

上市公司简评报告

机械制造

下半年增速将高于上半年

事件

公司今日发布 09 年中报

上半年，公司实现营业收入 15.53 亿元，较上年同期增长 0.57%；实现净利润 2.46 亿元，较上年同期增长 12.17%，EPS 为 0.43 元。业绩符合预期。

简评

轴承业务：铁路轴承和通用轴承下滑，风电轴承实现高增长

轴承业务收入占比约 46%，但对公司利润贡献超过 65%，产品主要有通用轴承、铁路轴承和风电轴承三类。

上半年通用轴承由于下游行业受金融危机影响，收入与上年同期相比略有下降。从母公司报表来看，通用轴承中的短圆柱滚子轴承收入大约下滑 17.99%。尽管如此，但公司通用轴承业务的下滑幅度明显小于同行业其它上市公司，而且已有回升迹象，我们维持公司通用轴承业务全年实现微幅正增长的预测。

上半年铁路轴承业务下滑 70%左右，主要原因是铁路货车上半年没有招标，随着 1.5 万辆铁路新招标货车的交付以及可能存在的货车新招标，公司铁路轴承的下滑幅度将在下半年快速缩小，我们预计今年铁路轴承下滑幅度在 40%左右。

上半年风电轴承有较大幅度增长，预计增幅在 300%左右，下半年这一增幅可以保持。但由于国内风电偏航和变桨轴承的迅速扩张，公司风电轴承业务的收入增速和盈利空间都会受到影响。不过，考虑到公司风电轴承业务的产能扩张速度快，并将新增高毛利率的风电主轴轴承和齿轮箱轴承业务，所以风电轴承的增速未来仍将保持高位。

机床：逆势增长 11%，加大重型机床的研制

上半年机床业务逆势增长 11%，均符合我们此前的预测。下半年，公司将继续根据市场形势适时调整经营战略和产品结构，注重高毛利率和市场空间大的重型机床的研制，我们预计全年机床业务仍可保持 10%以上的增长。

毛利率提升，三项费用下降

上半年，为应对金融危机，公司加强了成本控制，加大了技术创新和新产品的开发，主要产品的毛利率保持稳定或有所提升。其中，轴承业务由于风电轴承比重加大，毛利率提升了 5.77 个百分点。

天马股份（002122）

维持

买入

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn
010-85,130,969

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn
010-85,130,639

分析日期：2009 年 08 月 17 日

当前股价：27.16 元

目标价格 6 个月：40.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.8/6.2	-2.4/-10.9	-46.1/-63.2
12 月最高/最低价 (元)		67.94/27.05
总股本 (万股)		59,400
流通 A 股 (万股)		13,600
总市值 (亿元)		161
流通市值 (亿元)		36.94
近 3 月日均成交量 (万)		594
主要股东		
嘉实优质企业股票型基金		1.55%

股价表现



相关研究报告

09.01.15	未来看点在于风电轴承和重型机床
09.03.03	或将展开新一轮外延式扩张
09.05.12	天马股份调研简评报告：09 年仍将增长 30%
09.06.16	天马股份：加速产品高端化

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

点，达到 45.57%；机床业务毛利率在市场不景气的大环境下，略微下滑了 0.82 个百分点，降至 21.02%。总体来看，公司综合毛利率提升了 1.52 个百分点，达到 31.94%。

此外，公司加强了费用控制，三项费用均有所下滑，其中销售费用下滑 15.56%；管理费用下滑 17.42%；财务费用下滑 65.71%。

由于以上两方面的原因，公司的净利润增幅高于收入增幅。

下半年业绩会好于上半年，维持买入评级

下半年，通用轴承受宏观经济的正面影响将会实现微幅正增长，铁路轴承下滑幅度也将明显减少，其余两个业务的增速可以保持。

此外，上半年所得税费用为 4227 万，同比增长了 3.29 倍，主要原因是齐重数控 2008 年高新产品研发抵免所得税是按季加计扣除抵免，2009 年是按年加计扣除抵免，所得税因素将加大公司下半年净利润增幅。

我们预计 2009 年可实现收入 39.19 亿元，同比增长 23.41%；2010 年收入预计为 51.18 亿，同比增长 30.60%。2009、2010 年 EPS 分别为 1.17、1.62 元（盈利预测表详见下文附表）。维持买入评级，目标价 40.00 元。但应注意大盘下跌带来的系统性风险。

表 1：各业务收入预测

单位：万元

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
通用轴承							
收入（万元）	37201.52	45040.59	63411.64	89095.02	91944.38	115478.41	141399.97
收入增长	23.52%	21.07%	40.79%	40.50%	3.20%	25.60%	22.45%
毛利率	33.96%	37.25%	37.66%	41.15%	37.00%	38.00%	38.00%
其中：短圆柱滚子							
收入（万元）	18471.48	20941.50	31030.98	49462.40	51984.72	62890.22	73904.83
收入增长	21.50%	13.37%	48.18%	59.40%	5.10%	20.98%	17.51%
深沟球轴承							
收入（万元）	13195.34	16792.95	23010.54	28602.10	30032.20	40675.24	53199.60
收入增长	12.83%	27.26%	37.03%	24.30%	5.00%	35.44%	30.79%
其他轴承							
收入（万元）	5534.70	7306.14	9370.13	11030.51	9927.46	11912.95	14295.55
收入增长	71.89%	32.01%	28.25%	17.72%	-10.00%	20.00%	20.00%
铁路轴承							
销量（套）	19.77	42.08	43.79	42.26	25.35	38.03	40.69
增长	109.67%	112.91%	4.05%	-3.50%	-40.00%	50.00%	7.00%
单价（元）	1012.16	1132.05	1176.20	1176.20	1176.20	1199.72	1223.72
收入（万元）	20006.51	47641.35	51503.92	49701.28	29820.77	45625.77	49795.97
收入增长	167.15%	138.13%	8.11%	-3.50%	-40.00%	53.00%	9.14%
毛利率	28.28%	32.12%	33.84%	35.50%	33.00%	34.00%	35.00%
风电轴承							
收入（万元）			1334.00	23000.00	99600.00	154350.00	212500.00
收入增长				1624.14%	333.04%	54.97%	37.67%
毛利率			58.62%	52.00%	49.00%	47.00%	46.00%
特种轴承							
收入（万元）			2579.84	0.00	0.00	0.00	0.00
收入增长				-100.00%			
毛利率			51.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
轴承合计							
收入（万元）	57208.03	92681.93	118829.40	161796.29	221365.15	315454.18	403695.94
收入增长	52.12%	62.01%	28.21%	36.16%	36.82%	42.50%	27.97%

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

上市公司简评报告

毛利率	31.97%	34.61%	36.53%	40.96%	41.86%	41.83%	41.84%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

圆钢

主营收入（万元）	1695.16	8017.72	11721.90	5381.05	5112.00	5623.20	6185.52
收入增长	-20.17%	372.98%	46.20%	-54.09%	-5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	5.99%	0.72%	1.09%	1.67%	2.00%	2.00%	2.00%

其它产品

主营收入（万元）			3148.09	9194.94	10114.44	12137.32	14564.79
收入增长				192.08%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率			35.75%	49.11%	48.00%	47.00%	46.00%

机床

主营收入（万元）	69600.00	96000.00	120000.00	141182.41	155300.65	178595.75	214314.90
收入增长	68.12%	37.93%	25.00%	17.65%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	6.95%			19.40%	19.20%	19.40%	19.80%

总计	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（万元）	58903.20	100699.65	133699.39	317554.70	391892.23	511810.45	638761.15
收入增长	48.26%	70.96%	32.77%	137.51%	23.41%	30.60%	24.80%
毛利率	31.23%	31.91%	33.41%	30.94%	32.52%	33.69%	34.15%

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 2：天马股份利润表预测

单位：百万元

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,337.09	3,175.39	3,919	5,118	6,387
增长率	32.7%	137.5%	23.4%	30.6%	24.8%
减：业务成本	890.34	2,192.72	2,644	3,394	4,206
营业税费营业税金及附加	7.45	18.60	23	30	38
毛利率	33.4%	30.9%	32.5%	33.7%	34.2%
营业费用	42.02	103.92	136.37	176.57	217.17
管理费用	85.10	221.37	274.31	358.25	447.11
财务费用	4.43	28.95	24.35	1.33	(3.16)
其中：利息支出	0.00	0.00	25.27	2.76	0.00
利息收入	0.00	0.00	0.93	1.44	3.16
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	7.23	4.15	4.00	4.00	4.00

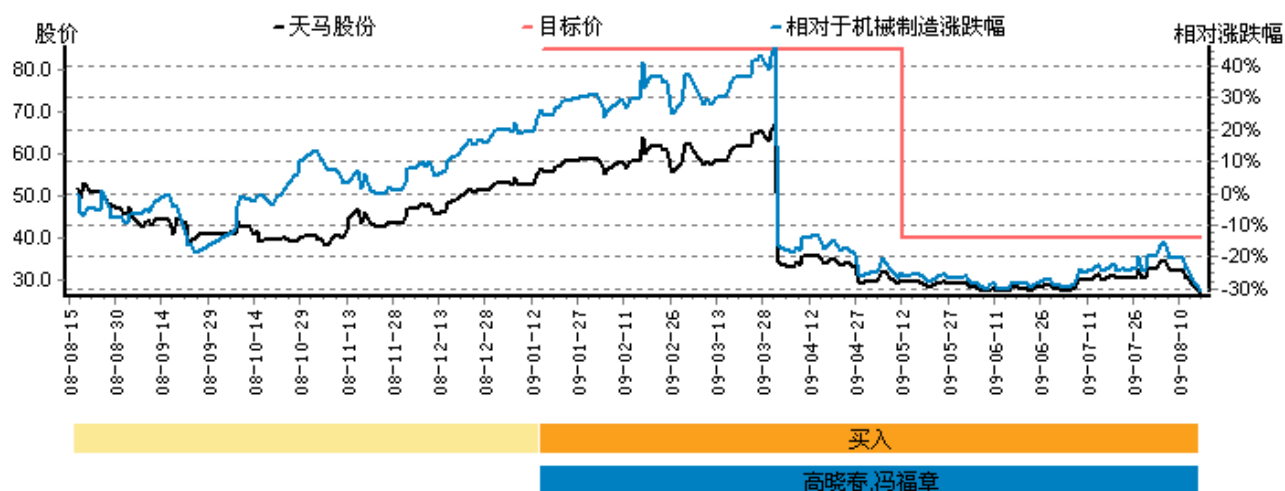
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

上市公司简评报告

加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.05	0.06	0.07	0.08	0.08
营业利润	300.57	605.75	812.25	1,153.69	1,478.85
加：营业外收入	19.57	55.28	60.00	60.00	60.00
减：营业外支出	1.67	14.43	15.00	15.00	15.00
其中：非流动资产处置净损失	0.08	0.18	0.20	0.20	0.20
利润总额	318.46	646.60	857.25	1,198.69	1,523.85
减：所得税	45.04	49.14	65.15	91.10	115.81
净利润	273.42	597.46	792.10	1,107.59	1,408.04
归属于母公司所有者的净利润(元)	257.03	517.62	697.10	962.59	1,220.04
少数股东损益	16.39	79.84	95.00	145.00	188.00
基本每股收益	1.0100	1.9000	1.174	1.621	2.054

资料来源：中信建投证券研究发展部

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春、冯福章，机械行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010