

分析师： 刘荆 李兴 021-63295590 Liujing4@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

## 太原重工年报点评

### 事件描述

太原重工近日公布了 2008 年年报，其主要内容为：

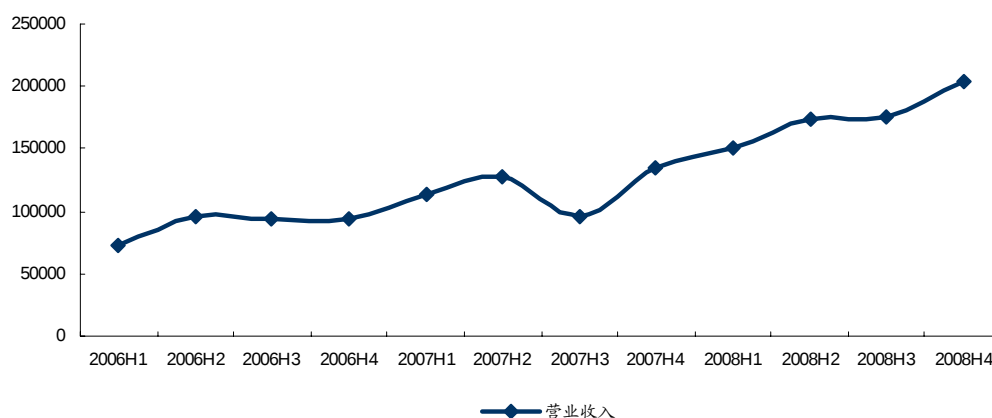
- 实现营业收入 70.48 亿元，同比增长 36.85%；
- 归属于上市公司股东的净利润为 4.52 亿元，全面摊薄每股收益为 1.01 元，同比增长 28.70%

### 事件评论

第一， 经济下滑对公司影响未显现，收入增长超出我们的预期

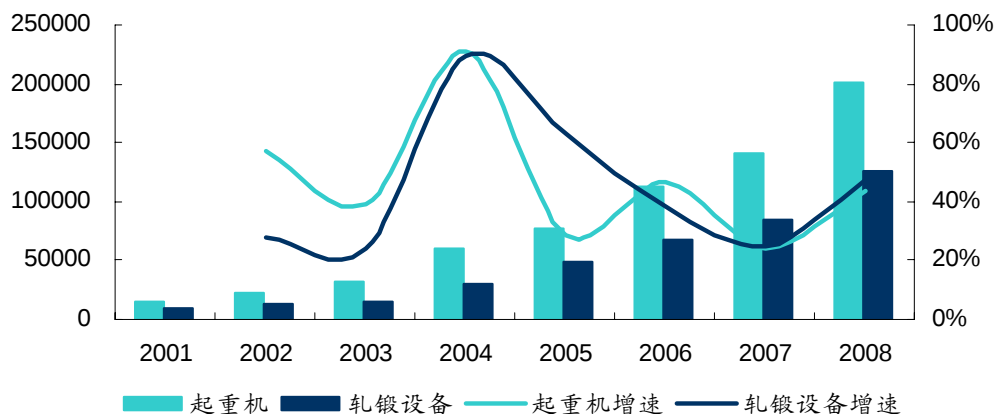
公司全年收入同比增长超出我们的预期，环比也呈现出第四季度远高于前三季度的态势。

图 1：公司季度收入变动情况



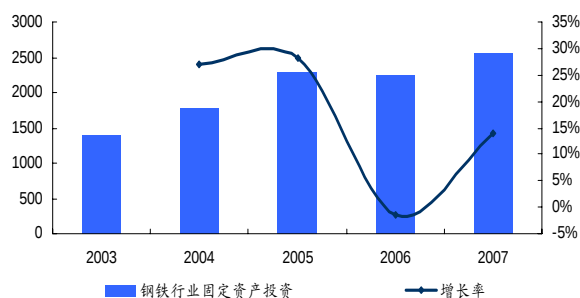
资料来源：公司公告，长江证券研究部

总收入超预期的原因在于两个传统业务的高增长：起重机业务同比增长 45.69%、轧锻设备同比增长 47.53%。

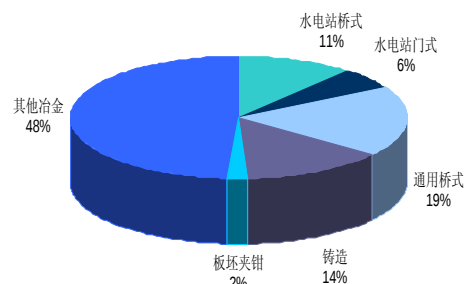
**图 2：起重机及轧锻设备收入变动图**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司起重机业务下游 70% 以上是冶金行业，受冶金行业波动影响较大。轧锻设备下游除了冶金，还包括有色金属行业，均属于波动性较大的行业。

**图 3：钢铁行业固定资产投资变动**


资料来源：长江证券研究部

**图 4：公司起重机业务构成**


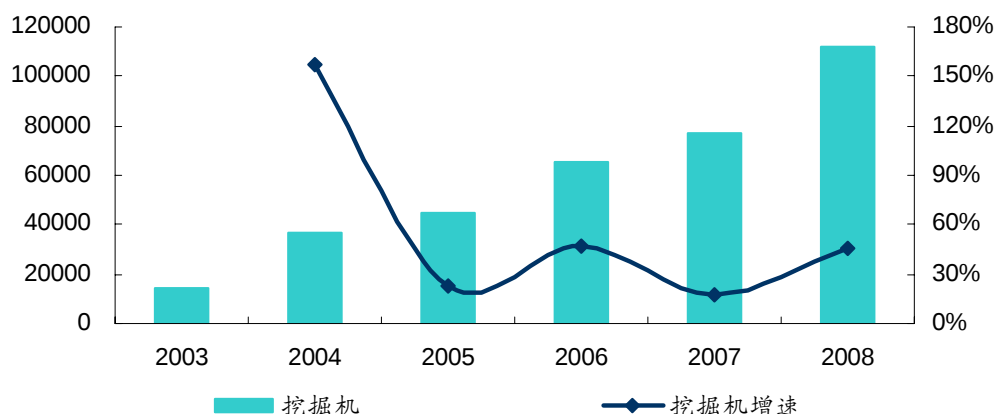
资料来源：长江证券研究部

我们认为，公司起重机以及轧锻设备在 2008 年能够保持高速增长，主要原因有两点：首先，公司产品属于细分市场龙头，并且不断加大新产品的研发。其次，公司加大了国际市场的开拓，尤其是韩国、马来西亚、缅甸、台湾等亚洲国家和地区。

## 第二， 挖掘机业务符合预期，风电配件值得长期关注

挖掘机业务一直是公司优化产品结构、摆脱单纯依赖冶金行业的重点业务，近年均有良好的收入贡献。

图 5：公司挖掘机业务变动图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司 2008 年挖掘机同比增速较 2007 年有了大幅上升，可能的原因在于公司拓宽了国内市场的使用范围，从大型露天煤矿拓展到了大型露天铁矿等其他有色金属矿；同时，公司也加大了海外市场开拓，WK-35 矿用挖掘机这样的国家重点产品开始批量走向国际市场。

公司风电齿轮箱实现收入超过 4 亿元，基本符合我们的预期，凭借公司在齿轮箱领域多年的生产经验，我们看好公司在风电齿轮箱领域未来的发展前景。

### 第三， 毛利率下滑可能是需求放缓的先行指标

公司各项产品中，除了实行成本加成定价的火车轮以外，其余产品毛利率均出现了较大幅度的下滑。

表 1：2008 年公司主要产品经营情况

| 分产品  | 营业收入             | 营业成本             | 营业利润率 (%) | 营业收入比上年增减 (%) | 营业成本比上年增减 (%) | 营业利润率比上年增减 (%) |
|------|------------------|------------------|-----------|---------------|---------------|----------------|
| 起重设备 | 2,009,592,544.97 | 1,758,279,109.14 | 12.51     | 45.74         | 49.76         | 减少 2.35 个百分点   |
| 轧锻设备 | 1,254,129,438.33 | 1,083,927,903.38 | 13.57     | 47.5          | 53.35         | 减少 3.30 个百分点   |
| 挖掘机  | 1,119,267,533.22 | 982,180,846.83   | 12.25     | 45.13         | 50.91         | 减少 3.36 个百分点   |
| 火车轮  | 691,183,985.78   | 537,287,658.03   | 22.27     | 10.15         | 9.63          | 增加 0.36 个百分点   |
| 减速机  | 432,628,659.48   | 342,130,480.50   | 20.92     | 44.13         | 54.88         | 减少 5.49 个百分点   |
| 油膜轴承 | 291,245,571.54   | 227,577,254.00   | 21.86     | 46.78         | 54.97         | 减少 4.13 个百分点   |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

成本变动当然是可能的原因，但由于下游需求趋缓，公司实行部分产品降价的方法来保证收入以及订单的稳定也是可能的原因之一。

#### 第四， 预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 为 1.26、1.54、1.91 元，维持“谨慎推荐”评级

预计公司未来三年的 EPS 分别为 1.26、1.54、1.91 元，对应的 2009 年 PE 为 17.41 倍。随着公司募集资金工作的完成，预计公司作为国内重型机械龙头的地位将逐渐巩固。长期来看，我们认为中国重化工业仍将持续，在这个过程中，国内有实力的重型机械企业能够最大限度的分享原来由国外重机巨头垄断的高端市场，我们看好公司的长期前景。但考虑到短期内公司对冶金行业的依赖度仍然较高，冶金行业的下一步发展还不明朗，我们维持公司“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

## 利润表 (百万元)

|               | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 7048  | 8357  | 9925  | 11909 |
| 营业成本          | 6018  | 7173  | 8501  | 10178 |
| 毛利            | 1030  | 1184  | 1424  | 1731  |
| %营业收入         | 14.6% | 14.2% | 14.3% | 14.5% |
| 营业税金及附加       | 23    | 28    | 33    | 40    |
| %营业收入         | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  |
| 销售费用          | 117   | 167   | 199   | 238   |
| %营业收入         | 1.7%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  |
| 管理费用          | 338   | 376   | 447   | 536   |
| %营业收入         | 4.8%  | 4.5%  | 4.5%  | 4.5%  |
| 财务费用          | 72    | 42    | 42    | 45    |
| %营业收入         | 1.0%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.4%  |
| 资产减值损失        | 127   | 9     | 14    | 18    |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 352   | 562   | 689   | 854   |
| %营业收入         | 5.0%  | 6.7%  | 6.9%  | 7.2%  |
| 营业外收支         | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额          | 453   | 562   | 689   | 854   |
| %营业收入         | 6.4%  | 6.7%  | 6.9%  | 7.2%  |
| 所得税费用         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 净利润           | 452   | 562   | 689   | 854   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 452.4 | 562.1 | 689.2 | 853.6 |
| 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS (元/股)     | 1.01  | 1.26  | 1.54  | 1.91  |

## 现金流量表 (百万元)

|            | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流净额  | 457   | 905   | 800   | 968   |
| 取得投资收益收回现金 | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资     | -115  | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产投资     | -455  | -484  | -499  | -419  |
| 其他         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流净额  | -570  | -484  | -499  | -419  |
| 债券融资       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资       | 929   | 0     | 0     | 0     |
| 银行贷款增加(减少) | 216   | -96   | 159   | 21    |
| 筹资成本       | 67    | -126  | -146  | -173  |
| 其他         | -134  | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流净额  | 1078  | -222  | 13    | -152  |
| 现金净流量      | 965   | 200   | 314   | 397   |

## 资产负债表 (百万元)

|             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1472  | 1671  | 1985  | 2382  |
| 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 3172  | 3754  | 4458  | 5349  |
| 存货          | 2243  | 2545  | 3016  | 3611  |
| 预付账款        | 489   | 572   | 677   | 811   |
| 其他流动资产      | 91    | 109   | 129   | 155   |
| 流动资产合计      | 7768  | 8984  | 10663 | 12785 |
| 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资      | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产合计      | 1463  | 1807  | 2135  | 2354  |
| 无形资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产     | -10   | -10   | -10   | -10   |
| 资产总计        | 9222  | 10782 | 12789 | 15130 |
| 短期贷款        | 960   | 864   | 1023  | 1044  |
| 应付款项        | 3358  | 4091  | 4848  | 5805  |
| 预收账款        | 1907  | 2256  | 2680  | 3215  |
| 应付职工薪酬      | 103   | 143   | 169   | 203   |
| 应交税费        | 127   | 139   | 165   | 198   |
| 其他流动负债      | 110   | 154   | 182   | 218   |
| 流动负债合计      | 6565  | 7647  | 9069  | 10684 |
| 长期借款        | 116   | 116   | 116   | 116   |
| 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税负债     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债     | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 负债合计        | 6698  | 7780  | 9201  | 10817 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2524  | 3001  | 3587  | 4313  |
| 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益        | 2524  | 3001  | 3587  | 4313  |
| 负债及股东权益     | 9222  | 10782 | 12789 | 15130 |

## 基本指标

|           | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 1.013 | 1.258 | 1.543 | 1.911 |
| BVPS      | 5.65  | 6.72  | 8.03  | 9.65  |
| PE        | 21.64 | 17.41 | 14.20 | 11.47 |
| PEG       | 0.92  | 0.74  | 0.60  | 0.49  |
| PB        | 3.88  | 3.26  | 2.73  | 2.27  |
| EV/EBITDA | 22.07 | 12.24 | 9.91  | 7.80  |
| ROE       | 17.9% | 18.7% | 19.2% | 19.8% |

## 分析师介绍

刘荆，上海财经大学金融学博士，从事机械行业研究  
重点覆盖公司：太原重工、天地科技、华锐铸钢、中国南车、时代新材、晋西车轴、中国卫星、火箭股份、东力传动

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话                          | E-mail                |
|-----|---------|-----------------------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 33130450 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。