

分析师： 刘元瑞

执业证书编号：

S0490209080266

联系人： 吕越超 (8621) 68751765 lvyc@cjsc.com.cn

业绩超预期，多元经营彰显稳健优势

事件描述

2010年8月11日太原重工公布了2010年半年报，公司中期主要经营业绩如下：

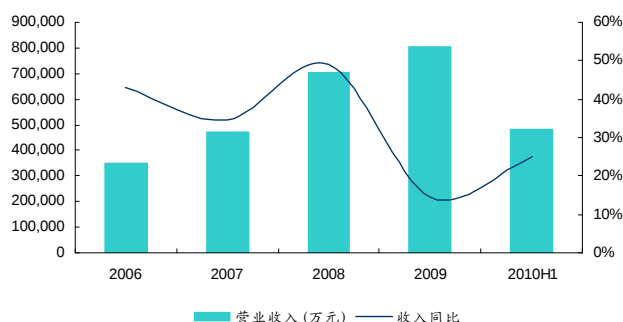
2010年上半年公司实现营业收入48.35亿元，同比增长25.05%；实现归属于母公司净利润3.55亿元，同比增长28.60%，基本每股收益0.496元，业绩略高于市场预期，符合我们前期预期，对此我们有如下点评：

事件评论

第一，对冶金行业依赖程度低，公司收入、利润增长超预期

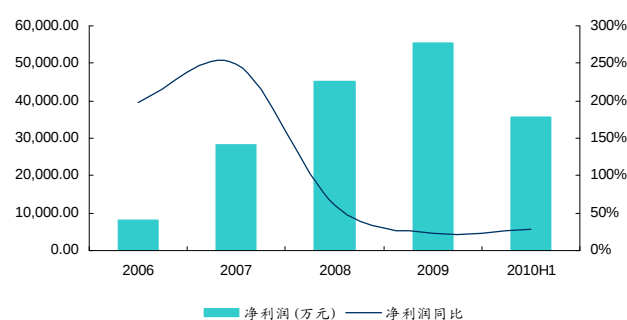
2010年上半年公司实现营业收入48.35亿元，同比增长25.05%，实现归属于母公司净利润3.55亿元，同比增长28.60%；业绩超出市场预期。不同于一重、二重，公司对冶金行业依赖程度低，报告期内轧锻设备和火车轮轴收入分别大幅增长44.14%和91.00%，是公司业绩增长的主要动力。

图 1：公司营业收入同比增长 25.05%



资料来源：长江证券研究所

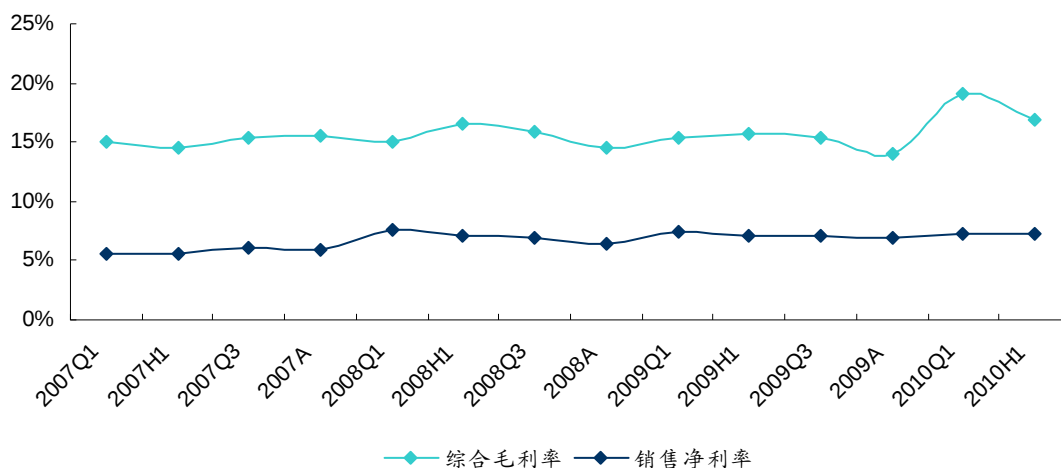
图 2：公司净利润同比提高 28.6%



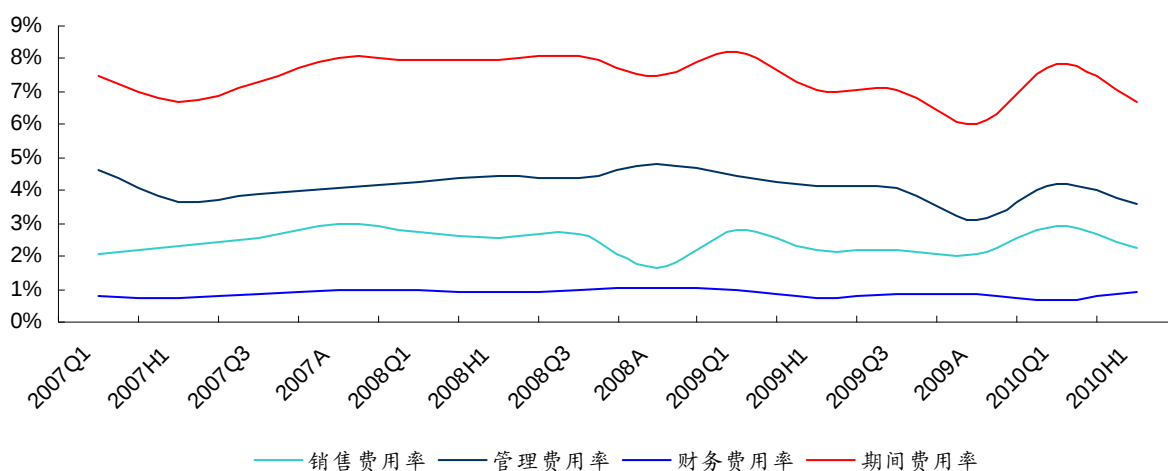
资料来源：长江证券研究所

公司上半年综合毛利率16.87%，较一季度下降2.28%，较去年同期小幅增长1.1%；上半年公司期间费用率较一季度下降1.1%，与去年同期基本持平，仍处历史较高水平；净利润率7.34%，较一季度提高0.15%，较去年提高0.21%。

报告期末公司应收账款53.9亿元，较年初微增23.6%，计提坏账损失7,680万，较去年同期增加37.4%；公司预收款项9.67亿元，较年初下降2.4亿元，但公司新增订货68.8亿元，同比增长31%，说明公司订单饱满。

图 3：公司综合毛利率和销售净利率变动


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：公司期间费用率处历史高位


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，在手订单大幅增长，结构优化，业务调整显成效

当前我国的重机行业正处在转型期，钢铁行业严重的产能过剩抑制了传统冶金设备的需求，国家经济结构调整、重点领域建设和投资拉动带动了资源、能源、交通等行业的发展，公司矿山采掘、风电、铁路装备、大中型压机等继续保持较快增长。

分产品来看，公司业务呈现转型期特征，产品喜忧参半，起重设备收入下降，火车轮轴、矿山采掘收入大幅增长。

- 受益于铁路装备投资增加，公司火车轮轴业务合计销售收入同比增长 91%，达到 6.1 亿元，收入占比提高到 12.6%，毛利率基本稳定；
- 受益于管轧设备和大中型液压机交付加快，公司锻压设备收入同比大幅增长 44.14%，毛利率基本稳定
- 受益于露天煤矿的加速开采，公司挖掘焦化设备收入同比增长 25.64%，大型化设备比重提高，毛利率较去年同

期提高 4.8%;

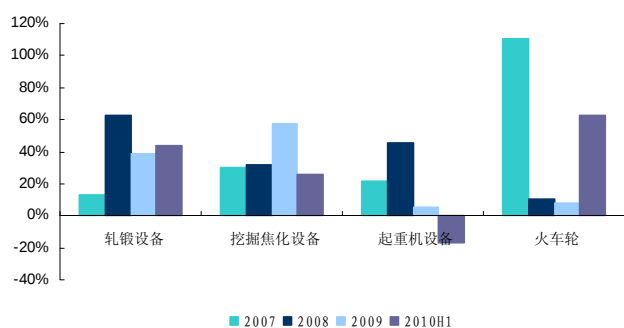
- 受钢铁行业投资不景气影响, 公司起重设备收入同比下降 16.86%, 但受益于成套设备增加, 毛利率小幅提高 2.78%;

表 1: 公司 2010 年上半年主要产品收入和毛利率变动 (%)

分产品	营业收入 (万元)	营业收入 YOY	毛利率 (%)	毛利率同期增减 (%)
轧锻设备	117,394.22	44.14	16.74	0.51
挖掘焦化设备	110,061.27	25.64	23.68	4.8
起重设备	102,042.75	-16.86	13.7	2.78
火车轮	42,406.84	62.52	20.75	-5.06

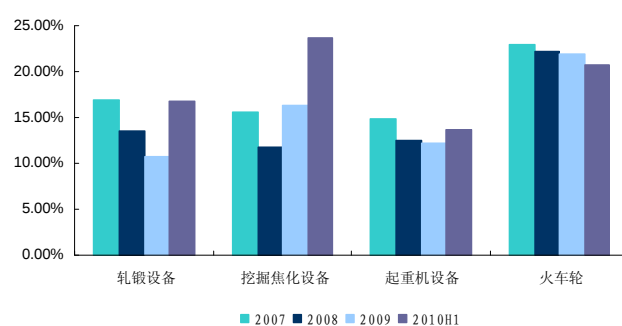
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 公司分产品收入同比增长率变动



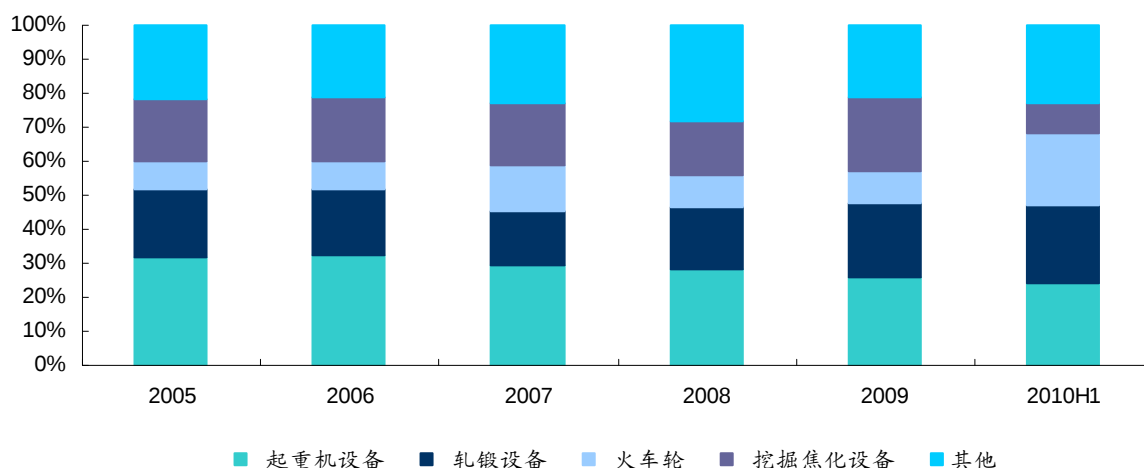
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 公司分产品毛利率变动



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 7: 公司业务结构变动



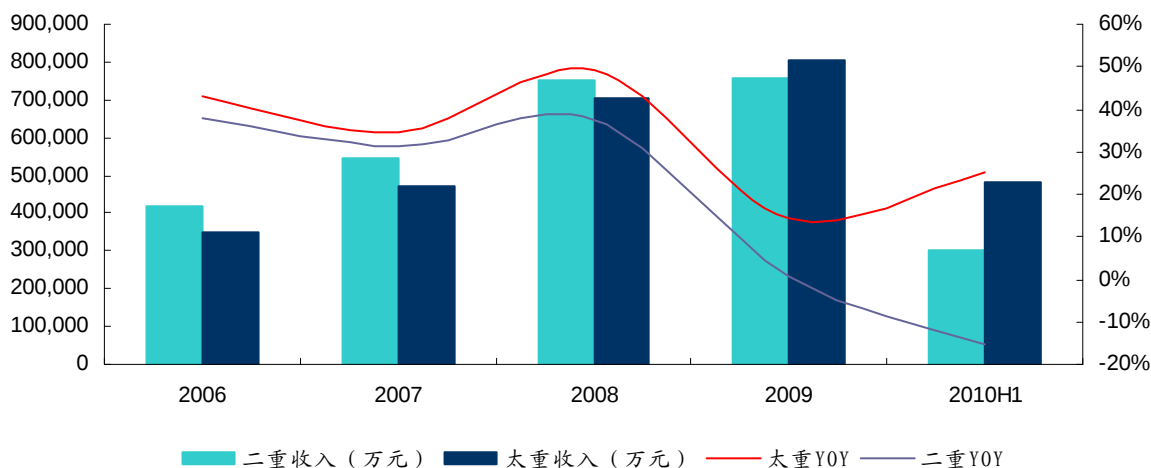
资料来源: 长江证券研究部

公司的订货结构明显优化, 结构转型初现成效。上半年累计新增订货 68.8 亿元, 同比增长 31%, 其中挖掘焦化、轧钢锻压、轮轴、铸锻等产品订货情况增长良好, 与冶金相关的起重机和油膜轴承则同比下降。尤其值得一提的是, 公司在成套项目方面取得了重大突破, 签订了一批重大订货项目, 使得重大项目累计订货占比达到 58%。另外, 公司出口订货呈现恢复性增长, 目前新增订货已经超过了去年全年水平。公司推动结构调整取得了成效。

第三，看好公司多元经营模式，抵御风险

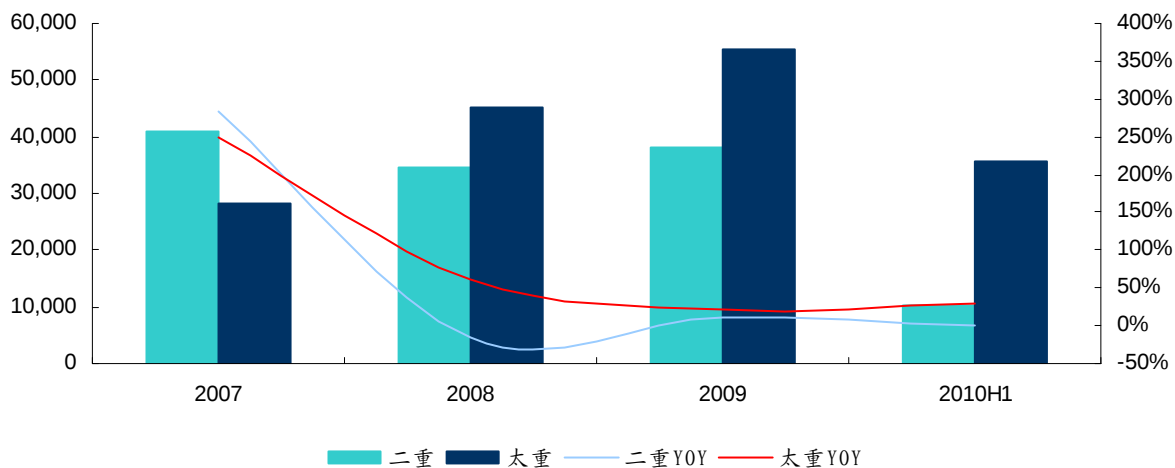
在下游钢铁行业产能严重过剩，中国重机行业处于转型期的大背景下，我们看好公司多元经营模式，抵御行业周期性波动风险。公司业务多达十余种，下游广泛涉猎电力设备、铁路装备、冶金、煤矿开采等行业，有效的摆脱了对单一行业过度依赖的风险，相比于一重、二重，公司的业绩增长更加稳健。

图 8：太重与二重收入变动比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

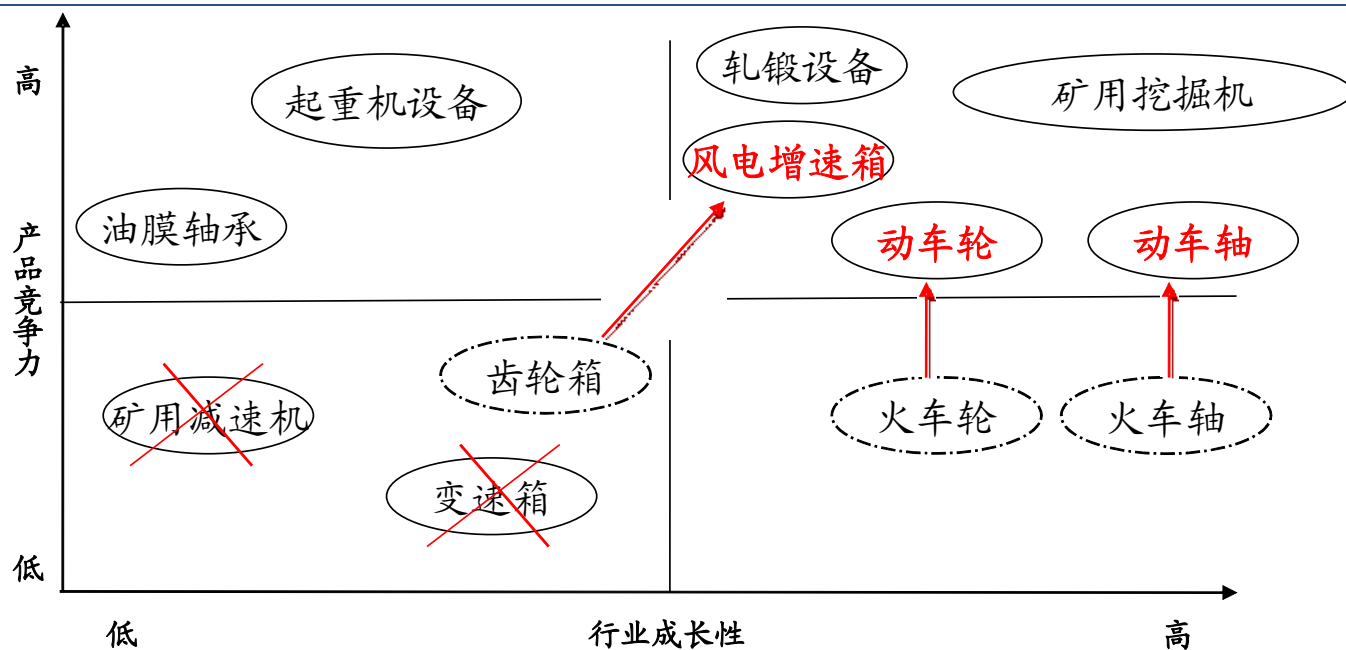
图 9：太重与二重净利润（万元）及同比变动比较



资料来源：长江证券研究部

公司在秉承多元化经营战略的同时又不断的调整产品结构，将产品聚焦到下游高成长子行业。一方面，公司保持在轧锻设备、起重设备和油膜轴承等传统优势业务的优势；另一方面，公司紧跟行业发展，不断研发新品拓展高成长的子行业，通过拓展风电增速箱进军风电行业，拟增发募资研发动车轮轴进军高铁行业，加大大型矿用挖掘机研发进一步拓展露天煤矿开采行业等。我们看好公司未来挖掘焦化设备、风电增速箱和火车轮轴（包括拟增发的动车轮轴项目）的未来发展。

图 10：公司业务结构调整图



资料来源：长江证券研究部

我们认为，公司主要产品皆为细分子行业龙头，竞争优势明显；多元经营战略有利于业绩的稳健增长；通过产品结构调整将竞争优势相对较弱的产品聚焦到高成长子行业，公司未来业绩看好。

第四，看好公司产品结构优化和多元竞争战略，给予“谨慎推荐”评级

预计 2010—2012 年公司 EPS 分别为 1.02、1.27 和 1.633 元，对应 PE 分别为 12.57、10 和 7.8 倍，我们看好公司的产品结构优化和多元化竞争战略的发展前景，相对于 13.5 的增发底价，目前的估值仍具有一定的安全边际，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8069	10003	12086	14363	货币资金	1680	1000	1209	1738
营业成本	6931	8523	10327	12231	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1138	1479	1760	2132	应收账款	4412	5484	6579	7777
% 营业收入	14.1%	14.8%	14.6%	14.8%	存货	1887	2324	2816	3335
营业税金及附加	33	40	49	58	预付账款	301	382	463	548
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	166	210	266	316	流动资产合计	9138	10191	12275	14837
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	249	360	435	517	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	1	87	114	162
财务费用	70	52	25	14	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.5%	0.2%	0.1%	固定资产合计	2506	2399	2302	2216
资产减值损失	77	88	93	99	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	6	27	52	递延所得税资产	0	1	1	1
营业利润	543	734	918	1180	其他非流动资产	-879	-879	-879	-879
% 营业收入	6.7%	7.3%	7.6%	8.2%	资产总计	10766	11799	13812	16338
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	1362	435	124	0
利润总额	554	734	918	1180	应付款项	4453	5443	6595	7811
% 营业收入	6.9%	7.3%	7.6%	8.2%	预收账款	1207	1500	1813	2154
所得税费用	0	7	9	12	应付职工薪酬	140	170	216	268
净利润	554	727	909	1168	应交税费	128	191	232	279
归属于母公司所有者的净利润	553.7	726.9	909.1	1167.9	其他流动负债	35	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	7324	7739	8979	10512
EPS (元/股)	0.77	1.02	1.27	1.63	长期借款	300	300	300	300
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	55	589	802	986	其他非流动负债	87	87	87	87
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	7711	8126	9366	10899
长期股权投资	0	-80	0	0	归属于母公司所有者权益	3055	3673	4446	5438
无形资产投资	0	0	0	0		0	0	0	0
固定资产投资	-324	-100	-121	-144	少数股东权益	3055	3673	4446	5438
其他	0	0	0	0	股东权益	10766	11799	13812	16338
投资活动现金流净额	-324	-180	-121	-144	负债及股东权益	17768	17989	20492	22997
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.775	1.017	1.272	1.634
银行贷款增加 (减少)	578	-927	-311	-124	BVPS	4.27	5.14	6.22	7.61
筹资成本	103	-161	-161	-189	PE	16.50	12.57	10.05	7.82
其他	-207	0	0	0	PEG	0.58	0.45	0.36	0.28
筹资活动现金流净额	475	-1088	-473	-313	PB	2.99	2.49	2.05	1.68
现金净流量	205	-679	208	529	EV/EBITDA	12.08	8.93	7.19	5.41
					ROE	18.1%	19.8%	20.4%	21.5%

分析师介绍

吕越超，上海交通大学机械与动力工程学院工学学士，上海财经大学金融学硕士，目前在长江证券从事机械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。