

天马股份（002122）：高端风电轴承仍是公司未来发展重点

增持（维持）

机械行业

2010年11月11日

天相机械组

王书伟

021-58824282-836

本报告关注点：

- 1、风电轴承仍是公司未来快速发展的重点：2.5MW 以上风电机组及海上风电将是未来发展趋势。
- 2、特种轴承开始部分贡献业绩，高速铁路轴承未来值得期待。
- 3、机床业务产品结构调整及技术升级进程时，盈利能力趋稳，公司改制初见成效，机床业务增长较为稳健。

事件：

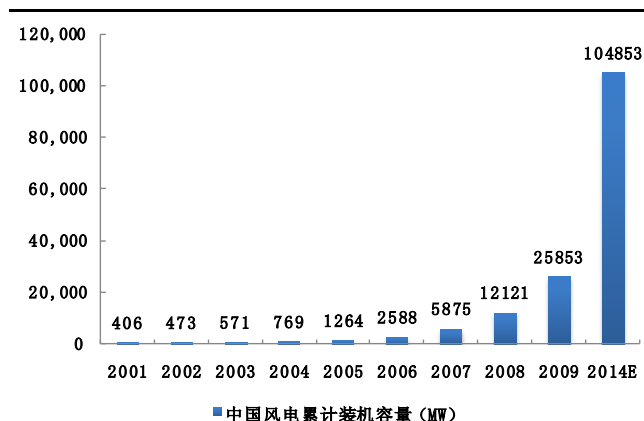
近日，我们拜访了天马股份，就投资者关注的《机械基础零部件产业振兴实施方案》、轴承行业未来发展趋势及公司经营发展战略等问题与公司进行了交流，并参观公司位于杭州本部厂区的生产情况，厂区内一派繁忙的生产景象彰显出公司现有生产任务比较紧张，订单较为充足。

评论：

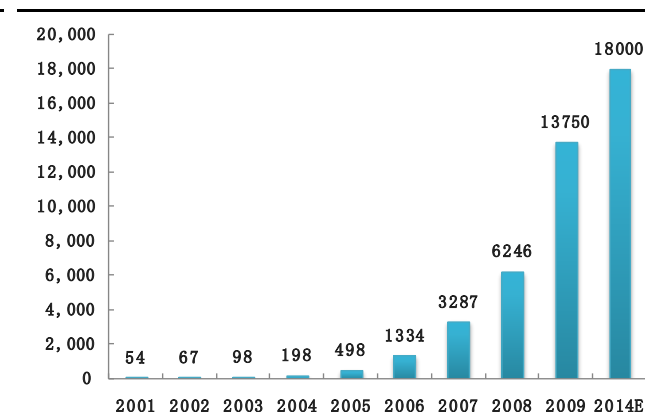
1. 风电轴承仍是公司未来快速发展的重点

风电轴承仍是战略发展的重点，未来几年风电行业仍处于黄金发展期。根据BTM预计，中国在2014年累计装机容量较2009年增长4倍以上，年复合增长率32.3%。中国风能协会预计到2020年中国风电累计装机容量达247.8吉瓦，较2009年增长10倍，年复合增长率22.8%。事实上中国风电的扩容速度常常超出市场的普遍预期。

图表 1 中国风电累计装机容量（兆瓦）



图表 2 中国风电新增装机容量（兆瓦）

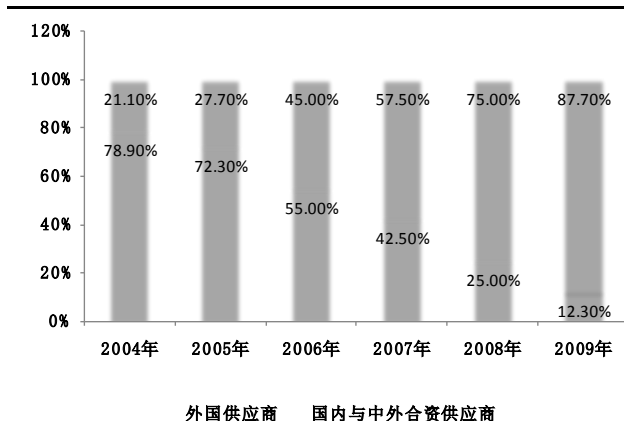


数据来源：BTM，天相投顾

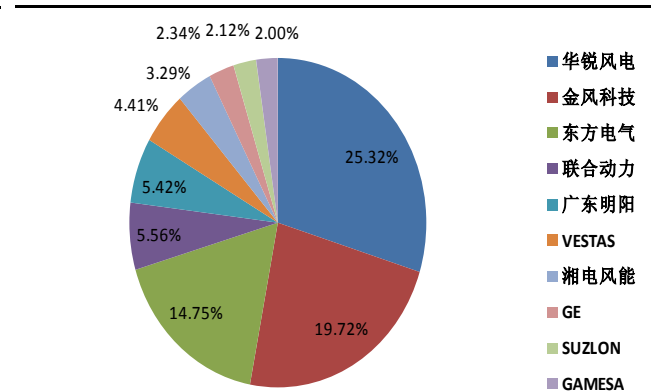
风电轴承市场份额目前稳居市场第一。公司风电轴承主要给除华锐风电以外其他国内风电主机厂商配套，主要包括是金风科技、东方电气等。国内风电设备厂商迅速抢占国内市场，市场份额迅速提高。截止到2009年，国内厂商及合资企业已经占到市场份额87.7%，进口替代基本完成。从市场份额来看，华锐风电、金风科技和东方电气居于市场前三位。



图表 3 我国历年风电机组制造商市场份额



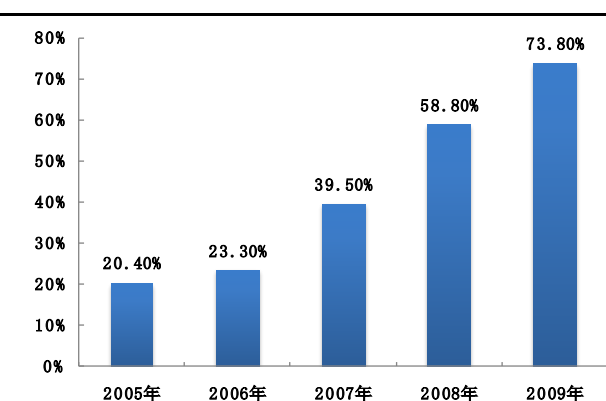
图表 4 2009 年我国风电机组新增装机容量市场份额



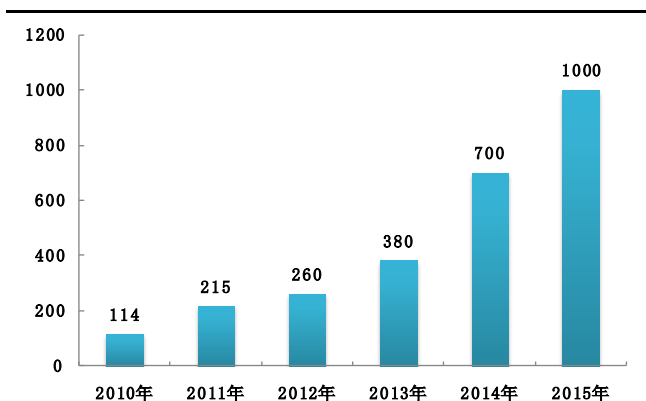
数据来源：BTM，中国风能协会，天相投顾

1.5MW机组目前仍是市场主流，海上风电发展迅猛。根据中国风能协会的统计，1.5MW风电机组是目前市场的主流。未来趋势是单机容量大型化。我国海上风电发展迅猛，将是风电新的增长点。根据中国风能协会预计，2010年至2015年中国新增海上风力发电机组装机容量将分别为114兆瓦、215兆瓦、260兆瓦、380兆瓦、700兆瓦及1,000兆瓦，年复合增长率为54.4%。

图表 5 1.5MW 风电机组在我国风电装机市场份额



图表 6 中国海上风电装机容量（兆瓦）



数据来源：中国风能协会，天相投顾

风电轴承价格呈下降趋势，但公司产业链完善，具备较强的竞争优势。2010年10月26日，从张家口坝上与新疆哈密风电项目中标情况来看，1.5MW机组招标价格已经降到4000元/千瓦，3MW机组招标价格已经降到4100元/千瓦。单位成本延续了每年下降1000元的趋势，风电轴承单套价格也呈现下降的趋势，但由于公司轴承业务建立“材料—轴承—装备”完整产业链，公司产品在产品质量如寿命及精度方面具备明显优势，而且在成本控制能力强。因此，相比于主要竞争对手，公司产品仍具有明显的性价比优势及较高的盈利能力。

风电轴承技改项目重点发展2.5MW风电轴承，预计2012年贡献业绩。公司风电轴承现有产能1.2万套，主要生产2MW及以下的产品，目前1.5MW风电轴承每套的价格在3.4万元左右。子公司成都天马正在实施“风电轴承技改项目”预计2011年底建成，2012年达产，该技改项目主要生产2.5MW及以上级的风电轴承，达产后，新增产能2500套/年，年新增销售收入3亿元，新增净利润7,500万元，随着项目的投产，风电轴承毛利率将逐步提升，未来随着公司风电轴承技术升级并最终实现进口替代，2MW以上的风电轴承项目的未来市场空间将非常广阔。

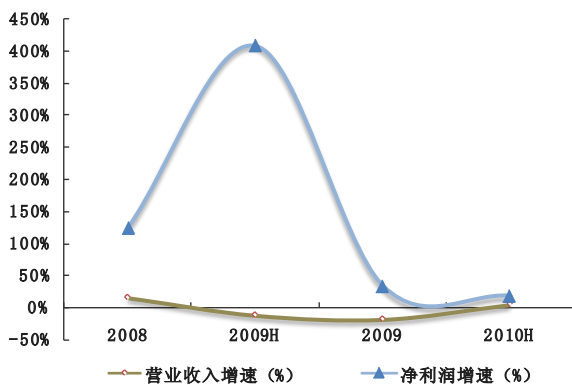


规划布局重型机械关键零部件领域。公司规划在德清经济开发区临杭工业园新建产业基地，德清子公司将布局海上风电、海洋工程等重型机械核心零部件及配套产品，规划厂区面积超过600亩，前期投入资金1亿元，目前正处于商谈阶段。

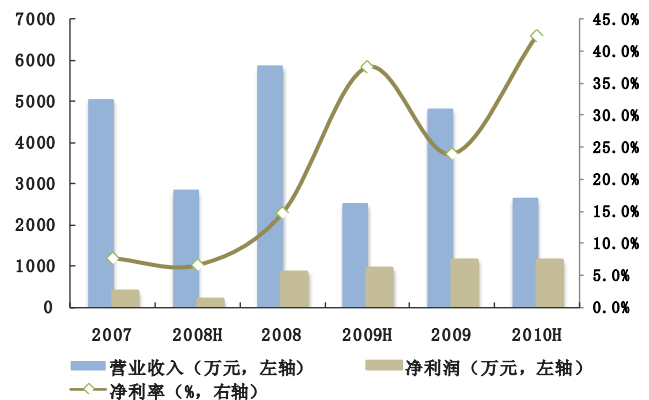
2. 特种轴承开始贡献业绩，高铁轴承未来值得期待

2007年收购的贵州虹山轴承厂主要生产航空航天用特种轴承，收购完成后，公司对虹山厂进行了改造，建设了全新的厂房，引进国际先进的制造设备及相关技术，目前整合已经完成，航空航天用特种轴承已有部分实现销售。特种轴承在精度、寿命上领先行业水平，目前盈利能力持续改善，2010年上半年，毛利率在50%以上，净利率为42.4%。但特种轴承的销售量不是很大，预计2010年销售收入5500万左右，净利润2400万左右。

图表 7 特种轴承业绩增长持续改善



图表 8 特种轴承盈利能力有了明显改善



数据来源：公司公告，天相投顾

高速铁路轴承未来值得期待。目前我国在建的高铁项目所需的高速铁路轴承全部依赖进口，重点不是国内企业的技术存在差距，由于国内产品没有过往运行历史，尚未拿到生产许可。以公司为代表的国内企业的技术可以满足相关要求，如果这一市场得以放开，公司拥有开发高速铁路轴承的技术研发实力。

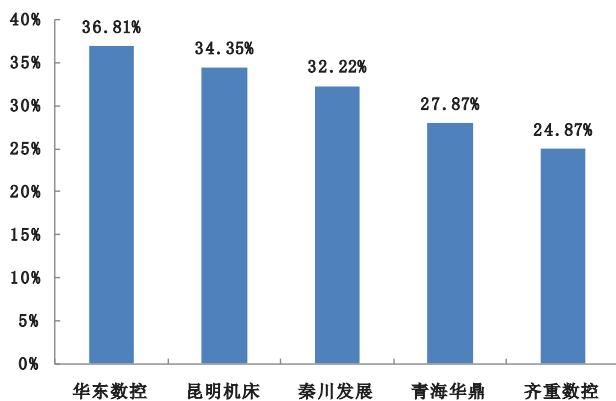
近期，国家发布《机械基础零部件产业振兴实施方案》，着力发展1.5MW及以上风力发电机增速器轴承、发电机轴承和主轴轴承、时速超过200公里的高速动车组轴承以及时速超过120公里的重载（100吨）铁路货车轴承。公司在风电增速箱轴承、铁路货车轴承方面拥有明显的优势，时速超过200公里高速动车组轴承虽然公司目前尚未有供货业绩，但凭借长期铁路货车轴承的生产工艺，进军该领域具有先天的优势，若能成功进入该领域，将存在巨大的进口替代空间。

3. 机床业务结构调整及技术升级进程时，盈利能力趋稳

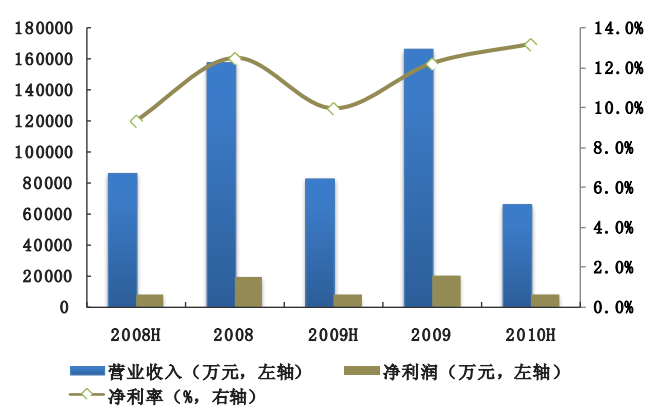
我国重型机床行业最好的发展时期是2000-2005年，在“十五”、“十一五”时期，我国重型机床的主要用户行业进行了大规模的技术改造和扩产，出现了采购重型加工设备的高峰期，而截至目前，大部分企业的加工设备已趋于饱和，对普通和低档数控重型机床的需求已经并将持续出现大幅下滑。“十二五”期间重型机床在总体上将可能出现市场需求的一个平缓期。公司目前仍处在产品升级转型期，从营业收入及净利润增速方面看，齐重的经营状况仍处于低迷状态。公司对机床业务整合的效果尚未明显体现出来，主要是因为齐重数控原有业务以普通车床为主，车床的盈利能力较弱，且市场竞争较为激烈，



图表 9 2010 年上半年机床业务毛利率处于最低水平



图表 10 公司机床业务盈利能力小幅回升



数据来源：公司公告，天相投顾

公司正加快对机床业务产品结构调整及技术升级，加大了对新产品的研发力度，从单纯的车、削为主，转向车、削、磨、铣、镗多元化产品结构，逐步提升数控机床的比例。2009年，齐重数控申请的“数控立柱移动立式铣车床”、“用于港口和船用大型零件加工的超重型数控卧式镗车床”“数控重型曲轴铣车复合加工机床”、“用于5米以上优质宽厚板轧辊加工的超重型数控轧辊磨床”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2009年立项课题，分别获批中央财政经费2,408万元、974万元、2,999万元、957万元（合计7,338万元）。2010年4月，公司YK73400L数控成形磨齿机、HDVT250×16/16Q-MC双柱立式车削加工中心获得2010年全国机床展最高奖“春燕奖”，公司预计随着数控机床占比的提升，机床业务未来将呈稳健增长的态势。

4. 盈利预测与投资评级

未来5-10年我国风电行业仍将延续着快速发展，公司作为轴承行业的龙头企业，始终走在行业发展的技术前沿，近几年来公司不断提升风电轴承的技术含量，研发更高兆瓦级风电轴承；并且公司的铁路货车轴承长期占据市场首位，具有研发高速铁路轴承的技术优势。我们预计公司2010年~2012年实现EPS分别为0.57元、0.69元、0.83元，按照前一交易日收盘价计算，对应动态市盈率分别为25倍、20倍、17倍，维持“增持”投资评级。

5. 风险提示

- 1) 下游行业需求减少的风险；
- 2) 原材料价格波动风险；
- 3) 风电轴承市场竞争加剧的风险。

图表 12：天马股份（002122）盈利预测表

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	317,539	326,188	372,233	450,587	538,636
YoY (%)	137.49%	2.72%	14.12%	21.05%	19.54%
毛利率 (%)	30.95%	30.47%	32.55%	32.84%	33.05%
二、营业总成本	256,970	263,774	291,847	350,585	417,946
营业成本	219,272	226,796	251,088	302,598	360,635
营业税金及附加	1,860	1,759	1,861	2,253	2,909
资产减值损失	415	1,709	931	901	1,077
期间费用	35,424	33,510	37,968	44,833	53,325
其中：销售费用	10,392	10,719	13,028	14,644	17,236
管理费用	22,137	20,696	23,078	27,936	33,395
财务费用	2,895	2,095	1,861	2,253	2,693
期间费用率 (%)	11.16%	10.27%	10.20%	9.95%	9.90%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	37	12	12	12
三、营业利润	60,575	62,451	80,397	100,013	120,703
YoY (%)	101.54%	3.10%	28.74%	24.40%	20.69%
营业利润率 (%)	19.08%	19.15%	21.60%	22.20%	22.41%
加：营业外收入	5,528	5,944	6,200	6,072	6,136
减：营业外支出	1,443	1,004	1,200	1,350	1,350
四、利润总额	64,660	67,391	85,397	104,736	125,489
YoY (%)	103.04%	4.22%	26.72%	22.64%	19.81%
减：所得税	4,914	7,656	12,810	15,710	18,823
实际所得税率 (%)	7.60%	11.36%	15.00%	15.00%	15.00%
五、净利润	59,746	59,735	72,588	89,025	106,665
YoY (%)	118.51%	-0.02%	21.52%	22.64%	19.81%
其中：归属母公司所有者净利润	51,762	55,372	67,144	82,348	98,666
YoY (%)	101.38%	6.98%	21.26%	22.64%	19.81%
少数股东损益	7,984	4,363	5,444	6,677	8,000
EPS(全面摊薄)	0.44	0.47	0.57	0.69	0.83

数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对其引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040