

天奇股份(002009)调研报告

业绩反转明确，风电业务起飞

工业/电气设备制造

推荐

首次评级

2010 年 1 月 12 日

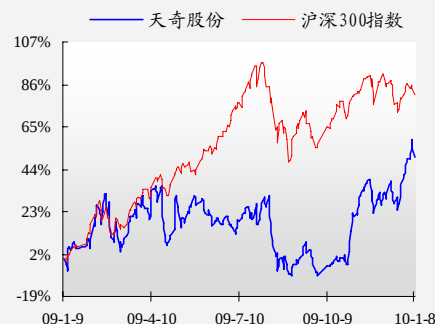
投资要点:

- 公司业绩拐点为 2009 年中期，业绩反转明确，且较之前的稳定发展期也将有较大幅度的增长。
- 公司主业为流水线建设工程总包业务，这方面的增长来自汽车企业产能的扩建和改造、进入散货物流系统行业以及进入海外汽车流水线市场。公司掌握系统设计和核心零件制造，其他配件外部采购，产能容易调节。根据市场形势，我们认为主业将创历史新高，毛利水平恢复至 2008 年水平。
- 风电业务处在起飞阶段，将较快增长。公司参股公司一汽铸造目前已保持每月 3000 吨的铸件产量。竹质叶片 2009 年完成运达订单后目前尚无新订单，但由于下游企业已可将竹质复合材料叶片作为自身竞争优势之一，预计 2010 仍将有大量订单。沈阳合资叶片厂合资方背景雄厚，运用现有技术，虽目前无法确定其供货量，但我们保守估计实现一半计划供货量存在可能性。公司的零部件加工量将迅速增加，逐步配套一汽铸造的产量。
- 预计公司 2009 年、2010 年及 2011 年 EPS 为 0.02、0.61 及 1.21 元/股，对应 PE 为 2009 年 680 倍、2010 年 22 倍以及 2011 年 11 倍。首次评级为“推荐”。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	86,339	100%	6,168	58%	0.24		32.4	
2009E	69,330	-20%	1,014	-84%	0.02		679.5	
2010E	194,732	181%	18,587	1733%	0.61		22.3	
2011E	292,709	50%	43,365	133%	1.21		11.2	

走势图



市场数据

2010-01-12

收盘价:	13.59 元
52 周最高价:	13.59 元
52 周最低价:	7.46 元
平均持仓成本:	11.64 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	22,101
流通 A 股 (万股):	22,101
每股收益 (元):	(0.03)
每股净资产 (元):	1.85
每股经营现金流 (元):	(0.20)
市净率:	7.35

分析师: 姚罡

TEL: (8621)6336 7000-266

FAX: (8621)6337 3209

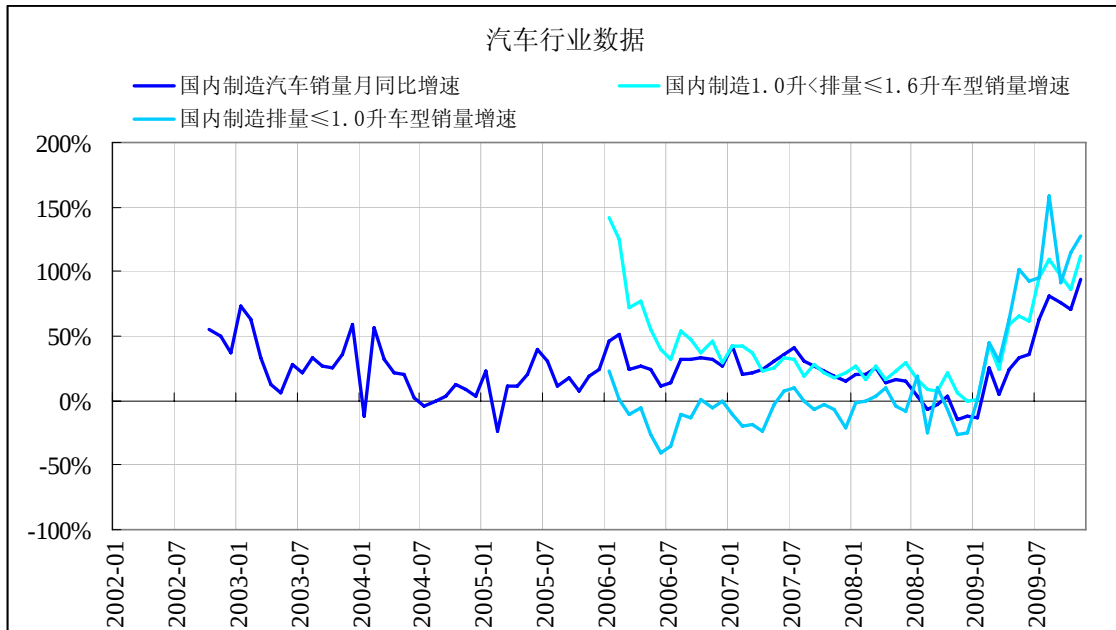
Email: rex.yao.gang@gmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

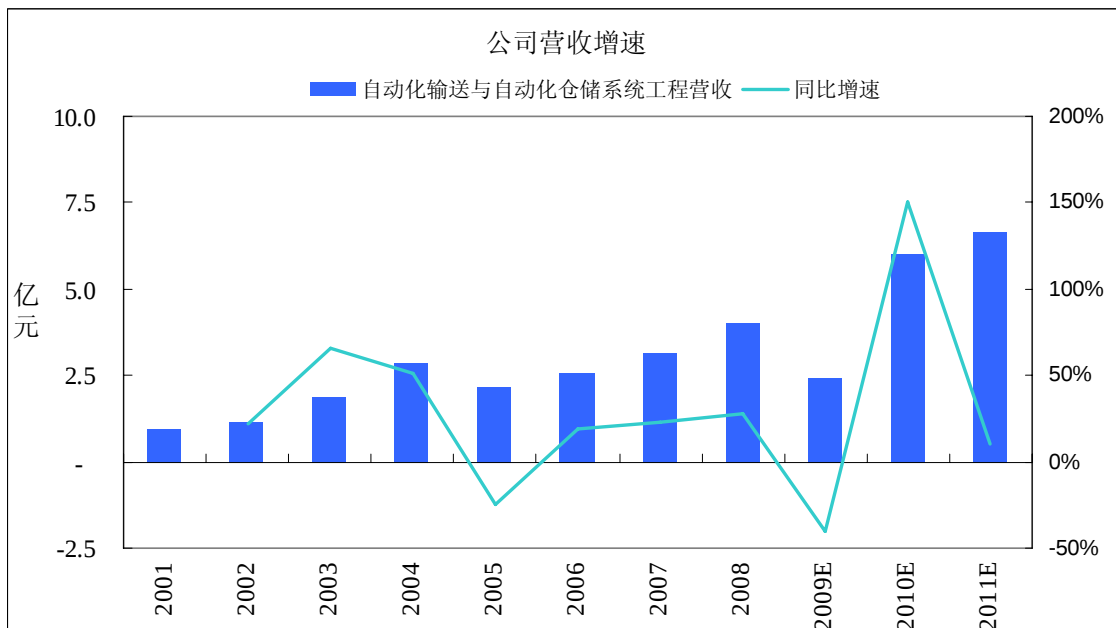
邮编: 200002

一、主业龙头地位稳固，多行业需求拉动业绩反转

公司主业为物流及仓储、输送系统业务，这方面的增长主要来自我国汽车企业产能扩张和改造、进入海外汽车流水线市场以及进入货品物流系统行业。公司掌握供应链中最关键的环节——系统设计集成和核心零件制造，其他配件外部采购，产能弹性大，可以灵活地根据订单调节，接单能力基本不存在瓶颈。因此，我们认为公司主业将创历史新高。



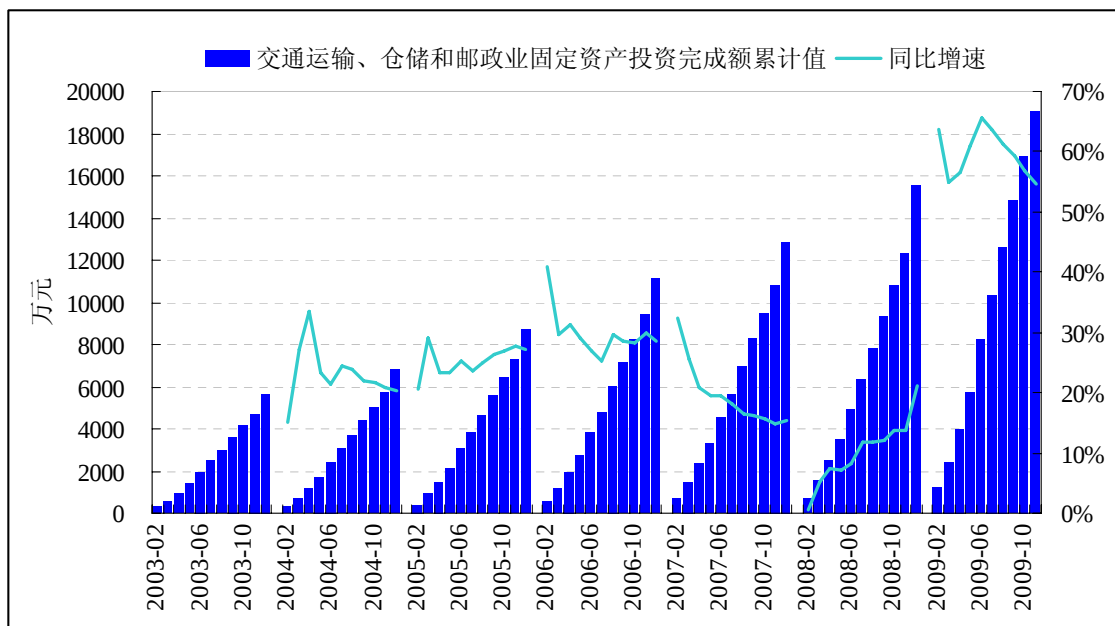
来源：东北证券研究所



来源：公司公告，东北证券研究所

在中央小排量汽车购置税优惠政策的刺激下，2009 年我国汽车市场销量创造了 1300 万辆的历史纪录，并超越身陷经济危机泥沼的美国，提前成为汽车消费世界第一。同时，由于优惠政策的延续以及油价的稳定，预计 2010 年车市将延续 2009 年的火爆局面，销量可能再创新高，达 1500 万辆。国内汽车厂商受创纪录销量以及需求高峰时供不应求的双重刺激，重启产能扩建计划，加之国际生产再分配趋势不改，在中国建设汽车产线以降低制造成本、提高大众汽车消费市场中的竞争力仍是全球化生产的不二之选，预计今后两年国内汽车产能将迅速扩张，由目前的 1300 万辆扩建至 2011 年前后的 2000 万辆左右，年均复合增长率达 24%。同时，为实现差异化，汽车企业生产的车型从原有的几百种上升到现在的数千种，对生产线柔性化要求提升，汽车企业需要对现有产能进行改造，以适应快速变化的下游需求。扩张和改造双重因素作用下，对下游生产线物流系统供应商的产品需求增长可想而知。由于天奇股份在该类项目上拥有丰富的项目经验、长期的技术积累以及广泛的客户资源，龙头地位显著，2010 及 2011 年中，下游市场对其产品和服务的需求较 2009 年将会有大幅提升。公司表示目前正在接洽的项目很多，但暂无确定的订单。

2009 年 5 月，公司拿下福特总部美国密歇根州总装工厂的生产线输送设备订单，敲开了要求严苛的美国市场的大门，在国际国内的影响得到大幅提升，标杆作用明显，证明了中国制造过硬的品质和竞争力。预计今后公司的海外市场订单可能有惊喜。



来源：东北证券研究所

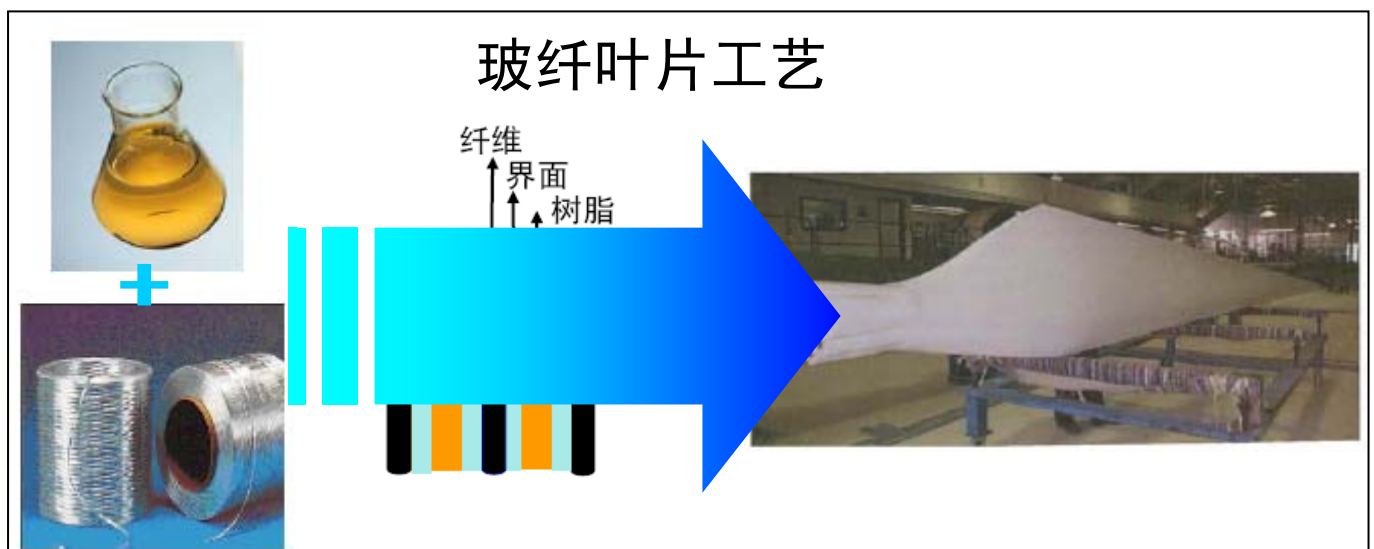
在货品及散料物流系统方面，公司正积极开拓市场，进入更多物流装备市场，包括散料输送市场。由于中国经济持续高速增长，市场需求巨大，无论是工业货物、消费品货物或是其他物资，都需要有高效率的物流设备，与飞机、火车、船只和车辆等运输高效对接，提高物流效率，乃至提高整个社会的运行效率。2008 年，全国社会物流总额达 89.9 万亿元，比 2000 年增长 4.2 倍，年均增长 23%；物流业实现增加值 2.0 万亿元，比 2000 年增长 1.9 倍，年均增长 14%。2008 年，物流业增加值占全部服务业增加值的比重

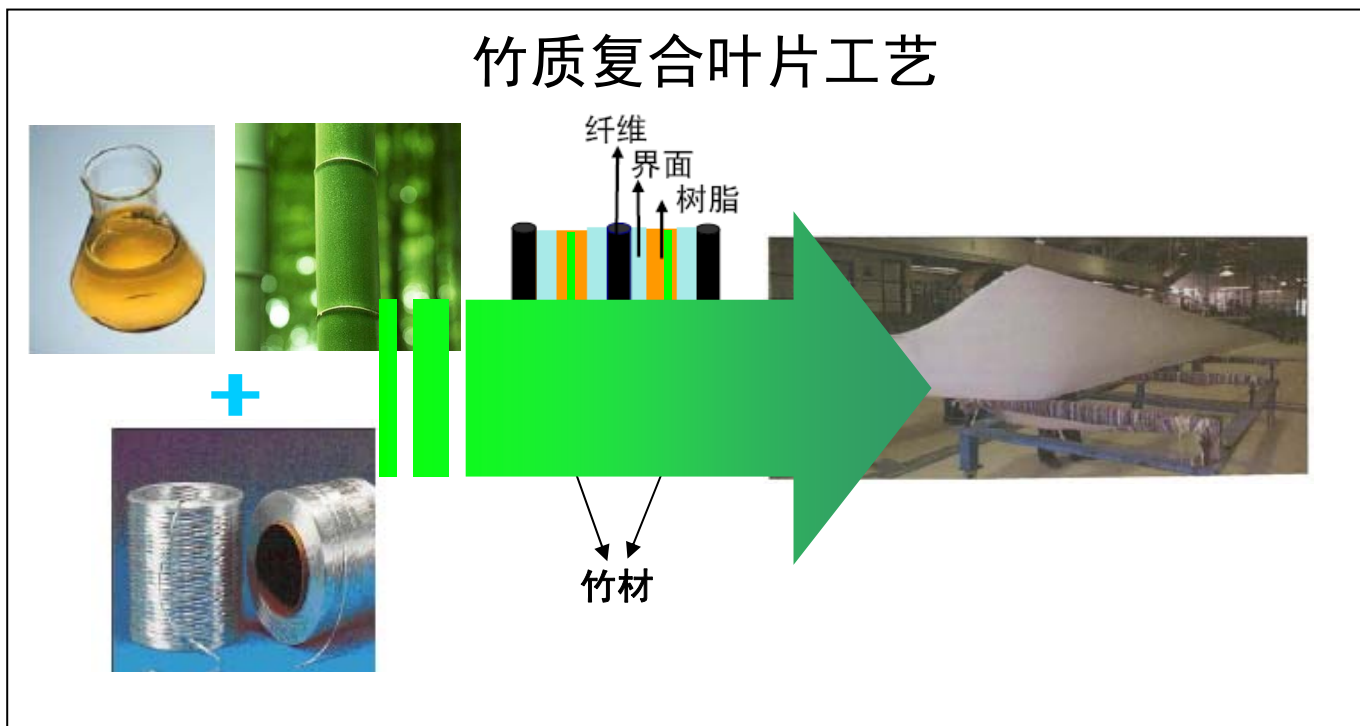
为 16.5%，占 GDP 的比重为 6.6%。同时，与物流量的不断增长相适应，对仓储和邮政业的固定资产投资也不断增长，自 2004 年至今始终保持增长，即使在经济危机影响最为严重的 2008 年三季度至 2009 年上半年，投资仍保持正增长，且在 2009 年内达到了 60% 左右的同比增速近年新高。公司由设计要求较高的汽车物流设备市场进入物流设备市场，可谓驾轻就熟，游刃有余。目前在手订单包括由于经济危机而延长执行期的 FKI 分包的 Nike 物流中心分包项目以及部分机场分拣系统项目。随着经济的企稳回升，社会对高效物流系统的需求预计将呈刚性中带升势，即使下游投资增速下降，保持 30% 以上的同比增速仍属正常。

二、迎风而上：第二主业起飞，高起点带来高爆发力

风电业务处在从无到有的起飞阶段，将较快增长：参股公司一汽铸造的铸件目前保持 3000 吨每月的产量；竹质叶片 2009 年完成浙江运达订单后目前尚无新订单，但配置竹质叶片可作为风电整机的自身竞争优势之一，预计 2010 及今后仍将有大量订单，在更大型叶片开发成功后更能带来爆发性增长。沈阳的合资叶片厂和销售公司方面，合资方实力雄厚，技术现成，虽目前无法确定 2010 年内的供货量，但保守估计，实现一半计划供货量完全可能。公司的零部件加工量将迅速增加，但近期仍不能完全配套一汽铸造的产量。

合资叶片厂沈阳天祥已有技术积累，叶片及风电部件生产后通过沈阳天瑞对外销售，目前具体上午谈判尚未开展。合资方公告中指出已介入风电场的开发和运营，因此只要零部件供应完成商务谈判，基本不存在销售压力。2009 年底，合资方公告中宣布将开发 600MW 风电场，由合资公司独家提供风力发电设备。但考虑建设周期及生产周期，年内全部供货的压力较大。





来源：东北证券研究所

公司的竹质复合材料叶片受到下游厂商的高度评价。由于 800kw 等级叶片产品中竹质替代部分有限，相对同类玻纤产品成本优势不太明显，但大功率风机叶片中替代部分和所替代树脂的单价较高，如大功率竹质复合材料叶片研发成功，其成本优势将更加明显。同时，由于同等体积下的总体叶片重量轻，竹质复合材料启动风速较低。另外，竹质叶片中的竹质成分可降解可再生，总体而言更为环保。需要指出的是，兆瓦级的竹质复合材料叶片尚处于在研阶段，但公司兆瓦级叶片的研发和试验已在进行中，公司的叶片研发经验丰富，实力雄厚，同时又是国内唯一具有竹质复合材料叶片自主知识产权的企业，因此大功率复合叶片对营收的贡献值得期待。

为了迎接可能爆发并不断升级的叶片需求，公司已在无锡风电产业园建立叶片生产基地，并与南京航空航天大学建立合作关系，共建风电设计研究院。公司可从与著名专业院校的合作关系中获得更为强大和持续的技术支持。同时公司正积极参与叶片产品标准及测试规则的制定。

公司的风电零部件业务主要通过参与改制取得的一汽铸造厂，控股的零部件机加工子公司以及无锡乘风新能源设备有限公司。部分供应北方风场的塔筒全资子公司白城天奇新能源设备提供，提高供货效率。

一汽铸造成立时间较早，前期从事的发动机铸件制造比风电铸件制造难度更高，早期一直为国外风电厂商生产配套铸件，客户包括 GE Wind, Vestas, Gamesa 等，产品质

量毋庸置疑，但由于早期国外订单应接不暇，在国内的营销并未展开，造成“墙里开花墙外香”。一汽铸造在国内较早试制大功率兆瓦级铸件，早已完成生产大型风电铸件的经验积累过程，产品良率高，新产能很快能够释放。目前的铸造产能在 2008 年新建而成，并不是使用过去的老设备，改制前名义年产能 2.5 万吨，改制后通过流程优化和人员激励，名义产能可达到 4.5 万吨。现在公司仍在进行技改和扩建，计划在 2011 年达到 6 万吨产能。按目前的市场状况，2010 年铸造月产已达 3000 吨，而今年铸造公司的目标是实现 4.5 万吨产量。

公司的零部件机加工子公司 2009 年上班年刚开始运营，通过采购一汽铸造的铸造件加工为成品零件，再提供给下游整机厂。结合一汽铸造以及天奇股份本身的客户资源，产品质量将被市场很快认可，其加工量应逐渐与铸造厂的产品配套，但其产能目前尚不足以完全满足一汽铸造的产量。

结合调研结果，我们对公司进行财务报表预测，预测中的主要假设如下：

- 1、 公司输送与仓储系统 2009 年营收下降 50%，毛利下降至 20%；2010 年，相关营收创历史新高，增长 150%，毛利率回升至正常水平；2011 年毛利率稳定，营收增长 10%左右。
- 2、 公司散料输送业务 2009 年营收与 2008 年基本持平，2010 及 2011 年增长 30%，毛利基本稳定。
- 3、 竹质复合材料叶片 2010 年销售 200 套，2011 年销售 300 套；玻纤叶片 2010 年销售 150 套，2011 年销售 200 套；一汽铸造 2010 年产量 3.6 万吨，2011 年产量 5.5 万吨；天奇风电零部件 2010 年配套一汽铸造 70%产量，2011 年配套其 75%产量。

保守估计，公司 2009、2010 及 2011 年 EPS 分别为 0.02、0.61 及 1.21 元/股，对应 PE 为 680、22、及 11 倍，短期存在估值压力，但考虑业绩反转和双主业即将到来的大幅增长，首次给予“推荐”评级。

损益表预测：单位(万元)	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	43,149	86,339	69,330	194,732	292,709
二、营业总成本	38,006	78,837	69,962	176,369	247,039
营业成本	30,872	66,490	57,980	148,828	203,974
营业税金及附加	295	2,326	681	1,836	3,549
销售费用	1,384	1,852	2,080	3,310	5,854
管理费用	4,397	6,740	6,933	15,579	23,417
财务费用	501	1,110	2,773	4,868	7,318
资产减值损失	557	319	(485)	1,947	2,927
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	(9)	1,210	2,702	4,125
四、营业利润	5,143	7,493	578	21,065	49,794
加：营业外收入	1,393	638	678	400	100
减：营业外支出	133	106	154	100	50
五、利润总额	6,404	8,025	1,102	21,365	49,844
减：所得税	2,497	1,857	88	2,777	6,480
六、净利润	3,906	6,168	1,014	18,587	43,365
减：少数股东损益	(503)	932	648	5,075	16,674
母公司净利润	4,409	5,236	366	13,512	26,690
七、每股收益：					
稀释每股收益(元)	0.4	0.24	0.02	0.61	1.21

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。