

天马股份

002122

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/12
RMB57.52	

基础数据

总股本（百万股）	297
流通 A 股（百万股）	68
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	4127

财务数据

市净率 (X)	8.61
TRACING P/E (X)*	34.82
EPS (元)	1.74
股息率 (%)	0.16

*最近四季盈利计算。

相关研究

《独善其身、持续成长》

2008/02/29

《内生增长稳健，横向并购值得期待》

2007/07/25

《技术优势铸就高端轴承领跑者》

2007/03/25

分 析 师

吴昊

+755-82492058

wh@lhqz.com

成长中的机械零部件霸主

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1337.1	3175.4	4361	4959	5808
(+/-%)	32.7	137.5	37%	14%	17%
归属母公司净利润(百万元)	257.0	517.6	1037	1310	1579
(+/-%)	34.7	101.4	74%	39%	21%
EPS(元)	0.87	1.74	3.03	4.19	5.05
P/E(倍)	70.1	34.8	19.01	13.72	11.38

■ 身为白马股，公司成长空间仍未被充分认识。我们认为公司已由轴承或机床企业转变为机械零部件综合制造商，借助在轴承及机床领域的领导地位，公司零部件霸主地位已然形成，以轴承为核心、向其它零部件甚至是整机扩张的同心圆战略，使得内生性增长空间完全打开。另外，经济衰退带来并购良机，业绩存在超预期可能。

■ 风电新老产品全面开花。变桨和偏航轴承迎来 3 倍增长，今年将实现 10 亿销售，主轴轴承已有少量订单，成为主打产品已无悬念，齿轮箱主轴轴承则是下一个增长点。随着关键零部件先后被掌握，附加值高、能进口替代的其它配件将成新进入领域，成长空间无限。

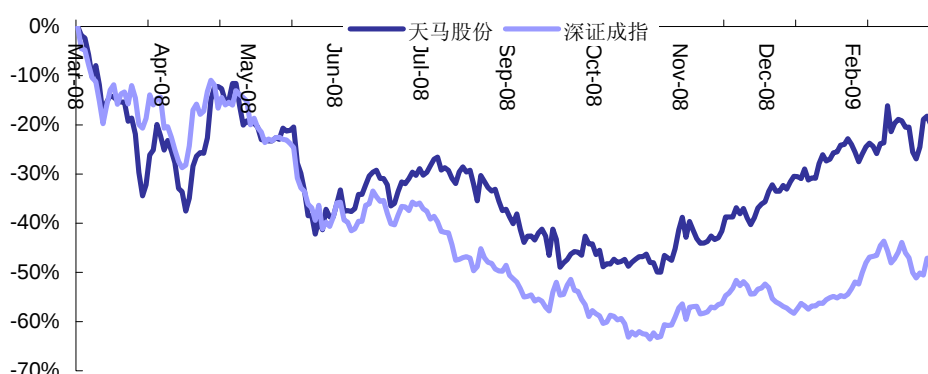
■ 技术领先助力齐重数控优雅转型。为应对景气下滑，齐重一方面加大新品开发力度，大型磨床、铣齿机及铣钻中心等产品立足进口替代，市场前景看好。另外，跟同行昆机及天马其它业务相比，齐重盈利仍有提升空间。

■ 通用轴承及铁路货车轴承盈利稳中有升。尽管二者收入没有增长，但公司着力结构调整，加大附加值高产品推出力度，毛利率可望小幅提高。

■ 经济下滑带来并购良机。经济衰退背景给公司低成本收购带来诸多便利，同时，产业链完善后，整合能力大幅提升，为成功收购提供保障。

■ 经过 DCF 估值，公司合理股价为 80 元/股，对应 09 年 26 倍 PE。对于未来五年 CAGR 达 30%、成长期持续到 2012 年的公司，这个估值水平是合理谨慎的，维持“增持”的投资评级。

最近 52 周股价表现



目 录

机械零部件霸主：成长期持续至 2012 年.....	3
风电新老产品全面开花	4
偏航和变桨轴承迎来爆发式增长期.....	5
主轴轴承等新产品梯队是下一个重磅增长点	5
技术领先推动齐重数控优雅转型	6
超越周期——技术优势带动新产品投放	6
盈利改善仍有空间.....	6
现金牛业务——结构调整推动盈利提升	7
通用轴承结构调整大有可为	7
铁路货车轴承维持平稳态势	7
并购一不败的神话.....	8
收购中大型企业迎来良机.....	8
产业链完善推动整合能力大幅提升.....	9
盈利预测：未来五年 CAGR30%以上	9
维持“增持”的投资评级.....	10

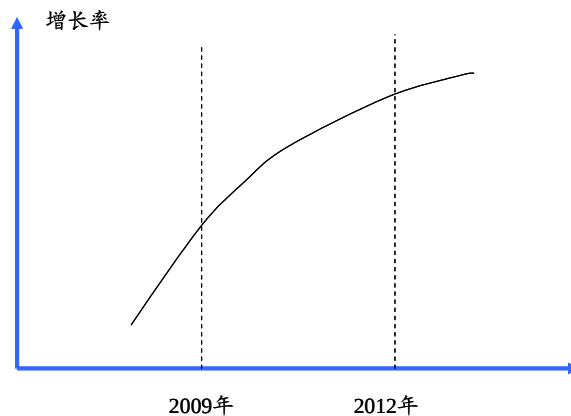
公司最近五年成长模式为通过横向甚至是纵向并购实现快速成长，但这种外延式增长或将出现瓶颈，规模原因可能导致并购带来的业绩增厚并不显著，市场因此担心 2010 年将进入成熟期。

与市场认识不同的是，我们认为，公司已经华丽转变为一家机械零部件综合制造商，借助在轴承及机床领域的领导地位，公司零部件霸主地位已然形成，以轴承为核心，向其它零部件甚至是整机扩张的同心圆战略，使得内生性增长空间完全打开。另外，产业链完善后，公司整合能力更是今非昔比，而且宏观经济下行也为低成本收购中大型企业带来绝佳机会。

机械零部件霸主：成长期持续至 2012 年

我们认为公司仍然处于成长期中期，成长期将至少持续到 2012 年（图 1）。

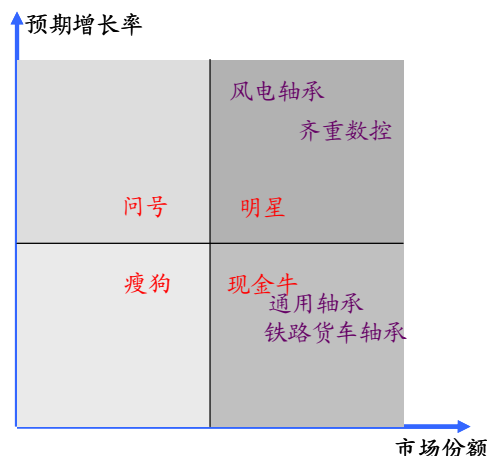
图 1、公司成长期仍将维持四年以上



数据来源：联合证券研究所。

推动因素主来自于风电新老业务全面开花及齐重数控盈利不断改善，通用轴承及铁路货车轴承扮演现金流业务角色（图 2）。

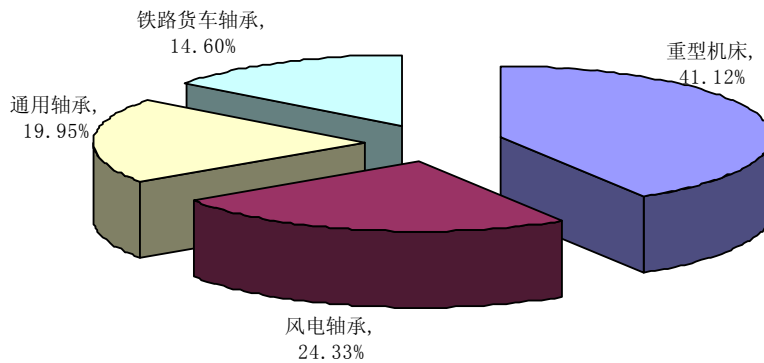
图 2、主要产品风电业务及机床处于快速增长期



数据来源：联合证券研究所。

09 年公司收入构成中，预计风电业务及机床产品合计占 70%（图 3），二者将推动公司进入五年的较快增长期。

图 3、明星业务占比近 70%



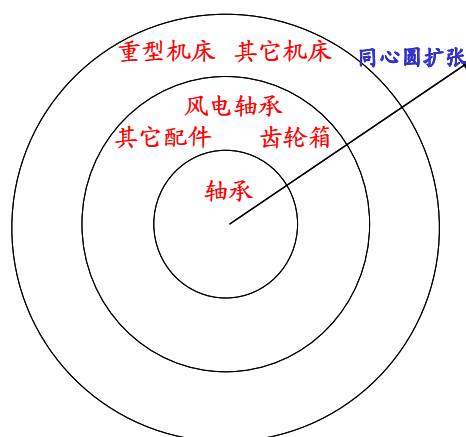
数据来源：联合证券研究所。

对于公司内生性增长甚至外延式收购，我们报以更加乐观预期，主要基于公司已经在机械零部件领域形成傲视群雄的竞争力。

在机械行业，零部件研制能力及整机装备水平是核心竞争力。对于零部件，轴承是关键，其技术含量高，高端轴承严重依赖进口，是制约零部件性能的主要因素。在整机领域，机床又最为重要，它是工业母机，机床装备水平直接决定整机及零部件加工质量，而高端机床也依赖进口，部分产品甚至受制于技术封锁。

而在这两大关键领域，公司是轴承——机床产业链实力最强的企业，具备领先的精密零部件及整机加工优势，在产业链内具备强大的整合能力。借助在轴承及机床领域的领导地位，公司零部件霸主地位已然形成，以轴承为核心、向其它零部件甚至是机床等整机领域扩张的同心圆战略（图 4），打开了公司成长空间。

图 4、富有侵略性的同心圆扩张战略



数据来源：联合证券研究所。

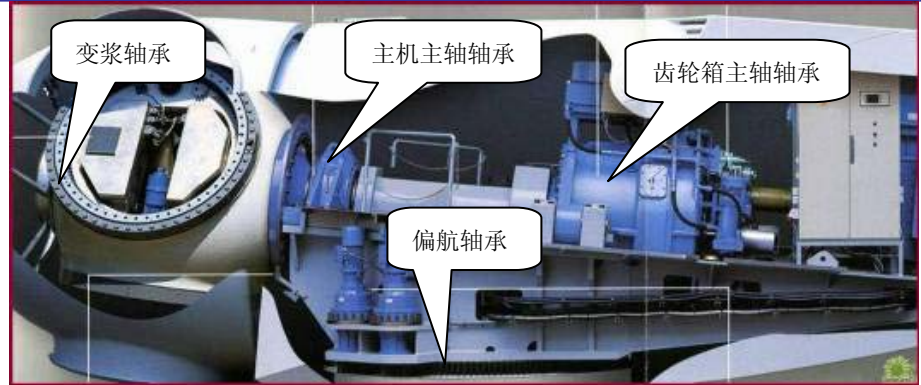
风电新老产品全面开花

老产品偏航和变桨轴承继去年实现 2.7 亿元销售后，今年将迎来 3 倍增长，

预计 09 年实现 10 亿销售，市占率 50%以上。

新产品主轴轴承已有少量订单，成为主打产品已无悬念，齿轮箱主轴轴承则是又一个增长点（图 5）。

图 5、风电轴承产品将全面开花



数据来源：联合证券研究所。

偏航和变桨轴承迎来爆发式增长期

偏航和变桨轴承是公司率先开发出的风电产品，当时市场一度担心其产品质量问题，但随着产品放量及大单逐步签署，担心随之消失。

该产品 07 年为导入期，08 年实现 2.7 亿销售，目前在手订单达 10 亿以上，考虑到风电市场快速增长及后续大单，预计 09 年实现 10 亿元销售。

如果完成 10 亿元销售，意味着公司成为国内最大风电轴承供应商。我们之前预计 09 年国内新增风电装机容量 1 万 MW，则偏航和变桨市场容量 20 亿左右，因此，公司在新增市场占有率高达 50%。

目前，风电轴承仍为垄断竞争格局，毛利率或由高位小幅下滑。07 年公司 1 千万风电轴承销售额，毛利率就达 58.6%，08 年由于规模效应体现，我们推算出其毛利率高达 60%以上，这主要得益于公司强大的技术优势及领先的成本控制能力，但我们预计随着瓦轴洛轴产能的扩大，公司毛利率有所下滑，但幅度很小。

主轴轴承等新产品梯队是下一个重磅增长点

相对于偏航和变桨轴承，主机主轴轴承难度相对较高，但经过公司开发，已经成功试制，目前有少量订单，该产品市场容量同偏航轴承相当，09 年市场容量近 5 亿元，将成为下一个主打产品。

风电齿轮箱主轴轴承及其它配套轴承对于公司也不是问题。齿轮箱轴承市场容量较大，预计 09 年达 15 亿以上。

其实主轴轴承及齿轮箱主轴轴承已经代表风电机械零部件最高水平，随着关键零部件先后被掌握，加上公司在轴承领域的领先优势及机床领域的加工优势，公司机械零部件霸主地位已经成形，因此，向附加值高、立足于进口替代的其它部件拓展自然不在话下，成长空间完全打开。

技术领先推动齐重数控优雅转型

齐重数控目前在手订单充足，达 20 多亿，而 08 年销售收入仅 14 亿元，预计 09 年收入达 17 亿，但 2010 年有不确定性，作为重型设备制造商，长周期特性是投资者担心的主要原因。

针对需求收缩，公司正积极转型：一方面加大附加值高、立足进口替代的新产品研发投放；另外，通过管理提升带动盈利改善已见成效，但仍有空间。

超越周期——技术优势带动新产品投放

齐重数控在分离式、重载荷、高精度、横流静压导轨技术、床身结构设计等核心技术上均取得重大突破，达到国际先进水平，创新能力达世界级水平。

公司正利用强大技术优势加大新品开发力度。一方面，丰富风电等大型加工设备生产线，如去年年底开发的数控立式磨床可以替代进口、缓解国内风电市场急需，数控立式铣齿机采用国际先进的金属切削刀具实现单齿加工工艺，比国内普遍使用的传统齿轮效率提高十倍，经济效益巨大。

另外，公司还瞄准造船、航天、冶金及军工等领域重大攻关项目，立足于替代进口，如数控立式磨床加工精度达到世界最高的千分之三毫米，改写长期依赖进口的历史；重型曲轴旋风切削中心，用于大型船用柴油机曲轴制造，可加工重达 260 吨重、14.5 米长的大型曲轴，解决了国内船舶曲轴加工问题。

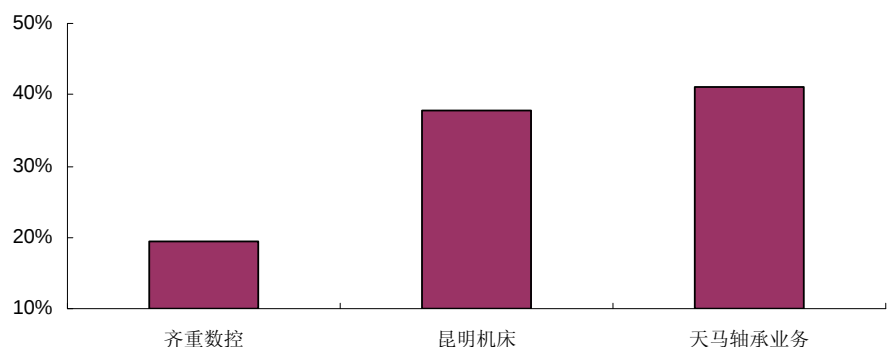
铣齿机、大型磨床等新产品在 2010 年预计能贡献收入 3 亿元以上，扭转 2010 年生长的不确定性

机床尤其是数控机床为典型的技术密集型产业，国内企业在国内数控机床市场占有率不足 35%，机床行业仅 50%，因此，公司进口替代空间巨大。

盈利改善仍有空间

在天马收购后，齐重数控盈利能力显著改善，08 年净利率达 12.47%，相对于 06 和 07 年大幅提高。但我们认为跟同行昆明机床（600806.SH）及天马旗下其它业务比，盈利提升空间仍较大（图 6）。

图 6、齐重数控毛利率仍有较大提升空间



数据来源：公司年报、Wind 资讯。注：昆明机床数据为机床业务 08 年中报数据。

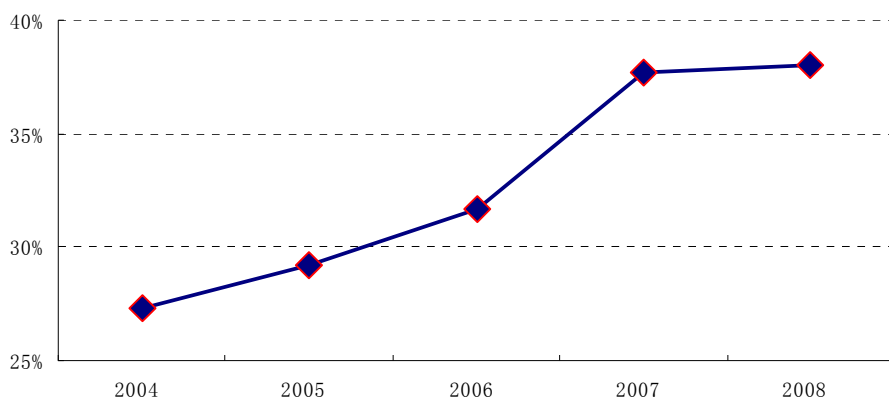
现金牛业务——结构调整推动盈利提升

作为现金牛业务，通用轴承及铁路货车轴承 09 年收入同比持平，但结构调整可望带动毛利率稳中有升。

通用轴承结构调整大有可为

通用轴承包括短圆柱及深沟球两大类产品，由于细分产品门类多、应用领域广泛，无明显统计特征，但从毛利率来看，近五年稳步提升（图 7）。

图 7、通用轴承毛利率稳步提升



数据来源：公司年报。

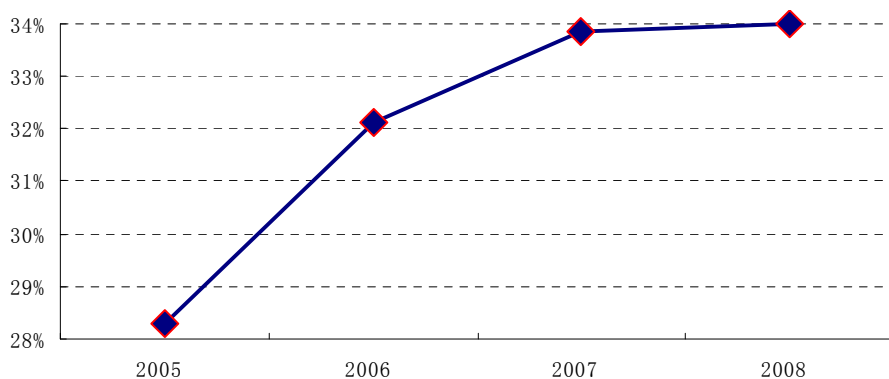
主要原因是：公司大力研发新产品，开发出迎合市场需要的高技术含量和高附加值产品，减少甚至砍掉那些低技术含量、低附加值产品。

通用轴承产品结构优化空间大。根据轴承行业协会数据，2008 年进口额 150 亿元，在国内市场占比达 25%，对于天马这样领先的轴承制造商而言，进口替代空间巨大，相应地，通用轴承毛利率仍有小幅提升空间。

铁路货车轴承维持平稳态势

铁路货车轴承近五年毛利率也在稳步提升中（图 8），除了 80 吨重载货车轴承占比提升外，公司加大技术改造、降低成本也功不可没。

图 8、铁路货车轴承毛利率稳步提升

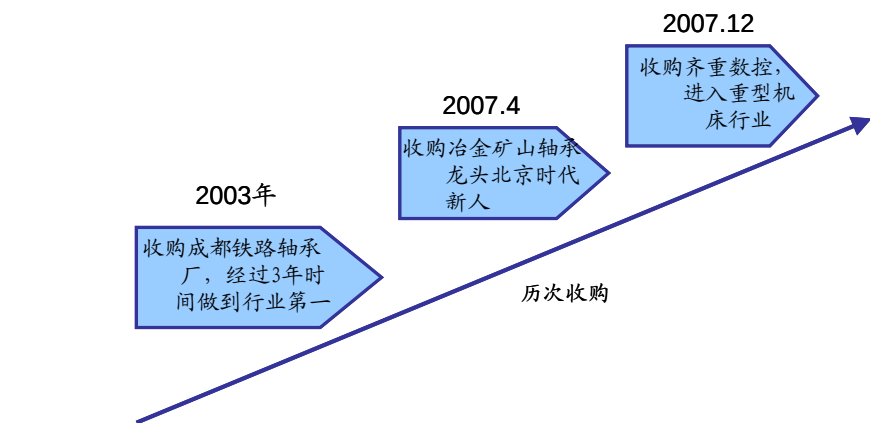


数据来源：公司年报。

并购—不败的神话

并购是公司实现快速增长的捷径，过去五年，公司实施多达三次并购，并先后取得成功，尤其是对铁路货车轴承及齐重数控的并购，堪称经典（图 9）。

图 9、公司并购成长路径图



数据来源：公司年报及公告。

在收购后，公司通过输出管理（更多针对国企）或技术（针对民企），实现盈利迅速改善，为股东创造价值。

在公司规模逐步壮大，尤其是 2010 年收入达到 50 亿后，外延式收购能否带来业绩显著增厚成为一个疑问。

但我们认为公司后续外延式收购仍有望超预期，主要基于：（1）经济衰退为收购中大型企业提供绝佳机会；（2）产业链逐步完善带动整合能力提升，有利于实现盈利迅速改善。

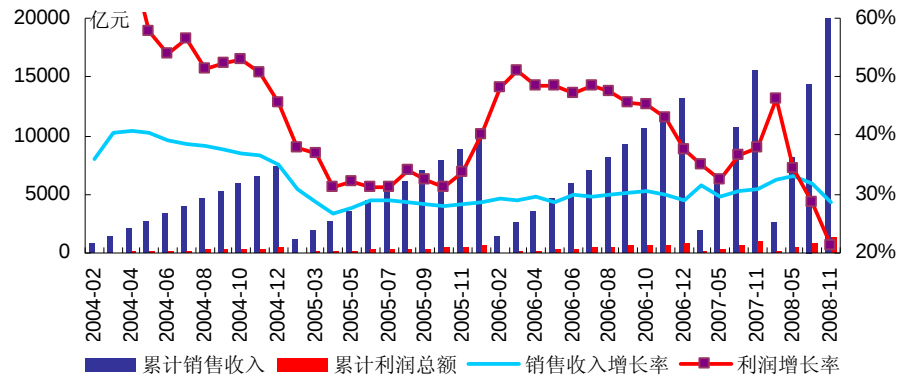
收购中大型企业迎来良机

从历次收购情况来看，收购对象集中在轴承或下游，彰显公司打通机械零部件（包括轴承）到机械整机（轴承下游）等整个产业链的决心，行业分布包括轴承、机床甚至是齿轮箱（未来有可能）等行业，收购对象则不限国企或民营。

目前，宏观经济衰退对制造业造成较大影响，通用设备业更是受到较大冲击，行业盈利能力及现金流状况均不乐观（图 10）。

相应地，公司在行业低谷时能够以较低成本完成对中大型公司收购。

图 10、宏观经济下行导致通用设备业盈利大幅下滑



数据来源：中经网。

产业链完善推动整合能力大幅提升

在收购齐重数控后，对公司的认识应该由轴承生产商提升到机械零部件企业加以认识，公司产业链得以完全打通，精密制造及装备水平大为增强，相应地，从零部件到整机，公司都有强大的加工制造能力。

因此，对于收购对象，公司可以在精密制造及强大装备方面提供有效帮助，帮其产品实现质量及档次大幅提升，达到国内领先水平。

盈利预测：未来五年 CAGR30%以上

表 1、盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
风电轴承收入(亿元)	2.70	11.07	15.50	20.15
增速		310.00%	40.00%	30.00%
毛利率	63.60%	62.00%	60.00%	58.00%
通用轴承收入(亿元)	8.18	8.18	8.59	9.45
增速		0.00%	5.00%	10.00%
毛利率	38.00%	38.00%	38.00%	38.00%
铁路轴承收入(亿元)	5.30	5.96	6.26	6.57
增速	5.00%	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
轴承合计收入（亿元）	16.18	25.21	30.35	36.17
增速		55.83%	20.37%	19.18%
毛利率	40.96%	47.59%	48.41%	48.41%
机床产品收入（亿元）	14.12	16.94	17.79	20.46
增速	12.35%	20.00%	5.00%	15.00%
毛利率	19.40%	19.50%	20.00%	20.00%
合计收入（亿元）	31.75	43.61	49.59	58.08
增速	137.49%	37.34%	13.72%	17.12%
毛利率	30.95%	35.95%	37.55%	37.84%

数据来源：联合证券研究所。注：圆钢及其它不足 1 亿的业务没有列出。

维持“增持”的投资评级

根据 DCF 估值，公司合理价值区间为 75-85 元/股，估值结果及假设如表 2 及表 3 所示。

我们认为合理价值为 80 元/股，对应 09 年 26 倍 PE，对于一个未来五年 CAGR 达 30%、且存在收购超预期的机械零部件领先企业，应该是合理谨慎的，因此，维持“增持”的投资评级。

表 2、DCF 估值结果（单位：百万）

公司核心评估价值	3,348.44
其中：显性价值	15.34
其中：半显性价值	951.51
其中：永续增长价值	2,381.58
加：公司非核心评估价值	112.65
公司评估总价值	3,461.09
减：债务价值	125.00
减：少数股东权益	1.64
公司内在评估价值	3,334.45
估值日总股本(百万股)	120.00
每股内在价值(元)	27.79

数据来源：联合证券研究所。

表 3、DCF 估值假设条件

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.020	1.020
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.00%
股权资本成本 (K_e)	8.11%	8.11%
债务成本 K_d (%)	5.68%	5.68%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	5.14%	5.14%
WACC	7.98%	7.98%

数据来源：联合证券研究所。

表 4、敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 G_n (%)			
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
6.98%	80.43	92.88	111.58	142.81
7.98%	66.09	74.26	85.71	102.91
8.98%	55.46	61.10	68.62	79.16

数据来源：联合证券研究所。

表 5、财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2818	4460	5662	6829	营业收入	3175	4361	4959	5808
现金	281	588	1194	1819	营业成本	2193	2793	3097	3611
应收账款	562	1116	1276	1413	营业税金及附加	19	25	28	33
其它应收款	32	59	70	77	销售费用	104	131	149	163
预付账款	183	228	273	308	管理费用	221	288	322	372
存货	1697	2358	2724	3070	财务费用	29	17	-37	-62
其他	62	111	126	142	资产减值损失	4	5	5	5
非流动资产	2556	3190	3861	4467	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	1	2	2	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1438	2237	2914	3505	营业利润	606	1103	1395	1688
无形资产	333	335	337	340	营业外收入	55	25	33	38
其他	782	617	608	620	营业外支出	14	6	7	9
资产总计	5373	7650	9523	11295	利润总额	647	1122	1421	1716
流动负债	2921	3053	3643	3895	所得税	49	85	111	137
短期借款	926	0	0	0	净利润	597	1037	1310	1579
应付账款	726	1088	1246	1394	少数股东损益	80	139	65	78
其他	1268	1966	2397	2501	归属于母公司净利润	518	899	1245	1501
非流动负债	31	21	27	26	EBITDA	766	1216	1498	1806
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.74	3.03	4.19	5.05
其他	31	21	27	26					
负债合计	2952	3074	3670	3921					
少数股东权益	329	468	533	611					
股本	272	297	297	297					
资本公积	781	1872	1872	1872					
留存收益	1039	1938	3151	4593					
归属母公司股东权益	2092	4107	5320	6763					
负债和股东权益	5373	7650	9523	11295					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
经营活动现金流	14	711	1365	1491	成长能力				
净利润	597	1037	1310	1579	营业收入	137.5%	37.3%	13.7%	17.1%
折旧摊销	131	97	140	181	营业利润	101.5%	82.1%	26.4%	21.0%
财务费用	29	17	-37	-62	净利润	101.4%	73.6%	38.5%	20.6%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-739	-488	-77	-222	毛利率	30.9%	35.9%	37.6%	37.8%
其它	-5	48	29	15	净利率	16.3%	20.6%	25.1%	25.8%
投资活动现金流	14	-736	-808	-788	ROE	24.7%	21.9%	23.4%	22.2%
资本支出	704	740	796	782	ROIC	20.6%	26.9%	27.9%	28.6%
长期投资	-19	0	0	0	偿债能力				
其他	699	5	-12	-6	资产负债率	54.9%	40.2%	38.5%	34.7%
筹资活动现金流	159	332	50	-79	净负债比率				
短期借款	497	-926	0	0	流动比率	0.96	1.46	1.55	1.75
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.38	0.69	0.81	0.97
普通股增加	136	25	0	0	营运能力				
资本公积增加	-136	1091	0	0	总资产周转率	0.65	0.67	0.58	0.56
其他	-338	142	50	-79	应收账款周转率	5	5	4	4
现金净增加额	-530	307	606	625	应付账款周转率	3.52	3.08	2.65	2.74

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
每股收益	1.74	3.03	4.19	5.05	P/E	34.82	20.06	14.48	12.01
每股经营现金流	0.05	2.39	4.59	5.02	P/B	8.61	4.39	3.39	2.67
每股净资产	7.05	13.83	17.91	22.77	EV/EBITDA	25	16	13	11

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。