

# 受益铁路改革，海外出口、高铁轮轴 国产化推动业绩快速增长

投资要点：

- **主营铁路车辆关键配件、铁路货车，隶属兵器集团**

公司贯穿“轴—轮对—转向架—整车”产业链，是亚洲最大的铁路车轴生产企业，约占国内市场份额的35%；铁路货车市场份额约为4-5%。

大股东晋西集团为国家火箭弹研制基地；晋西集团2013年收入目标为100亿元，2015年为160亿元；2011-2015年收入目标为年均增长41%。

- **铁路货车行业：铁路改革受益最大行业之一，年均增长10%左右**

铁路货运将成铁路改革重要突破口，未来铁路货运有望量价提升。在国铁、自备车、出口拉动下，未来3年铁路货车需求年均增长10%左右。

- **铁路车辆配件：维修更新需求保障增速高于整车，年均10-15%**

铁路车轴2012年市场规模约20亿元，预计未来3年年均增长10-15%；未来轻轨地铁和动车组车轴增速较快。轮对、摇枕、侧架市场需求较大。2012年轮对市场规模约为60亿元，摇枕、侧架市场规模约为60亿元。预计未来3年轮对、摇枕、侧架市场需求增速与车轴类似，约为年均10-15%。

- **晋西车轴：海外出口、高铁轮轴国产化、环保设备驱动快速增长**

增发募投项目达产后收入有潜力达45亿元；获巴基斯坦500辆货车订单，货车海外出口获突破，新产品、转型80吨级车将提升业绩；拥有摇枕侧架转向架出口美国资质，目前出口订单饱满，配件业务将高增长。

高速动车组用空心轴国产化有望在沪昆线等获突破，高铁车轴毛利率高，将拉动车轴毛利率回升；同时新产品有望获得较多政府补贴；未来高铁轮轴市场前景看好。晋西集团已经获近8亿元太原市生活垃圾焚烧发电厂项目，公司未来可能获得集团环保设备订单，形成新的增长点。

- **估值在铁路设备、军工行业中具备优势，给予“推荐”评级**

不考虑增发，预计公司2013-2015年净利润复合增长率达34%，EPS分别为0.57、0.77、0.98元，对应PE分别为23、17、14倍。

- **风险提示：货车招标低于预期、出口风险、资产整合低于预期**

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	2,161.72	2,735.29	3,275	3,912	4,562
营业收入增长率	24.44%	26.53%	20%	19%	17%
净利润（百万元）	99.72	122.28	173	231	295
净利润增长率	128.15%	22.62%	41%	34%	28%
EPS（元）(摊薄)	0.33	0.40	0.57	0.77	0.98
ROE（摊薄）	6.70%	7.64%	9.74%	11.81%	13.47%
P/E	41	33	23	17	14
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1	1.8

资料来源：中国银河证券研究部

**晋西车轴（600495.SH）**

**推荐 首次评级**

邱世梁 机械军工行业首席分析师

■：(8621) 2025 2602

✉：qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080004

王华君 机械军工行业分析师

■：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

**市场数据 时间 2013.7.23**

A股收盘价(元)	13.37
A股一年内最高价(元)	16.55
A股一年内最低价(元)	9.34
上证指数	2043.88
市净率	2.3
总股本(万股)	30223.80
实际流通A股(万股)	30223.80
总市值(亿元)	40.40
流通A股市值(亿元)	40.40

## 相关研究

行业深度：《机械行业：2013年投资策略：虽未黎明，但见星光》 2012-12-28

公司深度：《北方创业（600967）：受益铁道部改革；自备车、出口、防务业务驱动高增长》 2013-5-2

行业点评：《铁路货车行业：铁路货运改革正式启动，铁路货车景气向上，推荐北方创业》 2013-6-17

公司点评：《北方创业（600967）：军品占比提升，业绩大幅超市场预期》 2013-7-4

**驱动因素、关键假设及主要预测：**

**1、铁路货车：铁路改革受益行业之一，未来3年年均增长10%左右。**原铁道部主要盈利来自货运业务，货运将成铁路改革重要突破口，铁路货运有望量价提升。与美国、俄罗斯相比，中国铁路货车使用密度高，保有量具有较大提升空间。预计2013-2015年国铁货车保持年均5-10%（价值量）的增长；自备车保持年均10%左右的增长；海外出口保持10-20%的增长。

**2、铁路车辆配件：维修更新需求保障增速高于整车，未来3年年均增长10-15%。**铁路车轴2012年市场规模约20亿元，预计未来3年年均增长10-15%。其中货车车轴约15亿元，机车、客车、轻轨、地铁等车轴需求约3-4亿元；动车组进口替代潜在需求2-3亿元。未来轻轨地铁和动车组车轴增速较快。**轮对、摇枕、侧架市场需求较大。**2012年轮对市场规模约为60亿元（不含车轴），摇枕、侧架市场规模约为60亿元。预计未来3年轮对、摇枕、侧架市场需求增速与车轴类似，约为年均10-15%。

**3、产能扩张，海外出口，配件高增长，环保设备驱动公司业绩快速增长。**增发募投项目达产后收入有潜力达45亿元；获巴基斯坦500辆货车订单，货车海外出口获突破，新产品、转型80吨级车将提升业绩；摇枕侧架转向架受益美国、中亚等需求，配件业务将高增长；高速动车组用空心轴国产化有望获突破，车轴毛利率将回升，有望获较多政府补贴。晋西集团已经获得近8亿元太原市生活垃圾焚烧发电厂项目，公司未来可能获得集团环保设备订单。

**我们与市场不同的观点：**

**1、公司未来将受益兵器集团的资本运作。**公司隶属兵器集团，兵器集团资本运作战略为“专业化重组、产研结合重组、区域化重组”。中国重工停牌拟注入军品总装资产、航空动力重大重组方案出台，未来军工行业资本运作将提速。

**2、业绩有望超预期。**铁路货车受益铁路改革，铁路配件将明显受益海外出口；公司拥有摇枕侧架转向架出口美国资质，海外出口将持续增长；高铁轮轴国产化有望获得较多政府补贴；环保设备业务将成为新增长点。

**3、估值有提升空间。**铁路货车和军工行业景气度向上，参考铁路货车可比竞争对手估值和军工行业平均估值水平，公司估值有较大提升空间。

**公司估值与投资建议：**

不考虑增发，预计公司2013-2015年净利润复合增长率达34%，EPS分别为0.57、0.77、0.98元，对应PE分别为23、17、14倍。如增发成功，预计2013-2015年公司净利润复合增长率达42%，EPS分别为0.45、0.65、0.81元，对应PE分别为29、20、17倍。

**股票价格表现的催化剂：**

近期国铁货车招标中标大额订单、高铁轮轴国产化获重大进展、海外出口获得大额订单、兵器集团产业整合获突破、新产品获得大额政府补贴。

**主要风险因素：**

铁路货运改革低于预期；国铁货车和企业自备车招标低于预期；海外出口风险；高铁轮轴国产化低于预期、军工资产整合低于预期。

## 目 录

<b>一、主营铁路车辆关键配件、铁路货车，隶属兵器集团.....</b>	<b>1</b>
(一) 主营铁路车辆配件（车轴、轮对、转向架）和铁路货车 .....	1
(二) 拥有 3 家子公司，地跨太原、包头、马鞍山三地 .....	3
(三) 隶属兵器集团，大股东晋西集团为国家火箭弹研制基地 .....	3
<b>二、铁路货车行业：受益铁路改革，“三驾马车”拉动增长.....</b>	<b>5</b>
(一) 货运为铁路改革重要突破口，量价齐升将拉动货车需求 .....	5
(1) 铁路货运改革 6 月 15 日正式启动，货车需求将受益铁路改革.....	5
(2) 国家铁路局取消 14 项审批权力，企业自备车需求即将释放.....	7
(二) 中国铁路货车使用密度高，保有量具较大提升空间 .....	7
(三) 铁路货车行业：未来 3 年将保持年均 10% 左右需求增长 .....	8
(1) 铁路货车市场规模接近 300 亿元，预计未来 3 年年均增长 10% 左右 .....	8
(2) 国铁：招标需求有望保持稳定增长 .....	9
(3) 自备车：煤运通道建设拉动需求持续增长 .....	10
(4) 出口：铁路货车出口上升势头明显 .....	11
<b>三、铁路车辆配件：维修更新需求保障增速高于整车.....</b>	<b>13</b>
(一) 铁路货车车轴：存量效应保障未来增速将高于货车新造增速 .....	13
(二) 其他车辆车轴需求较小，轻轨地铁和动车组车轴增速较快.....	14
(三) 轮对、摇枕、侧架市场需求较大 .....	14
<b>四、晋西车轴：产能扩张，出口驱动，车辆配件快速增长.....</b>	<b>15</b>
(一) 产能扩张，增发募投项目达产后收入有潜力达 45 亿元 .....	15
(二) 铁路货车出口获突破，新产品、转型 80 吨级车将提升业绩.....	16
(三) 摆枕侧架转向架出口资质，车辆配件将获得快速增长 .....	17
(四) 高速动车组用空心轴国产化有望获突破，车轴毛利率将回升 .....	17
(五) 未来可能受益集团环保业务 .....	17
<b>五、盈利预测：未来 3 年业绩将保持快速增长.....</b>	<b>19</b>
(一) 预计 2013-2015 年公司收入和毛利率稳步提升 .....	19
(二) 不考虑增发，2013-2015 年净利润复合增长率达 34% .....	20
<b>六、估值分析：在铁路设备和军工行业中具提升空间.....</b>	<b>21</b>
<b>附录：3 张表预测 .....</b>	<b>22</b>
<b>插 图 目 录 .....</b>	<b>24</b>
<b>表 格 目 录 .....</b>	<b>25</b>

## 一、主营铁路车辆关键配件、铁路货车，隶属兵器集团

### (一) 主营铁路车辆配件（车轴、轮对、转向架）和铁路货车

公司主营铁路车辆关键配件和铁路货车，贯穿“轴—轮对—转向架—整车”产业链。公司是亚洲最大的铁路车轴生产企业，约占国内市场份额的 35%左右；地铁轴、轻轨轴的市场份额行业领先。公司铁路货车市场份额仅次于中国北车、中国南车和北方创业，约占 4-5%。

公司铁路车辆配件主要为铁路货车、客车、机车、轻轨地铁配套，正在推进高速动车组用空心轴国产化进程。公司 30 吨级重载车轴及高速动车轴国产化项目的研发已获阶段性成果。

公司利润贡献主要来自铁路货车、车辆配套业务（轮对、转向架），2012 年毛利润占比分别为 41%、45%。2008-2011 年铁路货车收入占比在 35%-39%之间，2012 年下滑至 28%；2012 年铁路车辆关键配件业务收入占比达 62%，其中车轴业务占 21%，车辆配套及其他业务占 40%。铁路货车、车辆配套业务毛利率相对较高；铁路车轴毛利率较低，从 2008 年的 22%下滑至 2010 年的 5%，之后逐步回升。

图 1：公司产品：铁路车轴国内市场占有率为 35%



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

图 2：公司产品：铁路轮对=1 车轴+2 车轮



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

图 3：公司产品：铁路车辆转向架=2 轮对+1 摆枕+2 侧架

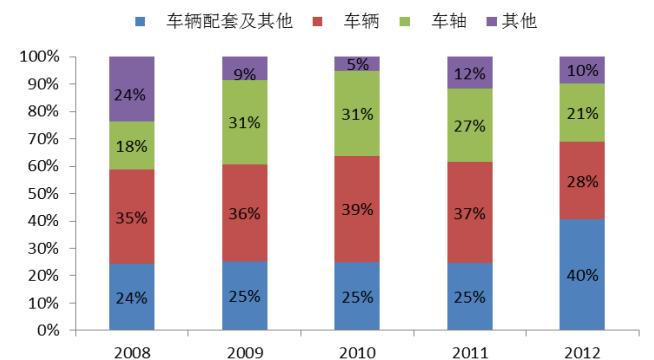


资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

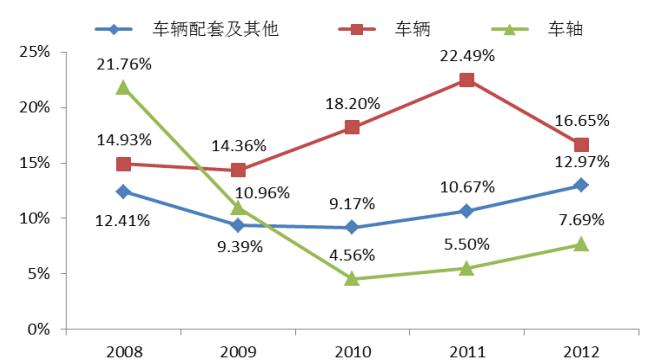
图 4：公司产品：铁路车辆=车体钢结构+2 转向架



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

**图 5: 2012 年车辆配套和车辆业务收入占比为 40%、28%**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

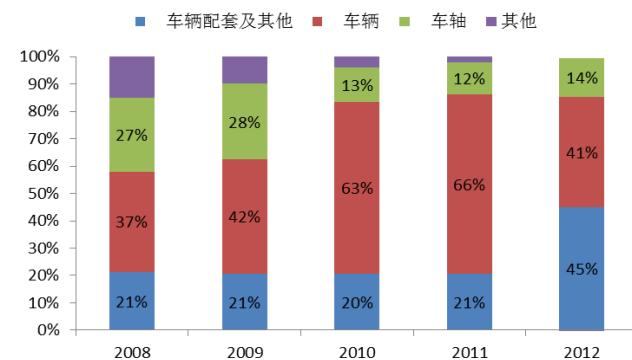
**图 7: 铁路车辆、车辆配套业务毛利率相对较高**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

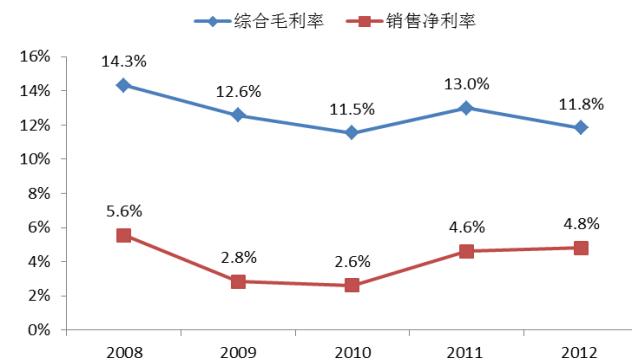
2007-2012 年，公司收入、净利润复合增长率为 21%、15%。2009 年受金融危机影响，国内铁路车辆及配件招标总量下降，公司收入和业绩大幅下滑。2010-2012 年公司收入和业绩快速回升。

**图 9: 2007-2012 年公司收入复合增长率为 21%**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**图 6: 2012 年公司车辆配套和车辆业务毛利润占比为 45%、41%**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**图 8: 2010-2012 年公司销售净利率逐步回升**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**图 10: 2007-2012 年公司净利润复合增长率为 15%**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## (二) 拥有3家子公司，地跨太原、包头、马鞍山三地

公司总部位于山西太原，目前拥有2家全资子公司、1家控股子公司，地跨山西、内蒙、安徽三省。公司目前已具备铁路车轴18万根、铁路货车3000辆、铁路轮对3万套、摇枕侧架5000辆（份）的生产能力。未来公司将通过马钢-晋西轮轴项目、轨道交通及高端装备制造基地建设项目突破产能瓶颈，扩大生产能力。

公司还持有兵器财务1.58%股权，最初投资金额7500万元，2012年投资收益500万元。

表1：晋西车轴拥有2家全资子公司、1家控股子公司，地跨太原、包头、马鞍山三地

子公司	股权	主营业务	2012年收入(万元)	2012年净利润(万元)	备注
晋西铁路车辆公司	100%	铁路车辆、轮对(轮轴)、摇枕侧架和转向架	155,472	12,646	业绩增长主要由于轮对、摇枕侧架、转向架等产品销量增加以及本年收回三年以上应收账款转回坏账损失
包头北方铁路产品公司	100%	铁路车轴和中小型锻件	23,079	-1,837	业绩亏损的主要由于公司主营产品铁路车轴价格竞争激烈、公司产品结构单一以及铁路车轴生产线技术改造(包头)项目于2012年底刚刚竣工完成，此前未形成完整能力所致
马鞍山马钢		铁路货车、客车、城轨车			含政府补助2,500万元；公司在该公司董事会占多数表决权，纳入合并报表范围；在年度利润分配时，公司和马钢股份按47.5%
晋西轨道交通装备公司	50%	辆、高速动车组、机车等	125	1,872	和52.5%的比例进行分红

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表2：晋西车轴持有兵器财务1.58%股权，2012年投资收益500万元

所持对象名称	最初投资金额(万元)	持有数量(万股)	占该公司股权比例(%)	2012年账面价值(万元)	2012年损益(万元)
兵器财务有限责任公司	7,500	5,000	1.58	7,500	500

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## (三) 隶属兵器集团，大股东晋西集团为国家火箭弹研制基地

公司隶属于中国兵器工业集团公司，其铁路车轴生产线的前身是37高炮炮管的专用生产线，是军转民重点项目。兵器集团拥有12家上市公司，其资本运作战略为“专业化重组、产研结合重组、区域化重组”。

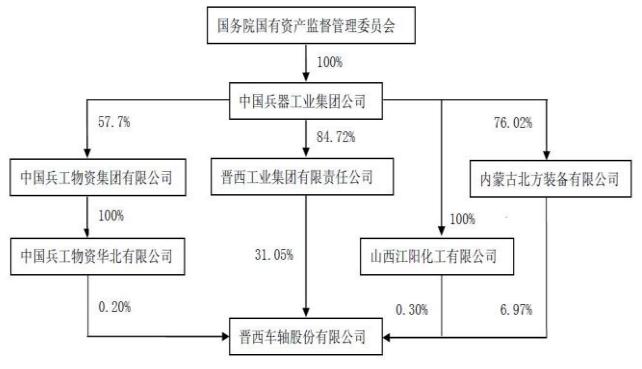
公司大股东为晋西集团。晋西集团始建于1947年，是国家“一五”期间苏联援建156项重点建设项目之一，是兵器集团战略性子集团。拥有员工1.5万人。2011年底资产总额60亿元，收入40.65亿元，净利润4679万元。

晋西集团是国家火箭弹科研、生产基地，军品产品覆盖陆军、海军、空军、工程兵及防化兵各个兵种。除控股子公司晋西车轴外，晋西集团还拥有山西江阳化工、山西利民工业、河北二机、山西春雷铜材等区域性子公司，经营业务包括铜材加工、汽车零部件等。

根据公开资料，目前中国部分远程火箭炮射程已可达200-400公里，部分火箭炮采用了简易的制导和弹道修正措施，射击精度已大幅提高，一定程度上可替代部分价格昂贵的短程导弹。火箭弹为易耗品，在特定阶段具有需求大幅增长的可能性。

晋西集团 2013 年销售收入目标为 100 亿元，到 2015 年（“十二五”末）达到 160 亿元。

图 11：2007-2012 年公司收入复合增长率为 21%



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 13：晋西集团是国家火箭弹科研、生产基地



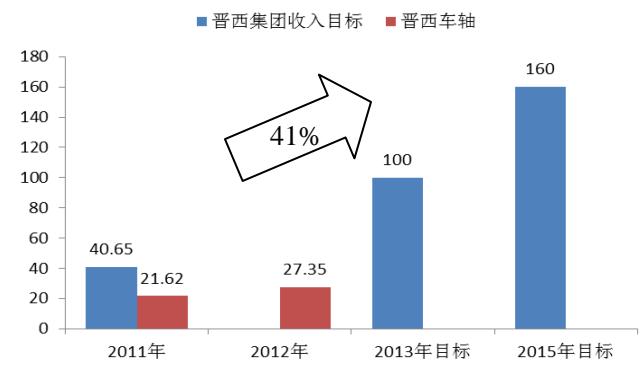
资料来源：晋西集团网站、中国银河证券研究部

表 3：晋西集团为国家火箭弹研制基地，民品涉及铁路产品、汽车零部件、铜材加工等业务

晋西集团	主要业务	备注
晋西集团	火箭弹等军品；铁路产品、汽车零部件、铜材加工等民品	拥有员工 1.5 万人；2011 年底资产总额 60 亿元；2011 年收入 40.65 亿元，净利润 4679 万元
其中：晋西车轴	铁路车辆、零部件	2012 年资产总额 25 亿元，员工 1892 人
其中：山西江阳化工	军用、民用爆破器材	资产总额 8.5 亿元，2010 年底人员总量 2313 人
其中：山西利民工业	军品及汽车零部件	2010 年底公司固定资产原值 1.8 亿元，职工 2343 名
其中：河北二机	军品及汽车零部件	资产总额 2.5 亿元，职工 1365 人
其中：山西春雷铜材	铜板带材	资产总额 10 亿元，在册员工 1051 人

资料来源：晋西集团网站、晋西车轴 2012 年报，中国银河证券研究部

图 12：2011-2015 年晋西集团销售收入目标为年均增长 41%



资料来源：晋西集团网站、中国银河证券研究部

图 14：晋西集团的产品参加国庆阅兵



资料来源：晋西集团网站、中国银河证券研究部

## 二、铁路货车行业：受益铁路改革，“三驾马车”拉动增长

### (一) 货运为铁路改革重要突破口，量价齐升将拉动货车需求

#### (1) 铁路货运改革 6 月 15 日正式启动，货车需求将受益铁路改革

原铁道部主要盈利来自货运业务。2013 年 3 月，铁道部摘牌，中国铁路总公司成立，铁路改革进入新阶段。中国铁路总公司继承了原铁道部的 2.6 万亿巨额负债。

中国铁路总公司成立后，第一要务即是开展铁路货运改革。2013 年 6 月 6 日，中国铁路总公司宣布将于 6 月 15 日开始启动铁路货运组织改革。

表 4：铁路货运改革近期主要事件：铁路货运改革 6 月 15 日正式启动

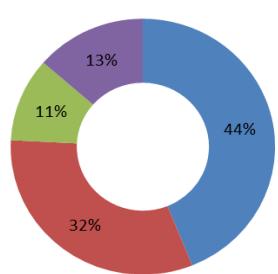
时间	事件
2013 年 2 月 20 日	铁路货运价格再次上调，上调幅度近 13%，即平均每吨公里上调 1.5 分，高于上次每吨公里上调 1 分的水平。预计未来铁路货车价格仍具较大上调空间
2013 年 3 月	铁道部摘牌，中国铁路总公司成立。铁路改革进入新阶段。中国铁路总公司继承了原铁道部的 2.6 万亿巨额负债。原铁道部主要盈利来自货运业务。
2013 年 4 月 12 日	中国铁路总公司召开全路电视电话会议，对进一步推进货运组织改革做出部署，要求确保货运改革取得成功。4 月份开始，铁路部门在前期开展货源调查的基础上，全面开展货运市场调查，并研究采取相应的对策措施，不断促进货运增量。在全面开展货运市场调查的基础上，铁路部门还将全面推进货运组织改革，大幅度改革货运办理方式，全面实施“实货制”运输，全面优化货运产品。
2013 年 6 月 6 日	中国铁路总公司宣布将于 6 月 15 日开始启动铁路货运组织改革。原本属于中铁快运、中铁集运和中铁特货的大部分资产和管理权限均交还给各路局，由路局整合之后形成“一条龙服务、一个部门管理、一个窗口受理、一口价收费、一套系统控制”的铁路货运新局面。铁路运输部门统一管理“门到门”运输的全部业务，统一组织门到门运输服务
2013 年 6 月 15 日	预计铁路货运组织改革正式启动
2013 年 6 月开始	预计中国铁路总公司 2013 年铁路货车第一轮招标启动

资料来源：中国铁路总公司，中国银河证券研究部整理

目前铁路货运周转量占比远低于公路和水陆，主要由于运输能力的不足和铁道部货运体制问题。随着未来几年经济复苏、高铁网络化之后客运能力提升、货运能力得以释放，货运体制发生变化，未来铁路货运有望呈现量价提升趋势，这将有力拉动铁路货车需求。

**图 15：铁路货运是原铁道部最大收入来源**

■ 货物运费收入 ■ 旅客票价收入 ■ 其他收入 ■ 建设基金



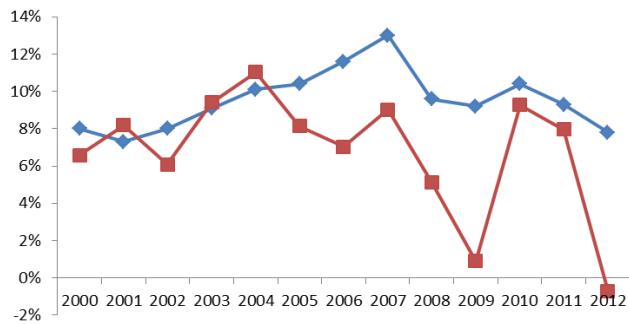
资料来源：《2011 年铁道统计公报》，中国银河证券研究部

铁路货运量增长与 GDP 增速密切相关，未来几年经济回暖将促使铁路货运量回升，从而带动铁路货车需求增长。需要指出的是，2012 年的铁路货运量下滑和 2012 年煤炭和冶炼物资运输需求下滑关系密切，涉及深层次的铁路货运结构问题。2011 煤炭和冶炼物资在铁路货运中的占比达到 80%，煤炭、冶炼物资等大宗物资挤占了其他产品的货运需求。铁路货运改革未来将加强对具较高盈利能力的其他产品的货运服务，未来其他产品的货运需求将上升。

2011 年各地铁路货运请车满足率平均在 60-70% 的水平，表明铁路货运实际需求旺盛，通过铁路货运改革后，铁路货运需求具有较大释放空间。

**图 17：铁路货运量增长与 GDP 增速密切相关，未来将反弹**

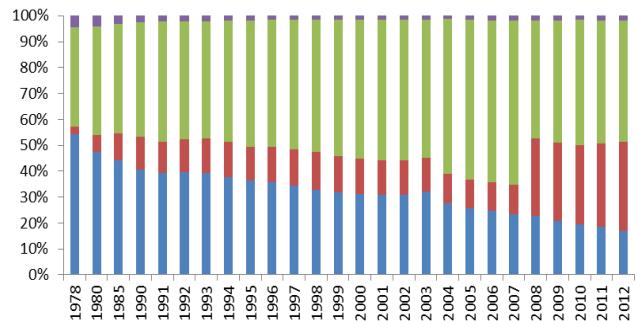
■ GDP 增速 ■ 铁路货运量增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

**图 16：未来几年铁路在全国货运周转量中占比有望企稳回升**

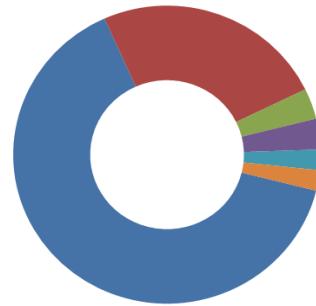
■ 铁路 ■ 公路 ■ 水运 ■ 其他



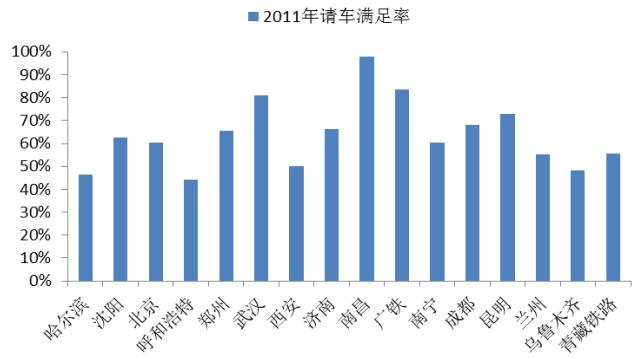
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

**图 18：煤炭、冶炼物资等大宗物资挤占了其他产品的货运需求**

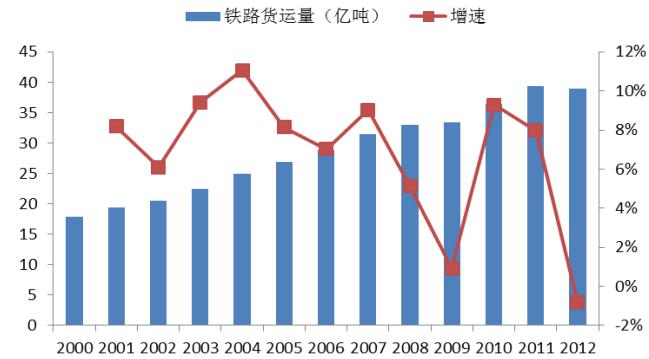
■ 煤 ■ 冶炼物资 ■ 粮食 ■ 石油 ■ 化肥及农药 ■ 集装箱



资料来源：《2011 年铁道统计公报》，中国银河证券研究部

**图 19：2011 年各地铁路货运实际远不能满足用户需求**


资料来源：中国银河证券研究部

**图 20：铁路货运改革即将启动，未来铁路货运量有望回升**


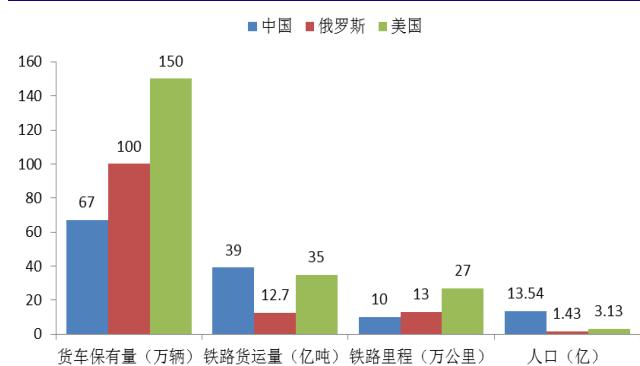
资料来源：中国银河证券研究部

## (2) 国家铁路局取消 14 项审批权力，企业自备车需求即将释放

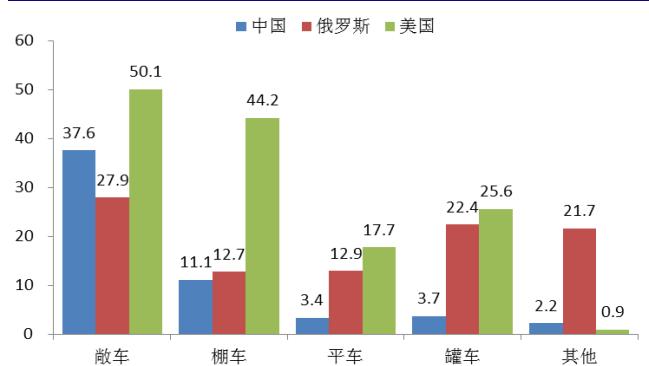
2013 年 4 月，国家铁路局“三定”方案正式下发，铁路体制改革进入全面实施阶段。在新的三定方案中，而原有企业自备车辆参加铁路运输审批、企业铁路专用线与国铁接轨审批等 14 项审批权利被取消。未来企业自建铁路接轨国铁网、自主购买货车上网通行的自由度将趋势性提高，企业自备车需求即将持续释放。

## (二) 中国铁路货车使用密度高，保有量具较大提升空间

从中长期来看，与美国、俄罗斯相比，中国铁路货车使用密度高，保有量具有较大提升空间。2012 年美国铁路货车保有量在 150 万辆左右，俄罗斯铁路货车保有量超过 100 万辆，而中国却只有 67 万辆。中国拥有庞大的人口、经济总量和货运需求，未来铁路里程将继续增长，铁路货车需求中期看好。

**图 21：中国铁路货车使用密度高，保有量具有较大提升空间**


资料来源：中国银河证券研究部（铁路货车保有量为 2012 年估计数）

**图 22：2008 年中、俄、美三国铁路货车保有量数据比较**


资料来源：《世界铁路货车市场综述》，中国银河证券研究部

**表 5：与美国、俄罗斯相比，中国铁路货车保有量具有较大提升空间**

	2012 年铁路货车保有量 (万辆)	铁路货运量 (亿吨)	使用密度：货运量/铁路货车保有量 (亿吨/万辆)	铁路里程 (万公里)	人口 (亿人)
美国	150	35	0.23	27	3.13
俄罗斯	105	12.7	0.13	13	1.43

2012年铁路货车保有量 (万辆)		铁路货运量 (亿吨)	使用密度：货运量/铁路货车保有量 (亿吨/万辆)	铁路里程 (万公里)	人口 (亿人)
中国 67		39	0.58	10	13.54

资料来源：中国银河证券研究部（注：美国和俄罗斯2012年铁路货车保有量、美国2012年铁路货运量为估计数）

表 6：2008年美国、俄罗斯、中国三国铁路货车保有量数据比较

(万辆)	散车	棚车	平车	罐车	其他	合计
中国	37.6	11.1	3.4	3.7	2.2	58.0
俄罗斯	27.9	12.7	12.9	22.4	21.7	97.6
美国	50.1	44.2	17.7	25.6	0.9	138.6

资料来源：《世界铁路货车市场综述》，中国银河证券研究部

### （三）铁路货车行业：未来3年将保持年均10%左右需求增长

#### （1）铁路货车市场规模接近300亿元，预计未来3年年均增长10%左右

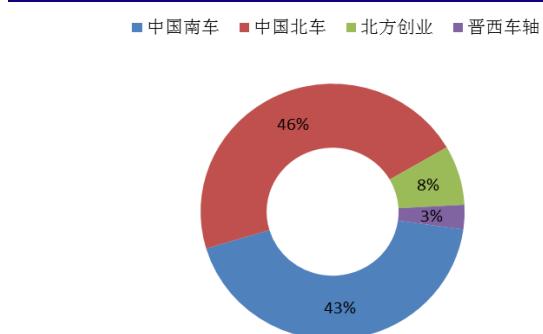
中国铁路货车行业市场规模接近300亿元，2006-2012年年均增长10%左右。铁路货车行业中，中国北车、中国南车、北方创业、晋西车轴这4家企业占据了国内铁路货车市场近90%的市场份额，这4家企业铁路货车销售收入数据基本反映了行业情况。

图 23：2006-2012年4家企业铁路货车收入年均增长10%



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 24：2006-2012年晋西车轴在4家企业中的市场份额较小



资料来源：中国银河证券研究部

表 7：中国铁路货车行业市场规模接近300亿元，2006-2012年年均复合增量率为10%左右

货车收入(亿元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
中国南车	80.95	92.23	94.9	58.24	72.87	97.26	104.70
中国北车	62.14	71.3	88.84	67.1	82.17	125.83	147.10
北方创业	8.53	11.07	13.62	15.74	17.87	18.40	19.60
晋西车轴	3.51	4.92	6.74	5.37	6.73	7.99	7.75
4家企业合计	155.13	179.52	204.10	146.45	179.64	249.48	279.15
合计增速		16%	14%	-28%	23%	39%	12%

资料来源：各公司年报，中国银河证券研究部

铁路货车市场需求主要由国家铁路货车、神华集团等企业自备车、海外出口这“三架马车”

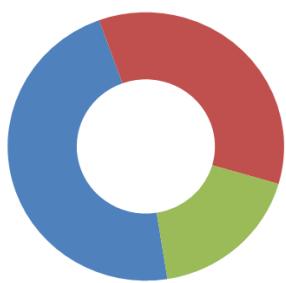
驱动。2011年，由于政策放松自备车需求放量，中国铁路货车产量达到6.69万辆，达到历史最高水平。我们估算2011年国铁需求占比不足50%，企业自备车占比约占1/3，出口比重接近20%。

2012年，宏观经济放缓，企业自备车采购量在2011年形成高峰后出现下滑，国铁招标的时间滞后因素，使得全国铁路货车产量5.9万辆，同比下滑12%。

预计2013-2015年国内铁路货车行业有望保持年均10%左右的增长。经济回暖、客货分离和货运价格提升将拉动铁路货车需求。铁路货车需求和铁路货物发送量密切相关。我们测算：2013-2015年，国铁货车有望保持年均5-10%左右（价值量，70吨级、80吨级价格较贵的铁路货车比重有望提升）的增长；自备车（主要是资源类企业需求，未来要建“三西”至港口的多条煤运通道）有望保持年均10%左右的增长；海外出口有望保持10-20%的增长。

图25：2011年自备车和出口在铁路货车“三驾马车”地位重要

■ 铁道部 ■ 企业自备车 ■ 海外出口



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图27：2012年中国铁路货车产量5.9万辆，同比下滑12%



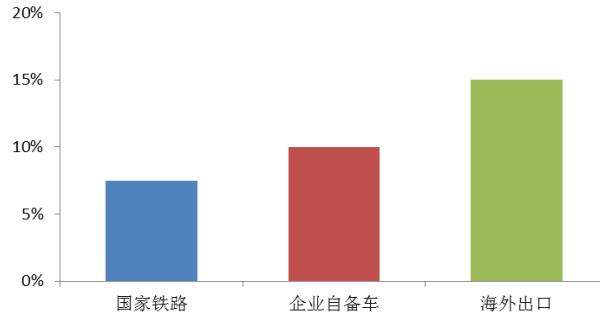
资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

## (2) 国铁：招标需求有望保持稳定增长

2012年，全国铁路货车招标4万辆。随着铁路改革、货运需求的增长，预计国家铁路对铁路货车的需求将持续增长。预计2013-2015年，国家铁路年均招标铁路货车4.5万辆。其中，货车结构将进一步改善，80吨级等价格较贵的铁路货车比重有望进一步提升。

图26：未来几年铁路货车海外出口增速将高于国内需求增速

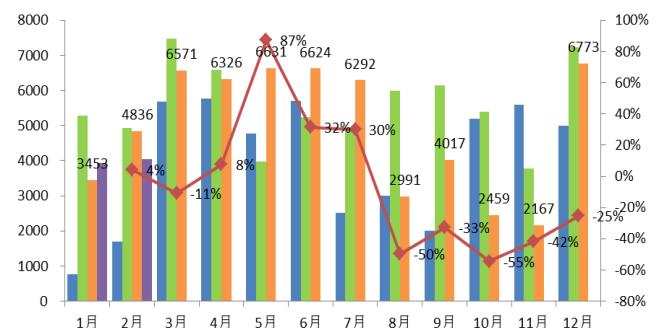
■ 国家铁路 ■ 企业自备车 ■ 海外出口



资料来源：中国银河证券研究部

图28：2012年8月份后铁路货车招标减少出现产量下滑

■ 2010 ■ 2011 ■ 2012 ■ 2013 ■ 2012月度同比增速



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

**表 8：预计未来几年铁道部年均招标 4-5 万辆**

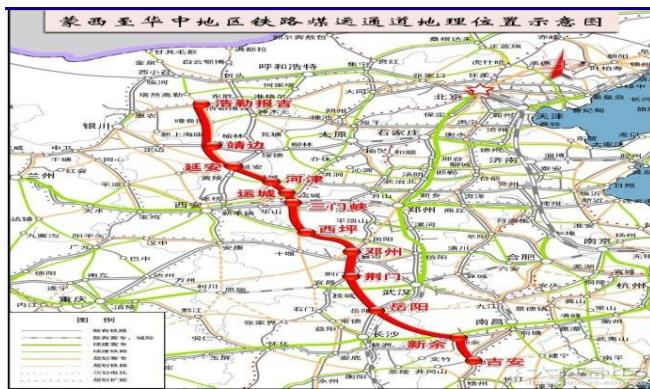
货车需求	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货物发送量 (亿吨)	33.20	36.29	39.19	39.0	40.95	44.23	48.65
增速	0.9%	9.3%	8.0%	-0.7%	5%	8%	10%
货车保有量 (万辆)	60.31	62.23	64.95	66.90	70.24	74.46	80.41
增速	1.9%	3.2%	4.4%	3%	5%	6%	8%
货车增加量 (辆)	11289	27896	27211	28572	30000	31800	34344
增速	-69.0%	147.1%	-2.5%	5%	5%	6%	8%
当年招标量 (辆)	25000	33000	30000	40000	40000	44000	48400
增速	2.0%	32.0%	-9.1%	33%	0%	10%	10%
均价 (万元)	38	38	38	38	39	40	42
招标需求 (亿元)	95	125	114	152	156	176	203
增速	2%	32%	-9%	33%	3%	13%	16%

资料来源：CEIC，中国银河证券研究部（注：2012 年部分数据为估计数）

### (3) 自备车：煤运通道建设拉动需求持续增长

“十二五”煤运通道建设有望拉动国铁货车和企业自备车需求。2011 年自备车采购在 2 万辆以上，2012 年预计 1 万多辆，2013 年预计有望恢复至接近 2 万辆。其中，神华集团于 2013 年 1 月招标 6000 辆，北方创业获得 1500 辆 C80 铝合金订单。

国家《“十二五”综合交通运输体系规划》中，规划了一批新建煤运通道。这些煤运通道的建成将持续提升国铁货车和企业自备车的市场需求。

**图 29：“十二五”将新建一批煤运通道，拉动铁路货车需求**


资料来源：百度图片，中国银河证券研究部

**图 30：山西中南部至山东沿海港口煤运通道预计 2014 年竣工**


资料来源：百度图片，中国银河证券研究部

**表 9：“十二五”煤运通道建设有望拉动国铁货车和企业自备车需求**

序号	“十二五”规划建设的煤运通道
1	建设“三西”（山西、蒙西、陕西）地区至唐山港曹妃甸港区、山西中南部至山东沿海港口的煤炭运输通道
2	加快建设鄂尔多斯盆地、陕西等综合能源基地至湖北、湖南、江西等中部地区的煤炭运输新通道
3	强化白音华至锦州等蒙东地区煤炭运输通道
4	实施神朔黄铁路部分路段三、四线扩能工程

## 序号 “十二五”规划建设的煤运通道

5 加快推进新疆地区煤炭运输通道建设，提高外运能力

资料来源：《“十二五”综合交通运输体系规划》，中国银河证券研究部

#### (4) 出口：铁路货车出口上升势头明显

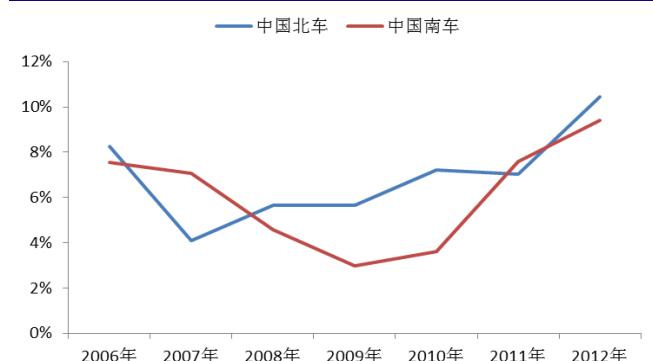
中国铁路车辆目前已举办较强国际竞争力，在全球市场上占据重要地位。2012 年中国北车、中国南车这两家龙头企业出口收入占比已经接近 10%，未来有望提升至 15-20%。

铁路货车在中国铁路车辆出口中具有很强的竞争力。铁路货车海外竞争对手主要有美国 Trinity、俄罗斯 Uralvagonzavod、加拿大 National Steel Car、美国 Freight Car America、美国 Greenbrier、印度公司、乌克兰 Azowmash、美国 American Rail Ca、俄罗斯 Altavagon、俄罗斯 Kryukovsky 等。随着中国铁路货车品质的提升，基于国内企业强大的生产能力和成本优势，中国铁路货车在世界范围内正在获得越来越多的市场份额。

中国北车 2011、2012 年铁路货车订单占其出口订单的 50%左右。南车铁路货车出口占比略小点。铁路货车在中国北车、南车出口订单中的占比不断提升，从 2010 年的 5%左右快速提升至 2013 年前 4 个月的 39%。

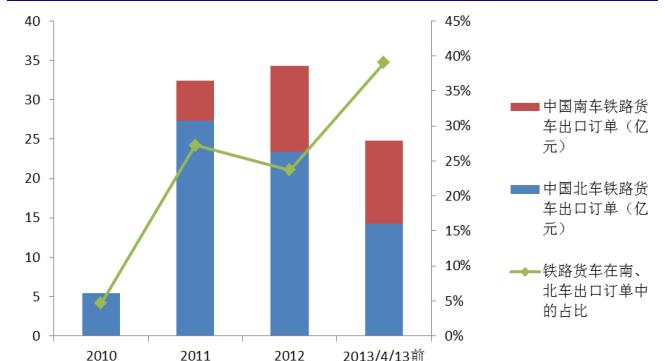
除南北车外，北方创业、晋西车轴等几家铁路货车企业近年来在出口市场上取得了快速突破。其中北方创业在俄罗斯、印尼等地已经获得大额订单，晋西车轴在巴基斯坦首获出口订单。

图 31：中国北车、南车等铁路设备企业出口比重将持续上升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 32：铁路货车在中国北车、南车出口订单中的占比不断提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 10：2012 年中国北车、中国南车出口比例以提升至 10%左右，未来有望提升至 15-20%

	年份	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
中国北车	国内(亿元)	192.48	252.9	327.43	382.29	576.98	830.75	827.72
	海外(亿元)	17.32	10.81	19.68	22.87	44.87	62.78	96.59
	海外收入占比	8.3%	4.1%	5.7%	5.6%	7.2%	7.0%	10.4%
中国南车	国内(亿元)	217.49	254.67	341.3	450.08	625.68	745.81	819.39
	海外(亿元)	17.81	19.34	16.38	13.85	23.41	61.3	85.17
	海外收入占比	7.6%	7.1%	4.6%	3.0%	3.6%	7.6%	9.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 11：铁路货车是中国铁路车辆出口中的主力，中国北车 2011 年以来货车订单占年度公告出口订单的 50%左右

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-4 月
中国北车出口订单（亿元）	76.6	51.65	51.2	14.22
其中铁路货车订单（亿元）	5.4	27.37	23.42	14.22
铁路货车在出口中的占比	<b>7%</b>	<b>53%</b>	<b>46%</b>	<b>100%</b>
中国南车出口订单（亿元）	39.78	67.3	93.7	49.4
其中铁路货车订单（亿元）		5	10.9	10.6
铁路货车在出口中的占比	<b>0%</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>	<b>21%</b>
中国北车、南车铁路货车出口订单合计（亿元）	116.38	118.95	144.9	63.62
中国北车、南车铁路货车出口合计（亿元）	5.4	32.37	34.32	24.82
铁路货车在出口订单中的占比合计	<b>5%</b>	<b>27%</b>	<b>24%</b>	<b>39%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 三、铁路车辆配件：维修更新需求保障增速高于整车

铁路车轴 2012 年市场规模在 20 亿元左右，预计未来 3 年年均增长 10-15%。其中铁路货车车轴约 15 亿元，机车、客车、轻轨、地铁车辆等车轴需求在 3-4 亿元；动车组进口替代潜在需求 2-3 亿元。轻轨地铁和动车组车轴增速较快。

轮对、摇枕、侧架市场需求较大。2012 年轮对市场规模约为 60 亿元（不含车轴），摇枕、侧架市场规模约为 60 亿元。预计未来 3 年轮对、摇枕、侧架市场需求增速与车轴类似，约为年均 10-15%。

#### （一）铁路货车车轴：存量效应保障未来增速将高于货车新造增速

2012 年铁路货车车轴市场需求约为 15 亿元，约 32 万根；分为新车配套和维修更新需求两大类。其中新车配套约 24 万根，维修更新约 8 万根。随着铁路货车存量的逐年增加，未来维修更新需求将超过新车配套需求，存量效应保障未来增速将高于货车新造增速（10%左右）。

根据铁道部规定，现役车辆每 5 年必须将轮轴从车辆上拆卸下来，进行检查、修理，每 9 年必须将车轴从车轮上彻底拆卸下来进行检查和大修，出现磨损、裂纹或其它问题的车轴都必须更换，而且车轴的服役年限最多不得超过 20 年。

根据《机车车辆工艺》中研究文章《车轴寿命谈》，我国货车车轴的寿命短则数月，长则 30 余年，平均 12.6 年；客车车轴的寿命一般为 3-15 年，平均为 7 年。我们采用铁路货车车轴 13 年的寿命进行计算。

根据晋西车轴 2004 年的招股说明书，欧洲市场年需求量约为 20 万根轴（其中新造车及轮对用量为 7.5 万根轴，修造用轴 12.5 根轴）。欧洲作为一个成熟市场，修造用轴需求大于新造车配套用轴需求，这也印证我们未来维修更新需求增速将高于新车配套用轴。

2004-2012 年 9 年间，晋西车轴的车轴收入从 2.3 亿元增长到 5.9 亿元，复合增长率为 12%。我们之前统计 2006-2012 年中国北车、中国南车、北方创业、晋西车轴这 4 家企业铁路货车收入复合增长率为 10%，两者增长率基本接近。

表 12：铁路货车新车配套车轴市场需求测算：2012 年市场需求约 11 亿元

铁路货车新车配套需求	需求量
2012 年铁路货车产量(万辆)	5.9
每辆货车需要车轴数（根）	4
新造铁路货车市场需求万根	23.6
单价（元）	4600
新造车辆配套需求（亿元）	10.86

资料来源：中国银河证券研究部（注：铁路货车单价参考晋西车轴 2012 年车轴单价）

表 13：铁路货车维修更新车轴市场需求测算：2012 年市场需求在 4 亿元

铁路货车维修更新市场需求	需求量
2012 年铁路货存量（万辆）	67

铁路货车维修更新市场需求	需求量
铁路货车车轴存量（万根）	268
寿命（年）	13
估计每年更换（万根）	8.0
维修更新市场需求（亿元）	3.7

资料来源：中国银河证券研究部

## (二) 其他车辆车轴需求较小，轻轨地铁和动车组车轴增速较快

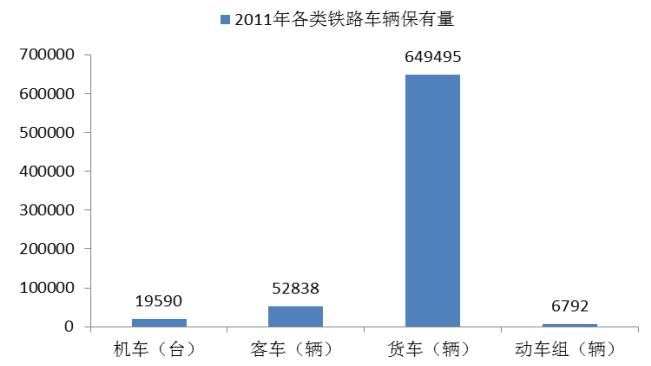
从保有量和年产量来看，铁路机车、客车、动车组三者合计，相当于铁路货车的 10-20%。2011 年铁路机车、客车、动车组保有量为铁路货车的 12%，2012 年铁路机车、客车、动车组的产量为铁路货车的 19%。

如果我们假设机车、客车、轻轨、地铁车辆的车轴价格类似于铁路货车，寿命约为 7 年左右，则这些车辆车轴需求市场规模在 3-4 亿元。

动车组车轴未来进口替代具有较大空间。动车组车轴单价远高于铁路货车车轴（假设 20000 元/根），其车轴寿命低于客车的 7 年（假设 5 年），我们认为动车组维修更新需求可能高于新车配套需求，粗略估计动车组车轴市场需求可能在 2-3 亿元左右。

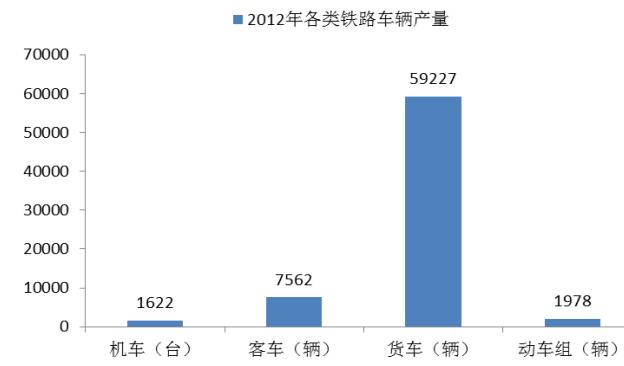
未来动车组车轴、轻轨地铁车轴需求增长相对较快。其中轻轨地铁车轴预计年均增长 20-30%；动车组车轴进口替代空间较大，由于基数较小，增速会更快些。

图 33：铁路货车在铁路车辆保有量中遥遥领先



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 34：铁路货车在铁路车辆产量中也远大于其他车种



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

## (三) 轮对、摇枕、侧架市场需求较大

轮对单价约为车轴的 4 倍，如果扣除所含车轴，价格为车轴的 3 倍。粗略测算，假设轮对寿命与车轴接近，则轮对市场规模为车轴 3 倍左右，2012 年轮对市场规模约 60 亿元。

摇枕、侧架单价与车轴接近，1 根车轴对应 1 个摇枕、2 个侧架，假设摇枕、侧架寿命与车轴接近，因此摇枕、侧架市场规模约为车轴 3 倍左右，2012 年摇枕、侧架市场规模约为 60 亿元。

## 四、晋西车轴：产能扩张，出口驱动，车辆配件快速增长

### (一) 产能扩张，增发募投项目达产后收入有潜力达 45 亿元

公司拟增发资金总额不超过 12.9 亿元（含发行费用），增发底价为 9.56 元/股，主要用于投资 2 个项目和补充流动资金。其中，马钢-晋西轮轴项目由公司和马钢股份合资发起新建，该项目总投资为 119,900 万元，建设实施地点为马鞍山。双方各持有合资公司 50% 股权。根据合资公司章程的约定，晋西车轴在合资公司董事会成员中占多数，合资公司由本公司合并财务报表；在年度利润分配时，晋西车轴和马钢股份按 47.5% 和 52.5% 的比例进行分红。

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，即以高速轮轴、动车组轮轴、出口轮轴和城市轨道交通轮轴研发、生产和维修为主，货车轮轴的生产为辅，满足国内外轮轴市场需求，形成年产 7 万套轮轴的产能。

轨道交通及高端装备制造基地建设项目的建设主体为晋西车轴及其下属单位，该项目的总投资为 174,300 万元，分为两期建设，在太原市工业新区和晋西车轴主厂区进行建设。

**表 14：公司两大增发募投项目：马钢-晋西轮轴项目和轨道交通及高端装备制造基地建设项目（一期）**

序号	项目名称	募资金额（亿元）	总投资（亿元）	公司股权	达产收入（亿元）	净利润（万元）	投产时间
1	马钢-晋西轮轴项目	3.50	11.99	50%	30.11	25,884	2014 年
2	轨道交通及高端装备制造基地建设项目（一期）	8.40	14.63	100%	14.71	16,323	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

**表 15：公司增发募投项目达产后，收入规模有达到 45 亿元的潜力**

序号	主要产品	目前产能	达产产能
1	车轴	18 万根	28 万根（太原本部 7 万根产能供应马钢晋西公司）
2	轮对	3 万套	11.2 万套（太原本部 4.2 万套，马钢晋西公司 7 万套）
3	车辆：车体钢结构部件（80 吨级）	3000 辆/年	2,500 辆/年
4	车辆：罐车车体钢结构	70 吨级车	500 辆份/年
5	摇枕侧架	5000 辆份/年	15000 辆份/年
6	车钩组成		15000 套/年
7	钩尾框、上心盘等大锻件		10000 套/年
8	80 吨级货车转向架		3,000 辆份/年
9	80 吨级货车用轮对		3,000 辆份/年
	销售收入合计	28 亿元/年	45 亿元/年

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理（注：马钢晋西项目由公司合并报表，但年度利润分配时公司分红 47.5%）

**表 16：公司车轴产能将由目前的 18 万根提升至 28 万根**

产能	设备	产能（万根/年）	备注
太原	700T 精锻机	8-10	2012 年建成，已经投入试生产
	600 吨精锻机	9-10	现在的主要产能

产能	设备	产能(万根/年)	备注
	500 吨精锻机	2-3	由奥地利 GFM 公司生产
包头	4 台快锻机	8	试生产阶段, 2013 年逐步达产
合计		28-30	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

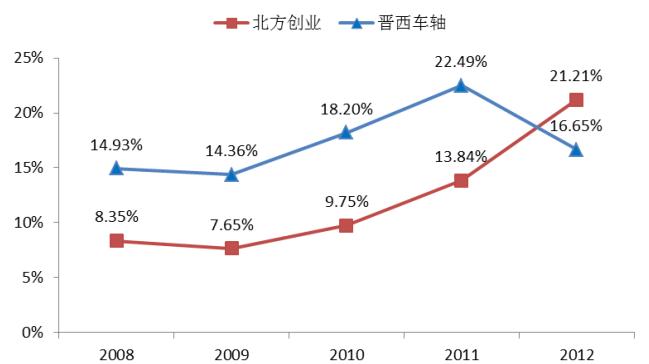
## (二) 铁路货车出口获突破, 新产品、转型 80 吨级车将提升业绩

公司铁路货车 2011 年毛利率达 22.5%, 2012 年大幅下降至 16.7%。公司竞争对手北方创业 2012 年货车毛利率则提升至 21.2%。未来随着公司自备车、出口车比重的提升, 铁路货车毛利率将回升。

2013 年 3 月, 公司与巴基斯坦签订 200 辆平车、300 辆罐车采购合同, 这是该公司生产货车 20 多年来首次实现出口, 是企业近年来凭借技术创新、结构调整, 在铁路货车及核心配件出口方面取得的重大突破, 为今后进军欧洲、非洲等国际市场奠定了基础。

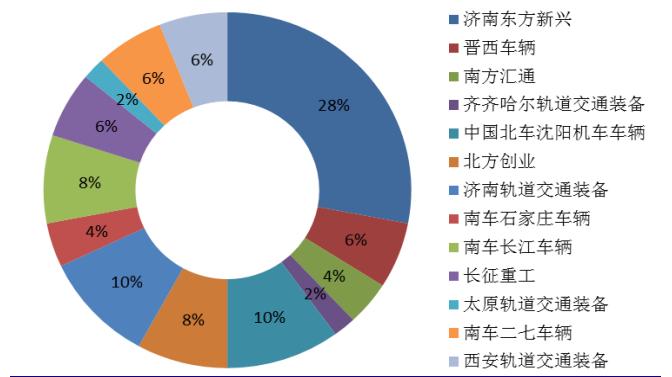
公司铁路货车国内市场占有率为 4-5%, 此前以毛利率较低的国铁货车(敞 70 车)为主, 未来随着新产品的不断推出、转型 80 吨级车, 均将逐步贡献业绩。继 GQ70 型轻油罐车实现批量生产后, 公司又开发试制了 GHA70 型醇类罐车, 初步形成了包括敞车、漏斗车、罐车和煤炭专用车在内的整车系列产品。公司货车基数较小, 未来出口车、自备车比例将提升。货车品种也将由 70 吨级改造至 80 吨级, 收入和盈利能力均将获得提升。

图 35: 晋西车轴铁路货车毛利率一度达 22.5%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 36: 2012 年 12 月晋西车轴在铁道部 1 万辆铁路货车中标 6%



资料来源: 中国铁路建设投资公司, 中国银河证券研究部

表 17: 中国铁路货车自备车和出口的毛利率远高于国铁铁路货车

货车产品	均价(万元)	毛利率
部招: C70	37-38 万元	北车、南车: 15% 左右
部招: C80	48 万元左右	
企业自备车: C70	40 万元左右	
企业自备车: C80	53 万元左右	20% 以上
企业自备车: C80 铝合金	66.5 万元(2013 年)、73 万元(2011 年)	
出口货车	52 万元左右	20% 以上

资料来源：公司公告，互联网，中国银河证券研究部

### （三）摇枕侧架转向架出口资质，车辆配件将获得快速增长

公司具有摇枕侧架和转向架出口美国资质。公司产品先后通过美国铁路协会（AAR）质量管理体系、ISO9000 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、职业健康安全管理体系、IRIS 国际铁路行业标准体系等认证。

2012 年，受益于哈萨克斯坦和美国市场的需求，公司车辆配套及其他业务收入同比增长 109%。未来出口趋势看好，车辆配件业务将获得持续快速增长。

### （四）高速动车组用空心轴国产化有望获突破，车轴毛利率将回升

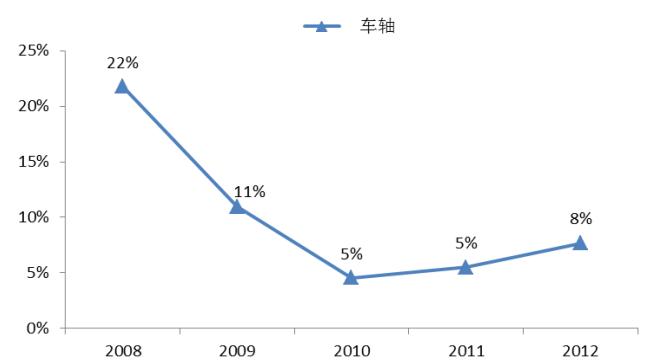
公司车轴毛利率从 2008 年的 22% 大幅下滑至 2012 年的 8%，主要由于公司收购的包头北方铁路产品公司处于亏损状态、车轴行业竞争激烈、车轴价格受铁道部限价。随着 2012 年铁道部招标货车车轴价格的上调，未来车轴价格将进一步实现市场化，车轴毛利率将逐步回升。

目前，公司 30 吨级重载车轴及高速动车轴国产化项目的研发均取得阶段性成果，未来公司高速动车组用空心轴国产化有望获突破。新产品的研发及快速投入批量生产成为公司持续增长和改善盈利能力的内生动力。

中国要求建立自己的标准，装备中国标准的高铁动车组，沪昆线、大西（大同-西安）线有望装备国产高铁动车组轮轴，公司有望受益。高铁空心轴毛利率显著高于普通车轴，有望提升公司毛利率水平。同时，新产品还有望获得较多政府补贴。未来高铁轮轴市场前景看好。

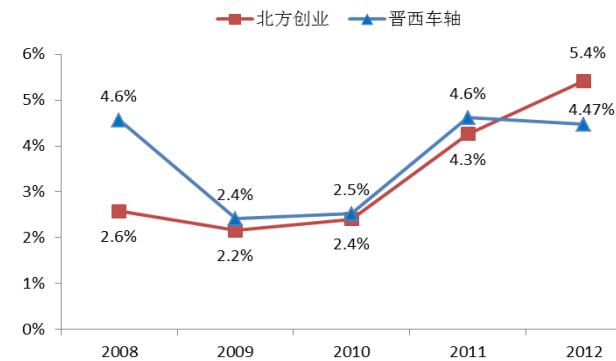
公司 2012 年销售净利率仅为 4.5%，随着车轴、铁路货车毛利率的提升，未来销售净利率具备较大提升空间。

图 37：公司车轴业务毛利率具备提升空间



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 38：晋西车轴净利率具备提升空间



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （五）未来可能受益集团环保业务

目前晋西集团已经获得近 8 亿元太原市生活垃圾焚烧发电厂项目。采用炉排炉技术。炉排炉的炉排，承受高温、耐腐蚀，和晋西车轴的铸钢技术相似。该项目包含 3 条焚烧炉线，晋西

车轴有望获得设备订单。

2012年8月晋西集团成功签约太原市生活垃圾焚烧发电厂项目。该项目位于太原市民营经济开发区，占地面积110亩，总投资7.54亿元，建设工期34个月。项目主体包括一座垃圾焚烧发电厂和一座大型垃圾压缩转运站。项目建成后，将形成1800吨/日的垃圾接受能力，除满足厂内用电外，每年可向社会供电13512万千瓦时，项目采用先进生产工艺，处理后烟气排放可达欧盟2000标准。

我们认为晋西集团环保业务不仅仅局限于太原地区，后续项目具备持续性，上市公司有望受益集团环保业务设备订单。

## 五、盈利预测：未来3年业绩将保持快速增长

### (一) 预计2013-2015年公司收入和毛利率稳步提升

未来几年铁路改革提升铁路货车景气度，海外出口和自备车占比的提升将有助于提高公司的盈利能力，公司车辆配套业务将获得较快增长。随着增发项目产能的逐步释放，我们预计2013-2015年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升。

表18：分业务预测：预计2013-2015年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升

单位：百万元	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营收入</b>	<b>1944.41</b>	<b>1509.73</b>	<b>1737.09</b>	<b>2161.72</b>	<b>2735.29</b>	<b>3275.34</b>	<b>3912.03</b>	<b>4561.55</b>
车辆配套及其他	469.35	378.72	433.50	530.61	1107.64	1384.55	1730.69	2076.83
车辆	674.07	537.08	672.75	798.92	775.39	891.70	998.70	1118.55
车轴	340.74	463.88	539.06	579.81	587.34	734.18	917.72	1101.26
其他	460.25	130.05	91.78	252.38	264.92	264.92	264.92	264.92
<b>营业收入增速</b>	<b>-22.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>24.4%</b>	<b>26.5%</b>	<b>19.7%</b>	<b>19.4%</b>	<b>16.6%</b>	
车辆配套及其他	-19.3%	14.5%	22.4%	108.7%	25.0%	25.0%	20.0%	
车辆	-20.3%	25.3%	18.8%	-2.9%	15.0%	12.0%	12.0%	
车轴	36.1%	16.2%	7.6%	1.3%	25.0%	25.0%	20.0%	
其他	-71.7%	-29.4%	175.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
<b>营业收入构成</b>								
车辆配套及其他	24.1%	25.1%	25.0%	24.5%	40.5%	42.3%	44.2%	45.5%
车辆	34.7%	35.6%	38.7%	37.0%	28.3%	27.2%	25.5%	24.5%
车轴	17.5%	30.7%	31.0%	26.8%	21.5%	22.4%	23.5%	24.1%
其他	23.7%	8.6%	5.3%	11.7%	9.7%	8.1%	6.8%	5.8%
<b>毛利率</b>	<b>14.3%</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>13.0%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.1%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.8%</b>
车辆配套及其他	12%	9%	9%	11%	13%	13.0%	14.0%	14.0%
车辆	15%	14%	18%	22.5%	16.7%	17.0%	18.0%	19.0%
车轴	22%	11%	5%	5.5%	7.7%	8.0%	10.0%	11.0%
其他	10%	20%	15%	5%	2%	2.3%	2.3%	2.3%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## (二) 不考虑增发, 2013-2015 年净利润复合增长率达 34%

不考虑增发, 预计公司 2013-2015 年净利润复合增长率达 34%, EPS 分别为 0.57、0.77、0.98 元, 对应 PE 分别为 23、17、14 倍。

如增发成功, 预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率达 42%, EPS 分别为 0.45、0.65、0.81 元, 对应 PE 分别为 29、20、17 倍。

**表 19: 不考虑增发, 预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率达 34%**

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	2,161.72	2,735.29	3,275	3,912	4,562
营业收入增长率	24.44%	26.53%	20%	19%	17%
净利润 (百万元)	99.72	122.28	173	231	295
净利润增长率	128.15%	22.62%	41%	34%	28%
EPS (元) (摊薄)	0.33	0.40	0.57	0.77	0.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.70%	7.64%	9.74%	11.81%	13.47%
P/E	41	33	23	17	14
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	31	28	21	16	13

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部 (注: 股价截止至 2013 年 7 月 23 日)

**表 20: 如增发成功, 预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率达 42%**

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	2,161.72	2,735.29	3,275	3,912	4,562
营业收入增长率	24.44%	26.53%	20%	19%	17%
净利润 (百万元)	99.72	122.28	199	286	354
净利润增长率	128.15%	22.62%	63%	44%	24%
EPS (元) (摊薄)	0.23	0.28	0.45	0.65	0.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.70%	7.64%	6.52%	8.70%	9.93%
P/E	59	48	29	20	17
P/B	3.9	3.7	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	31	28	24	17	14

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部 (注: 股价截止至 2013 年 7 月 23 日)

## 六、估值分析：在铁路设备和军工行业中具提升空间

在铁路设备零配件细分行业中，公司具有较为明显的估值优势，甚至低于整个铁路设备大行业，估值具提升空间。在国防军工行业中，公司估值具备较大提升空间。给予“推荐”评级。

表 21：在铁路设备行业中，晋西车轴成长性好，估值仍具提升空间

分类	上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
整车制造	中国北车	601299.SH	4.47	0.33	0.38	0.44	0.53	14	12	10	8
	中国南车	601766.SH	3.86	0.29	0.33	0.38	0.44	13	12	10	9
	北方创业	600967.SH	15.59	0.37	0.55	0.71	0.92	42	28	22	17
零配件制造	晋西车轴	600495.SH	13.37	0.40	0.45	0.65	0.81	33	29	20	17
	新筑股份	002480.SZ	17.17	-0.25							
	时代新材	600458.SH	10.57	0.24	0.33	0.44	0.54	44	32	24	20
	晋亿实业	601002.SH	9.48	-0.02							
	永贵电器	300351.SZ	22.46	0.51	0.79	1.01	1.33	44	28	22	17
	太原重工	600169.SH	2.64	-0.14							
	天马股份	002122.SZ	3.99	0.18				22			
	轴研科技	002046.SZ	7.12	0.23	0.21	0.26	0.33	31	35	27	22
	零配件制造平均估值							35	31	24	19
行业平均估值								30	25	19	16

资料来源：Wind, 中国银河证券研究部（注：股价截止至 2013 年 7 月 23 日，盈利预测除晋西车轴（增发全面摊薄）外，其余均为一致预期）

表 22：在军工行业中，晋西车轴估值具有较大提升空间

类别	上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
飞机	洪都航空	600316.SH	16.81	0.12	0.24	0.36	0.54	138	70	46	31
	哈飞股份	600038.SH	23.54	0.34	0.45	0.62	0.80	69	52	38	30
	中航飞机	000768.SZ	9.84	0.09	0.16	0.23	0.40	104	61	43	24
核心配套	中航电子	600372.SH	23.47	0.35	0.46	0.60	0.75	68	51	39	31
	航空动力	600893.SH	16.81	0.27	0.38	0.47	0.56	63	44	36	30
	海特高新	002023.SZ	12.20	0.24	0.33	0.46	0.61	51	37	26	20
通讯导航	中国卫星	600118.SH	15.54	0.30	0.37	0.46	0.55	53	42	34	28
	航天电子	600879.SH	7.69	0.20	0.23	0.27	0.33	39	33	28	23
	四创电子	600990.SH	26.01	0.35				74			
其他	高淳陶瓷	600562.SH	50.44	0.11				472			
	北方创业	600967.SH	15.59	0.37	1.06	1.36	1.62	42	15	11	10
	晋西车轴	600495.SH	13.37	0.40	0.45	0.65	0.81	33	29	20	17
行业平均估值								43	32	24	

资料来源：Wind, 中国银河证券研究部（注：股价截止至 2013 年 7 月 23 日，盈利预测除晋西车轴（增发全面摊薄）外，其余均为一致预期）

## 附录：3张表预测

表 23：利润表预测

利润表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,162	2,735	3,275	3,912	4,562
营业成本	1,881	2,411	2,879	3,392	3,931
折旧和摊销	35	36	75	91	104
营业税费	7	8	9	11	13
销售费用	26	36	43	51	59
管理费用	140	149	180	215	251
财务费用	1	5	5	31	41
资产减值损失	12	3	6	7	4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	5	5	5
营业利润	95	129	159	210	267
利润总额	115	157	217	288	365
少数股东损益	0	9	9	10	11
归属母公司净利润	100	122	173	231	295
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.33	0.40	0.57	0.77	0.98

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 24：资产负债表预测

资产负债表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	2,410	2,511	3,631	4,091	4,493
流动资产	1,762	1,464	2,460	2,810	3,166
货币资金	694	537	946	1,130	1,318
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	296	373	463	540	632
应收票据	84	83	171	159	187
其他应收款	13	18	22	25	30
存货	429	389	618	684	758
非流动资产	648	1,047	1,171	1,281	1,327
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	75	75	75	75	75
固定资产	419	441	637	797	889
无形资产	0	37	35	33	32
总负债	922	826	1,764	2,028	2,184
无息负债	782	586	929	1,078	1,109
有息负债	140	240	835	950	1,075
股东权益	1,489	1,685	1,867	2,063	2,310

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
股本	302	302	302	302	302
公积金	879	882	900	923	952
未分配利润	308	416	571	734	940
少数股东权益	0	84	94	104	115
归属母公司权益	1,489	1,600	1,773	1,959	2,194

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 25：现金流量表预测

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	340	(131)	15	340	309
净利润	100	122	173	231	295
折旧摊销	35	36	75	91	104
净营运资金增加	12	220	399	201	325
其他	193	(509)	(632)	(183)	(415)
投资活动产生现金流	(285)	(199)	(195)	(195)	(145)
净资本支出	0	(37)	200	200	150
长期投资变化	75	75	0	0	0
其他资产变化	(360)	(237)	(395)	(395)	(295)
融资活动现金流	13	151	590	39	24
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	10	100	595	115	125
无息负债变化	229	(195)	343	148	31
净现金流	68	(179)	410	184	188

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司产品: 铁路车轴国内市场占有率约为 35% .....	1
图 2: 公司产品: 铁路轮对=1 车轴+2 车轮 .....	1
图 3: 公司产品: 铁路车辆转向架=2 轮对+1 摆枕+2 侧架 .....	1
图 4: 公司产品: 铁路车辆=车体钢结构+2 转向架 .....	1
图 5: 2012 年车辆配套和车辆业务收入占比为 40%、28% .....	2
图 6: 2012 年公司车辆配套和车辆业务毛利润占比为 45%、41% .....	2
图 7: 铁路车辆、车辆配套业务毛利率相对较高 .....	2
图 8: 2010-2012 年公司销售净利率逐步回升 .....	2
图 9: 2007-2012 年公司收入复合增长率为 21% .....	2
图 10: 2007-2012 年公司净利润复合增长率为 15% .....	2
图 11: 2007-2012 年公司收入复合增长率为 21% .....	4
图 12: 2011-2015 年晋西集团销售收入目标为年均增长 41% .....	4
图 13: 晋西集团是国家火箭弹科研、生产基地 .....	4
图 14: 晋西集团的产品参加国庆阅兵 .....	4
图 15: 铁路货运是原铁道部最大收入来源 .....	6
图 16: 未来几年铁路在全国货运周转量中占比有望企稳回升 .....	6
图 17: 铁路货运量增长与 GDP 增速密切相关, 未来将反弹 .....	6
图 18: 煤炭、冶炼物资等大宗物资挤占了其他产品的货运需求 .....	6
图 19: 2011 年各地铁路货运实际远不能满足用户需求 .....	7
图 20: 铁路货运改革即将启动, 未来铁路货运量有望回升 .....	7
图 21: 中国铁路货车使用密度高, 保有量具有较大提升空间 .....	7
图 22: 2008 年中、俄、美三国铁路货车保有量数据比较 .....	7
图 23: 2006-2012 年 4 家企业铁路货车收入年均增长 10% .....	8
图 24: 2006-2012 年晋西车轴在 4 家企业中的市场份额较小 .....	8
图 25: 2011 年自备车和出口在铁路货车“三驾马车”地位重要 .....	9
图 26: 未来几年铁路货车海外出口增速将高于国内需求增速 .....	9
图 27: 2012 年中国铁路货车产量 5.9 万辆, 同比下滑 12% .....	9
图 28: 2012 年 8 月份后铁路货车招标减少出现产量下滑 .....	9
图 29: “十二五”将新建一批煤运通道, 拉动铁路货车需求 .....	10
图 30: 山西中南部至山东沿海港口煤运通道预计 2014 年竣工 .....	10
图 31: 中国北车、南车等铁路设备企业出口比重将持续上升 .....	11
图 32: 铁路货车在中国北车、南车出口订单中的占比不断提升 .....	11
图 33: 铁路货车在铁路车辆保有量中遥遥领先 .....	14
图 34: 铁路货车在铁路车辆产量中也远大于其他车种 .....	14
图 35: 晋西车轴铁路货车毛利率一度达 22.5% .....	16
图 36: 2012 年 12 月晋西车轴在铁道部 1 万辆铁路货车中标 6% .....	16
图 37: 公司车轴业务毛利率具备提升空间 .....	17
图 38: 晋西车轴净利率具备提升空间 .....	17

## 表格目录

表 1：晋西车轴拥有 2 家全资子公司、1 家控股子公司，地跨太原、包头、马鞍山三地.....	3
表 2：晋西车轴持有兵器财务 1.58% 股权，2012 年投资收益 500 万元.....	3
表 3：晋西集团为国家火箭弹研制基地，民品涉及铁路产品、汽车零部件、铜材加工等业务.....	4
表 4：铁路货运改革近期主要事件：铁路货运改革 6 月 15 日正式启动.....	5
表 5：与美国、俄罗斯相比，中国铁路货车保有量具有较大提升空间.....	7
表 6：2008 年美国、俄罗斯、中国三国铁路货车保有量数据比较.....	8
表 7：中国铁路货车行业市场规模接近 300 亿元，2006-2012 年年均复合增量率为 10% 左右 .....	8
表 8：预计未来几年铁道部年均招标 4-5 万辆 .....	10
表 9：“十二五”煤运通道建设有望拉动国铁货车和企业自备车需求.....	10
表 10：2012 年中国北车、中国南车出口比例以提升至 10% 左右，未来有望提升至 15-20% .....	11
表 11：铁路货车是中国铁路车辆出口中的主力，中国北车 2011 年以来货车订单占年度公告出口订单的 50% 左右 ....	12
表 12：铁路货车新车配套车轴市场需求测算：2012 年市场需求约 11 亿元.....	13
表 13：铁路货车维修更新车轴市场需求测算：2012 年市场需求在 4 亿元.....	13
表 14：公司两大增发募投项目：马钢-晋西轮轴项目和轨道交通及高端装备制造基地建设项目（一期） .....	15
表 15：公司增发募投项目达产后，收入规模有达到 45 亿元的潜力.....	15
表 16：公司车轴产能将由目前的 18 万根提升至 28 万根 .....	15
表 17：中国铁路货车自备车和出口的毛利率远高于国铁铁路货车.....	16
表 18：分业务预测：预计 2013-2015 年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升 .....	19
表 19：不考虑增发，预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率达 34% .....	20
表 20：如增发成功，预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率达 42% .....	20
表 21：在铁路设备行业中，晋西车轴成长性好，估值仍具提升空间.....	21
表 22：在军工行业中，晋西车轴估值具有较大提升空间 .....	21
表 23：利润表预测 .....	22
表 24：资产负债表预测 .....	22
表 25：现金流量表预测 .....	23

## 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、王华君，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。本报告清晰准确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（00317.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）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）、陕鼓动力（601369.SH）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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)