

分析师：	章 诚	(8621) 68751829	Zhangcheng1@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490512010001
联系人：	刘 军	(8621) 68751765	Liujun12@cjsc.com.cn		
	李 佳	(8621) 68751829	Lijia5@cjsc.com.cn		

## 风电投资减速拖累 11 年业绩，期待未来新领域拓展——天马股份年报点评

### 事件描述

天马股份今日发布 2011 年年报，主要经营业绩如下：2011 年公司实现营业收入 30.99 亿元，同比下降 13.51%，实现归属于上市公司股东净利润 4.18 亿元，同比下降 36.51%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.78 亿元，同比下降 37.98%。完全摊薄后每股收益为 0.35 元。从单季度来看，第四季度实现营收 6.92 亿元，同比下降 30.9%，实现归属于母公司净利润 0.42 亿元，同比大幅下降 76%。

利润分配预案：拟按每 10 股派发现金股利人民币 1 元（含税）

我们有以下几点点评：

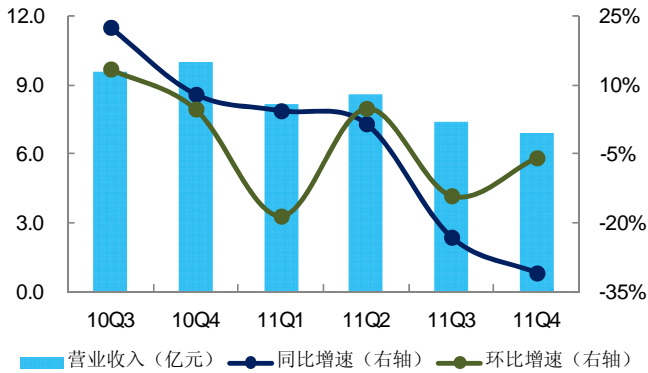
- 第一，下游需求疲软，2011 年业绩低于预期；
- 第二，上下游挤压、竞争加剧导致 11 年毛利率大幅下滑，预计 2012 年毛利率有望小幅改善；
- 第三，人工成本上升导致 11 年费用率大幅下降，预计 2012 年净利率或小幅回升；
- 第四，预计 2012 年公司下游需求复苏难现，整体收入或较 2011 年持平；
- 第五，去库存、减少应收账款是公司 2012 年的重要任务；
- 第六，高管增持、德清产业基地投资预示公司长期投资买点临近。

预计公司 2012、2013 年的营业收入分别为 29 亿、33 亿，每股收益分别为 0.35 元、0.43 元，对应 3 月 19 日收盘价的 PE 分别为 21、17 倍。考虑到目前股价已充分反映公司基本面情况，并且德清基地新项目未来存在超预期可能，给予“推荐”评级。

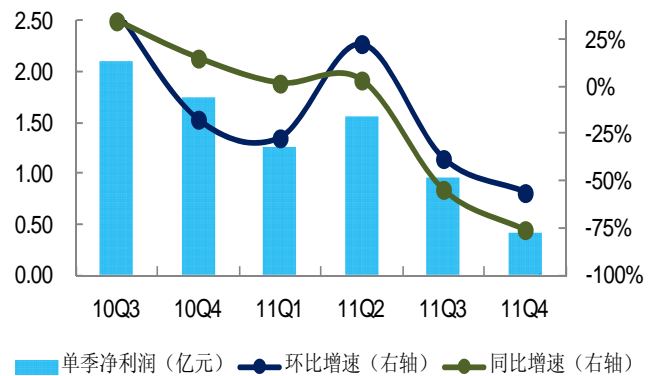
### 事件评论

#### 第一，下游需求疲软，2011 年业绩低于预期

2011 年公司实现营业收入 30.99 亿元，同比下降 13.51%，实现归属于上市公司股东净利润 4.18 亿元，同比下降 36.51%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.78 亿元，同比下降 37.98%。完全摊薄后每股收益为 0.35 元。从单季度来看，第四季度实现营收 6.92 亿元，同比下降 30.9%，实现归属于母公司净利润 0.42 亿元，同比大幅下降 76%。低于我们此前预期。

**图 1: 2010Q3-2011Q4 单季度收入及同比、环比增速**


资料来源: 长江证券研究部

**图 2: 2010Q3-2011Q4 单季度净利润及环比增速**


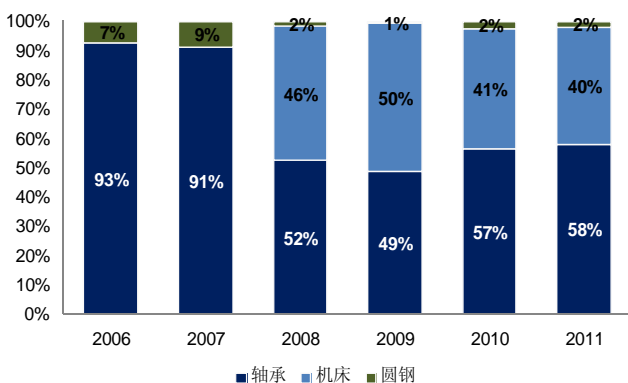
资料来源: 长江证券研究部

从公司各项业务的 11 年表现看, 我们认为:

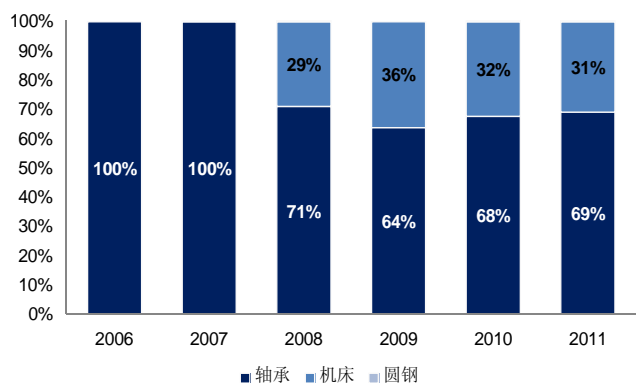
(1) 2011 年公司收入、利润结构较 2010 年基本保持稳定。其中: 轴承业务收入和营业利润占比分别为 58%、69%, 均同比上升 1 个百分点; 机床业务收入和营业利润占比分别为 40%、31%, 均同比下降 1 个百分点。

(2) 风电投资疲弱导致轴承业务同比负增长, 是公司 11 年收入降幅超预期的主要原因。公司轴承业务主要包括通用轴承、铁路轴承和风电轴承三大部分。2011 年公司轴承业务实现收入 17.79 亿元, 同比下滑 10.52%。主要原因是: 受并网、建设资金等瓶颈约束, 2011 年全国风电新增装机容量为 18GW, 低于此前预期, 导致报告期内公司风电轴承收入增长乏力。

(3) 受宏观经济调控影响, 特别是核电、火电等产业投资的降速, 2011 年公司重型机床收入不达预期。2011 年机床业务实现收入 12.19 亿, 同比下滑 15.53%。

**图 3: 2011 年公司收入结构稳定**


资料来源: 长江证券研究部

**图 4: 2011 年公司利润结构稳定**


资料来源: 长江证券研究部

## 第二，上下游挤压、竞争加剧导致 11 年毛利率大幅下滑，预计 2012 年毛利率有望小幅改善

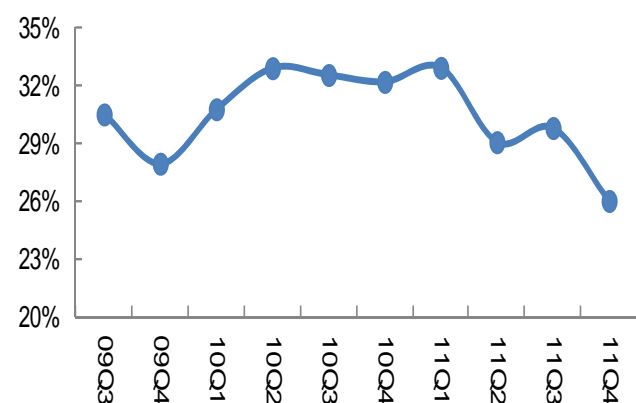
2011 年公司综合毛利率约为 29.59%，同比下降约 2.6 个百分点。其中：轴承业务毛利率为 34.59%，同比下滑约 2.67 个百分点；机床业务毛利率为 22.67%，同比下滑约 1.79 个百分点；圆钢业务毛利率为 2.37%，同比下滑约 0.42 个百分点。

毛利率下降的主要原因是：

- (1) 能源、人力、原材料等成本因素价格上涨，导致公司原材料及制造成本增加；
- (2) 下游需求疲软，市场竞争程度增加。行业内部分企业通过降价提升市场份额，拖低公司产品价格。

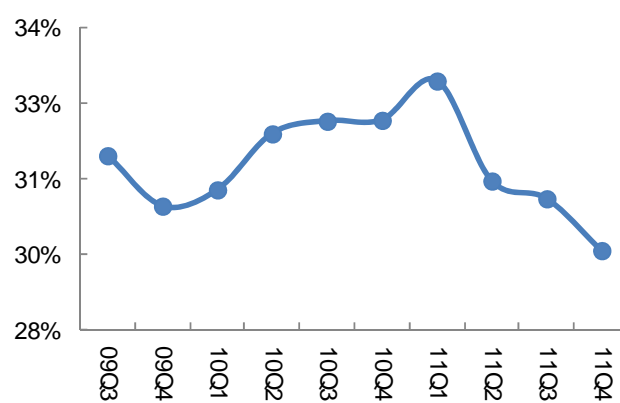
受益于原材料（特别是钢材）价格的下降，预计公司 2012 年毛利率或将小幅回升。同时，建议密切关注轴承行业去库存引发的价格竞争情况以及由此对公司轴承毛利率产生的负面影响。

图 5：2009Q3-2011Q4 公司单季度毛利率



资料来源：长江证券研究部

图 6：2009Q3-2011Q4 公司累计毛利率



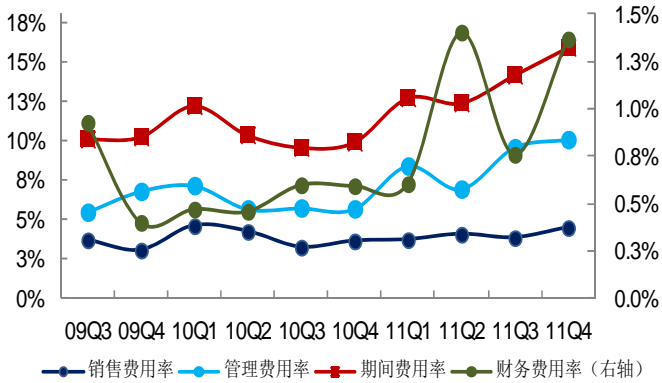
资料来源：长江证券研究部

## 第三，人工成本上升导致 11 年费用率大幅下降，预计 2012 年净利率或小幅回升

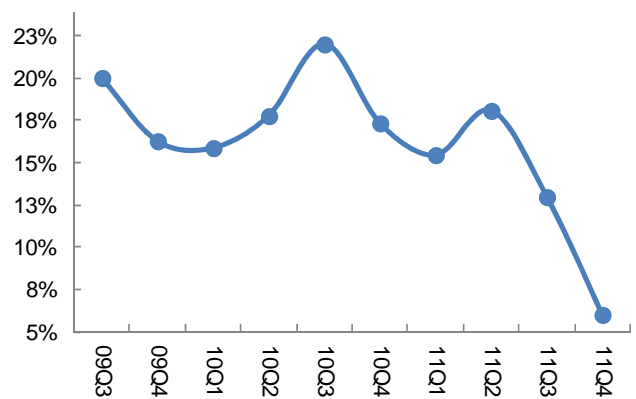
2011 年公司期间费用率约为 13.6%，同比上升约 3 个百分点，其中：

- (1) 管理费用率为 8.66%，同比上升约 2.6 个百分点。主要原因是公司人工成本增加；
- (2) 销售费用率为 4.01%，与去年同期基本持平；
- (3) 财务费用率为 1.02%，同比上升约 0.5 个百分点。报告期内财务费用大幅上升 64.88%，主要系齐重分公司贷款的利息费用和汇兑损益所致。

2011 年公司的净利率约为 13.5%，同比下降约 4.8 个百分点，从单季度来看，四季度净利率为 6.01%，同比大幅下降 10 个百分点左右。11 年净利率下降的主要原因是产品毛利率大幅下降和费用率上升，预计 2012 年毛利率将回升、费用率维持稳定，公司净利率有望小幅上升。

**图 7: 2009Q3-2011Q4 公司单季度期间费用率**


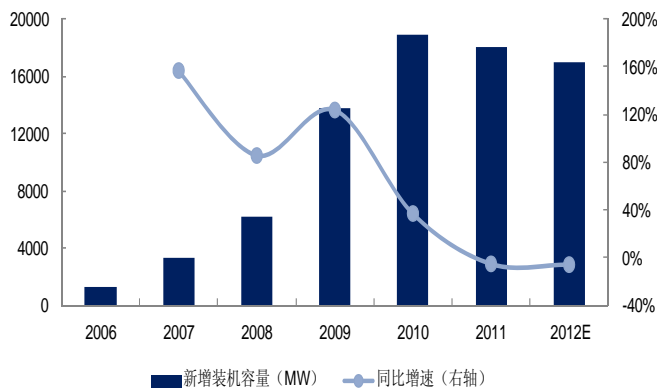
资料来源: 长江证券研究部

**图 8: 2009Q3-2011Q4 公司单季度净利率**


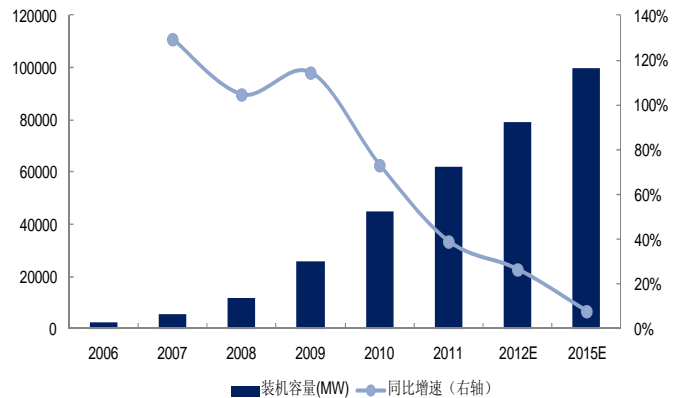
资料来源: 长江证券研究部

#### 第四, 预计 2012 年公司下游需求复苏难现, 整体收入或较 2011 年持平

风电市场需求难以回升, 2012 年公司风电轴承增长前景堪忧。目前国内风电发展受到三大瓶颈制约, 分别是 (1) 风电并网问题; (2) 投资回报率低, 资金缺乏; (3) 电源波动问题。三大问题涉及多方利益, 短时间内难以得到有效解决, 导致中国风电发展暂时遭遇瓶颈。2011 年中国风电新增装机容量 18GW, 总装机容量已达到 63GW。根据国家风电建设规划, 预计 2012 年新增装机容量在 17GW 以下, 未来 4 年年均新增装机容量在 10GW 左右, 行业下行拐点基本确立。风电投资的减速将导致公司风电轴承业务发展速度。

**图 9: 国内风电新增装机容量与同比增速**


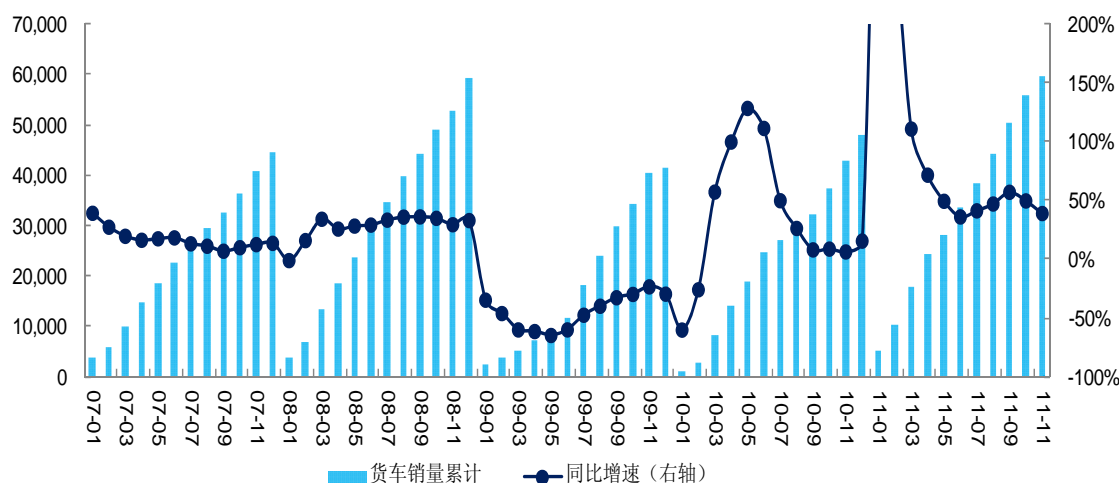
资料来源: 长江证券研究部

**图 10: 国内风电累计装机容量与同比增速**


资料来源: 长江证券研究部

预计 2012 年公司铁路轴承业务或将小幅增长。公司铁路轴承的市占率稳定(在铁路货车轴承领域的市场份额约 30%)，竞争力较强。依据铁道部规划，2015 年铁路货车保有量将达到 90 万辆，2011 年中国铁路货车数量为 67 万辆，2012 年将超过 72 万辆。我们预计 12 年公司铁路轴承业务有望实现小幅正增长。

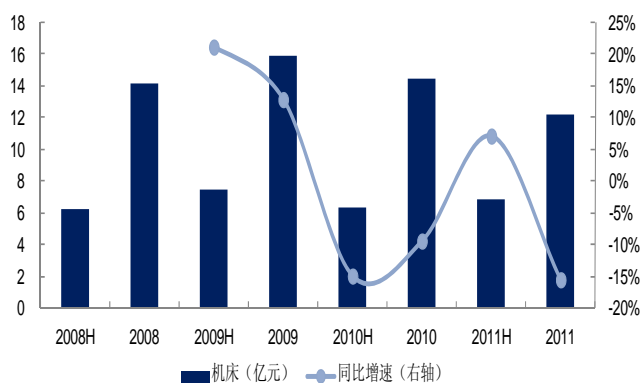
图 11：铁路货车累计销量与同比增速



资料来源：长江证券研究部

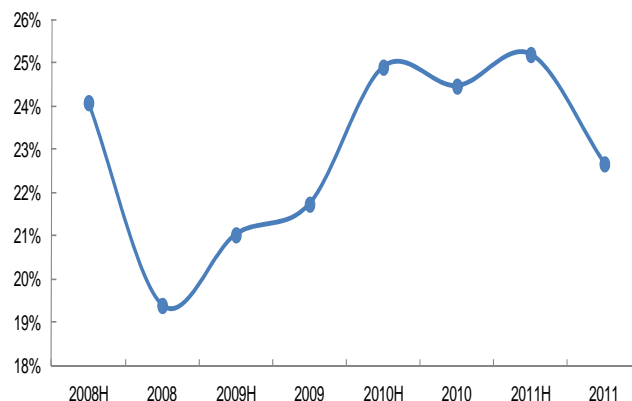
受益核电投资的放松，公司重型机床业务或迎来转机。公司重型机床主要用于风电、火电、核电等重型设备的生产。预计未来核电审批重启将推动公司 12 年机床业务获得转机。

图 12：2011 年公司机床收入降幅超预期



资料来源：长江证券研究部

图 13：2011 年公司机床业务毛利率明显下降



资料来源：长江证券研究部

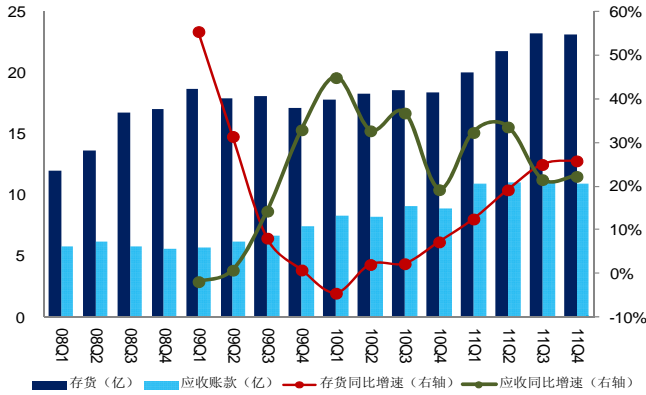
### 第五，去库存、减少应收账款是公司 2012 年的重要任务

**2011 年末公司存货及应收账款占比均处历史高位：**公司存货达 23.12 亿，同比增加 25.84%；应收账款 10.9 亿，同比增加 22.43%。存货、应收账款占总资产比重分别为 32%、15%，较 2010 年末分别提高了 4 个、1 个百分点。

另一方面，2011 年末公司经营性现金流净额为 2.82 亿，与去年同期的 3.45 亿元相比，同比下降 18.26%，短期经营压力加剧。

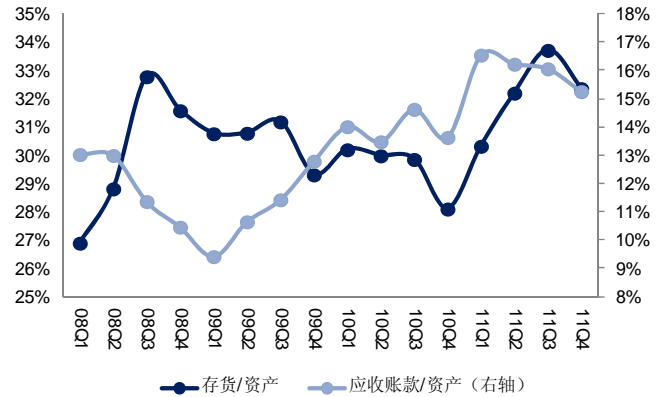
我们预计，公司 2012 年将着重于降低内部库存、减少应收账款，为未来几年的经营拓展打好基础。

**图 14: 2008Q1-2011Q4 存货、应收账款及同比增速**



资料来源：长江证券研究部

**图 15: 应收与存货占比均处历史高位**



资料来源：长江证券研究部

## 第六，高管增持、德清产业基地投资预示公司长期投资买点临近

2011 年 12 月公司实际控制人马兴法先生增持公司 152 万股，占总股本的 0.13%，增持均价约 6.1 元。公司高管的增持体现了管理层对公司未来发展的信心。此外，公司将大力投资德清新生产基地，积极拓展成长空间大的新领域。我们认为，目前公司股价已处历史低位，考虑到其优秀的内部管理、产业布局能力，公司经营或将在未来 2-3 年出现显著改善。

## 第七，给予“推荐”评级

预计公司 2012、2013 年的营业收入分别为 29 亿、33 亿，每股收益分别为 0.35 元、0.43 元，对应 3 月 19 日收盘价的 PE 分别为 21、17 倍。考虑到目前股价已充分反映公司基本面情况，并且德清基地新项目未来存在超预期可能，给予“推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3099	2879	3311	3807	货币资金	294	288	371	717
营业成本	2182	1979	2243	2565	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	916	900	1067	1242	应收账款	1107	1021	1169	1340
% 营业收入	29.6%	31.3%	32.2%	32.6%	存货	2312	2096	2376	2716
营业税金及附加	17	16	18	21	预付账款	120	108	123	140
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	19	17	20	23
销售费用	124	115	132	152	<b>流动资产合计</b>	<b>4197</b>	<b>3851</b>	<b>4426</b>	<b>5360</b>
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	268	236	271	312	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.7%	8.2%	8.2%	8.2%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	32	14	-1	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.5%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	2400	2436	2458	2305
资产减值损失	5	7	7	6	无形资产	438	416	395	375
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	28	28	28	28
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	22	1	1	1
营业利润	471	512	640	755	其他非流动资产	59	59	59	59
% 营业收入	15.2%	17.8%	19.3%	19.8%	<b>资产总计</b>	<b>7144</b>	<b>6792</b>	<b>7368</b>	<b>8129</b>
营业外收支	49	0	0	0	短期贷款	617	88	0	0
利润总额	520	512	640	755	应付款项	834	756	857	979
% 营业收入	16.8%	17.8%	19.3%	19.8%	预收账款	370	344	395	455
所得税费用	78	77	96	113	应付职工薪酬	145	132	149	171
净利润	441	435	544	641	应交税费	36	0	0	0
归属于母公司所有者 的净利润	418.0	412.3	515.1	607.7	其他流动负债	28	26	53	60
少数股东损益	23	23	29	34	<b>流动负债合计</b>	<b>2030</b>	<b>1344</b>	<b>1454</b>	<b>1665</b>
EPS (元/股)	0.35	0.35	0.43	0.51	长期借款	0	-40	-40	-40
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	119	119	119	119
					<b>负债合计</b>	<b>2149</b>	<b>1424</b>	<b>1533</b>	<b>1744</b>
					归属于母公司	4707	5057	5495	6012
					所有者权益				
					少数股东权益	288	311	340	373
					<b>股东权益</b>	<b>4995</b>	<b>5368</b>	<b>5835</b>	<b>6385</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>7144</b>	<b>6792</b>	<b>7368</b>	<b>8129</b>
					<b>基本指标</b>				
						<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
					EPS	0.352	0.347	0.434	0.512
					BVPS	3.96	4.26	4.63	5.06
					PE	20.95	21.24	17.00	14.41
					PEG	1.58	1.60	1.28	1.08
					PB	1.86	1.73	1.59	1.46
					EV/EBITDA	12.53	10.88	9.13	7.68
					ROE	8.9%	8.2%	9.4%	10.1%

---

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

## 投资评级说明

<b>行业评级</b>	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
<b>公司评级</b>	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

---

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

---