

## 方正证券研究所

机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

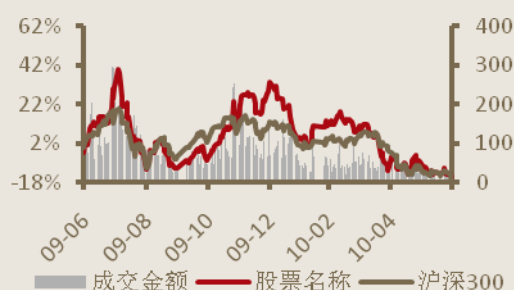
E-mail: [lijianjian@foundersc.com](mailto:lijianjian@foundersc.com)

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

Email: [pengmin@foundersc.com](mailto:pengmin@foundersc.com)

### 历史表现



### 盈利预测

| 单位:百万元  | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入    | 3261.88 | 3971.82 | 4886.95 | 6061.88 |
| (+/-)   | 2.72%   | 21.76%  | 23.04%  | 24.04%  |
| 净利润     | 553.72  | 680.61  | 857.27  | 1051.15 |
| (+/-)   | 6.98%   | 22.92%  | 25.96%  | 22.62%  |
| EPS (元) | 0.47    | 0.57    | 0.72    | 0.88    |
| P/E     | 0.00    | 25.45   | 20.20   | 16.48   |

### 相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 高端基础件龙头，铁路轴承将引领公司未来快速成长

## 天马股份(002122)

公司深度调研报告  
2011.01.19 增持

普通机械行业

### 投资要点

※我们有别于市场的观点：现有业务中，重点看好铁路轴承，未来五年铁路轴承货车重载化改造市场容量高达 360 亿元，将引领铁路轴承市场快速增长；享政策重点扶持，产品结构升级、行业整合与进口替代将是公司未来业绩快速成长的最重要驱动力。

※重型机床与高端轴承双龙头。目前公司共有 6 大生产基地，主要布局轴承与重型数控机床两大领域，其中短圆柱滚子轴承、风电轴承、铁路轴承、轧辊轴承和“齐一”牌重型立、卧式车床的国内市场占有率第一，天马股份是我国轴承与重型机床行业最具竞争力的企业。

※政策优先发展的基础件品种，轴承行业增速有望 30%。工信部《机械基础零部件产业振兴实施方案》指出，2010-2012 年将围绕轨道交通装备和船舶、高端装备制造业等 7 大重点领域，重点扶持轴承、液压件、密封件等关键基础零部件的发展，并把轴承列在了基础零部件的第一位，作为优先发展的基础件品种。我们认为在政策扶持下，结构升级、产业集中与进口替代将是轴承行业高景气的主要驱动力，我们预计 2011 年轴承行业增速有望维持 30%左右水平。

※重型机床稳健增长，铁路轴承空间广阔。公司对齐重数控管理改善初见成效，看好未来国内机床高端化、数控化的发展趋势，公司重机业务将维持稳健增长，复合增速 15%左右。轴承业务中，通用轴承受益下游需求上升，2011 年增速 32%以上，风电轴承增速 28%左右，铁路轴承受益重载货运改造，初步估算未来 5 年市场容量高达 360 亿元，年均市场容量高达 72 亿元，空间巨大。

※核心竞争力凸显，具备成为行业标杆的潜质。公司体制灵活，管理能力优秀，市场渠道完善，同时兼具强大的技术研发实力及品牌号召力，核心竞争优势明显，有望成为高端基础件领域的百年“天马”。

※盈利预测与估值。预计公司 2010 年-2012 年公司营业收入分别为 39.7、48.9 与 60.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57、0.72 与 0.88 元，对应动态 PE 分别为 25 倍、20 倍、16 倍，远低于轴承行业 38 倍与机床行业 32 倍估值水平，公司当前股价具有较高安全边际。整体而言公司产品结构向高端转型成功，重型机床管理改善初具成效，我们看好未来铁路重载化改造驱动下铁路轴承的增长空间，给予公司“增持”评级。

※风险提示：公司风电轴承价格下降超出预期，毛利率快速下滑将降低公司业绩；铁路重载化改造低于预期。

## 一、重型机床与高端基础件双龙头

### 1.1 六大基地专注重型机床与高端轴承

天马股份是国内轴承行业龙头企业，目前公司共有 6 大生产基地，主营轴承与重型数控机床产品的研究、开发与制造。公司轴承及机床产品定位于进口替代的高端市场，产品广泛应用于铁路、风力发电、航空、船舶、汽车、机床、电机、矿山冶金、农用机械、重型机械、工程机械、港口机械等众多领域。其中短圆柱滚子轴承、风电轴承、铁路轴承、轧钢轴承和“齐一”牌重型立、卧式车床的国内市场占有率第一。

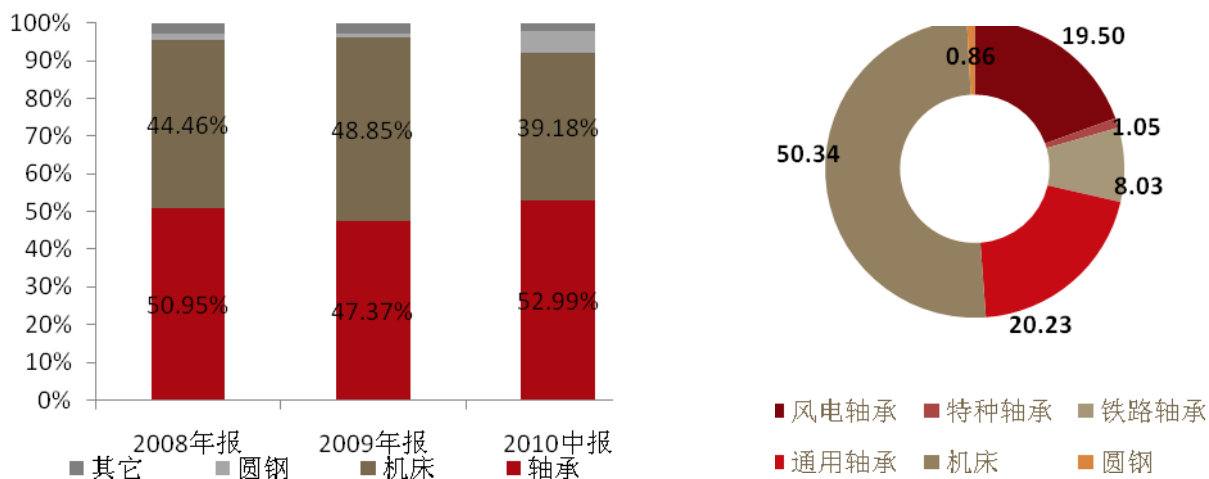
图表 1 公司六大制造基地布局重型机床与轴承双龙头

| 控股子公司        | 持股比例   | 业务范围                                            |
|--------------|--------|-------------------------------------------------|
| 成都天马铁路轴承有限公司 | 90%    | 主要从事轴承及轴承配件、轴承产品及其技术的进出口，主要产品为铁路轴承、大型精密轴承、风电轴承  |
| 齐重数控装备股份有限公司 | 95.59% | 主要从事数控机床、普通机床、数控成套设备的开发、研制、生产、销售，主要产品为重型立、卧式车床。 |
| 北京天马轴承有限公司   | 91.93% | 主要从事轴承、机械配件制造，主要产品为冶金轧机轴承和石油钻机轴承                |
| 贵州天马虹山轴承有限公司 | 100%   | 主要从事轴承及轴承设备、零件的制造与销售。主要产品为小型及微型轴承               |
| 德清天马轴承有限公司   | 100%   | 主要从事轴承及轴承设备、零件的制造与销售。主要产品为通用轴承。                 |
| 杭州天马轴承有限公司   | 75%    | 轴承制造、加工，轴承配件销售                                  |

资料来源：公司公告 方正证券研究所

从收入结构看，公司轴承与机床收入占比最近几年一直维持在 90%以上，为公司主营业务双壁；细分来看通用轴承、风电轴承、铁路轴承、机床业务收入占比分别为 20.23%、19.50%、8.03%与 50.34%。

图表 2 公司营收结构分析，轴承与机床两壁江山



资料来源：公司公告 方正证券研究所

## 1.2 销售“十三太保”建立完善营销网络，优势凸显

除了在技术、民营体制、产品结构等方面的优势外，公司强大的营销网络也保证公司高速成长不可或缺的重要因素。经过多年的运营，公司建立了强大完善的销售网络，其中包括上海、西安、合肥、武汉、宁波、温州 6 个销售子公司以及沈阳、天津、淄博、无锡、重庆、郑州、广州 7 个销售分公司，基本覆盖到全国各地市场需求，能迅速掌握客户的需求和产品销售情况并进行快速响应，与市场形成了良好互动局面，营销网络优势明显，为公司产品进一步占领国内高端市场，不断巩固提升市场份额具有举足轻重的作用。

图表 3 “十三太保”打造合理完善营销网络



资料来源：轴承行业协会 方正证券研究所

## 二、轴承——走向装备强国之路的阶梯

## 2.1 轴承：政策着力振兴优先发展的基础件品种

提高轴承工艺装备水平，在轴承工艺装备数字化、智能化方面取得重大突破，是全国轴承行业“十二五”加快建设世界轴承强国的重要支撑。为此 2010 年 10 月 28 日，工信部公布了《机械基础零部件产业振兴实施方案》，方案指出，将围绕高效清洁发电设备、高档轿车及重载卡车、轨道交通装备和船舶配、工程机械和农业机械、冶金矿山设备、电子专用装备及新兴产业、高端装备制造业等 7 大重点领域所需的装备，扶持针对主机配套的轴承、齿轮、模具、液压件、密封件、紧固件等关键基础零部件的发展。把轴承列在了基础零部件的第一位，作为优先发展的基础件品种，通过加强基础工艺研究、改善生产条件、加快提升质量水平，研发一批关键基础零部件，掌握一批拥有自主知识产权的核心技术，使重大装备基础零部件配套能力提高到 70% 以上，为我国向装备制造业强国迈进提供有力支持。并要求各地区要结合自身实际情况，研究制定促进机械基础零部件产业升级的具体措施，加快突破关键零部件发展瓶颈步伐，不断满足各领域装备及战略性新兴产业发展的需要。

图表 4 高端装备“关节”，轴承是基础零部件产业重点振兴部件

| 部件  | 发展方向                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 轴承  | 风力发电机增速器轴承、发电机轴承和主轴轴承；核电站二级泵轴承；高速动车组轴承；重载（100 吨）铁路货车轴承；大型隧道全断面掘进机主轴承；水泥立磨机轴承；高速、高精度数控机床轴承及电主轴；大型薄板冷热连轧及涂镀层生产线轴承；高速线材轧机轴承；森吉米尔轧机轴承；森吉米尔轧机轴承；轿车三代轮毂轴承单元；重载卡车二代轮毂轴承单元；大型运输机轴承；CT 机轴承；新型纺织机械（化纤设备）轴承                                                                       |
| 齿轮  | 大功率风电齿轮箱；节能环保自动变速器及关键零部件；大吨位集装箱叉车及正面吊运机变速箱和驱动桥；高速列车齿轮传动装置；船用高速齿轮箱；大型自走式谷物联合收割机驱动桥箱总成；水稻收割机驱动桥箱总成；运梁车、架桥机的齿轮传动装置；机电一体化高精度驱动模块（齿轮减速机）；精密中小模数蜗轮蜗杆副；超大模数齿轮齿条传动装置；高速高精齿形链系统；高精特齿轮                                                                                           |
| 模具  | 发动机塑料进气歧管、飞机内饰件精密注塑模具；C 级车整体车身模具及汽车零件快速多工位高精度冲压模具；叠层模具、旋转复杂高效精密塑料模具超强钢板热压成形模具；超高速精密冲压模具、集成电路及多列 SOT-23 高速冲压模具；超大超薄型 LED 电视大型精密冲压模具、高光注塑模具；金属粉末注塑成形模具                                                                                                                   |
| 液气密 | 高压柱塞泵/马达；高压液压阀；液压电子控制器；数字液压泵；高频响电液伺服阀和比例阀；制动能量回收型汽车液压混合动力装置；半喂入水稻收割机静液压驱动装置（HST）；行走机械用液力变速器及其关键零部件；拖拉机耕深控制系统；大型和超大型金属压延成型设备；大排量电子控制柱塞泵和电液比例插装阀；高转速大功率液力耦合器调速装置；高压精密液压铸件；阀岛；轨道交通气动元件；智能定位气动执行系统；大型风力发电关键密封件；大型水力发电装备密封系统；其他关键设备用密封系统；高性能无石棉密封材料；高性能碳石墨密封材料；高性能无压烧结碳化硅材料 |
| 紧固件 | 汽车发动机紧固件；风力发电配套大规格高强度紧固件；核电专用紧固件；飞机专用紧固件                                                                                                                                                                                                                               |

资料来源：《机械基础零部件实施振兴方案》 方正证券研究所

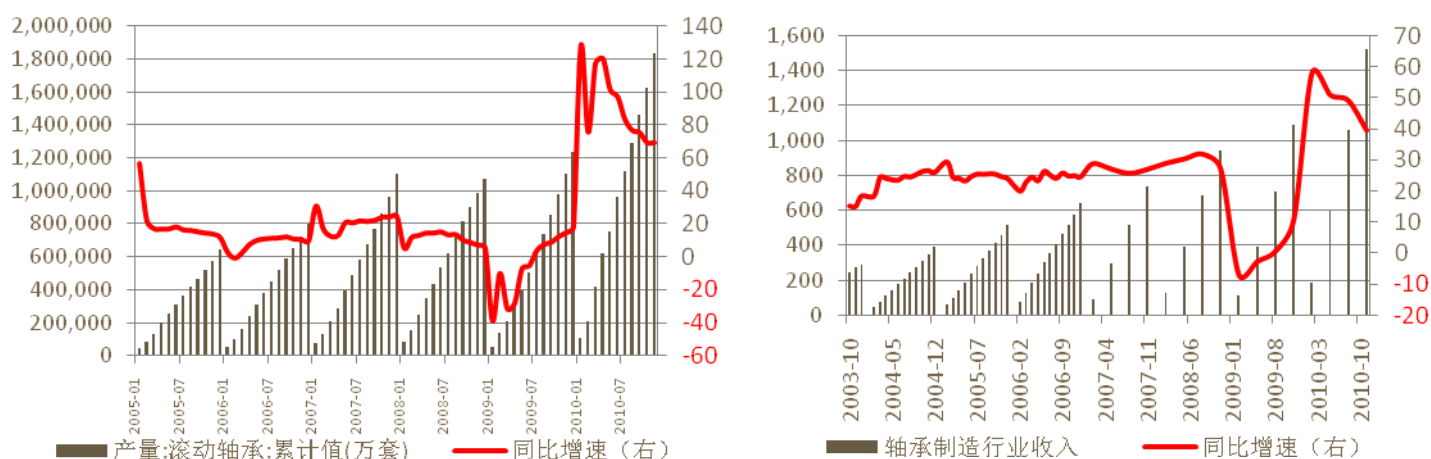
按计划方案将在 2010 年~2012 年实施期内鼓励企业进行技术创新改造、兼并重组，提高产业集中度、产品附加值和企业竞争力，同时也支持并要求地方政府积极优化建设特色产业集聚区及相应的配套服务体系，充分利用市场机制和宏观调控手段，**培育 100 家有较大规模、专业化水平高、具有知名品牌产品的企业，以及形成一批专业化分工、产业链协同、销售收入超 100 亿元的特色产业集聚区。**

工信部《机械基础零部件产业振兴实施方案》的出台将成为我国机械基础件产业发展的重大里程碑，大力促进机械基础件产业集中、产品附加值的提升，规范市场秩序，提高基础件企业的整体竞争力水平。同时，也**指明了机械基础件产业十二五期间自下而上的发展思路，从下游需求的重点领域出发，解决基础件瓶颈，促进我国装备制造业向高端化、精细化升级转移。**在此过程中，我们认为**天马股份等掌握技术水平领先、实力雄厚、具有较强区位优势的企业，有望获得政府政策及资金的大力支持，通过规模扩张、兼并重组，快速做大做强到销售收入过 100 亿元的行业标杆企业。**

## 2.2 行业高景气仍将持续，预期 11 年增速 30%左右

轴承产量在汽车、农机、家电的拉动下，2010 年轴承销售实现了快速增长，2010 年 1-11 月，我国生产轴承 183.8 亿套，同比增长 69.43%；其中轴承制造全行业企业实现主营销售收入 1519 亿元，同比增长 39.55%，达到历史最好水平。结合轴承工业行业协会统计数据分析，**2010 年全年轴承行业产量将突破 200 亿套，行业收入将超过 1600 亿元；2005-2010 年期间轴承产量复合增速超过 26%，行业高景气仍将持续，受汽车增速下滑预期及高基数效应影响，2011 年轴承行业增速有望小幅回落，我们认为行业产量增速仍将维持在 30%左右水平。**

图表 5 2010 年轴承行业产销将分别突破 200 亿套与 1600 亿元，进入高景气周期



资料来源：国家统计局 方正证券研究所

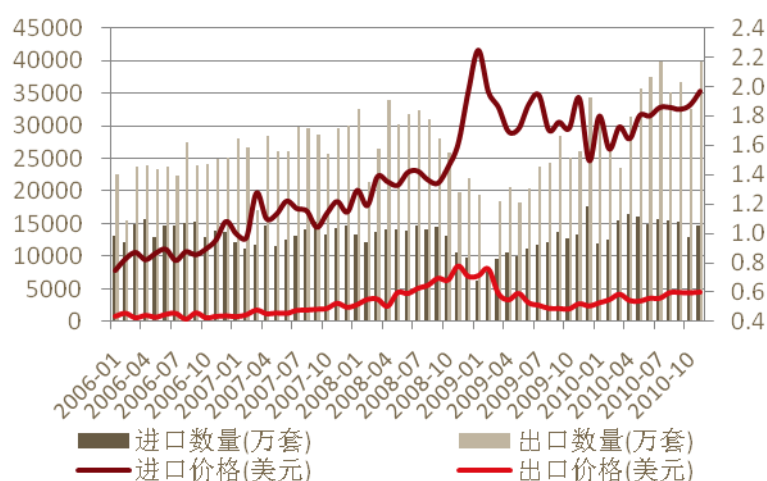
## 2.3 突破高端装备瓶颈，升级空间+整合空间巨大

**技术升级：**虽然我国轴承行业已经达到 1600 亿元规模，但行业整体竞争力不强，低端产品较多。根据轴承工业协会统计，规模以

上轴承企业生产的高端轴承产品占比仅为 10.56%，普通轴承数量占比为 89.44%。

基于此种形势，我们认为轴承作为重大技术装备的关键零部件，直接决定重大技术装备的精度、速度、寿命和可靠性，航空航天、军用装备、高铁装备等高端装备的研发生产都需要高档次轴承为之配套，作为装备制造业的重要基础件，随着我国由装备制造大国向强国迈进，以及经济结构调整的深化，轴承工业未来具有较大的产业升级空间，风电轴承、高铁与重载铁路轴承及数控设备轴承等高端轴承将迎来快速发展机遇。

图表 6 出口与进口价值差距越来越大，产业升级迫不及待



资料来源：轴承行业协会 方正证券研究所

**产业集中：**除了需要对轴承产业进行技术升级外，我们认为产业集中也将是未来轴承行业的发展趋势之一。从全球范围来看，瑞典 SKF、德国 FAG、INA、美国 Timken、以及日本 NSK、NTN、NACHI 轴承等十大公司约 占据了全球轴承市场约 80% 的份额；而从相应国家来看，以日本为例，JTEKT、NTN、NSK、NACHI、NMB 等前五大轴承企业轴承业务收入占到日本轴承行业总产值的 90% 左右，不论是从全球范围还是从相应发达国家来看，轴承行业集中度都非常高。

目前我国轴承行业企业有 2175 家，其中销售收入 500 万元以上的企业超过 500 家，但大多数企业产品基本都集中在中低端轴承领域。按产品产量来统计，我国全行业前十大企业占全国总量比重仅为 30%，行业集中度相当低。未来在轴承行业兼并重组、产业集中将是趋势，我们认为在此过程中，将有一些能够把握行业发展规模、技术提升明显、产品适应市场需求的企业脱颖而出，尤其看好天马股份在行业整合中的机会。

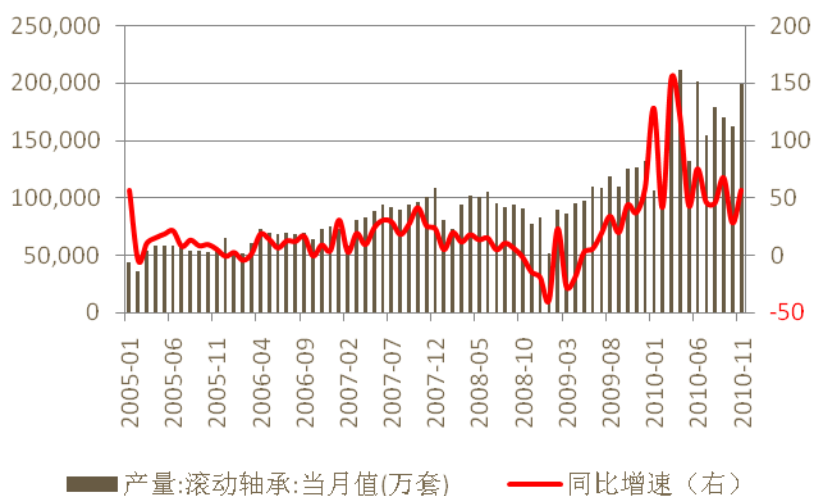
### 三、铁路轴承市场容量引领公司快速成长

#### 3.1 通用轴承，受益下游需求上升增速将在 32% 以上

从轴承行业应用下游分布来看，汽车、电机、家电等领域需求占比超过 70%，通用轴承受益于这些板块需求的快速上升，近几个

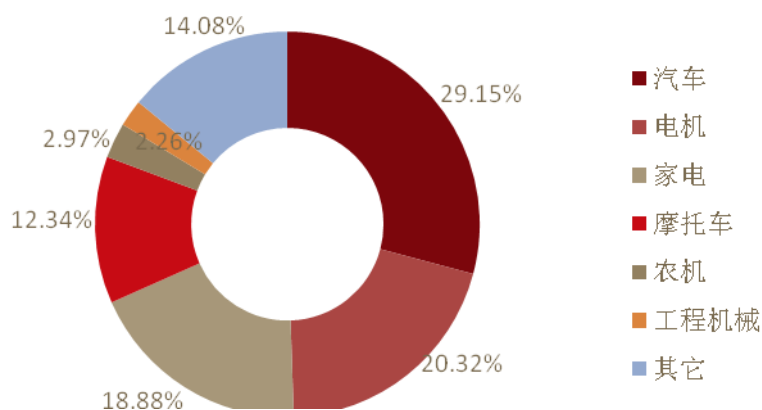
月来国内滚动轴承同比增速达到 50%左右，轴承行业景气度持续稳定，预计未来 3 年通用轴承行业增速将在 32%以上。

图表 7 轴承产量增速连续数月维持在 50%以上



资料来源: wind 方正证券研究所

图表 8 轴承下游应用：汽车、电机、家电三块占比约 70%



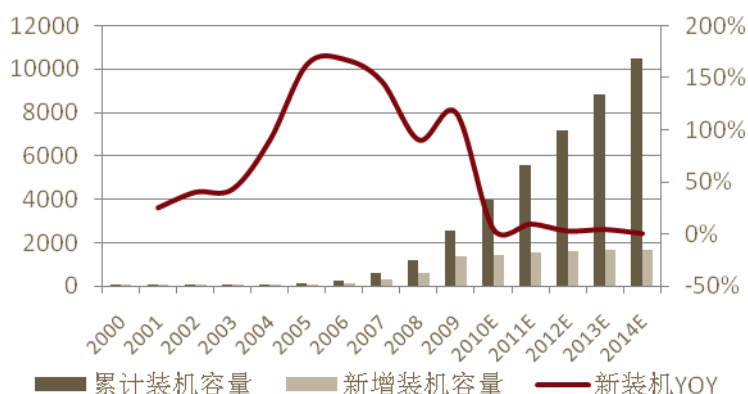
资料来源: 方正证券研究所

### 3.2 风电轴承年均市场容量 35 亿元，复合增速 28%

截至 2009 年底，我国新增风电装机容量达 1375 万千瓦，风电累计装机容量为 2268 万千瓦，我们预计 2010 年中国新增装机容量有望达到 1532 万千瓦，累计装机容量将达到 3800 万千瓦；据 BTM 统计预测，我国风电装机容量 2014 年将达到 10485 万千瓦，按此计算，未来 4 年平均每年将新增装机 1670 万千瓦，风电行业年均复合增速为 28.88%，增长空间广阔。

在风电制造成本中偏航、轴承、变桨系统合计占风电整机成本的 7.12%左右，我们按每年 1600 万千瓦新增装机容量 85%是兆瓦级的风力发电机组（1.5MW 以上）估算，按成本价 3500 元/千瓦保守估计，市场容量高达 35.37 亿元，空间巨大。

图表 9 2014 年前我国风电装机容量预测：年均复合增速 28%



资料来源：BTM 方正证券研究所

图表 10 风电组件构成及成本占比

| 部件   | 成本占比   | 部件  | 成本占比  | 部件    | 成本占比  |
|------|--------|-----|-------|-------|-------|
| 叶片   | 23.30% | 变压器 | 3.59% | 机舱罩   | 1.90% |
| 塔筒   | 18.90% | 发电机 | 3.40% | 热交换系统 | 1.30% |
| 齿轮箱  | 16.20% | 轮廓  | 3.00% | 轴承    | 1.22% |
| 变流器  | 7.30%  | 机架  | 2.80% | 螺栓    | 1.04% |
| 控制柜  | 5.00%  | 主轴  | 2.20% | 电缆    | 0.96% |
| 变桨系统 | 3.90%  | 偏航  | 2.00% | 制动系统  | 0.60% |

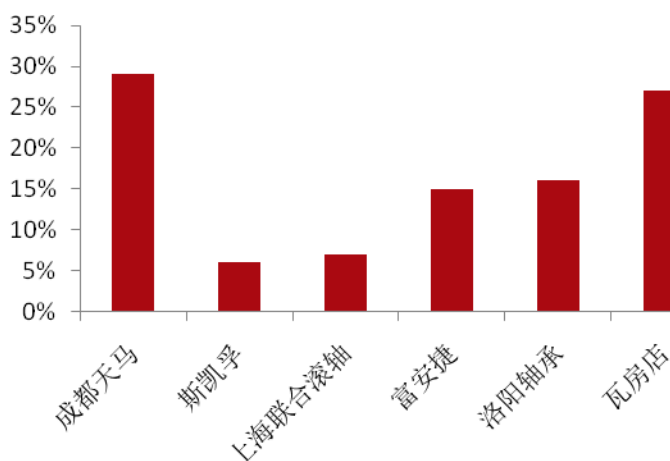
资料来源：风电行业协会 方正证券研究所

目前公司风电轴承的国内市场份额位居行业第一，主要配套客户有金风、东电、上电等，国外风电主机企业有维斯塔斯，未来有望进一步拓展客户供应范围，为西门子、GE 及阿尔斯通的风机提供配套；同时公司积极加大对风电轴承的技术改造，发展 2.5MW 级及以上风电轴承，我们认为公司将随风电行业增长而增长，未来 3 年复合增速有望 28%以上。

### 3.3 铁路轴承，未来重载货运改造空间巨大

公司铁路轴承目前主要为时速 160 公里一下货车及低速机车配套，相比于瓦轴、洛轴、晋西车轴，公司产品技术质量最优，公司铁路轴市场占有率 30%左右，2007-2009 年来一直位居行业第一。

图表 11 铁路轴承市场份额近 30%，位居行业第一



资料来源：铁道部 方正证券研究所

我们认为铁路轴承将是公司主要看点之一，根据铁道部货车规划，到 2015 年全国重载货车（载重量 80-100 吨）保有量将达到 90 万辆以上，目前国内货车保有量约为 60 万辆，其中有 50% 左右的货车载重量已经提升至 80 吨-100 吨，另外还剩下约  $60 \times 50\% = 30$  万辆货车需要改造，按此计算未来 5 年内新增货车需求将超过 60 万辆。

图表 12 铁路重载化改造对铁路轴承需求容量估算

| 估算模型 | 铁路货车(万辆) |    |     | 新增量  | 铁路轴承(万套) |        |      |
|------|----------|----|-----|------|----------|--------|------|
|      | 保有量      | 重载 | 非重载 |      | 市场:亿     | 更换量    | 市场:亿 |
| 2010 | 60       | 30 | 30  | 4*8  | 8        | 20*8   | 40   |
| 2011 | 65       | 38 | 27  | 8*8  | 16       | 21.7*8 | 43.4 |
| 2012 | 72       | 50 | 22  | 12*8 | 24       | 24*8   | 48   |
| 2013 | 78       | 63 | 15  | 13*8 | 26       | 26*8   | 52   |
| 2014 | 85       | 78 | 7   | 15*8 | 30       | 28.3*8 | 56.6 |
| 2015 | 90       | 90 | 0   | 12*8 | 24       | 30*8   | 60   |

资料来源：方正证券研究所

我们按每节货车需要 8 套轴承，每套价格约为 2500 元，新增市场容量高达 120 亿元，年均市场容量 24 亿元。考虑更新需求，目前货车轴承平均使用寿命约为 240 万公里，按每车行驶 80 万公里/年估算，平均 3 年需要对轴承进行更换，按此计算，到 2015 年货车轴承更换年均市场容量高达 60 亿元，重载货运改造市场空间巨大，未来有望引领公司业绩快速增长。

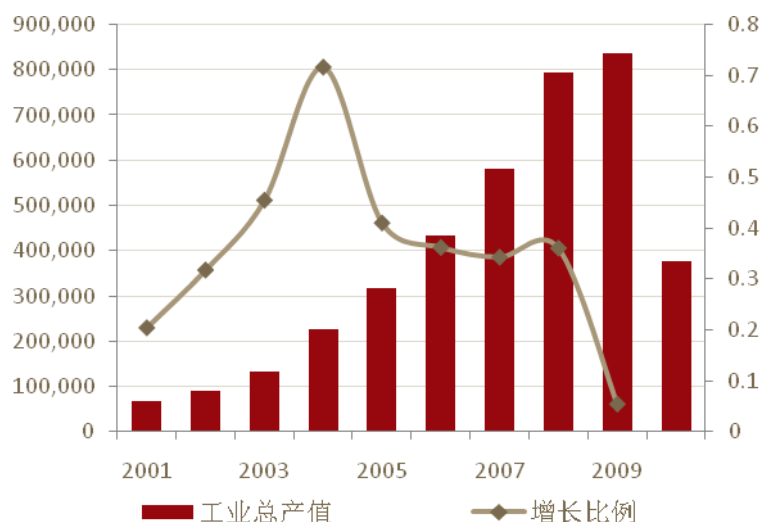
## 四、重型机床：中国高端装备的典型翘楚

### 4.1 重型机床开始逐步恢复，期待下一增长周期到来

全国重型机床行业 2000 年工业总产值为 56849 万元到 2009 年完成工业总产值 835953 万元，9 年增长 13.7 倍，自 2002 年以来，连续 7 年工业总产值平均每年以 42.38% 速度增长。但是到 2010 年

上半年，重型机床行业销售收入实际完成 305419 万元，同比上年度同期下降 4.16%；出口交货值 16255.1 万元，同比上年度下降 4.9%，主要是因为受国际金融危机影响导致行业出现负增长，自 2010 年下半年开始重型机床行业开始逐步恢复。

图表 13 2001-2010 年上半年重型机床行业产值及增速



资料来源：方正证券研究所

随着技术的趋同和同质化竞争的出现，工业化机械制造业进入微利时代，使得重型机床行业连续多年高增长局势将不会再次出现。另外，重型机床用户行业在过去十年期间，不断加大技改投入，出现采购重型加工设备高潮期，因此我们判断在未来几年内，重型机床将会出现市场需求的平缓期，预计 2011 年重型机床行业增速在 10%—15% 之间水平。

## 4.2 管理持续改善，齐重数控稳健发展

齐重机床主导产品主要以立、卧式重型机床为主，同时拥有重型深孔钻镗床、铁路车床、轧辊车床、曲轴车床、落地铣镗床、立式磨床、立式铣齿机床、滚齿机床等 10 大类、600 多个品种的机床产品，其中大批产品已经达到了世界先进水平。目前公司各类机床年生产能力 1500 台左右，其中重型数控立卧式车床在国内的市场占有率排名全国第一。

公司收购齐重数控以后，对齐重数控生产经营管理进行了全面、稳妥改造与组织重构工作，目前已经初步取得成效，齐重生产经营效率与产品毛利率正在稳步提升，我们看好公司对齐重数控管理改善所取得的成效，以及看好未来国内机床高端化、数控化的发展趋势，齐重数控将从中明显受益，预计未来 3 年重机业务复合增速有望达到 15%。

## 五、盈利预测与估值：

整体而言，公司产品结构向高端转型较为成功，重型机床管理改善初具成效，我们认为未来铁路重载化改造巨大，同时未来高铁轴承国产化值得期待，公司未来业绩增长稳定。

我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57、0.72 与 0.88 元，对应动态 PE 分别为 25 倍、20 倍、16 倍，远低于轴承行业与机床行业估值水平，当前股价具有较高安全边际，给予公司增持评级。

图表 14 轴承与机床板块可比公司估值比较，天马股份估值优势明显

|    | 简称   | 股价    | EPS   |       |      |      | PE     |        |        |       |
|----|------|-------|-------|-------|------|------|--------|--------|--------|-------|
|    |      |       | 09A   | 10E   | 11E  | 12E  | 09A    | 10E    | 11E    | 12E   |
| 轴承 | 方圆支承 | 15.47 | 0.17  | 0.31  | 0.44 | 0.57 | 91.00  | 50.64  | 35.26  | 26.93 |
|    | 轴研科技 | 27.85 | 0.37  | 0.50  | 0.67 | 0.92 | 75.27  | 55.70  | 41.53  | 30.37 |
|    | 龙溪股份 | 11.58 | 0.24  | 0.39  | 0.55 | 0.76 | 48.25  | 30.07  | 20.96  | 15.14 |
|    | 襄阳轴承 | 7.65  | 0.04  | 0.24  | 0.30 | 0.40 | 191.25 | 31.88  | 25.50  | 19.13 |
|    | 西北轴承 | 9.28  | -0.55 | -0.30 | 0.02 | 0.25 | ——     | ——     | 375.71 | 37.12 |
|    | 晋西车轴 | 17.26 | 0.22  | 0.15  | 0.26 | 0.37 | 78.45  | 111.72 | 67.53  | 46.22 |
|    | 平均   |       |       |       |      |      | 96.84  | 56.00  | 38.15  | 29.15 |
| 机床 | 秦川发展 | 13.26 | 0.27  | 0.37  | 0.49 | 0.63 | 49.96  | 36.02  | 27.00  | 21.13 |
|    | 昆明机床 | 9.78  | 0.51  | 0.41  | 0.50 | 0.60 | 19.18  | 23.78  | 19.66  | 16.33 |
|    | 沈阳机床 | 12.33 | 0.05  | 0.47  | 0.36 | 0.46 | 246.60 | 26.13  | 33.81  | 26.90 |
|    | 华东数控 | 26.15 | 0.97  | 0.63  | 0.84 | 1.01 | 26.96  | 41.43  | 31.18  | 26.00 |
|    | 日发数码 | 45.05 | 0.79  | 0.76  | 1.06 | 1.36 | 57.03  | 59.32  | 42.51  | 33.06 |
|    | 平均   |       |       |       |      |      | 79.94  | 37.34  | 30.83  | 24.68 |
|    | 天马股份 | 15.00 | 0.94  | 0.56  | 0.72 | 0.88 | 15.96  | 26.79  | 20.83  | 17.09 |

资料来源: wind 方正证券研究所

## 六、风险提示

公司风电轴承价格下降超出预期，毛利率快速下滑将降低公司业绩；铁路重载化改造低于预期；

图表 15 2010-2012 年分项业务预测表

|             | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b> | 3175.39 | 3261.88 | 3971.83 | 4886.96 | 6061.88 |
| 轴承          | 1617.81 | 1545.02 | 2025.98 | 2664.12 | 3515.04 |
| 风电轴承        | 349.57  | 617.35  | 740.82  | 948.25  | 1213.76 |
| 特种轴承        | 32.25   | 33.34   | 48.34   | 62.85   | 81.70   |
| 铁路轴承        | 504.82  | 254.09  | 340.48  | 469.86  | 657.81  |
| 通用轴承        | 731.17  | 640.24  | 896.34  | 1183.16 | 1561.78 |
| 机床          | 1411.82 | 1593.36 | 1688.96 | 1942.31 | 2233.65 |
| 圆钢          | 53.81   | 27.07   | 148.89  | 156.33  | 164.15  |
| 其他          | 91.95   | 96.43   | 108.00  | 124.20  | 149.04  |
| <b>收入增速</b> | 130.59  | 2.72    | 21.76   | 23.04   | 24.04   |
| 轴承(%)       | 36.13   | -4.50   | 31.13   | 31.50   | 31.94   |
| 风电轴承(%)     | 2510.68 | 76.60   | 20.00   | 28.00   | 28.00   |
| 特种轴承(%)     | 25.00   | 3.38    | 45.00   | 30.00   | 30.00   |
| 铁路轴承(%)     | -2.00   | -49.67  | 34.00   | 38.00   | 40.00   |
| 通用轴承(%)     | 15.31   | -12.44  | 40.00   | 32.00   | 32.00   |
| 机床(%)       | -       | 12.86   | 6.00    | 15.00   | 15.00   |
| 圆钢(%)       | -54.09  | -49.69  | 450.00  | 5.00    | 5.00    |
| 其他          | 0.29    | 0.05    | 0.12    | 0.15    | 0.20    |
| <b>毛利率</b>  | 29.52   | 29.33   | 31.43   | 32.45   | 32.89   |
| 轴承(%)       | 40.96   | 39.49   | 40.07   | 39.98   | 39.73   |
| 风电轴承(%)     | 52.76   | 45.00   | 43.50   | 42.50   | 42.00   |
| 特种轴承(%)     | 51.12   | 50.00   | 50.00   | 50.00   | 50.00   |
| 铁路轴承(%)     | 32.64   | 32.00   | 34.00   | 36.00   | 36.00   |
| 通用轴承(%)     | 40.62   | 36.59   | 39.00   | 39.00   | 39.00   |
| 机床(%)       | 19.40   | 21.74   | 25.00   | 26.00   | 26.00   |
| 圆钢(%)       | 1.67    | 1.06    | 9.50    | 10.00   | 10.00   |
| 其他          | 37.04   | 69.96   | 62.25   | 55.89   | 54.26   |
| <b>收入构成</b> |         |         |         |         |         |
| 轴承(%)       | 50.95   | 47.37   | 51.01   | 54.51   | 57.99   |
| 风电轴承(%)     | 11.01   | 18.93   | 18.65   | 19.40   | 20.02   |
| 特种轴承(%)     | 1.02    | 1.02    | 1.22    | 1.29    | 1.35    |
| 铁路轴承(%)     | 15.90   | 7.79    | 8.57    | 9.61    | 10.85   |
| 通用轴承(%)     | 23.03   | 19.63   | 22.57   | 24.21   | 25.76   |
| 机床(%)       | 44.46   | 48.85   | 42.52   | 39.74   | 36.85   |
| 圆钢(%)       | 1.69    | 0.83    | 3.75    | 3.20    | 2.71    |
| 其他(%)       | 2.90    | 2.96    | 2.72    | 2.54    | 2.45    |

资料来源：公司公告 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表     |         |         |         |          | 现金流量表     |         |         |         |          |
|-----------|---------|---------|---------|----------|-----------|---------|---------|---------|----------|
|           | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E    |           | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E    |
| 流动资产      | 3087.65 | 4774.99 | 5887.51 | 6912.36  | 经营活动现金流   | -49.47  | 1905.86 | 961.32  | 1474.70  |
| 现金        | 328.20  | 1703.46 | 1802.21 | 2033.72  | 净利润       | 597.35  | 747.00  | 950.95  | 1151.07  |
| 应收账款      | 747.36  | 749.20  | 1150.51 | 1169.19  | 折旧摊销      | 145.71  | 155.84  | 197.30  | 247.36   |
| 其它应收款     | 19.72   | 50.57   | 31.05   | 73.13    | 财务费用      | 20.95   | 33.76   | 41.54   | 51.53    |
| 预付账款      | 100.66  | 251.49  | 177.89  | 357.13   | 投资损失      | -0.37   | -0.22   | -0.24   | -0.26    |
| 存货        | 1712.04 | 2010.62 | 2451.83 | 3235.89  | 营运资金变动    | -810.25 | 967.98  | -228.17 | 25.47    |
| 其他        | 179.66  | 9.65    | 274.01  | 43.30    | 其它        | -2.86   | 1.50    | -0.05   | -0.47    |
| 非流动资产     | 2753.43 | 3261.23 | 3875.14 | 4644.48  | 投资活动现金流   | -340.27 | -664.93 | -810.91 | -1015.98 |
| 长期投资      | 1.00    | 1.00    | 1.00    | 1.00     | 资本支出      | 190.89  | 513.27  | 612.83  | 768.23   |
| 固定资产      | 2072.48 | 2538.98 | 3075.26 | 3707.65  | 长期投资      | 0.80    | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| 无形资产      | 373.42  | 471.19  | 571.37  | 707.88   | 其他        | -148.58 | -151.66 | -198.08 | -247.74  |
| 其他        | 306.54  | 250.07  | 227.51  | 227.95   | 筹资活动现金流   | 565.31  | 134.33  | -51.66  | -227.22  |
| 资产总计      | 5841.08 | 8036.23 | 9762.65 | 11556.84 | 短期借款      | -551.35 | 201.75  | 49.28   | -100.11  |
| 流动负债      | 1781.92 | 3263.73 | 4098.61 | 4817.31  | 长期借款      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| 短期借款      | 375.00  | 576.75  | 626.03  | 525.93   | 其他        | 1116.66 | -67.42  | -100.94 | -127.11  |
| 应付账款      | 592.38  | 970.24  | 1338.26 | 1615.30  | 现金净增加额    | 175.57  | 1375.26 | 98.75   | 231.51   |
| 其他        | 814.54  | 1716.74 | 2134.32 | 2676.08  |           |         |         |         |          |
| 非流动负债     | 35.69   | 31.73   | 32.76   | 33.39    | 主要财务比率    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E    |
| 长期借款      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 成长能力      |         |         |         |          |
| 其他        | 35.69   | 31.73   | 32.76   | 33.39    | 营业收入      | 2.72%   | 21.76%  | 23.04%  | 24.04%   |
| 负债合计      | 1817.61 | 3295.46 | 4131.36 | 4850.70  | 营业利润      | 3.10%   | 30.72%  | 27.98%  | 24.21%   |
| 少数股东权益    | 244.56  | 310.94  | 404.62  | 504.54   | 归属母公司净利   | 6.98%   | 22.92%  | 25.96%  | 22.62%   |
| 归属母公司股东权益 | 3778.91 | 4429.82 | 5226.66 | 6201.59  | 获利能力      |         |         |         |          |
| 负债和股东权益   | 5841.08 | 8036.23 | 9762.65 | 11556.84 | 毛利率       | 30.47%  | 33.12%  | 33.87%  | 34.22%   |
|           |         |         |         |          | 净利率       | 18.31%  | 18.81%  | 19.46%  | 18.99%   |
| 利润表       | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E    | ROE       | 14.85%  | 15.76%  | 16.89%  | 17.16%   |
| 营业收入      | 3261.88 | 3971.82 | 4886.95 | 6061.88  | ROIC      | 14.26%  | 14.83%  | 16.16%  | 17.03%   |
| 营业成本      | 2267.96 | 2656.45 | 3231.89 | 3987.31  | 偿债能力      |         |         |         |          |
| 营业税金及附加   | 17.59   | 23.43   | 28.83   | 35.77    | 资产负债率     | 31.12%  | 41.01%  | 42.32%  | 41.97%   |
| 营业费用      | 107.19  | 139.01  | 165.82  | 224.29   | 净负债比率     | 20.63%  | 17.50%  | 15.15%  | 10.84%   |
| 管理费用      | 206.96  | 283.19  | 348.44  | 432.21   | 流动比率      | 1.73    | 1.46    | 1.44    | 1.43     |
| 财务费用      | 20.95   | 33.76   | 41.54   | 51.53    | 速动比率      | 0.77    | 0.85    | 0.84    | 0.76     |
| 资产减值损失    | 17.09   | 19.86   | 25.90   | 33.34    | 营运能力      |         |         |         |          |
| 公允价值变动收益  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 总资产周转率    | 0.58    | 0.57    | 0.55    | 0.57     |
| 投资净收益     | 0.37    | 0.22    | 0.24    | 0.26     | 应收帐款周转率   | 4.98    | 5.31    | 5.14    | 5.23     |
| 营业利润      | 624.51  | 816.34  | 1044.78 | 1297.69  | 应付帐款周转率   | 3.44    | 3.40    | 2.80    | 2.70     |
| 营业外收入     | 59.44   | 44.76   | 53.16   | 52.46    | 每股指标(元)   |         |         |         |          |
| 营业外支出     | 10.04   | 12.24   | 11.14   | 11.69    | 每股收益      | 0.47    | 0.57    | 0.72    | 0.88     |
| 利润总额      | 673.91  | 848.86  | 1086.80 | 1338.46  | 每股经营现金    | -0.08   | 1.60    | 0.81    | 1.24     |
| 所得税       | 76.56   | 101.86  | 135.85  | 187.38   | 每股净资产     | 6.36    | 3.73    | 4.40    | 5.22     |
| 净利润       | 597.35  | 747.00  | 950.95  | 1151.07  | 估值比率      |         |         |         |          |
| 少数股东损益    | 43.63   | 66.39   | 93.68   | 99.92    | P/E       | 0.00    | 25.45   | 20.20   | 16.48    |
| 归属母公司净利润  | 553.72  | 680.61  | 857.27  | 1051.15  | P/B       | 0.00    | 3.91    | 3.31    | 2.79     |
| EBITDA    | 819.62  | 1004.70 | 1284.10 | 1585.82  | EV/EBITDA | 0.40    | 16.46   | 12.91   | 10.31    |
| EPS (元)   | 0.47    | 0.57    | 0.72    | 0.88     |           |         |         |         |          |

研究源于数据

研究创造价值

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

北京

长沙

地址：北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）

湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）

电话：(8610) 68584820

(86731) 85832351

传真：(8610) 68584803

(86731) 85832380

网址：<http://www.foundersc.com>

<http://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com

yjzx@foundersc.com