

联手锡铸，完善风电产业链

研究结论

- 天奇股份通过参与无锡一汽铸造有限公司二分厂（锡铸二分厂）的国有企业改制工作，联合组建江苏一汽铸造股份有限公司，完善风电业务的产业链。通过与锡铸公司的合作，借助锡铸公司在风电铸件加工的优势，能够解决公司在风电零部件加工的瓶颈，和零部件公司形成产业链的完善，符合公司成为风电设备核心零部件供应商的战略定位。
- 锡铸二分厂目前的产品构成以风电铸件为主，占 75% 左右，此外还生产大马力柴油机铸件和汽轮机铸件。未来的产品结构中，风电铸件占比将有所下降，约为 60%，柴油机铸件约 30%，汽轮机逐渐约 10%。主要原因在于公司具备业内领先的技术实力，因此在柴油机铸件、汽轮机铸件等技术壁垒更高，盈利能力更强的领域可以获得更好的收益。而风电铸件领域的技术门槛相对要低一些，未来的竞争可能更加激烈，因此公司将适当降低其占比，但在产能绝对量上，仍将有较大的提升。
- 在风电铸件领域，锡铸二分厂是国内知名企业，其产品主要出口供给世界主要风电设备厂商，其中包括，美国的 GE 能源、丹麦 VESTAS、日本三菱重工等著名风电设备公司。2008 年锡铸二分厂风电铸件的生产能力为 4 万吨/年，目前在手订单饱满。预期未来产能有进一步提升的空间。
- 公司通过 20 多年的发展，已经成为我国现代制造业物流自动化装备知名供应商，而积极介入风电设备领域为公司提供了新的盈利增长点，2009 年公司致力于实现风电零部件产品的产业化。风机叶片、风电铸件等风机零部件业务的巨大市场潜力是公司高增长的主要驱动因素，预计未来三年净利润复合增长率为 52.18%。
- 催化剂和风险因素：竹制风机叶片合同签订和与上电风机叶片合作协议的签署是未来半年内公司股价的主要催化剂。但国家对风电等新能源推行力度的不确定性、原材料价格波动的不确定性，以及国内国际经济波动为公司的房地产业务、汽车物流业务等带来的影响的不确定性，是公司面临的主要风险因素。
- 我们下调公司的盈利预测，给予公司股价 0.4 倍 PEG 和 20.87 倍 PE 的估值水平，对应 2009 年预测 EPS 的股价为 10.18 元，DCF 绝对估值为 7.60 元，公司目前股价 8.78 元，股价低估，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 1 月 16 日) 8.78 元

目标价格 (6 个月) 10.18 元

总股本/A 股 (万股) 22101

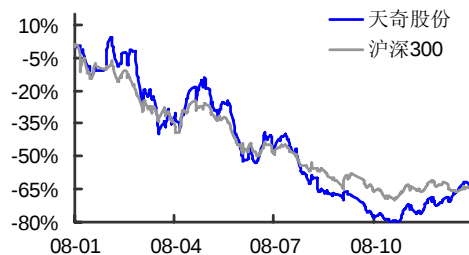
A 股市值 (百万元) 1940.5

国家/地区 中国

行业 专用机械制造业

报告日期 2009 年 1 月 19 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	39.14	83.68	-60.79
相对表现 (%)	41.61	83.79	2.36

资料来源: WIND

财务分析				
(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	431.49	861.62	1507.64	2118.88
税前利润	64.04	101.31	211.40	330.63
净利润	44.09	70.92	107.81	155.40
EBITDA	72.19	133.16	261.91	385.32
每股收益(元)	0.40	0.32	0.49	0.70
净资产收益率	9.78%	17.78%	27.58%	30.89%
每股经营现金(元)	0.07	0.54	0.58	0.91
市盈率(X)	44.01	27.36	18.00	12.49
EV/EBITDA	67.49	15.34	7.79	5.00

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
营业总收入	431.49	861.62	1507.64	2118.88	税后利润	44.09	70.92	107.81	155.40
营业成本	308.72	653.67	1118.41	1547.33	经常性现金支出	21.02	37.20	54.27	60.66
主营业务税金及附加	2.95	12.92	15.78	24.09	非经常性现金支出	(14.11)	9.89	10.51	11.62
资产减值准备	(5.57)	(3.69)	(9.42)	(8.27)	营运资金变动	(38.39)	(13.70)	(116.73)	(151.90)
销售费用	13.84	17.23	30.15	42.38	少数股东损益	(5.03)	15.20	71.87	125.64
管理费用	43.97	64.62	113.07	158.92	经营活动现金净流	7.58	119.51	127.75	201.42
财务费用	5.01	8.50	9.89	8.01	资本开支	26.15	217.63	100.31	48.93
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他投资	2.36	(2.63)	(2.63)	(2.63)
主营业务利润	57.00	104.67	220.34	338.16	投资活动现金净流	(23.68)	(220.24)	(102.93)	(51.56)
税前利润	64.04	101.31	211.40	330.63	贷款增加	75.00	(13.00)	0.00	0.00
所得税	24.97	15.20	31.71	49.59	支付股利利息	(16.38)	(1.43)	(14.90)	(19.02)
少数股东损益	(5.03)	15.20	71.87	125.64	其他融资	75.00	10.17	(8.23)	(16.46)
净利润	44.09	70.92	107.81	155.40	筹资活动现金净流	66.66	(4.26)	(23.13)	(35.48)
EPS (元/股)	0.40	0.32	0.49	0.70	现金净流量	50.56	(105.00)	1.69	114.39
					现金期初余额	161.33	201.89	96.89	98.58
					现金期末余额	211.89	96.89	98.58	212.96
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	201.89	96.89	98.58	212.96	增长能力				
应收账款票据	212.22	243.04	377.69	519.65	营收增长率(%)	67.79%	99.69%	74.98%	40.54%
存货	348.23	470.96	747.02	951.39	EBITDA 增长率(%)	25.54%	84.46%	96.68%	47.12%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	29.50%	82.49%	103.43%	50.36%
流动资产合计	905.03	1043.82	1555.98	2107.18	净利润增长率(%)	44.36%	120.45%	108.66%	56.40%
长期投资	20.00	28.12	28.12	28.12	盈利能力				
固定资产	117.59	174.42	279.85	325.35	毛利率(%)	28.45%	24.13%	25.82%	26.97%
在建工程	3.78	125.39	85.40	46.24	净利率(%)	9.05%	9.99%	11.92%	13.26%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	16.73%	15.46%	17.37%	18.18%
非流动资产合计	206.77	400.26	459.06	467.23	ROA(%)	3.51%	5.96%	8.92%	10.92%
资产总计	1111.81	1444.08	2015.04	2574.42	ROE(%)	9.78%	17.78%	27.58%	30.89%
					ROIC(%)	9.83%	22.40%	31.15%	33.42%
循环借款	132.00	132.00	132.00	132.00	偿债能力				
应付账款	83.63	134.56	206.87	253.70	资产负债率(%)	64.07%	66.46%	67.67%	64.67%
预收账款	301.15	473.89	753.82	974.68	流动比率(倍)	1.49	1.23	1.24	1.35
其他应付款	28.06	14.06	18.99	22.11	速动比率(倍)	0.70	0.41	0.39	0.48
流动负债合计	608.59	851.31	1255.22	1556.35	价值评估				
非流动负债合计	103.76	108.42	108.42	108.42	P/B(倍)	2.64	4.43	3.64	2.92
负债合计	712.36	959.73	1363.63	1664.76	P/E(倍)	44.01	27.36	18.00	12.49
股本	110.51	221.01	221.01	221.01	EV/收入(倍)	11.29	2.37	1.35	0.91
资本公积	104.93	19.66	41.22	72.30	EV/EBITDA(倍)	67.49	15.34	7.79	5.00
未分配利润	130.21	171.13	239.36	333.12	EV/EBIT(倍)	78.57	18.05	8.86	5.57
股东权益	399.45	484.35	651.41	909.65					
负债和股东权益	1111.81	1444.08	2015.04	2574.42					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn