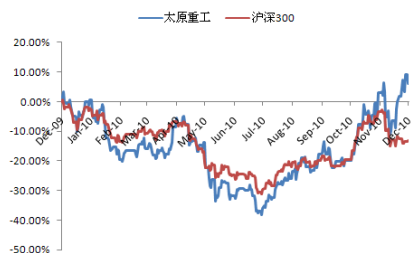


轨道交通主题研究报告

合理估值: 25-27.4 元 首次评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
太原重工	3.0	28.7	6.2
沪深 300	-10.1	6.4	-13.1

市场数据 2010-12-6

当前价格 (元)	18.46
52 周价格区间 (元)	10.11-19.27
总市值 (百万)	13195.87
流通市值 (百万)	9000.22
总股本 (万股)	71483.59
流通股 (万股)	48755.23
日均成交额 (百万)	164.67
近一月换手 (%)	94.95

分析师

孙林

执业编号: S0350210090006

电话: 0755-83716909

邮件: sunl@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 定向增发项目即将启动。高速列车轮轴国产化项目瞄向中国高铁的速度。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 20.1 亿元,利润3.76 亿元,投资回收期6-8 年。公司目前车轮年产能为20 万片,车轴年产能为7 万根。募资项目达产后,公司车轮年产能将达到50 万片,车轴年产能达到17 万根,分别是现有产能的2.5 倍和1.7 倍,从而继续优化业务结构。大型铸锻件项目完善公司铸锻件生产能力。
- 动车轴、轮项目将在 2012 年得到大的发展。随着公司和首钢进行的动车轴和轮合作研发,目前已经有时速 250km 动车轴项目试制样品在实验运行,350km 也在试制中。由于铁道部的要求极高,对于高铁产品的质量,稳定运行公里数的有具体要求,预计产品得到认证需要一年左右的时间,募投的生产基地也将在 2012 年建成投产,批量生产高铁动车组的车轴和轮。未来太重将是我国能够生产高铁车轴和车轮的唯一的企業。随着我国高铁“四纵四横”的布局 2012 年完成,未来客货分离,货车提速及重载的需求也将增强,预计货车将从目前的 70 吨-80 吨向 100 吨载重,时速从目前 50-60 公里/时向 120 公里/时提升,因此货车的车轴,车轮,轮对的改造需求还将比预期要大的多,并且我国 36 个城市规划的 2010-2020 年的地铁项目也达到 5600km 以上,我们对未来货运市场和城轨交通持有较高乐观预期。

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	8068.89	10161.68	12438.73	15026.22
增长率 (%)	14.49%	25.94%	22.41%	20.80%
净利润 (百万元)	553.75	709.36	981.85	1289.50
增长率 (%)	22.41%	28.10%	38.41%	31.33%
摊薄每股收益 (元)	0.775	0.992	1.374	1.804
ROE (%)	18.13%	18.89%	20.79%	21.51%

- 临港基地再造一个太重，主攻新能源装备。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。
- 高端装备制造典范。大型电动矿用挖机行业处于第一水平。公司是国内唯一能做大型矿用挖机的企业，主要用于露天煤炭，金属矿山等挖掘行业，最大容量已做到 55 立方米，并研制出 77 立方米的矿用挖机，已逐渐实现替代进口，成为公司近年的一个主要增长点，也是我国高端装备制造的典型。一台设备的单价上亿元，我们预计公司矿用挖掘机今年收入为 21 亿—23 亿元之间。由于下游行业只有钢铁冶金业的固定资产投资有所下降，订单和收入有所下降，其他产品如焦化设备、煤化工设备订单等还保持较快增长。
- 集团仍有资产注入的可能。太重机械集团仍有一块盈利较好的资产太重煤机厂，主要生产用于煤矿井下开采的皮带挖掘机，销售收入有 25—30 亿/年，按 15% 的毛利率计算毛利润也有 3.5—4.5 亿元，由于公司的现在的煤矿设备主要用于露天煤矿的开采，业务接近，因此未来存在注入的可能。
- 业绩预测：预计 2010—2012 年 EPS 为 0.99, 1.37, 1.8 元，2011EPS 计算，P/E 仅为 13.5 倍，目前机械行业整体估值较低，按 11 年 20 倍 P/E 给予估值，对应股价为 27.4 元，较现在股价仍有很大的上涨空间，我们首次给予“买入”的投资评级。

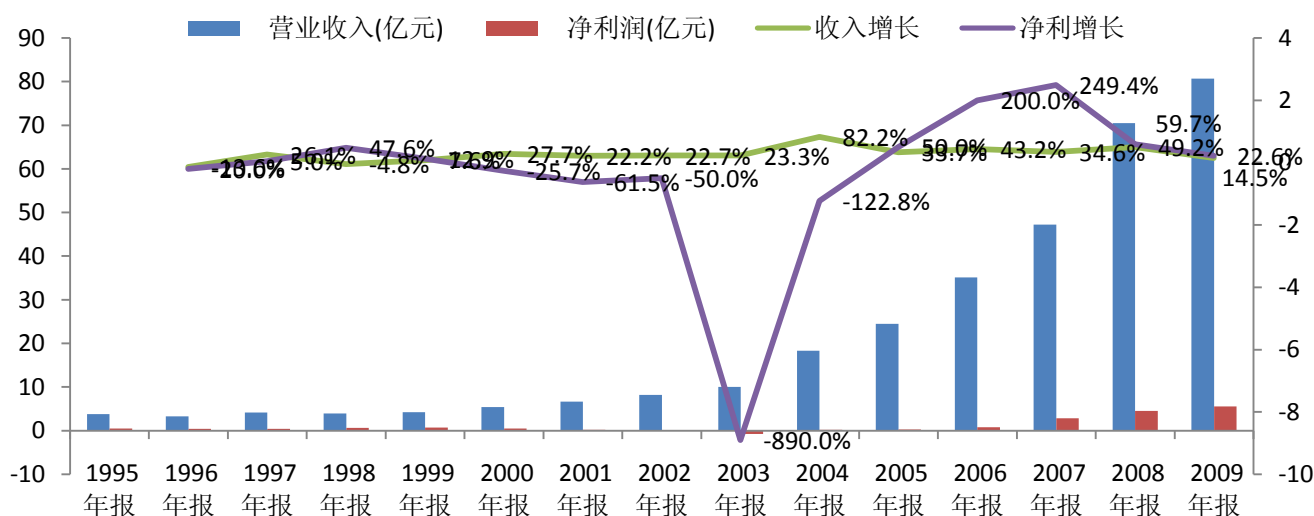
公司简介

太原重工（600169）是我国最大的大型挖掘设备生产基地、最大的工业用起重设备生产基地、最大的航天发射装置生产基地、最大的大型轧机油膜轴承生产基地、最大的矫直机生产基地、最大的多功能旋转舞台生产基地、唯一的管轧机定点生产基地、唯一同时生产铁路车轮、车轴及轮对的制造基地，国内品种最全的锻压设备生产基地，实力较强的风电核电设备供应商和大型及特种铸锻件生产基地，创造了众多的中国和世界第一，引领着中国重型装备制造业的发展。

太原重工自 1998 年上市以后，公司进入快速持续健康发展的“黄金时期”：总资产由上市之初的 8.92 亿元增长为 2009 年的 107.66 亿元；销售收入从 1998 年的 3.96 亿元跃升至 2009 年的 80.69 亿元，年均增长 30% 以上。太原重工致力于拥有自主知识产权和核心技术，处于

中国乃至世界重型机械制造的行业制高点的位置。

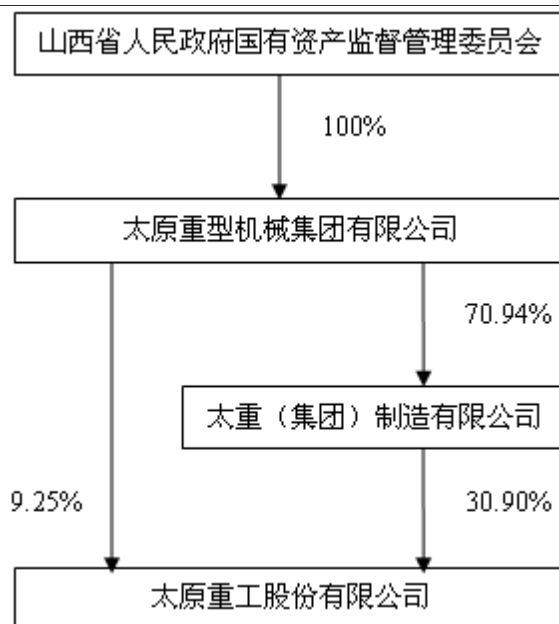
表 1 营收，净利近年来保持快速增长



资料来源：公司年报 国海证券研究所

公司控股股东为太原重型机械（集团）制造有限公司，实际控制人为山西国资委。

表 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



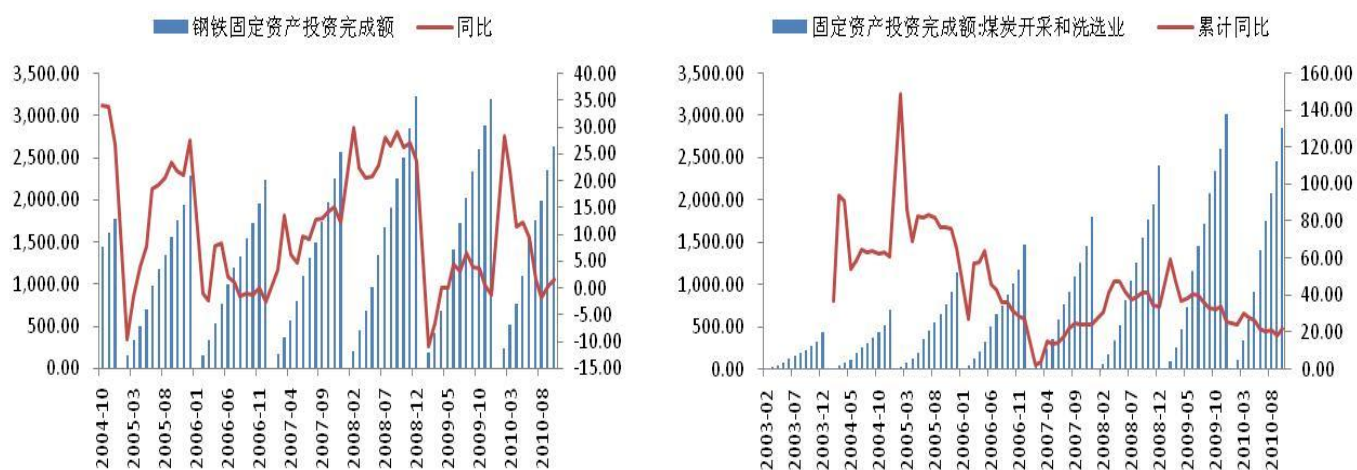
资料来源：公司年报 国海证券研究所

公司主要生产重型机械设备，产品线可分为以下几类：轧锻设备，挖掘焦化设备，起重设备，火车轴轮，铸锻件，齿轮传动机械，煤化工设备，油膜轴承等 10 大类，细分产品有 100 多种，涵盖了各种大型机械的主要类别。

从 2010 年上半年的业务收入情况来看，传统钢铁行业固定资产投资近年来的下滑及行业产能过剩、整合的负面消息有所影响到公司

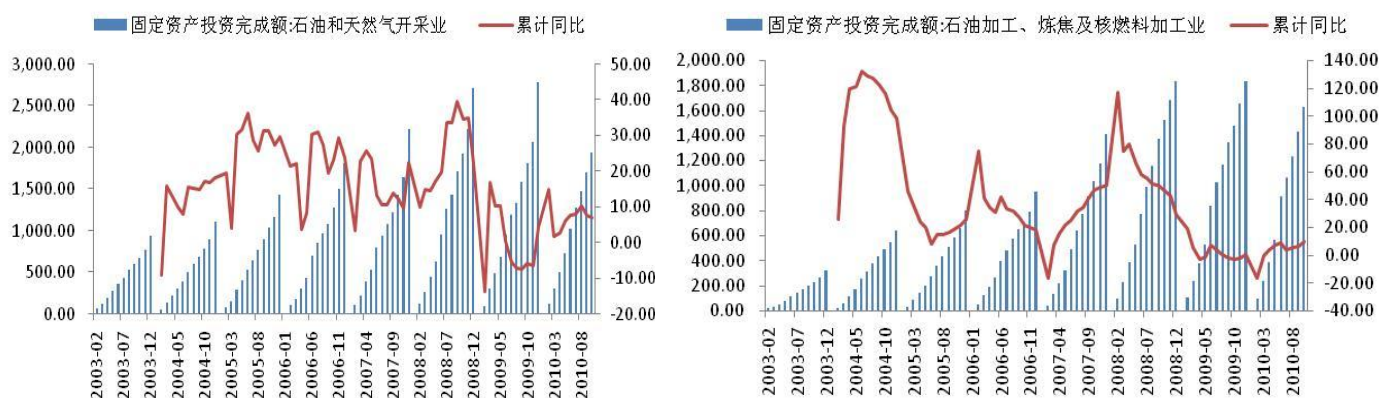
的起重机设备和油膜轴承业务的发展，营收同比去年上半年分别下降了 16.86% 和 35.97%。由于公司早在几年前开始进行结构调整，来自钢铁行业的订单和收入 2010 年上半年只占全部订单和收入的 20% 左右，较往年占比有较大的下降，对公司负面影响降至最低。正是这种预见性的战略结构调整，使得太原重工能及时转型，保持近几年在重型机械行业难得的持续成长。而下游其他的行业，比如煤炭开采、石油和天然气开采、石油和炼焦业务而轧锻设备和铸锻件则因为下游的石油及天然气行业需求的景气，新能源核电风电方面等大型铸锻件的需求持续增长，带动公司主要的产品轧管机设备，铸锻件的需求旺盛，此两类产品同比去年上半年增长 44% 和 60%，表现的相当强劲。

表3 下游主要行业固定资产投资同比情况



资料来源: wind 国海证券研究所

表4 下游主要行业固定资产投资同比情况



资料来源: wind 国海证券研究所

表5 上半年营收毛利同比增长情况

产品名称	2010H1		2009H1		2010H1营收占2009H1营		
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营收占	毛利占	毛利增长
轧锻设备	1,173,942,225.36	977,433,196.90	814,436,119.07	682,262,001.30	24.39%	21.19%	
挖掘焦化设备	1,100,612,653.90	839,932,839.73	875,974,304.24	710,525,489.14	22.87%	22.80%	
起重设备	1,020,427,523.05	880,609,242.52	1,227,351,261.00	1,093,346,728.45	21.20%	31.94%	
火车轮	424,068,397.67	336,059,104.66	260,926,164.88	193,572,623.90	8.81%	6.79%	
火车轴	184,831,150.89	164,193,748.95	57,859,054.31	43,470,262.47	3.84%	1.51%	
铸锻件	365,389,024.10	324,114,145.08	227,840,979.57	201,559,828.71	7.59%	5.93%	
齿轮传动机械	276,833,877.56	261,303,566.08	105,987,722.18	83,012,544.11	5.75%	2.76%	
煤化工设备	94,372,882.19	82,012,473.43	29,819,527.76	23,564,420.72	1.96%	0.78%	
油膜轴承	85,611,753.84	63,623,913.01	133,699,978.85	107,544,708.74	1.78%	3.48%	
运输收入	4,356,133.41	3,587,221.96	4,280,042.39	3,817,635.99	0.09%	0.11%	
其他产品收入	82,458,398.65	64,368,045.03	104,498,997.05	97,647,225.36	1.71%	2.72%	
合计	4,812,904,020.62	3,997,237,497.35	3,842,674,151.30	3,240,323,468.89	100.00%	100.00%	
	毛利	毛利占比	毛利	毛利占比	营收增长	毛利增长	
轧锻设备	196,509,028.46	24.09%	132,174,117.77	21.94%	44.14%	48.67%	
挖掘焦化设备	260,679,814.17	31.96%	165,448,815.10	27.47%	25.64%	57.56%	
起重设备	139,818,280.53	17.14%	134,004,532.55	22.25%	-16.86%	4.34%	
火车轮	88,009,293.01	10.79%	67,353,540.98	11.18%	62.52%	30.67%	
火车轴	20,637,401.94	2.53%	14,388,791.84	2.39%	219.45%	43.43%	
铸锻件	41,274,879.02	5.06%	26,281,150.86	4.36%	60.37%	57.05%	
齿轮传动机械	15,530,311.48	1.90%	22,975,178.07	3.81%	161.19%	-32.40%	
煤化工设备	12,360,408.76	1.52%	6,255,107.04	1.04%	216.48%	97.61%	
油膜轴承	21,987,840.83	2.70%	26,155,270.11	4.34%	-35.97%	-15.93%	
运输收入	768,911.45	0.09%	462,406.40	0.08%	1.78%	66.28%	
其他产品收入	18,090,353.62	2.22%	6,851,771.69	1.14%	-21.09%	164.02%	
合计	815,666,523.27		602,350,682.41		25.25%	35.41%	

资料来源: wind 国海证券研究所

表6 上半年营收毛利同比增长情况

	2007 中报	2007 年报	2008 中报	2008 年报	2009 中报	2009 年报	2010 中报
毛利率							
轧锻设备(%)	10.62	14.86	15.2	13.57	16.23	10.71	16.74
挖掘机(%)	15.47	12.61	13.36	12.25	18.89	16.35	23.68
起重设备(%)	19.2	12.53	15.65	12.51	10.92	12.21	13.7
火车轮(%)	16.97	18.54	27.25	22.27	25.81	21.93	20.75
铸锻件(%)				17.34			11.3
齿轮传动机械(%)							5.61
火车轴(%)							11.17
煤化工设备(%)							13.1
油膜轴承(%)	24.34	21.56		21.86			25.68
其他产品(%)							21.94
运输(%)							17.65
	2007 中报	2007 年报	2008 中报	2008 年报	2009 中报	2009 年报	2010 中报
轧锻设备(亿元)	4.13	8.5	5.95	12.54	8.14	17.44	11.74
挖掘机(亿元)	3.51	7.71	5.74	11.19	8.76	17.65	11.01
起重设备(亿元)	6.98	14.02	9.98	20.1	12.27	21.12	10.2
火车轮(亿元)	3.57	6.28	3.58	6.91	2.61	7.46	4.24
铸锻件(亿元)				5.25			3.65
齿轮传动机械(亿元)							2.77
火车轴(亿元)							1.85
煤化工设备(亿元)							0.94
油膜轴承(亿元)	0.96	1.98		2.91			0.86

其他产品(亿元)	0.82
运输(亿元)	0.04

资料来源: wind 国海证券研究所

盈利预测

根据公司的上半年经营情况做出如下盈利假设,并得出盈利预测。

业绩预测: 预计 2010-2012 年 EPS 为 0.99, 1.37, 1.8 元, 2011EPS 计算, P/E 仅为 13.5 倍, 目前机械行业整体估值较低, 按 11 年 20 倍 P/E 给予估值, 对应股价为 27.4 元, 较现在股价仍有很大的上涨空间, 我们首次给予“买入”的投资评级。

表 7 盈利假设

同比增速	2008 年度	2009 年度	2010E	2011E	2012E
起重机设备		5.09%	-13%	10%	5%
挖掘焦化设备		57.50%	25%	20%	15%
轧锻设备		39.05%	40%	25%	20%
火车轮		7.96%	60%	20%	25%
铸锻件		-19.04%	60%	30%	30%
油膜轴承		-13.94%	-30%	20%	20%
齿轮传动机械		-35.47%	130%	50%	50%
设备成套销售及设计安装		223.62%	10%	10%	10%
火车轴		0.43%	50%	25%	30%
煤化工设备		58.54%	30%	30%	30%
运输		-27.52%	0%	10%	10%
合计		15.25%	26.29%	22.41%	20.80%
毛利率	2008 年度	2009 年度	2010E	2011E	2012E
起重机设备	12.51%	12.21%	13.00%	13.70%	13.70%
挖掘焦化设备	12.26%	16.35%	20.00%	22.00%	24.00%
轧锻设备	13.57%	10.71%	13.50%	13.50%	13.60%
火车轮	22.27%	21.93%	20.75%	21.00%	21.00%
铸锻件	15.67%	11.49%	11.30%	12.00%	13.00%
油膜轴承	21.86%	20.32%	20.00%	22.00%	23.00%
齿轮传动机械	20.92%	10.86%	5.60%	7.00%	10.00%
设备成套销售及设计安装	25.48%	27.21%	22%	24%	26%
火车轴	8.28%	10.10%	11.10%	14.00%	15.00%
煤化工设备	-1.42%	10.98%	13%	13%	13%
运输	-6.12%	10.74%	15.00%	16.00%	16.00%
合计	14.50%	14.01%	15.14%	15.87%	16.56%

资料来源: 国海证券研究所

表 8 估值假设

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8068.89	10161.68	12438.73	15026.22
减: 营业成本	6930.88	8623.58	10464.57	12538.27
营业税金及附加	32.61	41.07	50.27	60.73
营业费用	166.40	226.84	277.67	335.43
管理费用	249.46	404.83	495.54	598.62
财务费用	70.29	30.82	-4.44	-23.88
资产减值损失	76.72	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	542.52	834.54	1155.12	1517.06
加: 其他非经营损益	11.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	553.75	834.54	1155.12	1517.06
减: 所得税	0.00	125.18	173.27	227.56
净利润	553.75	709.36	981.85	1289.50
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	553.75	709.36	981.85	1289.50
每股收益(EPS)	0.775	0.992	1.374	1.804

资料来源: 国海证券研究所

表 9 行业估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			BPS	P/E			PB
		2010-12-6	2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E	
600169	太原重工	18.46	0.77	0.99	1.37	5.02	23.83	18.65	13.47	3.68
600031	三一重工	21.18	0.39	1.01	1.31	2.02	54.63	20.97	16.13	10.48
000157	中联重科	14.16	0.50	0.76	0.94	2.25	0.00	18.69	15.09	6.29
601106	中国一重	5.67	0.18	0.20	0.28	2.47	31.17	28.71	20.02	2.30
601268	二重重装	12.18	0.23	0.24	0.33	3.25	54.13	51.46	36.91	3.75
600582	天地科技	23.95	0.70	0.79	0.98	2.98	34.22	30.18	24.52	8.05
601717	郑煤机	40.07	0.90	1.26	1.54	6.76	44.49	31.83	25.94	5.93
000680	山推股份	16.30	0.56	1.13	1.36	5.07	29.31	14.48	11.98	3.21
601766	中国南车	7.19	0.14	0.24	0.35	1.57	50.74	29.92	20.54	4.59
601002	晋亿实业	11.94	0.00	0.37	0.48	2.37		32.09	24.95	5.04
600495	晋西车轴	12.22	0.12	0.12	0.29	3.37	101.58	101.83	42.14	3.63
	平均						42.41	34.44	22.88	5.18

资料来源: wind 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国海证券所有。