

天马股份(002122.sz)

风电轴承增速趋缓，未来看机床

谢军 研究员

电话: 020-87555888-663

eMail: xj@gf.com.cn

袁斌 研究助理

电话: 020-87555888-661

eMail: yb9@gf.com.cn

风电轴承业务进入量升价跌阶段

行业依旧快速发展，但受制于整机产品价格下降压力逐渐下传的影响，产品毛利率呈现逐渐下降的趋势。

通用轴承业务跟随行业强劲回升

受国家四万亿政策和去年汽车行业销售火爆刺激，公司通用轴承产品业务回升迅速。另外公司铁路轴承主要为货车以及低速机车配套，难以享受到高铁带来的盛宴，虽然恢复明显，但预计难以保持前几年的高增长速度。

机床业务利润有持续提升空间

公司对机床产品进行结构性调整，产品重心转移到重大、数控型机床，同时对齐重数控加强管理，可望提升机床业务的利润水平。不过由于机床属于后周期产品，预计 2010 年增速不会太快。

盈利预测和投资建议

根据我们的预计，给出公司最近 3 年的营业收入预测表。通过测算可以得出公司在 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 1.07, 1.23 和 1.47 元，以 2010 年 25 倍市盈率计算，目标价格为：27 元，给予“持有”评级。

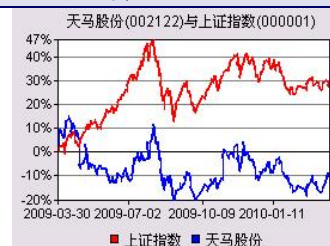
风险提示：原材料价格上升影响公司业绩提升

公司评级

持有

当前价格(元)	28.18
目标价格(元)	27.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.76%	-3.59%	-14.04%
上证综指	1.19%	-0.41%	52.37%

股票数据

总股本(万股)	59,400.00
流通 A 股(万股)	50,288.40
主要股东:	

天马控股集团有限公司

主要股东持股比例	44.65%
流通 A 股比例	84.66%

财务比率

ROE	14.65%
ROA	9.48%
资产负债率	31.12%
每股净资产(元)	6.36

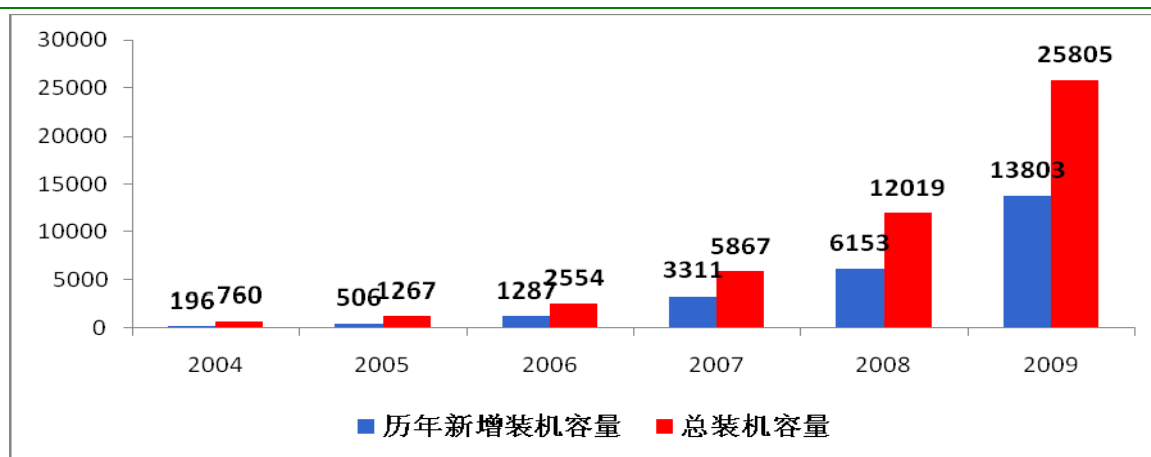
2009 年报数据。

风电轴承业务进入量升价跌阶段

公司的风电轴承主要是变桨、偏航轴承，主要客户包括东方电气、金风、重庆海装和浙江运达等。受益于去年国内风电行业的快速发展，公司的风电轴承实现了100%的增长。但我们认为，公司的风电轴承业务将进入一个量升价逐渐下跌的过程，主要原因是：

行业依旧快速发展。2010年国内已经开工的重大风电项目就已经有378个。我们以每个风场5万千瓦计算，那么总容量就达到了1890万千瓦。这些项目除了少数施工周期较长可能延续到明年以外，绝大多数项目都预计会在2010年完成安装。由于开发风电场能够带来税收收入和增加就业，地方政府也非常热衷于风电场的建设。公司作为国内三大主流轴承供应商之一，必然收益于行业的快速发展。

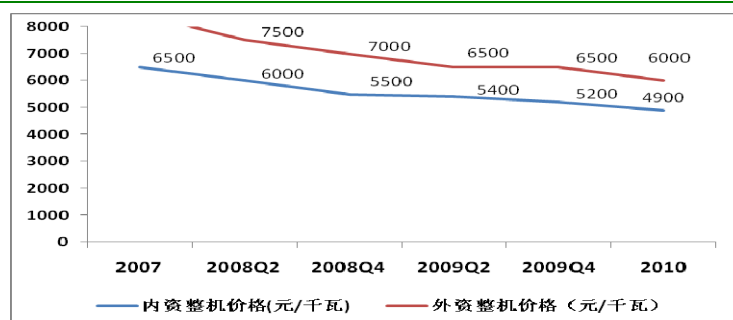
图1：国内历年装机情况（MW）



数据来源：中国风能协会、广发证券发展研究中心

产品毛利呈现逐渐下降趋势。国内的风电行业前几年呈现爆发式增长，相应的零部件处于供不应求状态。公司借助齐重数控强大的机床制造平台，集中力量供应轴承加工的特种机床，迅速的抢占了市场份额。但我们认为，随着国内整机厂商竞争加剧，产品单价逐渐下降，必然将价格压力下传。另外随着国内其他轴承厂商陆续进入风电轴承市场，产品供应逐渐充足，竞争开始加剧。我们了解到，之前整机厂商一般都会在年初就开始下一整年的订单，但目前已经更改为每个季度下订单。

图2: 风机整机价格压力向零部件厂商传导



数据来源: 中国风能协会、广发证券发展研究中心

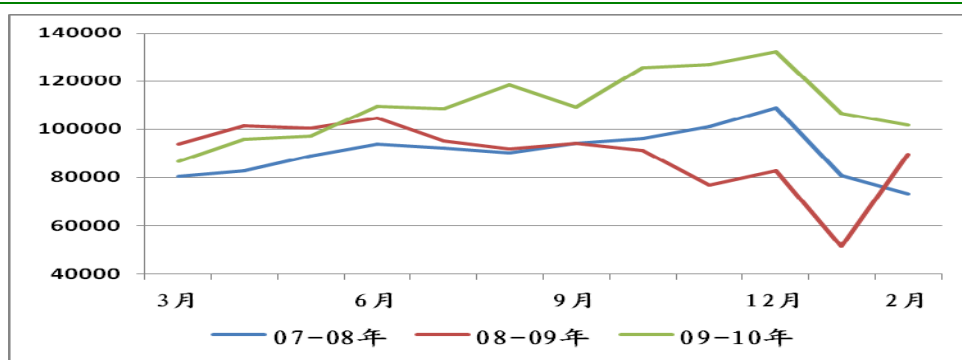
通用轴承业务跟随行业强劲回升

公司通用轴承产品主要包括短圆柱滚子轴承和深沟轴承等。短圆柱滚子轴承为轴承细分子类, 大约占据轴承1.1%左右的市场份额, 公司在该细分领域市场最高, 约占70%左右。通用轴承业务的下游行业包括电机、汽车、重机等。

金属冶炼技术和锻件加工能力确保核心竞争力。公司拥有在该细分市场的核心竞争优势, 特别是金属冶炼技术、热处理工艺等技术。我们认为相比国外厂商虽然有一定差距, 但在国内处于领先地位。公司目前的定位是替代进口。公司拥有的控股子公司成都天马正在实施的“大型环类锻件技术改造”项目, 可形成年产5万吨大型环类锻件的生产能力。通过这种自产锻件的方式, 既可以有效降低公司产品的成本, 又可以达到提升产品品质。

通用轴承恢复明显并创新高。受国家四万亿调控政策刺激, 国内经济回升迅速, 公司的通用轴承业务销售也达到了高峰。目前公司通用轴承产销两旺, 杭州工厂需要加班加点才能完成订单供给。我们认为, 去年下半年以来的汽车行业的高速增长, 刺激着相关零部件行业的增长, 随着行业增速趋于稳定, 通用轴承业务将趋于稳定增长的态势。

图3: 滚动轴承历年销售情况 (单位: 万)



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

铁路轴承恢复性增长, 但难保持之前高增长。我们认为目前国内

铁路建设的重头以客运专线为主,特别是以高速250KM/h和350km/h为主的动车组居多,而公司的轴承产品为货车以及时速低于160km/h的机车轴承,目前也不具备高速铁路轴承的生产资质。虽然公司引进了一条国际最先进的全自动生产线,可望进一步提升效率和产品质量,但短期内预计难以突破性的获得高铁轴承资质,所以我们预计铁路轴承业务今年可望取得恢复性增长,但难以保持前几年高速增长态势。

机床业务利润有持续提升空间

公司控股子公司齐重数控主要从事机床、普通、数控成套设备的开发和生产,主要产品为各种立、卧式机床。目前国内机床行业集中度偏低,市场较为分散,行业整体竞争力不强。但齐重数控装备有限公司生产的主要为重型机床且数控化率较高,行业进入壁垒、集中度相对较高,主导产品的市场占有率要高于其他竞争对手。

企业文化重塑有效提升管理水平。齐重数控原来为齐齐哈尔第一机床厂,是一个拥有60多年历史的老国企,管理松懈,成本居高不下。天马股份接收齐重数控后,在产品质量和成本上加强了控制,消除了产品开发中各种铺张浪费和无谓开支。另外,从我们了解,公司对齐重数控的管理层的考核目标已经由营业收入的增长率更改为对总利润的增长率。我们认为,随着天马公司对齐重数控进行企业文化的重塑后,民营企业特有的管理严谨、机制灵活可有效调动企业发展积极性,提升公司产品的盈利水平。

产品结构调整提升产品毛利。国内低端机床业务低迷并且竞争先丢激烈,但受国家大型基建等工程的刺激,重型、高速、精密机床仍然市场畅销。齐重数控主动降低低端产品的生产,着重开发电力装备、船舶、风电特种加工急需的重大型机床产品,通过提升产品档次,获取产品高附加值。我们认为,这种结构方式的调整虽然不会对营业收入有多大的提升,但能极大的提升公司产品的毛利率。

机床业务预计依旧在低位徘徊。机床行业周期较长,另外处于行业景气晚周期阶段。从我们了解到的情况来看,公司目前在手订单大约只能保持大半年时间,后续订单不太确定。我们预计2010年公司机床业务增速不会太快,预计增速在10%左右。

盈利预测与投资评级

根据我们的预计，给出公司最近3年的营业收入预测表。通过测算可以得出公司在2010年、2011年和2012年的EPS分别为1.07, 1.23和1.47元，以2010年25倍市盈率计算，目标价格为：27元，给予“持有”评级。

表 1: 营业收入预测表

年份	2009	2010	2011	2012
铁路轴承				
营业收入(百万元)	256	387	512	645
收入增长	-48.8%	51.2%	32.3%	26%
毛利率	31.4%	29.8%	29.6%	29.4%
风电轴承				
营业收入(百万元)	635	863	1123	1410
收入增长	102.6%	35.9%	30.1%	25.6%
毛利率	48%	43.2%	42.1%	40.5%
通用轴承				
营业收入(百万元)	651	823	1123	1410
收入增长	-27.3%	26.4%	22.6%	22.1%
毛利率	34.2%	32.1%	31.6%	31.1%
机床				
营业收入(百万元)	1596	1787	1976	2276
收入增长	13.0%	9.3%	13.2%	15.2%
毛利率	21.7%	22.3%	22.7%	23.0%
圆钢				
营业收入(百万元)	27	50	60	65
收入增长	-50.1%	85.2%	20%	8.3%
毛利率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
总收入				
营业收入(百万元)	3261	3910	4023.4	4646
收入增长	2.7%	19.9%	21.0%	15.5%
毛利率	30.2%	29.9%	29.8%	29.6%

数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	91	391	468	1277	
应收账款	747	1007	1121	1216	
预付款项	300	401	521	616	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	0	0	0	0	
存货	1712	1823	1967	2084	
流动资产合计	2850	3622	4056	5177	
长期股权投资	1	1	1	1	
固定资产	2072	2176	2232	2266	
在建工程	259	223	212	121	
无形资产	401	360	319	279	
长期待摊费用	0	0	0	0	
递延所得税资产	0	0	0	0	
非流动资产合计	2733	2746	2737	2627	
资产总计	5584	6370	6795	7807	
短期借款	375	428	428	428	
应付票据	26	31	43	47	
应付账款	592	601	611	640	
预收款项	4	7	8	9	
应付职工薪酬	0	0	0	0	
应交税费	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	26	26	26	26	
流动负债合计	1525	1639	1286	1366	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	35	35	35	35	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	35	35	35	35	
负债合计	1561	1674	1321	1402	
股本	594	594	594	594	
资本公积	1621	1621	1621	1621	
盈余公积	123	191	270	364	
未分配利润	1440	2000	2643	3415	
少数股东权益	244	290	346	411	
负债股东权益总计	5584	6370	6795	7807	
每股净资产(元)	6.7	7.9	9.2	10.7	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3261	3910	4680	5628	
营业成本	2267	2746	3288	3960	
营业税金及附加	18	21	25	30	
销售费用	107	126	151	181	
管理费用	206	244	294	353	
财务费用	20	18	18	18	
资产减值损失	17	13	13	13	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
营业利润	624	740	888	1070	
营业外收入	49	63	43	43	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	673	803	931	1113	
所得税费用	76	120	139	167	
净利润	597	683	791	946	
归属于母公司净利润	553	637	735	881	
少数股东损益	44	46	56	65	
EPS(元)	0.93	1.07	1.23	1.48	
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心					
现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	-96	433	688	897	
投资活动现金流量	-435	169	-175	-84	
筹资活动现金流量	598	26	26	26	
现金及现金等价物净增加额	65	299	77	809	
期末现金余额	91	391	468	1277	
每股经营活动现金流(元)	-0.16	0.72	1.16	1.51	
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心					
主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	2.7%	19.9%	19.7%	20.3%	
营业利润增长率	3.1%	18.5%	20%	20.4%	
毛利率	30.2%	29.9%	29.8%	29.6%	
营业利润率	19.1%	18.9%	18.9%	19%	
净利润率	18.3%	17.5%	16.9%	16.8%	
净资产收益率	14.6%	14.5%	14.4%	14.7%	
总资产收益率	12.1%	12.9%	13.7%	14%	
流动比率	1.9	2.2	3.1	3.7	
资产负债率	28%	26%	19%	18%	
所得税税率	15%	15%	15%	15%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

天马股份(002122)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。