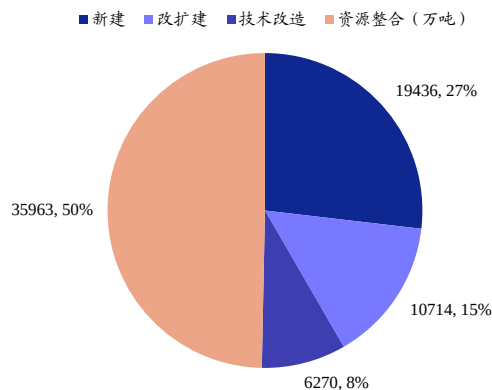
资料来源: 煤炭十三五规划、煤炭工业年报、新时代证券研究所

图13: 2017H1 全国 7.24 亿吨煤矿未建成



资料来源: 中债资信、新时代证券研究所

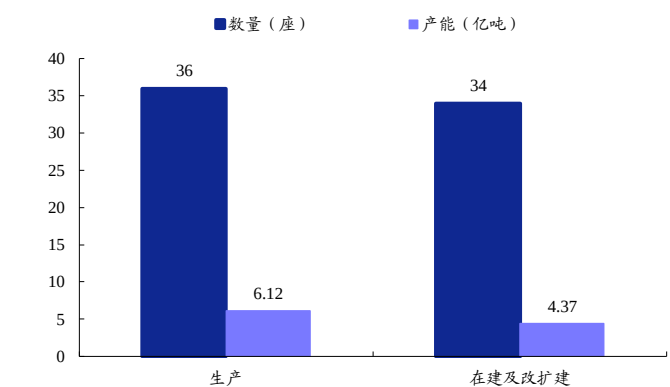
图14: 2017H1 未建成煤矿做多为新建和资源整合类



资料来源: 中债资信、新时代证券研究所

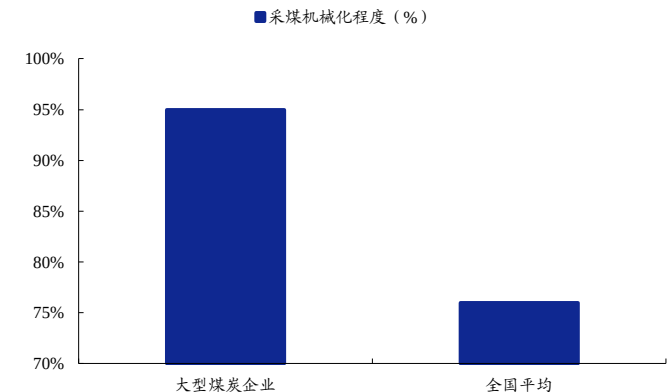
截止 2017H1 有 7.24 亿吨煤矿尚未建成、其中多为新建和资源整合的大型或先进煤矿。根据中再资信评级统计，截止 2017H1 全国已核准（审批）、开工建设煤矿产能合计 10.98 亿吨，其中已建成、进入联合试运转煤矿产能 3.74 亿吨，未建成 7.24 亿吨。未建成项目中，新建煤矿产能 1.94 亿吨、占比 27%，资源整合产能约 3.6 亿吨、占比约 50%。另根据中国煤炭工业年报，2017 年底中国在产千万吨级煤矿共计 36 座、合计产能 6.12 亿吨，在建及改扩建千万吨级煤矿 34 座、产能合计 4.37 亿吨。结合以上分析，我们认为十三五期间淘汰的落后产能将通过补充大型或先进煤矿产能补充，而大型或先进产能因机械化开采程度高、安全要求高等，其每亿吨煤矿建设对煤机装备要高于普通煤矿建设需求，新建及改扩建煤矿在边际上将助力煤机装备需求继续复苏。

图15： 2017 年底仍有 34 座千万吨级在建煤矿在建



资料来源：煤炭工业年报、新时代证券研究所

图16： 大型煤矿机械化率显著高于全国平均水平



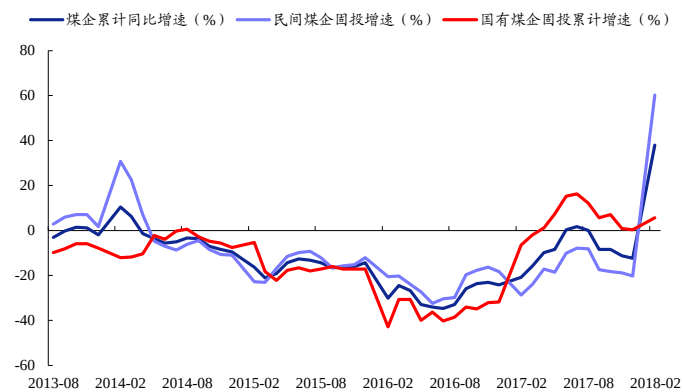
资料来源：煤炭十三五、煤炭工业年报、新时代证券研究所

表3： 中国煤矿先进产能评定依据

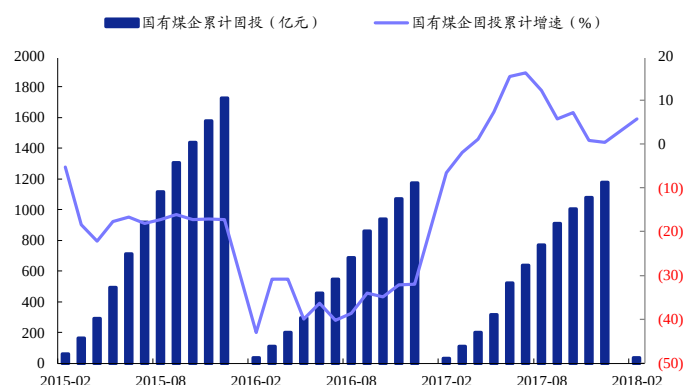
评定项目	具体依据
机械化程度	综合机械化率达到 100%、机械化掘进比例达到 90%，井工煤矿单产不低于 20 万吨/月、露天煤矿不低于 30 万吨/月，井工煤矿全员工效不低于 2000 吨/年、露天煤矿不低于 10000 吨/年
资源利用率	煤矿采区回采率不低于 75%，原煤入选率达到 100%等
安全生产	近 10 年未发生安全生产事故，近 3 年百万吨死亡率为 0，安全质量标准化达到一级
能耗和环保	原煤生产电耗不高于 15 度/吨（井工煤），实现污染物达标排放，复垦率不低于 90%等
产品质量	近 3 年国家质量抽检合格率达到 100%、灰分、硫分及其他指标低

数据来源：国家发改委、新时代证券研究所

2018 年 1-2 月煤企固投增 38%验证了煤企设备支出能力和意愿在提升。历史数据证明，煤炭行业固投规模在趋势上和煤企利润总额一致、固投增速滞后于利润总额增速拐点约 1 年时间。本轮煤炭行业利润总额增速拐点在 2016 年 7 月，2017 年 1-6 月煤炭行业固投增转正（+0.2%），1-7 月上升至 1.6%，1-8 后转为负增长主要因淘汰落后产能、煤矿建设在联合试运转到正式投产的审批严格和环保等要求趋严，使得 2017 年全年煤炭行业固投同比下降 12.3%，但 2017 年国有煤炭企业固投增速为 0.33%、大幅好于 2016 年的-32%和 2015 年的-17.2%。国家统计局数据，2018 年 1-2 月煤炭行业固定资产投资同比增长 37.9%、其中民间煤炭企业固投同比增长 60.3%，均大幅好于 2017 年数据。验证了煤炭行业在经历了约 1 年半的经营持续转好后，煤炭企业对设备的支出能力和意愿均在提升，国内煤机装备需求将继续复苏。

图17: 煤炭行业固定资产投资趋势向上

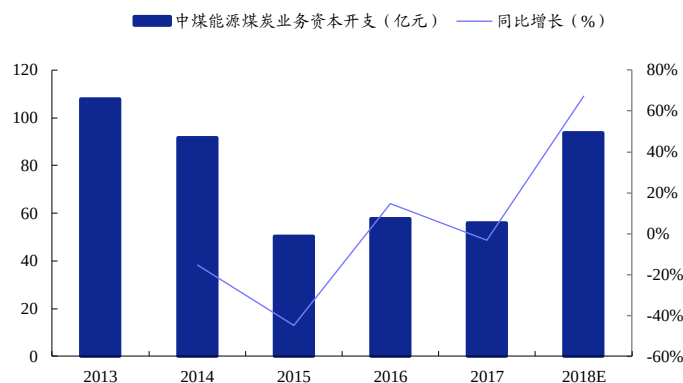
资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图18: 国有煤企固投增速维持正增长趋势

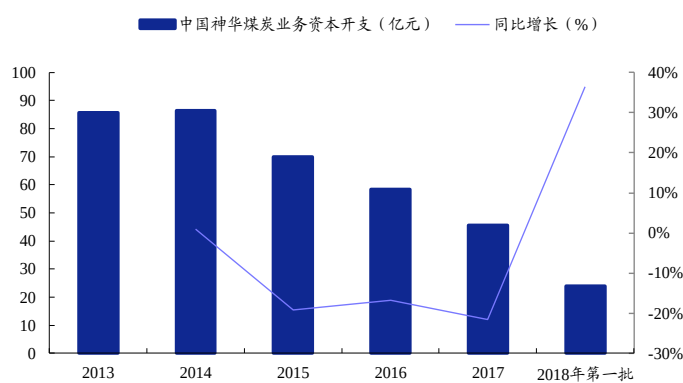
资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

2.3、中煤和神华煤炭资本开支加速预示煤机复苏继续

2018年中煤能源计划煤炭业务资本开支同比增长67%。根据中煤能源公告，2018年中煤能源各类业务计划资本开支总量163亿元、较2017年完成量99.8亿元增长63.3%，其中2018年煤炭业务计划资本开支93.61亿元、较2017年完成量55.98亿元增长67.22%。2018年中煤能源煤炭业务资本开支主要项目可能为：山西小回沟年产300万吨煤矿及配套选煤厂，项目总投资36.98亿元，2017年底累计投资20.82亿元，目前该项目手续齐备，有望于2018年内投入试生产；陕西榆横矿区大海则年产1500万吨煤矿及配套选煤厂项目、总投资约130亿元，该项目正积极推荐核准工作。

图19: 2018年中煤能源煤炭业务资本开支或大增

资料来源：中煤能源、新时代证券研究所

图20: 2018年神华煤炭业务第一批资本开支增长

资料来源：中国神华、新时代证券研究所

2018年神华第一批煤炭业务资本开支同比增长36%。根据中国神华公告，预计2018年资本开支总额不超过290亿元（不含股权及资产收购）、较2017年完成量262亿元增长10.7%；其中第一批资本开支中煤炭业务计划量24亿元、较2017年第一批计划量17.6亿元增长36.4%。2017年中国神华煤炭业务资本开支完成量45.7亿元、同比下降21.6%。2018年中国神华对煤炭业务的资本开支增速或回升。

中煤和神华煤炭资本开支加速预示煤机复苏继续。中国神华和中煤能源是原煤产量第一和第一的集团公司，神华和中煤2018年对煤炭业务资本开支的增长，从实例上印证了2018年煤炭企业对设备支出能力和意愿的提升，从中煤能源2018年煤炭业务资本开支既有现有煤矿、又有新建煤矿，进一步说明了未来国内煤机需求的增长将受益于更新改造和新建煤矿共同拉动，2018年1-2月煤炭行业固投增长38%也证明了该趋势的成立，国内煤机装备需求有望继续复苏。

3、国内煤机行业集中度仍将持续提升，龙头公司最为受益

3.1、国内外竞争者退出有望推动煤机行业集中度提升

2015-2016 年部分国内外煤机企业已退出中国市场竞争。2013-2016 年受下游煤炭行业下滑影响，国内煤机市场需求持续萎缩，行业竞争加剧，行业基本全面亏损，部分企业已经关停退出或不再具备迅速响应客户需求的能力。国际煤机巨头久益国际（JOY）被小松收购，久益国际下属中国鸡西、佳木斯等工厂关闭，久益国际陷入亏损；卡特彼勒煤机板块（原 DBT）基本退出了中国煤机市场。

至 2017 年底国内煤机企业数量与 2012 年相比已大幅下降。根据中国煤炭机械协会统计，以天地科技、山能重装、平煤装备、中煤装备、郑煤机等十大煤机装备制造企业的产业集中度已提升到 40% 以上；至 2017 年底国内煤机行业淘汰和关闭小型煤机企业 3000 家，其中国家矿用产品安全标志中心依法取消的安标许可企业近 1000 家。我们预计，至 2017 年底国内煤机企业数量较上一轮繁荣时期 2012 年的 7000 多家已大幅下降，国内外竞争者的退出将推动煤机行业集中度提升。

3.2、煤炭行业集中度提升将拉动煤机行业集中度提升

预计至 2020 年国内煤炭行业集中度将持续提升。十三五期间中国煤矿数量减少 3700 座、企业数量减少 3000 家，14 个大型煤矿基地产量占全国的 95%，煤炭开采趋向于大型化。根据煤炭工业十三五发展规划，向集约化目标发展，至 2020 年煤矿数量由 2015 年的 9700 座缩减至 6000 座、即压减 3700 座，企业数量由 2015 年的 6000 家缩减至小于 3000 家。至 2020 年，煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，14 个大型煤炭基地产量 37.4 亿吨、占全国煤炭产量的 95%，大型煤炭基地外煤炭产量控制 2 亿吨以内。

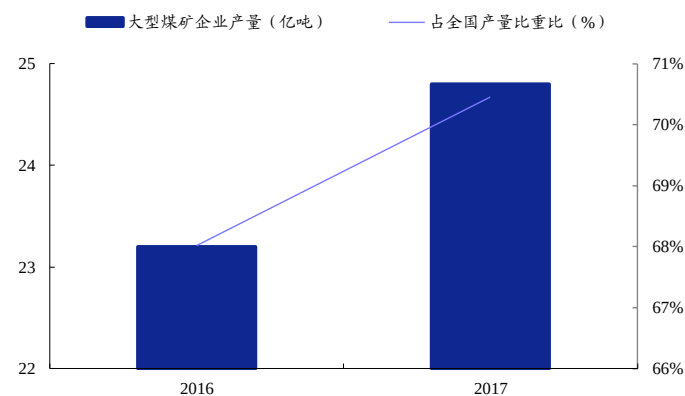
表4：至 2020 年 14 个大型煤炭基地产量将达到 37.45 亿吨

煤炭基地	产量（亿吨）	煤炭基地	产量（亿吨）
鲁西基地	1	晋东基地	3.4
冀中基地	0.6	云贵基地	2.6
河南基地	1.35	宁东基地	0.9
两淮基地	1.3	陕北基地	2.6
蒙东（东北）基地	4	神东基地	9
晋北基地	3.5	黄陇基地	1.6
晋中基地	3.1	新疆基地	2.5
合计		37.45	

资料来源：煤炭十三五规划、新时代证券研究所

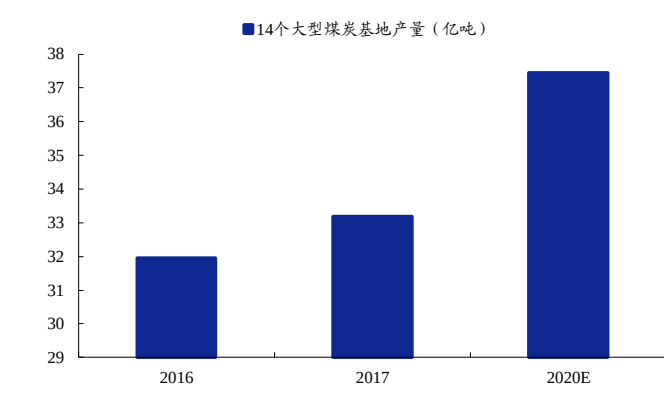
国内大型煤矿产量占比将持续提升、趋势非常明显。根据煤炭协会年报数据，2017 年大型煤矿企业煤炭产量 24.8 亿吨、占全国产量的 70%，较 2016 年增加 1.6 亿吨、而 2017 年全国煤炭产量较 2016 年增加仅 1.09 亿吨，大型煤矿新增产量高出全国煤炭新增产量约 47%。根据煤炭十三五规划，至 2020 年 14 个大型煤炭基地产品 37.45 亿吨，较 2016 年增加约 5.5 亿吨，大型煤矿产量占比仍将继续提升，国内煤矿向大型化发展的趋势非常明显。

图21: 大型煤矿产量占全国产量的比重提升



资料来源: 煤炭工业年报、新时代证券研究所

图22: 14个大型煤炭基地产量将持续增加



资料来源: 煤炭十三五规划、煤炭工业年报、新时代证券研究所

煤矿向大型化发展将拉动国内煤机行业集中度提升。国内煤机龙头企业天地科技在国内煤机行业引领行业技术发展，且其客户一般为大型煤矿企业或集团企业，客户资质优秀。十三五煤炭行业淘汰落后产能一般为小型、低效的落后煤矿或企业，而天地科技主要客户位中大型煤矿或煤炭集团。我们预计，未来国内煤炭行业集中提升的方向是向国有大型煤炭集团企业集中、且大型煤矿产量占比将持续提升。基于客户粘性和技术可靠性考量，煤炭行业集中度提升将拉动煤机行业集中度提升，煤矿大型化发展更有利于国有大型煤机企业。

3.3、煤机装备绝对龙头天地科技的市占率将持续提升

目前天地科技在煤机装备制造领域综合实力雄厚。得益于中煤科工集团多次注入资产和超过60年的技术积淀，目前天地科技业务领域涵盖煤矿勘探、设计、采矿设备、洗选设备、安全装备及技术服务、示范工程等，拥有6个国家级重点实验室或工程中心，在国家级煤矿开采先进技术领域屡获奖项，是国内煤机装备制造领域技术实力最雄厚的集团公司。

表5: 天地科技近年来资本运作梳理及标的资产

年份	资本运作方式	标的资产	标的资产主要产品
2006	现金及增资	宁夏奔牛	刮板机
2008	现金	宁夏西北煤机	煤矿运输装备
2010	现金	天地马柯部分股权	电液控制系统
2012	现金	天地常熟部分股权	采煤机产品提供配件
2014	股权	重庆研究院	煤矿安全及技术装备
2014	股权	西安研究院	煤矿安全及技术装备
2014	股权	北京华宇	煤矿设计及洗选
2015	现金	上海煤科	采煤机、掘进机等
2015	现金及增资	煤科院公司	煤品检测、煤粉锅炉

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

天地科技在央企和地方国资的煤炭客户资源优势非常明显。天地科技作为国内最大的煤机装备供应商和央企背景，基本服务于中大型煤矿，下游客户绝大多数为央企和地方国企的煤矿集团，例如神华宁煤集团、陕西黄陵矿业集团、内蒙古伊泰集团、山西潞安集团、平顶山煤业集团、皖北煤电集团、靖远煤业集团、贵州水城集团、郑州煤业集团等，客户资源优势非常明显。

天地科技将受益于煤矿向大型化和智能化发展。中国约 90% 的资源储量仅适合井工开采，随着综采自动化技术的迅速发展，液压支架实现了电液控制、采煤机实现了无线遥控、运输设备实现了集中控制。以陕西煤业黄陵一矿应用最佳，实现了“工作面内 1 人巡视、远程 2 人操作”的常态化生产。根据中国煤炭协会统计，截止 2017 年底全国智能无人化开采工作面已达到 47 个。综上所述，煤矿向大型化、高效化和智能化发展更有利于天地科技等大型的煤机企业。

表6： 2014-2017 年天地科技所获重要国家级奖项或重大技术成果

类别	代表项目名称
国家科技进步一等奖（1 项）	特厚煤层大采高综放开采关键技术及装备
国家科技进步二等奖（3 项）	煤矿重大水患探测与快速抢险关键技术科技及装备 超大直径深立井建井关键技术及成套装备 智能煤矿建设关键技术与示范工程
中国煤炭工业科学技术进步特等奖（1 项）	煤矿区煤层气开发精准对接井钻进技术与装备
中国工业大奖表彰奖（1 项）	煤炭综采工作面智能无人开采技术及装备
8.2m 超大采高综采成套技术与装	兖矿集团金鸡滩煤矿成功进行了工业性试验，取得了最高日产 6 万吨、月产 150 万吨以上的显著成绩
3-4 米煤层年产千万吨智能化综采成套装备	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
适应最低 0.8 米采高的薄煤层采煤机	采用多电机联合驱动，解决了中国薄煤层复杂地质条件开采难题

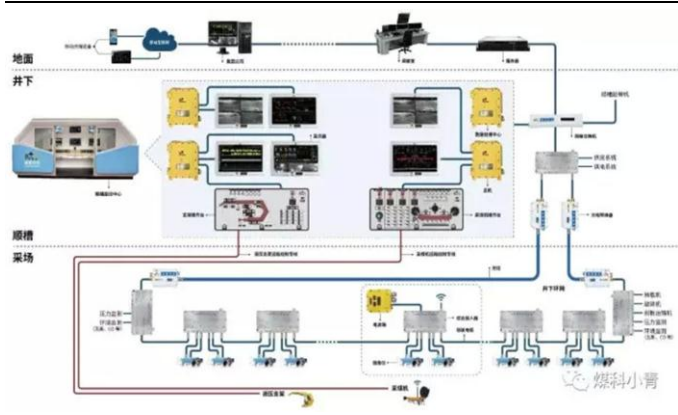
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

4、天地科技将智领新煤矿，创新业务发展新模式初见成效

4.1、智能化煤矿渗透率极低，天地引领智能煤矿建设

天地科技煤机装备综合实力最强，智能化开采应用于国内第一座智能煤矿。天地科技已形成从煤矿设计咨询、建井设计、煤矿综合开采设备、安全装备、技术服务、煤矿输送和洗选设备、煤矿运营服务等煤矿全产业链布局，是全球煤矿开采装备综合实力最强的公司。天地科技在大幅提升单机设备性能的基础上，首次研制的综采成套装备智能化系统在国内首个智能化开采的煤矿黄陵一矿推广应用，实现了“工作面有人巡视，无人操作；顺槽可视化控制，地面远程割煤”；工作面生产作业人员由 11 人递减至 3 人，生产效率提高 25%。

图23： 天地科技综采工作面智能控制系统示意图



资料来源：中煤科工、新时代证券研究所

图24： 黄陵煤矿智能化工作面指挥调度中心全景



资料来源：中国煤炭网、新时代证券研究所

智能化煤矿渗透率不到 1%，煤矿大型化、劳动力短缺将驱动智能化煤矿建设。根据中国煤炭行业发展年报，截止 2017 年底中国煤炭行业已建成“有人巡视、无人值守”的智能化无人开采工作面数量达到 47 个。2017 年底中国煤矿数量 6794 座，煤炭工作十三五规划预计至 2020 年煤矿数量减少至 6000 座，即使按照每座煤矿 2 个工作面计算，至 2020 年国内煤矿工作面数量约 12000 个，目前智能化煤矿工作面渗透率仅 0.4%。我们认为，中国煤矿向大型化、高效化发展趋势明确，而中国劳动力人口下降趋势明显，基于效率和效益提升目标，中国煤矿智能化煤矿建设具备巨大的成长空间。国内煤炭企业，如神华、中煤、陕煤、同煤、阳煤、兖煤、晋煤、平煤、冀中能源、国投新集等矿区加速进行智能化开采的尝试。

表7：截止 2017 年底中国煤矿智能无人开采工作面应用举例

煤炭集团	煤矿名称	年产能 (万吨)	应用年份	智能化开采工作应用简介
陕西集团	黄陵煤矿	600	2014	由原来 24 人单体支护减至 12 人遥控操作，具备了自动化远程控制功能
同煤集团	同忻煤矿	1000	2016	综采工作面回采率达到 85%以上，能耗降低 5%以上，工作面瓦斯、煤尘及自燃发火防治均可实现安全可控
山东能源枣庄矿业（集团）	枣矿付	300		原来工作面正常生产需要 12 人，现在生产只需安排 5 人巡检即可完成
山东能源枣庄矿业（集团）	滨湖煤矿	110		劳动用工压缩了 50%以上，回采工效达每工 48 吨以上，人均工效增幅 195%，年减少人工成本支出约 900 多万元
陕西集团	红柳林煤矿	1500	2017	已完成首个智能化综采工作面的采煤任务
兖矿集团	转龙湾煤矿	500	2017	可在复杂条件下实现工作面自动化生产模式常态化运行
阳煤集团	新元公司	300		应用自动化综采技术后工效 54.704 吨/工，工效提高了 22.633 吨/工，提高幅度 70.57%；已拥有 7 个综采自动化工作面
山东能源	巴彦高勒煤矿	1000		人员使用率减少了 25%，效率提高了近 20%
神华宁煤集团	金凤煤矿	400	2016	薄煤层开启智能化开采的煤
淮南矿业集团	张集煤矿	1240		以综采运输设备集中自动化控制为主、人工远程控制为辅的自动化生产模式，做到了无人跟机作业、有人安全值守

资料来源：中国煤炭网、新时代证券研究所

智能化煤矿建设成长空间巨大，天地科技将引领智能化煤矿。我们按照发改委近年来新审批煤矿建设平均投资额 795 亿元/亿吨。按照国家统计局数据，历年工器具投资占煤企固投的约 30%，工器具中约 75%为煤机装备，得出 1 亿吨煤矿对应煤机装备需求约 180 亿元。另假设中国煤矿中约 60%的产量可新建或改造成智能化工作面，按照煤炭十三五规划 2020 年产量 39 亿吨计算对应可改造产量为 23.4 亿吨。我们计算智能化煤矿工作对应的市场总规模为约 4200 亿元（保守按照机械化煤矿建设的平均投资额计算）。正如前文所述，天地科技综合实力最强，其“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，未来将引领中国智能化煤矿建设。

表8：2017 年初以来国家能源局核准煤矿项目

核准时间	项目名称	建设规模（万吨/年）	投资（亿元）
2017/3/27	陕西庙哈孤矿区沙梁煤矿	120	9.1
2017/4/10	陕西永陇矿区招贤煤矿	240	21.94
2017/4/10	宁夏积家井矿区银星一井煤矿	400	24.56
2017/5/31	榆神矿区一期规划区双山煤矿	120	10.02

2017/5/31	榆神矿区一期规划区大梁湾煤矿	120	11.04
2017/5/31	榆神矿区一期规划区神树畔煤矿	120	10.2
2017/5/31	大南湖矿区西区大南湖五号煤矿	400	22.41
2017/5/31	阿艾矿区大平滩煤矿	240	13.99
2017/6/20	榆神矿区一期规划区郝家梁煤矿	120	8.88
2017/7/28	新疆准东西黑山矿区西黑山露天煤矿一期	400	29.92
2017/11/26	榆神矿区一期规划区千树塔煤矿	120	9.76
2017/12/11	山西乡宁矿区谭坪煤矿一期工程	400	51.63
2017/12/29	陕西榆神矿区三期规划区隆德煤矿	350	15.79
2017/12/29	陕西彬长矿区雅店煤矿	400	47.62
2018/1/17	新疆巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿一期	200	9.19
2018/1/17	新疆巴里坤矿区吉郎德露天煤矿一期	200	15.64
2018/1/17	新疆拜城矿区阿尔格敏露天煤矿	120	7.52
2018/1/26	新疆黑山矿区黑山露天煤矿一期	400	24.13
2018/2/11	山西晋城矿区车寨煤矿	150	23.94
合计		4620	367.28

数据来源：国家能源局、新时代证券研究所

注：项目投资额不含矿业权费用、隆德煤矿为扩建规模

4.2、煤矿运营服务成效显著，将贡献收入和利润增量

天地华泰：国家级煤矿运营服务高新技术企业。天地华泰为煤矿业主提供煤炭生产运营管理服务与技术服务，主要从事专业化煤炭生产运营管理与服务、矿井建设项目管理与试生产服务、煤矿技术开发、技术咨询等。2017年10月天地华泰获得国家《高新技术企业证书》。天地华泰的客户主要为民营煤炭投资主体和非煤行业（如电力、石化、有色等）的煤炭投资主体，例如内蒙古伊泰煤炭、内蒙古鄂尔多斯煤炭、内蒙古赛蒙特煤炭、新能矿业、陕西永隆能源、呼图壁县东沟煤炭等。截止2017年底，天地华泰负责运营煤矿产量超过5000万吨、较2016年增加1027万吨。目前天地科技直接持有天地华泰51%股权，通过煤科院间接持有39%。

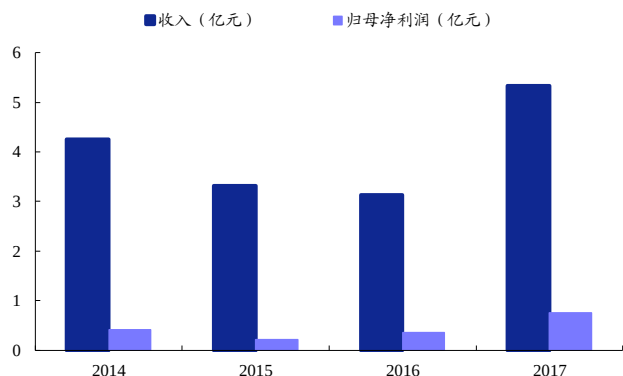
表9：天地华泰盈利模式

盈利模式	盈利模式简介
运营现场托管或采煤接续综掘服务	通过实现全面预算管理、推行成本目标化管理、加强现场流程管理、降本节支、集中招标采购与供应等措施实现保本微利
运营管理与技术服务	通过优化人力与资金等资源配置、提供安全监管服务、提供集成化技术解决方案等，提供管理与技术等增值服务创造较高利润
建设工程项目管理	通过高智力管理与咨询服务获得较高利润，或者为承接后续生产运营项目而采取适度让利的营销策略

资料来源：天地华泰、新时代证券研究所

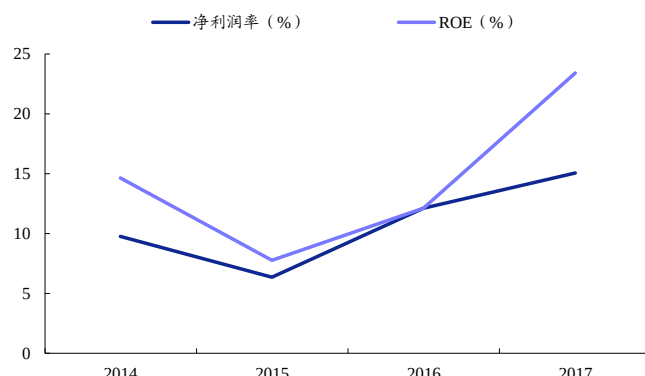
天地华泰属轻资产运营，2017年净利润增长107%。2017年天地华泰实现收入5.34亿元、同比增长71%，归母净利润7511.2万元、同比增长107%、扣非后增长112%；毛利率26.74%、基本与2016年持平，净利润率15%、增加约1个百分点，净资产收益率达到23.39%、较2016年提升约13.3个百分点。2017年在收入增长71%的情况下，天地华泰应收账款仅4319万元、同比下降20.5%，经营活动现金流净额8347万元、同比增长139%。从以上数据看出，天地华泰的煤矿运营服务属于轻资产运营、高收益的业务。

图25: 天地华泰收入和归母净利润回升



资料来源: 天地华泰、新时代证券研究所

图26: 天地华泰净利润率和 ROE 回升



资料来源: 天地华泰、新时代证券研究所

煤矿专业化生产运营已成发展趋势,或将是未来公司收入和利润增长新的增量。近年来煤矿更注重效率提升和成本节约,由于服务外包能够使安全性和资源使用效率提高,同时又能降低劳动成本负担,因此煤矿将煤炭生产运营外包的动力越来越强。截止到 2017 年底,在内蒙古、陕西、山西等三个产煤大省采取托管运营方式的矿井百余对,总的生产能力超过两亿吨。煤炭生产运营管理业务作为现代服务业中的一种新型生产模式,受到国家产业政策的鼓励与支持。天地科技下属天地华泰凭借中煤科工集团在煤炭生产产业链的技术、客户资源和品牌等优势,可能在煤炭运营服务领域将大有作为,从而为公司未来收入和利润增长贡献新的增量。

4.3、参股金融租赁公司 40%, 有利优化应收账款结构

2017 年中煤科工金融租赁公司在天津自贸区成立。2017 年 9 月,中煤科工金融租赁公司取得营业执照和金融许可证,注册资本 9.8 亿元,其中天地科技出资 4 亿元,持股比例 40.82%。2017 年 10 月,中国银监会天津监管局批准中煤科工金融租赁公司开业,2017 年底前金融租赁公司已开展业务。

金融租赁公司开展业务或将有利于优化公司应收账款结构。中煤科工金融租赁公司业务主要为为煤机装备、煤炭节能环保及清洁能源装备等领域的租赁业务,以及京津冀一体化建设中城市基础设施的租赁业务和符合国家构建“一带一路”战略的国际租赁业务等。天地科技通过金融租赁公司运用“以租代销”的形式,在设备销售过程中提供金融配套服务,提供“金融+装备”的一体化服务,最终有助于天地科技控制应收账款规模、优化应收账款结构。

5、盈利预测与投资建议

目前, A 股上市公司中与煤炭机械相关的公司有郑煤机、创力集团、精准信息和天地科技等。按照新时代证券和 WIND (2018 年 4 月 14 日)一致盈利预测,郑煤机、创力集团、精准信息对应 2018 年算术平均 PE 为 25.1 倍、PB 为 1.8 倍。

2017 年公司核心经营数据改善明显,预计 2018 年下游煤炭企业对设备的支出能力和意愿均将提升、叠加新增产能对煤机装备需求的边际改善等将驱动煤机行业持续复苏,预计公司 2018 年订单有望创历史新高。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.31、0.38 和 0.46 元,同比依次增长 35%、23%和 21%。

结合 PE 和 PB 两种估值方法:参考可比公司估值,公司价值被低估;基于煤机行业持续复苏和公司经营有望持续改善,首次覆盖给予“推荐”评级。

表10: 可比公司估值比较

公司简称	股票代码	收盘价（元）		EPS(元)			PE		PB	市值 （亿元）
		2018/4/14	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
郑煤机	601717.SH	7.05	0.17	0.41	0.52	41.47	17.20	13.56	1.13	114.35
创力集团	603012.SH	6.81	0.22	0.29	0.39	30.95	23.48	17.46	1.73	43.35
精准信息	300099.SZ	6.55	0.15	0.19	0.26	43.67	34.47	25.19	2.54	43.84
算术平均						38.7	25.1	18.7	1.8	
天地科技	600582.SH	4.33	0.23	0.31	0.38	18.83	13.97	11.39	1.20	179.20

资料来源: 天地科技来自新时代证券预测, 郑煤机、创力集团、精准信息来自 WIND 一致预期

6、投资风险分析

6.1、煤价低于合理区间的风险

本轮煤炭价格上涨核心的因素是国家推动煤炭行业化解产能过剩带来的供给收缩, 且煤炭需求相对稳定。但中国煤炭行业隐形产能或非法产能依然居多, 国家化解煤炭行业产能过剩的政策能否在地方政府和企业层面严格执行, 将决定着煤炭价格未来能够维持目前相对合理水平。

6.2、煤企利润回升传导至煤机滞后

中国煤炭企业经受了约 5 年时间的煤价下滑, 积累和导致部分企业亏损、债务攀升等不利于煤炭企业改善生产设备的因素。煤炭企业刚刚经过约 1 年多时间的煤价回升, 煤炭企业在利润和现金流显著改善后, 首先要解决的是内部不利因素, 其次才是对生产设备的更新改造或投资, 这将延迟煤炭企业对新建煤矿和对现有煤矿的更新改造。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	26117	26663	27440	29458	31027
现金	4957	4269	5143	5103	5263
应收账款	12093	11532	10145	10297	10272
其他应收款	365	505	506	689	675
预付账款	809	1185	1272	1411	1581
存货	4340	5092	5523	6457	6955
其他流动资产	3554	4081	4850	5501	6279
非流动资产	9242	9762	10799	11457	12134
长期投资	164	630	1101	1573	2046
固定资产	4049	4161	4956	5540	5974
无形资产	2256	2228	2128	2033	1936
其他非流动资产	2773	2742	2613	2310	2178
资产总计	35359	36425	38239	40915	43161
流动负债	12034	12539	13111	14410	14778
短期借款	1235	959	959	959	959
应付账款	6145	6206	6315	7091	6904
其他流动负债	4654	5374	5836	6360	6915
非流动负债	4637	4135	3998	3571	3232
长期借款	2084	1880	1594	1241	866
其他非流动负债	2553	2255	2404	2329	2367
负债合计	16671	16674	17109	17981	18011
少数股东权益	4673	4787	5104	5508	6012
股本	4139	4139	4139	4139	4139
资本公积	1276	1276	1276	1276	1276
留存收益	8686	9503	10862	12538	14553
归属母公司股东权益	14016	14964	16026	17426	19138
负债和股东权益	35359	36425	38239	40915	43161
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	111	1196	2767	1882	2143
净利润	1008	1178	1586	1970	2403
折旧摊销	418	396	419	496	566
财务费用	108	171	177	208	234
投资损失	-56	2	-11	-13	-15
营运资金变动	-1819	-1000	580	-771	-1049
其他经营现金流	451	448	16	-8	4
投资活动现金流	-1	-884	-1461	-1133	-1233
资本支出	388	308	260	339	128
长期投资	365	-629	-471	-466	-473
其他投资现金流	752	-1204	-1672	-1260	-1578
筹资活动现金流	1210	-1036	-432	-790	-750
短期借款	223	-276	0	0	0
长期借款	1057	-204	-286	-353	(376)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-82	-555	-146	-436	-374
现金净增加额	1322	-725	874	-41	161

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12937	15379	18425	21464	24683
营业成本	8569	10290	12208	14077	16094
营业税金及附加	212	276	316	377	429
营业费用	609	719	866	1030	1172
管理费用	1920	2218	2727	3198	3628
财务费用	108	171	177	208	234
资产减值损失	489	455	240	215	197
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	56	-2	11	13	15
营业利润	1086	1408	1902	2373	2943
营业外收入	225	93	120	130	110
营业外支出	41	24	32	28	30
利润总额	1271	1477	1990	2474	3023
所得税	263	300	404	505	620
净利润	1008	1178	1586	1970	2403
少数股东损益	76	236	317	404	505
归属母公司净利润	932	942	1269	1566	1898
EBITDA	1722	1899	2374	2917	3524
EPS(元)	0.23	0.23	0.31	0.38	0.46
主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	(9.8)	18.9	19.8	16.5	15.0
营业利润(%)	(28.7)	29.6	35.1	24.7	24.0
归属于母公司净利润(%)	(24.1)	1.1	34.7	23.4	21.2
获利能力					
毛利率(%)	33.8	33.1	33.7	34.4	34.8
净利率(%)	7.2	6.1	6.9	7.3	7.7
ROE(%)	5.4	6.0	7.5	8.6	9.6
ROIC(%)	5.1	5.9	7.3	8.7	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	45.8	44.7	43.9	41.7
净负债比率(%)	-6.8	(5.7)	(10.4)	(10.9)	-12.0
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1
速动比率	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.1	1.3	1.7	2.1	2.4
应付账款周转率	1.4	1.7	2.0	2.1	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.23	0.31	0.38	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.32	0.67	0.45	0.52
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.62	3.87	4.21	4.62
估值比率					
P/E	19.23	19.02	14.12	11.44	9.44
P/B	1.28	1.20	1.12	1.03	0.94
EV/EBITDA	13.77	12.5	9.7	7.9	6.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验5年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>