

太原重工 (600169.SH)

重型机械行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

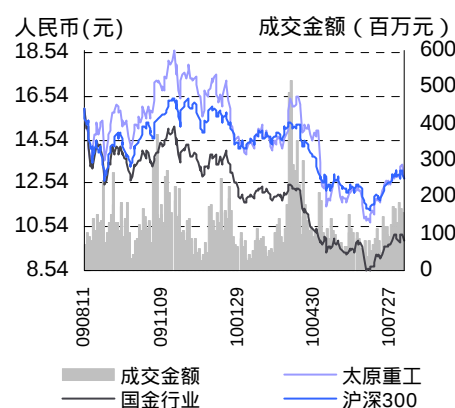
市价（人民币）：12.79 元

业绩好于预期，股价明显低估

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	487.55
总市值(百万元)	9,142.75
年内股价最高最低(元)	18.64/10.72
沪深 300 指数	2832.64
上证指数	2595.27



相关报告

1. 《业务多元化降低周期性,高铁轮对前景看好》, 2010.5.14
2. 《业绩平稳增长》, 2010.4.29
3. 《定向增发募集资金投向高铁轮对业务》, 2010.4.7

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.633	0.775	1.016	1.201	1.407
每股净资产(元)	5.65	4.27	5.29	6.39	7.55
每股经营性现金流(元)	1.02	0.08	0.40	0.80	0.78
市盈率(倍)	22.44	22.46	12.59	10.65	9.09
行业优化市盈率(倍)	15.22	19.88	19.88	19.88	19.88
净利润增长率(%)	60.67%	22.41%	31.16%	18.25%	17.12%
净资产收益率(%)	17.93%	18.13%	19.21%	18.80%	18.64%
总股本(百万股)	446.77	714.84	714.84	714.84	714.84

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

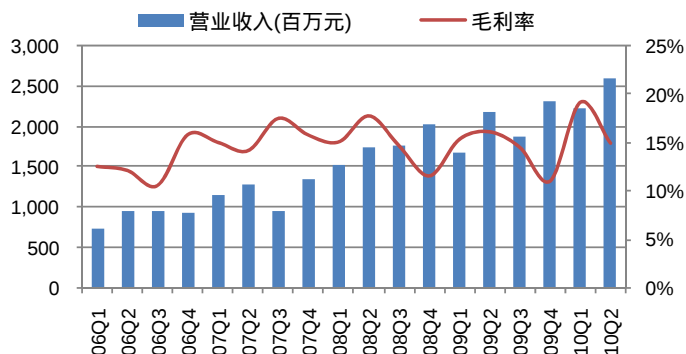
- 上半年公司实现营业收入 4,835 百万元，同比增长 25.05%；归属母公司股东的净利润 355 百万元，同比增长 28.60%，EPS 为 0.496 元。公司业绩好于市场预期，主要是上半年毛利率有较为明显的提升。

经营分析

- **业务结构优化推动盈利能力提升**：上半年公司收入增长主要来自轧锻设备（44%，同比增幅，下同）、火车轮（63%）、铸锻件（61%）和齿轮传动机械业务（160%），而起重机业务收入受订单下滑影响，同比减少 17%。因收入结构优化，上半年公司综合毛利率达到 16.87%，比去年同期的 15.77% 有所提升，更高于去年全年的 14.10%。其中挖掘焦化设备毛利率达到 23.68%，轧锻设备毛利率为 16.74%，与去年同期相比分别增加 4.8 和 0.5 个百分点，比 09 年全年高出 6-7 个百分点，对盈利能力提升贡献显著。
- **订单形势良好**：上半年公司新增订单 6,880 百万元（含税），同比增长 31%，其中轧锻设备、轮轴、铸锻等产品订单增长良好，起重机和出口订货也呈恢复性增长，尤其是出口订单已超过 09 年全年。
- **产值创出新高**：公司 6 月份产值突破 10 亿元，4,500 吨水压机的锻件产量连续两月突破 3000 吨，目前公司达到月产大型压机 3 台、大型挖掘机 2 台、火车轮 2.1 万片，车轴 0.7 万根的水平，产能有较大提高。
- **应收账款有待控制，经营性现金流尚可**：2 季度末公司应收账款达到 5,385 百万元，较年初增加了 1,027 百万元，周转率水平较低，有待加强控制。上半年公司经营性现金流为 206 百万元，虽低于净利润，但较去年同期增长 72%，改善程度明显。
- **高铁轮对项目值得期待**：10 年 4 月，公司公布了非公开增发预案，准备投资 1,686 百万元，建设高铁轮对项目，计划形成年产 30 万片高速列车车轮、年产 1 万根高速车轴精加工生产能力，鉴于公司在车轮、车轴制造上的综合优势，该项目的投产将会给公司带来较好效益。

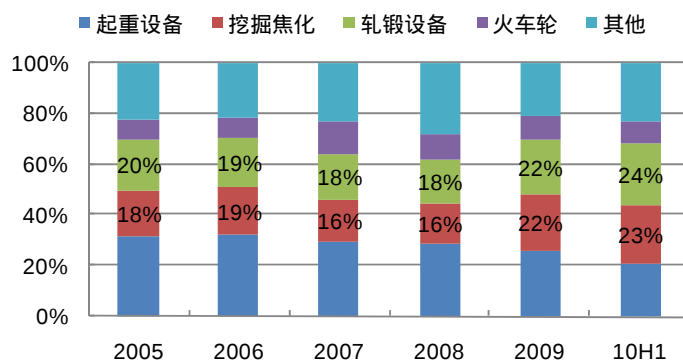
- 目前，公司已形成了起重设备、挖掘焦化设备、轧锻设备、火车轮对等 4 项支柱业务，其下游从主要依赖冶金行业向采矿、铁路、风电等多领域发展，上半年的营业收入构成中，挖掘焦化设备、轧锻设备所占比重分别达到 23%和 24%，超过了传统优势产品起重设备，而随着市场的开拓，这两项业务的毛利率也不断提升，对公司利润增长贡献明显。

图表1：单季度营业收入和毛利率

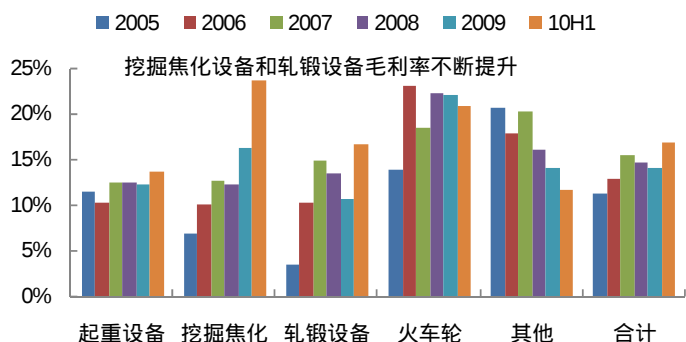


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：营业收入的构成

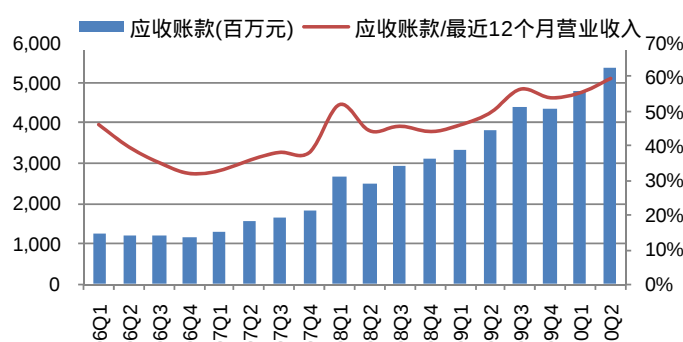


图表3：各项业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：应收账款及其相对于销售收入的比例



- 此外公司还重点开发核电站所用核环吊、矿山设备领域的半移动破碎站和 15 立方的液压挖掘机，以及高铁动车的齿轮箱等新产品，新业务的发展对公司有两方面的意义，一是降低了对单一下游行业的依赖，从而降低了经营的周期波动性；二是促进公司盈利能力的提升。

盈利预测和投资建议

- 根据上半年订单和盈利能力情况，我们调高了对公司的收入和利润预测，10-11 年的 EPS 预测由原先的 0.93 和 1.13 元调整为 1.02 和 1.20 元，目前公司股价对应 10 年 12.54 倍 PE。
- 公司 10 年的营业收入与同属重型机械企业的中国一重、二重重装相近，但总市值差距较大，即使考虑公司的盈利能力和新业务的发展情况不如前两者，我们认为公司股价仍明显低估，给予 15-18 倍 PE10，未来 6-12 个月目标价格 15.24-18.29 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险。对于重型机械企业，原材料成本所占比重较高，如果价格上涨过快，将会影响公司现有订单的盈利能力。
- 高铁轮对产品没有通过铁道部认证的风险。

图表5：分项业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
起重机						
销售收入(百万元)	1,402.45	2,009.59	2,111.80	1,900.62	1,710.56	1,710.56
增长率(YOY)	24.01%	43.29%	50.59%	-10.00%	-10.00%	0.00%
毛利率	12.53%	12.51%	12.21%	12.50%	12.50%	12.50%
销售成本(百万元)	1,226.72	1,758.28	1,853.99	1,663.04	1,496.74	1,496.74
增长率(YOY)	20.84%	43.33%	51.13%	-10.30%	-10.00%	0.00%
毛利(百万元)	175.73	251.31	257.81	237.58	213.82	213.82
增长率(YOY)	51.77%	43.01%	46.71%	-7.85%	-10.00%	0.00%
占总销售比重	29.68%	28.51%	26.17%	19.60%	15.76%	14.36%
占主营业务利润比重	24.01%	24.41%	22.65%	15.96%	12.39%	11.07%
轧钢设备						
销售收入(百万元)	850.28	1,254.13	1,743.83	2,354.17	2,707.30	2,842.66
增长率(YOY)	24.59%	47.50%	105.09%	35.00%	15.00%	5.00%
毛利率	14.86%	13.57%	10.71%	13.50%	14.00%	14.00%
销售成本(百万元)	723.92	1,063.93	1,557.03	2,036.31	2,328.22	2,444.63
增长率(YOY)	18.16%	49.73%	115.08%	30.78%	14.34%	5.00%
毛利(百万元)	126.35	170.20	186.80	317.86	379.08	398.03
增长率(YOY)	81.02%	34.71%	47.84%	70.16%	19.26%	5.00%
占总销售比重	17.99%	17.80%	21.61%	24.27%	24.95%	23.86%
占主营业务利润比重	17.26%	16.53%	16.41%	21.35%	21.97%	20.61%
挖掘装载机						
销售收入(百万元)	771.24	1,119.27	1,765.14	2,206.43	2,537.39	2,791.13
增长率(YOY)	18.02%	45.13%	128.87%	25.00%	15.00%	10.00%
毛利率	12.61%	12.25%	16.35%	19.50%	20.50%	21.50%
销售成本(百万元)	673.99	982.18	1,476.53	1,776.16	2,017.21	2,191.02
增长率(YOY)	14.81%	45.73%	119.07%	20.29%	13.57%	8.62%
毛利(百万元)	97.25	137.09	288.61	430.26	520.18	600.11
增长率(YOY)	46.27%	40.96%	196.76%	49.08%	20.90%	15.37%
占总销售比重	16.32%	15.89%	21.88%	22.75%	23.38%	23.43%
占主营业务利润比重	13.29%	13.31%	25.36%	28.90%	30.14%	31.08%
火车轮						
销售收入(百万元)	627.51	691.18	746.18	970.04	1,164.05	1,396.86
增长率(YOY)	110.61%	10.15%	18.91%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	18.54%	22.27%	21.93%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本(百万元)	511.17	537.29	582.53	756.63	907.96	1,089.55
增长率(YOY)	123.08%	5.11%	13.96%	29.89%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	116.34	153.90	163.65	213.41	256.09	307.31
增长率(YOY)	69.09%	32.28%	40.66%	30.40%	20.00%	20.00%
占总销售比重	13.28%	9.81%	9.25%	10.00%	10.73%	11.72%
占主营业务利润比重	15.89%	14.95%	14.38%	14.33%	14.84%	15.91%
油膜轴承						
销售收入(百万元)	198.42	291.25	250.66	162.93	146.64	161.30
增长率(YOY)	10.22%	46.78%	26.33%	-35.00%	-10.00%	10.00%
毛利率	21.56%	21.86%	20.32%	21.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	155.64	227.58	199.73	128.71	117.31	129.04
增长率(YOY)	16.12%	46.22%	28.33%	-35.56%	-8.86%	10.00%
毛利(百万元)	42.78	63.67	50.93	34.21	29.33	32.26
增长率(YOY)	-7.00%	48.83%	19.05%	-32.82%	-14.29%	10.00%
占总销售比重	4.20%	4.13%	3.11%	1.68%	1.35%	1.35%
占主营业务利润比重	5.84%	6.18%	4.48%	2.30%	1.70%	1.67%