

天马股份 (002122)

增持/首次评级

股价: RMB9.32

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号:S1000511060003

(0755) 8212 5086

wangyiming@mail.htlhsc.com.cn

联系人

李进

(0755)8253 7854

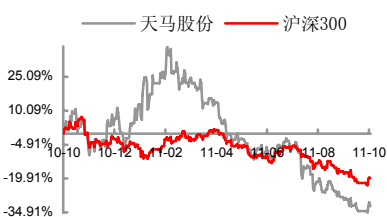
lijinyjs@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,188
流通 A 股 (百万股)	1,188
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	10,894

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

养精蓄锐, 期待景气回升

-----天马股份深度研究报告

- **细分市场的冠军, 新的增长点正在培育。**公司专注于轴承和机床的生产和销售, 多个产品是细分市场的冠军。在经历了快速发展阶段后, 目前处于步入调整期, 新的增长点正在培育, 期待德清基地高端产品的问世。
- **正确的战略推动公司成长。**公司快速成长主要得益于公司战略: 外延式并购扩张、内生性技术创新。
- **核心竞争力突出。**公司产业链完整, 对提升盈利能力功不可没; 先进的技术和有效覆盖范围的销售网络推动公司规模和市场份额不断增加。
- **我国轴承行业供需结构性失衡, 低端供给过剩, 竞争激烈; 高端供给不足。**产品结构高端化和企业间并购是行业发展趋势, 公司在这两个方面都具备发展潜质。
- **轴承产品分化严重, 总体收入将下滑。**公司致力于优化产品结构, 研发高端轴承, 德清基地处于建设期, 短期难以贡献业绩; 凭借技术和市场优势, 铁路货车轴承稳步增长可期; 风电轴承面临毛利率下滑、销量下降的不利局面; 通用轴承有较强的周期性, 受制于固定资产投资增速下降, 预计营业收入增速下降; 高端精密航空轴承受益于行业蛋糕的做大和高端航空轴承国产化政策, 预计保持快速增长, 但业绩贡献有限。
- **齐重数控公司治理改善, 期待盈利提升。**齐重资质良好, 产品技术屡次填补空白。但公司收购后公司业绩低于预期, 随着公司治理的改善, 盈利有改善空间。短期公司产品需求下滑, 业绩将下降。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司 11-13 年 EPS 分别是 0.41、0.47、0.61 元。考虑到公司行业龙头的地位、产品结构高端化发展战略, 参考 2012 年 0.47 元的 EPS, 给予 23-25 倍 PE, 我们认为公司的合理价值区间是 10.8-11.8 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 生产轴承用钢材大幅涨价, 推升公司生产成本; 风电轴承价格降速超预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3582.9	3149.1	3384.7	3776.5
(+/-%)	9.8	-12.1	7.5	11.6
归属母公司净利润(百万元)	658.4	486.4	559.8	729.6
(+/-%)	18.9	-26.1	14.9	30.3
EPS(元)	0.55	0.41	0.47	0.61
P/E(倍)	16.7	22.7	19.8	15.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

一、公司简介：体制灵活的隐形冠军	5
1、专注轴承与机床，细分市场的冠军.....	5
2、体制灵活、酝酿成长的民企.....	5
二、成长之路：并购+技术创新	6
1、外延式扩张：并购.....	6
2、内生性增长：技术创新.....	8
三、核心竞争力突出	9
1、产业链完整.....	9
2、技术领先，专注壁垒高的细分子行业.....	10
3、销售网络“锦上添花”.....	10
四、我国轴承行业特点与发展趋势	11
1、供需和竞争格局分析.....	11
3、发展趋势：产品结构高端化+企业并购.....	14
4、天马股份是轴承行业首选投资标的.....	16
五、轴承业务：产品结构高端化发展，短期业绩下滑	16
1、产品结构高端化发展，致力于德清基地建设.....	16
2、铁路货车轴具备技术和市场优势，稳定增长可期.....	17
3、风电轴承：需求放缓，价格走低.....	18
4、通用轴承受制于投资下降，特种轴承前景值得期待.....	18
五、机床业务：公司治理改善，期待盈利提升	19
1、资质良好.....	19
2、整合低于预期.....	20
3、公司治理改善，盈利有提高空间.....	21
4、机床产品需求下滑，预计收入负增长.....	21
六、财务、估值与盈利预测	21
1、公司财务状况.....	21
2、盈利预测与估值.....	22
风险提示	24

图表目录

图 1:	天马股份股权结构.....	5
图 2:	公司产品由以轴承占主导转变为轴承和机床并重发展的局面.....	6
图 1:	收购后, 相关公司净利润率显著提升.....	7
图 2:	公司毛利率高于行业平均水平.....	7
图 3:	公司轴承销售收入增速高于行业增速.....	7
图 4:	齐重收入和净利润.....	7
图 3:	公司机床产品收入增速明显低于行业水平.....	8
图 4:	公司现金充裕.....	8
图 5:	短期偿债能力强.....	8
图 6:	三公司轴承产品毛利率比较.....	10
图 7:	天马与其他公司轴承产品毛利率之差.....	10
图 5:	风电累计装机容量前 6 的企业.....	11
图 6:	2010 年风电新增装机容量前 6 的企业.....	11
图 7:	我国轴承行业收入和企业数量.....	11
图 8:	轴承产量.....	11
图 9:	2009 年轴承行业下游需求—按销量分.....	12
图 10:	2009 年轴承下游需求—按销售金额分.....	12
图 11:	汽车销量和增速.....	12
图 12:	挖掘机和叉车销量与增速.....	12
图 13:	起重机和压路机销量和增速.....	12
图 14:	空调和洗衣机销量与增速.....	12
图 15:	精度在 P5 及其以上轴承产量占比.....	13
图 16:	我国进口轴承金额.....	13
图 17:	我国轴承行业销售额前 10 企业的集中度.....	13
图 18:	我国轴承行业销售额前 30 企业的集中度.....	13
图 19:	国内所产轴承平均单价.....	13
图 20:	轴承行业毛利率.....	13
图 21:	国内轴承企业的平均 ROE 低于国际轴承企业的平均 ROE(2010 年报数据)	14
图 22:	2003 年 TIMKEN 收购 TORRINGTON 后营业收入和 ROE 明显上升.....	15
图 23:	影响 ROE 的各指标变化情况.....	15
图 24:	利润率指标.....	15
图 25:	三项费用率降低.....	15
图 26:	天马股份兼具规模和盈利优势.....	16
图 27:	新增装机容量增速显著下滑.....	18
图 28:	单位风能固定资产投资成本下降.....	18
图 29:	短期内预计轴承收入和毛利率双降.....	19
图 30:	数控重型龙门移动立式铣车床.....	20
图 31:	CK6163 数控卧式车床.....	20
图 32:	齐重的净利润、营业收入和净利润率.....	20
图 33:	齐重销售收入及增速.....	20

图 34: 不同公司机床产品毛利率比较.....	20
图 35: 预计今年营业收入和毛利率双降.....	21
图 36: 毛利率-按产品类别分.....	21
图 37: PE band.....	23
图 38: PB band.....	23
表格 1: 天马股份主要产品生产基地.....	5
表格 2: 天马股份并购之路.....	6
表格 3: 公司技术创新之路.....	9
表格 4: 关键轴承领域国产化率规划.....	14
表格 5: 公司铁路轴承市场规模预测.....	17
表格 6: 收入预测.....	22
表格 7: 轴承和机床上市公司盈利预测与估值比较.....	23

一、公司简介：体制灵活的隐形冠军

1、专注轴承与机床，细分市场的冠军

天马股份主营轴承与重型数控机床产品的研究、开发与制造，是国内唯一的集材料、轴承、装备三大产业于一体的精密装备制造企业。目前，轴承和机床的销售收入占比分别为 55.5%和 40.9%，在杭州、成都、北京、贵州、齐齐哈尔等国内五省市建有六大专业生产基地。

公司轴承及机床产品定位于替代进口的高端市场，主要应用于铁路、风电、工程机械、重型机械等领域。其中短圆柱滚子轴承、铁路轴承、风电轴承、轧辊轴承，以及“齐一”牌重型数控立卧式车床等产品的国内市场占有率均排名全国第一，成为细分市场冠军。

表格 1：天马股份主要产品生产基地

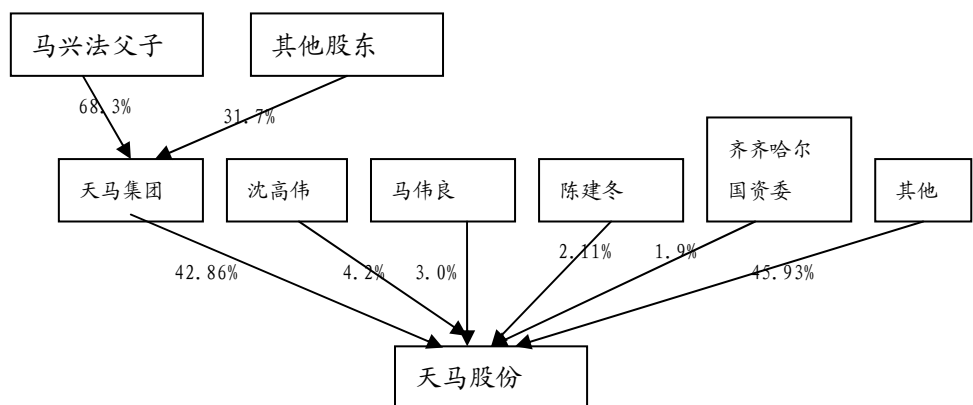
产品	生产基地	细分产品类别	控股比例
轴承	北京天马轴承	石油机械用轴承、冶金轴承	92.69%
	成都天马铁路轴承	铁路货车轴承、风电轴承、	90%
	德清天马轴承	风电轴承、精密高速数控机床轴承、其他通用轴承	100%
	贵州天马虹山轴承	航空轴承	100%
	浙江天马轴承	普通轴承	75%
机床	齐重数控装备	立式车床和卧式车床等	95.59%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2、体制灵活、酝酿成长的民企

公司是我国最大的民营轴承企业，大股东是天马集团，实际控制人是马兴法先生。公司管理层锐意进取，具备卓越的战略眼光，民营企业有效的竞争机制是公司成长的重要动力。在经历了整合之后，公司目前处于养精蓄锐阶段，新的增长点正在培育。

图 1： 天马股份股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

二、成长之路：并购+技术创新

天马股份从民企成长为轴承和机床细分子行业的龙头主要得益于公司正确的战略部署：外延式扩张、内生式创新。

1、外延式扩张：并购

公司以轴承起家，在 2002-2007 年间通过资本运作，先后收购了成都天马轴承、贵州天马虹山轴承、北京时代新人轴承，产品从普通轴承扩展到铁路轴承、航空轴承、冶金轴承和石油机械轴承等领域。2007 年增资齐重数控装备，介入高端机床领域。

表格 2：天马股份并购之路

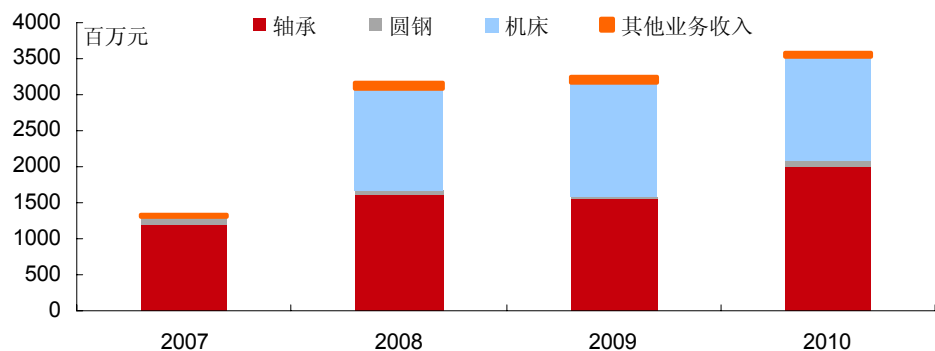
时间	收购对象	收购对象的资质	新介入领域	收购价格
2002.12	成都天马轴承	西南最大的轴承生产企业	铁路轴承	564.2 万元
2007	贵州天马虹山轴承	是航空轴承三大定点生产研制厂之一，虹山轴承的部分技术如真空热处理技术及数控变极性脉冲镀银技术在同行业保持国内领先	高端航空轴承	NA
2007.4	北京时代新人轴承	公司能够生产 800 多个品种的冶金轴承，冶金轴承市场中的占有率约为 25%，轧钢压下机械用轴承列全国市场占有率榜首	冶金轴承和石油机械轴承	2011 万元
2007.9	齐重数控装备	齐重数控装备主导产品立卧式车床市场占有率达 50%，高端重型数控机床进入欧美、韩国、日本等 30 多个国家和地区，技术领先。	机床	6.615 亿元

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们认为，公司四次战略性并购打开了公司成长的空间，对公司的收购战略基本持肯定态度：

第一，产品多元化。收购之后，虽然公司产品从轴承扩展到高端机床，产品实现多元化，分散了产品结构单一的系统性风险。

图 2：公司产品由以轴承占主导转变为轴承和机床并重发展的局面



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

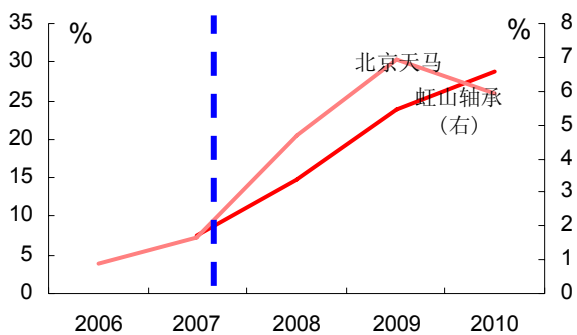
第二，产业链纵向延伸。公司通过收购齐重数控装备，向产业链上游扩张，齐重数控装备的大型精密智能化机床为轴承的生产提供了设备保障，从而让公司成为材料、轴承、装备三大产业于一体的精密装备制造企业，综合实力大大提高。

第三，主营产品轴承横向扩展：从通用轴承扩展到航空轴承、铁路轴承等高端领域，引领轴承高端化发展方向，逐步奠定了公司在轴承行业的龙头地位。

纵向来看，收购后的虹山轴承、北京天马轴承的净利润率相对于收购前都有 3-4 倍的提升。净利润率的提升主要来源于公司轴承产品分享了公司整合带来的协同效应而非行业层面净利润率的提升，因为在轴承行业毛利率保持基本稳定的情况下，公司轴承毛利率和轴承行业毛利率的剪刀差出现了显著的增长。同时，公司轴承产品的营业收入也出现了超越行业平均水平的增长。

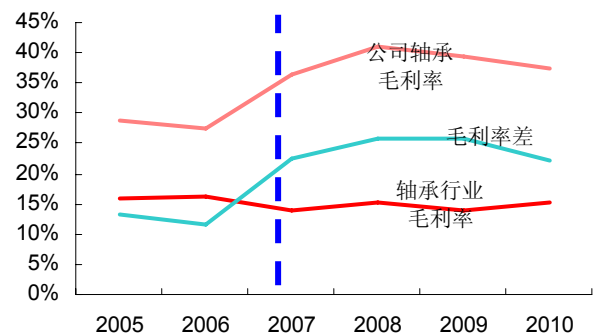
但是，公司收购齐重后，因国企改制存在较大的阻力而进展缓慢，公司治理结构不够完善，导致机床产品的销售收入增速不断下滑，增速低于行业平均水平，整合后的效果低于预期。

图 1： 收购后，相关公司净利润率显著提升



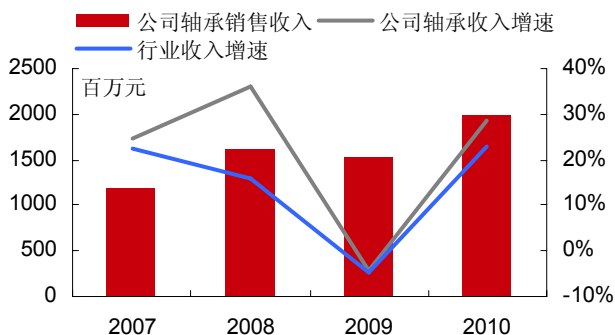
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司毛利率高于行业平均水平



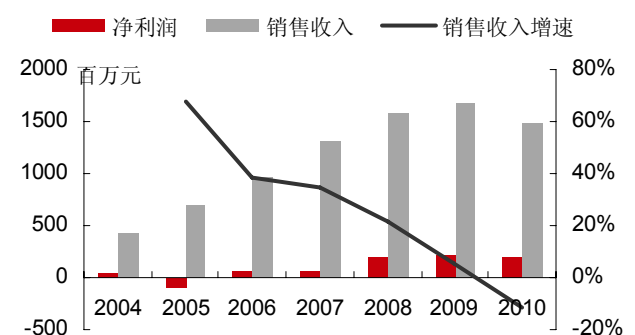
资料来源：天相咨询，公司公告，华泰联合证券研究所

图 3： 公司轴承销售收入增速高于行业增速



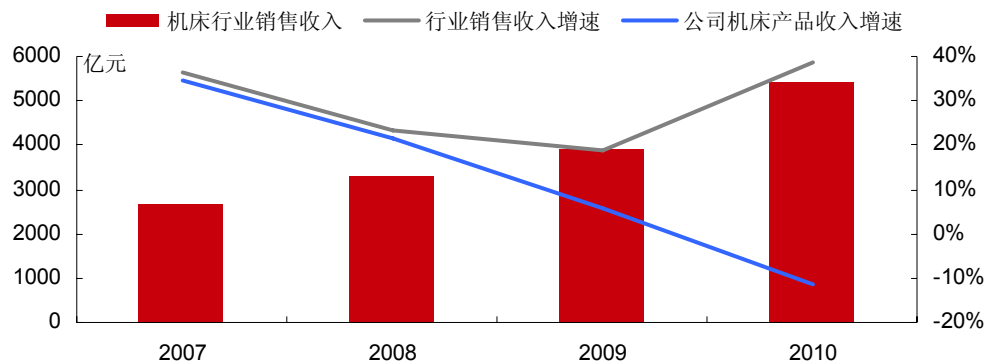
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4： 齐重收入和净利润



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3: 公司机床产品收入增速明显低于行业水平



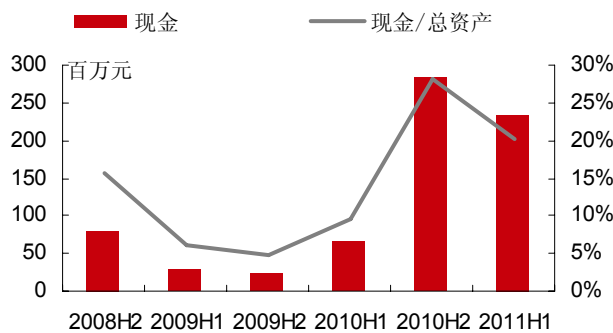
资料来源: 机床工具协会, 公司公告, 华泰联合证券研究所

目前公司已经形成了以轴承和机床业务并重发展的局面。结合公司的成长历程来看, 我们认为在经济不景气的时候, 公司仍有以低成本收购资质好的轴承公司的能力和动力。

从能力方面看: 第一, 公司现金充足, 现金占总资产的比例处于高位水平; 第二, 公司无长期借款, 偿债仅限于短期借款。从流动比率和速动比率的数值和相对水平来看, 公司的短期偿债能力较强, 因此短期债务偿还不会成为收购的绊脚石。此外, 公司在 2010 年报中明确表示要利用公司资金、技术和管理优势和进行适度的企业并购与投资, 推进本行业内优势资源整合的发展目标。我们认为旗帜鲜明的发展目标说明了公司意图通过收购来实现扩张的动力是一直存在的。

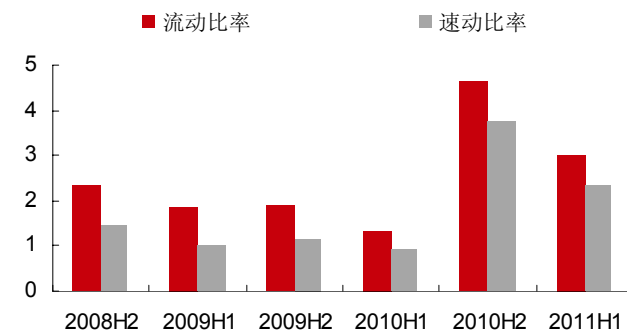
但是我们存在唯一的疑虑在于公司目前致力于德清基地的建设, 需要大量的资金购买设备, 可能会在一定程度上掣肘公司的收购计划。

图 4: 公司现金充裕



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 5: 短期偿债能力强



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

2、内生性增长: 技术创新

技术创新, 进军高端产品市场。按照精度可以把轴承分为 P0、P6、P5、P4 和 P2 共 5 个等级, 产品精度依次逐步提高。高端轴承并无明确的定义, 通常的理解是精度在 P5 以上的轴承。公司原有产品主要是 P0、P6 级的通用轴承, 在上市之后, 公司多

次投入资金进行研发和技术创新，改造了轴承产品几何尺寸精度，精度等级由原先 P0、P6 级提高到 P5、P4 甚至 P2 级水平，振动等级由 Z1 组提升到 Z3 组。机床方面，公司将现有的车削设备和磨削设备进行数控系统改造，改造后使车削、磨削产品加工精度分别由 0.1mm、0.05um 提高到 0.01mm 和 0.001um 水平。

技术创新打开了公司内生增长的空间。主要体现在 3 个方面：

第一，市场份额的提升。如铁路货车轴承市场份额由最初的 3%-4%左右提升到现在的 30%。

第二，应用领域的拓展。如自主研发的风电轴承打破了以前由外资垄断的格局，并与国内国际主要的风机生产商建立了良好的合作关系。

第三，产品应用向高端领域发展。风电轴承由偏航轴承和变桨轴承拓展到技术含量高的精密主轴轴承；军品轴承已经应用于“神舟七号”飞船等高端领域。

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；重型数控机床等产品。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。

表格 3：公司技术创新之路

投资时间 或募集资金 金时间	投资金额 (万元)	新投资项目
2007.4	30817	精密大型轴承技术改造项目、铁路提速轴承生产线技术改造项目和精密调心轴承生产线技术改造项目
2007.10	4684	年产 500 万套精密球轴承项目
2008.5	44820	年产 1 万套精密风力发电机轴承技术改造项目
2009.2	69976	实施高档重型数控机床产业化基地项目
2009.3	44820	实施年产1万套精密风力发电机轴承技术改造项目
2009.3	2996	重点发展风电和精密机床主轴轴承配套轴承产品
2009.10	30,000	大型环类锻件技术改造项目
2010.10	22000	大功率风电轴承技改项目

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

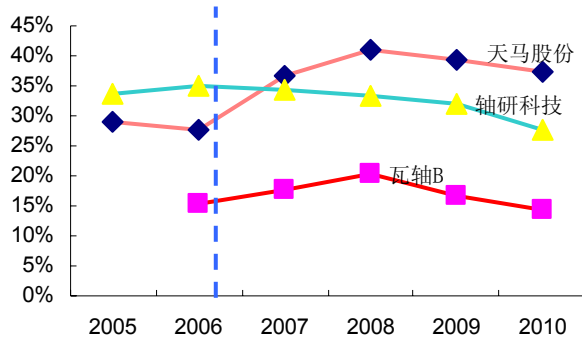
三、核心竞争力突出

1、产业链完整

天马股份产品涉及圆钢、轴承和机床，是国内唯一的集材料、轴承、装备三大产业于一体的精密装备制造企业。自产圆钢使得轴承生产原材料的供给有保障，质量可控。而轴承生产的车加工、打磨等工序由齐重数控生产的机床来完成，一方面齐重数控机床先进的技术可以提高轴承的精度，减少了生产环节对外的依赖性，提高了生产效率；另一方面，相对于外购机床而言，自有设备采购带来的额外利润留在了轴承里面，提升了产品的毛利率。

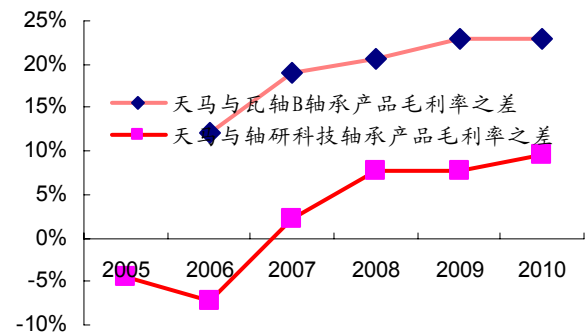
产业链的优势在毛利率上表现的非常明显：第一，横向比较，天马股份轴承产品的毛利率在公司 2007 年整合齐重后，相对于 05、06 年有了大幅的增长。第二，我们选取轴承行业另外两家技术含量最高的企业---瓦轴 B 和轴研科技与公司比较发现，在天马股份收购齐重前，轴承的毛利率明显低于轴研科技，但是在收购齐重后，天马股份的毛利率迅速提高，超过了轴研科技轴承的毛利率，且在不断的扩大这种优势。天马与瓦轴 B 的毛利率之差的优势在收购齐重后也一直在扩大。与竞争对手相比，相同产品的价格相差无几，单位产品毛利率的优势主要来源于公司产业链的优势所带来的单位产品成本的降低。

图 6： 三公司轴承产品毛利率比较



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7： 天马与其他公司轴承产品毛利率之差



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2、技术领先，专注壁垒高的细分子行业

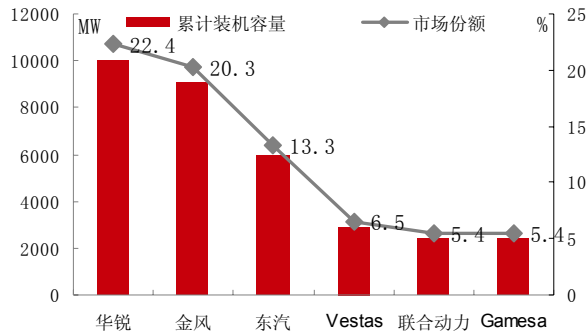
在轴承方面，公司已经生产出级别最高的 P2 级轴承。铁路轴承是铁道部指定 6 家货车轴承生产企业之一，进入壁垒高，凭借先进技术，市场份额由最初的 3%-4% 提高到现在的 30%，市场份额排名第一；依靠自有技术研发的风电轴承打破由外资垄断的格局，目前成为国内外主要风机生产商的供货商；机床方面，屡创创新，填补国内机床空白，彰显公司实力。目前已经能够生产直径为 25 米的重型数控机床，创行业之最。相关产品的高技术壁垒是公司成长的“护城河”。

3、销售网络“锦上添花”

公司根据客户对轴承产品的品质需求、功能需求、外延需求、价格需求等划分不同的消费群体和消费区域，并据此在国内大中城市成立了 6 个销售子公司和 7 个销售分公司，基本覆盖全国主要的轴承消费市场。有效的覆盖范围使公司能够更加准确的了解市场并根据市场的情况作出快速反应。同时，公司近期加强售前调研和售后服务体系的建设，相信新举措对公司进一步拓展市场空间、提升公司产品品牌形象发挥重要作用。

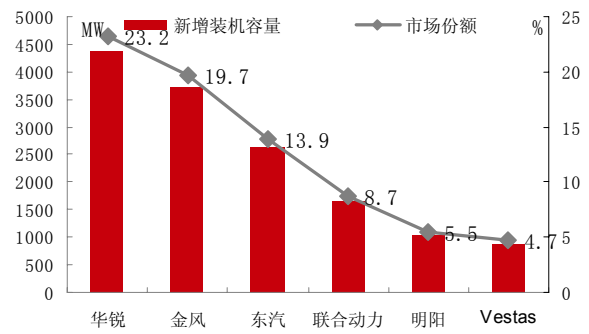
凭借完整的产业链和先进技术的优势，辅之灵活有效的销售网络，公司的产品质量不断提高，市场规模逐步扩大。以公司的优势产品风电轴承为例，依靠强大的研发实力，目前已经研制出 5MW、6MW 等大功率风电轴承，打破了风电轴承由外资垄断的格局，陆续成为东方电气、金风科技等内资主流风机制造企业的供应商。已经成功拓展国际风电主机制造实力最强的企业 Vestas，成为其风电轴承供货商。从风电市场的累积装机容量和 2010 年新增装机容量来看，公司风电客户（金风科技、东方电气、联合动力、Vestas）的市场份额在风电市场处于绝对领先的地位。

图 5: 风电累计装机容量前 6 的企业



资料来源: CWEA, 华泰联合证券研究所

图 6: 2010 年风电新增装机容量前 6 的企业



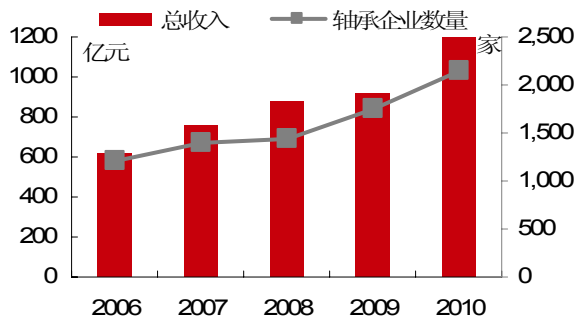
资料来源: CWEA, 华泰联合证券研究所

四、我国轴承行业特点与发展趋势

1、供需和竞争格局分析

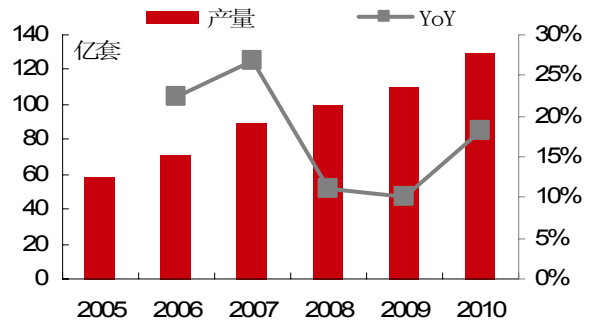
轴承行业规模迅速扩大。截止 2010 年底, 轴承企业 2150 家, 数量堪称全球第一。产量由 2005 年的 58 亿套增长到 2010 年的 130 亿套, CAGR=17.5%。行业销售额从 2006 年的 620 亿元增长到 2010 年的 1196 亿元, CAGR=18.1%, 行业产值位居世界第三。

图 7: 我国轴承行业收入和企业数量



资料来源: 轴承行业协会, 华泰联合证券研究所

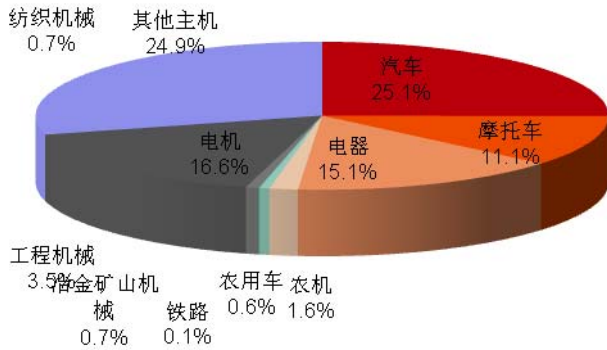
图 8: 轴承产量



资料来源: 轴承行业协会, 华泰联合证券研究所

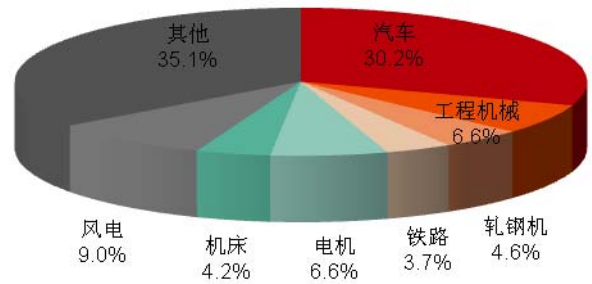
需求增加拉动轴承产业发展。从 2009 年轴承行业的下游需求来看, 汽车、摩托车、电器和电机的需求量占总销量的 76.2%; 汽车、工程机械、风电、机床、电机的需求位居前五, 占销售金额的 56.6%。工业化和城镇化进程带来相关行业如汽车、工程机械、电器、机床等行业近年来销量的大幅增加, 进而带动轴承需求的大幅增加是行业快速发展的主要原因。

图 9： 2009 年轴承行业下游需求—按销量分



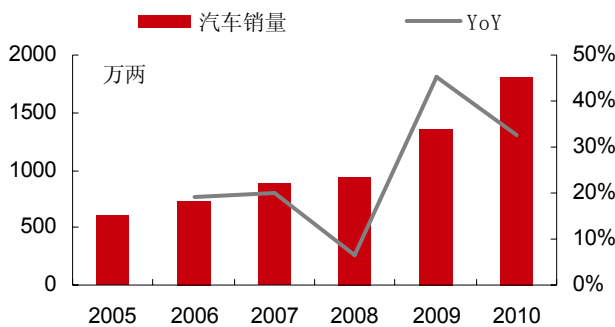
资料来源：机械工业年鉴，华泰联合证券研究所

图 10： 2009 年轴承下游需求—按销售金额分



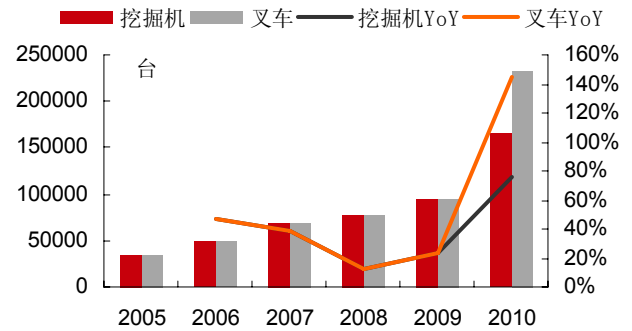
资料来源：机械工业年鉴，华泰联合证券研究所

图 11： 汽车销量和增速



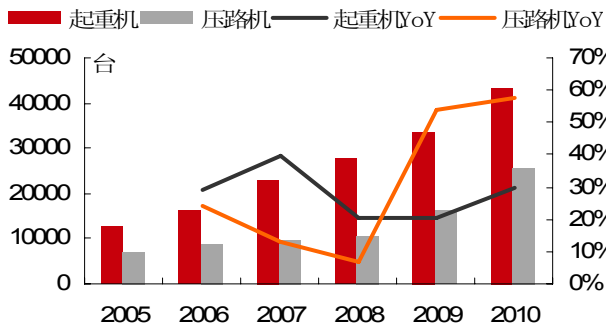
资料来源：聚源数据，华泰联合证券研究所

图 12： 挖掘机和叉车销量与增速



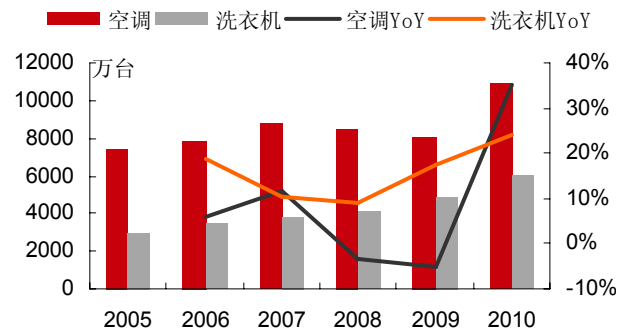
资料来源：工程机械商贸网，华泰联合证券研究所

图 13： 起重机和压路机销量和增速



资料来源：工程机械商贸网，华泰联合证券研究所

图 14： 空调和洗衣机销量与增速

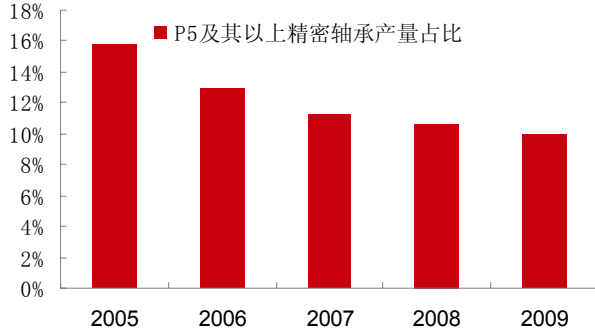


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

供需结构性失衡：低端产能过剩，高端供给不足。相对于 2005 年，2010 年行业销量增长了 124%，但是精度在 P5 及其以上的精密轴承产量占比不增反降，从 05 年的 15.76% 下降至 2010 年的 9.92%，说明大部分新增轴承是技术含量低的中低端轴承，而高端轴承供给不足，严重依赖进口，进口金额节节攀升。造成高低端轴承供需结构性失衡的主要原因是由于我国大部分轴承企业在研发实力、生产工艺等方面较落后，仅有少量研发实力雄厚、生产工艺领先的企业才有实力生产高技术含量的高度轴承，产能不足造成供给严重短缺。随着我国装备制造业的升级，未来对高精度、高寿命、

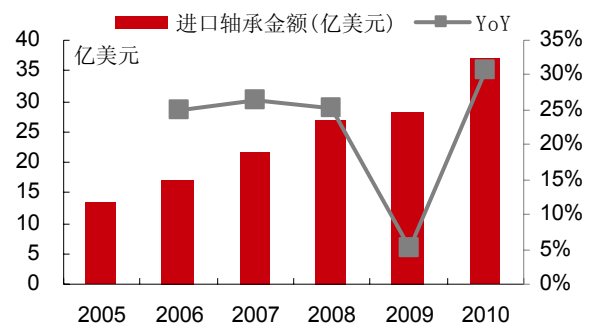
高稳定性的高端轴承的需求将会持续增加，预计高端轴承供给不足的局面仍将在未来1-2年的时间内持续。

图 15: 精度在 P5 及以上轴承产量占比



资料来源: 机械工业年鉴, 华泰联合证券研究所

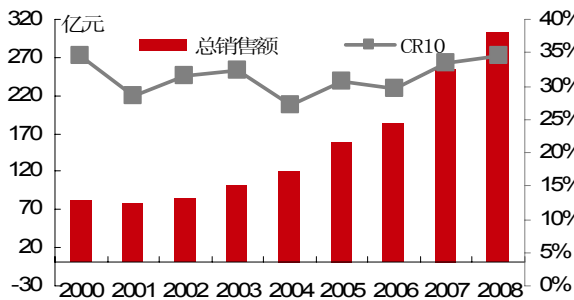
图 16: 我国进口轴承金额



资料来源: 机械工业年鉴, 华泰联合证券研究所

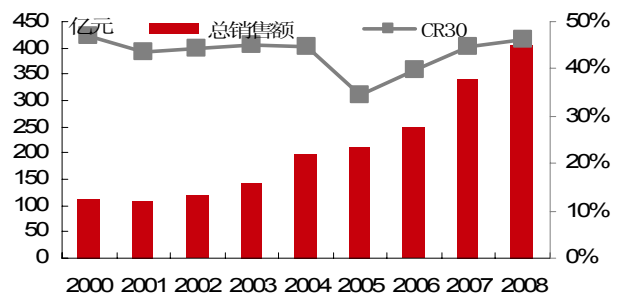
竞争格局: 中低端竞争激烈, 高端失守。根据轴承行业协会的统计, 2009 年轴承行业销售额前 10 和前 30 的企业行业集中度仅为 34.5%和 46.2%。横向比较来看, 德国前三大公司轴承产量占其全国总产量的 96%, 美国前四大公司占 56%, 日本前五大公司占 99.2%, 市场集中度显著高于我国的水平。

图 17: 我国轴承行业销售额前 10 企业的集中度



资料来源: 机械工业年鉴, 华泰联合证券研究所

图 18: 我国轴承行业销售额前 30 企业的集中度



资料来源: 机械工业年鉴, 华泰联合证券研究所

由于低端轴承市场市场需求面广, 进入门槛低, 导致大量低技术含量的轴承企业充斥市场, 目前我国轴承产量的 90%都是中低端轴承, 市场竞争激烈。企业为了生存竞相采取降价的策略挤占市场份额, 致使单套轴承价格和行业毛利率不断走低。而高端轴承市场基本被外资企业垄断。

图 19: 国内所产轴承平均单价

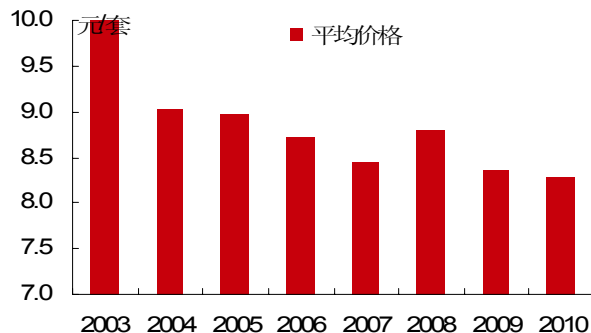
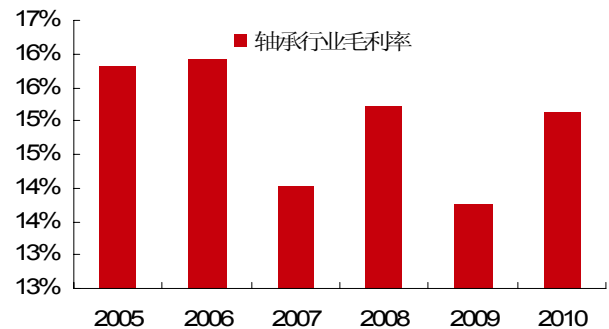


图 20: 轴承行业毛利率

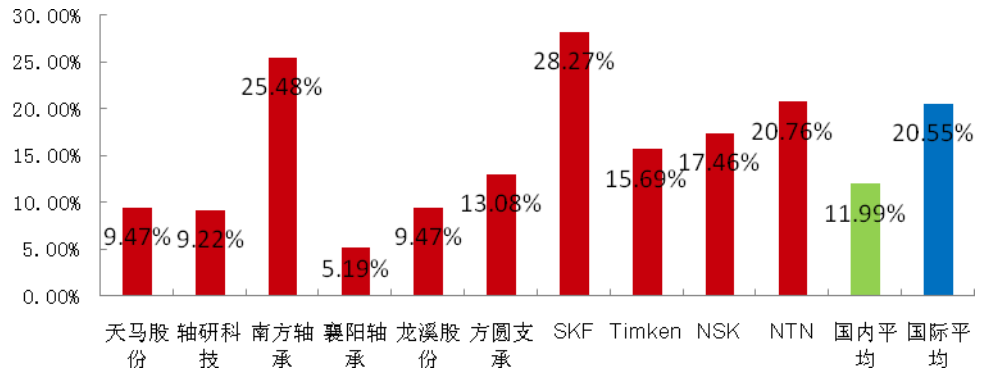


资料来源：轴承行业协会，华泰联合证券研究所

资料来源：天相咨询，华泰联合证券研究所

盈利能力不强。大量低技术含量的轴承企业间的过度竞争引发的价格战压低了整个轴承行业的盈利水平。横向比较来看，2010年国内轴承企业的算术平均ROE为11.99%，而国际轴承上市公司的平均ROE为20.55%，差距明显。

图 21： 国内轴承企业的平均 ROE 低于国际轴承企业的平均 ROE（2010 年报数据）



资料来源：Bloomberg, wind, 华泰联合证券研究所

3、发展趋势：产品结构高端化+企业并购

高端轴承是短板，政策惠及国产化高端轴承。目前我国高技术含量的轴承（精度 P5 及其以上）产品只占总产量的 10%左右，供给短缺，严重依赖进口。从轴承行业“十二五”规划来看，关键领域轴承自主化率有一倍的提升空间，进口替代的空间较为广阔。我们认为国内技术先进、产品高端的轴承企业会享受高端轴承进口替代的成果。

表格 4：关键轴承领域国产化率规划

关键领域配套轴承	自主化率(%)		
	2010	2015	2020
一、大型清洁高效发电设备	40	80	90
二、特高压输变电设备	/	/	/
三、大型石化设备	50	85	95
四、大型煤化工成套设备	50	85	95
五、大型薄板冷热连轧成套设备及镀涂层加工成套设备	10	70	85
六、大型煤炭井下综合采掘、提升和洗选设备以及大型露天矿设备	50	85	95
七、大型船舶、海洋工程设备	40	80	90
八、轨道交通设备	60	80	90
九、大型环保及资源综合利用设备	50	85	95
十、大型施工机械	10	80	85
十一、重大工程自动化控制系统和关键精密测试仪器	40	80	90
十二、大型、精密、高速数控设备和数控系统及功能部件	10	70	80
十三、新型纺织机械	40	80	90
十四、新型、大马力农业装备	50	85	95
十五、电子、生物和医药等高新技术装备	40	80	90

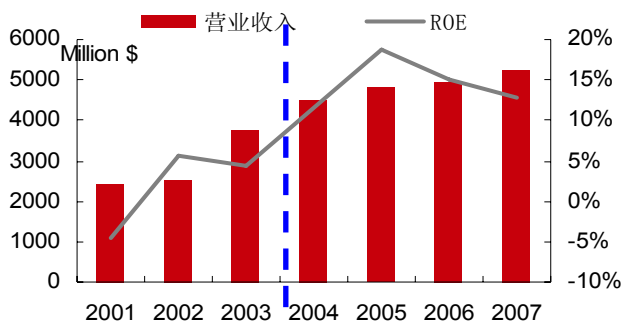
十六、民用飞机及发动机、机载设备	0	试制样品	小批量生产
综合	40	80	90

资料来源：轴承行业“十二五”规划，华泰联合证券研究所

企业间并购是大势所趋。世界轴承行业的发展史也是一部并购史，企业间的并购形成了世界轴承市场的寡头垄断格局，提升了企业的盈利能力和竞争力。德国的 FAG、INA、LUK 三合一成为世界龙头，日本光洋精工 KOYO 与丰田工机（一家日本机床行业制造商）合并成 JTEKT 位居世界第二，瑞典 SKF 通过持续收购保持了前三甲地位，美国 TIMKEN 收购 TORRINGTON 稳居第一阵营。

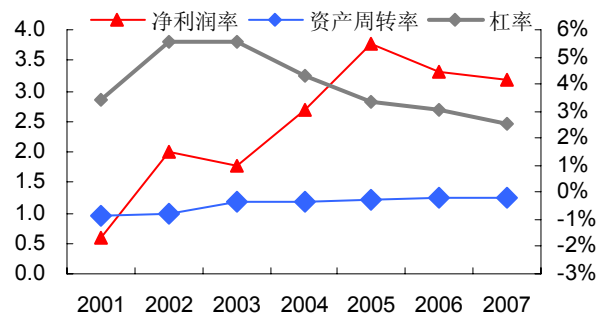
收购之后，企业规模提升，规模效应带来单位产品的折旧和摊销费用率降低，同时产品分享了原有的渠道、管理等资源，单位产品的边际费用递减。Timken 收购 TORRINGTON 就是最好的例证。合并后有了更多的销售渠道，市场扩大，营业收入迅速增长，ROE 大幅提升。从影响 ROE 各指标变化的情况来看，净利润率的提升是 ROE 大幅增长的主要原因。进一步分析，我们发现了 ROE 提升的内在原因：第一，比较 EBIT 利润率和 EBITDA 利润率发现，二者之差所反映的单位产品折旧与摊销费用率出现下滑，说明生产规模的扩大带来了规模效应。第二，管理体系、营销渠道等资源共享使得三项费用率降低，也间接提高了 ROE。

图 22： 2003 年 TIMKEN 收购 TORRINGTON 后营业收入和 ROE 明显上升



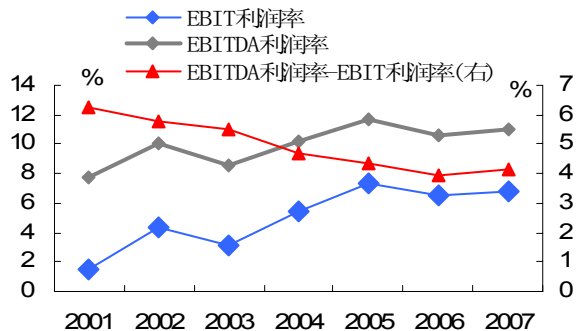
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 23： 影响 ROE 的各指标变化情况



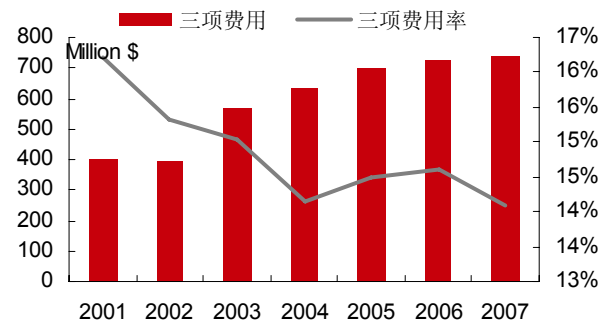
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 24： 利润率指标



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 25： 三项费用率降低



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

目前，我国轴承行业非常分散，大量低技术含量的企业充斥市场，呈无序竞争态势。从行业发展规律来看，当整个轴承行业面临经济增速下滑、固定资产投资下滑的时候，是行业兼并收购的最佳时机。综合实力较强的龙头企业可以低成本收购资质好的企业，整合优质资产，提高企业的核心竞争力，抬升企业的议价能力，实现外延式扩张。

4、天马股份是轴承行业首选投资标的

综合轴承行业发展趋势和行业特点，我们认为轴承行业的投资主线应该把握3各方面：第一，产品结构高端化发展，依托技术和创新实现内生性增长的企业。

第二，具备横向并购的能力，实现外延式扩张的企业。

第三，从财务指标来看，能够在激烈竞争中保持高毛利率的企业。

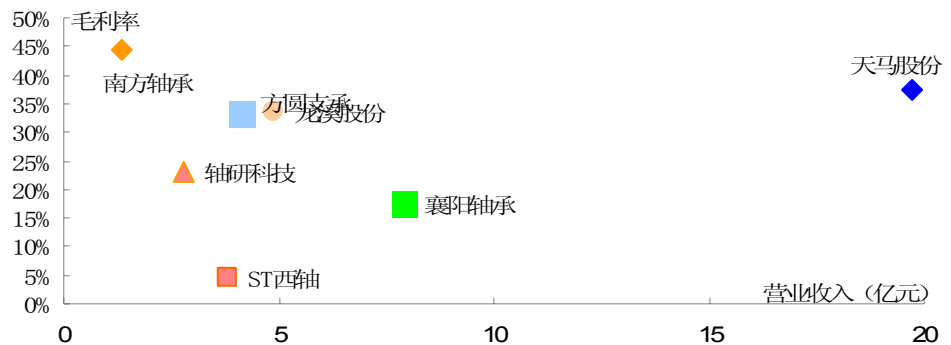
考虑这几个维度，我们认为天马股份是轴承行业投资标的的首选：

第一，公司轴承产品涉及风电轴承、特种精密轴承和在建的德清基地都定位于高端轴承产品，产品结构高端化的战略非常清晰。

第二，公司曾有收购虹山轴承、北京时代新人轴承、成都轴承的成功经历，资产规模和财务状况也具备继续收购的潜力。

第三，公司在行业内兼备规模和盈利优势，是唯一一家集装备、材料于一体的企业，轴承产品的收入和毛利率显著高于行业内其他企业水平。

图 26： 天马股份兼具规模和盈利优势



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

注：以 2010 年年报数据为准。

五、轴承业务：产品结构高端化发展，短期业绩下滑

1、产品结构高端化发展，致力于德清基地建设

战略清晰，志在高端轴承。公司管理层充分认识到了轴承行业高端化发展趋势，将公司的轴承未来发展方向定位于高端轴承，大力研发新产品，多做迎合市场需要的高技术含量和高附加值产品，减少甚至砍掉那些低技术含量、低附加值产品，志在用技术手段提高产品的技术含量。目前公司正在加快调心滚珠轴承、圆锥轴承等原先相对薄弱的大型工业轴承进行研发，加快进口替代进度，力图抢占 SKF、NSK、Timken 等

国际轴承巨头的市场。

针对轴承产品高端化的发展战略，公司致力于德清基地的建设。德清基地主要定位于高端产品，包括大风机轴承、石油钻机轴承、机床等。规划 800 亩的德清基地已经基本完成打桩和地基工作，部分厂房已经在进行管道安装和钢结构施工工作，预计部分车间将在年内封顶，有望明年形成部分产能。

德清基地的建设对公司战略意义重大，主要体现在 3 个方面：第一，研发高端产品，致力于进口替代，抢占轴承行业的制高点。第二，将高端产品集中在德清生产，集中公司优势资源，最大做强主业。第三，统一管理、采购和生产，有利于降低单位产品成本，提高毛利率。

2、铁路货车轴具备技术和市场优势，稳定增长可期

铁路货车轴承市场进入壁垒高，公司技术领先，份额第一。铁路轴承市场由铁道部指定的 6 家轴承企业垄断，对质量有严格的要求，天马股份是其中之一。制度性的障碍使得铁路轴承市场进入壁垒高。公司铁路货车轴承产品质量最优，目前市场占有率 33% 左右，排名第一。

根据铁路“十二五”规划，到 2015 年，铁路货车数量将会达到 90 万辆，截止到 2010 年底，铁路货车的数量为 62.4 万辆。为了测算公司铁路货车轴承的市场空间，我们做如下假设：

- 1、铁路货车数量按照 CAGR=7.6% 的速度增长，到 2015 年底达到 90 万辆；
- 2、按照行业惯例，每辆货车需要使用 8 套轴承；
- 3、需要维修更新替换的轴承量是上年末货车轴承总量的 12%；
- 4、每套货车轴承的价格维持 1200 元不变；
- 5、保守估计公司在未来 5 年保持 30% 的市场份额（凭借公司货车轴承的先进技术和行业制度性进入障碍，我们认为 30% 的市场份额的假设是可以实现的，且是偏谨慎的假设）。

据此我们测算出公司的铁路货车轴承市场规模将有 2011 年的 3.52 亿元增长到 2015 年的 5.44 亿元，CAGR=11.5%。

表格 5：公司铁路轴承市场规模预测

年份	铁路货车数量 (万辆)	新增货车量 (万辆)	每辆货车轴承需求 量(套)	新增货车的 轴承需求量 (万套)	维修更新货车 轴承需求量 (万套)	每年新增 轴承需求量 (万套)	轴承 单价 (元)	新增市场 空间 (亿元)	公司市 场份额	公司市 场规模 (亿元)
2010	62.40									
2011E	67.14	4.74	8.00	37.94	59.90	97.84	1200	11.74	30.0%	3.52
2012E	72.24	5.10	8.00	40.82	80.57	121.39	1200	14.57	30.0%	4.37
2013E	77.74	5.49	8.00	43.92	86.69	130.62	1200	15.67	30.0%	4.70
2014E	83.64	5.91	8.00	47.26	93.28	140.54	1200	16.87	30.0%	5.06
2015E	90.00	6.36	8.00	50.85	100.37	151.23	1200	18.15	30.0%	5.44

资料来源：华泰联合证券研究所

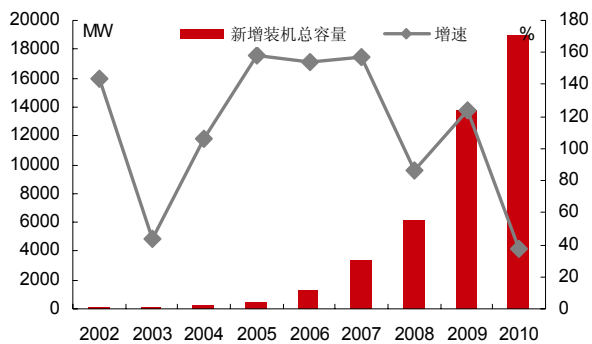
3、风电轴承：需求放缓，价格走低

风电轴承等风电设备行业正处于景气低迷时期，主要原因是：

第一，行业产能过剩，风机和风电零部件等设备价格逐步走低。根据风电行业协会的预测，2011年风电设备总产能将提升至3000万千瓦，为需求1600万千瓦的1.88倍。陆上风机价格逐步走低，已经从2008年的6500元/千瓦，降至如今的3500元/千瓦，降幅高达46.2%。在残酷的市场竞争面前，整机制造商只得纷纷降低成本，化解价格压力，零部件制造商自然是首当其冲。受风电主机和零部件等设备价格的走低，单位风能固定资产投资成本出现下降。

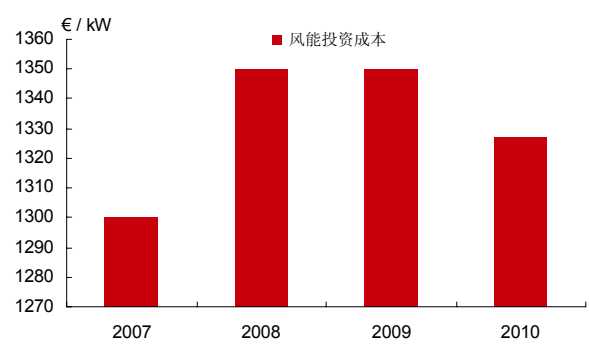
第二，受风电项目审批收紧及并网瓶颈难以破解、风机大面积脱网等负面因素影响，风电行业的新增装机容量增速开始放缓，新增风电设备需求增速放缓，依附于风电主机器的风电零部件需求增速也随之下滑。

图 27： 新增装机容量增速显著下滑



资料来源：CWEA，华泰联合证券研究所

图 28： 单位风能固定资产投资成本下降



资料来源：GWEC，华泰联合证券研究所

面对严峻的形势，风电轴承企业纷纷降低价格以求生存，价格恶性竞争造成的收入和毛利率压力将降低公司风电轴承产品的净利润。为了应对这种不利的局面，公司采取了两方面的措施积极应对：

第一，调整产品结构，积极转向5MW、6MW等大功率风电轴承的生产，风电轴承产品基本都在3MW以上。大功率风电轴承技术含量和进入壁垒较高，竞争相对缓和，产品价格和毛利率较高。

第二，凭借在风电偏航、变桨轴承领域的技术优势，公司积极开展与SIMENS、GE等国际主流风机制造商的合作，以求拓展新的市场空间。

我们认为，公司的积极应对措施会在一定程度上抵销需求放缓、价格走低的不利局面。但是在风电行业景气度急剧恶化的情况下，公司的举措亦不能扭转风电轴承产品销售收入下滑的局面，预计公司的风电轴承业务今年将会出现负增长。

4、通用轴承受制于投资下降，特种轴承前景值得期待

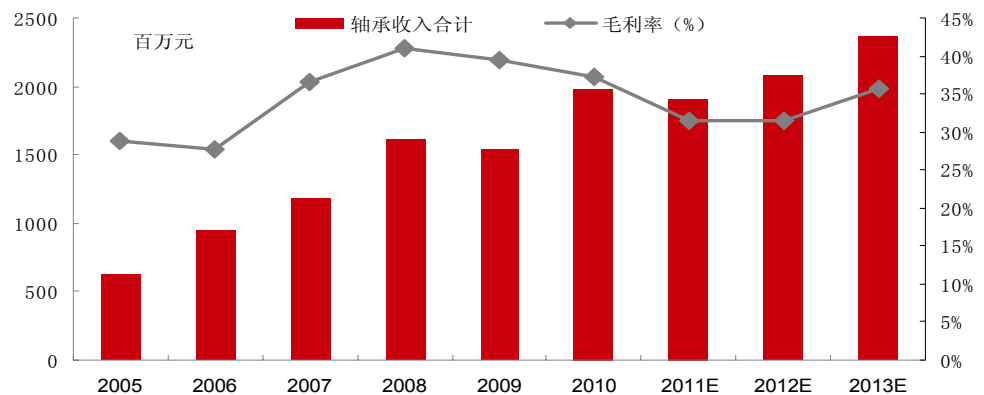
受制于固定资产投资下滑，通用轴承增速放缓。公司的通用轴承主要应用于工程机械、重卡、变速箱等，核心产品是短圆柱滚子轴承。生产短圆柱滚子轴承对技术和设备的要求较高，工艺难度大，使得该行业存在一定的进入壁垒。但是由于其下游主要以周

期性行业为主，在当前经济增速下滑、固定资产投资增速下降的背景下，下游需求下滑较快，预计今年公司的通用轴承产品营业收入的增速在 3% 以内。

特种轴承受益于航空轴承国产化。 贵州天马虹山轴承主要生产高技术含量的航空轴承。新的生产线已经建成，且产品获得客户的高度认可，销量将会出现大幅增长。但是目前公司的特种轴承销售收入占公司主营业务收入的比例仅为 1.4%，我认为在短期内特种轴承产品对业绩增厚有限。

总体上来看，由于风电轴承和通用轴承贡献了 74% 的轴承业务收入，在风电轴承收入大幅下滑、通用轴承收入基本持平；铁路轴承稳定增长的情况下，我们认为公司的轴承收入今年增速将会出现明显的下滑；而成本的上升和价格的走低将会压低毛利率。

图 29： 短期内预计轴承收入和毛利率双降



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

五、机床业务：公司治理改善，期待盈利提升

1、资质良好

技术创新，屡次填补空白。 齐重数控研发实力雄厚，一大批产品已经达到了世界先进水平。立车加工范围从填补国内空白的 10 米、16 米、16.8 米，到现在填补国际空白的 25 米，最大承重 600 吨；卧车从填补国内空白的 4.3 米、5 米，到现在填补国际空白的 6.3 米，最大承重 300 吨。研制的立、卧两大类金属重型车削机床的发展走向，为我国大型金切机床的批量生产探索出一条新路。

产品精度达国际先进水平。 依托重型立卧车产品，公司全面开拓多品种产业格局，数控重型镗铣床、数控动梁龙门移动式镗铣床等新产品不断问世，且精度达到国际先进水平。数控立式磨床工作台 $\phi 2500$ 直径外端径跳达到 0.003mm，砂轮主轴端径跳 0.002mm，改写了我国同类设备长期依赖进口的历史；高精立式加工中心的铣齿加工精度达 8 级成品齿轮加工；数控重型曲轴旋风切削加工中心可一次性完成低速机曲轴的成品加工；2.5 米数控立式车床工作台径跳、端跳达到 0.005mm。

图 30: 数控重型龙门移动立式铣车床



资料来源: 公司网站, 华泰联合证券研究所

图 31: CK6163 数控卧式车床

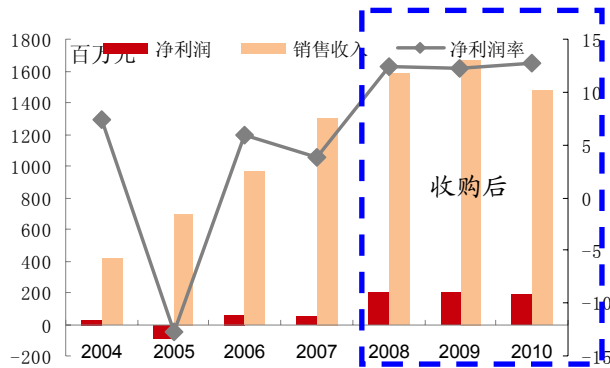


资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

2、整合低于预期

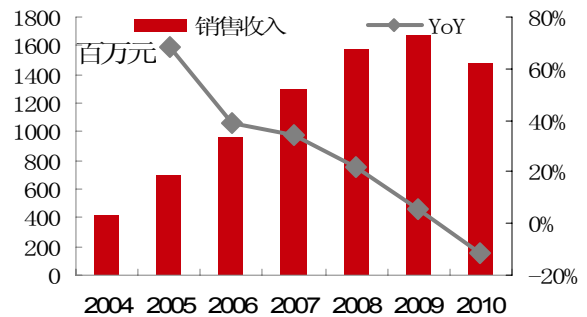
齐重数控原是齐齐哈尔市国资委下属企业, 天马在收购该企业之后, 齐重的销售收入、净利润、净利润率等财务指标相对于收购前明显好转。但是公司增长缓慢, 收入增速明显下滑, 甚至在机床行业快速增长的 2010 年, 公司的机床业务收入出现负增长。产品的毛利率低于行业内其他主要机床生产企业。合并齐重的效果低于市场预期。

图 32: 齐重的净利润、营业收入和净利润率



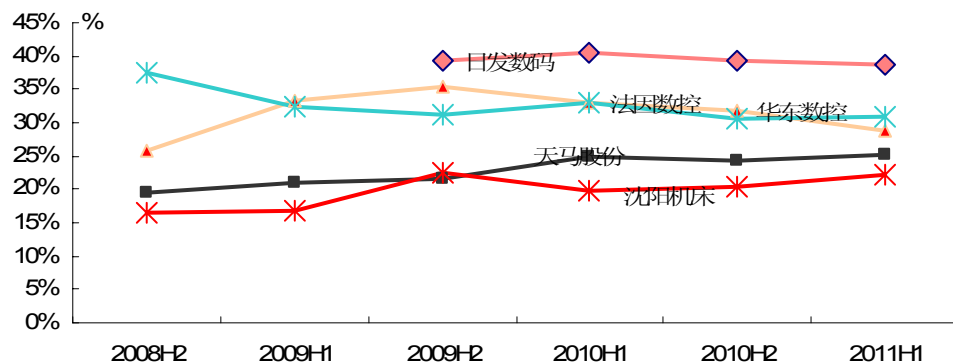
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 33: 齐重销售收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 34: 不同公司机床产品毛利率比较



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

3、公司治理改善，盈利有提高空间

合并后齐重业绩低于预期，主要原因是齐重是老国企，在国企改革、引入竞争机制的过程中，管理层和少量的技术人员流失，公司管理存在问题，拖累业绩。目前，公司已经委派了新的齐重数控分公司的总经理，优化行政管理和业务流程，采购、生产和销售由天马统一协调。此举措有利于减少成本、提高利润率。

4、机床产品需求下滑，预计收入负增长

公司机床业务收入预计明显下降。公司的机床主要应用于风电、火电、核电、航空航天等领域，核电受日本核泄漏事件影响，新的项目已经停止审批；风电新增装机容量增速也大幅下滑，航空航天机床产品虽然能够保持稳定，但是占比不大。受下游需求大幅减缓的负面影响，我们认为公司的机床业务今年负增长是大概率事件，预计机床业务收入今年将下降 23%。

机床毛利率预计持平。虽然公司治理的改善会提升毛利率，但是由于公司的机床属于重型机械机床，运输、安装成本较高，劳动力和原材料价格的上涨将会降低毛利率。我们预计劳动力价格上涨所带来毛利率的下降将会抵消因公司治理改善所带来的毛利率的提升，机床业务毛利率基本保持与去年持平。

六、财务、估值与盈利预测

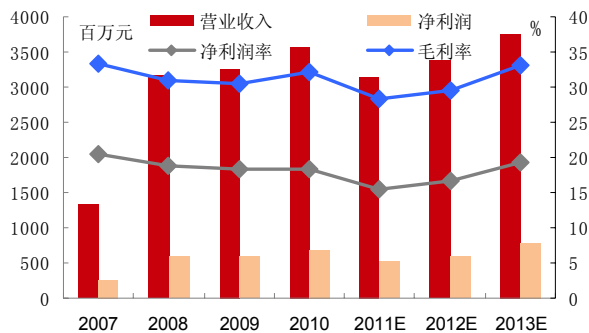
1、公司财务状况

今年营业收入预计下降。在经历了快速发展之后公司目前步入平稳发展期，新的利润增长点增在培育期。预计 2011-2012 年公司的营业收入分别增长-12.1%和 7.5%。待 2013 年德清基地高端产品批量生产后，公司的营业收入和毛利率才会有大幅增长。

毛利率预计下降。由于受到行业景气度下滑的影响，风电轴承毛利率预计小幅下降至 33%左右，铁路轴承和通用轴承毛利率保持稳定，特种轴承毛利率虽然能够保持高位且有提升的空间，但占比较小，对毛利率总体影响有限。总体来看我们预计今年公司轴承综合毛利率会下降至 31%左右。齐重数控毛利率预计保持持平，总体毛利率下降到 28.4%。

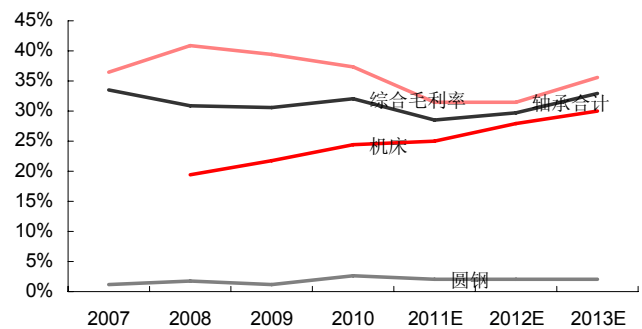
三项费用率上升。原材料、人工成本和融资成本的上升会提高营业费用率、管理费用率和财务费用率。

图 35： 预计今年营业收入和毛利率双降



资料来源：华泰联合证券研究所

图 36： 毛利率-按产品类别分



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2、盈利预测与估值

2.1 收入预测

关键假设

第一，风电轴承销量下降，通用轴承销量小幅增长，铁路轴承产品稳定增长，特种轴承保持高增长态势。

第二，机床产品销量下降，毛利率保持持平。

表格 6：收入预测

收入（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
轴承	1,545	1,988	1,905	2,079	2,370
YoY	-4.50%	28.65%	-4.15%	9.11%	14.02%
毛利率（%）	39.49%	37.26%	31.38%	31.51%	35.64%
机床	1,593	1,466	1,109	1,164	1,257
YoY	13.47%	-10.95%	-23.00%	5.00%	8.00%
毛利率（%）	21.73%	24.45%	25.00%	28.00%	30.00%
圆钢	27	87	92	93	101
YoY	-49.69%	222.61%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	1.05%	2.78%	2.00%	2.00%	2.00%
其他产品	96	42	43	46	48
YoY	4.86%	-56.25%	3.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	38.60%	87.26%	38.00%	38.00%	38.00%
合计	3,262	3,583	3,149	3,385	3,776
YoY	2.72%	9.84%	-22.48%	6.80%	11.15%
毛利率（%）	30.47%	32.17%	28.37%	29.55%	32.89%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

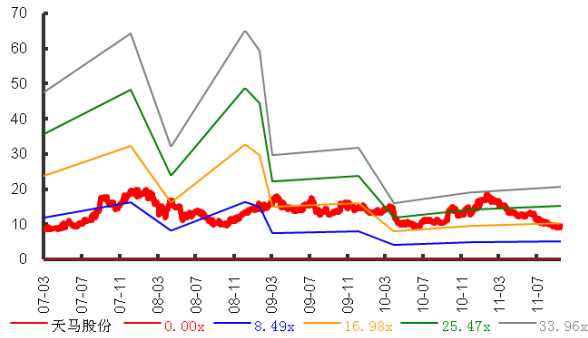
2.2 估值讨论

目前，A股轴承类上市公司2011和2012年的动态平均估值水平是28.2X和25.3X；机床类上市公司2011和2012年的动态平均估值水平是27.5X和19.5X。根据我们的预测，天马股份11-13年EPS分别是0.41、0.47、0.61元，对应的PE分别是22.7X、19.8X、15.2X。

2.3 投资建议

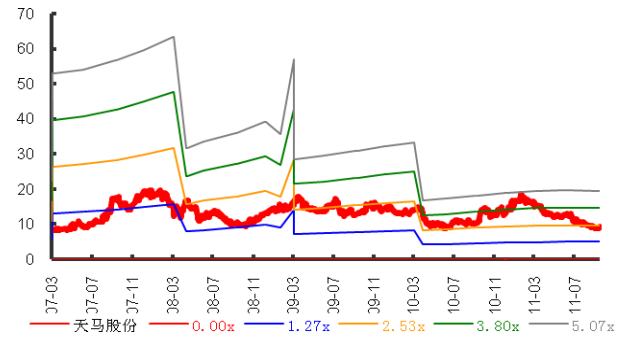
考虑到公司行业龙头的地位、公司产品结构高端化发展战略，参考2012年0.47元的EPS，给予23-25倍PE，我们认为公司的合理价值区间是10.8-11.8元，给予“增持”评级。

图 37: PE band



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 38: PB band



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 7: 轴承和机床上市公司盈利预测与估值比较

代码	简称	10.17 收盘价	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	10PE	11PE(E)	12PE(E)	PB	ROE(TTM)	总市值 (亿元)
000595	*ST 西轴	8.51	-0.72	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A	8.90	-32.28	18.45
002046	轴研科技	16.75	0.44	0.53	0.64	38.07	31.43	26.00	3.22	9.64	18.11
000678	襄阳轴承	5.38	0.08	0.00	0.12	67.25	N/A	43.92	3.21	3.65	16.20
002122	天马股份	9.32	0.55	0.41	0.47	16.95	22.73	19.83	2.37	11.79	110.72
600592	龙溪股份	9.70	0.31	0.35	0.43	31.28	27.46	22.73	2.39	9.22	29.10
002553	南方轴承	17.69	0.55	0.65	0.87	31.94	27.18	20.23	2.96	7.27	15.39
600495	晋西车轴	12.70	0.14	0.35	0.43	90.71	36.14	29.42	2.67	4.98	38.38
002147	天润曲轴	11.89	0.35	0.41	0.53	33.60	29.30	22.62	3.42	12.07	30.74
002283	方圆支承	12.71	0.92	0.55	0.73	13.82	23.08	17.42	2.46	8.64	71.10
国内轴											
承公司						35.96	28.19	25.27	3.51	3.89	38.69
均值											
000410	沈阳机床	9.03	0.26	0.39	0.54	34.77	22.88	16.64	3.12	5.75	49.26
000837	秦川发展	10.29	0.31	0.44	0.55	33.68	23.19	18.63	3.27	12.18	35.88
002248	华东数控	15.60	0.37	0.41	0.59	42.16	38.46	26.33	3.83	3.42	40.17
002270	法因数控	10.55	0.18	0.00	1.02	58.61	N/A	10.35	2.75	4.64	15.35
002520	日发数码	33.11	1.03	1.05	1.32	32.15	31.61	25.15	4.33	12.16	31.79
002559	亚威股份	29.67	1.14	1.17	1.57	26.03	25.27	18.87	2.32	8.22	26.11
300161	华中数控	19.55	0.66	0.52	0.68	29.62	37.39	28.71	2.29	4.61	21.08
600243	青海华鼎	7.46	0.09	0.00	0.00	82.89	N/A	N/A	2.27	1.75	17.67
600806	昆明机床	7.76	0.34	0.30	0.38	22.82	26.15	20.23	2.90	8.02	41.21
600862	南通科技	10.27	0.39	0.67	1.02	26.33	15.35	10.12	2.67	5.08	32.76
国内机											
床公司						38.91	27.54	19.45	2.98	6.58	31.13
均值											
	SKF(瑞典)	136.30	11.60	14.11	14.26	11.75	9.66	9.56	4.61	28.27	63,297.19
	NACHI(日)	453.00	22.37	39.81	37.88	20.25	11.38	11.96	1.21	11.22	102,916.9
	NSK(日)	585.00	8.82	48.30	57.51	66.33	12.11	10.17	1.50	10.32	10,254.34

	TIMKEN	40.80	2.95	4.52	5.09	13.81	9.03	8.02	2.43	15.69	3,781.51
国际公 司均值						28.03	10.54	9.93	2.44	16.38	

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

备注: 美国、瑞典、日本公司的股价单位分别为美元、克朗、日元; 总市值单位分别为百万美元、百万克朗和百万日元。

风险提示

- 1、生产用钢材大幅涨价, 推升公司生产成本增长超出预期。
- 2、风电轴承的销量和价格降速超预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3750	3764	4483	5637	营业收入	3583	3149	3385	3776
现金	501	952	1460	2356	营业成本	2430	2256	2385	2534
应收账款	891	725	799	892	营业税金及附加	24	19	21	24
其他应收款	18	19	19	22	营业费用	139	113	123	138
预付账款	119	120	120	129	管理费用	216	203	212	236
存货	1837	1711	1805	1919	财务费用	19	17	16	9
其他流动资产	384	237	279	318	资产减值损失	12	0	0	0
非流动资产	2787	3465	3338	3101	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2260	2993	2891	2669	营业利润	743	542	628	836
无形资产	365	368	369	368	营业外收入	78	68	70	71
其他非流动	161	103	77	63	营业外支出	15	13	14	14
资产总计	6537	7229	7821	8738	利润总额	805	596	685	893
流动负债	1567	1815	1761	1860	所得税	105	69	82	107
短期借款	304	432	380	384	净利润	701	527	603	786
应付账款	530	567	577	611	少数股东损益	42	41	43	56
其他流动负	733	816	804	865	归属母公司净利	658	486	560	730
非流动负债	278	314	415	518	EBITDA	957	778	906	1114
长期借款	160	240	333	433	EPS (元)	0.55	0.41	0.47	0.61
其他非流动	118	74	81	84					
负债合计	1846	2129	2175	2378					
少数股东权	283	324	367	423	主要财务比率				
股本	1188	1188	1188	1188	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	1028	1028	1028	1028	成长能力				
留存收益	2192	2560	3063	3721	营业收入	9.8%	-12.1%	7.5%	11.6%
归属母公司	4408	4775	5278	5937	营业利润	18.9%	-27.1%	16.0%	33.1%
负债和股东	6537	7229	7821	8738	归属母公司净利	18.9%	-26.1%	15.1%	30.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	32.2%	28.4%	29.5%	32.9%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	18.4%
					ROE(%)	14.9%	10.2%	10.6%	12.3%
					ROIC(%)	14.0%	10.1%	11.4%	15.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	28.2%	29.5%	27.8%	27.2%
					净负债比率(%)	25.16	31.54	32.78	34.39%
					流动比率	2.39	2.07	2.55	3.03
					速动比率	1.22	1.13	1.52	2.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.46	0.45	0.46
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.33	4.11	4.17	4.27
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.55	0.41	0.47	0.61
					每股经营现金流	0.29	1.08	0.57	0.76
					每股净资产(最)	3.71	4.02	4.44	5.00
					估值比率				
					P/E	16.82	22.76	19.78	15.18
					P/B	2.51	2.32	2.10	1.87
					EV/EBITDA	12	15	12	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司