

2009 年 03 月 13 日

市场数据(人民币)

市价(元)	21.91
已上市流通A股(百万股)	191.52
总市值(百万元)	9,788.78
年内股价最高最低(元)	33.14/11.98
沪深 300 指数	2205.42
上证指数	2128.85
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《完成定向增发点评》，2008.12.30
- 2 《出售大同齿轮分公司等公告点评》，2008.12.29
- 3 《调低增发价格至不低于12.67元》，2008.11.18
- 4 《经营业绩符合预期》，2008.10.29

机械行业研究小组
董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

太原重工 (600169.SH)

——经营业绩符合预期

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.180	0.630	1.013	1.306	1.649	2.004
净利润增长率	198.47%	249.48%	60.67%	28.97%	26.26%	21.58%
先前预期每股收益(元)			1.041	1.382	1.750	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.354	1.638	N/A
市盈率(倍)	38.30	47.67	14.02	16.78	13.29	10.93
行业优化市盈率(倍)	25.05	44.08	19.52	19.52	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.19	0.19	0.23	0.58	0.51	0.51
已上市流通A股(百万股)	191.52	191.52	191.52	266.12	266.12	266.12
总股本(百万股)	372.17	372.17	446.77	446.77	446.77	446.77

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 08 年公司实现收入 7,048 百万元，同比增长 49.2%；实现归属于母公司的净利润 452 百万元，同比增长 60.7%，EPS 为 1.01 元。和我们预测值相比，公司收入高出 4.8%，EPS 低了 2.7%，经营业绩基本符合预期。
- 08 年主营业务毛利率为 14.61%，低于 07 年的 15.49%，主要是 4 季度交付的产品因原材料成本上升，平均毛利率仅为 11.55%，导致全年毛利率有所下降。
- 从产品看，轧锻设备和减速机毛利率分别为 13.57%和 20.92%，同比分别下降了 1.3 和 13.8 个百分点；而火车轮毛利率为 22.27%，较上年同期高出 3.7 个百分点；其余产品毛利率基本持平。
- 08 年公司出口收入为 473 百万元，同比增长 37.4%，而出口订货达到 1,570 百万元（含税），显示公司出口市场正在逐渐打开。
- 公司 08 年的销售净利率为 6.42%，高于 07 年的 5.96%。主要原因一是期间费用率为 7.48%，低于上年的 8.04%；其中 4 季度销售费用因前期预提较多而为-17.5 百万元；二是无需像 07 年支付 22.8 百万元的子弟学校经费，导致 08 年营业外收支较 07 年多出 24.8 百万元。
- 公司 08 年底的预收帐款为 1,907 百万元，较年初的 1,313 百万元增长 45.2%，但低于 3 季度末的 2,243 百万元，这是由于客户因受经济形势影响推迟交付订金导致的。目前公司 09 年主机产品订货基本完成，部分订单交货期已到 2010 年。
- 公司期末应收帐款达到 3,119 百万元，同比增长 57.8%，周转率有所下降，但较 3 季度末有所上升，且公司客户多数为大企业，发生坏帐的可能性较小；期末存货为 2,243 百万元，同比增长 28.34%，周转率有所提高。

- 由于公司于 4 季度加强了销售回款，08 年公司经营活动产生的现金流达到 457 百万元，不仅较前 3 季度的 23 百万元大为改善，也远高于 07 年的 203 百万元，再加上定向增发融资 929 百万元，公司资金压力已明显减轻。
- 由于研发费用加计 50%税前列支和购买国产设备抵税等优惠措施，公司实际所得税率接近于零；若按高新技术企业享受的优惠税率，公司的名义所得税率应为 15%；由于公司研发投入较大和正处于快速扩张期，我们预计公司实际所得税率仍将维持在较低水平。
- 08 年公司参股的祁县聚合物公司因进入清算程序，公司全额计提了对其 13.05 百万元的长期股权投资减值准备，使得 EPS08 减少了 0.03 元。
- 公司 08 年分配方案为每 10 股送 4 股红股并派发 0.5 元红利，同时按每 10 股转增 2 股进行资本公积金转增股本。我们认为这将有利于提高公司股票在二级市场上的流动性。
- 由于 08 年公司主营业务毛利率低于预期，我们将 09 和 10 年 EPS 预测由 1.38 和 1.75 元下调至 1.31 和 1.65 元。虽然目前宏观经济处于下滑趋势，但在政府加大投资刺激内需和提出十大产业振兴规划背景下，我们依然看好重型机械行业和公司的未来发展。
- 鉴于公司 09 年经营将较为稳定，且大型矿用挖掘机和风电增速器厂房于上半年完工后，预计订单和交货量将提高 50%以上；同时预计公司的其它产品需求在政府投资拉动下亦将逐渐回升，我们给予公司 20-22 倍 PE09 的估值，目标价格为 26.12-28.73 元，维持买入建议。

图表1：分项业务预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
起重机						
销售收入(百万元)	1,130.92	1,402.45	2,009.59	2,311.03	2,542.13	2,796.35
增长率(YOY)	46.43%	24.01%	43.29%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	10.24%	12.53%	12.51%	13.01%	13.01%	13.51%
销售成本(百万元)	1,015.14	1,226.72	1,758.28	2,010.47	2,211.51	2,418.68
增长率(YOY)	48.43%	20.84%	43.33%	14.34%	10.00%	9.37%
毛利(百万元)	115.78	175.73	251.31	300.57	330.62	377.67
增长率(YOY)	30.96%	51.77%	43.01%	19.60%	10.00%	14.23%
占总销售额比重	32.87%	29.68%	28.51%	27.87%	26.23%	25.17%
占主营业务利润比重	25.84%	24.01%	24.40%	23.64%	21.48%	20.55%
轧钢设备						
销售收入(百万元)	682.44	850.28	1,254.13	1,442.25	1,658.59	1,824.44
增长率(YOY)	38.52%	24.59%	47.50%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	10.23%	14.86%	13.57%	14.57%	15.07%	15.57%
销售成本(百万元)	612.64	723.92	1,083.93	1,232.09	1,408.62	1,540.36
增长率(YOY)	28.87%	18.16%	49.73%	13.67%	14.33%	9.35%
毛利(百万元)	69.80	126.35	170.20	210.15	249.97	284.09
增长率(YOY)	304.73%	81.02%	34.71%	23.47%	18.95%	13.65%
占总销售额比重	19.83%	17.99%	17.79%	17.39%	17.11%	16.42%
占主营业务利润比重	15.53%	17.26%	16.53%	16.53%	16.24%	15.46%
挖掘机						
销售收入(百万元)	653.51	771.24	1,119.27	1,455.05	1,891.56	2,269.87
增长率(YOY)	46.35%	18.02%	45.13%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	10.17%	12.61%	12.25%	15.25%	17.75%	18.75%
销售成本(百万元)	587.02	673.99	982.18	1,233.18	1,555.85	1,844.32
增长率(YOY)	41.37%	14.81%	45.73%	25.56%	26.17%	18.54%
毛利(百万元)	66.49	97.25	137.09	221.86	335.71	425.55
增长率(YOY)	112.57%	46.27%	40.96%	61.84%	51.31%	26.76%
占总销售额比重	18.99%	16.32%	15.88%	17.55%	19.52%	20.43%
占主营业务利润比重	14.84%	13.29%	13.31%	17.45%	21.81%	23.16%
火车轮						
销售收入(百万元)	297.95	627.51	691.18	725.74	798.32	878.15
增长率(YOY)	49.05%	110.61%	10.15%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.09%	18.54%	22.27%	22.27%	22.27%	22.27%
销售成本(百万元)	229.14	511.17	537.29	564.15	620.57	682.62
增长率(YOY)	33.16%	123.08%	5.11%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	68.80	116.34	153.90	161.59	177.75	195.53
增长率(YOY)	147.36%	69.09%	32.28%	5.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	8.66%	13.28%	9.80%	8.75%	8.24%	7.90%
占主营业务利润比重	15.35%	15.89%	14.94%	12.71%	11.55%	10.64%
油膜轴承						
销售收入(百万元)	180.03	198.42	291.25	334.93	351.68	386.85
增长率(YOY)	27.02%	10.22%	46.78%	15.00%	5.00%	10.00%
毛利率	25.55%	21.56%	21.86%	21.86%	21.86%	21.86%
销售成本(百万元)	134.03	155.64	227.58	261.71	274.80	302.28
增长率(YOY)	32.98%	16.12%	46.22%	15.00%	5.00%	10.00%
毛利(百万元)	46.00	42.78	63.67	73.22	76.88	84.57
增长率(YOY)	12.33%	-7.00%	48.83%	15.00%	5.00%	10.00%
占总销售额比重	5.23%	4.20%	4.13%	4.04%	3.63%	3.48%
占主营业务利润比重	10.26%	5.84%	6.18%	5.76%	4.99%	4.60%
火车轴						
销售收入(百万元)	189.79	220.87	260.34	260.34	260.34	286.38
增长率(YOY)	74.11%	16.37%	17.87%	0.00%	0.00%	10.00%
毛利率	3.61%	8.81%	8.28%	8.28%	8.28%	10.00%
销售成本(百万元)	182.95	201.41	238.80	238.80	238.80	257.74
增长率(YOY)	82.85%	10.09%	18.56%	0.00%	0.00%	7.93%
毛利(百万元)	6.84	19.46	21.55	21.55	21.55	28.64
增长率(YOY)	-23.56%	184.36%	10.75%	0.00%	0.00%	32.91%
占总销售额比重	5.52%	4.67%	3.69%	3.14%	2.69%	2.58%
占主营业务利润比重	1.53%	2.66%	2.09%	1.69%	1.40%	1.56%

减速机						
销售收入(百万元)	158.36	300.17	432.63	584.05	759.26	987.04
增长率(YOY)	14.07%	89.55%	44.13%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	27.85%	34.71%	20.92%	18.40%	17.40%	18.40%
销售成本(百万元)	114.26	195.99	342.13	476.59	627.17	805.44
增长率(YOY)	-2.05%	71.53%	74.57%	39.30%	31.59%	28.43%
毛利(百万元)	44.10	104.18	90.50	107.45	132.10	181.60
增长率(YOY)	98.89%	136.22%	-13.13%	18.74%	22.93%	37.47%
占总销售比重	4.60%	6.35%	6.14%	7.04%	7.83%	8.88%
占主营业务利润比重	9.84%	14.23%	8.79%	8.45%	8.58%	9.88%
铸钢件						
销售收入(百万元)			525.06	630.07	756.08	907.30
增长率(YOY)				20.00%	20.00%	20.00%
毛利率			17.34%	17.34%	17.34%	17.34%
销售成本(百万元)			434.00	520.80	624.96	749.95
增长率(YOY)				20.00%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)			91.06	109.27	131.12	157.35
增长率(YOY)				20.00%	20.00%	20.00%
占总销售比重			7.45%	7.60%	7.80%	8.17%
占主营业务利润比重			8.84%	8.59%	8.52%	8.56%
煤化工						
销售收入(百万元)			148.27	222.41	333.61	400.33
增长率(YOY)				50.00%	50.00%	20.00%
毛利率			-1.42%	5.00%	7.00%	9.00%
销售成本(百万元)			150.38	211.29	310.26	364.30
增长率(YOY)				40.51%	46.84%	17.42%
毛利(百万元)			-2.10	11.12	23.35	36.03
增长率(YOY)				-628.54%	110.00%	54.29%
占总销售比重			2.10%	2.68%	3.44%	3.60%
占主营业务利润比重			-0.20%	0.87%	1.52%	1.96%
其它						
销售收入(百万元)	106.97	322.80	308.04	323.45	339.62	373.58
增长率(YOY)	45.32%	201.75%	-4.57%	5.00%	5.00%	10.00%
毛利率	20.90%	14.71%	16.81%	16.81%	17.81%	17.81%
销售成本(百万元)	84.61	275.31	256.26	269.07	279.13	307.04
增长率(YOY)	61.23%	225.37%	-6.92%	5.00%	3.74%	10.00%
毛利(百万元)	22.36	47.49	51.79	54.37	60.49	66.54
增长率(YOY)	5.81%	112.38%	9.04%	5.00%	11.25%	10.00%
占总销售比重	3.11%	6.83%	4.37%	3.90%	3.50%	3.36%
占主营业务利润比重	4.99%	6.49%	5.03%	4.28%	3.93%	3.62%
销售总收入(百万元)	3,440.68	4,725.08	7,049.94	8,291.86	9,691.20	11,110.29
销售总成本(百万元)	2,992.52	3,993.06	6,020.17	7,020.50	8,151.65	9,272.74
毛利(百万元)	448.15	732.02	1,029.76	1,271.36	1,539.54	1,837.55
平均毛利率	13.03%	15.49%	14.61%	15.33%	15.89%	16.54%

来源：公司资料，国金证券研究所

图表2：财务报表预测预测

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,441	4,725	7,048	8,292	9,691	11,110
增长率		37.3%	49.2%	17.7%	16.9%	14.6%
主营业务成本	-2,993	-3,993	-6,018	-7,020	-8,152	-9,273
% 销售收入	87.0%	84.5%	85.4%	84.7%	84.1%	83.5%
毛利	448	732	1,030	1,271	1,540	1,838
% 销售收入	13.0%	15.5%	14.6%	15.3%	15.9%	16.5%
营业税金及附加	-19	-20	-23	-28	-32	-37
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-121	-140	-117	-163	-190	-218
% 销售收入	3.5%	3.0%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-181	-192	-338	-372	-435	-488
% 销售收入	5.2%	4.1%	4.8%	4.5%	4.5%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	128	380	551	709	882	1,095
% 销售收入	3.7%	8.0%	7.8%	8.5%	9.1%	9.9%
财务费用	-40	-47	-72	-61	-57	-71
% 销售收入	1.2%	1.0%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%
资产减值损失	0	-21	-33	-39	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-2	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	na	na	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	88	309	445	608	818	1,018
营业利润率	2.6%	6.5%	6.3%	7.3%	8.4%	9.2%
营业外收支	-6	-18	7	0	0	0
税前利润	81	292	453	608	818	1,018
利润率	2.4%	6.2%	6.4%	7.3%	8.4%	9.2%
所得税	0	-8	0	-24	-82	-122
所得税率	0.1%	2.8%	0.1%	4.0%	10.0%	12.0%
净利润	81	283	452	583	737	896
少数股东损益	1	2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	81	282	452	583	737	896
净利率	2.3%	6.0%	6.4%	7.0%	7.6%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	81	283	452	583	737	896
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	107	120	161	197	181	200
非经营收益	37	45	74	92	91	109
营运资金变动	160	-293	-230	-379	-815	-769
经营活动现金流	385	156	457	494	192	435
资本开支	-207	-267	-455	-153	-209	-260
投资	0	-6	-115	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-207	-273	-570	-154	-209	-260
股权募资	0	0	929	0	-110	0
债权募资	-6	-16	216	-348	440	201
其他	-1	-43	-67	-93	-113	-176
筹资活动现金流	-7	-58	1,078	-442	217	25
现金净流量	172	-175	964	-102	200	200

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	488	312	1,472	1,370	1,570	1,770
应收账款	1,294	2,008	3,473	3,862	4,507	5,161
存货	1,152	1,480	2,243	2,617	3,039	3,457
其他流动资产	423	679	580	593	688	783
流动资产	3,357	4,480	7,768	8,442	9,804	11,170
% 总资产	79.0%	83.0%	84.2%	85.3%	86.9%	87.8%
长期投资	15	13	1	2	2	2
固定资产	878	900	1,452	1,445	1,481	1,547
% 总资产	20.7%	16.7%	15.7%	14.6%	13.1%	12.2%
无形资产	0	1	0	0	0	0
非流动资产	894	914	1,454	1,450	1,484	1,550
% 总资产	21.0%	17.0%	15.8%	14.7%	13.1%	12.2%
资产总计	4,250	5,394	9,222	9,892	11,288	12,721
短期借款	493	520	968	637	1,077	1,276
应付账款	2,536	3,373	5,367	5,782	6,131	6,530
其他流动负债	99	144	231	268	316	387
流动负债	3,128	4,037	6,565	6,687	7,523	8,193
长期贷款	172	129	116	116	116	117
其他长期负债	19	18	17	0	0	0
负债	3,319	4,184	6,698	6,803	7,639	8,310
普通股股东权益	928	1,210	2,524	3,085	3,644	4,406
少数股东权益	4	0	0	0	0	0
负债和股东权益合计	4,250	5,394	9,222	9,887	11,284	12,716

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.180	0.630	1.013	1.306	1.649	2.004
每股净资产	2.492	3.252	5.649	6.904	8.157	9.861
每股经营现金净流	1.034	0.420	1.022	1.106	0.430	0.974
每股股利	0.000	0.000	0.050	0.050	0.150	0.300
回报率						
净资产收益率	8.68%	23.27%	17.93%	18.91%	20.21%	20.33%
总资产收益率	1.90%	5.22%	4.91%	5.90%	6.53%	7.04%
投入资本收益率	8.38%	19.84%	15.26%	17.73%	16.41%	16.61%
增长率						
主营业务收入增长率	40.38%	37.33%	49.15%	17.66%	16.88%	14.64%
EBIT增长率	118.08%	183.48%	45.24%	28.54%	24.44%	24.13%
净利润增长率	198.47%	249.48%	60.67%	28.97%	26.26%	21.58%
总资产增长率	25.18%	26.92%	70.96%	7.27%	14.11%	12.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.2	114.0	161.5	152.4	152.4	152.4
存货周转天数	122.5	120.3	136.1	136.1	136.1	136.1
应付账款周转天数	121.4	135.2	143.9	164.4	149.4	137.4
固定资产周转天数	79.3	70.3	61.1	53.8	49.2	45.1
偿债能力						
净负债/股东权益	19.02%	27.84%	-15.36%	-20.01%	-10.36%	-8.55%
EBIT利息保障倍数	3.4	8.1	7.6	11.5	15.3	15.4
资产负债率	78.08%	77.57%	72.63%	68.80%	67.70%	65.35%

来源：公司资料，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	4
买入	0	1	1	3	14
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.78	1.82

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-02	买入	37.97	N/A
2 2008-04-28	买入	30.41	N/A
3 2008-05-19	买入	32.15	N/A
4 2008-08-24	买入	19.30	N/A
5 2008-10-29	买入	14.82	N/A
6 2008-11-18	买入	14.43	N/A
7 2008-12-29	买入	14.12	N/A
8 2008-12-30	买入	14.29	N/A

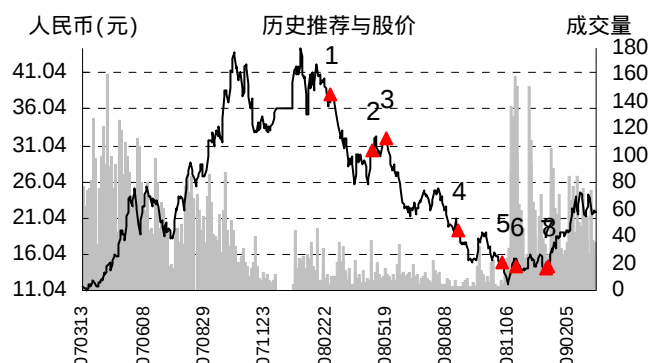
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。