

2009 年 04 月 29 日

市场数据(人民币)

市价(元)	29.50
已上市流通 A 股(百万股)	136.00
总市值(百万元)	17,523.00
年内股价最高最低(元)	36.38/19.18
沪深 300 指数	2605.37
中小板指数	3923.33
2007 年股息率	0.15%


相关报告

- 1 《09 年更上一层楼》，2009.3.3
- 2 《增长如预期》，2008.10.29
- 3 《蓉城鹤乡,风景独好》，2008.10.27
- 4 《两翼齐飞助增长》，2008.8.12
- 5 《定向增发支撑两大主业发展》，2008.5.13

机械行业研究小组
张仲杰

 (8621)61038287
 zhangzj@gjzq.com.cn

董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

天马股份 (002122.SZ)

——短期变化不改长期发展潜力


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.850	1.889	1.900	1.124	1.423	1.681
净利润增长率	110.01%	35.95%	101.38%	29.01%	26.56%	18.12%
先前预期每股收益(元)				1.347	1.605	1.771
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.388	1.752	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	26.24	20.73	17.55
行业优化市盈率(倍)	50.21	82.49	38.56	38.56	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	0.90	0.78	0.97
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	34.00	68.00	136.00	136.00	136.00
总股本(百万股)	102.00	136.00	272.00	594.00	594.00	594.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司 09 年一季度实现主营业务收入 669 百万元, 归属于母公司的净利润 98 百万元, 每股收益 0.35 元。一季度业绩与去年同比基本持平
- 09 年一季度公司毛利率为 32.64%, 去年同期为 32.98%, 公司毛利率水平仍然处于一个相对稳定状态。
- 09 年一季度公司期间费用率为 12.75%, 与去年同期的 16.41% 比较下降 3.66 个百分点, 其中管理费用下降了 27%, 公司控制成本费用以应对金融危机的举措已经初见成效。
- 公司一季度预付帐款减少 54 百万元, 预收帐款增加 85 百万元, 应收帐款与去年同期持平, 其他应收帐款也减少了 16 百万元, 资产负债率仅为 39%, 货币资金 792 百万元, 资产质量较好。
- 受国内整体经济形势以及铁道部推迟采购货车轴承的影响, 一季度公司铁路轴承下滑 70%, 普通轴承下滑 15% 左右, 机床业务略低于去年同期, 风电业务保持相对稳定态势。
- 我们认为公司的核心竞争力体现在: 重型机床系列化、风电轴承成套化、轴承产业一体化、内部管理精细化, 这些因素是公司内在价值提升的长期驱动力, 不因短期的市场波动而发生根本性的变化, 我们依旧看好公司的长期发展趋势和整合能力。
- 我们适当下调铁路轴承和通用轴承的销售预测, 2009-2010 年公司主营业务收入分别为 3720、4394 百万元, 净利润分别为 667、845 百万元, 对应每股收益为 1.124、1.423 元, 按照 09 年 28—30 倍的 PE, 对应目标价格为 31.47—33.72 元, 4 月 29 日收盘价为 29.5 元, 维持“买入”投资评级。

图表1：分项业务预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
风电轴承						
销售收入（百万元）	0.00	13.39	320.00	1,000.00	1,300.00	1,560.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	2289.84%	212.50%	30.00%	20.00%
毛利率	0.00	58.62%	58.00%	51.00%	49.00%	47.00%
销售成本（百万元）	0.00	5.54	134.40	490.00	663.00	826.80
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	2325.65%	264.58%	35.31%	24.71%
毛利（百万元）	0.00	7.85	185.60	510.00	637.00	733.20
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	2264.57%	174.78%	24.90%	15.10%
占总销售额比重	0.00%	1.00%	10.08%	26.88%	29.59%	30.92%
占主营业务利润比重	0.00%	1.81%	18.89%	43.13%	44.54%	44.59%
铁路轴承						
销售收入（百万元）	476.18	515.27	500.00	260.00	400.00	420.00
增长率（YOY）	137.94%	8.21%	-2.96%	-48.00%	53.85%	5.00%
毛利率	32.12%	33.84%	36.00%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本（百万元）	323.23	340.90	320.00	169.00	260.00	273.00
增长率（YOY）	125.01%	5.47%	-6.13%	-47.19%	53.85%	5.00%
毛利（百万元）	152.95	174.37	180.00	91.00	140.00	147.00
增长率（YOY）	170.82%	14.00%	3.23%	-49.44%	53.85%	5.00%
占总销售额比重	47.30%	38.54%	15.74%	6.99%	9.10%	8.32%
占主营业务利润比重	47.61%	40.16%	18.32%	7.69%	9.79%	8.94%
通用轴承						
销售收入（百万元）	535.16	634.10	800.00	620.00	650.00	730.00
增长率（YOY）	24.20%	18.49%	26.16%	-22.50%	4.84%	12.31%
毛利率	31.66%	37.66%	37.20%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本（百万元）	365.73	407.91	502.40	415.40	435.50	489.10
增长率（YOY）	19.92%	11.53%	23.17%	-17.32%	4.84%	12.31%
毛利（百万元）	169.43	226.19	297.60	204.60	214.50	240.90
增长率（YOY）	34.57%	33.50%	31.57%	-31.25%	4.84%	12.31%
占总销售额比重	53.16%	47.42%	25.19%	16.67%	14.79%	14.47%
占主营业务利润比重	52.74%	52.10%	30.28%	17.30%	15.00%	14.65%
重型机床						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	1,412.00	1,700.00	1,904.00	2,189.60
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	20.40%	12.00%	15.00%
毛利率	0.00%	0.00%	19.40%	20.00%	21.00%	22.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	1,138.07	1,360.00	1,504.16	1,707.89
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	19.50%	10.60%	13.54%
毛利（百万元）	0.00	0.00	273.93	340.00	399.84	481.71
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	24.12%	17.60%	20.48%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	44.46%	45.70%	43.33%	43.40%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	27.87%	28.75%	27.96%	29.30%
圆钢						
销售收入（百万元）	80.18	117.19	53.00	50.00	50.00	50.00
增长率（YOY）	373.04%	46.16%	-54.77%	-5.66%	0.00%	0.00%
毛利率	0.72%	1.10%	1.67%	2.00%	2.00%	2.00%
销售成本（百万元）	79.60	115.90	52.11	49.00	49.00	49.00
增长率（YOY）	399.56%	45.60%	-55.03%	-5.98%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	0.58	1.29	0.89	1.00	1.00	1.00
增长率（YOY）	-43.14%	123.30%	-31.34%	12.98%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	7.96%	8.76%	1.67%	1.34%	1.14%	0.99%
占主营业务利润比重	0.18%	0.30%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%
销售总收入（百万元）	1006.72	1337.07	3176.00	3720.00	4394.00	5045.60
销售总成本（百万元）	685.44	902.93	2193.30	2537.40	2963.86	3401.47
毛利（百万元）	321.29	434.14	982.70	1182.60	1430.14	1644.13
平均毛利率	31.91%	32.47%	30.94%	31.79%	32.55%	32.59%

来源：国金证券研究所

图表2：损益表

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1007	1337.09	3175.39	3720.00	4394.00	5045.60
增长率	71%	32.78%	137.49%	17.15%	18.12%	14.83%
主营业务成本	685.6	890.34	2192.72	2537.40	2963.86	3401.47
% 销售收入	68.06%	66.59%	69.05%	68.21%	67.45%	67.41%
毛利	321.39	446.75	982.67	1182.60	1430.14	1644.13
% 销售收入	31.92%	33.41%	30.95%	31.79%	32.55%	32.59%
营业税金及附加	-5.66	-7.45	-18.60	-22.32	-26.36	-30.27
% 销售收入	0.56%	0.56%	0.59%	0.60%	0.60%	0.60%
营业费用	-23.07	-42.02	-103.91	-111.60	-123.03	-131.19
% 销售收入	2.29%	3.14%	3.27%	3.00%	2.80%	2.60%
管理费用	-51.7	-85.10	-221.37	-249.24	-276.82	-307.78
% 销售收入	5.13%	6.36%	6.97%	6.70%	6.30%	6.10%
息税前利润 (EBIT)	240.97	312.18	638.79	799.44	1003.92	1174.89
% 销售收入	23.93%	23.35%	20.12%	21.49%	22.85%	23.29%
财务费用	-13.17	-4.43	-28.95	-22.19	-23.00	-22.05
% 销售收入	-1.31%	-0.33%	-0.91%	-0.60%	-0.52%	-0.44%
资产减值损失	0	-7.23	-4.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.04	0.05	0.06	1.00	1.00	1.00
% 税前利润	0	0	0.00	0.20%	0.10%	0.10%
营业利润	227.84	300.57	605.75	778.25	981.93	1153.84
营业利润率	22.63%	22.48%	19.08%	20.92%	22.35%	22.87%
营业外收支	0.4	17.90	40.85	40.00	40.00	40.00
税前利润	228.24	318.46	646.60	818.25	1021.93	1193.84
利润率	22.67%	23.82%	20.36%	22.00%	23.26%	23.66%
所得税	-25.44	-45.04	-49.14	-65.46	-81.75	-95.51
所得税率	-11.15%	-14.14%	-7.60%	-8.00%	-8.00%	-8.00%
净利润	202.8	273.42	597.46	752.79	940.17	1098.33
少数股东损益	13.73%	16.00	79.84	85.00	95.00	100.00
归属于母公司的净利润	189.07	257.42	517.62	667.79	845.17	998.33
净利率	18.78%	19.25%	16.30%	17.95%	19.23%	19.79%
总股本	102	136	272	594	594	594
每股收益	1.85	1.89	1.90	1.124	1.423	1.681

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	5	6	13
买入	2	3	8	13	22
持有	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.71	1.71	1.73	1.73

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-02	买入	37.64	160.00 ~ 193.00
2 2008-03-18	买入	31.38	165.00 ~ 193.00
3 2008-04-29	买入	28.42	N/A
4 2008-05-13	买入	33.85	N/A
5 2008-08-12	买入	26.97	N/A
6 2008-10-27	买入	19.64	42.51 ~ 48.18
7 2008-10-29	买入	20.19	N/A
8 2009-03-03	买入	31.06	N/A

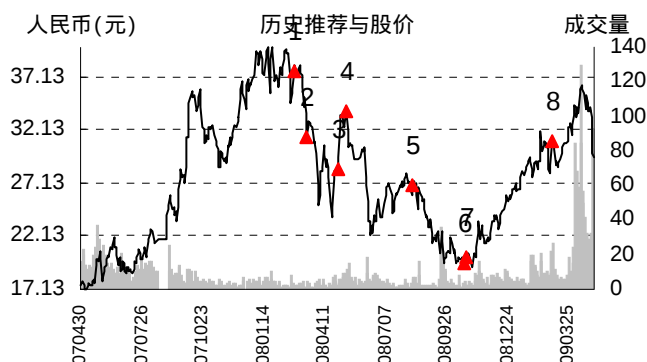
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。