

## 天马股份 (002122)

增持/维持评级

股价: RMB6.24

### 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

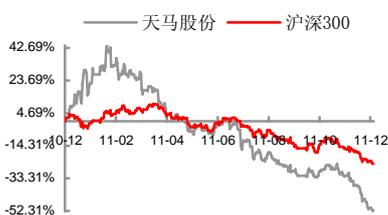
### 相关研究

公司研究-天马股份 (002122) 111028:  
养精蓄锐, 静待景气回升

### 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)	7,413

### 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

# 产业资本增持凸显公司长期投资价值

- 事件:** 公司实际控制人马兴法先生于 2011 年 12 月 28 日增持本公司股份 1,525,045 股, 占公司已发行总股份的 0.13%。本次增持后, 马兴法合计控制本公司 42.99% 的股份, 增持价格 6.096 元。同时, 马兴法先生拟在未来 12 个月内 (自 2011 年 12 月 28 日起算), 将视资本市场情况再决定是否增持公司股份, 但增持公司股份总额不少于公司总股份的 0.2% 同时不超过公司总股份的 2% (含此次已增持股份在内)。
- 产业资本增持凸显公司长期投资价值。** 实际控制人增持公司股份主要是基于对公司未来长期发展前景的信心。我们认为公司具备长期投资价值: 1、产品结构高端化, 将在高端轴承进口替代进程中显著受益。2、技术优势明显。3、产业链完整, 兼具规模和盈利优势。4、相对具备较好的抗风险能力。
- 短期业绩下滑, 维持“增持”评级。** 受制于经济下滑的影响, 预计全年营业收入下降 12%; 而管理费用和财务费用的增加机会进一步降低公司净利润, 预计全年下降 26%。预计 11-13 年 EPS 分别是 0.41、0.47、0.61 元, 对应 PE 分别为 15.68X、13.62X 和 10.45X, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 风电轴承价格继续大幅走低; 机床产品销量下降幅度超预期。

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)	11.58	15.68	13.62	10.45

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

一、事件：实际控制人增持公司股票.....	4
二、产业资本增持凸显公司长期投资价值 .....	4
三、短期业绩下滑 .....	5
风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1: 三公司轴承产品毛利率比较 .....	4
图 2: 公司轴承毛利率显著高于行业水平 .....	4
图 3: 天马股份兼具规模和盈利优势（仅考虑轴承产品） .....	5
表格 1: 天马股份并购之路 .....	5

## 一、事件：实际控制人增持公司股票

**实际控制人增持 0.13% 的总股份。**公司实际控制人马兴法先生于 2011 年 12 月 28 日增持本公司股份 1,525,045 股，占公司已发行总股份的 0.13%。本次增持后，马兴法合计控制本公司 42.99% 的股份，增持价格 6.096 元。

**后续增持计划：**马兴法先生拟在未来 12 个月内（自 2011 年 12 月 28 日起算），将视资本市场情况再决定是否增持公司股份，但增持公司股份总额不少于公司总股份的 0.2% 同时不超过公司总股份的 2%（含此次已增持股份在内）。

## 二、产业资本增持凸显公司长期投资价值

实际控制人增持公司股份主要是基于对公司未来长期发展前景的信心。我们认为公司具备长期投资价值：

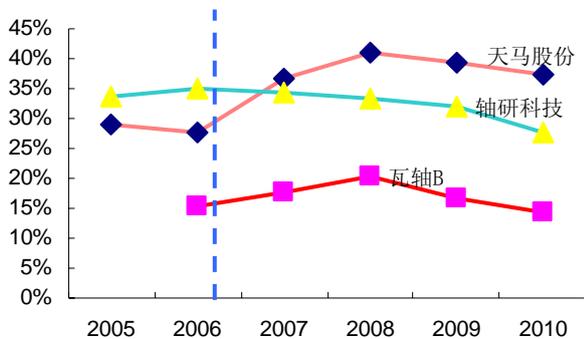
**1、产品结构高端化，加快进口替代进程。**公司轴承产品涉及风电轴承、特种精密轴承和在建的德清基地都定位于高端轴承产品，产品结构高端化的战略非常清晰，将在高端轴承进口替代进程中显著受益。

公司正在加快我国相对薄弱的大型工业轴承进行研发，志在抢占 SKF、Timken、NSK、FAG 等国际轴承巨头的市场，进口替代正在继续。

**2、技术领先。**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”。

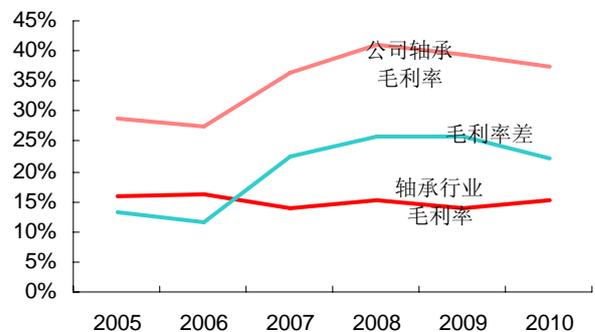
**3、产业链完整，兼具规模和盈利优势。**公司在行业内兼备规模和盈利优势，是唯一一家集装备、材料于一体的企业，轴承产品的收入和毛利率显著高于行业内其他企业水平。

图 1： 三公司轴承产品毛利率比较



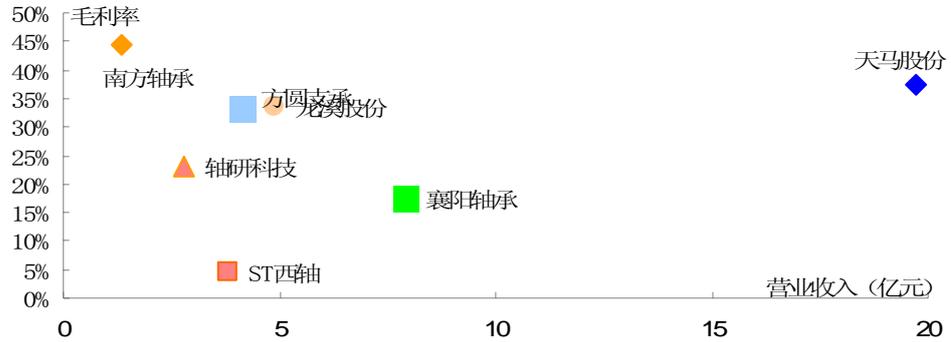
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司轴承毛利率显著高于行业水平



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3： 天马股份兼具规模和盈利优势（仅考虑轴承产品）



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

#### 4、行业步入寒冬，愈发彰显公司实力

受制于经济下滑，轴承行业加速洗牌，凭借先进的技术、规模和市场优势以及产品结构的多元化，我们判断相对于其他轴承企业，公司具备较好的抗风险能力。

结合公司的成长历程来看，我们认为在经济不景气的时候，不排除公司逆市扩张、以低成本实现横向并购的可能。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。前期公司董事会通过的发行 12 亿发行短期融资券计划，亦说明了公司短期流动性紧张的局面。

表格 1：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

### 三、短期业绩下滑

风电轴承量价齐跌。风电行业面临新增装机容量增速快速下滑和风电并网技术难题，风电轴承等风电设备企业面对严峻形势，降低价格，以求生存。风电轴承量价齐跌，预计全年风电轴承产品收入下降 20%。

工程机械轴承、重卡轴承等通用轴承受制于固定资产投资下滑，需求减少。

公司机床产品中的风电和核电产品用机床销量大幅下滑，航空航天用机床销量虽然能够保持稳定，但是占比不大。预计机床业务收入今年将下降 23%。

预计全年营业收入下降 12%；而管理费用和财务费用的增加则会进一步降低公司的净利润，预计全年下降 26%。

**维持“增持”评级：**维持对公司的盈利预测，预计 11-13 年 EPS 分别是 0.41、0.47、0.61 元，对应 PE 分别为 15.68X、13.62X 和 10.45X，维持“增持”评级。

## 风险提示

风电轴承价格继续大幅走低；机床产品销量下降幅度超预期。

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
<b>流动资产</b>	3750	3764	4483	5637	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	2668	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	6537	7229	7821	8738	<b>利润总额</b>	805	596	685	893
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	1846	2129	2175	2378					
少数股东权	283	324	367	423	<b>主要财务比率</b>				
股本	1188	1188	1188	1188	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
资本公积	1028	1028	1028	1028	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东</b>	6537	7229	7821	8738	归属母公司净利	18.9%	-26.1%	15.1%	30.3%
					<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	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(最新	3.71	4.02	4.44	5.00
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.58	15.68	13.62	10.45
					P/B	1.73	1.60	1.44	1.28
					EV/EBITDA	8	10	9	7

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。