

一季度持平，二季度将恢复增长

天马股份 2009 年一季度报告点评

报告关键点：

- 一季度公司业绩同比基本持平
- 机床、铁路轴承、通用轴承都出现收入下降现象
- 二季度业绩开始恢复增长，但股价涨幅已较大，下调评级至增持-B

报告摘要：

- 一季度公司业绩同比基本持平。**公司一季度实现收入6.7亿元，实现归属于母公司所有者的净利润0.98亿元，每股收益0.35元，都基本上与去年同期持平。
- 风电轴承增长明显。**一季度风电轴承的收入比去年同期增长超过1亿元，这是公司收入增长的主要来源。而目前来看公司与风电轴承相关的增发项目已基本完成，预计下半年将迅速达产。我们结合公司产能与手持订单情况来看，认为公司今年风电轴承的总收入将在10亿元左右，比08年增长150%左右，其中下半年的产量要大于上半年
- 需求下降使得铁路轴承与通用轴承负增长。**由于今年铁道部货车招标延期，导致一季度货车产量同比下降超过50%，这使得公司铁路轴承的收入同比出现大幅下滑。下半年情况会有所好转，但预计今年铁路轴承产品的收入降幅将在20%以上；我国通用轴承今年一季度的产量降幅为10%左右，公司情况略差于行业，但2月份开始环境有所好转，我们认为今年通用轴承虽然很有可能全年负增长，但其降幅也将明显小于铁路轴承产品，预计在10%左右。
- 关联交易增加使得机床业务收入短期下降。**与轴承项目相比，机床项目的投入相对较慢，而且其产能释放也相对较慢，预计今年下半年才能完成投入，而在此之前产能释放的并不明显。虽然重型机床的景气程度好于机床行业，预计齐重今年收入增长将在15% - 20%左右，但由一季度有超过1亿元的机床采购合同属于集团内部的关联交易，因此一季度机床业务的收入短期下降现象。但这只是短期现象，二季度后随着关联交易的减少，公司机床业务将恢复增长状态，预计全年增幅在10%-15%之间。
- 维持目标价，下调评级至增持-B。**我们预计公司未来三年的每股收益分别为1.26元、1.56元和1.79元。由于近期股价上涨，已接近我们34元的目标价，因此下调评级至增持 - B。

评级：

增持-B

上次评级：增持-A

目标价格：

34.00 元

期限：6 个月 上次预测：68.00 元

现价：33.26 元

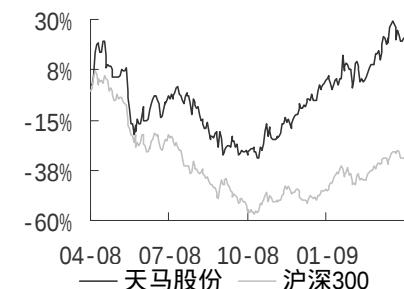
报告日期：

2009-04-27

市场数据

总市值(百万元)	20,403.90
流通市值(百万元)	4,671.60
总股本(百万股)	594.00
流通股本(百万股)	136.00
12 个月最高/最低	32.90/136.84 元
十大流通股东(%)	16.61%
股东户数	7,588

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.82	(8.54)	54.18
绝对收益	4.78	18.04	21.83

研究员

林晟

行业分析师

0755-82558022 linseng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,337.1	3,175.4	3,573.0	4,378.9	5,226.7
Growth(%)	32.7%	137.5%	12.5%	22.6%	19.4%
净利润	257.0	517.6	748.6	926.5	1,063.1
Growth(%)	34.7%	101.4%	44.6%	23.8%	14.7%
毛利率(%)	33.4%	30.9%	35.1%	35.6%	35.1%
净利润率(%)	19.2%	16.3%	21.0%	21.2%	20.3%
每股收益(元)	0.43	0.87	1.26	1.56	1.79
每股净资产(元)	3.13	4.08	7.13	8.45	9.97
市盈率	76.9	38.2	26.4	21.3	18.6
市净率	10.6	8.2	4.7	3.9	3.3
净资产收益率(%)	14.7%	24.7%	18.7%	19.5%	19.0%
ROIC(%)	44.0%	32.3%	26.7%	23.4%	24.0%
EV/EBITDA	14.1	13.2	19.5	15.5	13.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.1%

前期研究成果

天马股份：今年业绩增长来自风电轴承和增持齐重

2009-03-04

天马股份：增发顺利实施，业绩符合预期

2009-02-25

天马股份：下调后的增发价格较为合理

2008-12-30

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-27**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,337.1	3,175.4	3,573.0	4,378.9	5,226.7	成长性					
减: 营业成本	890.3	2,192.7	2,319.9	2,822.2	3,394.2	营业收入增长率	32.7%	137.5%	12.5%	22.6%	19.4%
营业税费	7.5	18.6	20.0	24.5	29.3	营业利润增长率	31.7%	101.5%	41.4%	26.5%	17.5%
销售费用	42.0	103.9	112.5	137.9	164.6	净利润增长率	34.7%	101.4%	44.6%	23.8%	14.7%
管理费用	85.1	221.4	235.8	280.2	334.5	EBITDA 增长率	29.6%	119.7%	36.4%	24.2%	15.7%
财务费用	4.4	29.0	30.0	30.0	30.0	EBIT 增长率	26.4%	108.1%	39.7%	25.6%	17.1%
资产减值损失	7.2	4.2	-1.9	-	-	NOPLAT 增长率	27.6%	125.4%	30.5%	23.0%	14.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	206.6%	58.3%	40.3%	11.2%	8.6%
投资和汇兑收益	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	341.1%	30.1%	74.8%	18.6%	18.0%
营业利润	300.6	605.8	856.6	1,084.1	1,274.1	利润率					
加: 营业外净收支	17.9	40.8	40.0	40.0	20.0	毛利率	33.4%	30.9%	35.1%	35.6%	35.1%
利润总额	318.5	646.6	896.6	1,124.1	1,294.1	营业利润率	22.5%	19.1%	24.0%	24.8%	24.4%
减: 所得税	45.0	49.1	104.5	143.6	169.1	净利率	19.2%	16.3%	21.0%	21.2%	20.3%
净利润	257.0	517.6	748.6	926.5	1,063.1	EBITDA/营业收入	25.8%	23.9%	28.9%	29.3%	28.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.8%	20.0%	24.8%	25.4%	25.0%
货币资金	801.9	281.2	285.8	654.5	1,211.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	177	140	184	191	169
应收帐款	597.1	594.0	675.4	827.8	988.1	流动营业资本周转天数	47	38	94	127	139
应收票据	49.1	62.4	68.5	84.0	100.2	流动资产周转天数	426	308	299	296	322
预付帐款	103.4	183.4	183.4	183.4	183.4	应收帐款周转天数	98	64	60	58	59
存货	1,065.2	1,697.0	1,906.8	2,319.6	2,789.8	存货周转天数	176	157	182	174	176
其他流动资产	-	-	0.0	-0.0	-	总资产周转天数	729	557	579	544	528
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	346	284	371	374	344
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	ROE	14.7%	24.7%	18.7%	19.5%	19.0%
投资性房地产	2.1	-	-	-	-	ROA	6.1%	11.1%	12.9%	13.8%	13.7%
固定资产	1,036.2	1,438.4	2,208.9	2,437.2	2,481.5	ROIC	44.0%	32.3%	26.7%	23.4%	24.0%
在建工程	357.6	592.8	355.7	213.4	128.1	费用率					
无形资产	320.3	333.1	311.0	290.4	271.1	销售费用率	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	116.9	189.5	131.0	96.1	75.1	管理费用率	6.4%	7.0%	6.6%	6.4%	6.4%
资产总额	4,451.4	5,373.5	6,128.3	7,108.0	8,230.5	财务费用率	0.3%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
短期债务	428.9	926.4	69.4	69.4	69.4	三费/营业收入	9.8%	11.2%	10.6%	10.2%	10.1%
应付帐款	655.8	754.8	794.5	966.5	1,162.4	偿债能力					
应付票据	7.0	130.9	95.3	116.0	139.5	资产负债率	58.2%	54.9%	30.9%	29.4%	28.0%
其他流动负债	1,016.9	1,107.0	1,113.8	1,113.8	1,113.8	负债权益比	139.1%	121.9%	44.8%	41.6%	39.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.02	0.96	1.67	1.98	2.32
其他非流动负债	28.6	30.8	30.8	30.8	30.8	速动比率	0.61	0.38	0.65	0.85	1.09
负债总额	2,589.4	2,951.6	1,895.6	2,088.2	2,307.6	利息保障倍数	68.84	21.92	29.55	37.14	43.47
少数股东权益	260.1	329.5	366.5	412.3	464.9	分红指标					
股本	136.0	272.0	594.0	594.0	594.0	DPS(元)	-	-	0.25	0.31	0.36
留存收益	1,465.9	1,820.4	3,272.3	4,013.5	4,864.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,862.1	2,421.9	4,232.8	5,019.8	5,922.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	273.4	597.5	748.6	926.5	1,063.1	EPS(元)	0.43	0.87	1.26	1.56	1.79
加: 折旧和摊销	41.1	130.8	147.3	169.7	181.4	BVPS(元)	3.13	4.08	7.13	8.45	9.97
资产减值准备	7.2	4.2	-1.9	-	-	PE(X)	76.9	38.2	26.4	21.3	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.6	8.2	4.7	3.9	3.3
财务费用	13.1	2.7	20.7	30.0	30.0	P/FCF	-39.5	-35.0	-14.7	44.5	30.4
投资收益	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	14.8	6.2	5.5	4.5	3.8
少数股东损益	16.4	79.8	43.6	53.9	61.9	EV/EBITDA	14.1	13.2	19.5	15.5	13.1
营运资金的变动	-356.9	-735.5	-284.5	-388.0	-427.3	CAGR(%)	53.1%	23.5%	15.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-60.4	13.8	682.9	792.1	909.0	PEG	1.4	1.6	1.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-304.2	-710.7	-600.0	-200.0	-100.0	ROIC/WACC	4.4	3.2	2.7	2.3	2.4
融资活动产生现金流量	1,030.6	159.1	138.3	-215.3	-242.6	REP	0.6	1.0	1.8	1.8	1.6

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

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhouong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.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