

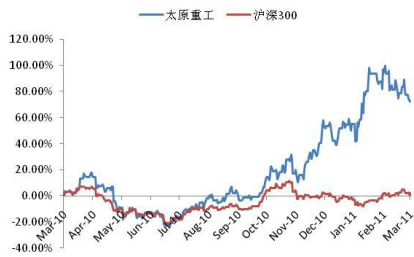
太原重工 (600169) 研究报告

向全面高端装备制造纵深跃进

高端装备制造主题

合理估值: 32-35.7 元 维持评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
太原重工	-8.0	12.7	72.8
沪深 300	4.1	0.0	2.0

市场数据 2011-3-16

当前价格 (元)	24.24
52 周价格区间 (元)	10.11-29.02
总市值 (百万)	19585.56
流通市值 (百万)	11818.27
总股本 (万股)	80798.50
流通股 (万股)	48755.23
日均成交额 (百万)	361.83
近一月换手 (%)	151.78

分析师

孙林

执业编号: S0350210090006

电话: 0755-83716909

邮件: sunl@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是☒ 否

- **高端装备制造全面提升。**太原重工是我国建设的第一座重型机器厂, 销售收入处于重型机械企业行业第3的位置。
- **挖掘焦化装备制造全国领先。**太原重工煤机装备制造业瞄准全球煤机产业的技术制造前沿, 建设具有国际水平的煤机综采综掘成套设备研制基地。煤炭挖掘机处于世界煤机装备领先地位。
- **起重装备机械行业第二, 行业增速稳健。**根据多年发展, 起重机生产销售形成4个层次的竞争格局, 太原重工位列行业第一梯队的位置。从销售收入来看, 太原重工的排名位列行业第二。
- **通过增发高铁轨道轮轴项目, 公司进入了轨道交通设备核心零部件领域, 夯实了轨道交通核心部件的基础。**项目建成后, 将大幅增加公司在列车车轮、车轴生产领域的规模, 同时实现高速列车轮轴的国产化, 改变目前高速动车组所用轮轴完全依赖进口的局面。
- **冶金行业最坏时光过去, 行业景气度回升。**钢铁行业固定资产投资同比增速出现了一定回升, 公司的冶金业务将见底回升。
- **产业结构优化, 毛利率逐步提升。**公司继续加大和突破在高铁核心零部件, 高端挖掘焦化领域, 大型起重领域, 风电、核电、煤化工等新能源领域的渗透和发展, 毛利率逐渐上升。
- **预计 2010-2012 年 EPS 为 0.93, 1.28, 1.66 元。**目前机械行业重点公司 2011 年平均 PE 在 29 倍, 按 11 年 25 倍 PE 给予太重估值, 对应股价为 32 元, 由 DCF 模型预测, 在假定永续增长率为 3% 时, 公司的合理估值为 35.74 元。综合考虑, 合理估值区间 32 ~ 35.74 元, 目前股价仍处于较低的位置, 我们维持太原重工“买入”评级。

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	8069	10162	12439	15026
增长率 (%)	14%	26%	22%	21%
净利润 (百万元)	554	750	1038	1339
增长率 (%)	22%	35%	38%	29%
摊薄每股收益 (元)	0.69	0.93	1.28	1.66
ROE (%)	18.1%	13.9%	16.5%	17.9%

高端装备制造全面提升

太原重工（600169）是新中国建设的第一座重型机器厂。公司发展同共和国的发展在一起，走过了从小到大、从弱到强的发展之路，肩负着装备民族工业的使命，为新中国经济建设做出了突出贡献。60-70 年代，试制成功了我国第一台 4 立方米挖掘机，揭开了我国自行生产大型挖掘机的历史；圆满完成了我国第一台 350 吨门式起重机的研制，这台起重机至今巍然屹立在三门峡大坝上，为保证黄河安澜、国泰民安发挥了重要作用；研制成功了我国第一套车轮轮箍轧机，结束了火车车轮依赖进口的历史；研制成功了航天发射塔架等多项国防军工科研产品，在我国卫星上天、核试验、远程运载火箭发射中起到了重要作用。在此期间，太重研制了许多国内急需、填补空白的产品，为我国建立独立完整的工业体系起到了开路先锋的作用。改革开放后，太重在中国机械行业中第一家开展对外技术合作，与德马克公司合作完成了国家重点建设项目宝钢 $\phi 140$ 连轧管机的制造任务，促使太重迈开了由计划经济向市场经济转变的步伐。以此为开端，太重先后与世界著名的 15 家厂商就 22 个项目进行了合作，全面推动了主导产品与国际先进水平接轨。

60 年来，太重以振兴民族工业为己任，累计国家重点建设项目提供了 1000 余种、两万多台(套)装备，创造了 360 多个国内外第一，成为了国内最大的大型起重设备生产基地、最大的矿用挖掘机生产基地，最大的管轧机生产基地、最大的矫正机生产基地，品种最全的锻压设备生产基地，覆盖领域最宽的轮、轴产品生产基地，世界最大的轧机油膜轴承生产基地。2008 年，处于重型机械企业行业第 3 的位置。

图 1 重型机械行业排名

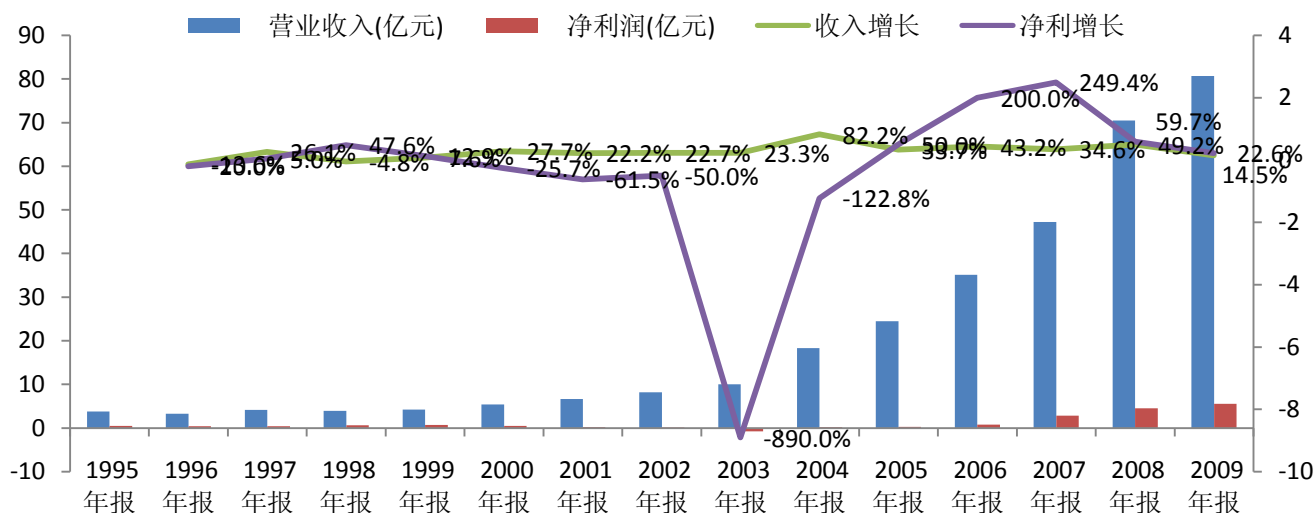
序号	企业名称	主营收入(亿)	市场份额%
1	大连重工·起重集团有限公司	121.83	6.1
2	中国第一重型机械集团公司	101.25	5.07
3	太原重型机械集团有限公司	100.1	5.01
4	北方重工有限公司	97.59	4.89
5	中信重工机械股份有限公司	80.67	4.04
6	中国第二重型机械集团公司	74.98	3.76
7	上海重型机器厂有限公司	37.75	1.89
8	上海建设路桥机械设备有限公司	14.13	0.71
9	唐山冶金矿山机械厂	11.56	0.58
10	中冶陕压重工设备有限公司	10.04	0.50

资料来源：中国重机协会统计简报 2008.12

进入新世纪以来,太原重工销售收入保持跨越式快速增长,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。主要原因有:

1. 受益于国家对装备制造业的政策支持,公司下游冶金、煤炭、电力、铁路等行业固定资产投资增长迅速,从而导致公司产品市场需求增加。
2. 公司抓住市场机遇,着力做好重大项目和重点用户的订货,同时,加强产品研发,不断增加高附加值的新产品,扩大了公司产品的市场需求。
3. 在立足国内市场的同时,公司积极开拓国际市场,成效明显。公司的出口销售收入从2007年的3.4亿元增长到2009年的9.8亿元。

图2 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

挖掘焦化装备制造全国领先 投资仍保持20%以上较快增速

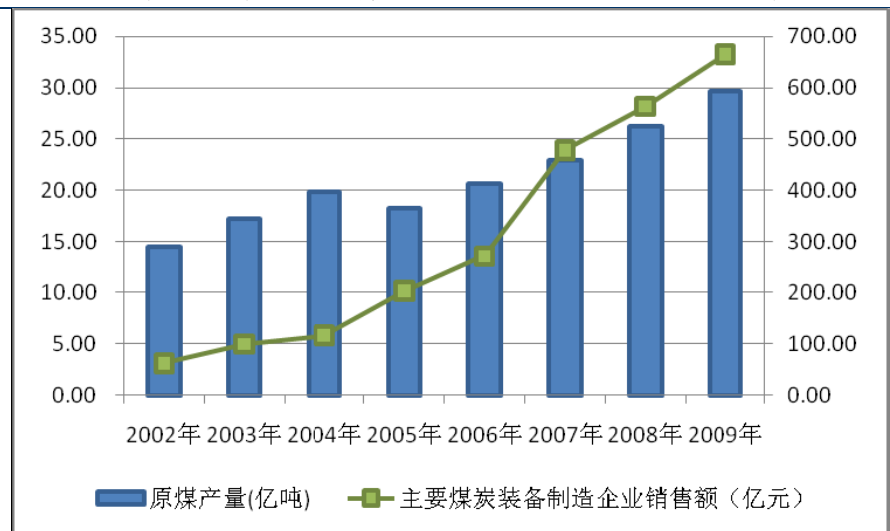
太原重工煤机装备制造业处于全国领先的地位,瞄准全球煤机产业的技术制造前沿,建设具有国际水平的煤机综采综掘成套设备研制基地。重点发展大功率电牵引采煤机、掘进机、液压支架、刮板输送机、转载机、皮带运输机、无轨运输设备、提升机等大型煤矿成套综采设备,以刨煤机为主的薄煤层采煤成套设备,短臂机械化成套采煤设备,大型露天矿用挖掘机、自移式破碎站等半连续开采成套设备、75立方米以上系列液压挖掘机等露天挖掘设备。

目前国内煤炭装备制造行业的竞争状况有几个差异化特点: 低端产品进入门槛低,众多中小企业竞争激烈; 中高端产品景气度较高,

生产厂家相对集中，竞争较为缓和，但能生产综采成套设备的企业较少；高端综采成套设备有较大的市场需求，但核心技术基本被国际优势企业垄断，国内企业正依靠多年的技术积累向国际企业逐步进行赶超。

煤炭装备制造业是为煤炭工业提供现代技术装备的产业，它的生存与发展依赖于煤炭工业的现状和发展。煤炭需求的持续增长和煤矿机械化率的提高，扩大了煤炭装备制造行业的市场空间，带来了煤炭机械设备需求的快速增长。2002 年-2009 年，我国原煤产量年均复合增长率达 10.70%，原煤总产量从 2002 年的 14.55 亿吨增长至 2009 年的 29.65 亿吨；煤炭装备制造行业在 2004 年以后取得了快速增长，2004 年-2009 年，我国主要煤炭装备制造企业销售额年均复合增长率达 41.86%，主要煤炭装备制造企业销售收入总额从 2004 年的 115.84 亿元增长至 2009 年的 665.59 亿元。

图3 2002年-2009年我国原煤产量与主要煤炭装备制造企业销售额对照



资料来源：国海证券研究所

煤炭综采设备的经济使用寿命是 5-8 年，5-8 年以前投入使用的煤机现在正面临着更新换代需求。根据统计数据，2001 年我国原煤产量结束连续四年的持续下跌之后开始持续增长，从 2001 年的 13.81 亿吨增长到 2008 年的 26.22 亿吨，年均增速 9.59%；对应的我国煤机行业从 2001 年开始快速增长，煤机产值从 2001 年的 31.63 亿元增至 2008 年的 355.39 亿元，年均增速达 41.28%。按照 8 年的经济寿命期，2001 年后投入使用的煤机将陆续进入更换期。2007 年以来，煤炭开采固定资产投资保持了 20%以上增速。预示未来几年我国煤机更新换代需求也会保持快速增长。

图4 煤炭开采固定资产投资同比情况



图5 石油、炼焦固定资产投资同比情况



资料来源：wind 国海证券研究所

太原重工的煤炭挖机处于世界煤机装备领先的位置。2010 年 9 月，太重生产的我国第一台瓦斯抑爆型采煤机其采用的新技术能够主动将瓦斯阻燃，受到业内人士广泛关注。近年来，为领跑煤炭装备制造业，太重通过加大科技投入，不断研发具有自主知识产权的新产品，研制出了我国首台世界最大的 WK-55 挖掘机、世界最大功率的 2500 千瓦电牵引采煤机、国内最大功率的 1200 千瓦刮板输送机。作为国内唯一能做大型矿用挖机的企业，太重主要用于露天煤炭，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 2010 年收入为 21 亿—23 亿元之间。

图6 电牵引采煤机



资料来源：公司网站 国海证券研究所

图7 交叉侧卸式刮板输送机



资料来源：公司网站 国海证券研究所

图8 WK-55 矿用挖掘机世界领先



资料来源：公司网站 国海证券研究所

起重装备机械行业第二 行业增速稳健

我国起重机械制造在二十世纪六十年代开始后建立并逐步发展壮大,截止2010年11月,从事起重机械生产的企业约为2250多家。2010年我国起重机械制造行业的市场整体销售规模达3415亿元,同比保持20%的增速。

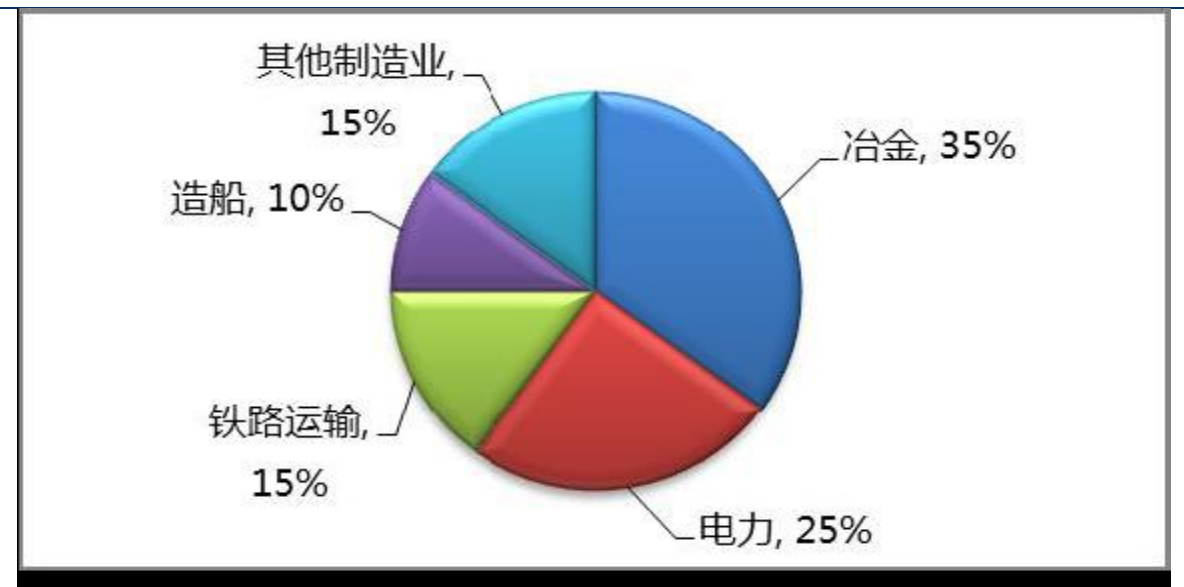
图9 起重设备收入及同比



资料来源：公司年报 国海证券研究所

2005-2010 年,行业年均增长 15%左右,销售利润率保持在 6%-8%。
起重机械是现代工业生产运输中重要的设备,是实现我国装备机械现代化、自动化的重要工具和设备,下游应用范围较广。

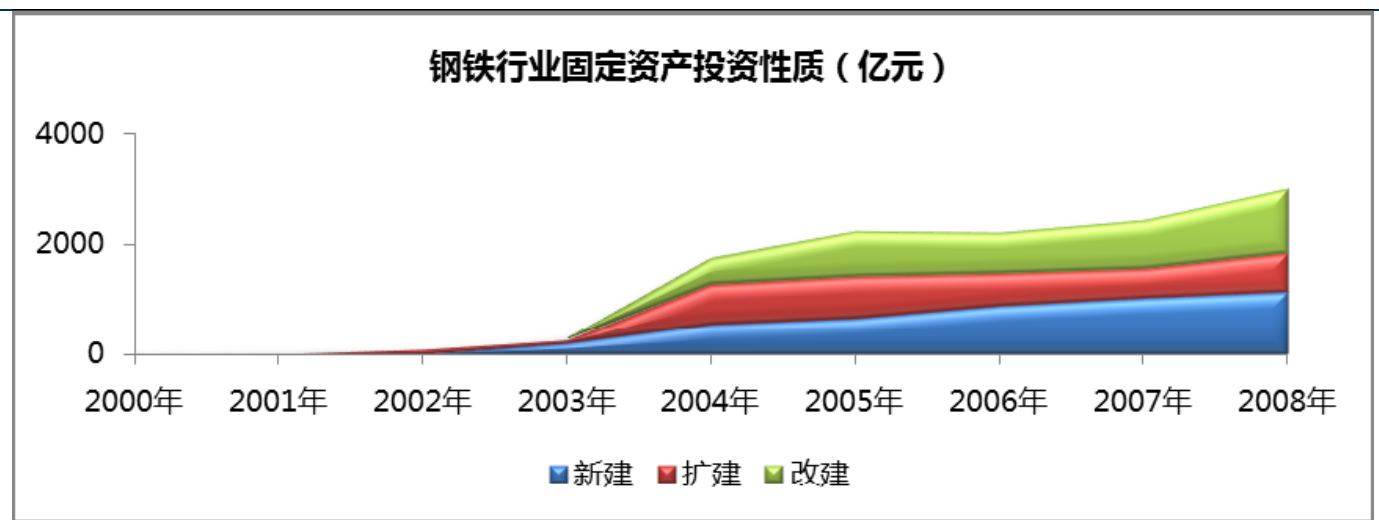
图 10 起重设备下游需求



资料来源：中国重型机械工业协会

太原重工的起重机械下游主要为钢铁行业。根据中国重型机械工业协会预测,2010-2012 年钢铁固定资产投资规模低于 2009 年,但是对起重机的需求总量仍将达到 170 亿元左右。

图 11 钢铁固定资产投资性质



资料来源：国家统计局

从投资结构看,最近几年的钢铁行业改、扩建投资额占固定资产投资额的比重达到 70%左右,2010-2012 年钢铁行业因改、扩建生产线而产生的专用起重设备需求为 119 亿元,年均 40 亿元以上。

由于行业产品大部分为国家规定的特种设备,设计生命安全,危

险性较大。因此客户单位，尤其是大中型钢铁、电解铝、核电、铁路等企业，对产品可靠性要求极高，技术壁垒较大程度存在。并且，国家实行制造许可证制度，充分保证了安全生产和减少了行业的无序竞争，构筑了较高的资质壁垒。

根据多年发展，起重机生产销售形成 4 个层次的竞争格局，太原重工位列行业第一梯队的位置。

图 12 起重设备收入及同比

竞争格局	企业数量	优势领域	代表企业
第一梯队	2 家	特大吨位、大吨位起重设备	太原重工、大连重工
第二梯队	6-8 家	中大吨位、专用起重设备	卫华集团、上海起重、山东起重
第三梯队	10-15 家	中小吨位	天津起重、重庆起重
第四梯队	众多小企业	小吨位	众多小型起重机制造企业

资料来源：国海证券研究所

从销售收入来看，太原重工的排名位列行业第二。

图 13 起重设备 2009 年工业总产值

年度排名	企业名称	2009 年度产值
1	卫华集团有限公司	30.82
2	太原重工	21.12
3	大连重工	13.49
4	河南省矿山起重机有限公司	13.28
5	河南新乡市矿山起重机有限公司	10.08
6	新乡市豫飞重工集团	7.02
7	上海科大重工	6.66
8	山东起重机厂	6.06
9	四川省自贡运输机械有限公司	5.61
10	株洲天桥起重	5.56

资料来源：中国重机协会统计简报

近年来，太原重工已经为国内外各大钢铁公司，设计制造了千余台铸造起重机，起重量：50-480t；太原重工设计制造主钩起重量 300t 以上的铸造吊 160 余台。处于全国领先的水平。

图14 480/100t铸造起重机



图15 1200吨水电站桥式起重机



资料来源：公司网站 国海证券研究所

高速列车轮轴项目提升在轨道交通高端装备制造形象

2010 年底完成的非公增发轨道交通轮轴项目，大幅提升了轨道交通高端装备制造国产化形象。项目生产基地将在今年底在太原兴建完成，项目完工投产后，将扩大公司的整体规模、加速产品的升级换代和结构优化，并增强公司新的业务及盈利能力，进一步提高太原重工在高铁装备零部件的核心竞争力。

图16 募集资金投资项目的产品结构

项目	机车	高速动车组	普通客车	货车	城轨	合计
车轮（片）	5000	100000	100000	80000	15000	300000
车轴（根）	1000	8000	-	-	1000	10000

资料来源：国海证券研究所

近年铁路投资规模加大，给轮轴产品带来了广阔的市场空间

《铁路网中长期规划(2008 年调整)》要求铁路网要扩大规模，完善结构，提高质量，快速扩充运输能力，迅速提高装备水平。到 2020 年，全国铁路营业里程达到 12 万公里以上；复线率和电气化率分别达到 50%和 60%以上；建设客运专线 1.6 万公里以上；规划既有线增建二线 1.9 万公里，既有线电气化 2.5 万公里。根据规划带动铁路车辆乃至轮轴产品的需求增长。并且客运要快速、货运要重载的发展趋势带来大量的新车购置和旧车升级改造需求，也将给轮轴产品带来广阔的市场空间。

今年 1 月 4 号召开的全国铁路工作会议，会议上透露了 2011 年我国的铁路建设投资规划和“十二五”期间我国铁路建设的发展目标。

在 2011 年，我国计划完成铁路基本建设投资 7000 亿元，更新改造投资计划为 240 亿元，铁路机车车辆规制投资规模为 1260 亿元。新线铺轨 7935 公里，复线铺轨 6211 公里，新线投产 7901 公里，复线投产 6861 公里，电气化投产 8800 公里，高铁投产 4715 公里。2011 年运营动车 290 组，招标 300 组，2015 年达到运营 1500 组，在建 250-300 组。和 2010 年相比，2011 年铁路基建投资基本持平，总体上仍处于投资高峰时期。

国际市场方面，随着国内铁路车轮的制造水平不断提高，国外公司加大了从中国采购车轮车轴的数量。由于我国高速铁路拥有完全自主知识产权，设计建造成本低，并具有长距离、多种地形条件下的施工和运营经验，以及成套的出口能力，因此我国高速铁路具备了相当的竞争优势，目前已有美国、印度、巴西等国家希望引进我国技术，合作建设高速铁路。因此，包括轮轴在内的高速铁路产品出口将有较快的增长。

铁路车辆结构性调整，填补我国轨道交通高端装备技术空白

2009 年 12 月 25 日出台了《重大技术装备自主创新指导目录》，时速达到或超过 350 公里的轮对（含车轮、车轴）被明确列入其中，该目录提出了车轮、车轴需突破的关键性技术：提高车轮钢的纯净度及热处理技术；提高车轴疲劳强度，空心车轴制造装配技术及热处理技术。该目录还对时速达到或超过 350 公里的轮轴产品作了相应的市场预测：至 2012 年时，至少需要车轮 64000 片，车轴 32000 根。

在技术装备方面，国务院《关于加快振兴装备制造业的若干意见》，明确要求“以铁路客运专线、城市轨道交通等项目为依托，通过引进、消化、吸收先进技术和自主创新相结合，掌握时速 200 公里以上高速列车、新型地铁车辆等装备的核心技术，使我国轨道交通装备制造业在较短的时间内达到世界先进水平”。《国家中长期科技发展规划纲要（2006-2020 年）》明确指出要“**重点研究开发高速轨道交通控制和调速系统、车辆制造、线路建设和系统集成等关键技术**”。

目前我国大部分动车组的运营速度在 250 公里/小时左右，而我国现在兴建投运高铁的发展目标是将运营速度由 250 公里/小时提高到 350 公里/小时并向 380 公里/小时以上发展。国产时速 350 公里的动车组已经实现批量生产，并在京津城际铁路、武广、沪杭高铁表现出优良的性能，高速动车组的投入运营，成为中国铁路技术与装备现代化的重要标志。而随着客货分离之后，现有的铁路将主要运行货运列车，货运列车也将朝重载、快速方向发展（80 吨级货车、30 吨轴重专用货车等），对既有货车进行设计速度为 120 公里/小时的改造，并且开发

不同用途的时速达 160 公里/小时的快速货运列车。

目前，国产 350 公里/小时的动车组已经批量下线并投入运营，国产化率已超过 70%，但作为列车走行部分关键部件的车轮、车轴却全部依赖进口，为了改变我国高速列车轮轴产品受制于人、不利于我国经济安全的局面，铁道部计划在 3-5 年内实现高速列车轮轴产品特别是 350 公里/小时及以上的轮轴产品国产化，这给予国产轮轴厂商难得的发展机遇。作为国内仅有的两家拥有辗钢车轮生产线和生产经验的厂商之一，太原重工将在高速列车轮轴国产化的过程中占据了先发优势。

太原重工的高速列车轮轴国产化项目，定位为中高端列车车轮、车轴，包括代表最高技术水准的时速 350 公里及以上的高速客车轮轴产品。项目建成后，将大幅增加公司在列车车轮、车轴生产领域的规模，同时实现高速列车轮轴的国产化，改变目前高速动车组所用轮轴完全依赖进口的局面。

图 17 太原重工的车轮车轴和轮对



资料来源：太原重工网站

冶金行业最坏时光过去，景气度见底回升

我国的钢铁产能充裕，但能耗高、污染大的产能较多。淘汰落后产能，新增高端设备，调整产能结构是国家钢铁产业政策的导向之一，也是引导冶金成套设备需求的风向标。《钢铁产业调整和振兴规划》计划 2010 年年底，淘汰 300 立方米及以下高炉产能 5340 万吨，20 吨及以下转炉、电炉产能 320 万吨；2011 年底前再淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉，相应淘汰落后炼铁能力 7200 万吨、炼钢能力 2500 万吨。从政策导向上看，国产大型化高端设备的需求将得到保障，小型化冶炼设备需求萎缩趋势明显。

太原重工生产无缝钢管轧机已有五十多年的历史，可提供 $\Phi 76 - \Phi 800$ 的热轧无缝钢管成套设备，产品系列齐全。目前生产的各种规格、型号的薄板、中厚板板材矫正机四百余台，市场占有率达到 90% 以上，遍布全国各地的冶金、造船、机器制造、仪表、航天等行业；太重制造了六辊式四机架 UCM 冷连轧机组、五机架酸洗连轧机组、镀锌机组、

彩涂机组、平整机组、重卷机组、双机架可逆冷轧机组、酸洗机组及运输链等冷轧成套设备机组，代表了当今世界冷连轧设备的先进水平。

图18 巨龙穿孔机组是无缝钢管行业的世纪工程

图 19 自主知识产权 $\phi 340$ 连轧管机



资料来源：公司网站 国海证券研究所

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的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轧辊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。

自《关于加快推进大型冶金装备自主化实施方案》明确了“十一五”末大型冶金设备自主化率的目标（自主化率指国产设备占成套设备价值的比重）：大型薄板冷热连轧成套设备的自主化率要达到 70%；大型宽厚板连铸成套设备、大型宽厚板成套轧制设备、大型轧制板带精整生产线设备，大型金属管轧制设备和精整成套生产线设备的自主化率要达到 90%。我们认为随着行业兼并重组的进行，及装备国产化升级的需求，加上国外的冶金装备业的需求，包括最近的数据和公司的情况来看，钢铁行业固定资产投资同比增速出现了一定回升，我们认为，钢铁行业最坏的时候已经过去，装备景气度将有所提升。

图 20 钢铁固定资产投资见底回升



资料来源：国家统计局

临港基地再造一个太重

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，以风电、核电、煤化工等新能源装备为主，产品定位高端，主要面向国际市场。

在风电装备领域，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，德国的 1/6，未来有较大的发展空间。风电规模化发展给风电设备制造业及下游的风电增速箱、风电主轴等大型铸锻件生产商提供了广阔的市场空间。风电设备所需大型铸锻件为风电增速箱、风机主轴、轮毂、环锻件等，一套风机锻件按 15 吨、铸件按 10 吨计算，按每年新增装机容量 300 万千瓦，所需铸锻件在 10 万吨以上。在核电装备领域，由于国际和国内核电的快速发展，预计 2020 年核电装机容量将从原来《核电中长期发展规划》的 4000 万千瓦提升到 7500 万千瓦以上，包括当时在建的 3000 万千瓦一共将有 9000 万千瓦的建设量，核电发电总量占比从原来的 4% 提高到 7%。这意味着，在原规划的基础上，中国到 2020 年的核电发展规模将扩大 50%，每年新建的核电站将由现规划的 3~4 座调整到 6~8 座。一座百万千瓦双堆核电站，按比投资 1500 美元/千瓦计算，造价即达 30 亿美元。

设备投资要占到核电站总投资的约 60%，而核电铸锻件材料所占的费用又达到了成套设备的 60%。目前核电装备制造业进入了快速发展的

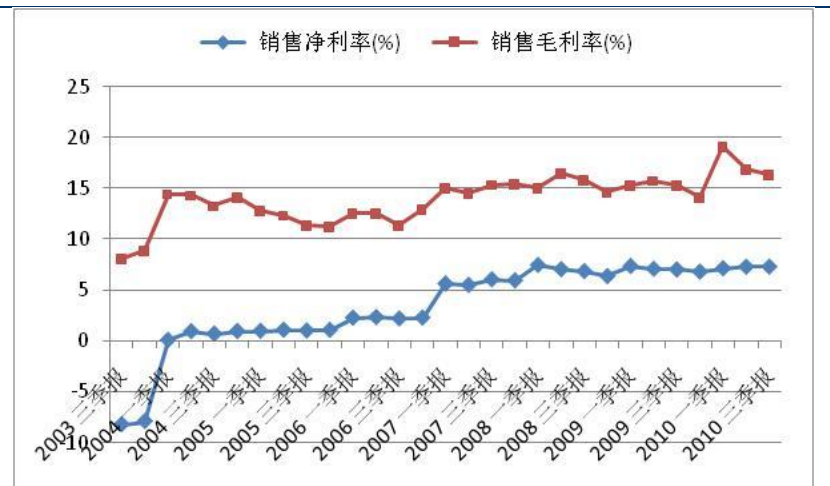
战略机遇期。

该基地毗邻港口，大型设备生产后装船便利，周边物流发达，物资调运有优势，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。

产业结构优化 毛利率逐步提升

近几年，太原重工的毛利率水平逐步攀升，这与公司的产业结构的优化，产品向高端装备转型成功所分不开的。在可预见的未来几年，我们认为太原重工通过继续向高端装备制造类的产品转变，继续加大和突破在高铁核心零部件，高端挖掘焦化领域，大型起重领域，风电、核电、煤化工等新能源领域的渗透和发展，毛利率仍有上涨的空间，未来的盈利能力将全面展露拳脚。

图 21 毛利率逐步稳中有升



资料来源：国家统计局

图 22 分产品营收占比

产品名称	2010H1 营业收入	营业成本	2009H1 营业收入	营业成本	2010H1营收占2009H1营	
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

盈利预测

根据公司的产品结构特点及经营情况做出如下盈利假设,并按增发后的股本摊薄计算得出盈利预测。业绩预测:预计 2010-2012 年 EPS 为 0.87, 1.24, 1.60 元。

图 23 盈利假设

同比增速	2008 年度	2009 年度	2010E	2011E	2012E
起重设备		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

图 24 盈利预测表

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7048	8069	10162	12439	15026
营业成本	6018	6931	8624	10465	12538
营业税金及附加	23	33	39	47	58
营业费用	117	166	211	249	307
管理费用	338	249	372	432	531
财务费用	72	70	30	-5	-5
资产减值损失	33	77	53	58	59
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0	0
营业利润	445	543	833	1193	1539
营业外收入	29	27	0	0	0
营业外支出	21	16	0	0	0
利润总额	453	554	833	1193	1539
所得税	0	0	83	155	200
净利润	452	554	750	1038	1339
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	452	554	750	1038	1339
EBITDA	645	755	1011	1413	1836
EPS (元)	1.01	0.77	0.93	1.28	1.66

资料来源：国海证券研究所

估值及投资建议

预计 2010-2012 年 EPS 为 0.93, 1.28, 1.66 元。目前机械行业重点公司 2011 年平均 PE 在 29 倍, 按 11 年 25 倍 PE 给予太重估值, 对应股价为 32 元, 由 DCF 模型预测, 在假定永续增长率为 3% 时, 公司的合理估值为 35.74 元。综合考虑, 合理估值区间 32~35.74 元, 目前股价仍处于较低的位置, 我们维持太原重工“买入”评级。

图 25 估值假设

Beta 值	1.20
目标负债率	5.74%
无风险利率	3.60%
资本风险溢价	10.00%
债务成本 (Kd)	3.91%
股权资本成本 (Ke)	11.28%
加权平均资本成本 (WACC)	10.86%
有效所得税率	15.00%
永续增长率	3.00%
合理估值 (元)	35.74

资料来源：国海证券研究所

图 26 敏感性分析

初始股价= 35.74		Growth				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	7.86%	44.89	48.54	52.95	58.36	65.18
	8.86%	39.49	42.15	45.25	48.94	53.38
	9.86%	35.47	37.49	39.80	42.48	45.62
	10.86%	32.35	33.95	35.74	37.78	40.11
	11.86%	29.87	31.16	32.59	34.20	36.01
	12.86%	27.85	28.91	30.09	31.39	32.83
	13.86%	26.16	27.06	28.04	29.12	30.30
	14.86%	24.74	25.51	26.34	27.25	28.24

资料来源：国海证券研究所

图 27 行业估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			BPS	P/E			PB
		2011-3-16	2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E	
600169	太原重工	24.24	0.69	0.93	1.28	6.49	35.37	26.06	18.94	3.74
600031	三一重工	25.59	0.39	1.15	1.68	2.02	66.00	22.24	15.23	12.66
000157	中联重科	15.00	0.41	0.72	0.95	2.25	0.00	20.78	15.81	6.67
601106	中国一重	6.15	0.18	0.16	0.26	2.47	33.81	37.32	23.56	2.49
601268	二重重装	13.08	0.23	0.22	0.29	3.32	58.13	59.00	44.47	3.94
600582	天地科技	26.02	0.70	0.79	0.98	2.98	37.18	32.79	26.64	8.74
601717	郑煤机	42.71	0.90	1.30	1.74	6.76	47.42	32.88	24.57	6.32
000680	山推股份	24.01	0.56	1.15	1.49	5.07	43.18	20.95	16.10	4.73
601766	中国南车	7.51	0.14	0.24	0.35	1.57	53.00	31.03	21.40	4.79
601002	晋亿实业	23.97	0.00	0.37	0.49	2.37		64.42	49.17	10.11
600495	晋西车轴	20.77	0.12	0.12	0.29	3.37	172.65	173.08	71.62	6.16
平均							54.67	47.32	29.78	6.40

资料来源：wind 一致预测 国海证券研究所

图 28 近年 P/E 估值

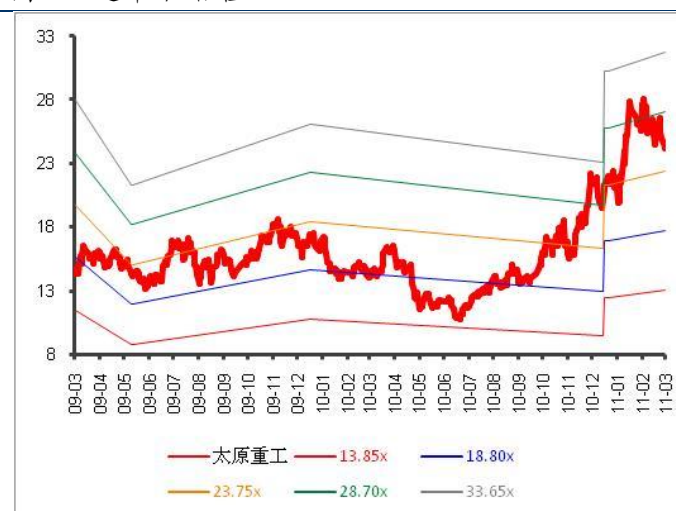
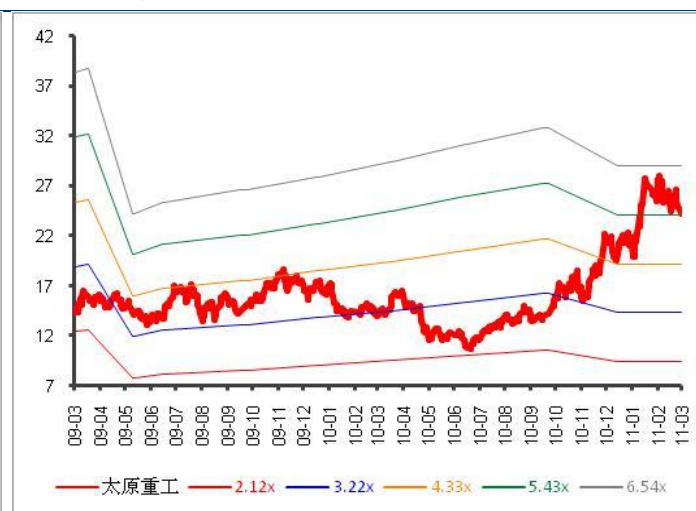


图 29 近年 P/B 估值



资料来源: wind 国海证券研究所

附注：财务报表预测

资产负债表

单位：百万元

会计年度	08-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	7768	9138	11358	12372	15478
现金	1472	1680	4833	4721	4626
应收账款	3119	4359	2423	2724	4941
其他应收款	53	53	74	88	106
预付账款	489	301	483	542	667
存货	2243	1887	2778	3285	3883
其他流动资产	393	859	768	1011	1256
非流动资产	1454	1628	1481	2756	2613
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	1169	1499	1479	2755	2612
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	283	128	0	0	0
资产总计	9222	10766	12839	15128	18091
流动负债	6565	7324	8454	9874	11672
短期借款	960	1362	1000	857	934
应付账款	3049	3907	4498	5579	6700
其他流动负债	2556	2055	2956	3438	4038
非流动负债	133	387	352	358	361
长期借款	116	300	300	300	300
其他非流动负债	17	87	52	58	61
负债合计	6698	7711	8806	10232	12033
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	447	715	808	808	808
资本公积	1049	960	960	960	960
留存收益	1028	1381	2124	2986	4149
归属母公司股东权益	2524	3055	3891	4754	5917
负债和股东权益	9222	10766	12697	14986	17949

现金流量表

单位：百万元

会计年度	08-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	457	40	3305	1705	161
净利润	452	554	743	1024	1325
折旧摊销	128	142	148	225	303
财务费用	72	70	37	11	11
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-230	-796	2396	443	-1484
其他经营现金流	35	70	-19	3	6
投资活动现金流	-570	-175	0	-1500	-160
资本支出	465	175	0	1500	160
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-105	0	0	0	0
筹资活动现金流	1078	485	-294	-317	-96
短期借款	470	402	-362	-143	77
长期借款	-13	184	0	0	0
普通股增加	75	268	93	0	0
资本公积增加	680	-89	0	0	0
其他筹资现金流	-134	-280	-25	-174	-173
现金净增加额	964	350	3011	-112	-95

利润表

单位：百万元

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7048	8069	10162	12439	15026
营业成本	6018	6931	8624	10465	12538
营业税金及附加	23	33	39	47	58
营业费用	117	166	211	249	307
管理费用	338	249	372	432	531
财务费用	72	70	37	11	11
资产减值损失	33	77	53	58	59
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0	0
营业利润	445	543	826	1177	1523
营业外收入	29	27	0	0	0
营业外支出	21	16	0	0	0
利润总额	453	554	826	1177	1523
所得税	0	0	83	153	198
净利润	452	554	743	1024	1325
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	452	554	743	1024	1325
EBITDA	645	755	1011	1413	1836
EPS (元)	1.01	0.77	0.92	1.27	1.64

主要财务比率

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	49.2%	14.5%	25.9%	22.4%	20.8%
营业利润	44.2%	21.8%	52.2%	42.6%	29.4%
归属于母公司净利润	60.7%	22.4%	34.2%	37.8%	29.4%
获利能力					
毛利率(%)	14.6%	14.1%	15.1%	15.9%	16.6%
净利率(%)	6.4%	6.9%	7.3%	8.2%	8.8%
ROE(%)	17.9%	18.1%	19.1%	21.5%	22.4%
ROIC(%)	24.2%	19.7%	142.1%	74.8%	49.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	72.6%	71.6%	69.4%	68.3%	67.0%
净负债比率(%)	16.18%	21.55%	14.90%	11.41%	10.34%
流动比率	1.18	1.25	1.34	1.25	1.33
速动比率	0.84	0.99	1.01	0.92	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.81	0.86	0.89	0.90
应收账款周转率	3	2	3	5	4
应付账款周转率	2.54	1.99	2.05	2.08	2.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.77	0.92	1.27	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.06	4.62	2.39	0.23
每股净资产(最新摊薄)	3.53	4.27	5.44	6.65	8.28
估值比率					
P/E	33.38	43.63	36.75	26.67	20.61
P/B	5.98	7.91	7.02	5.74	4.62
EV/EBITDA	42	36	27	19	15

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。