

太原重工 (600169.SH)

重型机械行业

评级：持有 下调评级

业绩点评

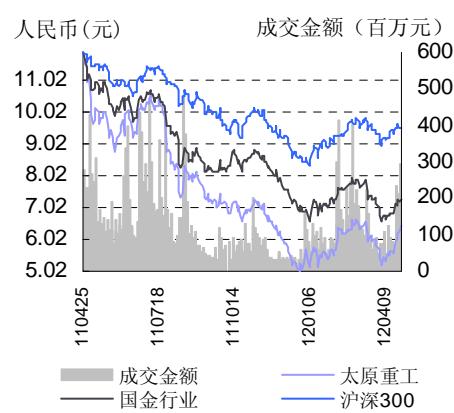
市价（人民币）：6.45元

销售费用大增导致利润剧减

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)	1,615.97
总市值(百万元)	10,423.01
年内股价最高最低(元)	11.93/5.02
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.807	0.242	0.214	0.264	0.314
每股净资产(元)	6.64	3.54	3.62	3.59	3.78
每股经营性现金流(元)	0.60	0.02	0.11	0.09	0.37
市盈率(倍)	26.43	23.55	30.10	24.41	20.57
行业优化市盈率(倍)	14.97	12.11	12.11	12.11	12.11
净利润增长率(%)	17.70%	-40.11%	-11.29%	23.28%	18.67%
净资产收益率(%)	12.15%	6.83%	5.92%	7.36%	8.30%
总股本(百万股)	807.99	1,615.97	1,615.97	1,615.97	1,615.97

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 12年1季度，公司总共实现营业收入1,902百万元，同比减少11.35%；归属母公司股东的净利润19百万元，同比减少83.22%，EPS为0.012元，低于市场预期。

经营分析

- **下游需求形势：**12年1季度，公司产品的下游行业如钢铁、采矿等需求形势表现各异。国内采矿业投资增速达20.79%，比去年同期高出10个百分点，显示出需求依旧保持良好增长；而钢铁冶炼和延压工业固定资产投资增速则下滑2.6个百分点至8%，也低于去年全年14.6%的平均增速，显示下游对冶金设备的需求减少。
- **毛利率好于上年同期：**12年1季度，公司主营业务毛利率为21.57%，比11年同期高出2.7个百分点，也高于11年平均13.33%的毛利率。毛利率的回升，可能与公司产品交付结构有关，往年也类似，以目前的产品价格，我们估计全年的毛利率水平与11年基本持平。
- **期间费用大幅增加：**当期公司期间费用总额为300百万元，期间费用率高达15.80%，同比上升6.7个百分点。其中由于运输成本增加导致运输费用增长，使得销售费用同比增长达66.44%，增加了约51百万元；同时薪资上涨导致管理费用同比增长29.37%；而由于贷款增加和中票的发行，导致财务费用同比大幅增加了151.43%。期间费用的大幅增加直接导致了公司盈利水平的降低，1季度净利润率仅为1.01%，同比降低了4.3个百分点。
- **应收账款居高不下：**公司期末应收账款达7,626百万元，较12年年初减少了205百万元，但公司应收账款周转率持续下降的趋势依然未得到扭转，这仍与下游客户资金偏紧有关。
- **经营现金流恶化：**当期公司经营现金流为-586百万元，较11年同期减少374百万元，这主要是由于公司预付账款增加以及公司偿付了部分应付款所致。1季度末，公司预付账款达1,579百万元，同比增加35.69%；应付账款和应付票据共计7,858百万元，同比减少6.50%。

相关报告

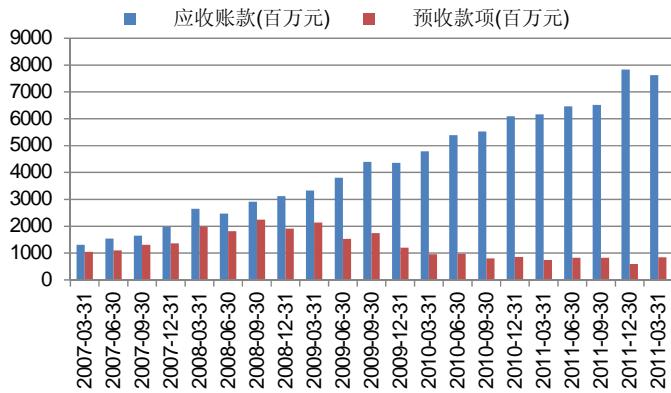
- 1.《太原重工》，2012.4.10
- 2.《回款情况仍未改善》，2011.10.27
- 3.《订单需求下降,经营性现金流需改善》，2011.8.30

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

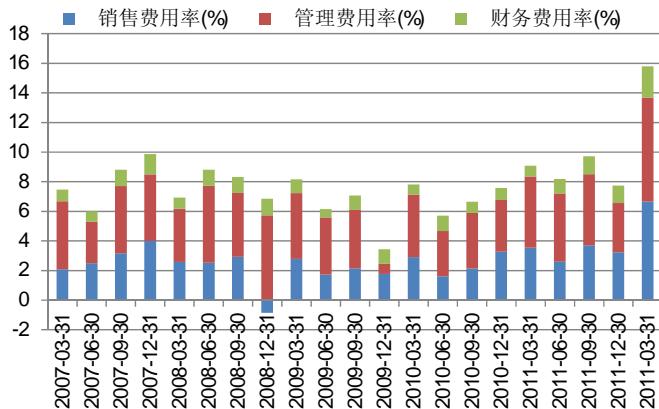
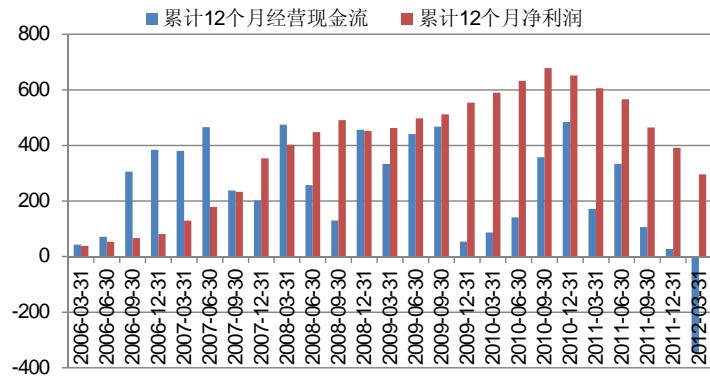
刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

图表1：公司各季度收入和毛利率


来源：公司公报，国金证券研究所

图表3：公司期末应收账款和预收账款


来源：公司公报，国金证券研究所

图表2：公司各季度三项费用率

图表4：公司现金流和净利润


盈利预测和投资建议

- 由于公司1季度的收入和利润低于我们预期，我们下调了对公司的盈利预测，预计2012~2014年营业收入分别为11,038, 12,237和13,529百万元，净利润分别为346, 427和507百万元，同比增长-11.29%, 23.28%和18.67%; EPS分别为0.214, 0.264和0.314元，较之前预测下调了约16%。
- 目前公司股价对应12年30倍PE，估值偏高，我们将评级由“买入”下调为“持有”。

风险提示

- 现金回款压力。目前应收账款总体仍处于较高水平，账款收回仍需进一步加强。

图表5：分项业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
起重机						
销售收入(百万元)	2,111.80	1,949.50	2,127.53	1,914.78	2,010.52	2,111.04
增长率(YOY)	5.09%	-7.69%	9.13%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	12.21%	11.96%	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%
销售成本(百万元)	1,853.99	1,716.43	1,877.34	1,689.61	1,774.09	1,862.79
增长率(YOY)	5.44%	-7.42%	9.37%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	257.81	233.07	250.19	225.17	236.43	248.25
增长率(YOY)	2.58%	-9.60%	7.35%	-10.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	26.17%	20.19%	20.60%	17.35%	16.43%	15.60%
占主营业务利润比重	22.65%	15.68%	18.17%	15.02%	14.37%	13.41%
轧锻设备						
销售收入(百万元)	1,743.83	2,170.24	1,756.49	1,932.14	2,125.35	2,231.62
增长率(YOY)	39.05%	24.45%	-19.06%	10.00%	10.00%	5.00%
毛利率	10.71%	12.29%	16.42%	16.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	1,557.03	1,903.54	1,468.09	1,623.00	1,806.55	1,896.88
增长率(YOY)	43.65%	22.25%	-22.88%	10.55%	11.31%	5.00%
毛利(百万元)	186.80	266.70	288.40	309.14	318.80	334.74
增长率(YOY)	9.75%	42.77%	8.14%	7.19%	3.13%	5.00%
占总销售额比重	21.61%	22.48%	17.01%	17.50%	17.37%	16.50%
占主营业务利润比重	16.41%	17.94%	20.95%	20.63%	19.37%	18.08%
挖掘焦化设备						
销售收入(百万元)	1,765.14	2,194.11	2,488.98	2,737.87	3,011.66	3,312.83
增长率(YOY)	57.70%	24.30%	13.44%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.35%	22.63%	19.39%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	1,476.53	1,697.55	2,006.28	2,190.30	2,409.33	2,650.26
增长率(YOY)	50.33%	14.97%	18.19%	9.17%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	288.61	496.56	482.69	547.57	602.33	662.57
增长率(YOY)	110.53%	72.05%	-2.79%	13.44%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	21.88%	22.73%	24.10%	24.80%	24.61%	24.49%
占主营业务利润比重	25.36%	33.40%	35.06%	36.53%	36.60%	35.78%
火车轮轴及轮对						
销售收入(百万元)	1,007.65	1,267.34	1,422.75	1,636.17	1,963.40	2,356.08
增长率(YOY)	5.90%	25.77%	12.26%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	18.86%	14.94%	11.43%	12.00%	12.00%	13.00%
销售成本(百万元)	817.60	1,078.03	1,260.07	1,439.83	1,727.79	2,049.79
增长率(YOY)	5.35%	31.85%	16.89%	14.27%	20.00%	18.64%
毛利(百万元)	190.05	189.31	162.69	196.34	235.61	306.29
增长率(YOY)	8.33%	-0.39%	-14.06%	20.68%	20.00%	30.00%
占总销售额比重	12.49%	13.13%	13.78%	14.82%	16.04%	17.42%
占主营业务利润比重	16.70%	12.73%	11.82%	13.10%	14.32%	16.54%
油膜轴承						
销售收入(百万元)	250.66	185.65	250.19	287.72	316.49	348.14
增长率(YOY)	-13.94%	-25.94%	34.77%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	20.32%	27.66%	12.25%	12.25%	12.25%	13.25%
销售成本(百万元)	199.73	134.31	219.55	252.48	277.73	302.02
增长率(YOY)	-12.24%	-32.76%	63.47%	15.00%	10.00%	8.75%
毛利(百万元)	50.93	51.34	30.64	35.23	38.76	46.12
增长率(YOY)	-20.01%	0.82%	-40.33%	15.00%	10.00%	18.98%
占总销售额比重	3.11%	1.92%	2.42%	2.61%	2.59%	2.57%
占主营业务利润比重	4.48%	3.45%	2.23%	2.35%	2.36%	2.49%
齿轮传动机械						
销售收入(百万元)	279.18	577.59	649.91	779.89	886.87	1,031.40
增长率(YOY)	-35.47%	106.89%	12.52%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	10.86%	12.41%	11.46%	11.46%	11.46%	11.46%
销售成本(百万元)	248.85	505.90	575.44	690.53	794.11	913.23
增长率(YOY)	-27.26%	103.29%	13.75%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	30.33	71.70	74.46	89.36	102.76	118.17
增长率(YOY)	-66.49%	136.41%	3.86%	20.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	3.46%	5.98%	6.29%	7.07%	7.33%	7.62%
占主营业务利润比重	2.66%	4.82%	5.41%	5.96%	6.24%	6.38%

煤化工设备						
销售收入（百万元）	235.08	288.61	315.08	362.34	416.69	479.19
增长率 (YOY)	58.54%	22.78%	9.17%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	10.98%	10.46%	11.10%	11.10%	11.10%	11.10%
销售成本（百万元）	209.26	258.42	280.10	322.11	370.43	425.99
增长率 (YOY)	39.16%	23.49%	8.39%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	25.81	30.19	34.98	40.23	46.26	53.20
增长率 (YOY)	-1326.77%	16.98%	15.86%	15.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	2.91%	2.99%	3.05%	3.28%	3.41%	3.54%
占主营业务利润比重	2.27%	2.03%	2.54%	2.68%	2.81%	2.87%
其它						
销售收入（百万元）	174.62	197.22	593.05	593.05	622.70	653.84
增长率 (YOY)	-44.27%	12.94%	200.71%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	28.69%	21.57%	3.68%	3.68%	3.00%	3.00%
销售成本（百万元）	124.52	154.67	571.22	571.22	604.02	634.22
增长率 (YOY)	-52.36%	24.21%	269.32%	0.00%	5.74%	5.00%
毛利（百万元）	50.10	42.55	21.83	21.83	18.68	19.62
增长率 (YOY)	-3.51%	-15.07%	-48.70%	0.00%	-14.42%	5.00%
占总销售额比重	2.16%	2.04%	5.74%	5.37%	5.09%	4.83%
占主营业务利润比重	4.40%	2.86%	1.59%	1.46%	1.14%	1.06%
销售总收入（百万元）	8,068.89	9,653.74	10,325.96	11,038.14	12,237.29	13,528.79
销售总成本（百万元）	6,930.88	8,167.02	8,949.27	9,539.37	10,591.64	11,676.86
毛利（百万元）	1,138.00	1,486.72	1,376.69	1,498.77	1,645.65	1,851.92
平均毛利率	14.10%	15.40%	13.33%	13.58%	13.45%	13.69%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	8,069	9,654	10,326	11,038	12,237	13,529							
增长率	19.6%	7.0%	6.9%	10.9%	10.6%								
主营业务成本	-6,931	-8,167	-8,949	-9,539	-10,592	-11,677							
%销售收入	85.9%	84.6%	86.7%	86.4%	86.6%	86.3%							
毛利	1,138	1,487	1,377	1,499	1,646	1,852							
%销售收入	14.1%	15.4%	13.3%	13.6%	13.4%	13.7%							
营业税金及附加	-33	-55	-20	-22	-24	-27							
%销售收入	0.4%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%							
营业费用	-166	-238	-336	-419	-453	-501							
%销售收入	2.1%	2.5%	3.2%	3.8%	3.7%	3.7%							
管理费用	-249	-348	-436	-475	-526	-582							
%销售收入	3.1%	3.6%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%							
息税前利润 (EBIT)	690	845	585	583	642	743							
%销售收入	8.5%	8.8%	5.7%	5.3%	5.2%	5.5%							
财务费用	-70	-81	-108	-154	-149	-165							
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.4%	1.2%	1.2%							
资产减值损失	-77	-68	-106	-82	-63	-65							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	0	0	0	0	0	0							
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%							
营业利润	543	696	371	347	430	512							
营业利润率	6.7%	7.2%	3.6%	3.1%	3.5%	3.8%							
营业外收支	11	-24	34	10	10	10							
税前利润	554	672	405	357	440	522							
利润率	6.9%	7.0%	3.9%	3.2%	3.6%	3.9%							
所得税	0	-20	-15	-11	-13	-16							
所得税率	0.0%	3.0%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%							
净利润	554	652	390	346	427	507							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净	554	652	390	346	427	507							
净利润率	6.9%	6.8%	3.8%	3.1%	3.5%	3.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	554	652	390	346	427	507	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.775	0.807	0.242	0.214	0.264	0.314
非现金支出	218	235	280	235	261	309	每股净资产	4.274	6.639	3.536	3.620	3.592	3.775
非经营收益	75	95	110	213	180	196	每股经营现金净流	0.076	0.600	0.017	0.107	0.089	0.367
营运资金变动	-792	-497	-753	-622	-724	-419	每股股利	0.000	0.050	0.000	0.130	0.130	0.130
经营活动现金净流	55	484	27	173	144	593	回报率						
资本开支	-324	-883	-2,120	97	-299	0	净资产收益率	18.13%	12.15%	6.83%	5.92%	7.36%	8.30%
投资	0	0	-1	-1	0	0	总资产收益率	5.14%	4.38%	2.09%	1.88%	2.12%	2.38%
其他	0	75	13	0	0	0	投入资本收益率	14.62%	11.39%	6.29%	6.31%	6.40%	7.31%
投资活动现金净流	-324	-809	-2,108	96	-299	0	增长率						
股权募资	0	1,657	0	0	-263	0	主营业务收入增长率	14.49%	19.64%	6.96%	6.90%	10.86%	10.55%
债权募资	578	155	1,408	-326	818	-177	EBIT增长率	25.09%	22.58%	-30.78%	-0.42%	10.23%	15.63%
其他	-100	-80	-160	-197	-400	-416	净利润增长率	22.41%	17.70%	-40.11%	-11.29%	23.28%	18.67%
筹资活动现金净流	478	1,733	1,247	-523	155	-593	总资产增长率	16.75%	38.18%	25.80%	-1.55%	9.15%	5.79%
现金净流量	208	1,408	-834	-254	0	0	资产管理能力						

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	3	3	3	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B