

下调后的增发价格较为合理

天马股份动态分析

报告关键点：

- 下调定向增发价(17%左右)，且增发数量不变，增发项目已先行投入
- 未来两年公司所得税率将继续明显低于15%
- 摊薄不明显，维持增持-A的投资评级，并建议参与增发

报告摘要：

- 下调定向增发价(17%左右)，但增发数量不变。**公司今年5月份公告拟定向增发不超过2500万股的普通股筹集资金，发行价格不低于52.89元。12月22日公司拿到证监会批文，但因在此期间股市回落明显，公司股价已低于这一增发价。日前经董事会决议，下调增发价至不低于43.85元(幅度在17%左右)，但增发数量不变。我们认为这有利于增发的快速推进
- 增发项目已先行投入，明年开始见效。**虽然增发一直未能实施，但此次增发的两个项目(风电轴承和机床)均已先行投入，并且投入力度极大。从规划上看，两个项目的固定资产投资在10亿左右，目前依靠银行借款已先行投入过半(前三季度公司资本投入就已超过5.5个亿，其中第三季度就投入2.5个亿)，预计明年年初风电轴承项目将基本完工，而明年下半年机床项目也将见效，因此未来两年公司的收入及利润水平将持续增长。
- 未来两年公司所得税率将继续明显低于15%。**公司同时公告齐重数控装备股份有限公司获得高新技术企业认定，未来三年执行15%的所得税税率，而今年10月份杭州本部已获得高新技术企业认定，享受15%的所得税率，成都天马则在2010年以前也将继续享受西部大开发的优惠税率15%。再考虑到之前的国产设备抵税以及机床退税收入免税等因素，预计公司未来两年公司所得税率将继续明显低于15%。
- 摊薄不明显，维持增持-A的投资评级，建议参与增发。**由于此次增发价格的调整使得增发成功的可能性明显加大，因此我们在盈利预测中加入增发因素，由于增发后财务费用将持续下降，使得其对2009年每股收益的摊薄作用并不明显，预计未来3年公司的每股收益分别为1.86元、2.62元和3.24元(后两年为增发摊薄数)。近一个月公司股价上涨相对较快，目前股价已经接近我们的目标价56元，短期内获得绝对收益的空间不是很大。但考虑到明年公司业绩增长仍然较为明确，我们维持公司增持-A的投资评级。我们认为公司此次的增发价格较为合理(相比二级市场价格存在15%的折价)，具有一定安全边际，建议投资者参与增发。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,007.9	1,337.1	3,671.6	4,705.2	5,604.1
Growth(%)	71.1%	32.7%	174.6%	28.2%	19.1%
净利润	204.6	273.4	585.4	893.8	1,107.0
Growth(%)	111.9%	34.7%	97.0%	53.6%	23.9%
毛利率(%)	31.9%	33.4%	30.1%	32.4%	33.0%
净利润率(%)	18.9%	19.2%	13.8%	16.5%	17.2%
每股收益(元)	0.70	0.94	1.86	2.62	3.24
每股净资产(元)	1.55	6.85	8.60	13.86	16.70
市盈率	62.4	46.3	23.5	16.7	13.5
市净率	28.2	6.4	5.1	3.2	2.6
净资产收益率(%)	48.5%	14.7%	25.0%	21.7%	22.3%
ROIC(%)	51.9%	36.8%	30.6%	26.7%	26.5%
EV/EBITDA	18.0	18.5	15.3	10.9	8.9
股息收益率	0.1%	0.0%	0.9%	1.2%	1.5%

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

56.00 元

期限：12 个月 上次预测：56.00 元

现价：51.33 元

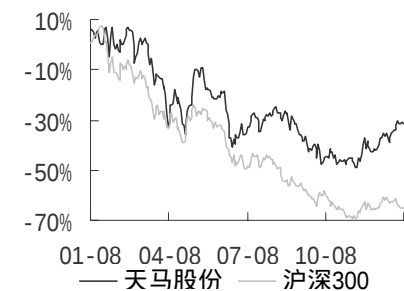
报告日期：

2008-12-29

市场数据

总市值(百万元)	13,961.76
流通市值(百万元)	3,490.44
总股本(百万股)	272.00
流通股本(百万股)	68.00
12 个月最高/最低	37.50/163.98 元
十大流通股东(%)	33.36%
股东户数	9,111

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.69	41.92	33.85
绝对收益	18.05	24.59	(31.41)

研究员

林晨

行业分析师

0755-82558022 linsheng@essences.com.cn

前期研究成果

天马股份：明年业绩增长来自风机床和电轴承

2008-12-22

天马股份：业绩表现较好，项目投入力度极大

2008-10-30

天马股份：项目已开始投入，增发价可能调低

2008-09-05

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2008-12-1**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,007.9	1,337.1	3,671.6	4,705.2	5,604.1	成长性					
减: 营业成本	686.2	890.3	2,567.0	3,178.9	3,756.2	营业收入增长率	71.1%	32.7%	174.6%	28.2%	19.1%
营业税费	5.7	7.5	20.2	25.9	30.8	营业利润增长率	100.3%	31.7%	109.7%	53.2%	25.1%
销售费用	23.1	42.0	132.2	169.4	196.1	净利润增长率	111.9%	34.7%	97.0%	53.6%	23.9%
管理费用	48.2	85.1	257.0	329.4	392.3	EBITDA 增长率	85.4%	29.6%	149.7%	42.1%	21.4%
财务费用	13.2	4.4	65.0	36.0	20.6	EBIT 增长率	94.6%	26.4%	128.0%	44.0%	22.7%
资产减值损失	3.5	7.2	-0.2	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	110.5%	21.1%	139.0%	40.8%	22.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	70.8%	186.9%	61.3%	23.5%	12.1%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	-	-	-	净资产增长率	89.8%	341.1%	25.6%	76.0%	20.5%
营业利润	228.1	300.6	630.4	965.7	1,207.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	17.9	20.0	50.0	50.0	毛利率	31.9%	33.4%	30.1%	32.4%	33.0%
利润总额	228.2	318.5	650.4	1,015.7	1,257.9	营业利润率	22.6%	22.5%	17.2%	20.5%	21.6%
减: 所得税	23.7	45.0	65.0	121.9	150.9	净利率	18.9%	19.2%	13.8%	16.5%	17.2%
净利润	204.6	273.4	585.4	893.8	1,107.0	EBITDA/营业收入	26.4%	25.8%	23.5%	26.0%	26.5%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	23.9%	22.8%	18.9%	21.3%	21.9%
货币资金	121.3	801.9	293.7	1,372.7	1,786.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	91	177	135	147	140
应收帐款	157.5	597.1	653.8	837.9	998.0	流动营业资本周转天数	84	72	60	93	108
应收票据	20.9	49.1	100.6	128.9	153.5	流动资产周转天数	147	426	255	260	300
预付帐款	4.8	103.4	129.0	129.0	129.0	应收帐款周转天数	48	98	57	53	54
存货	241.0	1,065.2	1,406.6	1,741.9	2,058.2	存货周转天数	65	176	121	120	122
其他流动资产	0.0	-	-0.2	-0.2	-0.2	总资产周转天数	266	729	461	453	474
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	202	371	262	282	277
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8	ROE	48.5%	14.7%	25.0%	21.7%	22.3%
投资性房地产	-	2.1	2.1	2.1	2.1	ROA	21.2%	6.1%	11.8%	13.0%	14.1%
固定资产	279.7	1,036.2	1,720.6	2,110.3	2,238.5	ROIC	51.9%	36.8%	30.6%	26.7%	26.5%
在建工程	75.1	357.6	250.3	175.2	122.7	费用率					
无形资产	44.7	320.3	320.3	320.3	320.3	销售费用率	2.3%	3.1%	3.6%	3.6%	3.5%
其他非流动资产	20.6	116.9	77.9	62.8	52.3	管理费用率	4.8%	6.4%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	966.4	4,451.4	4,956.5	6,882.7	7,862.7	财务费用率	1.3%	0.3%	1.8%	0.8%	0.4%
短期债务	256.0	428.9	961.2	954.4	945.3	三费/营业收入	8.4%	9.8%	12.4%	11.4%	10.9%
应付帐款	121.9	655.8	527.5	653.2	771.8	偿债能力					
应付票据	53.0	7.0	35.2	43.5	51.5	资产负债率	56.3%	58.2%	52.8%	40.2%	36.9%
其他流动负债	61.9	1,469.1	1,042.4	1,052.8	1,061.7	负债权益比	128.9%	139.1%	112.0%	67.2%	58.5%
长期借款	48.0	-	-	-	-	流动比率	1.11	1.02	1.01	1.56	1.81
其他非流动负债	3.4	28.6	52.0	62.3	71.3	速动比率	0.62	0.61	0.46	0.91	1.08
负债总额	544.2	2,589.4	2,618.3	2,766.3	2,901.6	利息保障倍数	18.33	68.84	10.70	27.81	59.50
少数股东权益	28.3	260.1	331.2	430.0	552.3	分红指标					
股本	102.0	136.0	272.0	297.0	297.0	DPS(元)	0.05	-	0.37	0.52	0.65
留存收益	291.9	1,465.9	1,735.0	3,389.5	4,111.7	分红比率	6.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	422.2	1,862.1	2,338.3	4,116.5	4,961.1	股息收益率	0.1%	0.0%	0.9%	1.2%	1.5%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	204.6	273.4	585.4	893.8	1,107.0	EPS(元)	0.70	0.94	1.86	2.62	3.24
加: 折旧和摊销	24.9	41.1	165.7	221.8	256.3	BVPS(元)	1.55	6.85	8.60	13.86	16.70
资产减值准备	3.5	7.2	-0.2	0.0	0.0	PE(X)	62.4	46.3	23.5	16.7	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	28.2	6.4	5.1	3.2	2.6
财务费用	11.1	13.1	2.7	65.0	36.0	P/FCF	243.6	-22.6	-17.9	#####	28.2
投资收益	-0.0	-0.0	-	-	-	P/S	11.8	8.9	3.2	2.8	2.3
少数股东损益	13.8	16.4	79.0	116.2	143.9	EV/EBITDA	18.0	18.5	15.3	10.9	8.9
营运资金的变动	-111.9	-150.4	-511.1	-392.9	-356.5	CAGR(%)	63.5%	59.4%	24.2%	10.0%	4.4%
经营活动产生现金流量	123.7	-60.4	383.8	874.9	1,171.3	PEG	1.0	0.8	1.0	1.7	3.1
投资活动产生现金流量	-164.8	-304.2	-700.0	-500.0	-300.0	ROIC/WACC	4.8	3.4	2.9	2.5	2.5
融资活动产生现金流量	132.5	1,030.6	-83.9	897.9	-222.4	REP	1.4	0.9	1.4	1.3	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟，CFA，机械行业分析师，负责铁路设备制造及机床行业研究，毕业于厦门大学，经济学硕士。
 2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034