

今年随经济复苏，风电轴承增速放缓

天马股份 2009 年年报点评

报告关键点:

- 2009年业绩同比持平，风电轴承的增长弥补了通用轴承及铁路轴承的下降
- 今年风电轴承增速放缓，其余产品均将随经济复苏
- 维持增持-B的投资评级，6个月目标价30元

报告摘要:

- 2009年公司业绩基本同比持平。**2009年公司实现收入32.62亿元，同比增长2.72%；实现归属于上市公司股东的净利润5.54亿元，同比增长6.98%；实现每股收益0.94元。利润分配预案为每10股转增10股派0.5元（含税），在连续两年高送配后，公司明年再次送配的可能性降低。
- 2009年通用轴承及铁路轴承销量下降明显，今年将随经济复苏。**受经济下滑的影响，公司去年通用轴承降幅超过15%，价格也出现下滑。今年该产品将随经济一起复苏，考虑到部分募集项目去年下半年才开始产生效益，预计今年公司通用轴承的增速将在25%左右；去年铁道部货车招标量下降明显，使得公司铁路轴承收入下降近50%，今年铁道部预计招标量将超过2008年，因此我们认为今年公司铁路轴承的需求也将恢复到2008年的水平。公司去年新引进了一条全自动生产线，效率和质量均将有所提高，预计公司铁路轴承今年的增幅至少在50%以上。
- 风电轴承是公司去年业绩保持增长的主要来源，但今年增速将放缓。**去年公司风电轴承增长一倍，但竞争的加剧以及政策的调整，产品价格降幅在15%左右，毛利率比2008年明显下降，但仍然接近50%。预计两年后将逐步降至40%左右。由于去年风电轴承产能并未充分释放，我们认为随着产品价格的下降，公司的竞争力会上升，我们预计公司今年销量增速将与行业增速一致，在15%左右，但利润贡献增长率将低于这一水平。
- 机床产品小幅增长，未来值得期待。**去年公司机床产品的收入近16亿元，同比增长10%左右，毛利率上升超过2个百分点。由于目前在手订单大约只能维持不到半年的产量，预计今年增速不会太快，不会超过行业平均15%的增速，收入贡献在18亿元左右。我们看好重型机床未来的发展空间，齐重数控的调整期过后将是公司新的增长点。
- 维持增持-B的投资评级。**预计未来三年产生的每股收益分别为1.13元、1.34元和1.54元，复合增长率近20%。按行业平均的2010年25倍动态市盈率计算，对应的6个月目标价为30元左右，维持增持-B的投资评级。

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	3,230.7	3,864.7	4,630.5
Growth(%)	32.7%	137.5%	1.7%	19.6%	19.8%
净利润	257.0	517.6	570.2	671.6	794.7
Growth(%)	34.7%	101.4%	10.2%	17.8%	18.3%
毛利率(%)	33.4%	30.9%	32.1%	31.3%	31.5%
净利润率(%)	19.2%	16.3%	17.7%	17.4%	17.2%
每股收益(元)	0.43	0.87	0.96	1.13	1.34
每股净资产(元)	3.13	4.08	6.90	7.90	9.09
市盈率	63.1	31.3	28.4	24.1	20.4
市净率	8.7	6.7	4.0	3.5	3.0
净资产收益率(%)	14.7%	24.7%	15.3%	15.7%	16.2%
ROIC(%)	44.0%	32.3%	21.4%	19.2%	19.9%
EV/EBITDA	11.7	11.1	19.3	16.4	13.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%

评级:
增持-B

上次评级: 增持-B

目标价格: 30.00 元

期限: 6个月 上次预测: 32.00 元

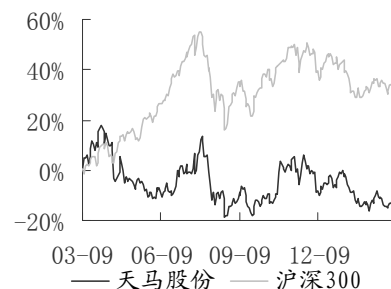
现价: 27.59 元

报告日期: 2010-03-23

市场数据

总市值(百万元)	16,388.46
流通市值(百万元)	5,131.74
总股本(百万股)	594.00
流通股本(百万股)	186.00
12个月最高/最低	24.79/67.94 元
十大流通股东(%)	12.84%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.40	(0.27)	(44.99)
绝对收益	6.81	(2.10)	(10.71)

研究员

林晟
行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn

前期研究成果

天马股份：业绩持续增长，明年随经济复苏

2009-10-29

天马股份：增长来自风电轴承，明年增速将放缓

2009-08-18

天马股份：风电轴承进入收获期，未来增速趋降

2009-06-17

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-2-1

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	3,230.7	3,864.7	4,630.5	成长性					
减: 营业成本	890.3	2,192.7	2,192.9	2,653.5	3,170.8	营业收入增长率	32.7%	137.5%	1.7%	19.6%	19.8%
营业税费	7.5	18.6	18.1	21.6	25.9	营业利润增长率	31.7%	101.5%	13.2%	19.1%	21.9%
销售费用	42.0	103.9	101.8	115.9	138.9	净利润增长率	34.7%	101.4%	10.2%	17.8%	18.3%
管理费用	85.1	221.4	200.3	231.9	277.8	EBITDA 增长率	29.6%	119.7%	12.7%	17.7%	18.9%
财务费用	4.4	29.0	34.2	25.2	21.5	EBIT 增长率	26.4%	108.1%	13.4%	17.0%	20.8%
资产减值损失	7.2	4.2	-1.9	-	-	NOPLAT 增长率	27.6%	125.4%	4.7%	15.8%	17.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	206.6%	58.3%	29.1%	13.2%	9.4%
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%	69.3%	14.5%	15.0%
营业利润	300.6	605.8	685.4	816.5	995.6	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%	32.1%	31.3%	31.5%
利润总额	318.5	646.6	725.4	856.5	1,015.6	营业利润率	22.5%	19.1%	21.2%	21.1%	21.5%
减: 所得税	45.0	49.1	98.8	118.5	142.3	净利润率	19.2%	16.3%	17.7%	17.4%	17.2%
净利润	257.0	517.6	570.2	671.6	794.7	EBITDA/营业收入	25.8%	23.9%	26.4%	26.0%	25.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.8%	20.0%	22.3%	21.8%	22.0%
货币资金	801.9	281.2	1,319.8	1,436.9	1,774.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	177	140	193	204	187
应收帐款	597.1	594.0	610.7	730.6	875.4	流动营业资本周转天数	47	38	95	127	138
应收票据	49.1	62.4	62.0	74.1	88.8	流动资产周转天数	426	308	379	400	394
预付帐款	103.4	183.4	183.4	183.4	183.4	应收帐款周转天数	98	64	63	59	59
存货	1,065.2	1,697.0	1,802.4	2,181.0	2,606.2	存货周转天数	176	157	195	186	186
其他流动资产	-	-	-0.0	-	-	总资产周转天数	729	557	678	669	623
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	346	284	392	393	365
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%	15.3%	15.7%	16.2%
投资性房地产	2.1	-	-	-	-	ROA	6.1%	11.1%	9.2%	9.8%	10.3%
固定资产	1,036.2	1,438.4	2,021.6	2,356.2	2,453.7	ROIC	44.0%	32.3%	21.4%	19.2%	19.9%
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%	3.0%	3.0%
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%	6.2%	6.0%	6.0%
资产总额	4,451.4	5,373.5	6,799.3	7,563.8	8,457.5	财务费用率	0.3%	0.9%	1.1%	0.7%	0.5%
短期债务	428.9	926.4	920.8	914.9	907.6	三费/营业收入	9.8%	11.2%	10.4%	9.7%	9.5%
应付帐款	655.8	754.8	751.0	908.7	1,085.9	偿债能力					
应付票据	7.0	130.9	90.1	109.0	130.3	资产负债率	58.2%	54.9%	39.7%	37.9%	36.2%
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%	65.8%	61.1%	56.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.02	0.96	1.49	1.62	1.82
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	0.82	0.85	0.96
负债总额	2,589.4	2,951.6	2,698.3	2,869.1	3,060.2	利息保障倍数	68.84	21.92	21.06	33.38	47.35
少数股东权益	260.1	329.5	377.4	433.9	500.7	分红指标					
股本	136.0	272.0	594.0	594.0	594.0	DPS(元)	-	-	0.19	0.23	0.27
留存收益	1,465.9	1,820.4	3,129.6	3,666.9	4,302.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,862.1	2,421.9	4,101.0	4,694.8	5,397.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%
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	570.2	671.6	794.7	EPS(元)	0.43	0.87	0.96	1.13	1.34
加: 折旧和摊销	41.1	130.8	134.6	163.3	178.2	BVPS(元)	3.13	4.08	6.90	7.90	9.09
资产减值准备	7.2	4.2	-1.9	-	-	PE(X)	63.1	31.3	28.4	24.1	20.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.7	6.7	4.0	3.5	3.0
财务费用	13.1	2.7	20.7	34.2	25.2	P/FCF	-32.4	-28.7	-49.3	112.4	44.1
投资收益	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	12.1	5.1	5.0	4.2	3.5
少数股东损益	16.4	79.8	56.4	66.4	78.6	EV/EBITDA	11.7	11.1	19.3	16.4	13.6
营运资金的变动	-356.9	-735.5	-157.6	-333.9	-386.2	CAGR(%)	39.2%	13.5%	17.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-60.4	13.8	635.9	592.6	686.7	PEG	1.6	2.3	1.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-304.2	-710.7	-400.0	-300.0	-150.0	ROIC/WACC	4.5	3.3	2.2	2.0	2.1
融资活动产生现金流量	1,030.6	159.1	1,021.2	-165.4	-187.7	REP	0.5	0.8	1.9	1.9	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。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年 12 月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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
刘欢	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	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