

刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年5月18日

天马股份(002122.SZ)/29.93 元

高速扩张后处于文化碰撞与调整融合阶段

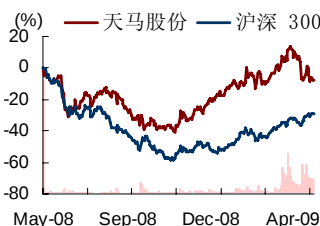
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 下调
目标估值: 28-32 元

基础数据

总股本(万股)	59400
流通股本(万股)	13600
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	40
52 周股价	29.2-67.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	41	-13
相对表现	-22	-3	17



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

5、《天马股份—建议积极参加非公开定向增发》2009年1月15日

天马股份一季度业绩远低于预期，并预告上半年归属母公司净利润同比增长幅度小于 30%，低于预期。近期对天马股份调研后认为，经历了前两年外延式的高速扩张，天马股份正处于文化碰撞与调整融合阶段，2009 年业绩增速将放缓。

□ **天马股份与子公司齐重数控仍处于企业机制、经营管理的融合期。**天马股份与齐重数控，一个是家族式管理的民营企业，一个是曾经亏损的国有企业，在企业文化、经营理念、企业机制均存在较大差异。经过一段时间的整合，齐重数控的总经理与董事长都由天马股份高管接任，现有员工 6000 人，虽然去年下半年以来金融危机对机床行业造成较大的冲击，但是公司认为应承担了一定的社会责任，因此没有裁员，加强员工培训提高生产技能。

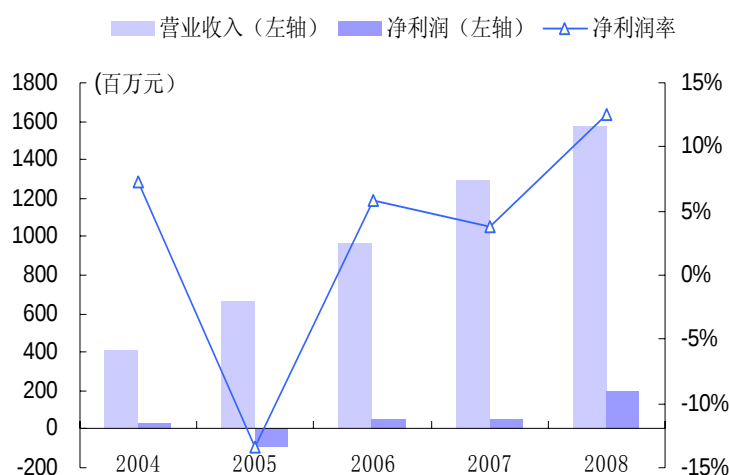
□ **天马股份 2008 年业绩与我们预期完全一致，今年一季度业绩却低于预期。**2008 年公司净利润增长一倍，主要来自于收购齐重外延式增长，其中：轴承业务收入占比为 51%，毛利率 40%，高于预期；机床业务收入占比为 44.5%，毛利率 19.4% 略低于预期。一季度公司净利润同比持平，主要由于机床业务毛利率下降、数控机床无增值税返回、期间费用率提高、所得税优惠尚未到帐。

□ **齐重数控毛利率下降，但净利润改善符合预期，我们预计二季度毛利率高于一季度。**2008 年齐重数控实现营业收入 15.8 亿元，同比增长 22%；净利润 1.97 亿元，同比增长近三倍；机床业务对公司净利润的贡献比例约为 1/4。虽然 2008 年下半年毛利率环比下降了四个百分点，但是净利润率从 2007 年的 3.85% 提高到 12.49% 符合我们去年系列报告中的预测。齐重数控的管理水平仍在改善之中，2008 年的存货与应收帐款周转率明显提高。目前公司手持订单 20 多亿元，受制造业利润下降的影响，机床市场需求急转直下，齐重数控 Φ2.5m 的数控立车需求不足，产能利用率下降。

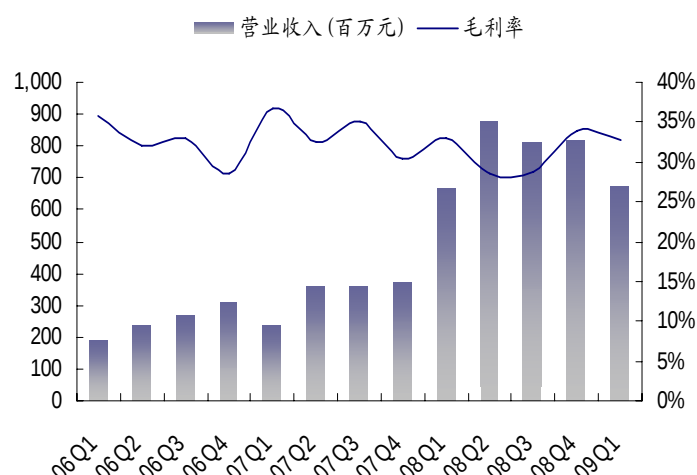
□ **成都天马的铁路轴承、风电轴承业务，冰火两重天。**(1) 铁路运输商品以煤炭、钢铁及有色金属、金属矿石和粮食等上游基础原材料为主，属于强周期性产品。今年前三个月全国铁路货运周转量达到 5800 亿吨公里，同比下降 4%，其中日均装车数为 13.6 万车，同比下降 6%。由于短期货物运力过剩，铁道部今年到目前为止始终没有推出货车招标，即使下半年恢复货车招标，我们预测今年成都天马的铁路轴承销量下降 50-60%。(2) 风电轴承进入交货高峰期，有望完成 10 亿元的订单，由于原材料价格的下降，新的风电零部件招标价格略有下调，我们预测风电轴承的毛利率将会有所回落。

□ **天马杭州通用轴承四月份产能利用率已恢复到去年同期水平。**通用轴承业务以天马杭州公司为主，2008 年通用轴承的销售额接近 6 亿元，净利润 1.25 亿元，净利润率 20% 左右，远好于行业平均水平。2009 年销量有望小幅增长，由于通用轴承价格因原材料跌价，今年价格也出现回调，因此我们预测 2009 年通用轴承营业收入下降 10% 左右。

- **相关的税收优惠政策。**2008 年子公司齐重数控收到的增值税返还为 2761 万元，其子公司齐齐哈尔重型铸造有限公司收到增值税返还 258.5 万元；公司还享受研发费用税前扣除的优惠政策，其中天马股份减免所得税 708 万元，子公司齐重数控减免所得税 1761 万元。虽然今年数控机床及铸锻件的增值税返还优惠政策已到期，但是我们假设齐重数控将通过申报重大科技成果转化专项资金等政策取得的营业外收入与 2008 年相当。
- **投资评级调整为“审慎推荐-A”。**我们预测天马股份 2009-2010 年 EPS 为 1.15（下调 20%）、1.30 元（下调 20%），2009 年 PE 为 26 倍，处于合理估值区间。我们在 2007-2008 年度一直强烈推荐天马股份，股价已经达到前期报告中给出的目标价 65 元，由于 2009 年公司业绩增速放缓，我们将投资评级调整为“审慎推荐-A”。

图 1：齐重数控净利润率快速提高


资料来源：公司财务报告，招商证券

图 2：天马股份单季度收入与毛利率示意图


资料来源：公司财务报告，招商证券研发中心

表 1：天马股份营业收入及毛利率预测表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
轴承（万元）	1012	1188	1618	1959	2369
增长率			36.1%	21.1%	21.0%
毛利率		35.8%	41.0%	42.6%	42.1%
机床（万元）			1412	1600	1600
增长率			128.6%	0.0%	0.0%
毛利率			19.4%	22.0%	22.0%
圆钢（万元）	80	117	54	54	54
增长率			-19.8%	0.0%	0.0%
毛利率		1.1%	1.7%	2.0%	2.0%
营业收入合计（万元）	1007	1337	3175	3693	4103
增长率		32.8%	137.5%	16.3%	11.1%
毛利率	32.0%	33.3%	30.0%	32.9%	33.6%

数据来源：公司财务报告，招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2617	2818	3586	4442	5495
现金	802	281	889	1555	2320
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	49	62	111	123	135
应收款项	565	562	665	923	1016
其它应收款	32	32	37	41	45
存货	1065	1697	1735	1636	1798
其他	103	183	149	164	180
非流动资产	1835	2556	2683	2787	2787
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	1036	1438	1587	1722	1748
无形资产	320	333	300	270	243
其他	477	782	794	794	794
资产总计	4451	5373	6268	7230	8281
流动负债	2561	2921	1952	2103	2268
短期借款	429	926	200	200	200
应付账款	519	726	744	818	899
预收账款	772	904	744	818	899
其他	840	365	265	267	270
长期负债	29	31	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	29	31	30	30	30
负债合计	2589	2952	1982	2133	2298
股本	136	272	594	594	594
资本公积金	917	781	1608	1608	1608
留存收益	549	1039	1653	2348	3108
少数股东权益	260	329	431	547	673
母公司所有者权益	1602	2092	3855	4550	5310
负债及权益合计	4451	5373	6268	7230	8281

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(60)	14	570	1049	1052
净利润		518	681	772	845
折旧摊销		0	185	195	200
财务费用		0	8	6	3
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(407)	(68)	(133)
其它		(504)	103	144	137
投资活动现金流	(304)	(711)	(308)	(300)	(200)
资本支出		0	(300)	(300)	(200)
其他投资		(711)	(8)	0	0
筹资活动现金流	1031	159	346	(83)	(88)
借款变动		0	(726)	0	0
普通股增加		0	322	0	0
资本公积增加		0	827	0	0
股利分配		0	(68)	(77)	(84)
其他		159	(9)	(6)	(3)
现金净增加额	666	(538)	608	666	765

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1337	3175	3693	4104	4514
营业成本	890	2193	2479	2727	2997
营业税金及附加	7	19	22	25	27
营业费用	42	104	126	140	153
管理费用	85	221	259	287	316
财务费用	4	29	8	6	3
资产减值损失	7	4	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	301	606	800	920	1017
营业外收入	20	55	50	50	50
营业外支出	2	14	0	0	0
利润总额	318	647	850	970	1067
所得税	45	49	66	82	96
净利润	273	597	783	888	971
少数股东损益	16	80	102	115	126
母公司所有者净利润	257	518	681	772	845
EPS (元)	1.89	1.90	1.15	1.30	1.42

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33%	137%	16%	11%	10%
营业利润	32%	102%	32%	15%	11%
净利润	35%	101%	32%	13%	9%
获利能力					
毛利率	33.4%	30.9%	32.9%	33.6%	33.6%
净利率	19.2%	16.3%	18.5%	18.8%	18.7%
ROE	16.0%	24.7%	17.7%	17.0%	15.9%
ROIC	9.6%	17.5%	16.6%	16.0%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	54.9%	31.6%	29.5%	27.8%
净负债比率	19.7%	17.2%	3.2%	2.8%	2.4%
流动比率	1.0	1.0	1.8	2.1	2.4
速动比率	0.6	0.4	0.9	1.3	1.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.6	0.6	0.6	0.5
存货周转率	1.4	1.6	1.4	1.6	1.7
应收帐款周转率	3.7	5.6	6.0	5.2	4.7
应付帐款周转率	2.8	3.5	3.4	3.5	3.5
每股资料(元)					
每股收益	1.89	1.90	1.15	1.30	1.42
每股经营现金	-0.44	0.05	0.96	1.77	1.77
每股净资产	11.78	7.69	6.49	7.66	8.94
每股股利	0.20	0.10	0.11	0.13	0.14
估值比率					
PE	15.8	15.7	26.1	23.0	21.0
PB	2.5	3.9	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	45.5	20.7	15.8	14.0	12.9

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五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 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

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。