

国内风电轴承企业迎来黄金时期

——瓦轴 B 调研简报

行业评级

中性/ 维持评级

相关研究

事 件

3 月 23 日，我们同部分机构投资者拜访了瓦轴 B，重点就风电轴承及其它业务进行了调研。

评 论

主要结论:

(1) 随着装备、技术水平的提升，瓦轴及天马等国内企业进口替代已经开始由偏航及变桨轴承领域向主轴轴承及齿轮箱轴承拓展。

(2) 风电轴承市场空间巨大，仅上述轴承 09 年市场容量就高达 50 亿元以上。

(3) 风电轴承寡头垄断竞争格局已经形成，预计盈利空间呈小幅下滑态势，相对而言，我们更看好进入壁垒较高的主轴轴承及齿轮箱轴承。

(4) 经测算，瓦轴 B 未来三年 EPS 分别为：0.40 元、0.50 元及 0.65 元，其中 09 年 PE 仅为 10 倍，给予瓦轴 B “增持”的投资评级，维持天马股份“增持”的投资评级。

国内企业进口替代由偏航及变桨轴承向高端的主轴轴承及齿轮箱轴承拓展。

在风电偏航及变桨轴承领域，预计国内企业瓦轴集团及天马股份 09 收入均达 10 亿元以上，合计市占率达 80%以上，基本完成进口替代。

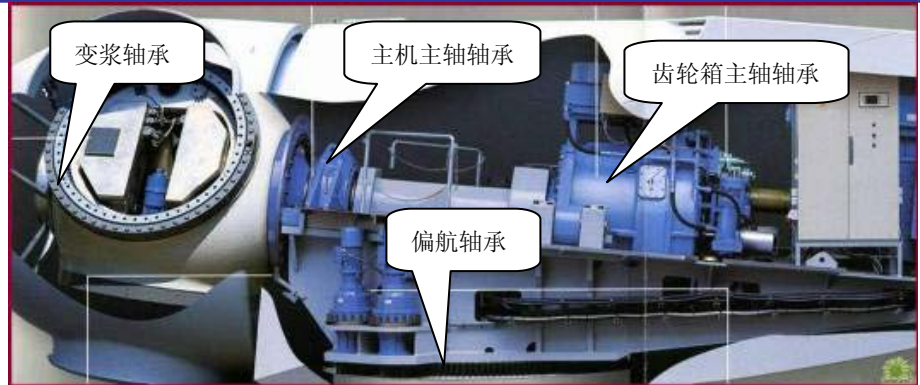
对于主轴轴承及齿轮箱主轴轴承，精密等级高达 P4，对装备、材料选择及设计水平要求更高，代表风电轴承最高水平。而在这一领域，国内企业即将实现进口替代，瓦轴股份 09 年有望实现 4 亿元收入，天马股份也有所斩获，预计二者有望在三年左右时间完成进口替代。

风电轴承市场空间巨大，仅瓦轴及天马涉足的轴承 09 年市场容量就高达 50 亿元以上。

经测算，偏航和变桨轴承 09 年市场容量达 20 亿元以上，主轴轴承及齿轮箱轴承合计也达 30 亿元以上，进口替代空间巨大。

分 析 师
吴 昊
(0755) 8249 2058
wh@lhq.com

图 1、风电轴承分布情况



数据来源：联合证券研究所。

风电轴承已形成寡头垄断竞争格局，单价及毛利率水平下降幅度趋缓。

在偏航和变桨领域，瓦轴集团和天马股份已经形成寡头垄断，在技术门槛更高的主轴轴承及齿轮箱轴承领域，瓦轴股份及天马股份在三年左右时间完成进口替代后，也将形成寡头垄断竞争格局。

相对而言，偏航和变桨轴承未来三年面临的不确定性较大。由于技术及装备门槛较低，国内潜在进入者众多，2-3 年产能释放明显，高毛利率面临较大考验，且加工设备多为专用设备，退出壁垒较高，行业竞争格局有可能恶化。

但根据调研掌握资料：外企投资项目价格底线为净利率 15%，国内企业应该在 10% 左右，据此判断，中长期可以接受的毛利率水平为 30% 左右。

对于瓦轴集团，今年产品价格预计下调 5% 左右，其中部分暴利产品如单价高达 18 万/套产品降价幅度达 20%，单价 10 万/套左右产品价格平稳。

对于天马股份，其订单价格在业内处于较低水平，相对而言，价格压力并不是太大。

我们更看好主轴轴承及齿轮箱轴承市场。主要原因是：（1）进入壁垒高；（2）设备复用性强。

主轴轴承及齿轮箱主轴轴承精密等级高达 P4，高于偏航和变桨轴承的 P6，它对装备水平、材料选择及设计水平要求更高，比如重型高精度数控磨床国内仅有齐重数控可以生产，其它主要依赖进口，设备单价高、且交付期长达两年以上。

另外，主轴轴承加工设备通用性强，可以适用于冶金、矿上等大型设备加工，向其它领域拓展的空间大。

我们认为，主轴轴承及齿轮箱轴承业务的高成长具备更好的持续性，预计高盈利空间仍将持续三年左右的时间。

瓦轴其它业务喜忧参半，进口替代空间是亮点。

总体看，技术含量不高、竞争激烈的通用轴承 09 年面临的压力大，其中包括铁路货车轴承，受制于货车购置量的放缓，预计今年有所下滑。

但受益于国产化政策及降低成本需要，部分产品进口替代空间值得看好。如机车及客车轴承在国产化政策推动下，获得铁道部订单，后续进口替代空间值得看好；另外，在冶金及空气压缩机领域，公司也屡有斩获，如在轧机及轧辊领域，轴承几乎依赖进口，但在经济下行背景下，处于降低成本需要，宝钢等大企业开始采购国内产品，公司最近同宝钢签订 2 亿元订单，单价比进口低 50%以上。

经测算，瓦轴 B 08-2010 年 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元及 0.65 元，对应 09 年 PE 仅为 10 倍，具备强大安全边际，我们认为合理价值区间为 7.5-8.0 元/股之间，给予“增持”的投资评级。

股价催化剂：风电大单的公布，股权改制及股权激励或推动业绩释放更为充分。

同时，我们重申维持天马股份“增持”的投资评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。