

买入 维持

天马股份 (002122)

2011 年 01 月 26 日

减持虽影响投资者心态，但基本面仍向好

机械行业首席分析师：龙华

SAC 执业证书编号：S0850207120499

longh@htsec.com

021-23219411

机械行业分析师：舒灏

SAC 执业证书编号：S0850210070005

shuh@htsec.com

021-23219171

联系人：何继红

hejh@htsec.com

021-23219674

天马股份 1 月 25 日发布“控股股东股份减持公告”。该减持公告披露，公司控股股东天马控股集团于 2011 年 1 月 21 日通过深圳证券交易所交易系统出售所持公司无限售条件流通股 1057 万股，占公司总股本的 0.89%，交易均价 16.92 元；天马控股集团原持有本公司股票 53040 万股，占公司总股本的 44.65%；2010 年 12 月 20 日天马集团通过大宗交易减持 1060 万股，两次合计减持 2117 万股，占公司总股本的 1.87%。本次减持后，天马控股集团持有公司股份 509227919 股，占公司总股本的 42.86%；天马控股集团预计从 2011 年 1 月 21 日起，未来连续六个月内通过证券交易系统出售的股份低于总股本 5%。

昨日我们拜访了天马股份，并与公司高管进行了沟通。我们对公司的分析如下：

预计后期公司减持概率下降。从对天马股份历史情况的跟踪，我们统计公司大小非共计减持公司股票约 7000 万股，而 2010 年 3 季度末原齐重数控控股股东齐齐哈尔国资委增持了天马股份 2253 万股，估计为减持股票的部分去向；另外，公司小非另减持公司股票 2640 万股，集团公司作为大非于 2010 年 12 月 20 日和 2011 年 1 月 21 日合计减持公司股票 2117 万股，这些股票估计主要为股份公司高管和集团公司各持股者变现置产所用。我们统计用于公司参股者（估计超过 40 人）改善生活的变现金额已接近 6 亿元，人均获资达 1000 万元以上，估计后期减持需求将下降。

我们认为公司基本面一切正常，在高端装备基础件受益国家政策扶持、“十二五”期间铁路货运重载化大发展和机床行业滞后性增长的全面带动下，有望迎来更为健康的长期增长。公司主营业务在经历了前几年的快速扩张及调整稳固后，已在各业务管理和资产、财务方面夯实了健康发展基础，预计其机床业务、风电轴承业务、铁路轴承业务和普通轴承业务在 2011 年销售收入增速分别为：20%、13%、44%和 28%。

2011 年货车招标超预期及重载轴承的需求即将放出使铁路轴承成为公司 2011 年及以后增长的一个重要来源。2010 年 11 月铁道部招标了 2 万辆货车，2011 年 1 月 18 号又招标了 1.5 万辆货车，我们估计 2011 年中将还有一次大型货车招标机会。在年初累计招标 3.5 万辆货车是近年来铁道部招标数量最多的一次，甚至已超过历史上全年招标的平均水平。我们预计铁路货车需求将拉开上升序幕。相对应的，天马股份在 2010 年完成了 2 条铁路轴承生产线进口设备的购置和安装，可充分享受铁路轴承需求带来的市场。

另外，根据铁道部重载推进要求，铁路重载轴承要求 2011 年 5 月份在环形线上试车通过。届时天马股份铁路货车轴承产品品种将从老产品 352226x2-2rz 型（供应 60 吨级车使用）和 353130B 型（供应 70 和 80 吨级车使用）扩展到新产品 353130D 型，可供 90 吨级车使用，后面还将研发成型 32A 型轴承，供 100 吨级货车使用。由于 30B 型轴承技术难度较大而重量仅比 26 型轴承高出约 4 公斤，价格却从 1179 元（不含税）上升到 1923 元（不含税），因此 30B 型轴承的盈利能力应该是 26 型轴承的 2 倍。11 年下半年将推出的新产品 30D 型轴承比 30B 型轴承在技术参数上要求更高，滚子数增加，接触角有变化，但重量与 30B 基本一致，价格提高 10%以上，约 215 元（不含税）。我们认为随着 30D 产品的后期投产，公司铁路轴承毛利率将从目前 32-33%的低值有所提高，接近公司通用轴承毛利率的平均水平，获利能力明显加强。

公司拥有“材料-轴承-装备”三位一体的完整产业链，可向上下游拓展的技术、装备和品牌优势使公司具备向高端转移和进口替代的空间。国内中高端轴承主要依靠进口，随着国内对中高端轴承需求的逐步扩大，进口替代空间巨大。公司主营轴承与重型数控机床产品的研究、开发与制造，是国内高端装备制造业中轴承和机床行业龙头。公司在浙江（杭州、德清）、四川（成都）、贵州、北京分别拥有轴承制造基地，在齐齐哈尔拥有数控机床制造基地；**德清基地因具备区位优势及码头方便大型零件海上运输，从而将面临更广阔发展空间。**

我们认为公司股票当前合理价值区间为 20 元-22 元，维持买入评级。我们预计公司 2010-2012 年的主营收入分别为 36.98 亿元、45.21 亿元和 55.19 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 6.80 亿元、8.68 亿元和 10.60 亿元，全面摊薄每股收益分别为 0.57 元、0.73 元和 0.89 元。我们选取上市公司中主营分别是轴承、风机配件、高铁设备和机床的上市公司做估值参考，其 2011 年 PE 均值分别为 28.47 倍、30.06 倍、33.21 倍和 26.78 倍。综合可比公司估值情况和公司增长情况，我们认为选取 27-30 倍的 2011 年 PE 区间做参考比较合适，对应股价合理价值区间为 20 元-22 元。公司 2011 年 1 月 25 日的收盘价为 14.96 元，低于合理价值约 43-59%，维持买入评级。

风险提示。（1）大股东再次减持的风险；（2）主要原材料钢铁价格未来趋势存在不确定性。

主营收入及毛利率预测如下。主要假设：（1）全球经济稳健复苏；（2）原材料成本不出现大的变动。

表 1 主营收入及毛利预测

分产品销售收入（万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
通用轴承	73116.84	64024.16	90089.88	115623.25	144529.06
风电轴承	34957.26	61735.38	70672.26	79800.00	96600.00
铁路轴承	50481.87	25409.04	32306.53	46662.05	52727.68
特种轴承	3224.80	3334.03	5091.97	6292.22	7865.28
机床	141182.41	159336.38	150000.00	180913.83	226142.29
圆钢	5381.05	2706.89	10078.14	10078.14	10078.14
合计主营业务收入	308344.23	316545.88	358238.79	439369.50	537942.45
分产品销售增长率（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
通用轴承	15.31	-12.44	40.71	28.34	25.00
风电轴承	2509.84	76.60	14.48	12.92	21.05
铁路轴承	-2.00	-49.67	27.15	44.44	13.00
特种轴承	25.00	3.39	52.73	23.57	25.00
机床	#DIV/0!	12.86	-5.86	20.61	25.00
圆钢	-54.08	-49.70	272.31	0.00	0.00
合计主营业务收入同比增长	136.17	2.66	13.17	22.65	22.44
分产品销售毛利率（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
通用轴承	40.62	36.59	38.88	39.00	38.00
风电轴承	52.76	45.00	43.11	42.00	42.00
铁路轴承	32.64	32.00	32.99	33.00	35.00
特种轴承	51.12	50.00	50.00	50.00	50.00
机床	19.40	21.74	24.95	25.00	24.00
圆钢	1.67	1.06	9.22	9.22	9.22
合计主营业务毛利率	30.40	30.22	32.67	32.62	32.18

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们预计公司 2010-2012 年的主营收入分别为 36.98 亿元、45.21 亿元和 55.19 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 6.80 亿元、8.68 亿元和 10.60 亿元，全面摊薄每股收益分别为 0.57 元、0.73 元和 0.89 元。

表 2 利润表预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率（%）	3.27	3.29	3.90	3.60	3.50
管理费用率（%）	6.97	6.34	6.29	6.20	6.10
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	317539.12	326187.67	369794.46	452080.73	551924.81
营业成本（万元）	219271.84	226795.85	250273.26	305591.66	375345.55
营业税金及附加（万元）	1859.86	1759.27	2074.74	2531.65	3090.78
销售费用（万元）	10391.51	10718.71	14404.33	16274.91	19317.37
管理费用（万元）	22137.11	20696.37	23245.24	28029.01	33667.41
财务费用（万元）	2895.04	2095.10	1583.16	1808.32	2207.70
资产减值损失（万元）	415.03	1708.87	1304.62	1000.00	1000.00
其他经营收益（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润（万元）	60575.11	62450.98	76909.11	96845.19	117296.00
营业外收入（万元）	5528.07	5944.39	5644.78	8000.00	10000.00
营业外支出（万元）	1443.44	1004.29	966.60	1159.92	1391.91
利润总额（万元）	64659.75	67391.09	81587.29	103685.26	125904.09
所得税（万元）	4913.85	7655.91	9566.22	11816.32	14341.25
净利润（万元）	59745.90	59735.17	72021.06	91868.94	111562.84
少数股东损益（万元）	7984.17	4362.76	4014.50	5052.79	5578.14
归属于母公司所有者的净利润（万元）	51761.73	55372.41	68006.56	86816.15	105984.70
完全摊薄每股收益（元）	0.44	0.47	0.57	0.73	0.89
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售净利率（%）	18.82	18.31	19.48	20.32	20.21
净利润增长率（%）	101.38	6.98	22.82	27.66	22.08

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们选取上市公司中主营分别是轴承、风机配件、高铁设备和机床的上市公司做估值参考，其 2011 年 PE 均值分别为 28.47 倍、30.06 倍、33.21 倍和 26.78 倍。

表 3 可比公司一览（EPS 取 Wind 一致预期）

更新时间		最新收盘价 PE（倍）		
20110125		2010E	2011E	2012E
600592.SH	龙溪股份	27.34	19.06	13.77
002046.SZ	轴研科技		37.88	27.70
002164.SZ	东力传动	31.05	21.21	16.63
601177.SH	杭齿前进	46.12	38.91	33.09
601766.SH	中国南车	33.96	22.49	17.70
601299.SH	中国北车	34.49	22.55	19.04
600458.SH	时代新材	61.53	31.32	16.66
601002.SH	晋亿实业	60.06	43.52	27.15
002480.SZ	新筑股份	64.38	46.16	35.24
000410.SZ	沈阳机床	24.04	31.09	24.74
000837.SZ	秦川发展	32.58	24.36	19.14
002248.SZ	华东数控	39.34	29.61	24.69
002270.SZ	法因数控		19.15	14.74
002520.SZ	日发数码	53.07	38.03	29.57
600243.SH	青海华鼎		24.51	
600806.SH	昆明机床	25.18	20.73	17.14
均值（轴承）			28.47	
均值（风机配件）			30.06	
均值（高铁设备）			33.21	
均值（机床）			26.78	

资料来源：Wind，海通证券研究所

综合可比公司估值情况和公司增长情况，我们认为选取 27-30 倍的 2011 年 PE 区间做参考比较合适，对应股价合理价值区间为 20 元-22 元。公司 2011 年 1 月 25 日的收盘价为 14.96 元，低于合理价值约 33-47%，维持买入评级。

风险提示

（1）大股东或再次减持；（2）主要原材料钢铁价格未来趋势存在不确定性。

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

舒灏：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：时代新材、天马股份、晋亿实业、中国南车、中国北车、中集集团、杰瑞股份、东力传动、华东数控、昆明机床、三一重工、中联重科。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。