

机械行业/铁路设备

晋西车轴 (600495)

维持: 买入

铁路投资规模上调, 公司盈利向好

2014年6月12日

公司研究/调研简报

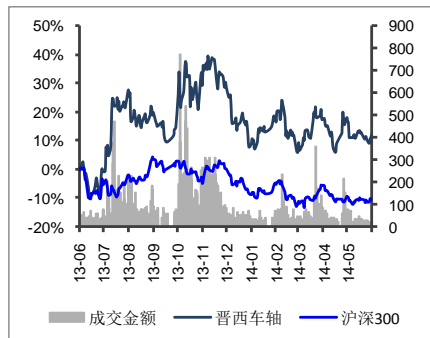
市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 12.62 |
| 一年内最高/最低(元) | 14.65/11.86 |
| 市净率 | 1.72 |
| 市盈率 | 36.49 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,814.24 |

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 7.34 |
| 资产负债率% | 21.34% |
| 总股本/流通A股(百万) | 419.5/302.2 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

公司历史走势(最近一年)



分析师: 李争东

执业证书编号: S0760512060001

电话: 0351-8686900

邮箱: lizhengdong@sxzq.com

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

基本经营数据

单位: 百万

| | 主营收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 主营利润率 | 净资产收益率 | 市盈率 |
|-------|------|-------|-----|------|------|-------|--------|-------|
| 2013A | 2830 | 11.5% | 127 | 4.5% | 0.34 | 3.2% | 4.1% | 37.12 |
| 2014E | 3160 | 13.0% | 198 | 6.3% | 0.35 | 3.7% | 4.4% | 36.49 |
| 2015E | 3630 | 11.8% | 226 | 6.2% | 0.39 | 4.0% | 4.8% | 31.96 |
| 2016E | 4120 | 10.9% | 235 | 5.7% | 0.41 | 3.8% | 4.8% | 30.90 |

投资要点:

- 国务院决定将2014年铁路固定资产投资的总规模调整为8000亿元, 较年初计划增加1000亿。其中国家铁路投资由6300亿元调整到7300亿元, 投资规模上调将使铁路设备行业从中受益。
- 晋西车轴立足火车车辆、车轴产品, 定位高端, 坚持多元化发展, 致力于成为铁路货车车辆及其核心零部件供应商, 具有较强竞争实力。
- 高速动车组系列轴承国产化趋势比较明朗, 2015年有望全面拉开国产化序幕。由于动车组系列车轴毛利较高, 预计在40%左右, 按照目前铁路高速化发展趋势来看, 公司盈利能力将大幅提高。
- 依托中国兵器工业集团及晋西工业集团, 晋西车轴在技术升级及产业升级具有独特优势, 未来公司有望获得更多政策和技术支持。公司参与了晋西集团签署的太原市生活垃圾焚烧发电厂BOT项目, 由于环保产业逐步受到重视, 炉排式垃圾焚烧装备市场空间广阔, 公司环保产业板块未来盈利值得期待。

估值:

我们认为公司2013-2015年EPS分别为0.35元、0.39元和0.41元, 以2014年6月12日收盘价为基准, 对应PE为36.49倍、31.96倍和30.9倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、经济复苏缓慢, 政府宏观调控方向具有不确定性;
- 2、铁路行业固定资产投资放缓以及铁路总公司延迟火车招标风险;
- 3、如果公司募投项目产能扩张放慢, 可能会延迟公司业绩释放;
- 4、新产品还需要在实际应用中得到进一步检验, 存在一定实践性风险。

目录

| | |
|---------------------|----|
| 1. 研究结论 | 3 |
| 2. 公司介绍 | 3 |
| 2.1 子公司介绍 | 4 |
| 2.2 公司发展沿革 | 5 |
| 2.3 现有产能情况 | 6 |
| 2.4 收入结构 | 6 |
| 2.5 市场份额 | 7 |
| 2.6 经营情况回顾 | 7 |
| 3. 公司亮点 | 9 |
| 3.1 立足车轴，定位高端、多元化发展 | 9 |
| 3.2 依托晋西集团，政策优势明显 | 10 |
| 3.3 资产注入预期 | 11 |
| 6. 需求预测 | 11 |
| 6.1 车辆需求预测 | 11 |
| 6.2 车轴需求预测 | 13 |
| 6.3 轮对需求预测 | 13 |
| 6.4 摇枕侧架需求预测 | 13 |
| 6.5 其他业务 | 14 |
| 7. 盈利预测 | 14 |
| 8. 风险提示 | 14 |

图表

| | |
|-----------------------|----|
| 图表 1: 子公司主营业务收入增速 | 5 |
| 图表 2: 子公司主营业务利润增速 | 5 |
| 图表 3: 主营业务收入构成变化 | 7 |
| 图表 4: 2013 年主营业务收入构成 | 7 |
| 图表 5: 主营业务毛利率变化情况 | 7 |
| 图表 6: 2013 年主营业务利润构成 | 7 |
| 图表 7: 主营业务收入及增速 | 8 |
| 图表 8: 主营业务净利润及增速 | 8 |
| 图表 9: 内销与出口占比情况 | 9 |
| 图表 10: 内销及出口收入总额及增速 | 9 |
| 图表 11: 炉排式垃圾焚烧发电设备 | 11 |
| 图表 12: 铁路货车产量及增速 | 12 |
| 图表 13: 我国货车产能占比情况 | 12 |
| 图表 14: 全国铁路年度固定资产投资情况 | 12 |
| 图表 15: 全国铁路车辆购置情况 | 12 |

1. 研究结论

- 国务院决定将 2014 年铁路固定资产投资的总规模调整为 8000 亿元，较年初计划增加 1000 亿。其中国家铁路投资由 6300 亿元调整到 7300 亿元，投资规模上调将使铁路设备行业从中受益。
- 晋西车轴立足火车车辆、车轴产品，定位高端，坚持多元化发展，致力于成为铁路货车车辆及其核心零部件供应商，具有较强竞争实力。
- 高速动车组系列轴承国产化趋势比较明朗，2015 年有望全面拉开国产化序幕。由于动车组系列车轴毛利较高，预计在 40% 左右，按照目前铁路高速化发展趋势来看，公司盈利能力将大幅提高。
- 依托中国兵器工业集团及晋西工业集团，晋西车轴在技术升级及产业升级具有独特优势，未来公司有望获得更多政策和技术支持。公司参与了晋西集团签署的太原市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目，由于环保产业逐步受到重视，炉排式垃圾焚烧装备市场空间广阔，公司环保产业板块未来盈利值得期待。

2. 公司介绍

晋西车轴属于交通运输设备制造业，公司是目前亚洲最大的车轴生产企业，主要生产设备从奥地利、德国国外先进设备制造商引进，生产线的整体装备在国际上处于先进水平。其主营业务为铁路车辆零部件（车轴、轮对、摇枕侧架）、铁路货车（敞车、平车、漏斗车和罐车等四大系列十几种车型）的制造、销售，是中国谱系最全、能力最大、质量最优的铁路产品生产基地之一，全资拥有晋西铁路车辆有限责任公司、包头北方铁路产品有限责任公司，控股马鞍山马钢晋西轨道交通装备有限公司以及晋西装备制造有限责任公司。

表格 1 公司及其子公司主营业务

| 公司名称 | 公司类型 | 主营产品 |
|-------------------|--------------------------------|--|
| 晋西车轴股份有限公司 | 母公司 | 车轴、车轮 |
| 晋西铁路车辆有限责任公司 | 全资子公司 | 铁路车辆和铁路工程机械及其配套产品、零部件 |
| 包头北方铁路产品有限责任公司 | 全资子公司 | 锻件、热处理、火车轴、机加等铁路产品 |
| 马鞍山马钢晋西轨道交通装备有限公司 | 控股子公司 | 铁路货车轮轴、客车轮轴、城市轨道交通用轮轴、高速动车组和机车轮轴制造、维修以及转向架 |
| 晋西装备制造有限责任公司 | 全资子公司 (于 2013 年 2 月 26 日成立) | 轨道交通及高端装备制造基地建设项目（一期）的具体实施主体，经营范围为铁路车辆配件、车轴、铸件、锻件、精密锻造产品的设计、生产、销售及相关技术咨询服务；设备维修；非标准设备及其零部件的设计、制造、销售；环保装备及其零部件的设计、制造、销售；钢材、建材、生铁、化工产品（不含危险品）、五金交电的销售；进出口业务。 |

资料来源：公司公告、山西证券研究所

2.1 子公司介绍

公司全资子公司晋西铁路车辆有限责任公司主要产品为铁路车辆、轮对（轮轴）、摇枕侧架和转向架，注册资本 13,000 万元。2012 年累计实现营业收入 155,472 万元，净利润 12,646 万元；截至报告期末，其总资产为 78,686 万元，净资产为 37,888 万元。业绩增长的主要原因是轮对、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。2013 年累计实现营业收入 180,787 万元，净利润 8,677 万元；截至报告期末，其总资产为 91,628 万元，净资产为 43,565 万元。业绩下降的主要原因是铁路车辆产品销售结构发生变化，销售占比较高的车辆产品售价有所降低。

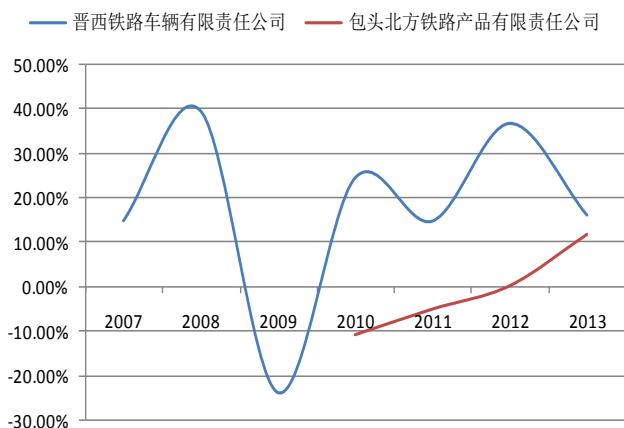
公司全资子公司包头北方铁路产品有限责任公司主要产品为铁路车轴和中小型锻件，注册资本 3,640 万元。2012 年累计实现营业收入 23,079 万元，净利润 -1,837 万元；其总资产为 21,418 万元，净资产为 1,690 万元。业绩亏损的主要原因是报告期内公司主营产品铁路车轴价格竞争激烈、公司产品结构单一以及铁路车轴生产线技术改造（包头）项目于 2012 年底刚刚竣工完成，此前未形成完整能力所致。2013 年累计实现营业收入 25,813 万元，净利润 46 万元；截至报告期末，其总资产为 23,975 万元，净资产为 1,736 万元。业绩变化的主要原因是产品单位成本较同期下降所致。

公司控股子公司马鞍山马钢晋西轨道交通装备有限公司于 2012 年 3 月 14 日成立，经营范围为国内外铁路需要的各类货车轮轴，客车轮轴、城市轨道交通用轮轴，高速动车组轮轴和机车轮轴等全谱系轮轴、转向架的研发、制造、商贸。是本次非公开发行马钢-晋西轮轴项目的具体实施主体。2012 年累计实现营业收入 125 万元，净利润 1,872 万元（含政府补助 2,500 万元）；截至报告期末，其总资产为 17,909 万元，净资产为 16,872 万元。2013 年累计实现营业收入 7,535 万元，净利润 2,424 万元；截至报告期末，其总资产为 27,139 万元，净资产为 25,295 万元。

公司全资子公司晋西装备制造有限责任公司于 2013 年 2 月 26 日成立，是本次非公开发行轨道交通及高端装备制造基地建设项目（一期）的具体实施主体，其注册资本 30,000 万元，经营范围为铁路车辆配件、车轴、铸件、锻件、精密锻造产品的设计、生产、销售及相关技术咨询服务；设备维修；非标准设备及其零部件的设计、制造、销售；环保装备及其零部件的设计、制造、销售；钢材、建材、生铁、化工产品（不含危险品）、五金交电的销售；进出口业务。2013 年累计实现营业收入 33 万元，净利润 -9 万元；截至报告期末，其总资产为 30,685 万元，净资产为 29,991 万元。

图表 1: 子公司主营业务收入增速

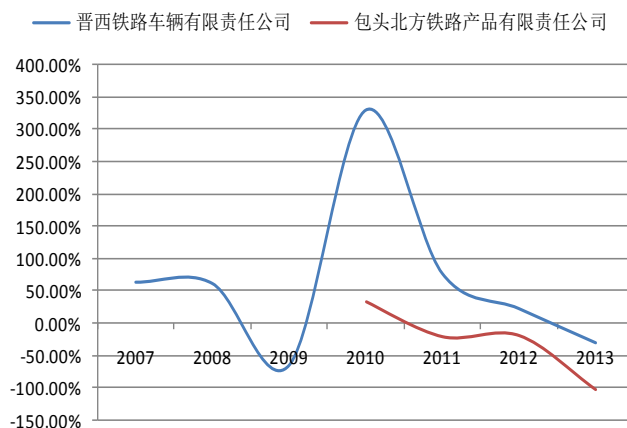
单位: %



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

图表 2: 子公司主营业务利润增速

单位: %



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

2.2 公司发展沿革

公司成立之初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。

2004 年公司上市以后,募集资金向晋机集团收购的 120 生产线使得车轴年产能增加 4 万根,产能扩张帮助公司随后 2 年业绩快速增长。

2005 年,公司通过收购晋西机器工业集团有限责任公司所持的晋西铁路车辆有限责任公司 52.24% 的股权,从此公司主营业务由车轴零件延伸至车辆零部件及整车,提升了公司在行业中的地位,为公司做强、做大铁路产品,提高核心竞争力,增强可持续发展能力奠定了基础。

2009 年 2 月,公司非公开增发 6500 万股,募集资金 8.7 亿元,变更募投项目后,购买 700 吨精锻机,收购晋西车辆剩余 47.76% 股权,收购北方锻造 100% 股权。新生产线投入使用大幅提高公司车轴加工效率和数量;收购晋西车辆剩余股权进一步推动母子公司间的资源整合与有效利用,减少管理层次,提高管理效率,提升上市公司整体运行质量、盈利能力和抗风险能力。

2013 年,公司通过非公开增发募集资金总额 129,000 万元,扣除承销费及保荐费后为 126,320.00 万元,支付 130.80 万元律师费和会计师费用,轨道交通及高端装备制造基地建设项目(一期)使用募集资金 2,500.08 万元,补充流动资金 10,000.00 万元。

2.3 现有产能情况

公司现有车轴产能约 20 万根，其中半精锻轴 13 万根，精锻轴 7 万根；轮对约 3 万套，车辆产能 2500 辆。随着公司第三车间热处理调试完毕，以及包头北方车辆产品公司运转进入正常轨道，公司车轴产能将提升至 23 万根。预计公司 2013 年车轴产能在充分满足国内市场需求的的同时还可以承接更多海外订单。

表格 2 公司产能表

| 产品 | 单位 | 2013 年 | 新增产能 | 2015 年 |
|----------|----|----------------|------------------------|--|
| 车辆 | 辆 | 2500（敞车、平车） | 500 辆罐车 | 3000（其中 500 辆罐车） |
| 车轴 | 根 | 20（其中半精轴 13 万） | 8 万根 | 28 万根（精轴 13 万根，高铁空心轴 1 万根）本部 7 万根半精轴产能直接供应马钢晋西公司 |
| 轮对 | 套 | 3 万 | 1.2 万套 80t 级，马钢晋西 7 万套 | 11.2 万套 |
| 摇枕、侧架 | 辆份 | 3000 | 12000 | 15000 辆份 |
| 转向架 | 辆份 | 3000 | 0 | 3000 辆份 |
| 勾尾框、上心盘等 | 辆份 | 0 | 10000 辆份 | 10000 辆份 |

资料来源：公司公告、山西证券研究所

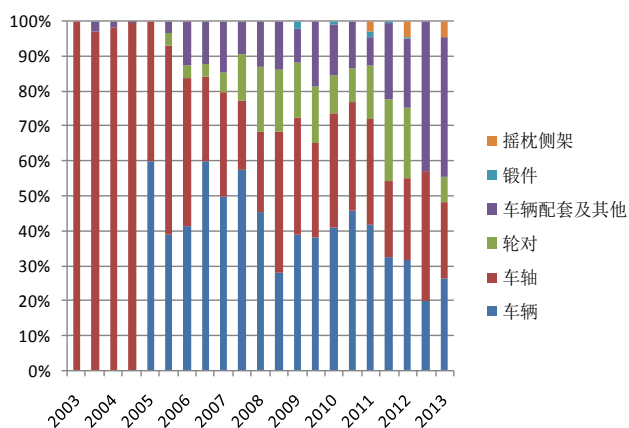
2.4 收入结构

公司上市以前一直从事车轴业务，2005 年从晋西集团收购晋西铁路车辆有限责任公司后公司进入车辆领域，收入结构发生较大变化，公司主营业务由车轴零件延伸至车辆零部件及整车。由于车辆毛利率较高，而车轴随着行业竞争加剧毛利率快速下滑，我们认为，本次战略调整非常成功。在此之后，公司坚持以车轴、车辆为主业并不断延伸产业链条，新增轮对、锻件及摇枕侧架等产品，产品结构更加合理。

截至 2013 年，公司车辆、车轴、车辆配套及摇枕侧架的主营业务贡献率分别为 29%、23%、43%和 5%；上述产品主营利润贡献率分别为 33%、23%、39%、28%和 5%。

图表 3: 主营业务收入构成变化

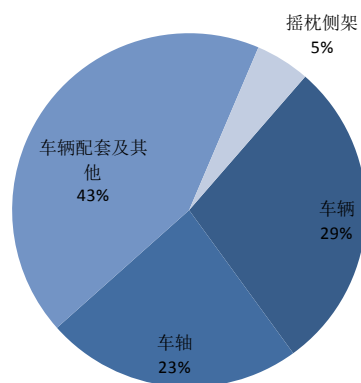
单位: %



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

图表 4: 2013年主营业务收入构成

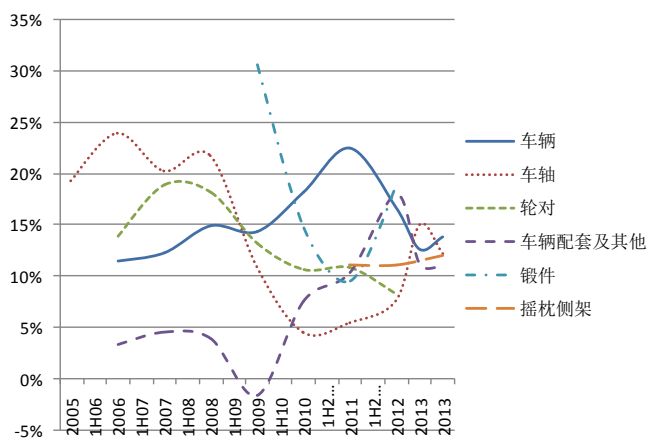
单位: %



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

图表 5: 主营业务毛利率变化情况

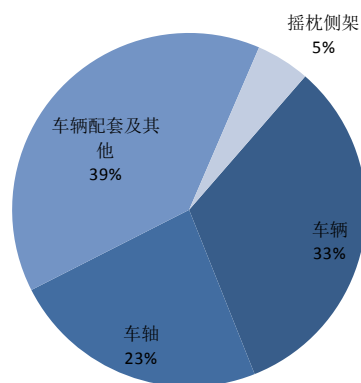
单位: %



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

图表 6: 2013年主营业务利润构成

单位: %



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

2.5 市场份额

晋西车轴(包括公司铁路产品公司)车轴市场份额约占35%左右,在全行业保持领先地位。地铁轴和轻轨轴的市场份额始终处于行业领先地位。

铁路货车车辆方面,国内目前具有原铁道部许可车辆新造资质的企业绝大部分隶属南车集团和北车集团,其国内市场占有率约70%以上,公司产能占比为4%左右。

2.6 经营情况回顾

回顾晋西车轴上市以来经营情况,我们以2008年为分界线,将公司经营期间划分为两个部分进行具体分析:

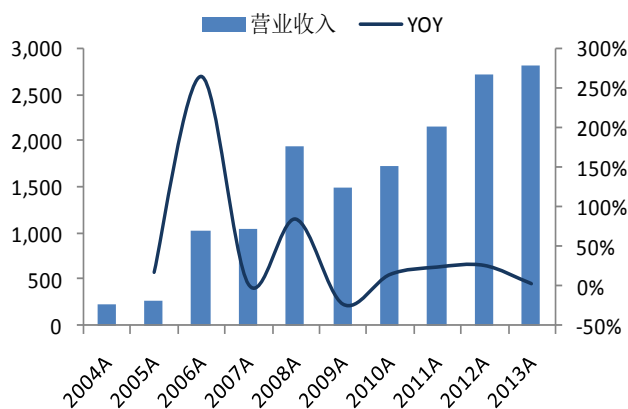
1、2008 年以前公司经营处于快速上升时期，2003 年-2008 年的年复合增长率接近 60%。收入高速增长基于两个原因，一个是公司将晋西铁路车辆有限责任公司并入财务报表，另一个原因是 2008 年以前我国铁路建设投资规模持续增加及铁路产品升级换代；

2、2008 年全球金融危机爆发以后，“四万亿”投资计划应运而生，2009 年铁路运输行业固定资产投资增速达到 63.53%，伴随行业投资刺激，公司经营情况在 2010 年走出低谷。2011 年“7·23”甬温动车事故、原铁道部部长刘志军落马等一系列事件的发生，导致铁路建设速度放缓，晋西车轴营收增速也随之回到 25%左右的水平。

随着我国经济结构调整以及铁路总公司改革逐步深化，铁路装备制造业整体表现低迷，公司营业收入增速及净利润增速下滑明显。

图表 7: 主营业务收入及增速

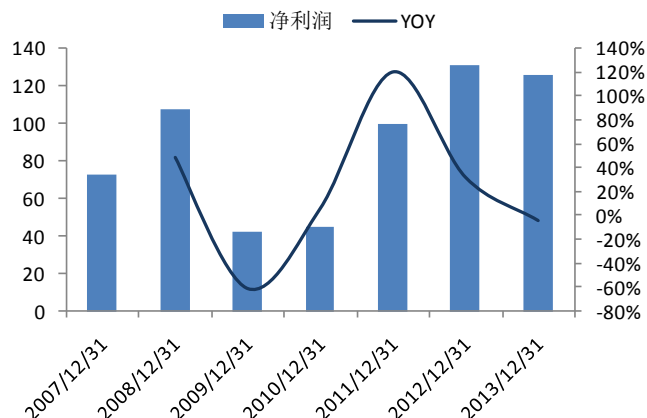
单位: 百万元/%



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

图表 8: 主营业务净利润及增速

单位: 百万元/%



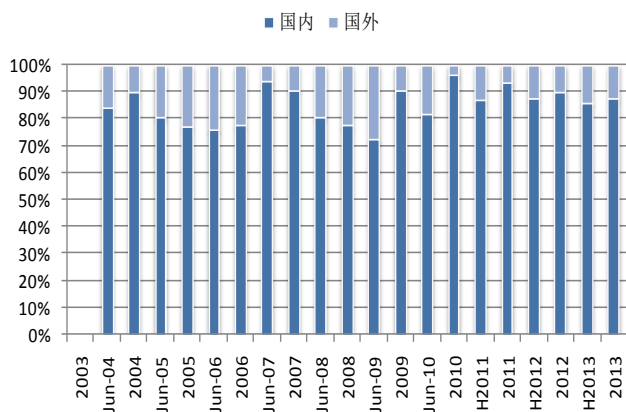
资料来源: 公司公告、山西证券研究所

2008 以前，公司外贸车轴等产品保持快速增长，然而，随着全球金融危机的爆发，公司外贸业务受阻。随着国内“四万亿”政策推出，铁路行业从中受益，内销增速快速增长，但随着刺激政策退出，内销转而走弱。

由于国内市场竞争激烈，需求相对疲弱，公司凭借成本和技术优势大力开发海外市场，逐步建立了遍布海外的客户网络，与庞巴迪、阿尔斯通、西门子、西屋制动等著名跨国公司建立了良好的合作关系，随着公司加大新产品开发力度，外贸收入保持增长。2013 年公司完成了美国 SCT 公司 110 吨级加强型摇枕、减重型侧架、70 吨级改进型摇枕等产品试制，并通过动静载试验合格，为进一步拓展国际市场打下基础。

图表 9: 内销与出口占比情况

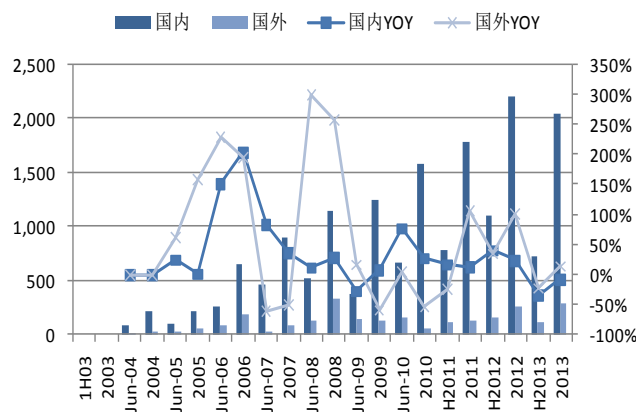
单位: 百万元/%



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

图表 10: 内销及出口收入总额及增速

单位: 百万元/%



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

3. 公司亮点

3.1 立足车轴, 定位高端、多元化发展

公司车轴产能及市场占有率位居行业首位, 公司现有车轴产能约 20 万根, 新增车轴产能全部为 80 吨级及以上产品; 公司生产的高速动车空心轴在技术指标上以机构达到国外同行标准, 并已向国外供应, 目前该产品已经通过我国铁路总公司相关部门产品试验, 产品将于 2014 年在沪昆线试运行, 若产品运行成功将全面实现高速动车轮对国产化, 预计马钢-晋西轮对产能在 2015 年全面释放。

公司摇枕侧架、转向架产品获得国际权威资质认证, 具备国内唯一出口资质, 现有产能约为 3000 辆份。公司与美国西屋制动公司签订为期 10 年的 110 吨级 SCT 摇枕侧架购买协议, 西屋制动每年向晋西车轴采购近 3000 辆份, 因此, 公司摇枕侧架不存在滞销问题, 由于本年公司加大摇枕侧架生产强度, 预计全年产销量将达 3300 辆份, 待公司募投项目竣工, 摇枕侧架、转向架产能将增加至 15000 辆份和 3000 辆份。

公司铁路货车产能为 3000 量, 产能虽小但研发及技术消化能力较强, 产品质量优异, 公司新产品开发成效持续显现, 继 GQ70 型轻油罐车实现批量生产后, 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四大系列十几种车型, 具有提供铁路货车整车及配件的能力。

公司立足车轴业务, 实现横向业务拓展, 致力于成为铁路货车车辆及其核心零部件供应商, 我们认为公司业绩提升空间较大。



3.2 依托晋西集团，政策优势明显

依托中国兵器工业集团及晋西工业集团，晋西车轴在技术升级及产业升级等方面具有独特优势，未来公司有望获得更多政策和技术支持。

2012年6月，晋西集团签署了太原市生活垃圾焚烧发电厂BOT项目，晋西车轴负责制造发电厂的关键配件炉排炉等设备，2013年，项目已经全面启动，未来公司将以太原项目为成功案例向全国推广。

炉排式垃圾焚烧发电设备说明：垃圾焚烧处理模式有：炉排焚烧炉、热解焚烧炉、旋转窑焚烧炉及流化床焚烧炉等，炉排炉焚烧炉比较适合处理我国生活垃圾，该设备优点是单炉日处理垃圾容量大，入炉垃圾不需要分拣，能够对高水分、低热值生活垃圾有效焚烧处理。

截至2010年底，全国设市城市和县城生活垃圾年清运量2.21亿吨，生活垃圾无害化处理率63.5%，其中设市城市77.9%，县城27.4%，随着我国加快城镇化建设以及环保逐渐得到重视，相关规划相继出台，2012年4月19日，国务院正式发布《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，规划提出的目标是：

1. 到2015年，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理，设市城市生活垃圾无害化处理率达到90%以上，县县具备垃圾无害化处理能力，县城生活垃圾无害化处理率达到70%以上，全国城镇新增生活垃圾无害化处理设施能力58万吨/日。

2. 到2015年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的35%以上，其中东部地区达到48%以上。

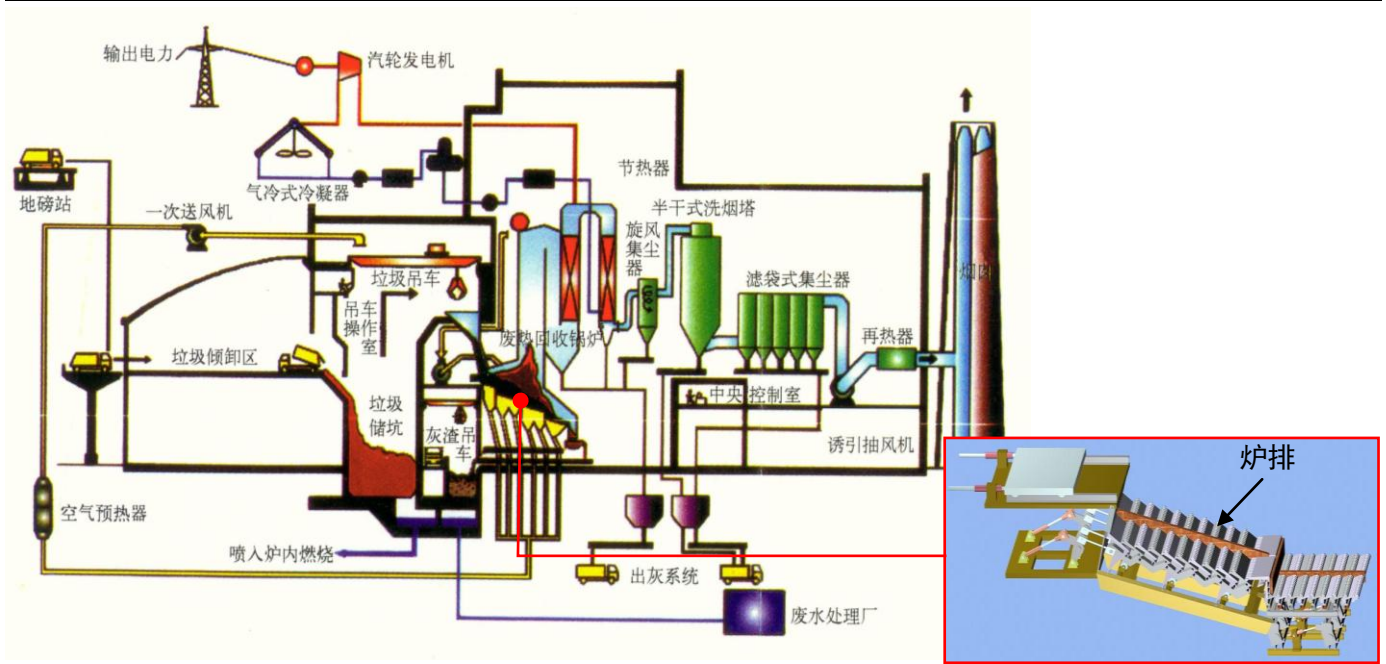
3. 到2015年，全面推进垃圾分类试点，在50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理，各省（区、市）建成一个以上生活垃圾分类示范城市。

4. 到2015年，建立完善的城镇生活垃圾处理监管体系。

由于环保产业逐步受到重视，炉排式垃圾焚烧装备市场空间广阔，公司环保产业板块未来盈利值得期待。



图表 11: 炉排式垃圾焚烧发电设备



资料来源：山西证券研究所

3.3 资产注入预期

公司与晋西集团于 2012 年 11 月 26 日签订了《托管协议》，由晋西车轴对北方铸钢民品中的摇枕、侧架等铁路产品业务进行托管。晋西集团现已设立包头分公司为平台，启动对北方铸钢上述铁路产品业务进行整合、收购，收购完成后北方铸钢将不再从事铁路产品业务；晋西集团已承诺在包头分公司整合托管标的完成且托管标的已具备注入上市公司的条件后，在晋西车轴提出收购托管标的时，同意将托管标的以届时的市场公允价格注入至晋西车轴。

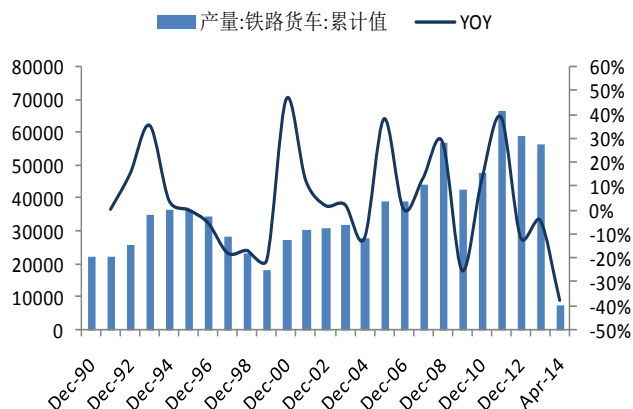
6. 需求预测

6.1 车辆需求预测

截至 2014 年 4 月，我国累计生产货车约 7539 辆，同比下滑 37.89%。产量同比大幅下滑主要受我国铁路改革影响，铁路车辆招标延迟导致。

图表 12: 铁路货车产量及增速

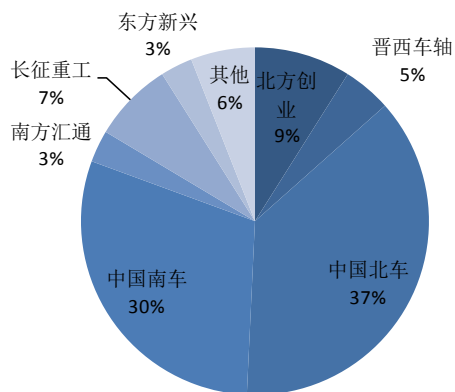
单位: 辆/%



资料来源: 统计局、山西证券研究所

图表 13: 我国货车产能占比情况

单位: %

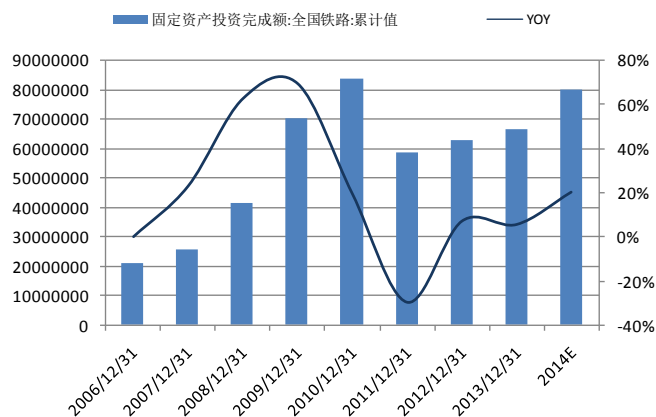


资料来源: 山西证券研究所

根据原铁道部发布的《铁路“十二五”发展规划》要求,未来三年铁路总营业里程建设增速预计 7%,未来铁路固定资产投资规模平均每年 6500 亿元左右,其中,铁路基建投资年均 5000 亿元左右。营运里程及投资规模两项指标基本可以预见,但客、货运量目标实现难度较大。2013 年,国家铁路机车车辆购置完成投资 1038 亿元,全国铁路货车拥有量为 68.8 万辆,比上年增长 1.74 万辆,增长 2.6%。

图表 14: 全国铁路年度固定资产投资情况

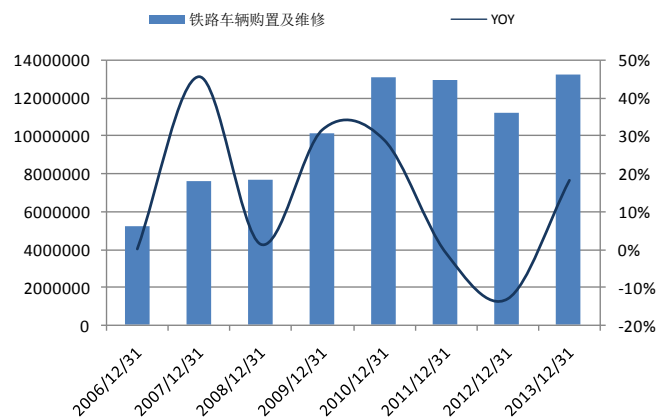
单位: 万元/%



资料来源: 统计局、山西证券研究所

图表 15: 全国铁路车辆购置情况

单位: 万元/%



资料来源: 统计局、山西证券研究所

国务院决定将 2014 年铁路固定资产投资的总规模调整为 8000 亿元,较年初计划增加 1000 亿。其中国家铁路投资由 6300 亿元调整到 7300 亿元,地方政府和其他社会投资 700 亿元左右。国家铁路新开工项目由 44 项增加到 64 项,新线投产由 6600 公里增加到 7000 公里;前期储备项目由 13 个增加到 20 个。我们认为,下半年是铁路建设高峰期,全年完成目标没有问题,随着铁路营运里程增加,预计未来三年铁路总公司货车年采购量将继续保持增长。



晋西车轴货车车辆产能 3000 辆，市场占有率 4%，公司产能能够满足铁路总公司、自备车以及出口需求，预计公司全年货车销量达 3000 辆。

6.2 车轴需求预测

截至 2013 年底我国铁路车辆保有量约 77.8 万辆，车轴平均每年 4% 需要更换，更新需求约 13 万根；2013 年预计增加各类铁路车辆 3.3 万辆，新增车轴需求约 14.5 万根，同时，铁路车辆出口以及自备车需求量约 17 万根，我们假设晋西车轴市场占有率为 35%，因此，我们预测公司车轴年销量约 14 万根。

2014 年铁路总公司发布公告称：从 7 月 1 日零时起，全国铁路将实行新的列车运行图。全国铁路增开旅客列车 60.5 对，其中，增开动车组列车 53 对。运行图调整后，全国铁路开行旅客列车总数达到 2447 对，其中，动车组列车 1330 对，增开铁路动车将会进一步促进车轴需求。

高速动车组系列轴承国产化趋势比较明朗，公司看准行业发展趋势，自主创新生产了 250 公里以下的动车组系列车轴，并形成了成熟技术，全部完成了静态试验，目前公司研发项目已经立项，预计今年四季度在沪昆线试用。由于进口高铁轴 6、7 万/根，而公司生产的动车和轻轨地铁最贵 1 万，存在进口替代动力，2015 年有望全面拉开国产化序幕。由于动车组系列车轴毛利较高，预计在 40% 左右，按照目前铁路高速化发展趋势来看，公司盈利能力将大幅提高。

6.3 轮对需求预测

2013 年公司与齐齐哈尔车辆公司合作模式发生转变，由组装生产转为委托生产，我们认为公司轮对业务毛利率将有所提高。由于上半年北车出口订单略低于预期，因此我们认为公司轮对销量增速在 10% 左右。

铁路改革导致马钢-晋西轮轴项目推进速度放缓，但公司仍在积极推进，预计产能在 2014 年底开始释放，业绩释放将延至 2015 年。

6.4 摇枕侧架需求预测

如同我们在报告第 3 节阐述的内容，公司摇枕侧架订单饱满，预计年销量达 3300 辆份。



6.5 其他业务

公司签署太原炉排垃圾焚烧发电项目中的炉排生产订单，本年订单总额约 1 亿元，虽然利润贡献较小，但是充分体现了公司依托控股母公司的优势。

7. 盈利预测

我们认为公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.35 元、0.39 元和 0.41 元，以 2014 年 6 月 12 日收盘价为基准，对应 PE 为 36.49 倍、31.96 倍和 30.9 倍，维持公司“买入”评级。

表格 3 公司收入及毛利率预测

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 收入增速预测 | | | | | | |
| 车辆 | 18.75% | -2.94% | -8.83% | 81.08% | 10.00% | 5.00% |
| 车轴 | 7.56% | 1.30% | -1.42% | 4.55% | 10.00% | 7.00% |
| 车辆配套及其他 | -32.43% | 207.21% | 117.06% | 20.00% | 22.00% | 24.00% |
| 毛利率预测 | | | | | | |
| 车辆 | 22.49% | 16.65% | 13.84% | 13.40% | 13.40% | 13.40% |
| 车轴 | 5.50% | 7.69% | 12.22% | 12.22% | 12.00% | 11.00% |
| 车辆配套及其他 | 10.40% | 18.04% | 11.02% | 11.50% | 11.50% | 11.50% |

资料来源：公司公告、山西证券研究所

8. 风险提示

1. 经济复苏缓慢，政府宏观调控方向具有不确定性；
2. 铁路行业固定资产投资放缓以及铁道部延迟火车招标风险；
3. 公司技改项目进程具有不确定性，如果项目放缓将延迟公司业绩释放；
4. 新产品还需要在实际应用中得到进一步检验。

简式财务报表

单位: 百万

| 利润表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 资产负债表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2830.02 | 3160.50 | 3629.55 | 4119.89 | 货币资金 | 945.11 | 2037.90 | 1880.32 | 1861.33 |
| 营业成本 | 2521.15 | 2768.35 | 3182.07 | 3621.57 | 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业税金及附加 | 6.48 | 8.05 | 9.24 | 10.49 | 应收票据 | 137.39 | 155.86 | 188.94 | 146.74 |
| 期间费用 | 241.21 | 224.70 | 245.08 | 283.18 | 应收账款 | 392.12 | 476.24 | 546.92 | 620.81 |
| EBIT | 150.33 | 225.17 | 243.43 | 255.50 | 其他应收款 | 17.18 | 10.56 | 12.13 | 13.76 |
| 固定资产折旧 | 49.21 | 41.02 | 52.77 | 63.98 | 预付款项 | 44.85 | 83.05 | 95.46 | 253.51 |
| 无形资产摊销 | 2.72 | 5.17 | 6.21 | 6.21 | 流动资产合计 | 2654.63 | 3661.65 | 3695.47 | 3946.13 |
| EBITDA | 202.25 | 271.36 | 302.40 | 325.68 | 长期非经营性资产 | 75.00 | 75.00 | 75.00 | 75.00 |
| 税前非经营性利润 | 90.07 | 82.87 | 82.87 | 82.87 | 固定资产 | 745.97 | 1004.95 | 1252.19 | 1488.21 |
| 投资净收益 | 9.18 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 在建工程 | 179.21 | 279.21 | 279.21 | 279.21 |
| 息税前经营性利润总额 | 69.44 | 147.30 | 165.56 | 177.63 | 无形资产 | 192.25 | 217.08 | 260.87 | 254.67 |
| NOPLAT | 59.91 | 125.31 | 140.84 | 151.11 | 长期待摊费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 税前利润总额 | 146.63 | 237.50 | 270.56 | 281.31 | 递延所得税资产 | 8.44 | 8.44 | 8.44 | 8.44 |
| 所得税 | 20.13 | 34.70 | 39.64 | 41.24 | 非流动资产合计 | 1259.12 | 1642.93 | 1933.96 | 2163.78 |
| 净利润 | 126.50 | 197.80 | 225.92 | 235.07 | 资产总计 | 3913.75 | 5304.58 | 5629.43 | 6109.90 |
| 少数股东损益 | 12.12 | 12.17 | 13.98 | 15.87 | 短期借款 | 25.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东的净利润 | 114.38 | 185.63 | 211.95 | 219.20 | 经营性应付款 | 576.72 | 635.35 | 730.26 | 972.50 |
| 基本每股收益 | 0.34 | 0.35 | 0.39 | 0.41 | 其他经营性流动负债 | 145.55 | 120.68 | 138.67 | 157.70 |
| 稀释每股收益 | 0.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 流动负债合计 | 747.27 | 756.03 | 868.94 | 1130.20 |
| 现金流量表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 长期借款 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 净利润 | 126.50 | 197.80 | 225.92 | 235.07 | 非流动负债合计 | 88.12 | 84.86 | 84.86 | 84.86 |
| 经营性应收款项 | -223.14 | -134.17 | -117.73 | -191.37 | 负债合计 | 835.39 | 840.89 | 953.79 | 1215.06 |
| 经营性应付款 | 97.61 | 105.98 | 112.91 | 261.27 | 实收资本(或股本) | 419.51 | 536.78 | 536.78 | 536.78 |
| 其他应付款项 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本公积金 | 1949.32 | 3031.75 | 3031.75 | 3031.75 |
| 经营性现金流量净额 | -600.67 | 333.37 | 87.88 | 178.54 | 盈余公积金 | 89.42 | 109.20 | 131.80 | 155.30 |
| 投资性现金流量净额 | -125.62 | -352.14 | -272.60 | -223.34 | 未分配利润 | 493.64 | 659.48 | 848.84 | 1044.53 |
| 筹资性现金流量净额 | 1168.76 | 1136.56 | 27.14 | 25.81 | 少数股东权益 | 126.48 | 126.48 | 126.48 | 126.48 |
| 现金净变动 | 442.46 | 1092.79 | -157.58 | -18.99 | 归属母公司股东的权益 | 2951.89 | 4337.22 | 4549.16 | 4768.36 |
| 期初现金余额 | 536.54 | 945.11 | 2037.90 | 1880.32 | 所有者权益合计 | 3078.36 | 4463.69 | 4675.64 | 4894.84 |
| 期末现金余额 | 977.74 | 2037.90 | 1880.32 | 1861.33 | 负债和股东权益总计 | 3913.75 | 5304.58 | 5629.43 | 6109.90 |

资料来源: 山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。