



上市公司调研简报

证券研究报告
机械工业—通用机械

增 持 调低

天马股份 (002122)

2011 年 05 月 23 日

稳健成长的中国轴承龙头

机械行业首席分析师: 龙华
SAC 执业证书编号: S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
联系人: 熊哲颖
xzy5559@htsec.com
021-23219407

我们于 2011 年 5 月 18 日实地调研了天马股份, 对公司的经营现况和未来发展进行了沟通。

投资要点:

我们认为公司经营基本面正常, 未来 1-2 年内各业务的发展速度依次为: 铁路轴承业务—通用轴承业务—机床制造业务—风电轴承业务。在高端装备基础件受益国家政策扶持、“十二五”期间铁路货运能力配套车辆需求上升的带动下, 有望迎来更为稳健的长期增长。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: 9%、-11%、22%和 35%。

我们认为公司股票当前合理价值区间为 15 元-16.95 元, 给予增持评级。我们预计公司 2011-2013 年的主营收入分别为 42.84 亿元、52.41 亿元和 67.42 亿元, 归属于母公司所有者的净利润分别为 7.75 亿元、9.56 亿元和 13.24 亿元, 全面摊薄每股收益分别为 0.65 元、0.81 元和 1.12 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 41.24 倍、34.76 倍、26.53 倍和 28.47 倍, 由于轴承和风机配件可比公司样本缺乏, 我们这里更多参考铁路设备和机床行业均值。综合可比公司估值情况和公司增长情况, 我们认为选取 23-26 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 15.00 元-16.95 元。公司 2011 年 5 月 20 日的收盘价为 12.94 元, 低于合理价值约 16-30%, 给予增持评级。

齐重数控毛利率好于以前年度:

天马股份收购齐重数控当时的员工人数为 5000 多人, 现在是 4000 人左右。天马股份对齐重数控的总投资为 11 亿元, 其中自筹资金 4 亿元+募投资金 7 亿元, 过去约为每年 1.8 亿元的净利润, 相比其他子公司的净利润, 回报率相对一般。

2011 年齐重数控公司应是平稳过渡的一年, 预计可以维持收入同比 10%左右的增长, 净利润 20%左右的增长。根据行业情况, 预计公司 2011 年订单以及销售势头良好。估计 2011Q1 该公司的收入同比增长即约为 10%, 利润同比增长约 20%。我们预计经过 2 年来的调整, 2011 年齐重数控的毛利率将好于以前年度。

成都天马业务分 4 块分析: 风电轴承+铁路轴承+工程机械轴承+材料:

风电轴承:

2010 年成都天马的产能只仅 1.2 万套/年, 实际生产 1.1 万套, 当年订单情况非常好, 我们估计实际需求量能达 1.4 万套左右。因为公司近两年持续投资和发展风电轴承业务, 预计 2011 年公司风电轴承年产能上升到 1.5-1.6 万套, 但风电轴承订单不足, 预计 2011 年套数会低于 2010 年, 产量估计应为 1 万套左右。风电轴承年度内具有淡旺季之分, 每年一般都是 2 月开始逐步增长, 2 季度进入旺季持续到 10 月左右, 若景气好则 11 月才开始下滑, 但若景气度不佳, 则可能 9 月即开始下滑。公司目前订单情况尚好, 若需求旺盛情况持续到 10 月以后, 则预计 2011 年可保障实现销售 1 万台。

表 1 成都天马风电轴承的销售情况预计

	2008	2009	2010	2011E
风电轴承销量(套)	2700	7200	11000	10000 左右

资料来源：公司资料，海通证券研究所

2010 年底风机整机价格约为 3600-3700 元/KW，但目前又有业内公司将最低价格下降达到 3200 元/KW，但行业内认为应不会得到大部分整机厂响应。由于风电整机价格逐步下滑影响了风电轴承价格滞后性跟随下滑。2010 年前，1.5MW 的风机整机整套偏航变桨轴承的价格是 35-36 万/套，经过价格明显下调后，目前我们估计风机轴承的含税价格大约为：1.5MW 风机整套偏航变桨轴承价格是 25-26 万/套、2.5MW 的风机整套偏航变桨轴承价格是 37-38 万/套，但估计 5MW 风机对应的全套偏航变桨轴承的价格将会是一个 120-150 万元/套的高位。总体而言，我们估计 2011 年风电轴承销售收入会比 2010 年下滑，1.5MW 风机轴承毛利率下滑到 37-38%，但因为 2.5MW 轴承取代 1.5MW，从而使毛利率较高的 2.5MW 轴承比例上升因此我们估计 2011 年风电轴承总利润将维持稳定。

工程机械轴承：

公司对 2010-2012 年工程机械行业的需求看好。2010 年起，成都分公司介入了挖掘机的回转支承业务，客户主要是日韩企业，替代了进口轴承。2010 年成都天马在工程机械轴承方面的销售收入大约为 2000 万元，毛利率 30%左右，预计 2011 年可能发展为 1 亿多元收入。

铁路轴承：

2010 年 12 月底及 2011 年初铁道部分两次招标货车，另外还将有部分零散企业自备车招标，考虑到出口因素，预计 2011 年我国生产铁路货车将达到 5.5 万台左右，明显超过历年来 4.5-4.6 万台/年的水平。近年铁路货车将开始出现明显增长，但由于我国与 SKF 公司事先签订有 70 吨级货车轴承的技术转让协议，铁道部应保障 SKF 公司在 70 吨货车的铁路轴承 50%的市占率水平，因此天马股份在 C70 货车轴承方面的市占率估计仅为 1/5，将明显低于 C64 货车轴承 1/3 的市占率。因此我们估计 5-6 月铁道部将招标的 2 万辆货车中，天马约可以拿到 0.4 万辆车的配套轴承订单，即 3.2 万套。

杭州本部通用轴承稳健发展：

2011 年杭州本部的通用轴承的销售均价上调了 5-10%，公司估计会有部分市场因此失去，但维护了获利能力。估计 2011Q1 本部通用轴承的销售收入增长高于 20%，生产达到饱和。本部生产的通用轴承应用面广、散，体现我国整个机械行业的景气度。2010 年公司杭州本部的收入为 8.1 亿元，2011 年预计可达到 9.6 亿。目前杭州本部的压力在于，用钢铁的材料价格在 2011 年 1 季度同比 2010 年 1 季度上涨 700-800 元/吨，2011 年 1 季度的钢铁价格相对于 2010 年 4 季度环比上涨了 300 元/吨。前面公司在通用轴承方面的售价提升的努力仅是弥补成本上升的压力。

北京天马：

销售量较大，生产的轴承主要用于钢厂的轧机和石油勘探，是冶金轴承。北京天马一般并入通用轴承收入、利润口径。

德清天马新基地是天马股份新的希望：

公司在德清新基地的业务已随着首块地块的公告逐步开启，未来的发展方向是=海上风机轴承（3MW 过渡和 5MW）+精密轴承+机床。德清新基地总共占地 1000 亩地左右，按常见规律预计 3 年内可全部拿地，其中近 200 亩土地公司计划建设具备房产证的经济适用住宅以稳定骨干职工队伍。我们按该产业园区的规模预计，完全达产后该园区的年收入可望达到 25 亿元。**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。**

贵州虹山：

该企业生产特种轴承，运行良好，但是总量小，年销售收入只有几千万。2010 年销售收入 5200 万元，预计 2011 年销售收入为 7000 万元，增量约 2000 万元，增量部分系高端民品替代进口。

总之，2011 年公司面临成本压力，通过调整价格、提升产品档次、替代进口等方式，全年争取实现净利润约 20%增长。

表 2 公司各公司的主营收入预测

	2010	2011E
杭州本部	8.6 亿	9.6 亿
虹山	5200 万	7000 万（2000 多万元高端民品替代进口）
成都天马	11.7 亿（7.23 风电+3.5 铁路+2-3 千万工程机械+少量特钢）	13.5-14 亿（7 风电+4 铁路+1.5 左右工程机械+少量特钢）
齐重机床	14.77 亿	16 亿

资料来源：公司公告，海通证券研究所

风险提示。（1）风电轴承价格继续下滑及维修维护费用的风险；（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）原材料成本不出现重大的变动。

表 3 主营收入及毛利预测

分产品销售收入（万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通用轴承	64024.16	90089.88	121621.34	152026.68	190033.35
风电轴承	61735.38	72291.35	64260.00	77593.95	130996.85
铁路轴承	25409.04	32306.53	39394.36	43685.08	48805.06
特种轴承	3334.03	5182.90	6919.63	8649.53	10811.92
机床	159336.38	146569.84	159953.72	199942.15	249927.68
圆钢	2706.89	8733.36	23505.69	28206.83	28206.83
合计主营业务收入	316545.88	354069.91	415654.74	510104.22	658781.68
分产品销售增长率（%）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通用轴承	-12.44	40.71	35.00	25.00	25.00
风电轴承	76.60	17.10	-11.11	20.75	68.82
铁路轴承	-49.67	27.15	21.94	10.89	11.72
特种轴承	3.39	55.45	33.51	25.00	25.00
机床	12.86	-8.01	9.13	25.00	25.00
圆钢	-49.70	222.63	169.15	20.00	0.00
合计主营业务收入同比增长	2.66	11.85	17.39	22.72	29.15
分产品销售毛利率（%）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通用轴承	36.59	36.46	35.85	35.00	37.50
风电轴承	45.00	40.75	38.00	38.82	41.00
铁路轴承	32.00	29.58	30.58	33.00	33.00
特种轴承	50.00	43.51	45.00	45.00	45.00
机床	21.74	26.16	27.79	27.79	27.79
圆钢	1.06	2.79	20.00	20.00	20.00
合计主营业务毛利率	30.22	31.82	31.84	31.93	33.55

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们预计公司 2011-2013 年的主营收入分别为 42.84 亿元、52.41 亿元和 67.42 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 7.75 亿元、9.56 亿元和 13.24 亿元，全面摊薄每股收益分别为 0.65 元、0.81 元和 1.12 元。

表 4 利润表预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业税率（%）	0.54	0.67	0.76	0.76	0.76
销售费用率（%）	3.29	3.87	3.46	3.50	3.40
管理费用率（%）	6.34	6.02	5.95	5.95	5.94
财务费用率（%）	0.64	0.54	0.60	0.60	0.60
所得税率（%）	11.36	12.99	12.85	12.87	12.86
少数股东损益占比（%）	7.30	6.02	5.00	5.00	5.00
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	326187.67	358288.38	428365.97	524086.58	674162.27
营业成本（万元）	226795.85	243026.99	293630.97	358591.51	450211.15
营业税金及附加（万元）	1759.27	2402.14	3256.00	3983.58	5124.30
销售费用（万元）	10718.71	13869.03	14831.06	18343.03	22921.52
管理费用（万元）	20696.37	21579.21	25494.35	31193.96	40064.36
财务费用（万元）	2095.10	1920.40	2551.89	3122.12	4016.16
资产减值损失（万元）	1708.87	1223.90	1035.05	1035.05	1035.05
其他经营收益（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润（万元）	62450.98	74270.91	87570.84	107821.53	150793.93
营业外收入（万元）	5944.39	7785.62	8000.00	10000.00	12000.00
营业外支出（万元）	1004.29	1538.73	1959.80	2351.76	2822.11
利润总额（万元）	67391.09	80517.79	93611.04	115469.77	159971.81
所得税（万元）	7655.91	10460.60	12033.56	14857.53	20569.74
净利润（万元）	59735.17	70057.19	81577.47	100612.24	139402.08
少数股东损益（万元）	4362.76	4218.79	4078.87	5030.61	6970.10
归属于母公司所有者的净利润（万元）	55372.41	65838.40	77498.60	95581.62	132431.97
完全摊薄每股收益（元）	0.466	0.554	0.652	0.805	1.115
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售净利率（%）	18.31	19.55	19.04	19.20	20.68
净利润增长率（%）	6.98	18.90	17.71	23.33	38.55

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、铁路设备和机床的上市公司做估值参考，其 2011 年 PE 均值分别为 41.24 倍、34.76 倍、26.53 倍和 28.47 倍，由于轴承和风机配件可比公司样本缺乏，我们这里更多参考铁路设备和机床行业均值。

表 5 可比公司一览（EPS 取 Wind 一致预期）

更新时间		最新收盘价 PE（倍）		
20110520		2010	2011E	2012E
600592.SH	龙溪股份	39.37		15.97
002046.SZ	轴研科技	51.25	41.24	32.87
002164.SZ	东力传动	59.52	35.28	24.52
601177.SH	杭齿前进	47.53	34.25	25.38
601766.SH	中国南车	31.29	19.72	14.45
601299.SH	中国北车	28.91	17.41	13.24
600458.SH	时代新材	51.44	30.31	19.33
601002.SH	晋亿实业	57.97	37.63	24.77
000887.SZ	中鼎股份	25.66	17.81	13.88
002480.SZ	新筑股份	56.95	36.30	29.82
000410.SZ	沈阳机床	45.48	28.44	22.67
000837.SZ	秦川发展	40.42	24.97	19.60
002248.SZ	华东数控	49.93	21.76	18.14
002270.SZ	法因数控	86.19		14.88
002520.SZ	日发数码	60.86	42.57	33.00
600243.SH	青海华鼎	114.20		
600806.SH	昆明机床	32.49	24.60	19.69
均值（轴承）			41.24	
均值（风机配件）			34.76	
均值（铁路设备）			26.53	
均值（机床）			28.47	

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 23-26 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 15.00 元-16.95 元。公司 2011 年 5 月 20 日的收盘价为 12.94 元，低于合理价值约 16-30%，给予增持评级。

相关报告：

天马股份（002122）-上市公司季报点评（买入，维持），“1 季度营业利润增长高于表象”_20110422
天马股份（002122）调研简报（买入，维持），“减持虽影响投资者心态，但基本面仍向好”_20110126
天马股份（002122）_上市公司调研简报（买入，上调），“夯实增长基础，期待扬帆远航” 20110110
天马股份（002122）_上市公司半年报点评（增持，维持），“公司高速增长期告一段落” 20090818

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

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。

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。