跑赢大市 ——首次

日期：2012 年 9 月 17 日

行业：交运设备

上海证券 SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

魏成钢

021-53519888-1974

wchg2000@sohu.com

执业证书编号：S0870510120024

行业需求和盈利能力将有所回升

基础数据(12Q2)

报告日股价(元)	12.04
12mth A 股价格区间（元）	15.50/9.40
总股本（百万股）	302.24
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（百万元）	3,638.95
每股净资产（元）	5.05
PBR（X）	2.38
DPS(Y11,元)	0.04

主要股东(12Q2)

晋西工业集团有限责任公司	31.05
内蒙古北方装备有限公司	6.97%
中国建设银行-华宝兴业行业精选股	1.99%
中国建设银行-华夏红利混合型开放	1.45%
东莞证券有限责任公司	0.60%

收入结构(12Q2)

车辆	29.35%
车轴	19.66%
轮对	21.01%
车辆配套及其他	19.81%
锻件	0.44%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

相关报告：

首次报告时间：2012 年 9 月 17 日

联系人：潘贻立

电话：021-53519888-1909

■ 主要观点：

车辆产品结构发生变化，毛利率有所下滑

2012 年 1-6 月，公司实现营业总收入 1,399.10 百万元，同比增长 29.98%；其中，车辆、车轴、轮对、车辆配套及其他业务收入分别同比增长-0.51%、-3.10%、235.10%和 129.17%；对应的收入构成分别为 29.35%、19.66%、21.01%和 19.81%。

2012 年 1-6 月，公司实现营业毛利 132.50 百万元，同比增长 0.24%，慢于收入增长；对应车辆、车轴、轮对、车辆配套及其他和锻件等业务的毛利构成分别为 309.94%、207.54%、221.85%、209.20%和 4.67%。

公司实现营业毛利率 9.47%，低于上年同期（12.28%）2.81 个百分点；从 4-6 月单季度情况看，公司实现营业毛利 76.15 百万元，同比增长-6.92%，营业毛利率 9.39%，低于 1-6 月毛利率水平。

从产品项目细分来看，由于一季度货车(车辆)交付较少等影响，上半年车辆及相关业务的收入水平同比基本持平，而公司产品结构的变化也导致车辆毛利率下滑了 5.12 个百分点至 13.33%。

报告期，公司车轴业务实现营收 2.75 亿，同比略降 3.10 个百分点。产品市场价格有所上浮促使当期产品毛利率出现明显回升，由上一年的 4.53%增长至 8.77%。

报告期，轮对产品营收实现 235%的大幅增长，达到 2.94 亿元，经营表现超越预期。公司为短期内在市场上迅速打开局面对产品价格做出一定调整，使得当期产品毛利率出现同比 11.94 个百分点的下滑。预计下半年产品毛利率将有一定程度回升。

费用率下降，营业外收益减少

2012 年 1-6 月，公司实现主营业利润 49.60 百万元，同比增长 14.60%，慢于收入增长；公司主营业利润率 3.55%，低于上年同期（4.02%）0.48 个百分点。对应的期间费用合计为 82.90 百万元，同比增长-6.75%，其中，营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失等分别同比增长-70.08%、44.04%、-9.16%、567.47%和-70.90%；期间费用率合计为 5.93%，低于上年同期（8.26%）2.33 个百分点，其中，营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失的费用率分别为 0.07%、1.27%、4.22%、0.18%和 0.18%，相比去年同期，分别变动-0.25、0.12、-1.82、0.23 和-0.62 个百分点。

报告期销售费用增幅超过营业收入增幅，主要是由于运输费用大幅上升；管理费用因研发支出的减少而下降了 9.16%；财务费用则因长短

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

期借款而微幅攀升。三项费用率合计为 6.67%，同比削减了 1.05 个百分点。

上半年，公司实现归属于母公司所有者的净利润 47.68 百万元，同比增长 7.12%，慢于收入增长，净利润率 3.41%，低于上一年同期（4.13%）0.73 个百分点；其中，实现主营业利润、其他营业收益、营业外收益、所得税分别同比增长 14.60%、100.00%、-94.69%和-38.63%，对净利润的贡献率分别为 104.03%、10.49%、1.60%和-16.93%，相比去年同期，分别变动-0.48、0.36、-1.28 和-0.64 个百分点。

公司报告期期的净利润未能实现与营收的同步增长，一方面是由于业务综合毛利率的下滑，另一方面则缘于当前未收获政府补助致上半年营业外收入大幅减少。

铁路投资增速，行业需求将有所回升

与其他货运方式相比，铁路运输在能源消耗量和运输费用方面均体现了价格、节能等方面的明显优势。

随着铁路投融资体制改革的启动和铁路建设资金的落实到位，大规模铁路建设工作重回正常轨道，带动铁路装备制造业有望逐步走出低谷步入复苏。

目前国内的货车和客车仍以实心车轴为主，大多由国内厂商自行生产供应，而动车使用的空心车轴只能依赖国外进口。公司未来将致力于推进高速动车车轴国产化的发展，以提高批量生产能力为中长期目标。预计未来动车车轴的市场需求将突破 10 亿元。

■ 投资建议：

给予未来 6 个月“跑赢大市”评级

随着铁路投融资体制改革的推进以及铁路建设资金的落实到位，铁路装备制造业的市场需求将整体出现回暖。同时，车轴和轮对作为货车的基础零部件，也会因货车需求的增量而受益。伴随下半年车辆产品交付量的增加，公司综合毛利率有望触底回升。

预计 2012～2014 年公司将分别实现营业收入同比增长 21.69%、19.76%和 20.24%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 31.29%、29.12%和 24.96%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.43 元、0.56 元和 0.70 元。目前股价对应 2012～2014 年的动态市盈率分别为 27.80、21.53 和 17.23 倍。首次给予公司未来 6 个月“跑赢大市”的投资评级。

关注公司存在的主要投资风险：原材料、动力能源成本上涨，或公司增发产能增速过快，经营现金流压力加大的风险；受通胀压力、货币从紧等宏观经济政策和产业政策变动的影响，从而导致铁路基本建设投资规模减少、招标低于预期的风险。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	2,161.72	2,630.68	3,150.51	3,788.13

年增长率（%）	24.44	21.69	19.76	20.24
归属于母公司所有者的净利润	99.72	130.92	169.04	211.23
年增长率（%）	128.15	31.29	29.12	24.96
每股收益（最新股本摊薄，元）	0.33	0.43	0.56	0.70
PER（X）	36.49	27.80	21.53	17.23

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2012-09-14 日收盘价）

■ 附表

附表 1：晋西车轴利润简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2011 A	2012 E	2013 E	2014 E
营业总收入	2,161.72	2,630.68	3,150.51	3,788.13
营业总成本	2,066.63	2,489.33	2,970.93	3,560.06
营业税金及附加	7.16	2.63	7.88	9.47
销售费用	26.11	36.83	47.26	56.82
管理费用	139.80	136.80	173.28	208.35
财务费用	0.83	3.16	3.15	3.03
资产减值损失	12.00	4.21	3.15	3.79
营业外收入	20.60	6.00	15.00	15.00
营业外支出	0.39	0.25	0.28	0.28
利润总额	115.30	147.10	194.30	242.79
所得税费用	15.59	16.18	25.26	31.56
少数股东权益	-	-	-	-
归属于母公司受益者的净利润	99.72	130.92	169.04	211.23
每股收益（元）	0.33	0.43	0.56	0.70

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 302.24 百万股摊薄计算

分析师承诺

分析师 魏成钢

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定　义
超强大市	**Superperform**	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	**Outperform**	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	**In-Line**	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	**Underperform**	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定　义
有吸引力	**Attractive**	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	**Neutral**	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	**Cautious**	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。