

太原重工 600169.SS

向重机升级中受益

——太原重工调研快报

我们的观点：

- **受益于重机行业产品升级，结构调整初见成效：**公司是我国重机行业的龙头企业，各项产品均代表了该行业的最高水平，未来公司将充分受益于重机行业的产品结构升级，挖掘机向 55 立方米升级，焦化设备向 6 米及以上发展，风电设备向大功率进军等，进口替代空间广阔。通过近几年的产品结构调整，公司下游冶金占比从最高的 60%下降到了目前的 30%-40%，逐步减少了冶金行业的影响，产品结构调整初见成效。未来，公司将继续大力发展能源、矿山、铁路设备等相关产品。受产品结构升级和结构调整拉动，我们认为公司未来三年归属母公司净利润复合增长率有望达到 23.51%。
- **大型挖掘机、风电设备等产品是近期主要增长点：**公司基本占领了 35 立方米以下大挖的全部市场份额，55 立方米的超大型挖掘机正逐步替代进口，下游主要用于露天煤矿、铁矿和有色金属矿，受下游产品升级换代拉动，未来大型挖掘机将继续保持高速增长。公司大力发展风电产品，计划首先发展风电齿轮箱、主轴等零配件，逐步延伸进入风电整机领域，未来发展前景广阔。针对目前下游冶金占比较大的起重机械产品，一方面公司将大力发展核电起重机、水电起重机、港口起重运输设备等，降低冶金起重机占比；另一方面将大力拓展出口市场，煤化工、火车轮轴明年也将有望实现增长。
- **增发项目达产形成新的利润增长点：**公司定向增发项目包括临港重型装备基地和大型铸锻件国产化技术改造项目；临港重型装备基地主要发展造船门机、港口机械、桥式起重机等大型起重运输设备，2-5 兆瓦海陆用大型风电发电设备，核电、煤化工、石化等重型容器和大型锻压设备，产品定位高端，以总装为主，面向出口；我们认为临港重型装备基地各产品未来市场前景广阔，有望成为公司新的利润增长点。大型铸锻件国产化技术改造项目中新增 125MN 水压机，将极大提升公司大型铸锻件的生产能力，为发展核电、风电、造船等新产品提供有力支撑。
- **催化剂和风险因素：**重工行业产品升级、海外市场的拓展为公司未来发展提供广阔空间，临港重型装备基地形成新的利润增长点、大型铸锻件国产化技术改造项目提升公司大型铸锻件生产能力，这些将成为公司未来增长的主要驱动力。下游钢铁等行业固定资产投资的回落、钢材等原材料价格波动以及海外市场需求的波动成为公司经营的主要风险因素。
- **估值和投资建议：**我们给予公司 25 倍 PE，对应 2010 年预测 EPS 股价为 23.25 元，目前股价存在低估，上调投资评级至买入。



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 (上调)

股价 (2009 年 11 月 12 日) 17.45 元

目标价格 (6 个月) 23.25 元

总股本/A 股 (万股) 71483.6/38099.

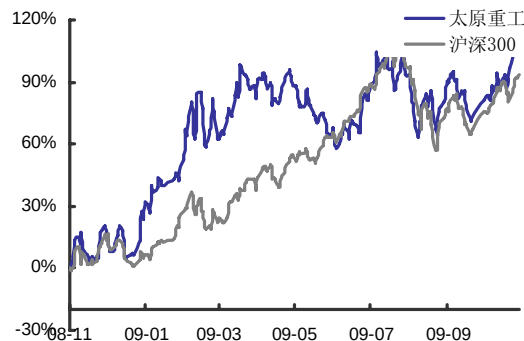
A 股市值 (百万元) 6648.28

国家/地区 中国

行业 专用设备制造业

报告日期 2009 年 11 月 13 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	18.76	2.40	128.74
相对表现 (%)	1.08	5.82	(26.73)

资料来源：WIND

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	7047.	8153.3	9606.2	12485.
税前利润	452.8	626.58	740.76	947.01
归属母公司净	452.3	563.93	666.68	852.31
EBITDA	678.7	793.64	926.50	1184.3
每股收益(元)	1.01	0.79	0.93	1.19
净资产收益率	17.93	18.40	18.06	19.06
每股经营现金	1.02	0.30	0.74	0.61
市盈率(X)	27.01	21.66	18.32	14.33
EV/EBITDA	8.78	14.97	12.81	9.84

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）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	7047.60	8153.34	9606.23	12485.40	税后利润	452.37	563.93	666.68	852.31
营业成本	6018.02	6964.41	8206.64	10669.90	经常性现金支出	228.76	171.17	190.33	242.43
主营业务税金及附加	23.48	32.44	36.51	47.22	非经常性现金支出	5.91	16.47	18.34	20.52
销售费用	117.22	130.45	153.70	199.77	营运资金变动	(230.36)	(534.23)	(347.33)	(681.76)
管理费用	337.68	366.90	432.28	561.84	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	72.27	12.07	14.48	17.38	经营活动现金净流	456.68	217.33	528.02	433.51
营业利润	478.94	647.06	762.62	989.30	资本开支	455.36	279.42	477.07	174.35
非经常性损益	(26.10)	(20.48)	(21.86)	(42.28)	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	452.84	626.58	740.76	947.01	投资活动现金净流	(570.16)	(279.42)	(477.07)	(174.35)
所得税	0.47	62.66	74.08	94.70	贷款增加	216.00	0.00	0.00	0.00
净利润	452.37	563.93	666.68	852.31	支付股利利息	(67.14)	18.60	(10.72)	(8.57)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他融资	215.81	(7.94)	(30.48)	(35.17)
归属母公司净利润	452.37	563.93	666.68	852.31	筹资活动现金净流	1077.88	10.67	(41.20)	(43.74)
EPS（元/股）	1.01	0.79	0.93	1.19	现金净流量	964.39	(51.42)	9.75	215.42
					现金期初余额	312.09	1276.48	1225.06	1234.81
					现金期末余额	1276.48	1225.06	1234.81	1450.23
资产负债表（人民币百万元）					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1471.74	1420.32	1430.08	1645.50	增长能力				
应收账款票据	3473.06	4029.67	4841.90	6413.67	营收增长率(%)	49.15%	15.69%	17.82%	29.97%
存货	2243.40	2626.60	3175.29	4230.54	EBITDA 增长率(%)	41.93%	16.92%	16.74%	27.83%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	45.24%	19.58%	17.90%	29.54%
流动资产合计	7768.27	9146.85	10696.60	13884.09	净利润增长率(%)	59.65%	24.66%	18.22%	27.84%
长期投资	1.16	1.16	1.16	1.16	盈利能力				
固定资产	1169.01	1268.99	1392.17	1668.43	毛利率(%)	14.61%	14.58%	14.57%	14.54%
在建工程	283.41	328.34	532.83	253.28	净利率(%)	6.42%	6.92%	6.94%	6.83%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	9.63%	9.73%	9.64%	9.49%
非流动资产合计	1453.60	1577.91	1903.24	1897.22	ROA(%)	4.91%	5.26%	5.29%	5.40%
资产总计	9221.87	10724.76	12599.84	15781.31	ROE(%)	17.93%	18.40%	18.06%	19.06%
循环借款	968.00	968.00	968.00	968.00	ROIC(%)	15.92%	14.78%	14.86%	15.14%
应付账款	3358.32	3648.52	4333.88	5659.55	偿债能力				
预收账款	1906.66	2180.56	2578.11	3351.43	资产负债率(%)	72.63%	71.42%	70.71%	71.66%
其他应付款	126.93	395.68	487.95	635.30	流动比率(倍)	1.18	1.22	1.22	1.24
流动负债合计	6565.25	7526.55	8775.90	11176.22	速动比率(倍)	0.77	0.75	0.75	0.75
非流动负债合计	132.98	132.98	132.98	132.98	价值评估				
负债合计	6698.23	7659.53	8908.87	11309.20	P/B(倍)	2.51	3.99	3.31	2.73
股本	446.77	714.84	714.84	714.84	P/E(倍)	27.01	21.66	18.32	14.33
资本公积	1048.87	1072.30	1205.64	1376.10	EV/收入(倍)	0.85	1.46	1.24	0.93
未分配利润	917.87	1139.76	1598.83	2166.90	EV/EBITDA(倍)	8.78	14.97	12.81	9.84
股东权益	2523.64	3065.23	3690.97	4472.11	EV/EBIT(倍)	10.81	18.02	15.28	11.58
负债和股东权益	9221.87	10724.76	12599.84	15781.31					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业首席分析师

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*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn