

刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年1月15日

天马股份(002122.SZ)/53.3元

建议积极参加非公开定向增发

工业·机械

目标估值: 60-72元

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	1863
总股本(万股)	27200
已上市流通股(万股)	6800
总市值(亿元)	144
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	7.1
ROE(TTM)	22.5
资产负债率	55.8%
主要股东	天马控股集团
主要股东持股比例	48.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	-2	-32
相对表现	17	34	35



相关报告

- 1、《天马股份—业绩增长百花齐放》2007年9月24日
- 2、《天马股份—2008 业绩腾飞的新起点》2007年12月03
- 3、《天马股份—轴承和机床业务齐头并进》2008年3月20
- 4、《天马股份—风电轴承市场份额达到第一位》2008年8月12

1月13日天马股份召开临时股东大会,通过了关于调整公司非公开发行股票发行价格(43.85元)的议案,会后我们参观了成都天马,并与公司高管进行了交流,我们继续看好天马股份在风电轴承市场的快速发展及齐重数控管理效益的提升。

- **成都天马已形成批量生产能力:** 成都天马在青白江拥有风电轴承生产基地,总投资10亿元左右,第一期是IPO项目,目前具备1.5MW级风电轴承的生产能力,产值在2009年将达到10亿元,可以配套风力发电机3000台;第二期是建筑面积5万平方米,预计2009年建成投产;2010年完全达产后,成都天马风电轴承生产能力将翻倍,达到2万套,配套风力发电主机5000-6000台。
- **风电轴承市场快速集中。** 虽然近年国内轴承企业纷纷投资风电轴承项目,如洛轴、瓦轴、西北轴、大冶轴,但是从2008年开始,风电轴承行业的竞争格局开始向天马和瓦轴两家企业快速集中。目前天马股份手持风电轴承订单超过10亿元。
- **国产化率提高是必然趋势。** 虽然近五年来我国风电设备国产化率从20%提高到75%,但是关键零部件仍以进口为主,以风电轴承为例,一台套轴承的成本在80万元左右,因此关键零部件国产化是必然趋势。国内外风电设备生产企业也欲增加国内零部件配套。
- **齐重数控管理改善与产品结构升级是利润增长动力。** 天马收购齐重数控后不断地进行机构整合、技术改造、产品升级、员工培训。齐重数控目前的产品以大型立车为主,其中重型机床占60%左右,数控化率70%左右,产品结构仍有改善空间。目前公司手持订单28-29亿元(含税)。
- **虽然从2008PE来看天马估值较高,但是我们对几个业务分拆来估值,仍维持“强烈推荐-A”的评级。** 我们将2009年天马股份归属于母公司的净利润进行一个粗略的分解,预计2009年风电轴承业务净利润近4亿元,机床业务净利润1.5亿元,铁路及特种轴承业务3亿元,按照这三个业务2009年PE25倍、20倍、20倍来估算,天马股份的合理定价在65元左右。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1008	1337	3418	4645	5563
同比增长	71%	33%	156%	36%	20%
营业利润(百万元)	228	301	621	1086	1312
同比增长	101%	32%	107%	75%	21%
净利润(百万元)	191	257	515	854	1023
同比增长	116%	35%	101%	66%	20%
每股收益(元)	1.87	1.89	1.89	2.87	3.44
PE	29.6	29.3	29.2	19.2	16.1
PB	14.3	4.7	7.3	4.2	3.4

资料来源:招商证券

一、风电轴承业务竞争优势快速提高

1、竞争力体现在三个方面

成都天马已形成批量生产能力：成都天马在青白江拥有风电轴承生产基地，总投资 10 亿元左右，第一期是 IPO 项目，目前具备 1.5MW 级风电轴承的生产能力，产值在 2009 年将达到 10 亿元，可以配套风力发电机 3000 台；第二期是建筑面积 5 万平方米，预计 2009 年建成投产；2010 年完全达产后，成都天马风电轴承生产能力将翻倍，达到 2 万套，配套风力发电主机 5000-6000 台。目前二期工程已基本建设完，只是设备尚未到位。公司研发的主轴轴承和变速箱轴承的样品已在南高齿和重齿做实验，预计 2010 年可以达产。

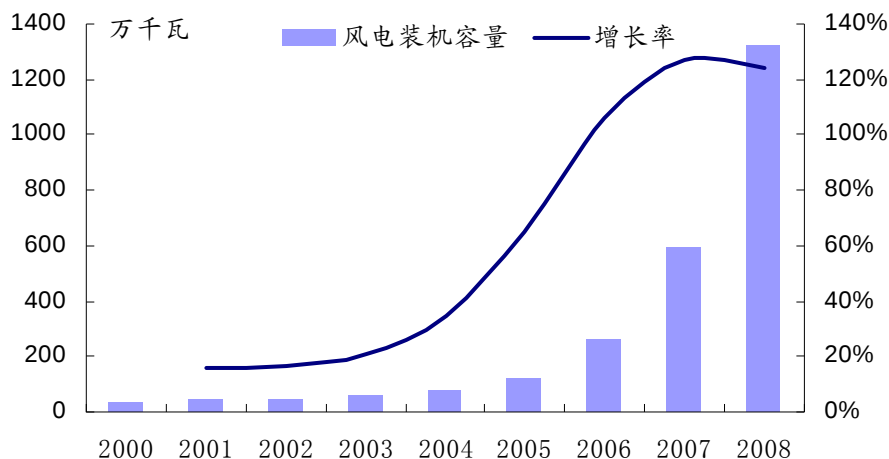
风电轴承市场——品质决定成败。风电机组的设计寿命周期为 20 年，对零部件的要求比较高，风电轴承作为易损件，质保期是 2 年，天马开发的偏航变桨轴承承已走过技术开发和实验阶段，目前在风场使用最长的已经达到 13 个月。

技术进步还表现在材料、热处理、机械加工工艺的提高。

2、风电机组需求将趋于平稳

2007 年风电装机总量为 590 万千瓦，占我国陆地可开发风能储量的 2.3%，其中新增装机容量 328 万千瓦，增长率达到 147%；2008 年我国风电机组新增装机容量达到 719 万千瓦，累计装机容量达到 1324 万千瓦，新增装机容量增长率达到 119%，远超规划。并且风电设备国产化趋势明显，在新增装机容量中，内资企业占 74.78%，外资企业占 20.69%，合资企业占 5.43%，排在前五位的企业依次为华锐风电、金风科技、东汽、维斯塔斯和歌美飒。按照规划，到 2010 年将形成 3000 万千瓦具有电网配套的风电场，我们预测实际装机容量将超过这个规划，不过 2009、2010 年新增风电装机容量增速将明显放缓，按照每台平均 1.5MW 来预测未来两年对风电机组的需求是 5000-6000 台左右。

图 1：中国风电装机容量增长情况（单位：万千瓦）



数据来源：全球风能协会，招商证券

2、风电轴承市场快速集中

虽然近年国内轴承企业纷纷投资风电轴承项目，如洛轴、瓦轴、西北轴、大冶轴，但是从 2008 年开始，风电轴承行业的竞争格局开始向天马和瓦轴两家企业快速集中。

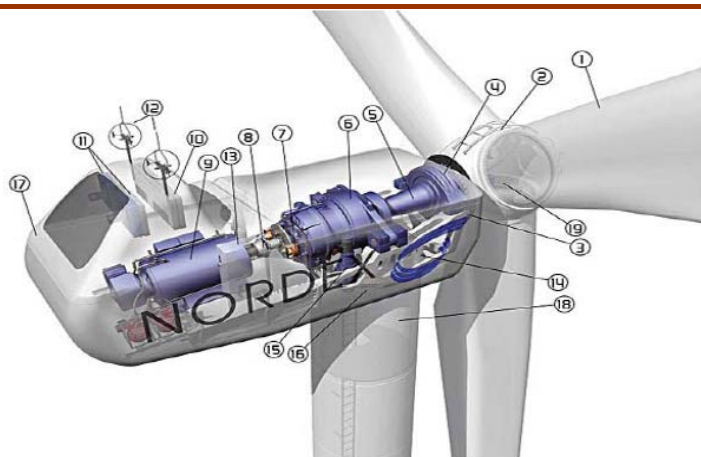
天马股份在研发和国家扶持两方面，相比瓦轴并不具有先天优势，而这两年天马股份充分利用了资本市场融资优势，迅速提高生产能力，并在轴承材料的研制、热处理、机械加工工艺等方面均取得了明显的进步，目前公司手持风电轴承订单超过 10 亿元。

2008 年，竞争对手——瓦轴集团建成了全国规模最大的风力发电轴承生产基地，已形成了完备的风力发电机轴承研发体系，且具备大批量生产能力，开始为德国恩德公司、印度苏司兰公司等多家世界知名的风电企业和国内多家用户批量供货。去年，瓦轴集团先后与国电联合动力公司、广东明阳风电产业集团等用户签订了总金额十多亿元的 2009 年风机轴承供货合同。

3、风电轴承国产化率提高是必然趋势

虽然近五年我国风电设备国产化率从 20% 提高到 75%，但是关键零部件仍以进口为主。风力发电机组组件共可分为叶片系统、电力系统、传动系统与控制系统，其中主要零部件有：叶片、齿轮箱、发电机、轮毂、主轴、电控系统、塔架等。在所有零部件中，叶片、轮毂、齿轮箱、发电机四个部件占到了总成本的 50%，这些部件的技术要求较高，目前以进口产品为主，因此风电主机生产企业的毛利率非常低。以风电轴承为例，一套轴承的成本在 80 万元左右，偏航、变桨轴承成本占轴承成本的 50%，其中包括主轴轴承 1-2 套（进口价格 4-5 万元/套）；变速箱轴承（进口价格 28-30 万元）；偏航、变桨轴承 1+3 套（进口价格 10 万元/套），因此关键零部件国产化是必然趋势。

图 2：风电设备剖视图



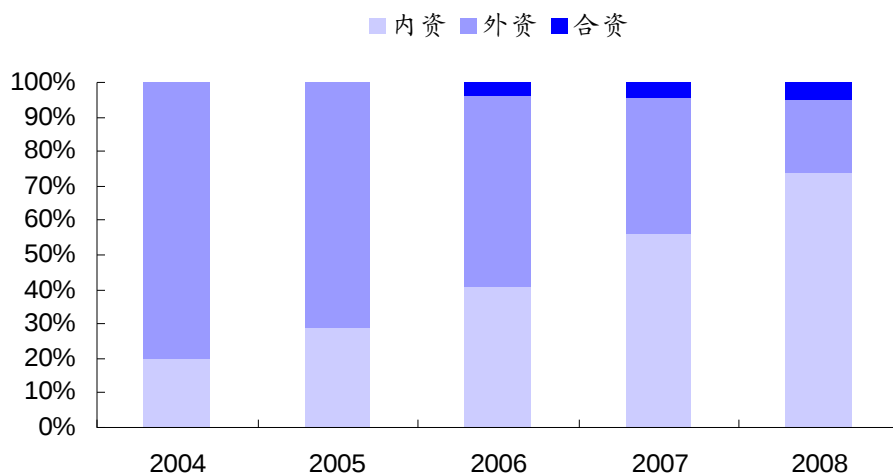
80/2500kW 型

1、叶轮 2、轮毂 3、机舱内框架 4、叶轮轴与主轴连接 5、主轴 6、齿轮箱 7、刹车盘 8、发电机的连接 9、发电机 10、散热器 11、冷却风扇 12、风测量系统 13、控制系统 14、液压系统 15、偏航驱动 16、偏航轴承 17、机舱盖 18、塔架 19、变桨距部分

数据来源：招商证券

风电设备商欲增加国内配套。目前天马、瓦轴、洛轴已经具备偏航、变桨轴承批量生产能力，主轴和变速箱轴承仍需从瑞典 SKF、德国 Schaeffler 以及美国的 Timken 公司进口。由于世界上两大风电轴承供应商 SKF 和 FAG 近年均是满负荷生产，供不应求，以至国外一些风电设备厂家相继到中国采购轴承，Vestas、西门子将在中国建立轴承采购中心，西门子 2008 年在中国考察了三家风电轴承企业：天马、瓦轴、洛轴，对天马的评价也是最高的。

图 3：我国风电设备内、外资企业市场份额比较

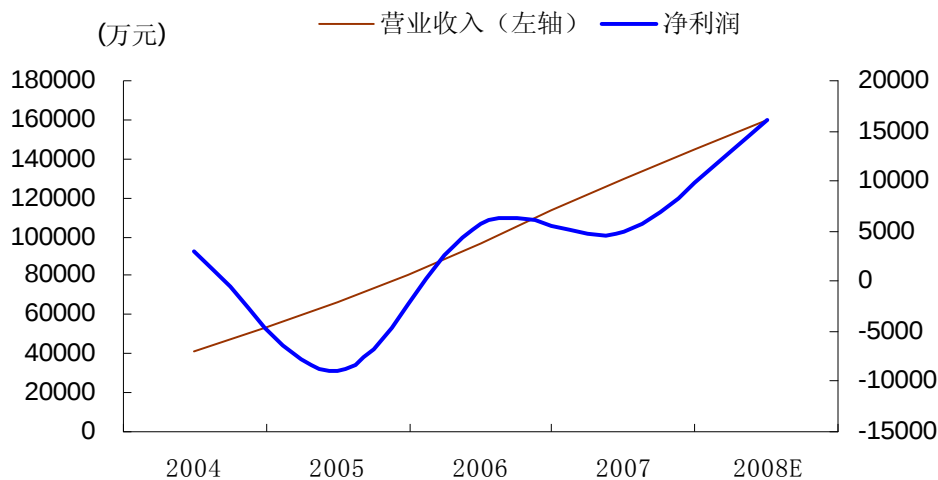


数据来源：招商证券

二、2009 年齐重数控利润有望保持增长

1、净利润率提高符合预期

图 4：近两年齐重数控收入与净利润快速提高



数据来源：公司公告，招商证券

齐重数控净利润率在天马收购后稳步提高，2008 年中期已经达到 10%。2008 年上半年齐重数控实现销售收入 8.66 亿，合并抵消后的机床销售收入为 6.18 亿元，我们预计 2008 年齐重数控实际销售收入在 16 亿元，可以实现净利润 1.6 亿元。目前公司手持订单 28-29 亿元（含税），每月的产量在 1.6 亿元，公司的目标是在 2009 年中期月产值达到 2 亿元。虽然 2008 年下半年订单有所下滑，但是 12 月已经有所恢复。国家大型项目的启动将拉动铁路、风电设备的需求，并且增值税转型对国内机床行业是长期利好，当然我们并不期待 2009 年机床的新订单再创新高，但是相对于普通机床行业，重型机床行业在下游需求、竞争格局、盈利水平表现出良好的稳定性。

2、管理改善与产品结构升级是利润增长动力

天马收购齐重数控后不断地进行机构整合、技术改造、产品升级、员工培训。齐重数控目前的产品以大型立车为主，其中重型机床占 60%左右，数控化率 70%左右，产品结构仍有改善空间。公司为成都天马开发了风电轴承的专用生产设备，如：专用钻孔机、高速铣齿机，磨齿机，使生产效率大幅提高，这三个产品公司将在 2009 年形成系列化生产，另外计划开发的产品还包括高速滚齿机。新产品的价格是普通立车的两倍以上，因此产品结构升级仍是主要的增长点。

三、天马股份分业务估值讨论

天马股份自 2007 年强烈推荐以来，表现一直强于基准指数，虽然从 2008PE 来看，天马估值较高，但是我们对其几个业务分拆来估值，仍维持“强烈推荐-A”的评级。

2009 年将是天马股份业绩高增长的一年，风电轴承业务进入爆发增长期，重型机床业务仍在业绩平稳提升之中，铁路轴承和通用轴承保持平稳。我们将 2009 年天马股份归属于母公司的净利润进行一个粗略的分解，预计 2009 年风电轴承业务净利润近 4 亿元，机床业务净利润 1.5 亿元，铁路及特种轴承业务 3 亿元，按照这三个业务 2009 年 PE25 倍、20 倍、20 倍来估算，天马股份的合理定价在 65 元左右。

我们预测天马股份 2008 年、2009 年 EPS 为 1.9、2.9 元(考虑增发摊薄)，动态 PE 为 29 倍和 19 倍，低于机床行业上市公司 2009 年的平均 PE24.5 倍，同时与风电主机上市公司金风科技 2009 年 PE25 倍相比，天马股份目前的估值并不高。

表 1：机床行业上市公司估值比较

股票名称	市值(亿)	1.14 收盘价	EPS			PE		PS	PB	评级
			2007	2008E	2009E	2008E	2009E			
华东数控	21.38	17.82	0.35	0.46	0.66	38.7	27.0	4.7	4.3	审慎推荐-B
沈阳机床	28.15	5.16	0.14	0.1	0.12	43.0	34.4	0.4	2.1	回避-B
昆明机床	36.54	8.60	0.57	0.65	0.7	13.2	12.3	2.2	3.7	审慎推荐-A
法因数控	20.78	14.28	0.36	0.4	0.49	35.7	29.1	6.8	4.2	中性-A
天马股份	150.42	55.30	0.95	1.9	2.9	29.3	19.3	5.5	7.8	强烈推荐-A
平均						32	24.4	3.5	3.6	

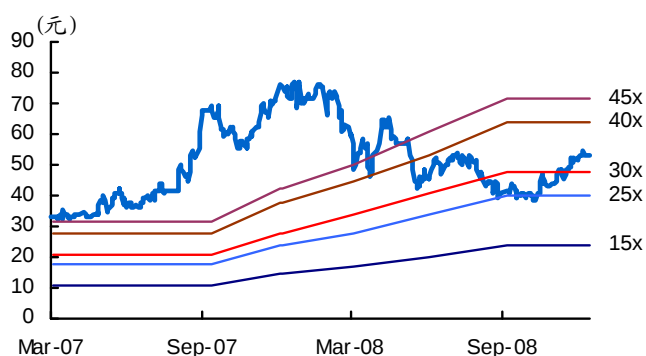
数据来源：WIND，招商证券研发中心

表 2: 天马股份营业收入和盈利水平假设

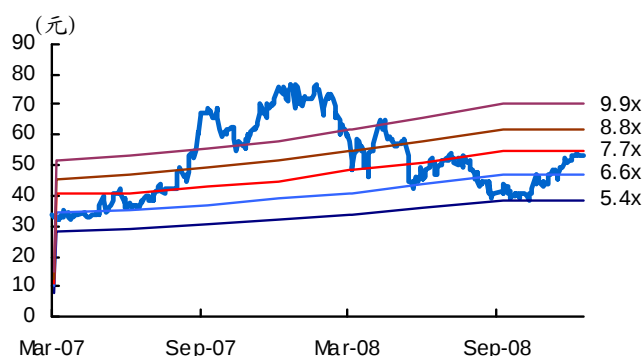
		2007	2008 上半年	2008E	2009E	2010E
铁路轴承(百万元)		515	248	541	584	631
	增长率	8.12%	1.21%	5%	8%	8%
	毛利率	33.80%	32.62%	33%	33%	33%
通用轴承(百万元)		634	406	698	732	806
	增长率	18%	20%	10%	5%	10%
	毛利率	37.60%	36.00%	32.0%	32.0%	30.0%
风电轴承(百万元)		13	101	300	1100	1540
	增长率			2140%	267%	40%
	毛利率	58.60%	55.00%	55.00%	52.00%	50.00%
特种轴承(百万元)		26	10	30	39	51
	增长率	192%		16%	30%	30%
	毛利率	51.12%	50.00%	50%	50%	50%
机床(百万元)			618	1600	1888	2171
	增长率			23%	18%	15%
	毛利率		24%	26%	28%	28%
其它业务(百万元)		31	95	120	132	145
	增长率			10%	10%	10%
	毛利率	35.75%	10.68%	12%	12%	12%
圆钢(百万元)		117	67	130	169	220
营业收入合计(百万元)		1337	1545	3418	4645	5563
	增长率	32.8%		155.7%	35.9%	19.8%
主营业利润(百万元)		446	470	1025	1580	1893
	毛利率	33.4%	30.4%	30.0%	34.0%	34.0%

数据来源: 招商证券研发中心

注: 上半年通用轴承和风电轴收入 and 毛利率为分拆后的预测数据。

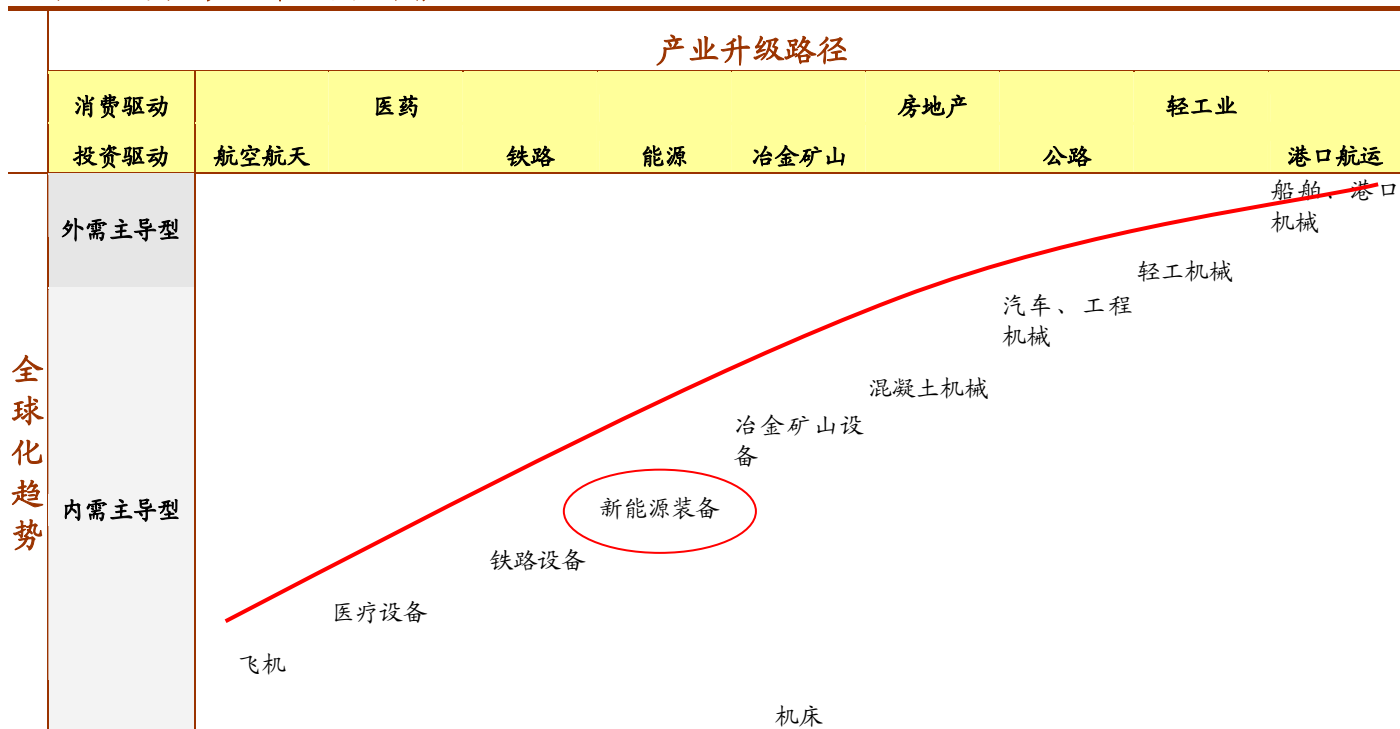
图 5: 天马股份历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 天马股份历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附图：机械行业产业升级路径图谱



资料来源：招商证券研发中心

附表：机械行业景气度评价体系

各子行业	产业集中度	供需状况	国产化率	提价能力	未来国际市场份额	毛利率趋势	未来景气度
铁路设备	提高	紧张	提高	有限	提高	提高	上升
新能源装备	提高	紧张	提高	较高	提高	维持	上升
工程机械	提高	平衡	提高	有限	提高	维持	维持
重型数控机床	维持	平衡	缓慢提高	有限	维持	维持	维持
航空航天	维持	平衡	维持	较高	维持	维持	维持
普通机床	维持	过剩	维持	低	维持	下降	下降
港口机械	维持	平衡	维持	有限	维持	维持	下降
造船	提高	过剩	提高	有限	维持	提高	下降
集装箱	维持	过剩	维持	有限	维持	下降	下降

资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

近两年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《高成本时代制造业转型迫在眉睫—机械行业 2008 年中期投资策略》2008.6.10

本报告从石油危机对美国、日本工业的影响入手，分析了各国制造业转型采取的对策，中国制造业也进入了高成本时代，成本压力将推动产业结构调整，构筑制造业长期竞争力。

5、《“羊市思维”—机械行业 2008 年四季度投资策略》2008.10.6

借用概念指出：“羊市”是指即非牛市也非熊市，虽然机械行业景气度仍将温和回落，估值水平已达到历史低点。

6、《机械行业 2009 年度投资策略-危机中孕育的国家优势》2008.12

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	545	2617	2963	4037	5254
现金	121	802	342	744	1672
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	21	49	103	139	167
应收款项	156	565	943	1282	1535
其它应收款	1	32	85	116	139
存货	241	1065	1303	1517	1454
其他	5	103	187	239	286
非流动资产	421	1835	2236	2634	2900
长期股权投资	1	2	2	2	2
固定资产	280	1036	1457	1884	2176
无形资产	45	320	288	259	234
其他	96	477	489	489	489
资产总计	966	4451	5199	6672	8154
流动负债	493	2561	2771	2273	2682
短期借款	256	429	902	300	400
应付账款	121	519	718	766	918
预收账款	5	772	718	766	918
其他	110	840	434	441	447
长期负债	51	29	25	25	25
长期借款	48	0	0	0	0
其他	3	29	25	25	25
负债合计	544	2589	2796	2298	2707
股本	102	136	272	297	297
资本公积金	0	917	781	1831	1831
留存收益	292	549	1013	1781	2701
少数股东权益	28	260	337	465	617
母公司所有者权益	394	1602	2066	3909	4829
负债及权益合计	966	4451	5199	6672	8154

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	124	(60)	195	627	1446
净利润			515	854	1023
折旧摊销			158	198	231
财务费用			43	13	16
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(641)	(601)	(0)
其它			120	163	177
投资活动现金流	(165)	(304)	(580)	(600)	(500)
资本支出			(600)	(600)	(500)
其他投资			20	0	0
筹资活动现金流	133	1031	(76)	375	(18)
借款变动			23	(602)	100
普通股增加			136	25	0
资本公积增加			(136)	1050	0
股利分配			(52)	(85)	(102)
其他			(47)	(13)	(16)
现金净增加额	91	666	(460)	402	928

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1008	1337	3418	4645	5563
营业成本	686	890	2393	3065	3671
营业税金及附加	6	7	19	26	31
营业费用	23	42	120	163	195
管理费用	48	85	222	293	339
财务费用	13	4	43	13	16
资产减值损失	4	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	228	301	621	1086	1312
营业外收入	1	20	52	55	55
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	228	318	673	1141	1367
所得税	24	45	81	160	191
净利润	205	273	592	981	1175
少数股东损益	14	16	77	128	153
母公司所有者净利润	191	257	515	854	1023
EPS (元)	1.87	1.89	1.89	2.87	3.44

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	71%	33%	156%	36%	20%
营业利润	101%	32%	107%	75%	21%
净利润	116%	35%	101%	66%	20%
获利能力					
毛利率	31.9%	33.4%	30.0%	34.0%	34.0%
净利率	18.9%	19.2%	15.1%	18.4%	18.4%
ROE	48.4%	16.0%	24.9%	21.8%	21.2%
ROIC	28.7%	9.6%	17.7%	20.2%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	56.3%	58.2%	53.8%	34.4%	33.2%
净负债比率	34.3%	19.7%	17.3%	4.5%	4.9%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.8	2.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	1.1	1.4
营运能力					
资产周转率	1.0	0.3	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.7	1.4	2.0	2.2	2.5
应收帐款周转率	8.0	3.7	4.5	4.2	3.9
应付帐款周转率	7.3	2.8	3.9	4.1	4.4
每股资料(元)					
每股收益	1.87	1.89	1.89	2.87	3.44
每股经营现金	1.21	-0.44	0.72	2.11	4.87
每股净资产	3.86	11.78	7.59	13.16	16.26
每股股利	0.00	0.20	0.19	0.29	0.34
估值比率					
PE	29.6	29.3	29.2	19.2	16.1
PB	14.3	4.7	7.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	59.4	45.8	19.2	12.2	10.1

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，证券从业七年，四年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年第二名,2008 年第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。