



平敬伟

021-53519888-1904

pingjingwei@hotmail.com

09 年风电轴承将爆发式增长 铁路轴承面临较大不确定性

■ 调研要点：

风电轴承 09 年将爆发式增长

09 年公司将销售风电轴承（偏航和变桨）1 万套左右，预计将实现收入 10 亿元，增长 300%。另外，公司已试制出风机的主轴轴承和变速箱轴承，目前正在测试，预计 10 年可能会产生一定的收入。

铁路货车轴承今年面临较大不确定性

受金融危机影响，铁道部因此至今仍未采购今年的货车新车及相应的轴承等零部件。如果今年下半年国内铁路货运需求仍没有可观的增量，公司今年的铁路轴承业务有可能大幅萎缩。

通用轴承和数控机床今年也受金融危机影响

受金融危机影响，各下游主机行业产销放慢，公司的通用轴承制造业务也受到了一定程度的影响，今年 1 月份和 08 年 11、12 月份订单急剧萎缩，今年 2 月份和 3 月份有所好转。从乐观角度预计，今年公司的这些业务的收入可能和 08 年的持平。齐重数控也在一定程度上受到金融危机的冲击，不过今年其订单饱满，收入预计也会有所增长。

风险因素

若金融危机的影响持续，则国内的铁路货运需求可能持续疲软，各主机制造行业也可能持续不景气，这将影响到公司铁路轴承、通用轴承以及机床的产销。公司目前并不面临重大的钢材涨价奉献。

盈利预测和投资评级

预计 09、10 年公司能分别实现营业收入 38 亿元和 57 亿元，实现 EPS1.00 元和 1.78 元。目前对应的 09、10 年的动态市盈率分别为 34 倍和 19 倍。公司极具成长性和相对较强的盈利能力，其 2010 年 19 倍的动态市盈率具有吸引力，我们给予其“跑赢大市”的评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E
营业收入	3175.39	3838.76	5753.76
年增长率 (%)	137.50%	20.89%	49.89%
归属于母公司的净利润	517.62	595.16	1057.18
年增长率 (%)	101.41%	14.98%	77.63%
每股收益 (元)	0.87	1.00	1.78
PER (X)	39.31	34.20	19.21

基本数据 (08A)

报告日股价 (元)	34.20
12mth A 股价格区间 (元)	67.94/33.35
总股本 (百万股)	594
无限售 A 股/总股本	22.90%
流通市值 (百万元)	4651.2
每股净资产 (元)	7.69
PBR (X)	4.45
DPS (Y08, 元)	0.10

主要股东 (08A)

天马控股集团有限公司	44.65%
沈高伟	5.43%
马伟良	3.72%

收入结构 (08A)

机械制造业	100%
-------	------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告：

报告编号：PJW09-CR03

一、风电轴承今年将爆发式增长

公司的风电轴承(偏航和变桨)由控股子公司——成都天马生产。08年,成都天马共生产并销售了2500套左右的此类轴承,主要下游客户是东方电气、金风科技以及中船重工等,实现收入2.5亿元左右。由于全球风电主机的迅猛增长,目前全球为风电主机配套的轴承供不应求,成都天马也手握巨额订单。随着产能的扩大,09年,成都天马计划生产并销售1万套此类轴承,增长300%,计划实现收入10亿元左右。我们预计2010年成都天马能够实现20亿元的收入。

08年,成都天马风电轴承的平均毛利率为50%左右。由于风电轴承的技术壁垒较高,因此目前国内能够生产的企业不多,目前国内主要有天马、瓦轴、洛轴、徐工旗下的罗特艾德等少数几家公司。我们预计,国内外风电轴承供应偏紧的状况有可能还将持续至少2-3年左右,因此成都天马风电轴承近50%的毛利率在未来2-3年内有可能得到保持。

值得注意的是,公司并不满足于局限在偏航和变桨轴承领域。公司已试制出风机的主轴轴承和变速箱轴承,目前正在测试。公司计划把风机的主轴轴承和变速箱轴承交由另一控股子公司——北京天马制造。公司也已向北京天马增资,以用于相关生产线建设。我们预计,主轴轴承和变速箱轴承09年可能难以贡献收入,10年可能会产生一定的收入。

二、铁路货车轴承今年面临较大不确定性

公司的铁路货车轴承由成都天马制造。08年,成都天马共销售40万套左右的货车轴承,实现收入超过4亿元,平均毛利率在30%左右。

09年,受金融危机影响,国内铁路货运量出现负增长,今年前2个月国内铁路货运量同比下降6.7%。铁道部因此至今仍未采购今年的货车新车及相应的轴承等零部件。成都天马目前手持的铁路轴承订单只有08年同期的30%左右。如果今年下半年国内铁路货运需求仍没有可观的增量,铁道部今年有可能不再采购货车及相应的零部件。成都天马今年的铁路轴承业务有可能大幅萎缩。

三、通用轴承今年也受金融危机影响

公司的通用轴承（即使用领域广泛，通用性较强）主要由杭州本部生产。由于杭州本部较小的生产场地制约了业务发展，公司已在德清建设了新厂，德清工厂今年刚投产，其主要分担杭州本部的制造任务。另外，公司的成都公司、北京公司、贵州公司等控股子公司也制造通用或专用轴承（北京公司制造轧机轴承和石油钻机轴承，贵州公司制造航空轴承）。08 年，公司的这些通用和专用轴承共实现收入 8 亿元左右，平均毛利率在 30% 左右。

受金融危机影响，各下游主机行业产销放慢，公司的这些通用和专用轴承制造业务也受到了一定程度的影响，今年 1 月份和 08 年 11、12 月份订单急剧萎缩，今年 2 月份和 3 月份有所好转。从乐观角度预计，今年公司的这些业务的收入可能和 08 年的持平。

四、齐重数控订单饱满

齐重数控主要生产大型、重型数控机床，走高端路线。目前齐重数控在该领域的国内竞争对手较少，主要是武重等少数几家企业。与机床行业的其它大部分企业一样，齐重数控也受到了金融危机的影响（影响订单），不过，由于其走的是高端路线，受到的影响相对要小的多。齐重数控 08 年实现收入 15 亿元左右，毛利率 20% 左右。目前，齐重数控手握订单 20 多亿元，这批订单将在 09、10 年完成，预计 09 年能实现收入 17 亿元左右。

五、盈利预测与投资评级

假设公司 09 年的除风电轴承和铁路轴承之外的其它轴承的收入与 08 年的持平。根据公司的发展计划、市场需求以及竞争实力等等因素，我们预计 09、10 年公司能分别实现营业收入 38 亿元和 57 亿元，实现 EPS1.00 元和 1.78 元（表 1、表 2）。公司目前对应的 09、10 年的动态市盈率分别为 34 倍和 19 倍。公司极具成长性和相对较强的盈利能力，其 2010 年 19 倍的动态市盈率具有吸引力，我们给予其“跑赢大市”的评级。

表 1: 公司营业收入预测 (百万元)

收入来源	收入和毛利率	08 年 A	09 年 E	10 年 E
风电轴承	收入	256	1000	2300
	毛利率	50%	50%	50%
铁路轴承	收入	450	135	450
	毛利率	30%	30%	30%
通用轴承	收入	646.93	646.93	646.93
航空轴承	收入	58.66	58.66	58.66
冶金和石油钻机轴承	收入	206.22	206.22	206.22
上述三项平均毛利率		30%	30%	30%
机床	收入	1411.82	1700	2000
	毛利率	19.40%	20%	20%
圆钢	收入	53.81	0	0
	毛利率	1.67%	0%	0%
其他业务收入	收入	91.95	91.95	91.95
	毛利率	49.12%	49.12%	49.12%
收入合计		3175.39	3838.76	5753.76

表 2: 公司 09-10 年盈利预测, 单位: 百万元人民币

年份	2008A	2009E	2010E
营业收入	3175.39	3838.76	5753.76
营业成本	2192.72	2639.55	3750.05
营业税金及附加	18.60	22.49	33.70
销售费用	103.92	125.63	188.30
管理费用	221.37	267.62	401.12
财务费用	28.95	35.00	52.46
资产减值损失	4.15	5.02	7.52
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.06	0.00	0.00
营业利润	605.75	743.46	1320.61
营业外收入	55.28	0.00	0.00
营业外支出	14.43	0.00	0.00
其中非流动资产处置净损失	0.18	0.00	0.00
利润总额	646.60	743.46	1320.61
所得税	49.14	56.50	100.36
净利润	597.46	686.96	1220.25
少数股东损益	79.84	91.80	163.06
归属母公司所有者净利润	517.62	595.16	1057.18
总股本 (百万股)	594.00	594.00	594.00
EPS (元)	0.87	1.00	1.78

数据来源: 公司报表, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 平敬伟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。