

重机腾飞，气吞山河

研究结论

- **布局产业链，实现重机腾飞。**公司是我国“一五”期间重点布局的七大重之一，在创造了340项中国和世界第一之后，开始大刀阔斧的调整产业结构。在把原主业做大做强基础上，大力拓展交通运输装备、煤化工装备、新能源装备、环保装备等四大领域，进而增加企业的抗风险能力，并使之具有更加广阔的成长空间。
- **临港基地强化新能源装备，再造一个太重。**公司的天津临港基地建设项目，以风电、核电、煤化工等新能源装备为主，产品定位高端，面向国际市场。规划2011年建成投产，目标销售规模100亿元，相当于公司2009年营业总收入的1.24倍，为公司2011—2013年间年均增长30%奠定了基础。
- **高速列车轮轴国产化项目受惠中国的高铁速度。**2008年以来，中国高铁建设的突飞猛进，震撼了全世界，但重要装备零部件进口依赖度较高，其中高铁的轮轴主要依赖进口。公司已于2009年初试制成功了和谐号CRH1型动车用的车轮、车轴，正在进行和谐号CRH3型动车车轮、车轴的研制。因此，公司拟非公开发行募资不超过16.86亿元，投向高速列车轮轴国产化项目，规划2012年达产，目标新增销售规模20亿元。公司的成长开始瞄向中国高铁的速度。
- **通过产品结构调整，拓展新领域和国际市场平滑传统业务周期。**公司传统业务下游主要是钢铁冶金等行业，受国家宏观调控影响存在周期性波动风险。但公司凭借行业优势，通过产品结构调整来拓展新的市场领域，以及大力拓展国际市场，来平滑行业周期，实现稳定增长。2009年，公司与钢铁冶金行业相关的销售占比达到50%以上，我们预计未来三年将呈现大幅下降趋势。2009年，公司出口占比在2008年6.71%的基础上大幅上升为12.20%，我们预计未来三年有望提高到20%以上。
- **风险因素：**钢材等原材料价格波动对公司盈利能力影响、国际国内宏观经济波动影响，以及天津临港基地项目和高速列车轮轴国产化项目的产品研发及市场拓展等的不确定性，是公司面临的主要风险因素。
- **催化剂：**2010年中报和年报业绩超预期和新接订单超预期，以及国家关于大力发展新能源等相关扶植政策的推出等，是公司股价的重要催化剂。
- **估值与投资评级：**新市场领域和出口的拓展，是公司传统业务平滑周期实现稳定增长的主要驱动因素，天津临港基地项目和高速列车轮轴国产化项目，是公司启动下一轮高增长的双引擎。我们预计公司未来三年净利润复合增长率为36.15%。我们给予公司股价0.5倍PEG和18.07倍PE估值水平，对应2010年预测EPS的价格为17.98元，公司绝对价值17.18元，目前股价明显低估，投资评级买入。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业资深分析师

8621-50366888 x 6200

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年6月25日) 11.85元

目标价格 17.98元

总股本/A股(万股) 71483.59

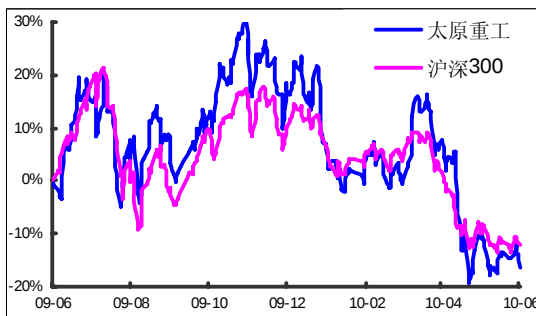
A股市值(百万元) 8470.81

国家/地区 中国

行业 机械

报告日期 2010年6月28日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	(7.06)	(17.59)	(16.67)
相对表现(%)	(3.12)	(2.25)	(2.06)

资料来源：wind 资讯

财务分析				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	8068.89	9603.19	12229.14	16697.08
税前利润	553.75	748.47	1046.51	1552.77
归属母公司净利润	553.75	711.04	962.79	1397.49
EBITDA	831.23	1004.86	1314.48	1868.29
每股收益(元)	0.77	0.99	1.35	1.95
净资产收益率	18.13%	18.88%	20.69%	23.69%
每股经营现金流(元)	0.08	1.06	1.09	1.10
市盈率(X)	22.46	11.91	8.80	6.06
EV/EBITDA	14.94	8.14	6.07	4.03

资料来源：公司公告、东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

1 中国重型装备的龙头企业	4
2 调整产品结构布局产业链，实现重机腾飞	6
3 临港基地强化新能源装备，再造一个太重	9
4 高速列车轮轴国产化项目受惠中国的高铁速度	10
5 通过产品结构调整，拓展新领域和国际市场	12
5.1 起重设备	12
5.2 轧锻设备	13
5.3 大型挖掘机	15
5.4 油膜轴承	18
5.5 煤化工设备	18
5.6 大型铸锻件项目	19
5.7 其他业务	21
6 公司财务分析	23
6.1 营业收入分析预测	23
6.2 毛利率水平分析预测	23
6.3 期间费用分析预测	24
6.4 盈利能力分析预测	24
7 风险因素和催化剂	25
7.1 风险因素	25
7.2 催化剂	25
8 估值与投资建议	25
8.1 相对估值	25
8.2 绝对估值	26
8.3 投资评级	26

图表目录

表 1：2008 年重机行业工业总产值前十名	4
图 1：2008 年我国重型机械行业前十名企业主营业务收入及其市场份额	4
图 2：公司主要产品市场占有率	5
表 2：重机行业主要企业优势产品介绍	5
图 3：2006 年-2009 年公司营业收入及净利润情况	6
图 4：公司出口占收入比重	6
图 5：公司产品收入结构	7
图 6：2009 年公司细分产品收入结构	7
图 7：公司产品利润结构（单位：万元）	8
图 8：2009 年公司细分产品利润结构	8
图 9：公司产品毛利率比较	9
图 10：我国风电装机容量及其增速	9
图 11：公司产品之火车轮、火车轴、轮对	10
图 12：我国铁路投资情况	11
图 13：我国动车组产量和保有量情况	11
图 14：公司产品之起重设备	12
图 15：2001 年以来我国水电装机容量及其增速	13
图 16：我国核电装机容量及其增速	13
图 17：公司产品之轧锻设备	14
图 18：我国钢管消费量以及占比	15
图 19：我国铝材产量及增速	15
图 20：太重 55M3 矿用挖掘机	16
图 21：采矿业固定资产投资完成额	16
图 22：采矿业新增固定资产投资额	17
表 3：我国露天煤矿开采发展历程	17
图 23：公司油膜轴承示意图	18
图 24：公司产品之煤气化炉	19
图 25：我国煤化工产业中长期发展规划	19
图 26：公司产品之大型铸锻件	20
图 27：2001 年以来我国火电装机容量及其增速	20
图 28：2001 年以来我国水电装机容量及其增速	21
图 29：公司产品之卫星发射塔架	22
图 30：公司产品之舞台设备	22

1 中国重型装备的龙头企业

太原重工建于 1950 年，是我国自主建设的第一家重型机械企业。公司与 1998 年上市，上市后一直受到资本市场的关注，截至 2010 年一季度末，机构投资者持股占总流通股的 22.04%。中国传统七大重型机械制造企业包括一重、二重、大重、太重、上重、北方重工、中信重工。根据中国重型机械工业协会统计资料和行业交流资料，公司 2008 年工业总产值达到 104.18 亿元，在重型机械制造企业中排名第 5 位。

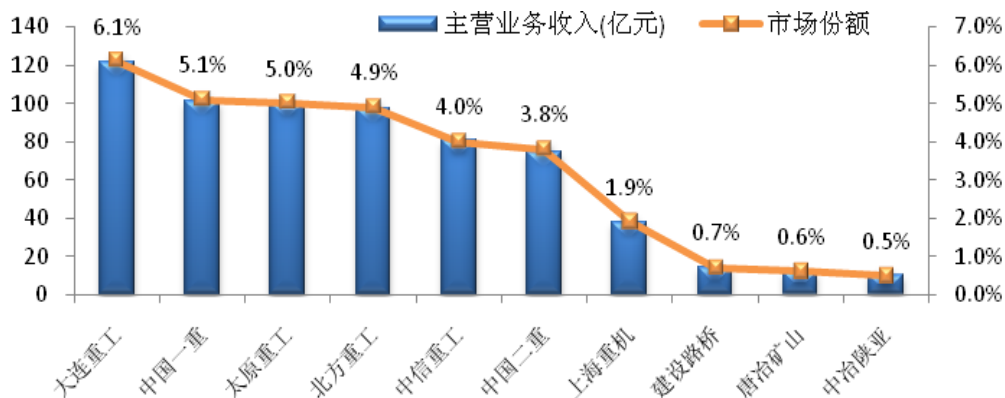
表 1：2008 年重机行业工业总产值前十名

排名	企业名称	工业总产值（亿元）
1	中国一重	132.42
2	大连重工起重集团有限公司	128.55
3	北方重工集团有限公司	123.11
4	中国二重	107.98
5	太原重型机械集团有限公司	104.18
6	中信重工机械股份有限公司	80.33
7	上海重型机器厂有限公司	51.83
8	中钢集团邢台机械轧辊有限公司	31.58
9	鞍钢重型机械有限责任公司	27.84
10	上海建设路桥机械设备有限公司	14.54

资料来源：东方证券研究所

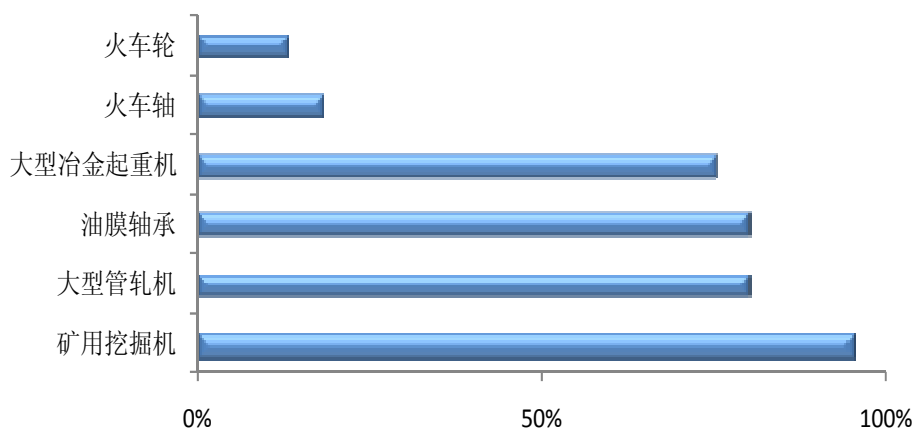
无论从规模、盈利能力，还是从技术实力和市场占用率的角度来看，太原重工都是中国重型机械行业当之无愧的龙头企业，公司 2008 年主营业务收入以及市场份额排名我国重型机械行业前三甲。

图 1：2008 年我国重型机械行业前十名企业主营业务收入及其市场份额



资料来源：东方证券研究所

太重大多项主导产品的市场分额国内第一，其中大型矿用挖掘机市场份额最大，市场占有率超过 90%，大型冶金起重机械、大型管轧设备、油膜轴承等主导产品的国内市场份额也很高，超过 70%，而火车车轮和火车轴的市场占有率在 20% 左右，并且近年来有不断上升的趋势。

图 2：公司主要产品市场占有率


资料来源：东方证券研究所

太重的传统产品包括起重机，轧锻设备，油膜轴承，火车轮轴，近年来公司产品结构也在不断调整，公司加强了对煤气化炉，大型铸锻件，风电整机及零部件的发展，这些新业务也是公司未来的发展主要增长动力。

表 2：重机行业主要企业优势产品介绍

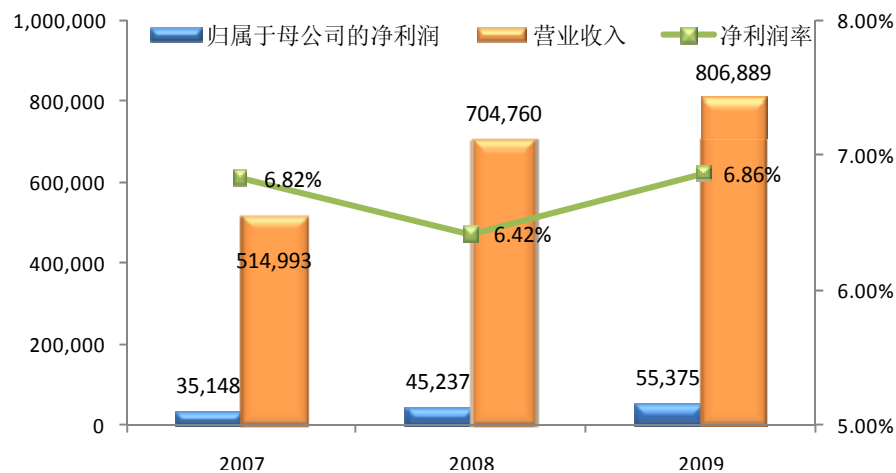
公司名称	优势产品
中国一重集团公司	重型石化容器、冷连轧机、大型锻钢支承辊、机械压力机产品。
中国二重集团公司	大型电站铸锻件、大型锻压设备、大型热连轧机、中厚板轧机。
	重型石化容器、大型轴类产品和齿轮传动设备。
大连重工起重集团公司	港口机械、起重机械、焦炉机械。
太原重工集团公司	起重机、锻轧设备、火车轮轴、油膜轴承，煤气化设备，风电设备
中信重工机械公司	水泥设备、矿山机械。
北方重工集团公司	磨煤机、掘进机、冶金辅机。
上海重型机械公司	磨煤机、船用曲轴。

资料来源：东方证券研究所

2007-2009年度，太原重工实现的营业收入分别为51.5亿元、70.5亿元和80.7亿元，归属于母公司的净利润分别为3.5亿元、4.5亿元和5.5亿元，同时净利率也在保持着增长，2009年净利率达到了6.86%，为近年来历史最高水平。

公司2010年的一季度的新签订单已经超过30亿元，露天矿用挖掘机、有色金属挤压设备、风电、核电、水电等产品订货增长显著，公司产品结构的调整收到了理想的效果，为公司未来的业绩稳定增长提供了强有力的保障。公司目前手持订单充裕，约100亿元，2010年主导产品的生产已经基本排满，全年业绩增长可期，公司力争2010年实现营业收入95亿元以上，同比增长超过17%左右。

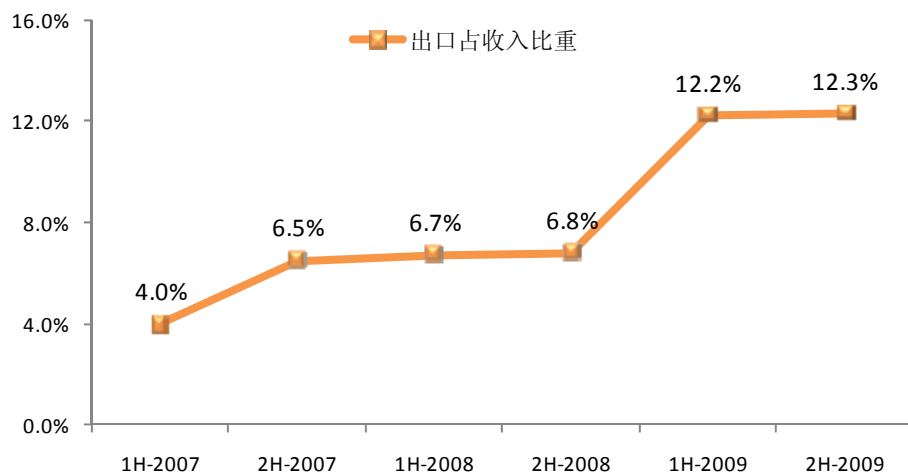
图 3：2006 年-2009 年公司营业收入及净利润情况



资料来源：东方证券研究所

随着公司在海外市场的持续开拓，出口占收入的比重也在不断增加。09 年出口占收入的比重达到了 12%，出口收入同比增长 50% 以上，预计未来随着公司在天津临港基地项目建设的完成，公司出口能力将进一步加强，印度、巴西等海外市场需求的恢复也成为出口扩张的另一动力。

图 4：公司出口占收入比重



资料来源：东方证券研究所

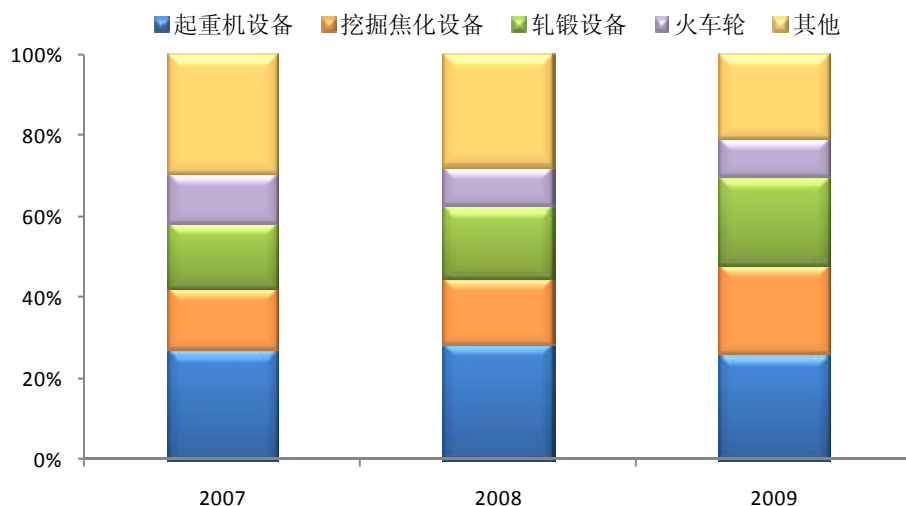
2 调整产品结构布局产业链，实现重机腾飞

公司是我国“一五”期间重点布局的七大重之一，在创造了 340 项中国和世界第一之后，开始大刀阔斧的调整产业结构。在把原主业做大做强基础上，大力拓展交通运输装备、煤化工装备、新能源装备、环保装备等四大领域，进而增加企业的抗风险能力，并使之具有更加广阔的成长空间。

近年来，公司一直在进行产品结构优化，减少下游冶金设备的比重，努力扩大矿用挖掘机等产品的经营规模，并积极开拓风电设备和核电设备等新能源市场。从最近几年的产品收入结构来看，2009

年公司起重设备收入占比约 26%，比 08 年略微下降，挖掘焦化设备收入占比约 22%，比 08 年出现了明显的增长，轧锻设备收入占比也在不断提高，由 07 年的 16.7% 上涨到 21.7%，火车轮收入占比保持稳定，在 10% 左右。主要产品中，露天矿用挖掘机、有色金属挤压设备、风电、核电等销售和订货增长较快，是支撑公司收入增长的主要力量。我们认为，由于未来钢铁行业固定资产投资增速下滑导致公司冶金设备的需求受到一定的影响，公司未来业绩的增长动力主要来源于大型挖掘机和新能源装备的增长。

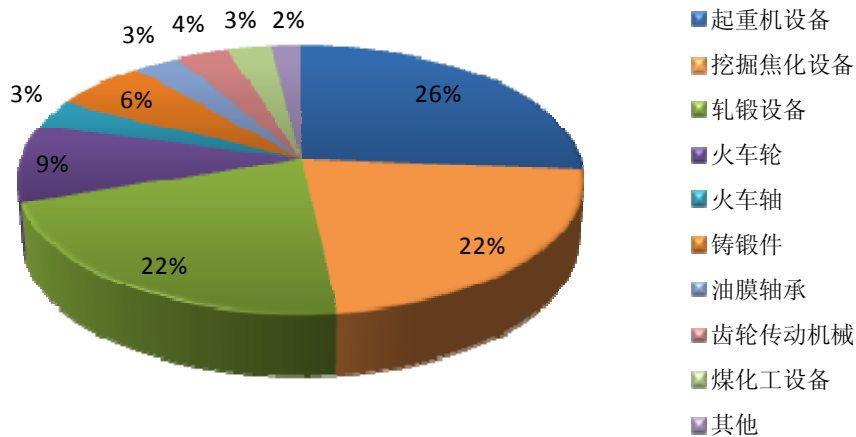
图 5：公司产品收入结构



资料来源：东方证券研究所

在公司 2009 年细分产品收入结构中，起重设备，挖掘焦化设备，轧锻设备的收入占比最高，均超过 20%，火车轮收入占比不到 10%，火车轴，铸锻件，油膜轴承，齿轮传动机械，煤化工设备及其他收入占比较少，均低于 6%。

图 6：2009 年公司细分产品收入结构

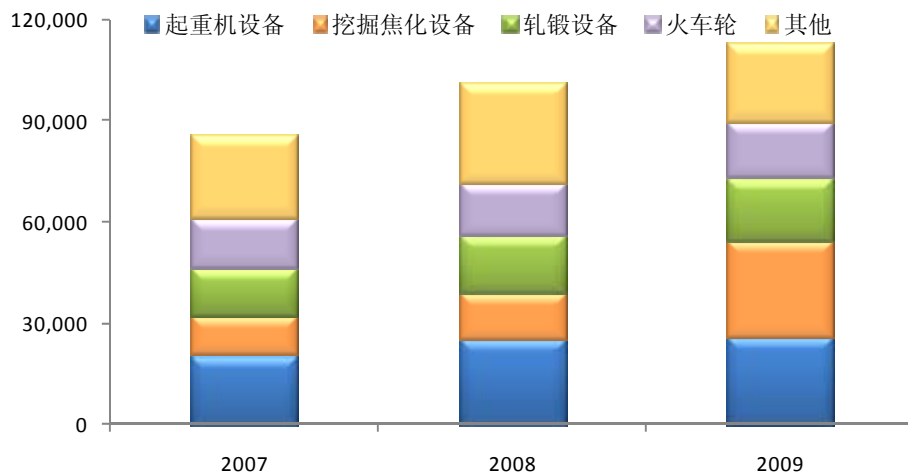


资料来源：东方证券研究所

从利润结构上看，2007—2009 年，公司的毛利润一直保持着稳定的增长，由 07 年的 8.6 亿增长到 09 年的 11.3 亿元，其中大型挖掘机的毛利润增长较快，2009 年实现毛利润 2.9 亿元，同比增长 110%，贡献了 09 年绝大部分的毛利增长，轧锻设备的毛利润也出现了增长，09 年实现毛利润 1.9

亿元，同比增长 9.8%，火车轮 09 年实现毛利润 1.6 亿元，同比增长 6.3%，起重设备 09 年毛利润 2.6 亿元，与 08 年相比基本持平。

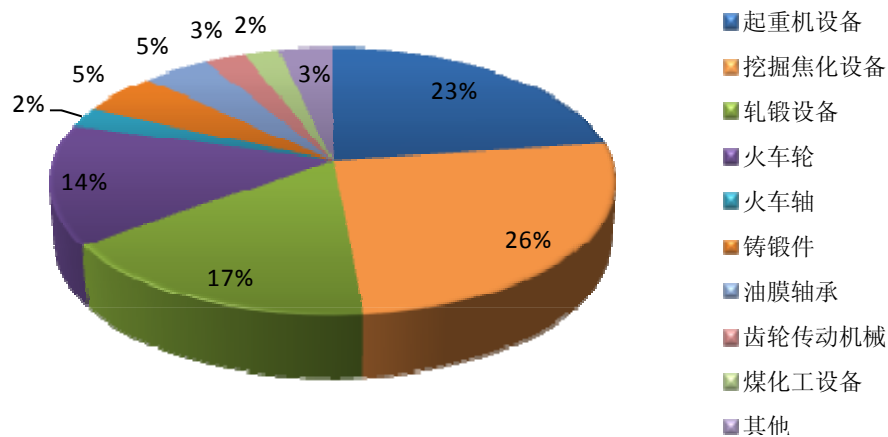
图 7：公司立息利润结构（单位：万元）



资料来源：东方证券研究所

在公司 2009 年细分产品利润结构中，起重设备，挖掘焦化设备利润占比最高，分别达到 26% 和 23%，轧锻设备和火车轮也贡献了较多的毛利润，利润占比分别为 17% 和 14%，火车轴，铸锻件，油膜轴承，齿轮传动机械，煤化工设备及其他贡献的利润较少，利润占比均低于 5%。公司的营业利润主要来源于起重设备，挖掘焦化设备，轧锻设备和火车轮四大产品的贡献。

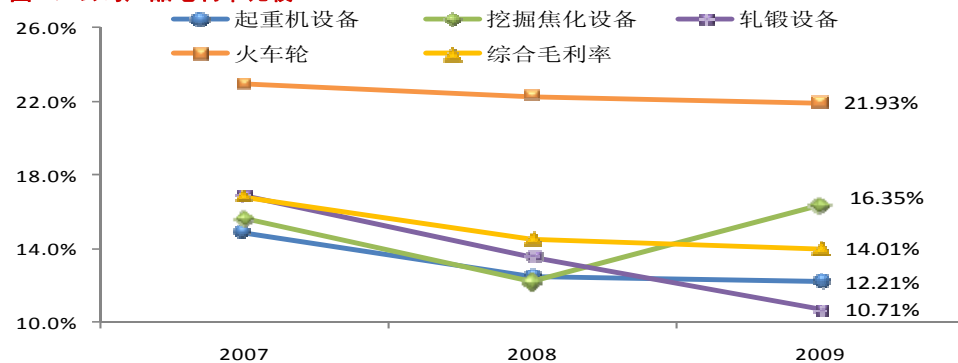
图 8：2009 年公司细分产品利润结构



资料来源：东方证券研究所

从毛利率来看，2009 年公司的综合毛利率为 14.01%，相比 07，08 年略微下降，分产品来看，火车轮的毛利率一直保持着最高，09 年毛利率达到 21.93%，且 07-09 年一直保持稳定，挖掘焦化设备的毛利率 09 年达到了 16.35%，相比 08 年出现了明显的提高，起重设备和轧锻设备的毛利率较低，09 年分别为 12.21% 和 10.71%。由于具有较高的毛利率，火车轮和大型挖掘机业务也理所当然成为公司未来重点发展的对象，太重已经在 2010 年 4 月份提出定向增发来增加公司火车轮和火车轴的产能，公司产品结构的调整必将为公司未来的业绩的增长提供了强有力的保障。

图 9：公司产品毛利率比较



资料来源：东方证券研究所

3 临港基地强化新能源装备，再造一个太重

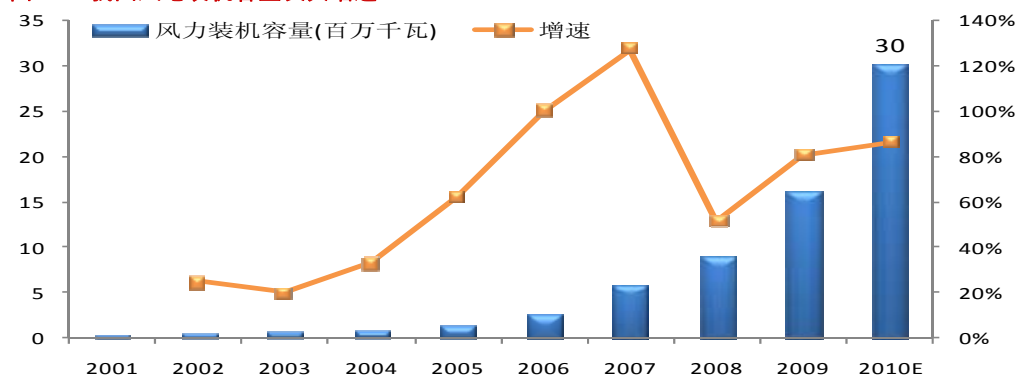
公司的天津临港基地建设项目，以风电、核电、煤化工等新能源装备为主，产品定位高端，面向国际市场。规划 2011 年建成投产，目标销售规模 100 亿元，相当于公司 2009 年营业总收入的 1.24 倍，为公司 2011—2013 年间年均增长 30% 奠定了基础。

2008 年公司通过增发共募集资金 9.29 亿元，加上自有资金，公司拟投资 20 亿元建设天津临港基地项目，建成后收入 100 亿左右，相当于再造一个太重。收入中 40% 源自 1.5—2 万 kw 大型风电整机业务。其他的主要来自造船门机、港口机械、桥式起重机等大型起重运输设备以及核电，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。

临港基地位于天津滨海新区，坐落在海岸边方便出口，对于重型机械而言，天津临港基地的建设能解决大型产品的运输和出口问题，为产品的进一步延伸提升了空间，为打开国际市场创造条件。展望未来，我国重机龙头企业走向国际市场是大势所趋，临港重型装备基地的投产解决了大型总装产品的运输问题，将加快公司国际市场拓展的步伐。我们认为临港重型装备基地项目未来市场前景广阔，有望成为公司新的利润增长点。

在风电装备领域，我国是世界上近年来发展最快的国家，2008 年我国的累计风电装机容量已达 890 万千瓦，当年新增装机容量 300 万千瓦，中国具有丰富的风力资源，内地及近海风资源可开发量约为 10 亿千瓦，中国风能资源储量是印度的 30 倍，德国的 5 倍，但目前的装机仅为印度的 1/2.5，德国的 1/8，未来有较大的发展空间。

图 10：我国风电装机容量及其增速



资料来源：东方证券研究所

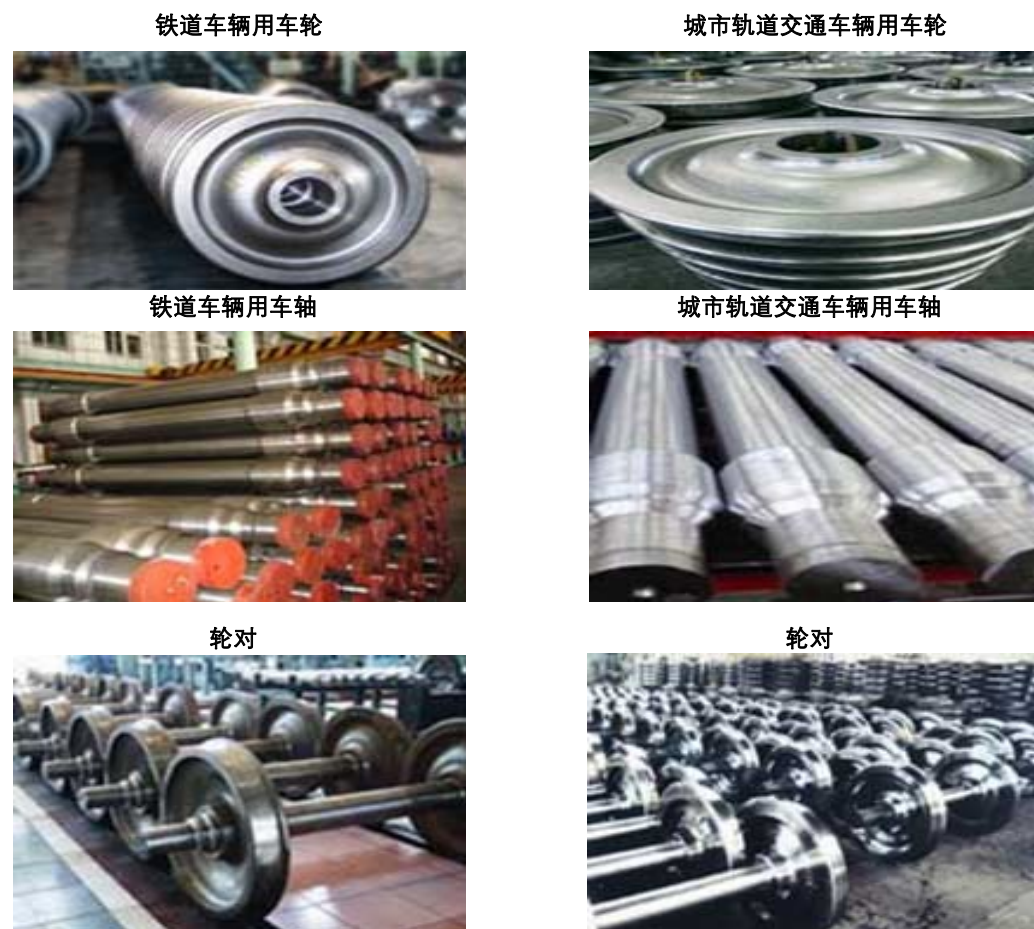
风电规模化发展给公司风电整机，风电齿轮箱带来了广阔的市场空间。公司目前已经具备了风电齿轮箱等风电设备核心部件的批量生产能力，在风电设备配件生产上具有优势。2009 年公司自主研发设计的 1.5MW 风电整机实现了当年开发当年出产，1.5MW 风电增速齿轮箱获得了中国船级社颁发的“设计评估”和“型式试验”认证证书，突破了批量生产瓶颈，顺利出产，这些将成为公司风电业务的重要增长点。

4 高速列车轮轴国产化项目受惠中国的高铁速度

2008 年以来，中国高铁建设的突飞猛进，震撼了全世界，但重要装备零部件进口依赖度较高，其中高铁的轮轴主要依赖进口。公司已于 2009 年初试制成功了和谐号 CRH1 型动车用的车轮、车轴，正在进行和谐号 CRH3 型动车车轮、车轴的研制。因此，公司拟非公开发行募资不超过 16.86 亿元，投向高速列车轮轴国产化项目，规划 2012 年达产，目标新增销售规模 20 亿元。公司的成长开始瞄向中国高铁的速度。

太原重工是目前国内唯一一家同时生产火车车轮和车轴的企业，公司产品通过了 ISO9001、美国铁路协会 AAR、欧盟铁路 TSI 等质量体系认证。太原重工目前已拥有年生产能力为 20 万片车轮的辗钢整体车轮生产线、7 万根精密锻造车轴生产线。

图 11：公司产品之火车轮、火车轴、轮对

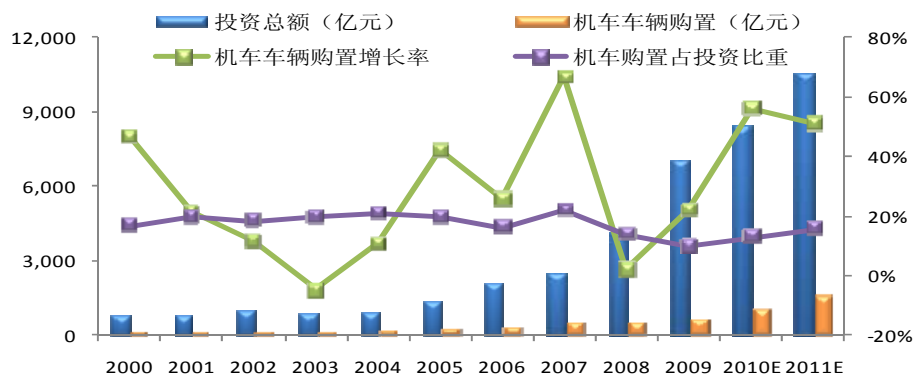


资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司于今年4月7日发布了非公开发行股票预案，拟发行不超过1.8亿股，发行价格不低于13.51元，募集资金总量不超过16.86亿元，资金投向新建高速列车轮轴国产化项目。近年来，铁道部引进了时速200公里及以上的动车组技术，我国高速铁路的工程建造技术、高速列车技术、系统集成技术等达到了世界先进水平，但作为高速列车关键走行零部件的车轮、车轴，主要依赖进口，随着动车组的逐步推广，未来高速动车组轮轴的市场需求空间广阔，公司已于2009年初试制成功了和谐号CRH1型动车用的车轮、车轴，正在进行和谐号CRH3型动车车轮、车轴的研制。此外我国货车高速重载化、大功率机车的推广也为车轮、轴提供了广阔的需求空间。公司此次增发项目建成后将形成年产30万片高速列车车轮的生产能力以及年产1万根高速车轴精加工生产能力，两年（2012）达产后可年新增销售收入201,226万元，税后利润37,696万元，有望大幅提升公司盈利能力。公司在完成增发项目以后，车轮产能50万件，车轴8万根。

从我国近几年铁路投资情况来看，投资额和机车车辆购置额一直保持着快速稳定增长，而机车车辆购置额占比也保持在20%左右，我们预计机车车辆购置增速未来两年保持在40%以上，机车车辆购置费用的增加反应了我国车轮和车轴等机车相关产品未来市场空间巨大。

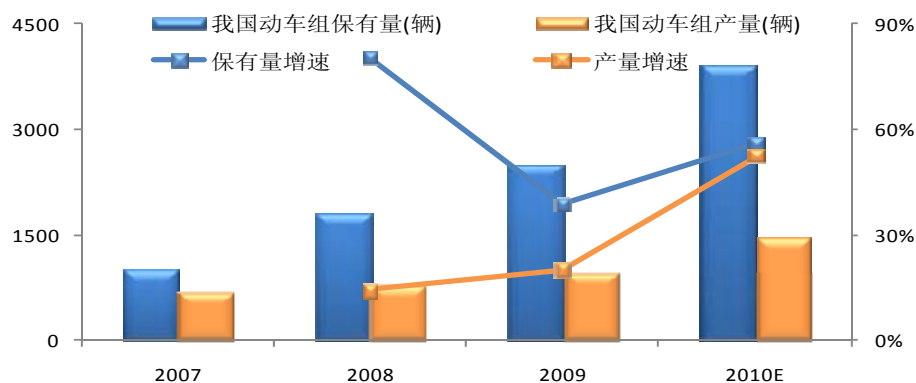
图 12：我国铁路投资情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

高铁在我国的快速发展拉动了我国对于动车组列车需求的增长，动车组列车需求的增长使得动车零部件未来的发展空间巨大。我们预计我国未来动车组保有量和产量将保持着快速增长的趋势，每增加一辆动车，必然会带来车轮、车轴和轮对等动车配件市场需求的拓展。公司火车轮、火车轮业务未来增长明确，发展前景广阔。

图 13：我国动车组产量和保有量情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

5 通过产品结构调整，拓展新领域和国际市场

公司传统业务下游主要是钢铁冶金等行业，受国家宏观调控影响存在周期性波动风险。但公司凭借行业优势，通过产品结构调整来拓展新的市场领域，以及大力拓展国际市场，来平滑行业周期，实现稳定增长。2009 年，公司与钢铁冶金行业相关的销售占比达到 50%以上，我们预计未来三年将呈现大幅下降趋势。2009 年，公司出口占比在 2008 年 6.71%的基础上大幅上升为 12.20%，我们预计未来三年有望提高到 20%以上。

5.1 起重设备

太重生产的大型起重机主要用于冶金行业，此外还用于电站、造船等领域。公司在国内大型冶金铸造领域具有绝对优势，市场份额超过 70%。公司正通过向水电、核电，以及火电的超临界和超超临界机组等市场领域拓展，来平滑钢铁冶金行业周期，实现平稳发展。

图 14：公司产品之起重设备

冶金铸造起重机



水电站桥式起重机



造船门式起重机



核电站用环形起重机



资料来源：东方证券研究所

自2003 年以来，我国冶金行业产能扩展迅速，冶金用大型起重机需求迅速增长，而太重在该领域实力雄厚，起重机业务成为了过去几年公司发展最迅速的业务，但未来由于受到我国钢铁行业固定资产投资增速变缓的影响预计将小幅下滑。

公司起重机最大的看点在于水电和核电领域，未来将受益于我国水电站和核电站建设的快速发展。在水电装备领域，2008年我国水电装机容量达到1.72亿千瓦，约占总容量22%。在我国公布的可再生能源中长期发展规划中，确定到2020年水电装机容量要达到3亿千瓦，即国内12年内将新增单机容量50万千瓦及以上大型水电机组近300台，每年平均新装25台50万千瓦及以上大型水电机组。闸门起吊、水轮机和发电机的安装均离不开大型起重机，太重在这一领域处于绝对领先地位。

图 15：2001 年以来我国水电装机容量及其增速

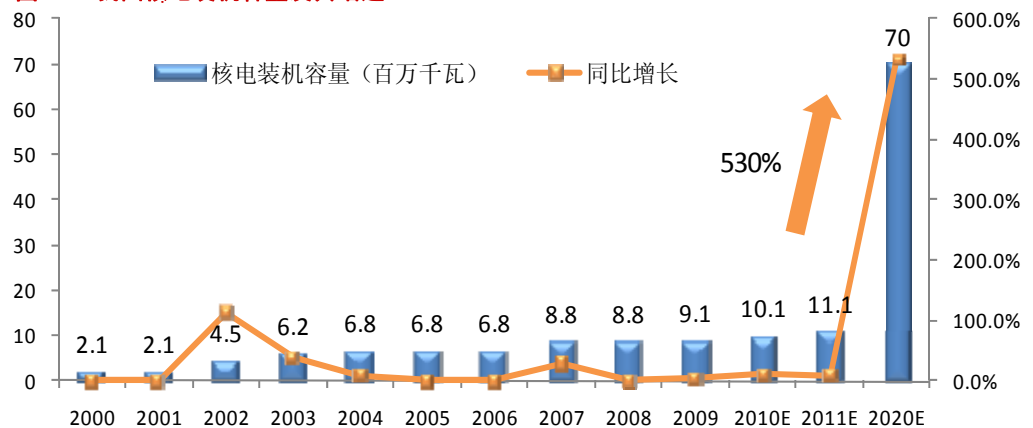


资料来源：东方证券研究所

在核电方面，国家发改委已于 2007 年 10 月制订了《核电中长期发展规划（2005—2020 年）》，该规划中提出贯彻“积极推进核电建设”的电力发展基本方针，形成批量化建设中国品牌先进核电站的综合能力，提高核电所占比重，迎头赶上世界核电先进水平。

09 年底我国核电累计装机容量为 910 万千瓦，据国家权威部门预测 2020 年我国核电装机容量将达到至少 7,000 万千瓦，这样一来 2009—2020 年核电装机容量年均增长率将达到 16%。未来 5 年将是我国核电的快速发展时期，我国的核电建设将进入批量化、规模化发展的新阶段。而太原重工生产的核电站起重机是核电站建设中不可缺少的安装维修设备，公司作为我国起重设备的龙头企业，正努力提高核电类产品比重，力争在我国核电站建设未来高速发展的过程中占有一席之地。

图 16：我国核电装机容量及其增速



资料来源：东方证券研究所

5.2 轧锻设备

公司在国内管轧设备、挤压机、矫正机等三个产品市场属于绝对龙头地位，其中大型管轧机的市场占有率最高达到 85%。公司正通过向万吨级及以上压力机和有色金属压力加工装备等高端锻压设备领域拓展，来实现平稳增长。另外，中国民营企业已经开始进军重机行业，彻底打开了公司该业务的成长空间。

公司轧锻设备产品较多，主要包括管轧设备（无缝钢管成套设备和螺旋成套设备）、锻压设备（挤

压机、锻造液压机等）、矫正机以及冷轧设备等。其中管轧设备和锻压设备占到整个轧锻设备业务收入的80%左右。在管轧设备、挤压机、矫正机三个细分市场，太重占据国内市场的绝对龙头地位，其中大型管轧机的市场占有率达85%，中厚板矫正机的市场占有率达90%以上，挤压机的市场分额也较高。在板轧设备等其他领域，太重的实力相对较弱。

图 17：公司产品之轧锻设备

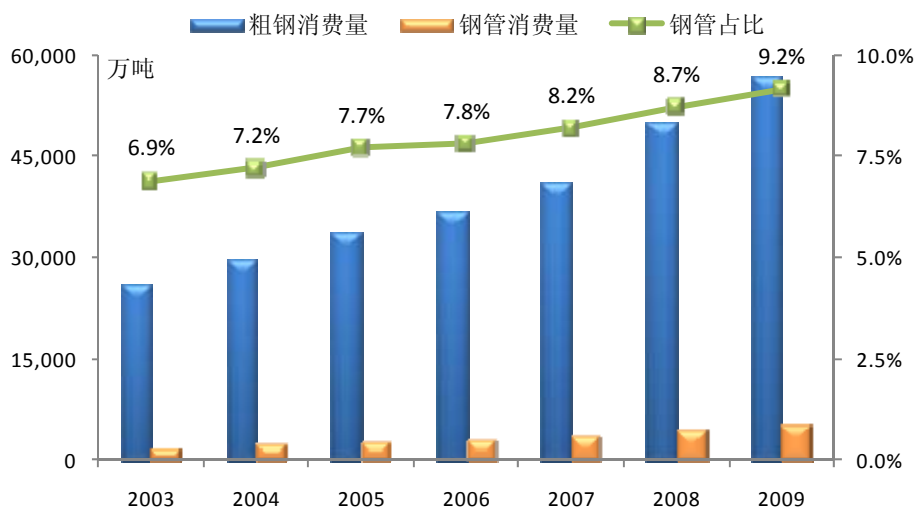


资料来源：东方证券研究所

管轧设备主要用来生产钢管，与下游钢管的需求密切相关。钢管包括焊管和无缝钢管，其产品主要用于石油、天然气工业输油、输天然气、城市输水、输煤气、热力管网和打桩等工程建筑中。随着我国经济的快速发展，基础建设大量展开，国内对钢管的需求量正不断攀升。

从钢管消费来看，我国钢管消费量在03年以来一直保持着高速增长，且钢管消费量占粗钢消费量比例一直保持上升趋势，说明我国钢管的需求一直比较旺盛，这主要是由下游建筑、石化、机械、煤炭、化工、电力等行业的快速发展引起的。钢管消费量的快速增长也拉动了对于管轧设备需求的快速增长。另根据《天然气、原油、成品油管网布局及“十一五”发展规划》提出的未来油气管网的建设目标：截至2006 年底，我国天然气管道总长达2.8 万公里，“十一五”期间规划到2010年底要建设约1.6 万公里，基本形成覆盖全国的天然气基干管网。下游需求的旺盛使得我们对于管材未来的发展保持相对乐观，公司管轧设备会保持平稳增长。

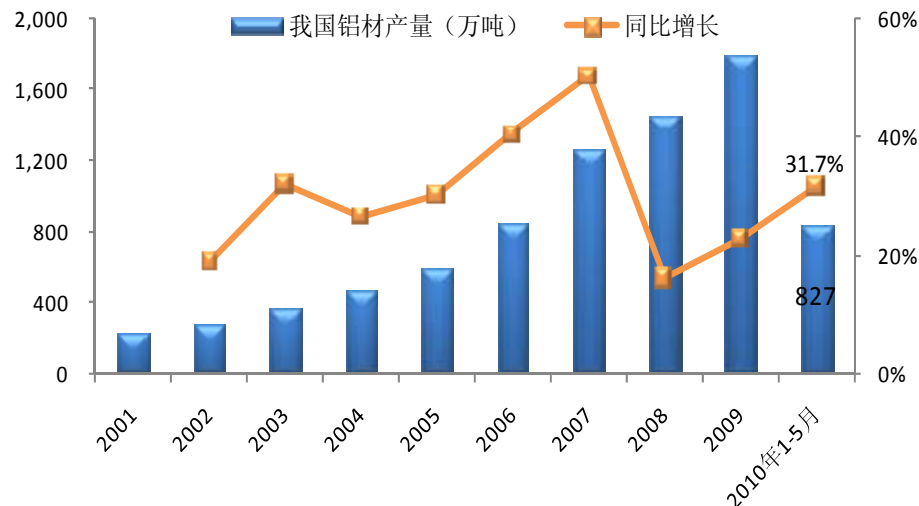
图 18：我国钢管消费量以及占比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司的锻压设备以铝挤压机为主，在全球铝消费中，铝挤压材占到 25% 的份额，是铝消费的主要产品形态之一。在我国，铝挤压材主要用于建筑行业，包括铝合金门窗等。从近几年我国铝材的产量来看，我国对于铝的需求一直保持旺盛，2010 年 1-5 月我国已生产铝材 827 万吨，同比增速达到 31.7%，随着铝材在下游电子产品、铁路机车车辆、电力行业以及汽车和造船等机械产品中需求的复苏，公司的铝挤压机设备收入将保持稳定的增长。公司作为国内铝挤压机设备的龙头企业将受益于铝挤压材下游需求的旺盛，我们预计公司的轧锻设备业务未来将保持稳定增长。

图 19：我国铝材产量及增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

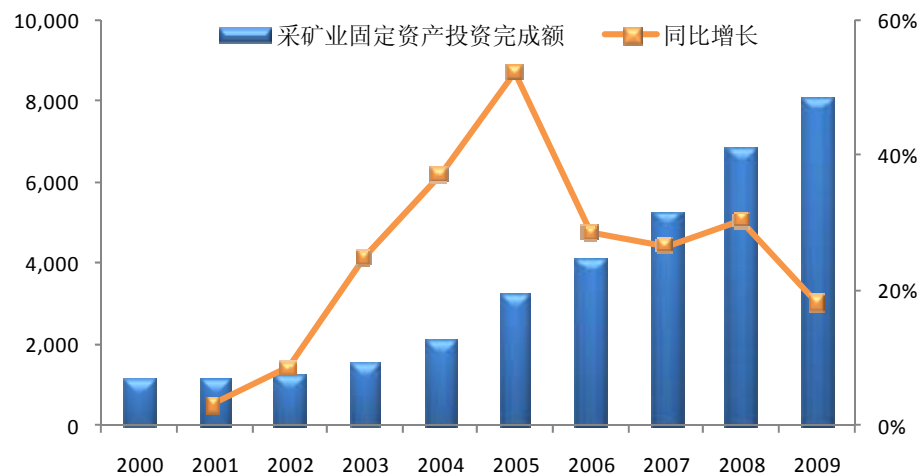
5.3 大型挖掘机

公司产品涵盖露天矿用 4—55m 挖掘机，其中在 35m 及以下产品国内市场占有绝对优势，35m 以上产品正在逐步替代进口。伴随着我国露天矿的大型化发展趋势，公司的 35m 以上产品尤其是填补国内空白的 55m 产品，具有巨大的替代进口空间。

图 20：太重 55M3 矿用挖掘机

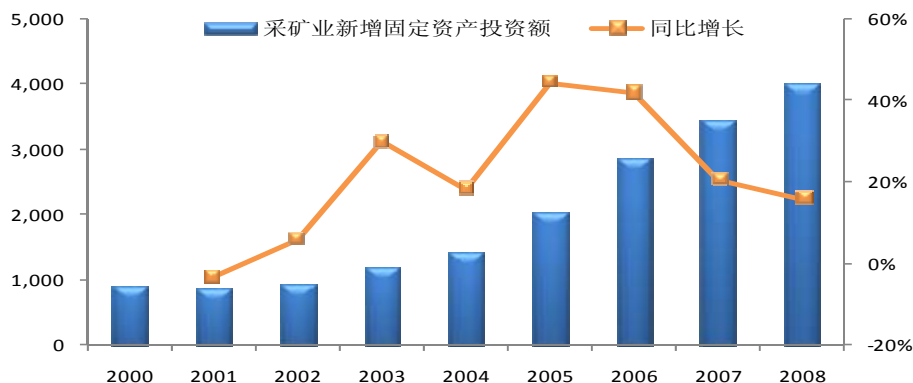

资料来源：东方证券研究所

挖掘机是太原重工的主导产品之一，主要有矿用挖掘机、斗轮挖掘机、拉铲、液压挖掘机、船用挖掘机等，公司产品广泛应用于我国冶金、煤炭矿山、电站工地、水利建设、建材以及石油化工等露天工程的建设事业之中。目前公司生产的矿用挖掘机设备系列产品涵盖 4—55m，其中，公司已占领了 35m 及以下产品的市场，实现了替代进口，55m 目前正在逐步替代进口，太重与中煤集团签订了两台 55m 大型矿用挖掘机的生产制造合同，在大型矿用挖掘机方面，公司成为唯一能与美国 P&H 及美国 B-E 相抗衡的公司。

图 21：采矿业固定资产投资完成额


资料来源：公司公告、东方证券研究所

大型挖掘机主要应用于露天煤矿的开采，公司用户包括神华公司准格尔矿区、平朔煤业安太堡矿区等。在有色金属矿和铁矿中，挖掘机也逐步向大型化发展，20m 及以上大型挖掘机开始应用，2009 年公司与江西铜业集团公司签订了 2 台 WK-35 挖掘机技术协议和合同，打破了该设备长期依赖进口的局面，标志着矿山重大装备国产化实现了新的突破。03 年以来，我国采矿业固定资产投资一直保持着稳定快速的增长，固定资产投资的增加必然带来采矿设备需求的增加，作为采矿大型挖掘机的龙头，未来太重的挖掘机业务值得期待。

图 22：采矿业新增固定资产投资额


资料来源：公司公告、东方证券研究所

露天煤矿

目前煤炭是我国主要能源，分别占一次能源生产和消费总量的 76% 和 69%，在未来相当长的时期内，我国仍将是煤为主的能源结构。2006 年 3 月，国家发展改革委正式批复了《大型煤炭基地建设规划》，我国将重点建设神东、晋北、晋东、蒙东(东北)、云贵、河南、鲁西、晋中、两淮、黄陇(华亭)、冀中、宁东、陕北 13 个大型亿吨级煤炭基地，目标是到 2010 年煤炭产量达到 17 亿吨，形成 5~6 个亿吨级生产能力的特大型企业集团和 5~6 个 5000 万吨级生产能力的大型企业。在煤矿中，与世界相比我国露天煤矿开采比重较小，目前我国露天采煤只占不到 5%，而世界主要产煤国如加拿大露天开采产量比重为 88%、德国为 78%、美国为 61.5%、俄罗斯为 56%。中国露天煤矿占比较低，很重要的一个原因是对露天开采的力度不足，根据研究，中国适合露天开采的煤炭储量占总储量的 7%-27%，多集中在中西部地区，以山西、内蒙古、陕西、新疆等地为主。

目前随着开采工艺和设备的不断进步，露天煤矿的产量大幅提高，由于露天开采具有开采成本低，资源利用率高，安全等优点，在能源越来越紧张的局面下，提高能源利用率提到首位，露天煤矿在我国具有良好的发展前景。此外，随着国家对公路、铁路等交通设施的不断加大投入，内蒙古等地区煤炭运输难的问题将得到解决，露天煤矿将得到大力开发和利用。发改委在煤炭规划中明确指出，发展 1000 万吨级的大型露天煤矿是未来煤炭基地的重点方向之一，中国露天煤矿产量比例将得到迅速提高，大型露天煤矿的总产量也将增加到 2010 年的 2 亿吨以上。

露天煤矿的开采工艺经历了一个发展过程，从轮斗铲-带式输送机的连续开采工艺发展到单斗铲-破碎机-带式输送机的半连续工艺、随着拉斗铲倒堆剥离的应用，浅坑露天矿开采过程大大简化，降低了开采成本。

表 3：我国露天煤矿开采发展历程

时间	开采方式	单斗电铲容量
20世纪50-60年代	单斗-铁道工艺	大型煤矿：3m³-4m³ 电铲+货运列车；小型煤矿：1m³+货运列车
20世纪70年代	单斗-卡车工艺	3-4m³ 电铲+20-30 吨卡车、8-14m³ 电铲+68-108 吨卡车、23-35m³ 电铲+154-172 吨卡车
21世纪	拉斗铲倒堆开采、抛掷爆破技术等	大型化：国际主流设备斗容达40m³-60m³

资料来源：东方证券研究所

近 40—50 年中，露天矿半连续工艺得到了越来越广泛的应用，代表性的半连续工艺有：单斗电铲采掘—（工作面卡车运输—）移动式破碎机（可移式破碎机）—胶带运输系统；轮斗挖掘机采掘—卡车运输系统等。未来采用半连续开采工艺进行露天矿山剥离和采矿工程，是国际性发展趋势。大型移动式破碎机的出现，为实现单斗电铲采掘—移动式破碎—胶带运输机运输—排土机排土的先进半连续工艺创造了条件。

目前我国存量的采掘设备以进口居多，随着太原重工大型挖掘机性能逐步达到国外同类水平，露天煤矿挖采设备进口替代将加速。未来，随着新建露天煤矿的逐步投产、现有露天煤矿产能的逐步扩大以及设备进口替代加速，国产大型挖掘机的需求将呈现快速增长。

5.4 油膜轴承

公司是目前国内唯一集轧机油膜轴承研发、制造、服务为一体的高新技术专业化企业，产品设计制造技术和产品质量已达到当代国际先进水平。油膜轴承是消耗品，使用寿命一般在五年左右，目前我国钢铁产能已经达到 7 亿吨左右，巨大存量市场必将成为公司该项业务需求的强有力支撑。同时，公司产品已经出口到德国、日本等发达国家，彻底打开了国际市场的成长空间。

油膜轴承属滑动轴承，主要应用在大型轧机机组，属于耗材（使用寿命 5 年左右）。太原重工是中国目前唯一集轧机油膜轴承研发、制造、服务为一体的高新技术专业化企业，公司五十年代成功研制出第一套油膜轴承，六十年代成套设计轧机油膜轴承，七十年代独立研制成功静—动压油膜轴承。1985 年曾引进美国摩根油膜轴承制造技术，自行研发、创立完善了《TZ》牌油膜轴承系列，为国内外热连轧机组、冷连轧机组、中厚宽板轧机、高速线材轧机设计制造了数万套动压、静—动压油膜轴承。设计制造技术和产品质量已达到当代国际先进水平，产品已经远销到德国、日本等多个国家，彻底打开了国际市场的成长空间。

图 23：公司油膜轴承示意图

大型衬套正在制造中



加工好的部分锥套



资料来源：东方证券研究所

油膜轴承的下游主要面向冶金行业，未来由于受我国钢铁行业固定资产投资增速下滑的影响我们预计公司 2010 年油膜轴承收入将出现小幅下滑。

5.5 煤化工设备

太重是我国最早生产煤气发生炉等煤化工设备的企业之一，2007 年太重煤化工设备生产线投产，目前在常压煤气炉市场占有 20% 的份额，在加压煤气炉市场将占到 30% 的市场份额。

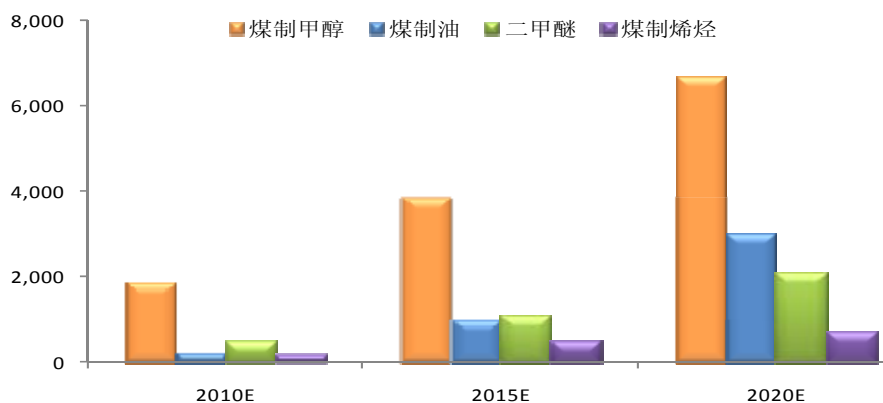
图 24：公司产品之煤气化炉


资料来源：公司公告、东方证券研究所

新型煤化工以生产洁净能源和可替代石油化工的产品为主，如柴油、汽油、航空煤油、液化石油气、乙烯原料、聚丙烯原料、替代燃料（甲醇、二甲醚）等，它与能源、化工技术结合，可形成煤炭—能源化工一体化的新兴产业。煤炭能源化工产业将在中国能源的可持续利用中扮演重要的角色，是今后20年的重要发展方向，这对于中国减轻燃煤造成的环境污染、降低中国对进口石油的依赖均有着重大意义。可以说，煤化工行业在中国面临着新的市场需求和发展机遇。

根据我国煤化工产业中长期发展规划，今后五到十年我国将以陕西、山西、云南和内蒙古为基地，加快推进“煤化工”战略，以减少对国际市场石油产品的依赖，缓解燃煤引起的环境污染。煤化工的长期前景看好。

2010—2012 年煤化工设备业务将预计将进入快速发展阶段，我们预计这块业务的销售收入复合增长率达到50%。由于未来煤化工产业的发展空间很大，我们非常看好此部分业务。

图 25：我国煤化工产业中长期发展规划


资料来源：公司公告、东方证券研究所

5.6 大型铸锻件项目

公司拟投资15亿元建设大型铸锻件国产化研制技术改造项目，项目建设周期2.5年，预计2010年建成。建成后太重将拥有一台1.25 万吨油压机及其配套设备，形成年产5 万吨铸件和6.5 万吨锻件的产能，主要生产电站铸锻件、轧辊、容器等。增发完成后预计将贡献销售收入30 亿元，利润总

额2.5 亿元。大型铸锻件制造能力是重型机械企业综合实力的体现，行业进入门槛高、国内需求强劲、进口替代空间大，项目前景乐观。

图 26：公司产品之大型铸锻件



资料来源：公司公告、东方证券研究所

大型铸锻件需求的增长主要来源于水电风电核电设备、造船锻件以及石化容器的持续增长。

大型铸锻件之火电、水电锻件

大型铸锻件主要包括火电、水电大型铸锻件，其需求与火电、水电未来的装机容量增速紧密相关。“十一五”期间我国电力工业的发展思路是，有序发展水电，优化发展煤电，积极推进核电建设，适度发展天然气发电，鼓励新能源发电，未来风电、核电、水电等新能源发电占比将逐渐上升。

目前火电的发展趋势是向大容量化、超临界、超超临界机组发展。到2008年年底，全国7.93亿千瓦装机容量中火电达到6.01亿千瓦，同比增长8.5%。连续几年在我国的新增装机容量中75%以上是火电。按照现在国际趋势和发展态势，今后我国火电建设速度将会适当放缓。即便如此，未来若干年中每年火电装机也都会维持在大约5000万千瓦。按每台大型燃煤机组平均需要大型锻件250吨、大型铸件150吨计算，预计每年火电需要的大型锻件约为2.5万吨、大型铸件约为1.5万吨。

图 27：2001 年以来我国火电装机容量及其增速



资料来源：东方证券研究所

与发达国家相比,我国的水力资源开发利用程度并不高。根据中国水力发电工程学会工作会议资料,我国2007 年以技术可开发年发电量计算的水电开发程度为19.67%,而发达国家均达到60%以上,我国水力资源开发潜力巨大。根据国家发改委发布的《可再生能源中长期发展规划》,我国到2010 年水电装机容量将达到1.9 亿千瓦,占发电设备总装机容量的25%,开发程度为31%;到2020 年,水电装机容量将达到3 亿千瓦,占发电设备总装机容量的30%,开发程度为55%。

图 28：2001 年以来我国水电装机容量及其增速



资料来源：东方证券研究所

按照2008年水电装机容量1.72亿千瓦,到2020年水电装机容量要达到3亿千瓦,即国内12年内将新增单机容量50万千瓦及以上大型水电机组近300台,每年平均新装25台50万千瓦及以上大型水电机组。按每台大型水电机组需要大型锻件200~240吨,大型铸件150吨计算;每年大型水电铸锻件市场需求约为1万吨。

国际上大型铸锻件主要供应商为日本制钢所、中国一重、克鲁索、斗山重工等。国内具备大型铸锻件生产能力的公司有一重、二重和上重。

公司大型铸锻件的生产能力还比较落后,但公司大型铸锻件项目建成后,锻造设备油压机将达到为1.25万吨,锻件产能也将达到6.5万吨,接近二重的水平。该项目的建成将大幅提高太重的大型铸锻件生产能力,弥补现有不足,提高太重大型铸锻件制造能力在国内的地位,缩小与一重、二重的差距,大幅扩充产品线,为发展核电、风电、造船等新产品提供有力支撑。

5.7 其他业务

太原重工的其他产品包括舞台设备和航天发射装置等,受经济周期影响不大。

卫星发射塔架

太原重工是中国最大的航天发射装置生产基地,已经为酒泉、太原、西昌卫星发射中心生产了数台发射塔架,国内市场占有率85%,中国第一颗人造地球卫星“东方红”号、具有划时代意义的一箭双星、“神舟”号系列载人飞船均由太原重工生产的发射塔架托起升空。

我国是航天大国,太原重工未来将受益于我国航空航天产业的快速发展,预计未来我国卫星的发射数量将保持稳定增长,卫星发射塔架业务想象空间大。

图 29：公司产品之卫星发射塔架

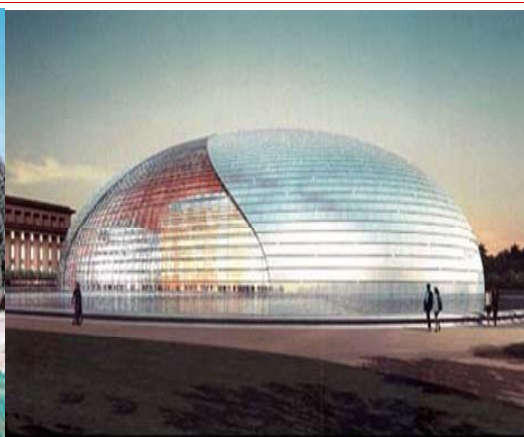
资料来源：公司公告、东方证券研究所

国家大剧院舞台设备

太原重工是中国多功能大型舞台的生产基地之一，承揽了国家大剧院，北京奥运会，深圳世界之窗，北京欢乐谷等多项国家重点工程制造任务，先后为60多个城市和单位提供了500余台、1万余吨的舞台设备。

中国国家大剧院是国内目前建设规模最大、功能最齐全、水平最高的综合性剧院。其中歌剧院舞台设备由日本三菱重工（总包）和太原重工合作制造。太原重工承建的舞台机械设备制造总重量近2000吨，舞台长75.8米，宽51米，高21.5米，技术先进性将达到世界领先水平。

太重作为这两项业务的龙头未来将直接从我国航天发射项目和大型舞台展览项目的建设受益，我们预计这两项业务未来会有很好的发展前景。

图 30：公司产品之舞台设备**国家大剧院壳体钢架结构****国家大剧院夜景图**

资料来源：东方证券研究所

6 公司财务分析

6.1 营业收入分析预测

受金融危机影响，公司2009年营业收入增速由2008年的49.15%下滑至14.49%，2010年将是公司承前启后的关键一年，面对冶金钢铁等下游固定资产投资的不确定性，公司通过产业结构调整和产业结构调整，努力平滑行业周期，经营目标是实现营业收入95亿元以上，努力实现利润的稳定增长。目前在手订单已经超过100亿元，基本可以超额完成全年经营目标。

伴随着公司产业结构调整和产业结构调整的逐步到位，以及天津临海基地的即将建成投产，我们判断公司2011年开始有望步入下一个高增长周期。

公司营业收入分析预测

(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
起重设备	211180.19	211180.19	232298.21	267142.94
增长	5.09%	0.00%	10.00%	15.00%
挖掘机	176514.04	264771.06	397156.59	595734.89
增长	57.70%	50.00%	50.00%	50.00%
轧锻设备	174383.16	200540.63	220594.69	231624.43
增长	39.05%	15.00%	10.00%	5.00%
火车轮	74618.42	85811.18	102973.41	133865.44
增长	7.96%	15.00%	20.00%	30.00%
铸锻件	50092.68	60111.22	84155.71	126233.56
增长	-4.60%	20.00%	40.00%	50.00%
减速机	27918.15	25126.34	27638.97	33166.76
增长	-35.47%	-10.00%	10.00%	20.00%
火车轴	26146.65	30068.65	36082.38	46907.10
增长	0.43%	15.00%	20.00%	30.00%
油膜轴承	25065.84	22559.26	22559.26	23687.22
增长	-13.94%	-10.00%	0.00%	5.00%
煤化工设备	23507.54	35261.31	52891.96	79337.94
增长	58.54%	50.00%	50.00%	50.00%
其他设备	14144.75	21217.12	42434.24	127302.73
增长	42.18%	50.00%	100.00%	200.00%
营业总收入	806888.50	960319.05	1222914.39	1669707.96
增长	14.49%	19.02%	27.34%	36.54%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

6.2 毛利率水平分析预测

公司毛利率水平与钢材等原材料价格敏感度较高，我们判断未来三年钢材等原材料价格的总体趋势是稳中有降，因此，公司各产品毛利率水平将趋于稳定。总体毛利率水平小幅走高的原因是挖掘机、其他设备、火车轮和火车轴等毛利率相对较高产品占比逐年上升拉动所致。

公司毛利率水平分析预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
轧锻设备	10.71%	11.00%	11.00%	11.00%

火车轴	10.10%	10.00%	10.00%	10.00%
火车轮	21.93%	22.00%	22.00%	22.00%
油膜轴承	20.32%	20.00%	20.00%	20.00%
起重设备	12.21%	12.50%	12.50%	12.50%
减速机	10.86%	11.00%	11.00%	11.00%
挖掘机	16.35%	16.50%	16.50%	16.50%
煤化工设备	10.98%	11.00%	11.00%	11.00%
铸锻件	11.49%	11.50%	11.50%	11.50%
其他设备	27.21%	27.00%	27.00%	27.00%
合计	14.10%	14.49%	14.82%	15.52%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

6.3 期间费用分析预测

我们判断公司未来三年期间费用占营业收入比例将随着财务费用的逐步走低而呈现小幅下降趋势。

公司期间费用分析预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业税金及附加	3260.93	3680.14	4669.73	6445.45
占营业收入比例	0.40%	0.38%	0.38%	0.39%
销售费用	16640.45	19982.08	24519.69	34059.01
占营业收入比例	2.06%	2.08%	2.01%	2.04%
管理费用	24946.22	29769.89	37910.35	51760.95
占营业收入比例	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%
财务费用	7028.79	6793.14	5921.01	4960.38
占营业收入比例	0.87%	0.71%	0.48%	0.30%
合计占营业收入比例	6.43%	6.27%	5.97%	5.82%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

6.4 盈利能力分析预测

2007年以来，公司净利润率连续三年小幅走高，2009年为6.86%，这主要得益于公司的产品结构调整，和有效的转移了钢材等原材料价格波动影响。我们判断未来三年公司净利润率水平仍将持续小幅走高的趋势，主要原因有：

- ◆ 公司通过产业结构调整和产品结构调整将拉动毛利率水平小幅走高；
- ◆ 财务费用占比的逐步走低将拉动公司期间费用占比呈现小幅下降趋势；
- ◆ 钢材等原材料价格的总体趋势将稳重有降，公司仍将具有转嫁成本波动影响的能力。

公司盈利能力分析预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	14.10%	14.49%	14.82%	15.52%
营业利润率	7.67%	8.22%	8.85%	9.70%
税前利润率	6.86%	7.79%	8.56%	9.30%
净利润率	6.86%	7.40%	7.87%	8.37%
EPS（元）	0.77	0.99	1.35	1.95

资料来源：公司公告、东方证券研究所

7 风险因素和催化剂

7.1 风险因素

- ◆ 钢材等原材料成本占公司产品成本比例 50%以上，因此，钢材等原材料价格波动对公司盈利能力影响的不确定性，是公司面临的第一风险因素。
- ◆ 国际国内宏观经济波动，尤其是国内宏观调控对钢铁冶金等下游固定资产投资影响的不确定性，是公司面临的第二风险因素。
- ◆ 天津临港基地建设项目决定着公司 2011 年以后的高增长，其达产期的不确定性和产品市场拓展的不确定性是公司面临的第三风险因素。
- ◆ 公司拟非公开增发的高速列车轮轴国产化项目，还存在和谐号 CRH3 型动车车轮车轴等产品研发，以及取得铁道部产品认证等不确定性，这是公司面临的第四风险因素。

7.2 催化剂

- ◆ 2010 年中报和年报业绩超预期，是公司股价的第一重大催化剂。
- ◆ 国家关于大力发展新能源等相关扶植政策的推出，是公司股价的第二重大催化剂。
- ◆ 新接订单超预期，是公司股价的第三重大催化剂。

8 估值与投资建议

8.1 相对估值

横向估值比较显示，公司估值水平无论是相对于市场平均水平还是东方重机行业，均明显低估。

公司相对估值分析之横向比较

(倍)	2009PE	2009PB	2009PS	2009ROE(%)	E2010PE
全部 A 股	20.61	2.83	1.98	13.74	15.56
沪深 300	17.00	2.45	1.78	14.87	13.41
东方机械大市值指数	26.14	3.86	1.57	16.65	18.80
东方重机行业	31.12	3.09	2.00	11.89	23.32
太原重工	15.30	2.77	1.05	18.13	11.91

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

纵向估值比较显示，2008 年公司最低估值水平在 11.16 倍 PE，2009 年公司最低估值水平在 16.94PE 倍，目前估值水平 11.91 倍 PE。过去两年公司估值中枢约在 22 倍 PE 左右。

公司相对估值分析之纵向比较

PE (倍)	区间最高	区间最低	区间平均
2008	44.63	11.16	21.36
2009	34.74	16.94	22.44
E2010	18.03	11.42	14.80

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

8.2 绝对估值

公司绝对价值 17.18 元，敏感性分析显示，公司股价的合理波动区间在 13.80 元—29.72 元之间。

- ◆ 无风险利率我们选择七年期国债利率，永续期取 4.5%；
- ◆ 股本溢价基数由目前市场 PE 水平算出，永续期取 7%；
- ◆ 债务溢价基数由银行长期大款利率（三年期）减去同期无风险利率得出，永续期取 2%；
- ◆ 公司永续期资产负债率取 50%，公司永续期营业收入增长率为 3%；
- ◆ 永续期股本成本为 11.49%，永续期 WACC 为 8.18%。

太原重工 WACC 分析

绝对估值	历史数据	显性期				衰退期				永续期
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
无风险利率	3.22%	2.92%	3.14%	3.37%	3.62%	3.89%	4.19%	4.50%	4.50%	
BETA	1.05	1.17	1.14	1.11	1.08	1.05	1.03	1.00	1.00	
全 A 股 PE	28.55	20.61	18.64	16.91	15.39	14.04	12.84	11.77	11.77	
股本溢价	3.28%	4.93%	5.23%	5.54%	5.87%	6.23%	6.60%	7.00%	7.00%	
股本成本	6.67%	8.69%	9.10%	9.53%	9.98%	10.46%	10.96%	11.50%	11.50%	
债务溢价	2.18%	2.48%	2.39%	2.31%	2.23%	2.15%	2.07%	2.00%	2.00%	
债务成本	5.40%	5.13%	5.09%	5.11%	4.39%	4.53%	4.69%	4.87%	4.87%	
资产负债率	71.62%	69.86%	69.22%	69.43%	63.96%	58.93%	54.29%	50.01%	50.01%	
WACC	5.76%	6.20%	6.32%	6.46%	6.40%	6.97%	7.56%	8.18%	8.18%	

资料来源：东方证券研究所

公司绝对价值 17.18 元，敏感性分析显示，公司股价的合理波动区间在 13.80 元—29.72 元之间。

太原重工绝对价值敏感性分析

		营业收入增长率							
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
资本成本 (WACC)	6.18%	20.70	22.99	26.71	33.84	53.06	285.84	(49.14)	(16.01)
	6.68%	19.04	20.74	23.35	27.92	37.92	77.32	(129.57)	(22.99)
	7.18%	17.66	18.92	20.80	23.86	29.72	45.52	236.84	(38.48)
	7.68%	16.47	17.43	18.80	20.90	24.58	32.65	64.42	(102.39)
	8.18%	15.46	16.18	17.18	18.66	21.06	25.68	38.12	188.75
	8.68%	14.58	15.12	15.85	16.89	18.50	21.31	27.47	51.75
	9.18%	13.80	14.20	14.73	15.47	16.55	18.32	21.71	30.85
	9.68%	13.12	13.41	13.78	14.29	15.02	16.14	18.10	22.39
	10.18%	12.51	12.71	12.97	13.31	13.78	14.48	15.63	17.82

资料来源：东方证券研究所

8.3 投资评级

新市场领域和出口的拓展，是公司传统业务平滑周期实现稳定增长的主要驱动因素，天津临港基地项目和高速列车轮轴国产化项目，是公司启动新一轮高增长的双引擎。我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 36.15%。

鉴于公司未来的高增长潜力，综合相对估值和绝对估值，我们给予公司股价 0.5 倍 PEG 和 18.07 倍 PE 估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的价格为 17.98 元，公司绝对价值 17.18 元，目前股价明显低估，投资评级买入。

附表 1：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)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	8068.89	9603.19	12229.1	16697.0	税后利润	553.75	711.04	962.79	1397.49
营业成本	6930.88	8211.28	10417.0	14104.9	经常性现金支出	299.57	281.64	294.24	344.52
主营业务税金及附	32.61	36.80	46.70	64.45	非经常性现金支出	(6.56)	20.05	20.77	24.25
销售费用	166.40	199.82	245.20	340.59	营运资金变动	(792.16)	(255.36)	(499.16)	(981.36)
管理费用	249.46	297.70	379.10	517.61	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	70.29	67.93	59.21	49.60	经营活动现金净流	54.60	757.38	778.63	784.90
营业利润	619.24	789.66	1081.88	1619.87	资本开支	324.42	474.94	474.04	169.68
非经常性损益	(65.49)	(41.19)	(35.38)	(67.10)	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	553.75	748.47	1046.51	1552.77	投资活动现金净流	(324.42)	(474.94)	(474.04)	(169.68)
所得税	0.00	37.42	83.72	155.28	贷款增加	578.00	(30.00)	(27.00)	(24.30)
净利润	553.75	711.04	962.79	1397.49	支付股利利息	(103.48)	(7.98)	(77.55)	(152.67)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他融资	581.17	0.72	(23.30)	(22.65)
归属母公司净利润	553.75	711.04	962.79	1397.49	筹资活动现金净流	477.69	(181.72)	(262.41)	(339.94)
EPS (元/股)	0.77	0.99	1.35	1.95	现金净流量	207.88	100.72	42.18	275.27
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	1471.74	1679.62	1780.33	1822.51
					现金期末余额	1679.62	1780.33	1822.51	2097.79
	2009	2010E	2011E	2012E	比率分析				
货币资金	1679.62	1780.33	1822.51	2097.79		2009	2010E	2011E	2012E
应收账款票据	5271.17	5978.60	7569.69	10215.3	增长能力				
存货	1886.56	2173.22	2806.47	3862.02	营收增长率(%)	14.49%	19.02%	27.34%	36.54%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	22.46%	20.89%	30.81%	42.13%
流动资产合计	9138.04	10562.7	12888.5	17102.0	EBIT 增长率(%)	25.09%	24.37%	33.06%	46.30%
长期投资	1.16	1.16	1.16	1.16	净利润增长率(%)	22.41%	28.41%	35.40%	45.15%
固定资产	1499.31	1442.09	1704.25	1971.27	盈利能力				
在建工程	127.90	512.79	551.28	255.13	毛利率(%)	14.10%	14.49%	14.82%	15.52%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	6.86%	7.40%	7.87%	8.37%
非流动资产合计	1628.37	1930.98	2230.74	2197.25	EBITDA 利润率(%)	10.30%	10.46%	10.75%	11.19%
资产总计	10766.4	12493.7	15119.3	19299.3	ROA(%)	5.14%	5.69%	6.37%	7.24%
循环借款	1362.00	1217.54	1082.97	942.65	ROE(%)	18.13%	18.88%	20.69%	23.69%
应付账款	4452.55	5098.72	6248.36	8153.15	ROIC(%)	15.75%	15.25%	17.32%	20.31%
预收账款	1207.49	1392.46	1773.23	2421.08	偿债能力				
其他应付款	127.54	318.24	564.82	933.07	资产负债率(%)	71.62%	69.86%	69.22%	69.43%
流动负债合计	7324.39	8370.65	10136.3	13094.2	流动比率(倍)	1.25	1.26	1.27	1.31
非流动负债合计	386.98	356.98	329.98	305.68	速动比率(倍)	0.95	0.93	0.93	0.94
负债合计	7711.37	8727.62	10466.3	13399.9	价值评估				
股本	714.84	714.84	714.84	714.84	P/B(倍)	4.07	2.25	1.82	1.44
资本公积	959.52	1101.73	1294.29	1573.78	P/E(倍)	22.46	11.91	8.80	6.06
未分配利润	1217.07	1750.36	2396.55	3293.56	EV/收入(倍)	1.54	0.85	0.65	0.45
股东权益	3055.05	3766.09	4652.98	5899.37	EV/EBITDA(倍)	14.94	8.14	6.07	4.03
负债和股东权益	10766.4	12493.7	15119.3	19299.3	EV/EBIT(倍)	18.01	9.54	6.99	4.51

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn