


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2012-03-20
工业/机械


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 年报点评


华泰联合

天马股份 (002122)

增持/维持评级

股价: RMB7.37

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号:S1000511060003

(0755) 8212 5086

wangyiming@mail.hthsc.com.cn

联系人

李进

(0755)8253 7854

lijinyjs@mail.hthsc.com.cn

最坏的日子已经过去

---天马股份 2011 年年报点评

- 业绩符合预期:** 公司公布 2011 年年报，实现营业收入和归属上市公司股东净利润分别为 30.99 亿元和 4.18 亿元，相对 2010 年分别增长-13.51% 和-36.51%。对应 2011 年 EPS 为 0.35 元，基本符合我们和市场预期。
- 风电轴承和机床拖累业绩。** 1、受制于风电行业新增装机容量显著下滑的影响，公司风电轴承收入大幅萎缩，预计全年下降 45%-50%。2、受制于风电行业景气度下滑和核电项目暂停审批的影响，公司机床产品中的风电和核电产品用机床销量大幅下滑，机床业务收入全年下降 15.3%。
- 三大费用率上升，侵蚀利润。** 相对于 2010 年，2011 年公司三大费用率上升幅度较大，主要原因是：1、研发高投入明显提升管理费用率。2、劳动力成本上升使得员工工资水平上涨 15%-20%，拉升了销售费用率。3、短期借款金额显著增加，财务费用率上升明显。
- 最坏的日子已经过去，2011 是业绩低点。** 虽然公司 2011 年营业收入和净利润明显下滑，我们倾向于认为 2011 年是公司业绩低谷：1、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，风电轴承国外市场已经打开。2、核电重启对公司核电用重型机床形成利好。3、通用轴承受益于经济筑底复苏。
- 德清天马是亮点，长期投资价值凸显。** 高端产品基地德清天马的高速发展值得关注：2011 年德清天马实现营业收入和净利润 4.08 亿元和 0.21 亿元，较 2010 年分别增长 152% 和 59.6%。随着高端产品基地的落成，公司将在高端轴承进口替代进程中显著受益。
- 维持“增持”评级：** 预计 12-14 年 EPS 分别是 0.41、0.50 和 0.60 元，对应 PE 分别为 17.9X、14.7X 和 12.4X，维持“增持”评级。
- 风险提示：** 风电轴承价格大幅走低；机床产品销量下降幅度超预期。

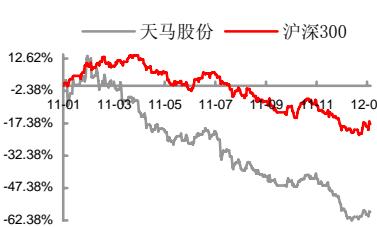
相关研究

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)	8,114

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

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,098.76	3,417.66	3,866.42	4,386.96
(+/-%)	-13.5	10.29	13.13	13.46
归属母公司净利润(百万元)	417.99	488.28	594.11	707.71
(+/-%)	-36.51	16.82	21.67	19.12
EPS(元)	0.35	0.41	0.5	0.60
P/E(倍)	21.0	17.9	14.7	12.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4197	4021	4601	5667	营业收入	3099	3418	3866	4387
现金	294	369	381	850	营业成本	2182	2380	2652	2984
应收账款	1091	1009	1181	1358	营业税金及附加	17	20	23	25
其他应收款	16	18	20	23	营业费用	124	131	151	171
预付账款	120	122	138	156	管理费用	268	301	329	364
存货	2312	2160	2474	2821	财务费用	32	29	24	12
其他流动资产	364	344	407	459	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	2947	3647	3541	3331	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	2319	3057	2952	2721	营业利润	471	557	688	831
无形资产	438	469	503	541	营业外收入	55	64	63	62
其他非流动	189	120	85	68	营业外支出	7	10	10	10
资产总计	7144	7668	8142	8998	利润总额	520	611	742	883
流动负债	2030	2078	1989	2189	所得税	78	92	111	133
短期借款	497	660	422	431	净利润	441	519	630	751
应付账款	689	652	739	845	少数股东损益	23	31	36	43
其他流动负	844	766	828	913	归属母公司净利	418	488	594	708
非流动负债	119	75	41	-15	EBITDA	725	815	986	1124
长期借款	0	-27	-67	-122	EPS (元)	0.35	0.41	0.50	0.60
其他非流动	119	101	108	107					
负债合计	2149	2153	2030	2174					
少数股东权	288	319	355	398					
股本	1188	1188	1188	1188					
资本公积	1028	1028	1028	1028					
留存收益	2491	2979	3540	4209					
归属母公司	4707	5196	5756	6425					
负债和股东	7144	7668	8142	8998					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现	282	1014	514	637					
净利润	441	519	630	751					
折旧摊销	222	229	273	281					
财务费用	32	29	24	12					
投资损失	-1	-1	-1	-1					
营运资金变	-412	198	-418	-407					
其他经营现	0	40	4	1					
投资活动现	-455	-928	-166	-70					
资本支出	465	889	124	24					
长期投资	-2	0	0	0					
其他投资现	8	-40	-42	-46					
筹资活动现	-7	-12	-336	-97					
短期借款	192	164	-238	9					
长期借款	-160	-27	-40	-56					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增	0	0	0	0					
其他筹资现	-39	-149	-58	-51					
现金净增加	-183	74	12	469	P/E	20.95	17.93	14.74	12.37
					P/B	1.86	1.69	1.52	1.36
					EV/EBITDA	13	11	9	8

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.hthsc.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.hthsc.com.cn

免责申明

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投资建议。