

逆境升级扩张，静待需求回暖

天马股份 (002122.SZ)

中性 下调评级

投资要点:

1. 事件

公司3季报，实现收入19.13亿元，同比下滑20.53%；实现净利润2.02亿元，同比下滑46.38%；EPS为0.17元。

2. 我们的分析与判断

(一) 3季度业绩低于预期，业绩拐点仍需等待

2011年1季度到2012年3季度单季业绩同比增速分别为2%、3%、-55%、-76%、-49%、-43%、-49%，第3季度未能延续今年前两季度单季业绩下滑速度逐步收敛的进程，我们认为主要是受机床业务、风电轴承这两块业务拖累，业绩拐点尚不明朗。2012年全年公司业绩预减20-50%，我们预计全年业绩下滑40%左右。

(二) 机床业务需求萎缩，风电轴承价格下滑严峻

上半年公司机床收入同比下滑32%，业绩下滑72%。从下半年新增订单情况来看，形势严峻，预计明年机床业务仍可能继续下滑。

上半年成都基地实现收入3.91亿元，同比下滑9%；实现净利润5424万元，同比下滑54%。铁路货车轴承今年需求较好，我们估计前三季度铁路轴承收入可能增长5%左右；风电轴承需求下滑、价格竞争激烈，导致净利润下滑幅度远高于收入下滑。我们预计风电轴承降价已经基本到位，明年有望实现10%左右增长。

(三) 定位进口替代，风电、机床轴承逆境扩张

8月份公司启动“年产20万套高档精密数控机床轴承项目”和年产1000套3MW以上风电轴承项目。前者计划投资4960万元，建设期1年，预计年新增净利润1285万元；后者计划投资2.9亿元，建设期1年，年新增净利润7485万元。公司定位高端轴承进口替代，逆境扩张以实现产品升级。

(四) 近期董事长继续增持

9月27、28日公司董事长共增持300万股，成交价为5.52-5.69元不等。这是去年年底、今年年初以来董事长再次增持。

3. 投资建议

预计公司2012-2014年EPS为0.21元、0.23元、0.29元，对应PE分别为26倍、24倍、19倍。公司作为优秀轴承民企龙头，核心竞争力依然看好；但短期业绩拐点尚不明朗，仍需静待需求回暖。下调评级至“中性”。风险因素：重型机床需求持续下滑，风电轴承需求持续低迷。

分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621) 2025 2629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

陈显帆 ☎: (8621) 2025 7807

✉: chenxianfan@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2012.10.26

A股收盘价(元)	5.58
A股一年内最高价(元)	9.83
A股一年内最低价(元)	5.35
上证指数	2066.21
市净率	1.40
总股本(万股)	118800.00
实际流通A股(万股)	105780.82
流通A股市值(亿元)	58.99

相关研究

业绩拐点基本确定 风电、数控机床轴承逆境扩张	12-08-07
最坏时期可能已经过去 期待下游景气度回升	12-03-20
机床、风电轴承下滑超预期 静待行业景气度回升	12-01-19
高管增持彰显信心 看好长期投资价值	11-12-30

附录
表 1: 天马股份主要指标预测

年份	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	32.6	35.8	31.0	24.6	26.6	31.3
营业收入增速	3%	11%	-14%	-21%	8%	18%
净利润 (亿元)	5.54	6.58	4.18	2.51	2.76	3.45
EPS (元)	0.47	0.55	0.35	0.21	0.23	0.29
净利润增速	7%	19%	-37%	-40%	10%	25%
PE (倍)	11.97	10.07	15.86	26	24	19

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 2012 年 1-6 月天马股份各主要控股子公司和杭州本部业务情况

	2012 年 1-6 月		2011 年 1-6 月		同比增速	
	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	营业收入增速	净利润增速
成都天马	39,137.69	5,424.15	42922.61	11770.60	-9%	-54%
齐重数控	46,829.24	2,537.77	68368.05	9219.00	-32%	-72%
北京天马	8,874.14	1,300.21	10734.82	2205.32	-17%	-41%
贵州天马	2,716.55	883.70	3197.75	494.91	-15%	79%
德清天马	18,166.80	893.31	21901.89	1068.66	-17%	-16%
杭州本部	14269.84	3794.85	20070.43	3343.92	-29%	13%

注: 公司中报中齐重数控 2012 年 1-6 月净利润与 2011 年同期完全一致, 我们认为有问题; 经与公司沟通, 发现中报中成都天马和齐重数控净利润数据有误, 现已更正。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 天马股份各主要业务营业收入预测 (单位: 亿元)

产品类别	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
通用轴承	7.3	9.1	8.31	6.65	7.31	8.41
铁路轴承	2.3	3.1	3.84	4.03	4.64	5.33
风电轴承	5.5	7.3	4.70	3.76	4.14	5.17
军品轴承	0.4	0.3	0.38	0.39	0.49	0.62
机床小计	15.9	14.4	12.25	7.96	7.17	7.88
圆钢	0.3	0.9	0.67	0.67	0.74	0.81
其它	1.0	0.7	0.84	1.10	2.10	3.10
合计	32.6	35.8	30.99	24.57	26.58	31.32

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 天马股份各主要业务营业收入增速预测

产品类别	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
通用轴承	-14%	25%	-9%	-20%	10%	15%
铁路轴承	-52%	32%	25%	5%	15%	15%
风电轴承	116%	35%	-36%	-20%	10%	25%
军品轴承	66%	-6%	10%	5%	25%	25%
机床小计	13%	-9%	-15%	-35%	-10%	10%
圆钢	-50%	223%	-23%	0%	10%	10%
合计	2.66%	11.14%	-14%	-21%	8%	18%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、邹润芳，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、张化机（002564.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、天马股份（002111.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn