

天马股份 (002122.sz)

短期业绩难有起色、看好长期增长潜力

真怡 分析师 电话: 0755-82797057
eMail: zhenyi@gf.com.cn
执业编号: S0260511050003

陈金东 分析师 电话: 0755-82534784
eMail: cjd@gf.com.cn
执业编号: S0260511070001

张琦 分析师 电话: 0755-82739750
eMail: gfzhangqi@gf.com.cn
执业编号: S0260511100002

公司关注点: (1) 风电行业、通用轴承及重型机床市场需求情况变化; (2) 铁路货车轴承稳定增长因素; (3) 综合实力行业领先地位, 看好长期增长。
风电轴承业务大幅下降; 重型数控机床周期下行。公司前三季度营业收入下滑 6.74%; 归属于母公司净利润下滑 25.43%, 我们认为公司业绩下滑主要受风电轴承业务的拖累。2011 年风电整个行业由扩张期转入调整期, 风电主机持续量价齐跌, 受此影响公司风电轴承业务降幅达 50%, 短期内风电景气度恐难回上升通道; 齐重数控机床业务有所改善, 但从市场和订单情况来看, 重型数控机床整体处于下行周期。

通用轴承下游领域广阔, 但短期增长将放缓。据了解, 通用轴承下游行业中汽车和工程机械行业合计占比超过 10%, 冶金轴承占比 5%, 特种轴承占比 1-2%, 需求分散使得这块业务受整体机械工业景气度影响。随着工程机械、重型汽车等下游配套领域需求降温, 国内经济增速放缓, 通用轴承业务将略有小幅回落。

铁路货车轴承稳定增长, 成为业绩稳定支撑。2010 年公司铁路轴承业务实现收入约 3.5 亿元, 11 年国内新增铁路货车数量预计高于正常年份, 公司在国内货车轴承市场占有率稳定在 30% 左右, 将受益市场容量扩大。

投资要点与盈利预测。1. 受政策和市场影响, 预计公司全年整体业绩依旧平淡, 关注下游需求情况变化; 2. 公司长期外延扩张结合持续技改投入, 综合实力行业领先地位, 看好公司的长期增长。我们预测 11-13 年的 EPS 分别为 0.43 元、0.52 元和 0.63 元, 给予公司“持有”评级。

风险提示: 1. 风电行业复苏晚于预期; 2. 重型机床市场下行过快。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3261.88	3582.88	3200.00	3634.20	4200.87
增长率(%)	2.72%	9.84%	-10.69%	13.57%	15.59%
EBITDA(百万元)	807.89	969.25	840.78	972.22	1176.61
净利润(百万元)	553.72	658.38	511.36	613.56	750.02
增长率(%)	6.98%	18.90%	-22.33%	19.98%	22.24%
每股收益(元)	0.93	0.55	0.43	0.52	0.63
市盈率	31.36	23.93	22.47	18.72	15.32
市净率	4.59	3.57	2.34	2.08	1.83
EV/EBITDA	21.55	16.22	12.09	10.17	7.87

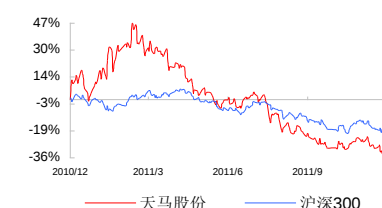
数据来源: 浙江天马轴承股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格 8.12
合理价值 8.40 元
前次评级 持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-16.12	-16.97	-38.16
沪深 300	-8.77	-8.11	-20.16

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
1188000000/1058952000
主要股东:
天马控股集团有限公司
主要股东持股比例 42.86
流通 A 股比例 89.14%

财务比率

ROE 14.94
ROA 10.6379
资产负债率 28.2362

2010 年报数据

目录索引

一. 公司介绍	3
二. 主营业务分析	3
(一) 风电轴承：行业整体下滑，拖累全年业绩	4
(二) 机床业务：短期难以摆脱低迷	6
(三) 通用轴承：行业龙头企业，增长平稳	7
(四) 铁路轴承：收入增长有保证	8
三. 盈利预测与估值	9
(一) 长期看好：内外增长相结合的优质企业	9
(二) 业绩预测	10
风险提示	10

图表索引

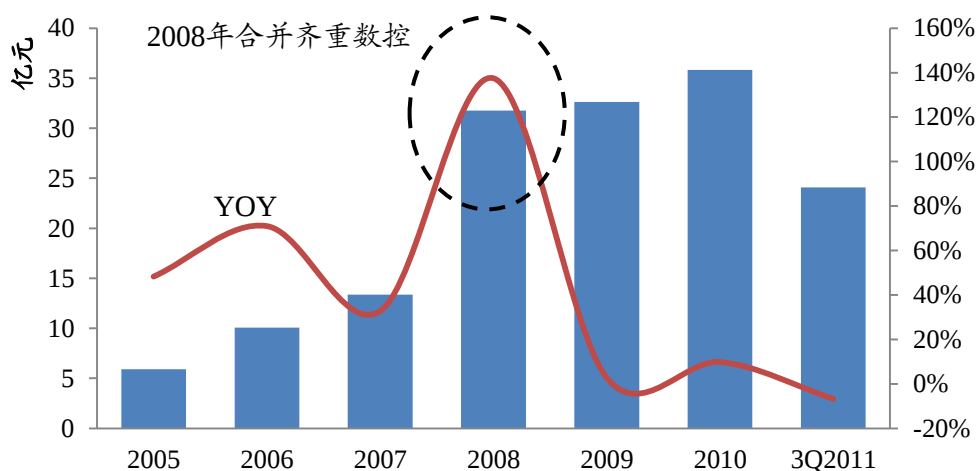
图 1：公司收入增长情况.....	3
图 2：公司股权结构	3
图 3：公司各生产基地情况.....	4
图 4：2011 年 1-6 月公司业务构成	4
图 5：风电装机容量变化情况.....	5
图 6：风电主机行业市场结构.....	5
图 7：平均每台风机轴承配套情况.....	5
图 8：重型机床工业产值情况.....	6
图 9：大型铸锻件下游需求.....	6
图 10：国内滚动轴承产量变化情况.....	7
图 11：通用轴承下游需求结构.....	8
图 12：1H2011 主要铁路设备公司货车业务情况	8
图 13：国内铁路货车产量情况.....	9
图 14：影响轴承档次的因素分析.....	9
图 15：主要轴承行业上市公司盈利能力对比.....	10
图 16：主要业务业绩预测（单位：百万元）	10

一. 公司介绍

浙江天马轴承股份有限公司是中国轴承行业最具竞争力的企业之一，总部位于浙江省杭州市，为浙江省高新技术企业，拥有省级企业技术中心。目前公司在杭州、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、机床装备和优质锻件材料，是中国轴承行业中“材料、轴承、装备”三大产业最完整的企业。

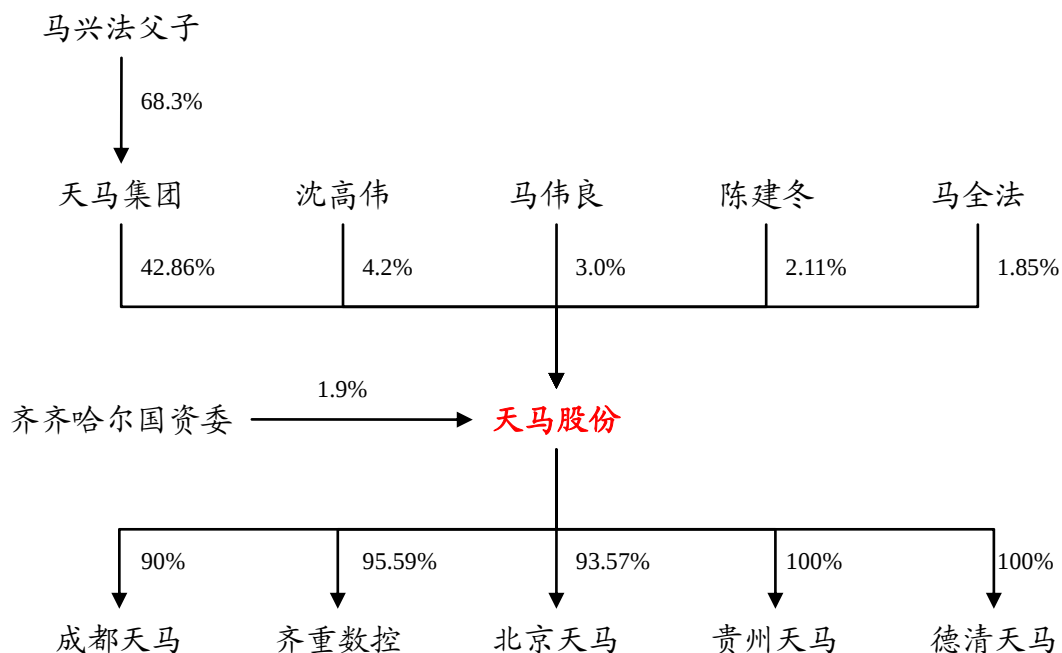
公司主营业务收入增长较快，原主营业务为轴承的生产和销售，2007年12月控股齐重数控后，新增机床的生产和销售合并自2008年1月1日起体现其销售收入。公司采用并购行业内优质企业的方式，并持续加大技改投入，扩大生产规模，实现了迅速扩张。

图 1：公司收入增长情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

二. 主营业务分析

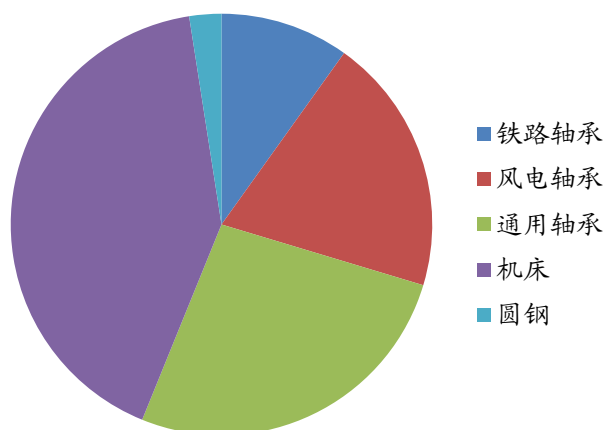
目前公司主要生产基地分布北京、成都、杭州、贵州、齐齐哈尔等地，形成了以轴承和数控机床装备的产品结构，主要下游需求来自风力发电设备、铁路设备、航空航天、机械制造以及汽车、船舶等领域，其市场需求与下游行业的发展和景气状况具有较强的联动性。公司依托齐重数控的装备优势，首先在风电轴承领域打破国外垄断，获得进口替代市场；另外在高精度、长寿命、高可靠性精密轴承、航空轴承及精密主轴轴承、城市轨道交通轴承及高速重载铁路轴承上处于行业领先水平。

图 3：公司各生产基地情况

业务	生产基地	合并时期	细分类别	销售收入	
				2010	1H2011
轴承	北京天马	2007	石油机械用轴承、冶金轴承	1.9亿元	1.07亿元
	成都天马	2002	铁路货车轴承、风电轴承、	11.71亿元	4.29亿元
	德清天马	扩建中	风电轴承、精密高速数控机床轴承等	1.62亿元	2.19亿元
	贵州天马	2007	航空轴承	5080.71万元	3197.75万元
	浙江天马	本部	通用轴承	约8-9亿元	约4-5亿元
机床	齐重数控	2007	立式车床和卧式车床等	14.77亿元	6.84亿元

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 4：2011 年 1-6 月公司业务构成



业务类别	营业收入	毛利率	同比增长
轴承	92,511.09万元	36.76%	7.45%
机床	68,180.51万元	25.18%	7.11%
圆钢	3,264.90万元	0.13%	-63.89%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

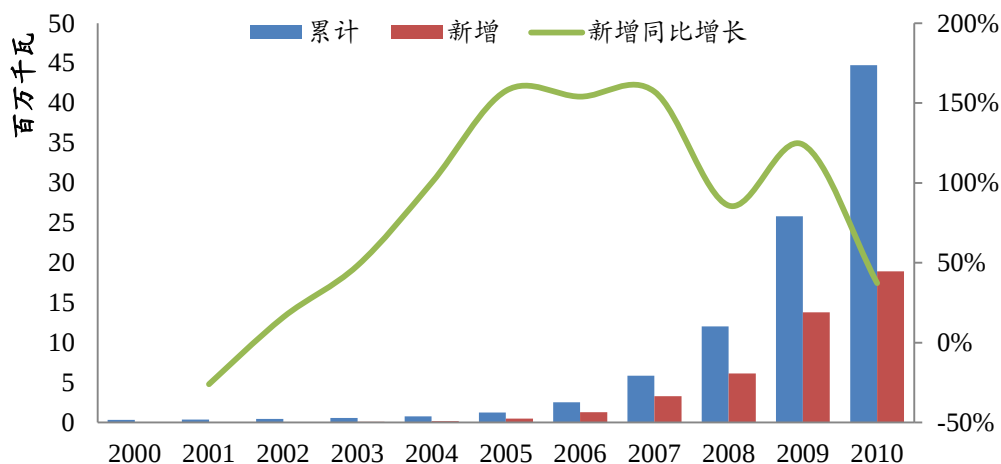
2011年前三季度公司营业收入24.07亿元，同比下降6.74%，综合毛利率30.62%，比去年同期下降约1.5个百分点；实现归属于母公司净利润3.76亿元，同比下降22.32%。业绩低于预期主要由于：1.原材料、人工、能源成本上升较快；2.风力发电设备行业进入调整期，风电轴承业务大幅下滑；3.重型机床主要下游行业处于产能消化期，我们预计全年业绩难有起色。

（一）风电轴承：行业整体下滑，拖累全年业绩

11年以来，国内各主要风电主机厂商利润出现不同程度的下滑，风电在经历过去几年的高速增长后，目前处于行业的调整期，不少有关设备、并网等技术问题逐渐暴露，例如2月24日甘肃酒泉风电机组大规模脱网等事故。为此，国家能源局下达“关于‘十二五’第一批拟核准风电项目计划安排的通知”，规划严重低于地方政府制定的风电“十二五”规划总额，风电设备市场扩容进度受重大打击；另外，“大型风电场并网技术规范”等18项风电行业标准发布从技术上对风力发电进行规范，风电设备行业整合和洗牌将提前到来。按照国家能源局规划，“十二五”期间风电年新增装机容量仅约1100万千瓦，

较2010年减少约40%，风电轴承市场容量将出现较大萎缩。

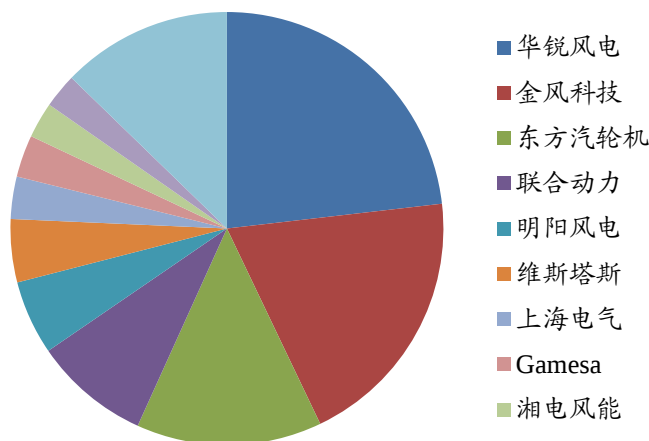
图 5：风电装机容量变化情况



数据来源：CWEA、广发证券发展研究中心

目前国内已经形成风电设备年产装机容量产能约30万千瓦，而预计年需求仅18-20万千瓦，风电行业产能过剩较为严重，风机价格加速下跌。2007年至2009年期间每千瓦风电设备的价格由约5700元下降至5000元左右，而2010年底风机平均价格跌至约3700元，而目前已经跌破3500元。据此估计，每台1.5mw风机的价格下降幅度约300万元，风电设备整条产业链的高利润时代已经一去不复返。

图 6：风电主机行业市场结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风电主机龙头华锐风电中报显示，公司上半年实现营业收入53.25亿元，同比下降29.45%；实现净利润6.59亿元，同比下降48.30%。金风科技实现营业收入51.94亿元，同比降低17.61%；实现归属于母公司净利润4.25亿元，同比减少45.05%。2010年风电轴承约占全公司净利润1/3，主要客户为金风科技、国电联合动力等。

图 7：平均每台风机轴承配套情况

轴承类型	主要品种	数量	备注
偏航轴承	四点接触球转盘轴承	1套	已国产化
变桨轴承	四点接触球转盘轴承	3套	已国产化
发电机轴承	深沟球轴承、圆柱滚子轴承	3套	—

主轴轴承	调心滚子轴承、双列圆锥滚子轴承、三列圆柱滚子轴承	2套	处于研制阶段
增速器轴承	深沟球轴承、圆柱滚子轴承、满滚子圆柱滚子轴承、双列圆锥滚子轴承、调心滚子轴承、推力调心滚子轴承、四点接触球轴承	19套	处于研制阶段

数据来源：CWEA、广发证券发展研究中心

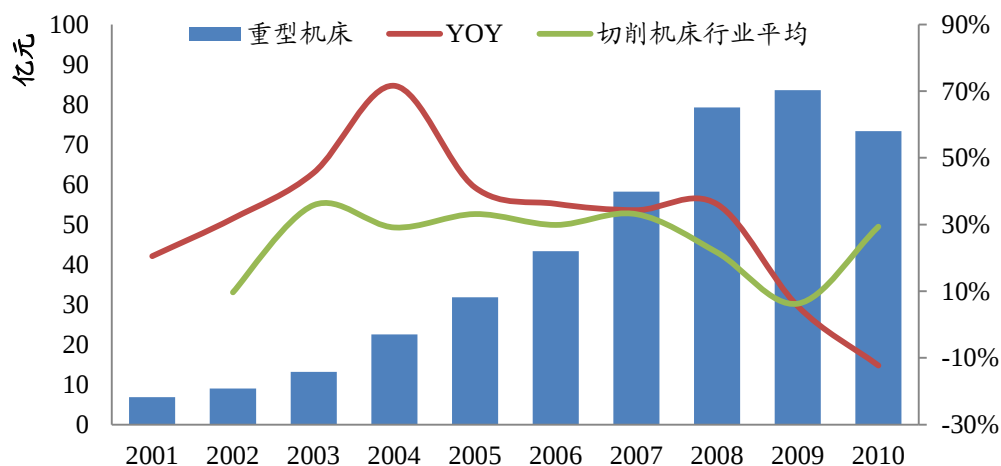
估计目前风电轴承领域市场容量超过70亿元。其中，偏航和变桨轴承市场容量在30亿元左右，主轴轴承及齿轮箱轴承达到40亿元以上。目前国内风电主轴轴承和增速器轴承处于研制推广中，主要市场被国外进口产品所占据，而偏航和变桨轴承已经80%以上实现国产化。

在短期内，由于受国家政策和风电行业本身技术水平限制，风电行业都将大可能继续处于调整期，短期内公司风电轴承业务难有较大起色。而在中长期，公司在国内风电轴承领域具有领先优势，是国内风机轴承最大供货商，在国产风电轴承市场占有率超过30%，目前处于技术和产能储备中，未来将定位于5MW风电轴承等高端轴承领域，将进一步提升产品结构，实现对国际轴承巨头的进口替代。

（二）机床业务：短期难以摆脱低迷

中报显示，公司1-6月机床业务收入同比增长7.11%，毛利率25.18%，比去年同期提高0.31个百分点。齐重数控产品属重型机床，其表现基本与重型机床行业波动趋势一致。受船舶、冶金矿山等行业以及基建投资下滑的影响，重型机床已经提前整个机床行业进入下行通道。

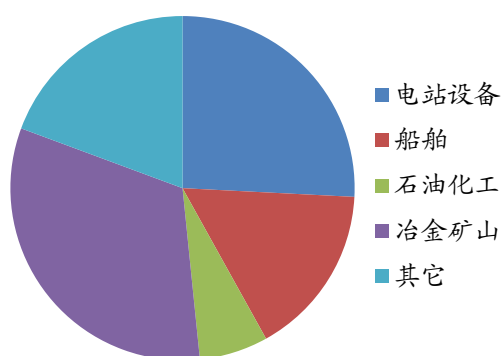
图 8：重型机床工业产值情况



数据来源：中国机床工具行业协会、广发证券发展研究中心

重型机床主要用于大型铸锻件的机械加工，大型铸锻件的需求受固定资产投资结构性变化的影响较大。2009年行业的大幅增长主要受益国家投资的直接拉动，因为国家投资大多是航空航天、高铁等高端部门以及大型基建项目，加上船舶工业景气对重型机床的拉动，当时重型机床的需求市场很好，09年公司机床业务收入增长12.86%。从目前国内机床市场来看，中小型数控机床仍然是市场需求的重点，重型机床已经过了景气周期。目前机床订单较为平稳，预计全年机床业务的增长约5%。

图 9：大型铸锻件下游需求



下游行业	行业趋势判断
电站设备	年新增装机容量增长缓慢
船用配套	行业低迷，产能过剩
石油化工	原油加工能力平稳增长
冶金及矿山设备	进入产能消化期
其它重型机械	—

数据来源：广发证券发展研究中心

公司2008年收购齐重数控后开始对机床业务进行持续改造，一方面对现有的设备进行数控化改造，提高产品的竞争档次，机床业务毛利率从不到20%提升至上半年的25.18%；另一方面整合自身原有独立的轴承产业链，公司装备制造能力有力支撑公司高端轴承的增长。齐重数控因为自身国企改革存在较大的阻力而进展缓慢，而且09年重型机床行业进入下行周期，公司机床业务销售收入增速低于行业平均水平，整合效果略低于预期。

（三）通用轴承：行业龙头企业，增长平稳

“十一五”期间国内轴承行业规模迅速扩大，全国滚动轴承产量由2005年的73亿套增长到2010年的约200亿套，复合增速为22.3%。行业销售额从2005年的540亿元增长到2010年的约1660亿元，复合增速为25.2%。

图 10：国内滚动轴承产量变化情况



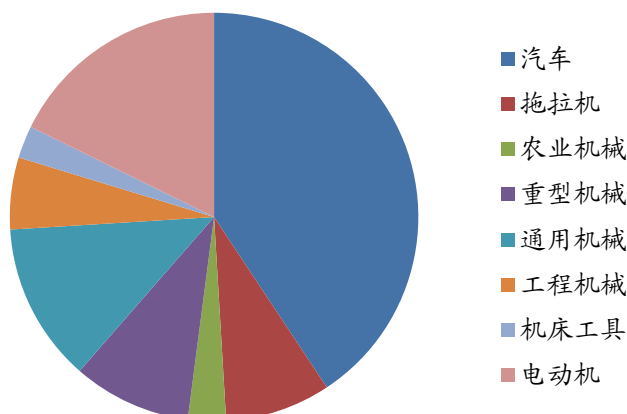
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

轴承行业整合空间广阔。轴承行业属于基础零部件产业，受我国制造业发展水平的限制，国内轴承行业以中小企业为主，企业数超过2500家，行业基本属于充分竞争市场，CR10不足40%，相比于机械制造业实力较强的发达国家，德国前三大公司轴承产量占其全国总产量的96%，美国前四大公司占56%，日本前五大公司占99.2%。公司从2001年开始了其兼并扩张的发展道路，市场占有率稳步提升，预计未来市场集中度将进一步提升，公司作为轴承龙头企业将受益规模优势，提高盈利能力。

短期需求增长放缓。通用轴承下游分散，与整个机械行业的景气度相关。公司生产

的通用轴承在行业内属于中高端产品，其下游客户汽车和工程机械行业合计超过10%，冶金轴承占比5%，特种轴承占比1-2%，需求行业分散使得这块业务受整体机械工业景气度影响。今年前期，受益于政府前期的投资拉动，市场需求相对旺盛，杭州本部通用轴承出现量价小升；步入二季度后半期，我国经济增速有所放缓，工程机械、重型汽车等下游配套领域的火爆局面逐步降温，通用轴承业务略有小幅回落。

图 11：通用轴承下游需求结构



数据来源：广发证券发展研究中心

另外，我们看好公司通用轴承的出口增长，其主要原因是公司通用轴承的技术水平已经达到国外厂商的采购要求，国外企业受成本控制需求有采购性价比高轴承的激励，而公司产品在该方面有明显优势。

（四）铁路轴承：收入增长有保证

铁路货车轴承保持稳定的增长，预计将会有小幅上扬。公司是获得铁道部资格认定的六家铁路货车轴承生产企业之一，铁路轴承连续3年国内市场占有率约为30%，2010年公司铁路轴承业务实现收入约3.5亿元。

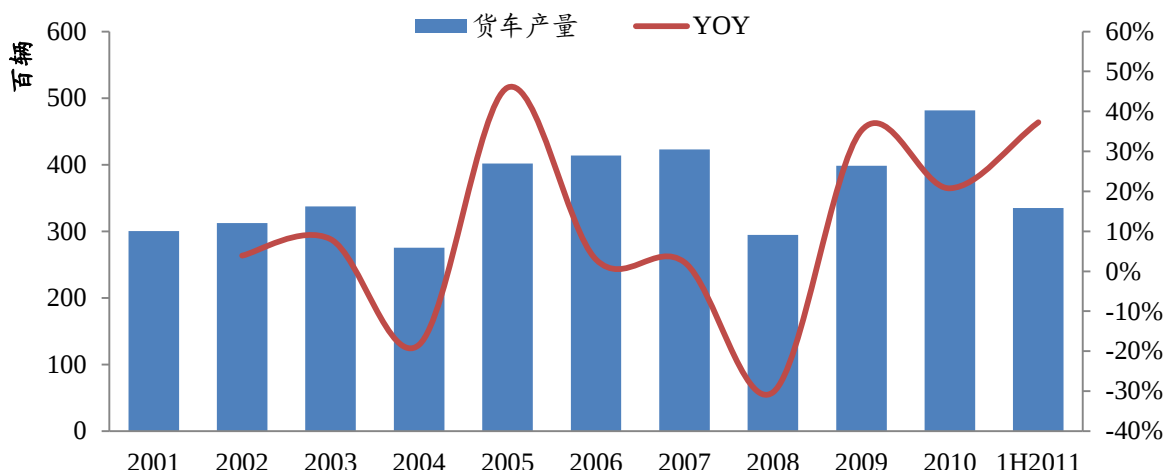
“十一五”期间全国铁路建设增长迅速，铁路总里程数的快速增长给铁路货运压力释放提供了广阔空间，**新增货车数量**得以加速提升。从上半年主要铁路设备上市公司的情况来看，龙头企业中国北车和中国南车的货车业务收入增长为41.06%和47.86%；北方创业和晋西车轴的铁路货车相关业务同比增速分别为10.9%和31.95%。鉴于高铁事故带来铁路安全问题，铁道部将对所有包括货车车辆在内的机车进行安全检查，这将带来巨大的**车辆维护市场**，据估计75%的铁路货车存在维护需求。上半年南方汇通的厂修货车业务收入增幅达60%，目前国内铁路货车保有量约62万辆，随着国内货车保有量稳步提升，我们看好来自货车维护的零部件需求增长。

图 12：1H2011 主要铁路设备公司货车业务情况

上市公司	货车业务		主营业务	
	销售收入	同比增长	销售收入	同比增长
中国南车	50.52 亿元	41.06%	401.27 亿元	42.39%
中国北车	57.71 亿元	47.86%	411.32 亿元	61.81%
北方创业	10.2 亿元	10.90%	15.54 亿元	11.27%
晋西车轴	4.13 亿元	31.95%	10.76 亿元	24.62%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 13：国内铁路货车产量情况



数据来源：中宏产业数据、广发证券发展研究中心

三. 盈利预测与估值

（一）长期看好：内外增长相结合的优质企业

外延式扩张给公司的高速增长提供动力。近十年以来，通过兼并收购，公司不断拓宽业务领域（从通用轴承扩展至铁路轴承、重型机床），并持续对收购对象进行技术改造，资产改良起到了很好的效果，公司整体规模和利润处于快速增长中，被收购的各项业务之间协同效应提高公司的规模优势和盈利能力。目前铁路轴承市场占有率第一、风电轴承享受最大的进口替代市场，公司收购兼并形成当前横向和纵向扩展完备的产品结构。就目前国内轴承行业大而散的现状，我们认为轴承行业继续整合是必然趋势，公司的外延式增长仍会继续。

行业技术领先，产品结构持续优化。目前，公司正在研发大直径、重载精密轴承、精密风力发电机轴承以及3MW、5MW的海洋风力发电机轴承及海洋作业平台、高精度、长寿命、高可靠性精密轴承、航空轴承及精密主轴轴承、城市轨道交通轴承及高速重载铁路轴承以及中高档数控机床等产品。凭借先进的研发实力，预计公司会在轴承和机床方面会继续取得突破性进展，进一步推动公司的成长，包括重型机床向高附加值方向转变、提高对风机的整体轴承配套能力等，

不同领域应用的轴承有不同的分类，目前暂没有对轴承档次区分的严格定义，原材料的质量、热加工技术、机械加工精度、装配检测水平均是影响轴承性能的重要因素，公司凭借资金优势外延扩张进行产业链整合、加大各环节技改投入，在国内轴承行业内处于技术领先地位。

图 14：影响轴承档次的因素分析

影响因素	判断标准	公司优势
原材料质量	优质轴承所采用的加工材料主要有 GCr15 轴承钢、GCr15SiMn 锡锰钢、GCr15 真空脱气钢、渗碳钢等	配备 EBT 偏心熔炼炉、LF 精炼炉、VD 真空脱气炉等，控制材料性能
热加工技术	轴承各部件进行科学合理的热处理工艺，保证硬度在合理范围值之内	引进先进热处理自动生产线
轴承精度	包括尺寸公差、旋转精度、径向跳动、轴向跳动、游隙大	齐重数控高端装备制造能力、结

	小、振动值，加工设备是轴承精度的重要因素	合高精度进口磨加工线
检测水平	零件在工序间的检测和轴承装配出厂前的总体检测	引进先进检测设备、设立专门检测公司

数据来源：广发证券发展研究中心

受益于齐重数控装备对轴承制造的协同效应，公司在业内首先实现了风电轴承的进口替代；扩张特种轴承和通用轴承的性能档次，贵州生产的特种轴承成功应用于航空航天领域，德清天马生产基地的扩建将进一步提高通用轴承的技术水平，走高端竞争路线。

图 15：主要轴承行业上市公司盈利能力对比

公司	2008		2009		2010		3Q2011	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率
天马股份	30.95%	18.82%	30.47%	18.31%	32.17%	19.55%	30.62%	16.55%
龙溪股份	34.82%	17.78%	29.14%	15.78%	28.38%	14.07%	27.18%	12.89%
轴研科技	29.83%	12.01%	27.41%	11.02%	22.95%	9.28%	22.94%	9.44%
*ST 西轴	25.33%	4.93%	9.38%	-49.38%	4.67%	-40.97%	22.20%	0.30%
瓦轴 B	14.95%	3.46%	13.07%	2.91%	12.85%	2.88%	11.27%	2.52%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

（二）业绩预测

我们对未来几年公司各项业务的盈利预测如下：

图 16：主要业务业绩预测（单位：百万元）

收入	10 年	11 年 E	12 年 E	13 年 E
轴承	1987.67	1880.00	2235.00	2661.75
风电轴承	约 700	380.00	475.00	593.75
铁路轴承	约 350	400.00	440.00	484.00
其它轴承	约 938	1,100.00	1,320.00	1,584.00
机床	1,465.70	1,320.00	1,399.20	1,539.12
合计	3,540.70	3,200.00	3,634.20	4,200.87
综合毛利率	32.17%	29.75%	30.28%	31.65%

数据来源：公司数据、广发证券发展研究中心

综合公司各块业务：铁路货车的维护及新增需求构成稳定的收入来源，风电轴承短期内难以突破行业低谷的大背景，公司机床业务预计短期内难有大的改观。我们认为公司短期的增长受到来自市场方面较大的压制，而从长期来看，公司持续扩张和技改投入有望促成优秀的龙头企业，**看好公司的长期投资价值。**

鉴于以上分析，我们预测11-13年的EPS分别为0.43元、0.52元和0.63元，给予公司“持有”评级。

风险提示

1.风电行业复苏晚于预期；2.重型机床市场下行过快。

资产负债表

单位：百万元

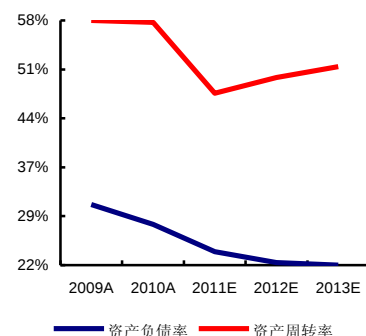
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,088	3,750	4,065	4,798	5,875
货币资金	328	501	1,484	1,763	2,388
应收及预付	1,047	1,412	999	1,189	1,417
存货	1,712	1,837	1,582	1,846	2,070
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	2,753	2,787	2,877	2,863	2,799
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	2,141	2,260	2,452	2,620	2,677
在建工程	192	108	25	-164	-282
无形资产	401	393	399	405	404
其他长期资产	19	25	0	0	0
资产总计	5,841	6,537	6,942	7,661	8,674
流动负债	1,782	1,567	1,519	1,566	1,759
短期借款	375	304	0	0	0
应付及预收	1,406	1,263	1,519	1,566	1,759
其他流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债	36	278	160	160	160
长期借款	0	160	160	160	160
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	118	0	0	0
负债合计	1,818	1,846	1,679	1,726	1,919
股本	594	1,188	1,188	1,188	1,188
资本公积	1,622	1,028	1,028	1,028	1,028
留存收益	1,563	2,192	2,703	3,317	4,067
归属母公司股东权益	3,779	4,408	4,919	5,533	6,283
少数股东权益	245	283	333	382	443
负债和股东权益	5,841	6,537	6,932	7,641	8,644

利润表

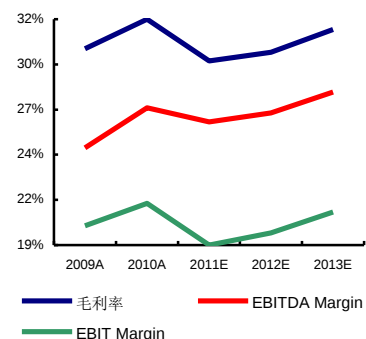
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3262	3583	3200	3634	4201
营业成本	2268	2430	2248	2534	2871
营业税金及附加	18	24	19	22	26
销售费用	107	139	111	129	153
管理费用	207	216	206	228	262
财务费用	21	19	28	16	16
资产减值损失	17	12	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	625	743	577	696	863
营业外收入	59	78	64	67	70
营业外支出	10	15	13	13	14
利润总额	674	805	628	750	918
所得税	77	105	67	88	108
净利润	597	701	561	663	810
少数股东损益	44	42	50	49	60
归属母公司净利润	554	658	511	614	750
EBITDA	808	969	841	972	1177
EPS (元)	0.93	0.55	0.43	0.52	0.63

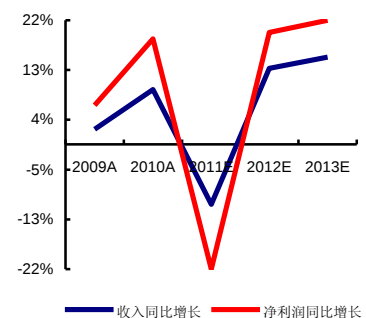
资产负债率趋势



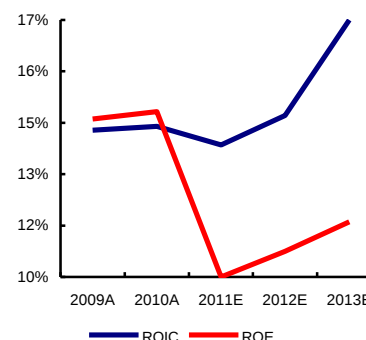
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

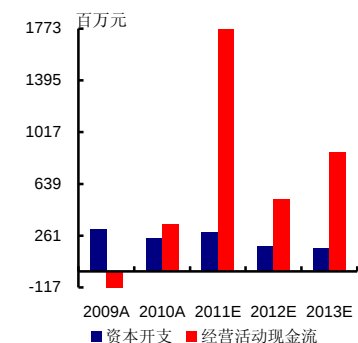
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-117	345	1,723	477	809
净利润	597	701	561	663	810
折旧摊销	146	195	225	251	288
营运资金变动	-898	-578	924	-407	-259
其它	38	27	12	-28	-30
投资活动现金流	-436	-238	-289	-182	-168
资本支出	-308	-240	-289	-182	-168
投资变动	-135	-1	0	0	0
其他	7	3	0	0	0
筹资活动现金流	598	48	-451	-16	-16
银行借款	575	512	-304	0	0
债券融资	-1,126	-423	-118	0	0
股权融资	1,203	0	0	0	0
其他	-54	-41	-28	-16	-16
现金净增加额	45	156	983	279	625
期初现金余额	281	328	501	1,484	1,763
期末现金余额	326	484	1,484	1,763	2,388

主要财务比率

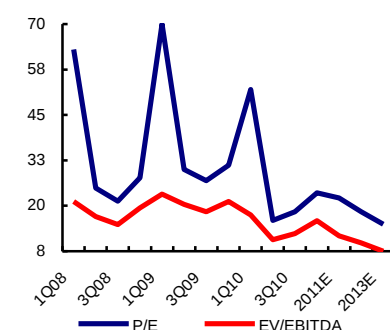
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	2.7%	9.8%	-10.7%	13.6%	15.6%
营业利润	3.1%	18.9%	-22.3%	20.5%	23.9%
归属于母公司净利润	7.0%	18.9%	-22.3%	20.0%	22.2%
获利能力					
毛利率	30.5%	32.2%	29.8%	30.3%	31.6%
净利率	18.3%	19.6%	17.5%	18.2%	19.3%
ROE	14.7%	14.9%	10.4%	11.1%	11.9%
ROIC	14.4%	14.5%	14.0%	14.8%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	28.2%	24.2%	22.6%	22.2%
净负债比率	1.2%	-0.8%	-25.2%	-27.1%	-33.1%
流动比率	1.73	2.39	2.68	3.06	3.34
速动比率	0.72	1.14	1.55	1.80	2.08
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.58	0.47	0.50	0.51
应收账款周转率	4.98	4.37	4.94	4.75	4.68
存货周转率	1.33	1.37	1.42	1.37	1.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.93	0.55	0.43	0.52	0.63
每股经营现金流	-0.20	0.29	1.45	0.40	0.68
每股净资产	6.36	3.71	4.14	4.66	5.29
估值比率					
P/E	31.4	23.9	22.5	18.7	15.3
P/B	4.6	3.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	21.5	16.2	12.1	10.2	7.9

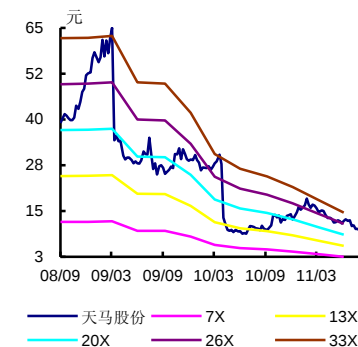
资本支出与经营活动现金流



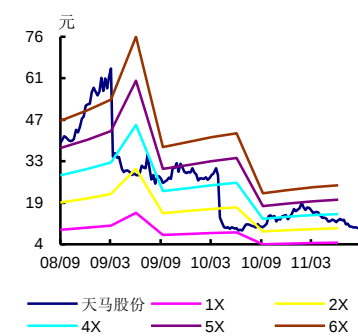
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发机械行业研究小组

真怡，分析师，中国航空研究院燃气涡轮研究所工学硕士、西北工业大学工学学士。先后在中国燃气涡轮研究所从事航空发动机研究设计工作、在国内资产评估事务所从事资产评估、价值咨询工作、在中投证券研究所从事行业研究工作，4 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

陈金东，分析师，厦门大学经济学硕士、机械工学学士，曾于中投证券研究所工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。

张琦，研究助理，南开大学管理学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gczhangqi@gf.com.cn，0755-82739750。

程锦，研究助理，清华大学材料科学与工程专业硕士，机械工程专业学士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chengjin@gf.com.cn，电话：0755-23953512。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。