

太原重工 (600169. SH)

冶金行业结构调整所带来的机会

— 太原重工调研报告

姓名 李强
86-10-58362766
liqiang@bhq.com

投资要点:

● 冶金行业结构性调整带来相关设备需求

未来以钢铁为主的冶金行业大幅产能扩张已经不太现实,只是存在结构改革的机会。像现在钢铁主要以线材、棒材、板材等低端产品为主,未来向型材、管材等高端产品转变。公司主营业务中下游是冶金行业的业务的占比约为 37%左右,该比例是其业务中比例最大的部分。因此我们认为未来公司这些业务的发展更多是依赖于宏观经济整体的发展,而不存在行业突飞猛进式发展的机会。

● 大型铸锻件市场空间广阔

大型铸锻件行业是为冶金、电力、石化等国民经济各部门提供大型铸锻件的行业。我国大型高端铸锻件一直是供不应求的状态,因此行业需求旺盛、发展空间广阔。公司大型铸锻件需求主要来自以下方面:公司主导产品大型化所需的大型铸锻件;发电设备(核电、火电、风电)用大型铸锻件;石油化工、煤化工等重型容器所用锻件;冶金设备用大型铸锻件和船用大型铸锻件等。

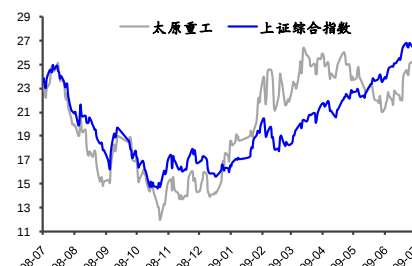
● 大型矿用挖掘机受益于煤炭、矿山投资的高速增长

在公司现有订单中,挖机订单也是订单绝对数量较多的产品。由于太重是全球三家生产大型矿用挖掘机的厂家之一(其余两家为美国厂商),所以国内煤矿、铁矿、有色金属矿等露天开采中用到的矿用挖掘机肯定大部分来源于太重,而且现在资源、能源的投资依然高涨,因此近几年来看挖机业务依然能够贡献较快的增长速度。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.72 元、0.86 元和 1.02 元,对应 PE 分别为 23.6X、19.6X 和 16.6X,给予公司买入的投资评级。

评级: 买入
上次评级:
目标价格: ¥ 20.31
上次预测: ¥
当前价格: ¥ 16.93
2009.07.15



公司简介

公司是国内重型机械行业领军企业,起重设备、轧锻设备、大型矿用挖掘机等重型产品均有绝对领先的市场份额。

首次报告

与冶金行业相关设备来自于结构性调整的机会

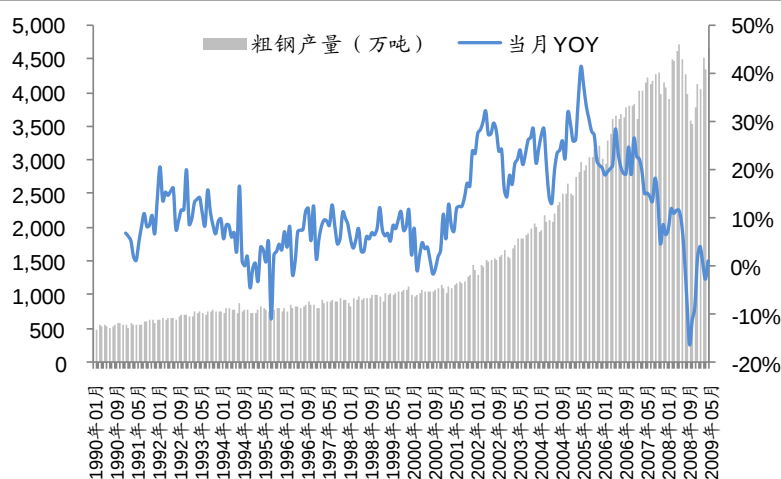
公司主营业务中下游是冶金行业的业务的占比约为 37%左右，该比例是其业务中比例最大的部分。因此我们认为未来公司这些业务的发展更多是依赖于宏观经济整体的发展，而不存在行业突飞猛进式发展的机会。

对于冶金行业未来的判断

冶金行业尤其是钢铁行业肯定会调整，基于此判断，公司在近几年已经有意对产品进行一定的调整，而且从现在的结果来看也取得了一定的成效。未来以钢铁为主的冶金行业大幅产能扩张已经不太现实，只是存在结构改革的机会。像现在钢铁主要以线材、棒材、板材等低端产品为主，未来向型材、管材等高端产品转变。而公司轧机主要以无缝钢管成套设备、大口径焊管成套设备等管材轧机为主，市场占有率在 80%以上，因此在以钢铁为主的冶金行业未来的机会主要已经不再是行业新增规模的扩张，而是行业结构调整的机会。

2008 年 6 月我国粗钢产量达到了历史最高峰的单月 4694.44 万吨。从历史情况来看，从 2000 年开始我国粗钢产量增速迅速上升，总体产量规模也逐年递增。但是从 2005 年开始，虽然产量规模仍然在逐渐增加，但是增速却逐渐下滑，最后下降为危机前的 10%左右的水准。我们对于未来的预测是粗钢产量增速将维持在低位徘徊，总体产量规模不会再有大幅度的增加。

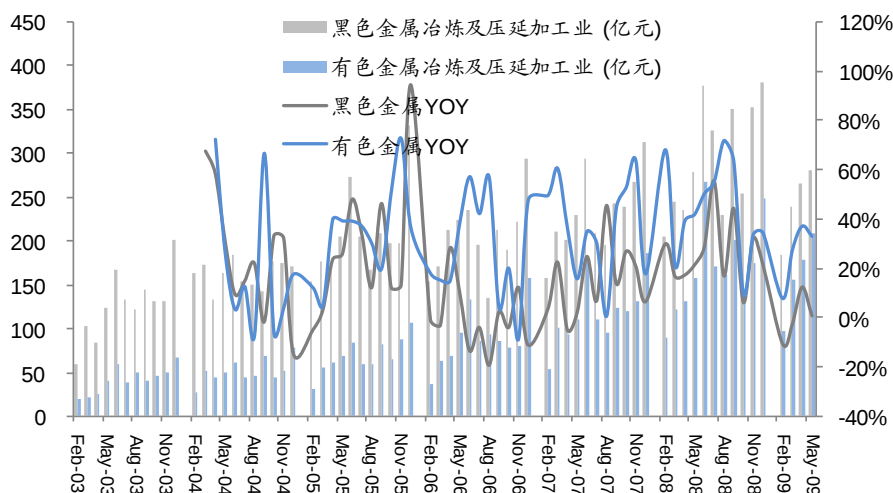
图：粗钢产量以及增速都已经渡过了高涨期



数据来源：wind、渤海证券研究所

冶金行业投资处在低位的增速水平，尤其是钢铁行业的投资经历了危机以后，一直在很低的位置徘徊，未来的判断应该是维持低水平的增长。

图：冶金行业投资情况



数据来源：wind、渤海证券研究所

根据重型机械协会统计，2008 年重型机械行业总产值 810.94 亿元，同比增速为 35.47%，增速水平依然维持在较高的未知，没有出现大幅跳水的现象。

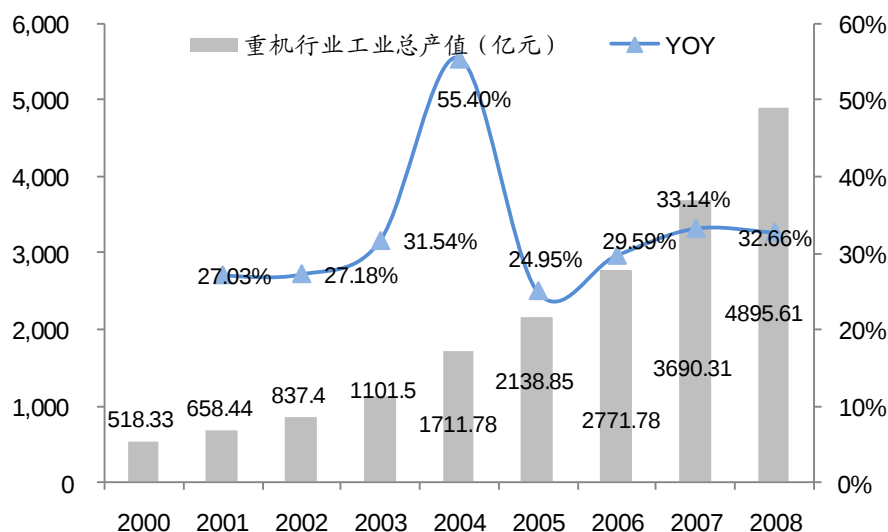
表：冶金机械行业运行情况

	企业个数	工业总产值(亿元)	同比增长(%)	新产品产值(亿元)	同比增长(%)	工业销售产值(亿元)	同比增长(%)	出口交货值(亿元)	同比增长(%)
Feb-08	394	94.18	35.57	22.49	47.19	87.95	41.6	5.56	65.39
Mar-08	404	157.73	38.4	41.03	56.48	145.95	41.7	8.75	80.32
Apr-08	406	216.06	41.44	55.22	55.92	198.99	45.02	13.63	95.55
May-08	416	283.88	40.53	73.38	52.36	263.17	43.06	18.32	106.28
Jun-08	416	356.89	32.3	88.75	24.88	329.63	34.63	24.76	94.13
Sep-08	417	579.04	38.36	152.16	21.54	530.49	33.6	35.8	86.04
Oct-08	417	657.9	36.38	179.31	28.84	607.75	35.34	40.75	88.14
Nov-08	429	733.74	36.74	201.66	28.76	676.33	34.26	46.81	82.92
Dec-08	429	810.94	35.47	221.98	22.98	753.13	33.56	54.41	79.41

数据来源：重型机械协会、渤海证券研究所

由于无法获得冶金机械行业产值情况，只有重机行业整体产值和增速，08 年重机行业增速并没有出现大幅跳水，依然维持了 32.66% 的增长，主要是因为重机行业交货周期较长，所以相对滞后，预计未来增速水平会略有降低。

图：重机行业工业总产值及增速



数据来源：wind、渤海证券研究所

与冶金相关的设备：

起重设备：

公司的起重设备包括冶金起重设备、电站起重设备、通用起重机、其他起重设备四大类，其中冶金起重设备占比为 50%左右。未来冶金起重设备的机会同样是结构调整带来的机会，而另外市场占有率 90%以上的电站起重设备则面临一个比较好的发展机会，因为包括水电起重设备、核电起重设备等受水电和核电等建设投资的刺激，需求相对较好。

轧锻设备：

在公司现有订单中，轧机订单所占比例相对较大。主要就是因为公司所做的管材轧机成套设备需求相对仍然较好，因为管材的产能仍然较小，还有进一步提高的空间；而线材、棒材、板材等轧机设备需求受影响程度很大。

油膜轴承：

油膜轴承主要也是应用于冶金行业的轧辊设备，因此同样是遵循冶金行业未来的发展特点，公司油膜轴承既用于自己轧机的生产配套，同时也销往钢厂。

大型铸锻件市场空间广阔

大型铸锻件行业是为冶金、电力、石化等国民经济各部门提供大型铸锻件的行业，它既是国家装备制造业的基础行业，也是关系到国家安全和国民经济命脉的战略性行业，其发展

水平是衡量一个国家综合国力的重要标志。

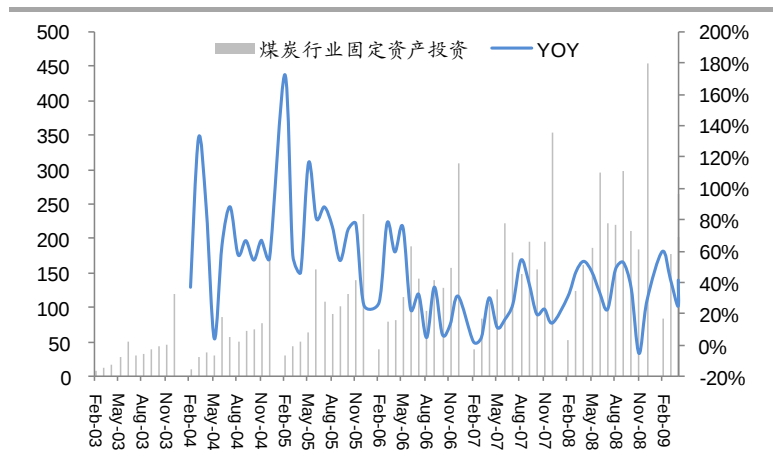
公司大型铸锻件需求主要来自以下方面：公司主导产品大型化所需的大型铸锻件；发电设备（核电、火电、风电）用大型铸锻件；石油化工、煤化工等重型容器所用锻件；冶金设备用大型铸锻件和船用大型铸锻件等。

我国大型铸锻件一直供不应求，尤其是大型高端铸锻件更是严重依赖进口，因此大型铸锻件市场未来发展空间广阔和市场需求旺盛。2008 年公司以 2.64 亿收购集团的铸锻件业务，而具有了大型铸锻件业务，而且 2008 年年底增发募集资金项目之一为：重大技术装备大型铸锻件国产化研制技术改造项目，该项目达产后将年产钢水 25Wt，年新增铸件 5Wt，锻件 6.5Wt；年新增销售收入 30 亿元，利润总额 2.5 亿元。

大型露天矿用挖掘机受益于煤炭、矿山投资高速增长

在公司现有订单中，挖机订单也是订单绝对数量较多的产品。由于太重是全球三家生产大型矿用挖掘机的厂家之一（其余两家为美国厂商），所以国内煤矿、铁矿、有色金属矿等露天开采中用到的矿用挖掘机肯定大部分来源于太重，而且现在资源、能源的投资依然高涨，因此近几来看挖机业务依然能够贡献较快的增长速度。从煤炭行业固定资产投资来看，自 2008 年 12 月以来，投资增速就大幅上升，5 月份投资增速为 41.47%，依然体现了投资的高涨热情。

图：煤炭行业固定资产投资增速水平居高不下



数据来源：wind、渤海证券研究所

火车轴/轮

公司火车轴年产量在 4-5 万根，市场占有率在 10%左右，约相当于晋西车轴的三分之一左右。火车轮规模相对较大，而且是国内三家火车轮生产商之一。由于公司火车轮、轴等主要是针对货车车辆，因此现在国家四万亿以及铁路客运投资热潮对于公司火车轴/轮业务的

请务必阅读正文之后的免责条款部分

拉动作用不明显，生产销售依然维持较为平稳的增长态势。

我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.72 元、0.86 元和 1.02 元，对应 PE 分别为 23.6X、19.6X 和 16.6X，给予公司买入的投资评级。

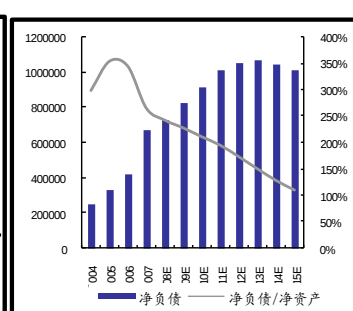
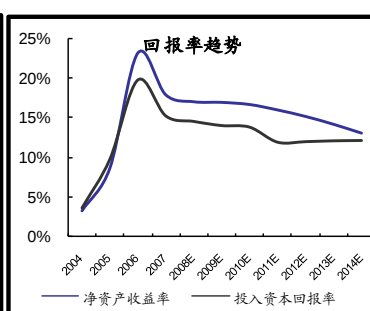
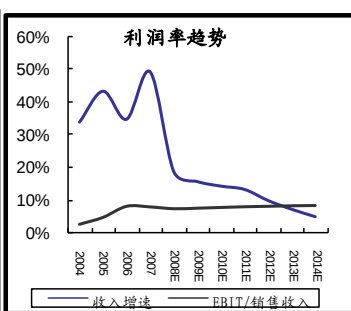
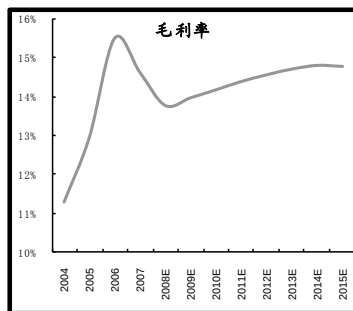
财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	4,725	7,048	8,350	9,638	10,990
(+/-) %	35%	49%	18%	15%	14%
经营利润 (EBIT)	380	551	605	715	841
(+/-) %	142%	45%	10%	18%	18%
净利润	282	452	514	617	728
(+/-) %	249%	61%	14%	20%	18%
每股净收益 (元)	0.76	1.01	0.72	0.86	1.02
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	15.49%	14.61%	13.76%	13.96%	14.16%
ROE (%)	23.27%	17.93%	17.05%	16.98%	16.70%
ROIC (%)	19.84%	15.26%	14.57%	14.04%	13.84%
PE	22.41	16.74	23.56	19.65	16.64
PB	5.21	3.00	4.02	3.34	2.78
EV/EBITDA	13.89	10.59	12.91	11.09	9.54

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	312	1472	1670	1928	2198	营业收入	4725	7048	8350	9638	10990
应收票据	161	301	357	412	470	营业成本	3993	6018	7201	8293	9434
应收账款	1806	3119	3203	3698	4216	营业税金及附加	20	23	34	41	43
预付款项	679	489	705	953	1236	销售费用	140	117	139	160	183
其他应收款	41	53	63	72	82	管理费用	192	338	372	429	489
存货	1480	2243	2727	3108	3530	财务费用	47	72	46	52	65
其他流动资产	0	91	143	193	247	资产减值损失	21	33	33	33	33
长期股权投资	13	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	898	1169	2323	2393	2426	投资收益	-2	0	0	0	0
在建工程	2	283	392	396	398	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	309	445	525	629	743
无形资产	1	0	0	0	0	营业外收支净额	-18	7	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	292	453	525	629	743
资产总计	5394	9222	11583	13154	14805	减: 所得税	8	0	10	13	15
短期借款	490	960	928	1233	1471	净利润	283	452	514	617	728
应付票据						归属于母公司的净					
	254	309	370	426	485	利润	282	452	514	617	728
应付账款	1698	3049	3598	4144	4714	少数股东损益	2	0	0	0	0
预收款项	1261	1907	1948	1997	2052	基本每股收益	0.76	1.01	0.72	0.86	1.02
应付职工薪酬	49	103	103	103	103	稀释每股收益	0.76	1.01	0.72	0.86	1.02
应交税费	95	127	127	127	127	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	161	102	102	102	102	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	34.6%	49.2%	18.5%	15.4%	14.0%
长期借款	129	116	116	116	116	EBIT 增长率	142.2%	45.2%	9.7%	18.2%	17.7%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	249.5%	60.7%	13.7%	19.9%	18.1%
负债合计	4184	6698	7318	8273	9195	盈利性					
股东权益合计	1210	2524	3016	3632	4361	销售毛利率	15.5%	14.6%	13.8%	14.0%	14.2%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	6.0%	6.4%	6.2%	6.4%	6.6%
净利润	283	452	514	617	728	ROE	23.3%	17.9%	17.1%	17.0%	16.7%
折旧与摊销	99	128	286	326	365	ROIC	19.84%	15.26%	14.57%	14.04%	13.84%
经营活动现金流	156	457	598	405	496	估值倍数					
投资活动现金流	-273	-570	-500	-400	-400	PE	22.4	16.7	23.6	19.6	16.6
融资活动现金流	-56	1078	100	252	174	P/S	1.3	1.1	1.5	1.3	1.1
现金净变动	-173	965	198	258	270	P/B	5.2	3.0	4.0	3.3	2.8
期初现金余额	488	312	1472	1670	1928	股息收益率	0.0%	1.9%	0.2%	0.0%	0.0%
期末现金余额	314	1277	1670	1928	2198	EV/EBITDA	13.9	10.6	12.9	11.1	9.5

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	55120.8	60470.0	71498.5	84120.9	97799.0	109347.5	119065.5	126105.4	127068.5	128046.1	129112.5
所得税	56.9	1209.4	1430.0	1682.4	14669.9	16402.1	17859.8	18915.8	19060.3	19206.9	19366.9
NOPLAT	36888.6	55064.0	59260.6	70068.5	82438.5	83129.2	92945.4	101205.6	107189.6	108008.2	108839.2
营运资金净变动	-27570.1	-4870.5	-24883.8	-58941.1	-66191.2	-73104.5	-67682.9	-59898.3	-53419.0	-37246.0	-37621.2
资本支出	-55213.5	-50000.0	-40000.0	-40000.0	-40000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0
自由现金流	7737.4	12985.7	3695.0	12794.0	10561.1	39293.7	58586.0	74172.9	94226.4	97713.1	101196.1

WACC	7.3%	Ke	12.9%
永续增长率	2%	Kd	5.8%
终值	51925.3	t	15%
企业价值	1557264.2	Rf	3%
非核心资产价值	314292.1	E(Rm)	0.105
债务价值	105203.74	Rm - Rf	8%
股权价值	1452060.5	D/A	6.8%
股本	71483.59	E/A	93.2%
每股价值	20.313201	Beta	1.30

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	5.80%	24.22	26.23	28.77	32.08	36.56
	6.30%	21.80	23.35	25.28	27.70	30.87
	6.80%	19.80	21.04	22.53	24.37	26.69
	7.30%	18.14	19.13	20.31	21.74	23.50
	7.80%	16.73	17.54	18.49	19.62	20.99
	8.30%	15.53	16.20	16.97	17.88	18.96
	8.80%	14.48	15.04	15.68	16.43	17.30



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn