

强强联合，收入净利双提升

——晋西车轴（600495）调研快报

2012年9月10日

推荐/首次

晋西车轴

调研报告

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：贺宝华

电话：010-6655 4045

MSN: baohuaha@hotmail.com

事件：

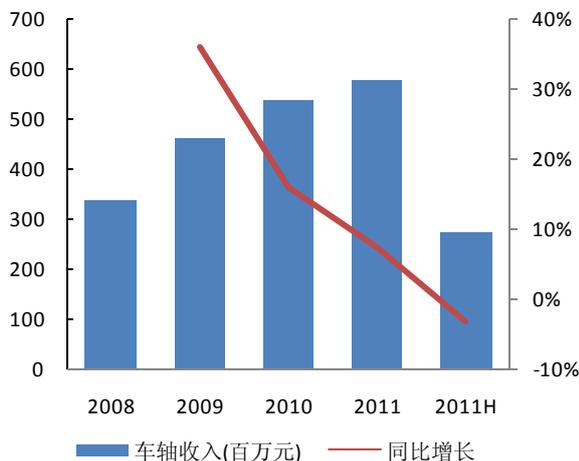
近日我对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 车轴扩产能旨在开拓国际市场

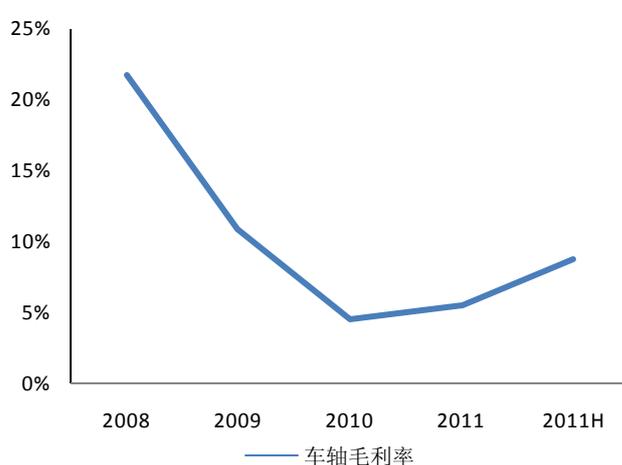
公司目前拥有太原和包头两条实心车轴生产线，铁路车轴年产能为 18 万根。太原生产线主要生产专用车轴，产能为 14 万根/年，包头生产线主要生产通用车轴，因为包头生产线还未完全建成，并不能达产，因此目前产能仅为 4 万根/年。随着太原的高端产品-空心车轴生产线和包头车轴生产线的陆续建成投产，预计到“十二五”末，公司将达到 25 万根车轴（包头 8 万根，太原 17 万根）生产能力。

图 1：晋西车轴铁路车轴收入变化



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 2：晋西车轴铁路车轴毛利率变化



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2009 年前公司车轴毛利率稳定在 20% 左右，因为 2009 年公司收购了包头锻造，由于包头锻造产品单一、设备老化、能耗较大，处于亏损状态，因此大幅降低了公司车轴的平均毛利水平。目前包头的生产线更新改造正处于建设阶段，所以近几年来包头公司一直处于亏损状态。我们认为随着包头公司生产线的更新改造完成，公司车轴毛利水平将会逐渐恢复到正常水平。国内铁路车轴基本由铁道部定价，由于目前铁路车轴供不应求，因此上半年车轴价格提升 300 元/根至 4600 元/根，直接提升了公司毛利率。

蒙西至华中铁路运煤通道是我国“十二五”规划建设的铁路重点项目，项目建成后满足远期年货运 2 亿吨能力，按照单车年运量 0.64 万吨/辆计算，需求货车约 3.13 万辆；2011 年起铁道部放松对企业自备货车购买限制，当年铁路货车总招标量达到了 6.2 万辆，其中自备车采购约为 3 万辆，预计 2012 往后企业自备车年需求量约 1.5 万辆左右，那么“十二五”期间企业自备车货车增量约 9 万辆；货车平均使用寿命 25 年，“十

“二五”期间，1996年~2000年之间新造货车逐步报废，更新换代带来新的市场需求，总计约12.4万辆；2011年客车保有量为52130辆，客货专线分离可在未来五年中令40%客车被替代，停1辆客车可增加1.3辆货车，那么“十二五”期间货车增量约2.7万辆。“十二五”期间总计货车总需求量达27.2万辆，对应车轴108.8万根，年均需求约21.7万根。

再考虑到国际上旺盛的货车需求（全球货车保有量约510万辆），公司目前18万根车轴的产能远远无法满足，由于公司必须首先满足国内市场需求，因此无法保证出口车轴的交货时间和数量，所以公司的产能严重限制了国际市场的开拓。包头生产线完全达产后，可以良好解决这个问题，决绝公司开拓国际市场的后顾之忧。

公司上半年共生产铁路车轴79851根（包括包头北方铁路产品公司13745根），全年16万根的目标不是问题。

2. 下半年自备车收入增加将提升毛利率

公司货车主要产品以C70、C80通用和专用敞车为主，目前公司首批300辆GQ70型轻油罐车铁货分公司全线铺开生产，由于上半年企业自备车交付较少，因此货车业务毛利有所下降。公司9月底将交付240辆C80b货车和200辆GQ70罐车，而且自备车售价较高（40万-50万，高于铁道部价格30%左右），我们认为公司下半年铁路货车业务的毛利率将会上升。公司上半年生产交验铁路车辆1190辆，公司今年铁路货车产销2400辆有望顺利完成。

3. 与齐齐哈尔轨道公司合作，轮对业务增长迅速

齐齐哈尔轨道交通装备有限公司（以下简称“齐厂”）是国内最大的货车制造企业，出口业务增长迅速。公司与齐齐哈尔轨道交通装备有限公司成功签署战略合作协议后，供齐厂的车轴占到了总产出的25%以上；也正是得益于齐厂合作，公司上半年轮对业务实现收入2.94亿，同比增长235.10%。与齐厂合作的方式为齐厂提供轴坯、车轮等零部件，公司提供加工和组装，因此收入主要来源于加工费，所以导致公司轮对业务毛利率下滑11.94个百分点。

4. 摇枕侧架是公司新产品拓展方向

公司摇枕侧架2011年首次实现了美国市场的突破，110吨级SCT摇枕侧架已经试制成功并交付客户，70吨级SCT摇枕侧架目前正在试制中。2012年公司目标产销3500辆份，上半年公司生产交验摇枕侧架1760辆份，预计全年摇枕侧架产销目标完成没有问题。

5. 与马钢合作，开拓动车配件新市场

2011年晋西车轴与马钢股份共同设立马鞍山马钢晋西轨道交通装备有限公司，马钢-晋西轮轴项目将建设以中高端轮轴为主、普通轮轴为辅的生产基地，形成年产7万套轮轴的产能，分三个阶段建成。预计2013年9月初，一期工程项目货车轮对生产线建成；2013年12月底，二期工程项目地铁、客车轮对以及机车、高速动车组轮对生产线建成。目前马钢高速动车组车轮已通过专家验收，具备年产5万件高速动车组车轮的生产能力，而公司正在和清华大学合作，研发试制高速动车车轴，现在已经全部通过欧洲的静态检测，目前和国际市场的同类产品可以竞争，结合两家公司的技术优势，合资公司将会成为更具竞争优势的全谱系火车车轮、车轴制造商。

盈利预测及投资评级

我们预测公司 12-14 年 EPS 为分别为 0.37 元、0.44 元和 0.50 元，当前股价对应 PE 分别为 32 倍、27 倍和 24 倍，首次给予“推荐”评级。

财务指标预测

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,737.09	2,161.72	2,499.58	2,986.88	3,416.20
增长率(%)	15.06%	24.44%	15.63%	19.50%	14.37%
净利润(百万元)	43.71	99.72	113.00	132.36	149.80
增长率(%)	20.20%	128.15%	13.32%	17.13%	13.18%
每股收益(元)	0.140	0.330	0.374	0.438	0.496
净资产收益率(%)	3.15%	6.70%	7.16%	7.85%	8.30%
PE	84.93	36.03	31.80	27.15	23.99
PB	2.59	2.41	2.28	2.13	1.99

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,161.72	2,499.58	15.63%	2,986.88	19.50%	3,416.20	14.37%
营业成本	1,880.73	2,190.37	16.46%	2,623.78	19.79%	3,003.22	14.46%
营业费用	26.11	30.24	15.82%	36.14	19.50%	41.34	14.37%
管理费用	139.80	137.48	-1.66%	164.28	19.50%	187.89	14.37%
财务费用	0.83	(0.40)	N/A	(3.18)	N/A	(3.70)	N/A
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	95.09	128.64	35.28%	150.01	16.62%	169.18	12.78%
利润总额	115.30	130.64	13.30%	153.01	17.13%	173.18	13.18%
所得税	15.59	17.64	13.16%	20.66	17.13%	23.38	13.18%
净利润	99.72	113.00	13.32%	132.36	17.13%	149.80	13.18%
归属母公司所有者的净利润	99.72	113.00	13.32%	132.36	17.13%	149.80	13.18%
NOPLAT	82.95	110.92	33.71%	127.01	14.50%	143.15	12.71%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	693.84	787.08	13.44%	829.65	5.41%	889.62	7.23%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	295.55	273.93	-7.32%	327.33	19.50%	374.38	14.37%
预付款项	242.84	308.55	27.06%	387.26	25.51%	477.36	23.27%
存货	428.56	498.08	16.22%	596.64	19.79%	682.92	14.46%
流动资产合计	1,762.33	1,982.92	12.52%	2,277.86	14.87%	2,580.38	13.28%
非流动资产	647.96	561.25	-13.38%	545.25	-2.85%	525.63	-3.60%
资产总计	2,410.29	2,544.18	5.55%	2,823.12	10.96%	3,106.01	10.02%
短期借款	70.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	241.36	277.24	14.87%	332.10	19.79%	380.13	14.46%
预收款项	112.03	144.52	29.01%	183.35	26.87%	227.76	24.22%
流动负债合计	820.35	871.84	6.28%	1,044.89	19.85%	1,207.94	15.60%
非流动负债	101.20	93.20	-7.91%	93.20	0.00%	93.20	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	1,488.74	1,579.14	6.07%	1,685.02	6.71%	1,804.87	7.11%
净营运资本	941.98	1,111.09	17.95%	1,232.97	10.97%	1,372.44	11.31%
投入资本 IC	934.90	862.06	-7.79%	925.38	7.34%	985.25	6.47%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	99.72	113.00	13.32%	132.36	17.13%	149.80	13.18%
折旧摊销	34.78	0.00	N/A	36.00	N/A	39.62	10.07%
净营运资金增加	(34.23)	169.11	N/A	121.88	-27.93%	139.47	14.43%
经营活动产生现金流	339.57	147.76	-56.49%	91.86	-37.83%	113.24	23.27%
投资活动产生现金流	(285.16)	47.69	N/A	(26.00)	N/A	(27.00)	N/A
融资活动产生现金流	13.14	(102.21)	N/A	(23.29)	N/A	(26.26)	N/A
现金净增（减）	67.55	93.24	38.02%	42.57	-54.34%	59.97	40.88%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

贺宝华

中国科学院理学博士，清华大学理学学士，北京大学经济学双学士，2011年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。