

太原重工 (600169.sh)

业绩符合预期, 未来增长可期

惠毓伦 研究员 王磊 研究助理
电话: 020-87555888-323 电话: 020-87555888-667
eMail: hyl6@gf.com.cn eMail: wl15@gf.com.cn

业绩符合预期, 下游需求结构性变化

2009 年上半年实现营业收入 38.67 亿元、净利润 2.76 亿元, 分别比上年同期增长 18.91% 和 19.49%。挖掘设备、锻压设备、无缝钢管轧机等同比有较大幅度增长。火车轴及火车轮、减速机受货车产品需求减少及冶金行业开工率影响暂时下降。

毛利率回升、出口收入继续上升

经历了 2008 年四季度和 2009 年上半年的材料成本下降后, 目前企业的成本压力已经减轻, 并带来了产品毛利率的回升。2009 年上半年出口收入为 4.68 亿元, 占营业收入的 12.15%, 公司将出口作为业务拓展的重点, 印度、东南亚、南美等市场作为主要开发市场, 投入较大, 拓展业务的趋势非常迅猛。

盈利预测与估值

我们预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 80.18、96.68、119.29 亿元。EPS 分别为 0.914、1.033、1.260 元。合理估值 18.28 元, 买入评级。

风险提示

1、行业周期影响和对下游行业依赖的风险; 2、主要原材料价格波动的风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4,725.08	7,047.60	8,017.67	9,668.32	11,929.45
EBITDA(百万元)	338.56	526.10	865.02	956.37	1,156.22
净利润(百万元)	281.55	452.37	653.12	738.45	900.68
净利润增长率	249.48%	60.67%	44.38%	13.06%	21.97%
每股收益(元)	0.760	1.216	0.914	1.033	1.260
市盈率	47.45	11.68	15.51	13.72	11.25
市净率	11.10	2.51	2.12	1.81	1.53
EV/EBITDA	66.32	25.52	6.48	5.47	4.65
每股红利(元)	0.00	0.05	0.27	0.31	0.38
股息率(%)	0.00	0.35	1.93	2.19	2.67

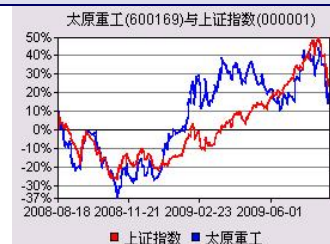
来源: 太原重工股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	14.17
目标价格(元)	18.28
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-13.44%	-4.89%	19.52%
上证综指	-8.74%	9.73%	25.48%

股票数据

总股本(万股)	71,483.59
流通 A 股(万股)	38,099.23
主要股东:	
太原重型机械(集团)制造有限公司	
主要股东持股比例	30.90%
流通 A 股比例	53.30%

财务比率

ROE	17.93%
ROA	4.91%
资产负债率	72.63%
每股净资产(元)	5.65

2008 年报数据。

业绩符合预期，下游需求结构性变化

收入增长稳定

2009年上半年实现营业收入38.67亿元、净利润2.76亿元，分别比上年同期增长18.91%和19.49%。

金融危机以及国内经济周期性调整的影响，冶金、焦化等行业市场比较低迷，但是由于国家国务院扩大内需等促进经济增长措施，风电和其它产业存在产业调整机会，公司积极应对市场变化，报告期新增订货51.32亿元。挖掘设备、锻压设备、无缝钢管轧机等同比有较大幅度增长，中国核电、辽宁忠旺、吉林麦达斯等重大项目陆续签约，核电、水电、风电等行业的比重不断提高。

图 1: 主要产品收入依然稳定增长

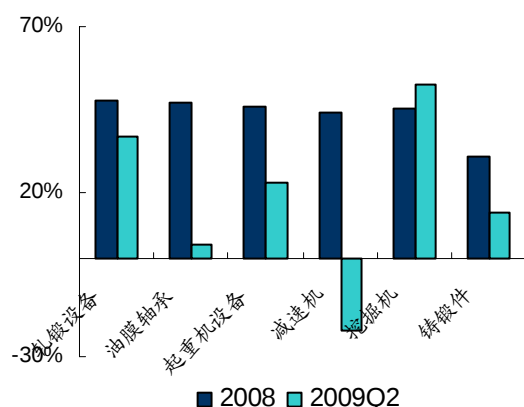


图 2: 营业收入、利润、毛利率近年的变动状况

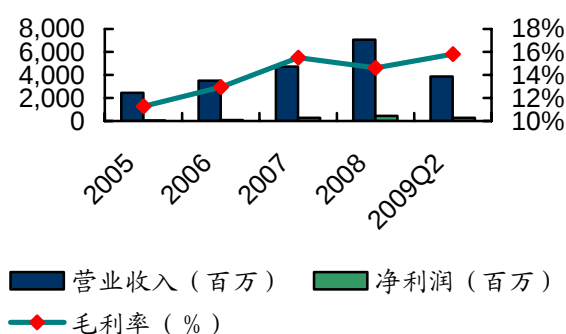


图 3: 2009 年中期营业收入结构

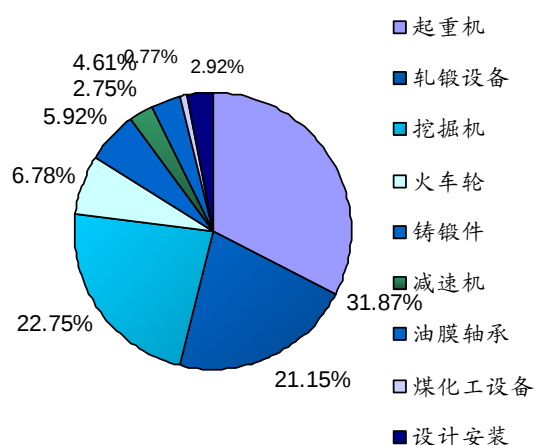
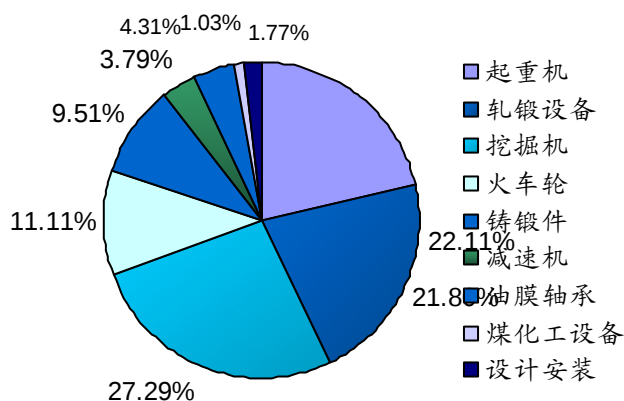


图 4: 2009 年中期毛利构成



数据来源：公司招股说明书，公司公告，广发证券发展研究中心

产品结构随需求变化调整

产品收入有升有降：从半年报中可以看出，挖掘设备、锻压设备、无缝钢管轧机等同比有较大幅度增长，火车轴及火车轮、减速机都下降很多，这与铁路货运行业运量不足，采购货车产品减少及冶金行业过去一年开工率不足有关，减速机及油膜轴承等易耗品采购需求下降。

未来趋势：钢铁、焦化行业的开工增加，带动企业需求的复苏，冶金、煤炭行业加快战略性兼并重组，淘汰落后产能，以及技改刚性需求都使下游行业对于重型机械装备的需求仍然有较大的增长。企业的优势业务起重机、挖掘机、轧锻设备将保持较快的增长，而铁路产品随着货运量的增加也将进入复苏阶段。

图 5：钢铁产量恢复较快

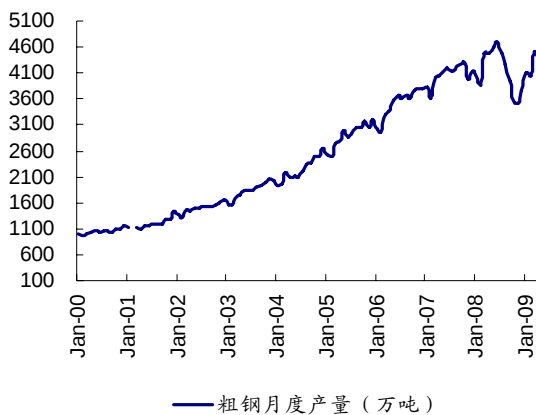
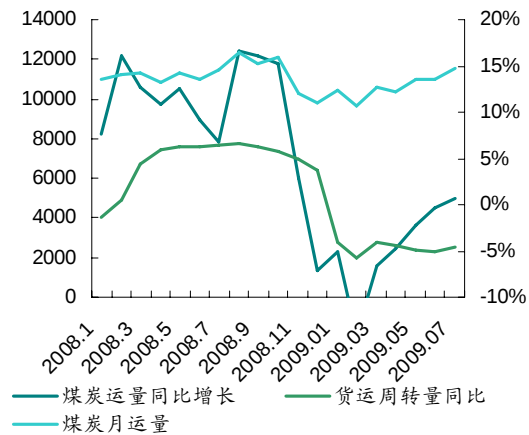


图 6：铁路货运初步恢复



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

毛利率回升、出口收入继续上升

材料成本下降使产品毛利率上升

由于金融危机的打击，目前钢材价格维持在较低位置，煤炭价格也相对合理。在经历了2008年四季度和2009年上半年的材料成本下降后，目前企业的成本压力已经减轻，并带来了产品毛利率的回升。

图 7：综合毛利率回升

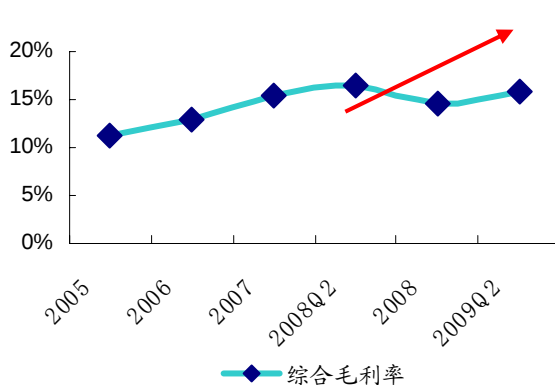
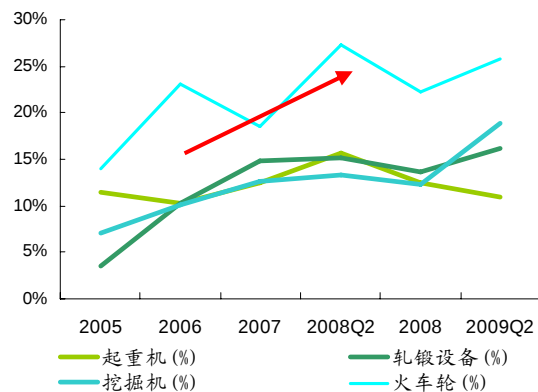


图 8：各产品毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

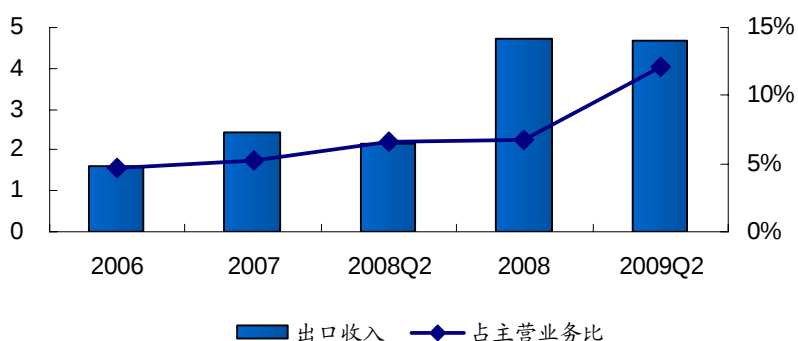
随着经济复苏的开始，主要原材料的价格开始有了回升的迹象，我们认为上游原材料将是一个缓慢上升的趋势。而太原重工与下游用户的议价能力相对较强，能将成本上涨压力转嫁到下游，未来毛利率有望继续保持目前水平。

出口业务占比继续上升

出口竞争力比较明显：公司2006、2007、2008年出口销售收入分别为1.59亿元、2.45亿元和4.73亿元，分别占同期主营业务收入的4.62%、5.19%和6.71%，而2009年上半年出口收入为4.68亿元，占营业收入的12.15%，公司将出口作为业务拓展的重点，印度、东南亚、南美等市场作为主要开发市场，投入较大，拓展业务的趋势非常迅猛。

未来趋势：一些新兴发展国家正处于快速增长期，基建投入较大，冶金、矿山设备需求较多。经过多年的持续快速发展，公司的产品质量、技术水平、综合竞争力显著提高，未来出口的趋势仍将保持高速增长。

图9：出口业务占比变化情况



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

盈利预测与估值

我们预计公司2009、2010、2011年的营业收入分别为80.18、96.68、119.29亿元。EPS分别为0.914、1.033、1.260元。合理估值18.28元，买入评级。

风险提示

（一）行业周期影响和对下游行业依赖的风险

冶金和煤炭等行业对设备需求呈现结构性的变化，如果下游行业固定资产投资不足，将带来需求不足的风险。

（二）主要原材料价格波动的风险

公司的主要原材料20%为钢材等材料，近年来钢材价格上下波动的幅度较大，主要原材料钢材价格的波动将给公司的生产经营和经济效益带来一定的影响。

表 1: 财务报表预测与业绩指标

利润表 (万元)	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2009E	2010E	2011E
营业收入	801766.97	966832.43	1192944.81	净利润	65311.80	73844.51	90068.12
营业成本	672452.02	825965.48	1019921.74	折旧摊销	17955.55	20597.74	23526.17
营业税金及附加	1603.53	1933.66	2385.89	净营运资金增加	41359.52	21988.89	36573.86
营业费用	16035.34	19336.65	23858.90	经营活动产生现			
管理费用	36079.51	43507.46	53682.52	金流净额	78588.57	109611.88	63851.49
财务费用	2775.05	648.77	1317.86	投资活动产生现			
资产减值损失	7000.00	1000.00	1000.00	金流净额	(22114.29)	(50000.00)	(50000.00)
投资收益	0.00	0.00	0.00	融资活动产生现			
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	金流净额	(83383.35)	(34852.06)	20065.37
营业利润	65771.51	74390.41	90777.90	现金净增加额	(26909.07)	24759.82	33916.86
营业外收入	2000.00	2000.00	2000.00	期初现金及现金			
营业外支出	1800.00	1800.00	1800.00	等价物余额	147,174.11	120,265.05	145,024.87
利润总额	65971.51	74590.41	90977.90	期末现金及现金			
所得税	659.72	745.90	909.78	等价物余额	120,265.05	145,024.87	178,941.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	业绩表现	2009E	2010E	2011E
归属母公司净利润	65311.80	73844.51	90068.12	营业收入增长率	13.76%	20.59%	23.39%
资产负债表	2009E	2010E	2011E	净利润增长率	44.38%	13.06%	21.97%
货币资金	120265.05	145024.87	178941.72	EBIT 增长率	32.39%	9.47%	22.73%
短期投资	0.00	0.00	0.00	营业利润率	16.13%	14.57%	14.50%
应收帐款	285560.84	349593.99	431918.82	ROE	21.91%	21.11%	21.82%
其他应收款	6013.71	7251.79	8947.76	ROIC	30.26%	31.06%	28.79%
存货	239503.46	271550.30	335316.74	每股指标	2009E	2010E	2011E
流动资产	763663.13	914397.87	1137430.97	EPS	0.91	1.03	1.26
长期投资	116.44	116.44	116.44	每股红利	0.27	0.31	0.38
固定资产	149602.37	179304.63	205778.46	每股经营现金流	1.76	2.45	1.43
无形资产	0.00	0.00	0.00	每股净资产	6.67	7.83	9.24
资产总计	913381.94	1093818.94	1343325.86	价值比率	2009E	2010E	2011E
短期借款	34985.24	22935.30	71338.97	P/E	15.51	13.72	11.25
应付账款	308995.38	396131.07	478905.83	EV/收入	0.70	0.54	0.45
预收账款	193366.49	238588.96	284636.55	EV/EBITDA	6.48	5.47	4.65
长期借款	11600.00	11600.00	11600.00	EV/EBIT	8.17	6.97	5.84
负债合计	615299.50	744045.34	930504.58	EV/NOPLAT	8.26	7.05	5.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	EV/IC	2.50	2.19	1.70
股东权益	298082.45	349773.60	412821.29	P/B	2.12	1.81	1.53
负债和所有者权益	913381.94	1093818.94	1343325.86	股息率(%)	1.93%	2.19%	2.67%
				流动性	2009E	2010E	2011E
				净负债/权益	-24.72%	-31.59%	-23.26%
				资产负债率	67.36%	68.02%	69.27%
				流动比率	1.27	1.25	1.24
				速动比率	0.87	0.88	0.87

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

太原重工(600169)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。