

天马股份 (002122) 调研报告

轴承业务逐步复苏, 公司进入平稳增长期

工业/机械设备

推荐

维持评级

发布时间: 2010 年 11 月 9 日

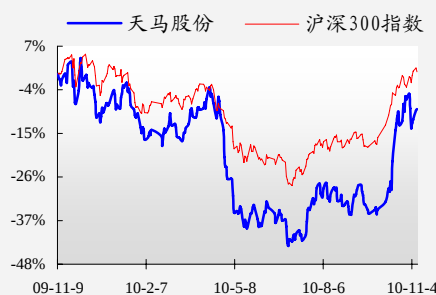
投资要点:

- 公司主要产品为轴承、机床、锻件等, 其中轴承与机床业务收入占比合计为 90%以上。公司预计四季度经营情况稍好于三季度, 2011 年有望保持稳中有升的发展趋势。
- 轴承行业景气度回升。轴承行业与汽车、铁路、风电设备、通用机械等下游行业紧密相关, 在下游行业复苏的背景下, 轴承行业的景气度快速上升; 轴承行业的营业收入增速从 2009 年的 4.5%回升到 2010 年上半年的 21%。
- 公司轴承业务跟随行业回暖。公司通用轴承业务保持高景气度, 风电轴承价格下滑趋势减缓与毛利率逐步企稳, 铁路轴承预计将保持平稳增长。
- 机床业务重点将在于优化产品结构。重型机床的成长高峰期已过, 公司目标是未来在保持平稳发展的同时, 逐步提高高附加值产品的销售占比, 从而提升盈利能力。
- 公司发展规划。公司未来几年预计将保持平稳发展, 重点为整合与发展现有业务。同时, 公司拟立德清天马重工机械公司, 筹备进入海上风电等海洋相关业务, 但短期影响有限。
- 盈利预测与估值: 我们预计公司 2010-2012 的 EPS 分别为 0.57 元、0.69 元、0.82 元, 对应的 PE 分别为 25、21、17 倍, 维持公司的推荐投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	3261,88	2.72%	55,372	6.98%	0.47	14.6%	30	
2010E	373,642	14.5%	68,061	22.9%	0.57		25	
2011E	448,371	20.0%	82,162	20.7%	0.69		21	
2012E	547,012	22.0%	99,326	20.9%	0.82		17	

走势图



市场数据

2010-11-8

收盘价:	14.31 元
52 周最高价:	33.30 元
52 周最低价:	8.70 元
平均持仓成本:	13.23 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	118,800
流通 A 股 (万股):	100,577
每股收益 (元):	0.41
每股净资产 (元):	3.56
每股经营现金流 (元):	0.23
市净率:	4.02

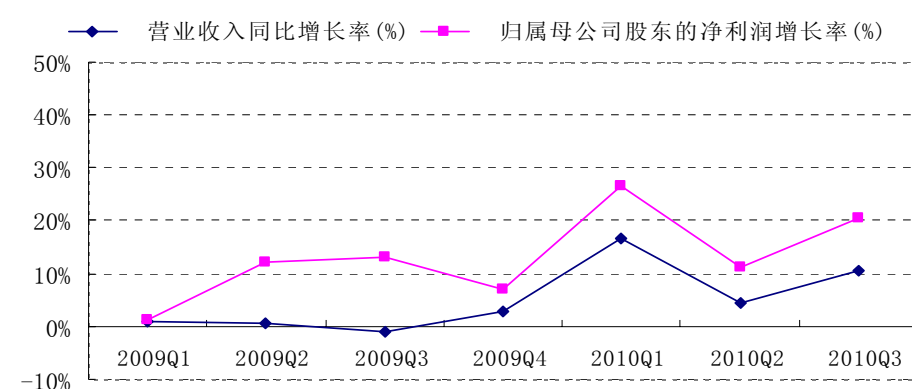
分析师: 周思立 联系人: 黎焜
执业证书编号: S0550207100075
TEL: (8621)6337 7000-273
FAX: (8621)6337 3209
Email: lik@nescn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

一、公司经营业绩近期逐步改善

公司在杭州、德清、成都、北京、贵州、齐齐哈尔等地建有七大生产基地，主要生产各类轴承、机床和锻件材料，其中轴承与机床业务收入占比合计为 90% 以上，锻件材料的占比较小。公司生产的轴承产品广泛应用于铁路、航空、船舶、汽车、机床、电机、风力发电、通用机械等众多领域；机床产品主要为重型立式车床与卧式车床等，主要应用于重型机械、发电设备等重大装备领域。

2010 年，公司经营状况开始有所好转。公司预计四季度经营情况稍好于三季度，2011 年有望保持稳中有升的发展趋势。

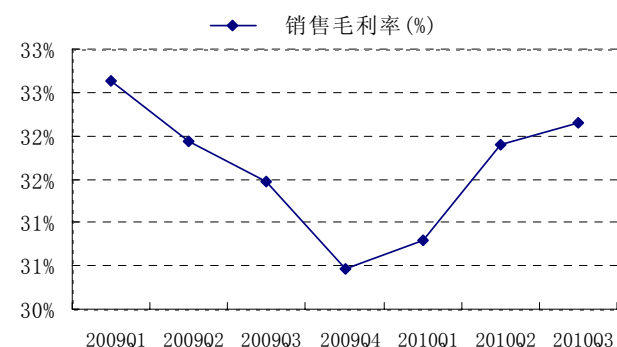
图 1：2009 年-2010 年公司营业收入与净利润增速



资料来源：wind, 东北证券

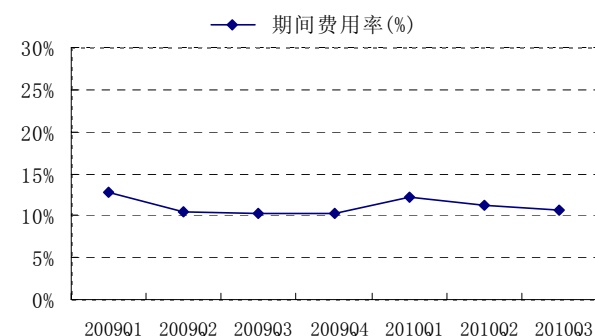
公司的期间费用率保持在 10% 左右的较低水平，体现出较高的管理效率；毛利率 2010 年呈现逐季改善的趋势。公司轴承的锻件等原材料可自己生产，与竞争对手相比具有成本优势，使公司的产品能保持相对较高的毛利率。

图 2：公司销售毛利率探底回升



资料来源：公司公告，东北证券

图 3：公司期间费用率保持在低位



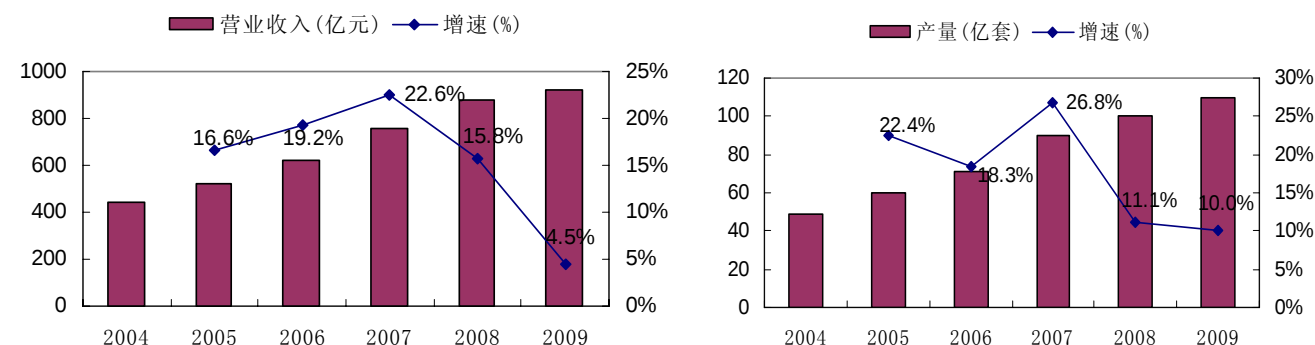
资料来源：公司公告，东北证券

二. 轴承行业发展现状

1.1 轴承行业开始进入复苏期

从 2004 年到 2009 年，国内轴承行业营业收入的年均增速为 15.58%，轴承产量年均增速为 17.56%。据中国轴承工业协会统计，2010 年上半年，我国 95 家主要企业的主营销售收入为 132 亿元，同比增长 21%；产量为 12 亿套，同比增长 7.42%；轴承行业主要企业实现利润总额 10.2 亿元，同比增长 22.9%。经历 2009 年的金融危机后，下游汽车、机械等行业持续回暖，驱动行业的增速回升。

图 4：轴承行业 2004 年-2009 年历年营业收入与销量增速



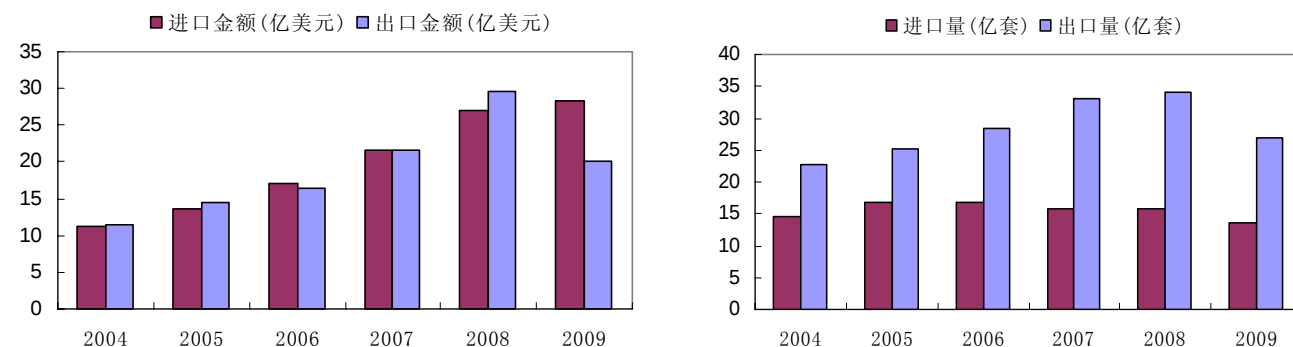
资料来源：轴承工业协会，东北证券

轴承是国家重大技术装备的关键零部件，经过几十年发展，我国已成为世界轴承制造大国，但一些高技术含量的轴承产品国际水平相比，仍存在较大差距，航空、高铁等高端领域的关键轴承仍依赖进口。

1.2 高端轴承仍需依赖进口

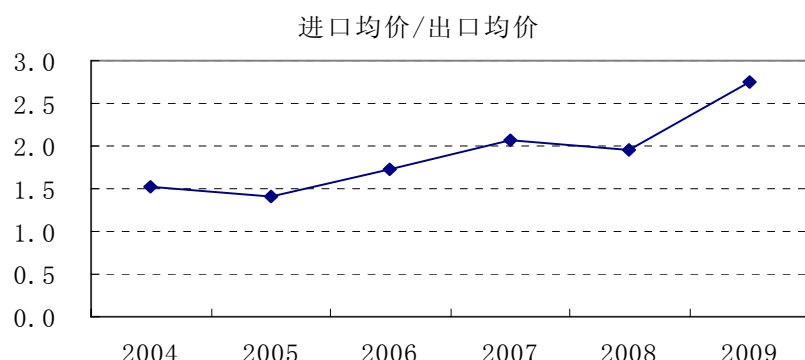
我国轴承行业从数量上看，2009 年出口量是进口量的一倍左右，而进口金额高于出口金额，表明我国出口产品的价格与档次低于进口产品，国内以低端产品为主，而进口主要为高端产品。

图 5：轴承行业 2004 年-2009 年历年进出口金额与数量



资料来源：轴承工业协会，东北证券

图 6: 轴承行业 2004 年-2009 年进出口价差逐年扩大

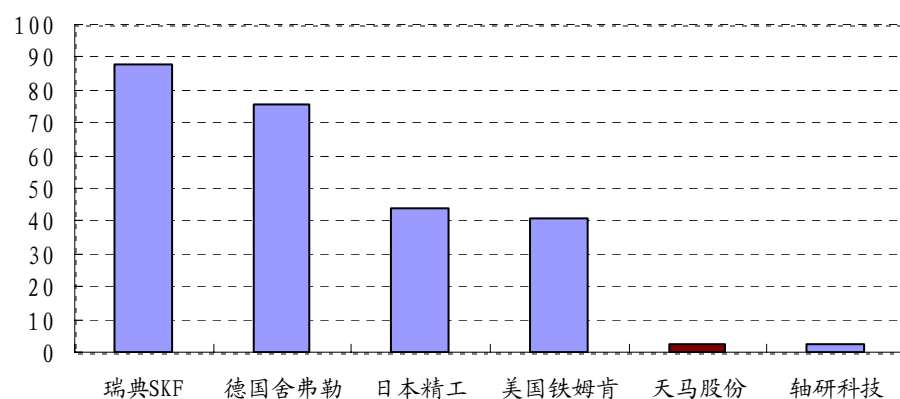


资料来源：轴承工业协会，东北证券

1.3 行业产业集中度低

在全世界轴承销售额中，全球前八大跨国公司占据 80% 左右的份额。而我国瓦轴等 10 家最大的轴承企业，销售额仅占全行业的 24.7%。从销售额来看，天马股份 2008 年的轴承销售收入仅分别为美国铁姆肯、瑞典斯凯孚的 5.8% 与 2.7%。

图 7: 2008 年国内外主要公司的轴承年营业收入比较（单位: 亿美元）



资料来源：轴承工业协会，东北证券

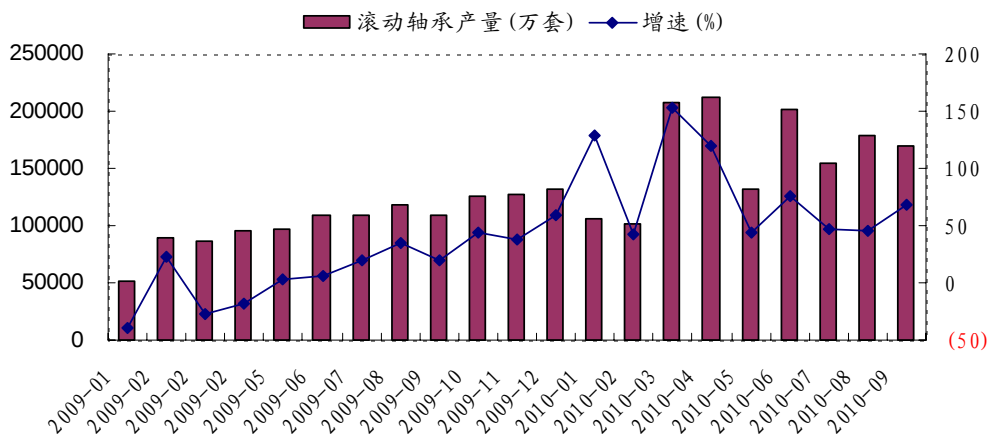
随着行业整合的展开，市场份额将逐渐向少数优势企业集中，轴承行业的生产集中度有逐渐提高的趋势。市场集中度的提高，有利于行业资源的整合和规模效应的实现，从而推动行业整体的发展。

三、公司轴承业务稳步回升

3.1 通用轴承快速回暖

公司通用轴承产品的下游行业包括电机、汽车、重机等众多行业，下游分布广泛，有利于通用轴承业务的稳定增长。公司的通用轴承主要产品有短圆柱滚子轴承等，今年以来下游行业复苏带动通用轴承行业快速回暖。

图 8：2010 年滚动轴承产量显著回升



资料来源：国家统计局，东北证券

3.2 铁路轴承预计保持小幅增长趋势

公司铁路轴承主要为 160 公里时速以下的货车以及低速机车配套，160 公里以上的高铁目前主要依赖进口。公司认为高铁市场容量较小，且进入壁垒较高，今后的重点仍放在货车领域。

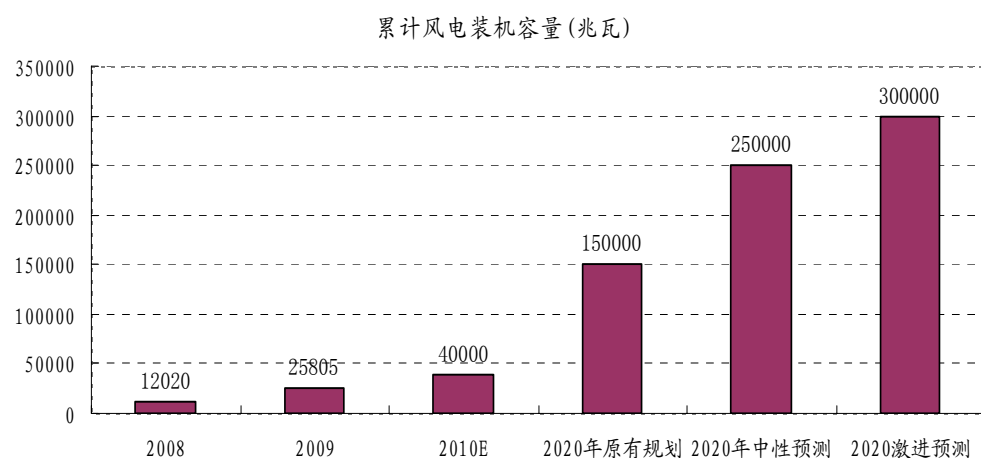
铁路货车未来几年预计将保持低速平稳发展。2009 年铁路轴承采购量大幅下降 50%，2010 年铁路货车轴承招标数量有较大恢复，公司预计未来几年货车轴承将保持低速平稳发展。

3.3 风电轴承仍是未来发展重点

(1) 风电行业装机容量有望超预期发展

根据多家风电设备企业预测，到 2020 年中国风电装机容量有望达到 3 亿千瓦左右，将大幅高于国家相关部门近期预期的 2.3 亿千瓦，更是远高于原有规划的 1.5 亿千瓦。其中，金风科技预计 2020 年风电装机可以达到 3.2 亿千瓦左右，华锐风电预计风电装机将达到 2.5 亿—3 亿千瓦。按 2020 年国内风电装机达到 2-3 亿千瓦的目标测算，未来 10 年，国内风电累计装机容量的年均复合增长率大约在 20% 左右。

图 9：2020 年累计风电装机容量预测



资料来源：东北证券

(2) 公司风电轴承技改项目预计后年投产

风电轴承项目将成为公司的业绩增长点。公司控股子公司成都天马拟实施“大功率风电轴承技改项目”，预计项目建设期 1.5 年。项目达产后，可形成年产 2500 套风电轴承的生产能力，预计年新增销售收入 3 亿元，年净利润 7500 万元。公司现有 1 万套的风电轴承产能，项目投产后将进一步增强公司竞争能力、促进公司可持续发展。

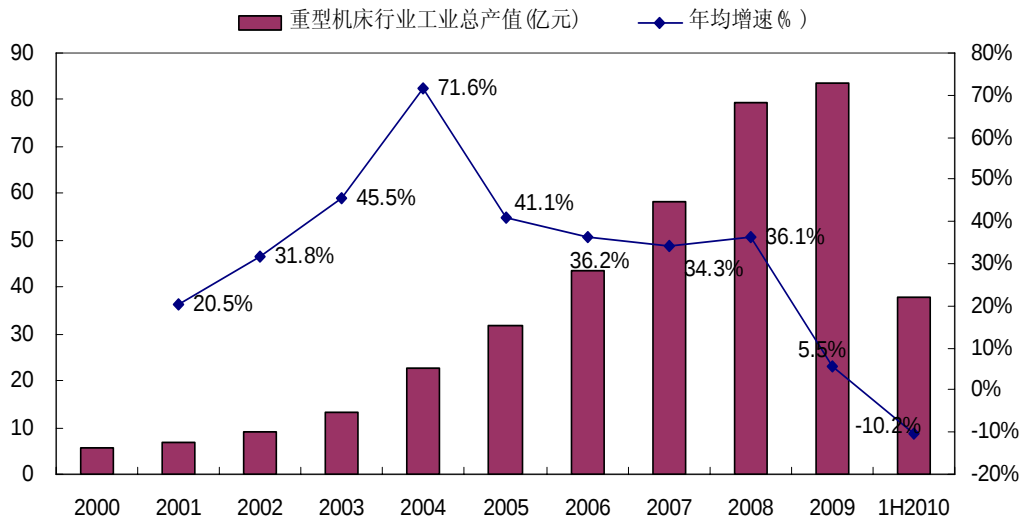
近年来，瓦轴、天马、洛轴等主要轴承企业均进入风电轴承领域，生产偏航轴承和变桨轴承等产品，美国铁姆肯 2010 年也获得金风科技 2600 万美元的风电轴承订单。风电轴承竞争激烈并促使产品价格下降，导致公司 2009 年风电轴承产品毛利率降低，目前风电轴承产品的价格已趋于稳定，预计公司的产品毛利率也将逐步企稳。

四、机床业务保持平稳增长，通过优化产品结构提升盈利能力

4.1 重型机床行业进入平稳增长期

齐重数控的主要产品为重型立车与卧车，重型机床行业 2002 年-2008 年复合增速高达 36.38%，2009 年之后行业增速有所放缓。“十二五”期间，预计行业将由高速增长期转入平稳增长期。

图 10: 重型机床工业总产值增速回落



数据来源: 中国机床工具工业协会, 东北证券

4.2 公司机床业务重点在于优化产品结构

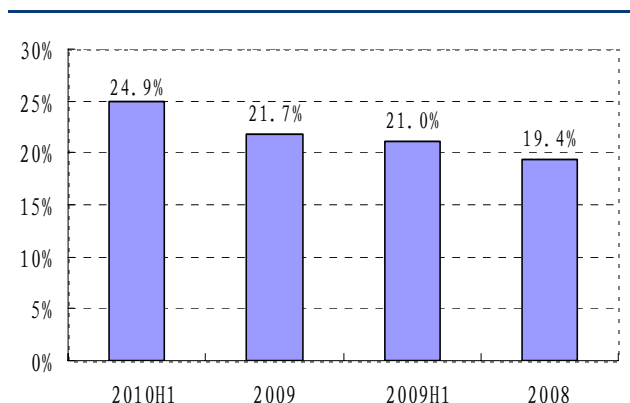
公司考虑到重型机床成长的高峰期已过, 未来的发展目标是在保证重型立卧车等传统优势产品平稳增长的同时, 通过扩大磨床、加工中心等高附加值产品的销售占比, 提高产品的盈利能力。

天马股份收购齐重数控后, 市场曾有担忧公司的整合问题, 公司认为通过经营理念的逐渐磨合, 齐重数控已开始逐步进入发展的正轨。

机床作为国民经济的战略性产业, 受到国家与地方政府的大力扶持。2010 年 7 月, 公司收到中央财政专项经费 2234 万元, 主要为公司 09 年申请的数控立柱移动立式铣车床、超重型数控卧式镗车床、数控重型曲轴铣车复合加工机床、超重型数控轧辊磨床等 4 项课题被列入工信部“高档数控机床与基础制造装备”科技重大专项课题。2010 年 11 月, 公司收到黑龙江政府 960 万元“超重型高档数控机床自主创新及产业化项目”的第一批研发资金补助。

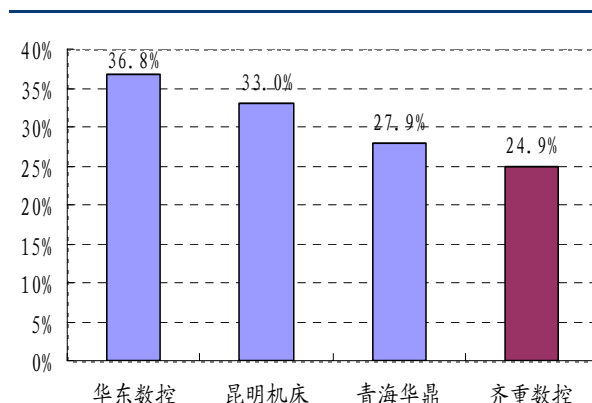
公司机床业务从 2008 年开始, 毛利率逐步小幅回升, 但与华东数控等重型机床同类公司相比, 公司毛利率仍有继续提升的空间。

图 11: 公司 2008 年-2010 年上半年机床业务毛利率



资料来源: 公司公告, 东北证券

图 12: 2010 年上半年主要公司机床毛利率



资料来源: 公司公告, 东北证券

五. 公司未来发展规划

公司此前成功兼并收购了多家公司, 今后的重点是通过整合现有业务, 提升经营效益, 实现稳步发展, 而不是以追求营业收入的高速增长为目标。

公司未来经营重点是增加风力发电机轴承、替代进口轴承产品和重大型数控机床的产能, 适应产业结构与产品升级的发展趋势。

公司拟新设立德清天马重工机械有限公司, 将来重点在于发展海上风电等海洋相关业务, 但项目的短期影响有限。

六. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.69、0.82 元。按 11 月 8 日收盘价 14.31 元计算, 对应的 PE 分别为 25 倍、21 倍、17 倍, 维持公司“推荐”的投资评级。

七. 风险因素

1. 下游行业需求波动的风险

公司产品下游行业包括汽车、通用机械、风电设备等, 下游行业的景气度将直接影响公司的产品销量与经营业绩。

2. 钢材等原材料价格上涨的风险

钢材成本在公司原材料成本中占比较大, 钢材价格如果大幅上涨对产品的毛利率有负面影响。

3. 行业竞争风险

风电轴承等产品的竞争者增多, 过度竞争将不利于行业的发展。

表 1: 公司盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	326,188	373,642	448,371	547,013
减: 营业成本	226,796	254,077	304,892	373,063
营业税金及附加	1,759	2,429	2,914	3,556
销售费用	10,719	14,572	16,141	18,598
管理费用	20,696	23,539	27,799	33,641
财务费用	2,095	2,242	3,587	5,470
资产减值损失	1,709	2,242	2,690	3,282
加: 投资净收益	37	7	9	11
二、营业利润	62,451	74,548	90,356	109,413
加: 营业外收入	5,944	7,473	8,967	10,940
减: 营业外支出	1,004	1,121	1,345	1,641
三、利润总额	67,391	80,900	97,978	118,713
减: 所得税	7,656	8,495	10,386	12,821
四、净利润	59,735	72,406	87,592	105,892
减: 少数股东损益	4,363	4,344	5,431	6,565
归属于母公司所有者的净利润	55,372	68,061	82,162	99,326
五、每股收益 (元)	0.47	0.57	0.69	0.82

资料来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。