

一份靓丽的答卷

研究结论

- **整体表现靓丽：**公司 2008 年实现营业收入 15.73 亿，营业利润 9252.7 万元，同比分别增长 49.78%、19.22%，归属上市公司股东净利润 7585 万元，同比增长 25.27%，实现每股收益 0.74 元，高于我们的预期。其中，第四季度公司实现每股收益 0.31 元，同比增加 25.31%，轮对出口的大幅增加以及车辆销量的增长是公司实现快速增长的主要原因。
- **轮对出口大幅增长：**报告期内，面对国内外宏观经济的不景气，公司适时调整了出口产品的结构，加大了轮对的出口销售力度，轮对业务实现销售收入 2.78 亿，同比增加 373.78%，成为本年度的主要业绩增长点，我们乐观估计轮对未来三年复合增长率可达 30%，但面对国际经济环境的不景气，我们对公司出口业务未来的高增长持谨慎态度。公司车轴、车辆、车辆配套及其他业务收入同比分别增长 15.63%、37.01% 和 33.57%，受此轮铁路大开发拉动，公司车轴、车辆等未来需求会增加，但其拉动效应会有所滞后。此外，公司是目前国内唯一可生产地铁、轻轨用轴企业，地铁车轴已达到量产，伴随着铁路装备的国产化进程，公司正努力将动车组及高速铁路用轴等高端产品培育成为利润增长点。
- **毛利率和期间费用：**公司全年实现毛利率 14.83%，同比提高 1.15 个百分点，其中第四季度由于钢价等原材料价格下降，单季实现毛利 17.59%。有效地提高了全年毛利水平。分产品来看，车轴、车辆毛利率分别提高 1.5%、2.64%，轮对毛利小幅下滑 0.74%。未来，面对国内外需求萎缩，我们预计毛利水平有走低压力。报告期内公司三项费用增长明显，销售费用、管理费用、财务费用同比分别增加 132.31%、127.81%、96.82%，主要是公司加大销售力度、增加新产品研发、短期借款增加所致。
- **催化剂和风险因素：**铁路大开发对装备需求的拉动；定向增发收购内蒙古北方锻造，实现产能与市场的同步拓展及公司向动车组和高速铁路用轴等高端产品的拓展是未来增长的主要驱动因素。此外，公司定单受铁道部招标影响较大，出口业务受外围市场波动影响，具有不确定性。钢材等原材料价格波动及出口汇率波动的不确定性等因素，也会对公司业绩带来波动。
- 我们预测公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.66 元、0.66 元、0.63 元。给与公司 30 倍 PE，对应 2009、2010 年股价为 19.8 元，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2009 年 2 月 26 日) 19.3 元

目标价格(6 个月) 19.8 元

总股本/A 股(万股) 16791/6626.5

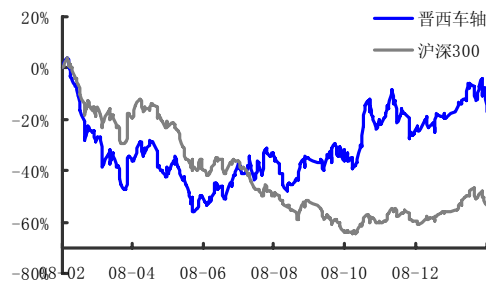
A 股市值(百万元) 1278.9

国家/地区 中国

行业 通用机械制造业

报告日期 2009 年 2 月 27 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	2.99	5.29	(17.31)
相对表现 (%)	(4.93)	(18.44)	34.85

资料来源：WIND

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1573.01	1631.96	1695.26	1763.27
税前利润	101.45	99.73	99.48	95.51
归属母公司净利润	95.42	84.77	84.56	81.19
EBITDA	111.07	149.62	150.16	98.61
每股收益(元)	0.74	0.66	0.66	0.63
净资产收益率	15.88%	12.55%	11.47%	10.22%
每股经营现金(元)	1.11	1.56	1.07	1.02
市盈率(X)	26.19	29.29	29.36	30.58
EV/EBITDA	16.73	12.69	12.18	17.87

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

铁路建设大提速

自 2004 年《中长期铁路网规划》颁布以来，我国铁路建设进入了快速发展的新阶段，2008 年，面对国内外金融危机影响，国家提出了在扩大内需、保持经济稳定增长的目标，铁路作为对经济发展拉动作用最显著的产业，迎来了黄金发展期，从年初全国铁路工作会议中了解到，到 2012 年全国铁路里程将达到 11 万公里，复线率和电气化率将分别达到 50%以上，其中时速 200 公里以上的客运专线及城际铁路里程将达到 1.3 万公里，繁忙干线实现客货分线，区际干线网基本形成，新增规模达到 1.5 万公里，以西部地区为重点的国土开发性铁路将达到 4 万公里以上。届时，我国铁路客运、货运需求基本得到满足，“一车难求、一票难求”的现象基本消除。

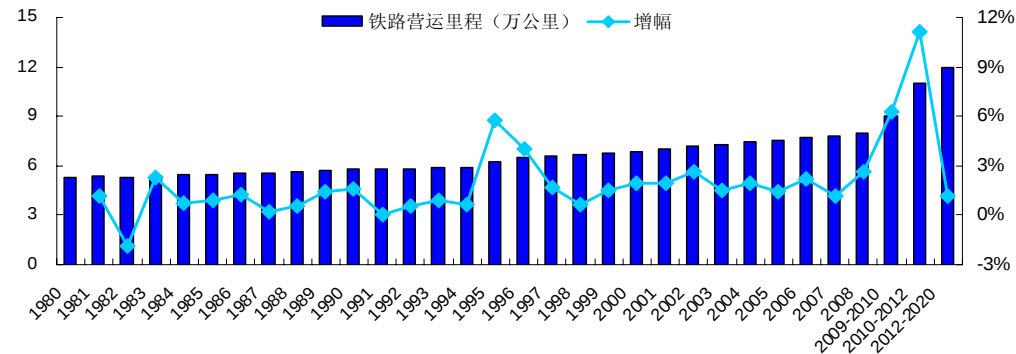
铁路各发展规划对比

项目	中长期铁路网规划	铁路十一五规划	中长期铁路网调整规划	2009 年铁路工作会议
		(2010)		(2012 年目标)
总营业里程	8.5 万公里 (2010)	9 万公里以上	9 万公里以上 (2010)	11 万公里
	10 万公里 (2020)		12 万公里以上 (2020)	
建设新线	1.6 万公里	1.7 万公里	4.1 万公里	
客运专线里程	1.2 万公里	7000 公里	1.6 万公里	1.3 万公里
复线新增	1.3 万公里	8000 公里	1.9 万公里	
电气化里程新增	1.6 万公里	1.5 万公里	2.5 万公里	
复线率	50%	45%	50%	50%
电气化率	50%	45%	60%	50%

资料来源：东方证券研究所

截止到 2008 年底，我国铁路网规模达到了 8 万公里，比 2007 年增加了 2000 公里以上。铁道部规划到 2010 年我国铁路网营业里程达到 9 万公里以上，2012 年将达到 11 万公里，2020 年达到 12 万公里以上。可以看出，2008-2010 年年均铁路网营业里程增加 5000 公里，2010-2012 年铁路网营业里程年均增加 1 万公里，2012-2020 年间年均增加 1250 公里，可见 2012 年前是我国铁路建设的高峰时期。

铁路网营业里程

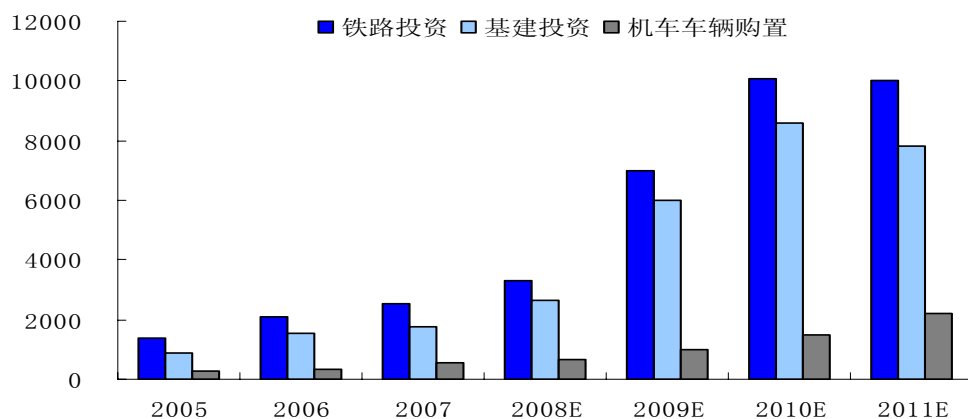


资料来源：东方证券研究

铁路机车车辆迎来黄金发展期

作为铁路建设投资的一部分，铁路机车车辆也将迎来跨越式发展的新阶段。从年初全国铁路工作会议上了解到，2008 年铁路基本建设投资为 3300 亿元，我们预计全年机车车辆购置金额 650 亿元左右。2009 年铁道部计划安排铁路机车车辆购置投资为 780 亿，我们预计有望超额完成，最终在 780-1000 亿之间，达到历年来的最高。此外，据铁道部发展计划司司长杨忠民透露，未来 4 年铁道部计划安排机车车辆购置投资达 5000 亿元，未来四年年均投资额将达到 1200 亿，与 2008 年相比增长一倍以上，机车采购呈现出爆发性增长趋势。

历年机车车辆购置投资额及其增长率



资料来源：铁道部网站、东方证券研究所

随着机车车辆采购的大幅增加以及机车保有量的增长，带来对相关零部件的大量需求，相关零部件企业也将间接受益。

国际上，铁路装备市场也保持一定的增长，预计到 2009 年底，国际铁路装备市场容量将增加 700 亿欧元，保持 4% 的增速，未来国际市场的开拓前景非常广阔。

机车零部件行业的龙头企业

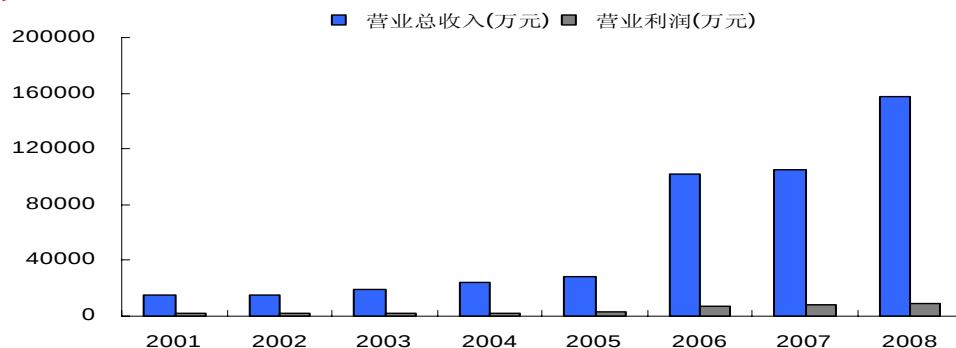
公司是国内车轴行业的龙头企业，于 1996 年成为铁道部首批认定的 50 钢火车轴（40 钢火车轴的更新换代产品）三个生产厂家之一，在目前 9 个生产厂家中，公司在生产规模、技术和装备水平方面具有明显的领先优势，国内市场份额超过 1/3，龙头地位显著。

通过收购晋西铁路车辆厂，公司增加了车辆和轮对业务，其中车辆业务具有生产 G17、G60、C62、C64、C64K、C76 等铁路车辆的能力，可年产 2500 辆。铁路货车轮对、客车轮对远销韩国、马来西亚、台湾等国家和地区。

公司未来发展将以铁路产品为核心、以车轴为品牌，做大作强铁路车辆及零备件等相关铁路产品，保持国内龙头地位，以打造国际一流的铁路车轴生产基地和铁路车辆整车及零部件生产基地。

围绕这一发展目标，近年来通过主导产品的增长和外延收购等方式，公司实现了收入规模和利润规模的快速增长。其中，2008 年由于轮对和车辆销量的大幅提高以及产品价格提高等因素，营业收入和营业利润同比分别增长 49.78%、19.22%。

公司主营业务收入和营业利润情况

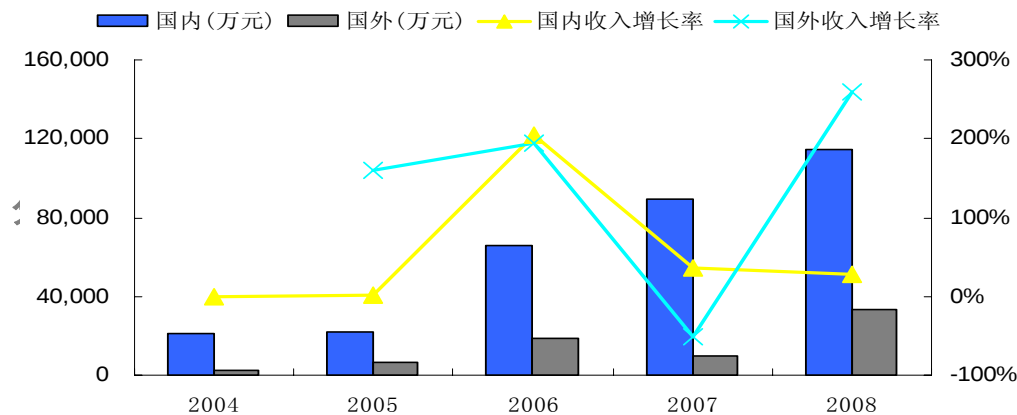


资料来源：东方证券研究所

出口业务增长明显

报告期内，公司出口业务同比增长 258.95%，有力地巩固了公司的行业龙头地位，确保了公司经营和盈利能力的持续性、稳定性。但受国际宏观经济影响，未来出口业务能否保持如此高的增速，我们持谨慎乐观态度。

公司国内外收入及其增长情况

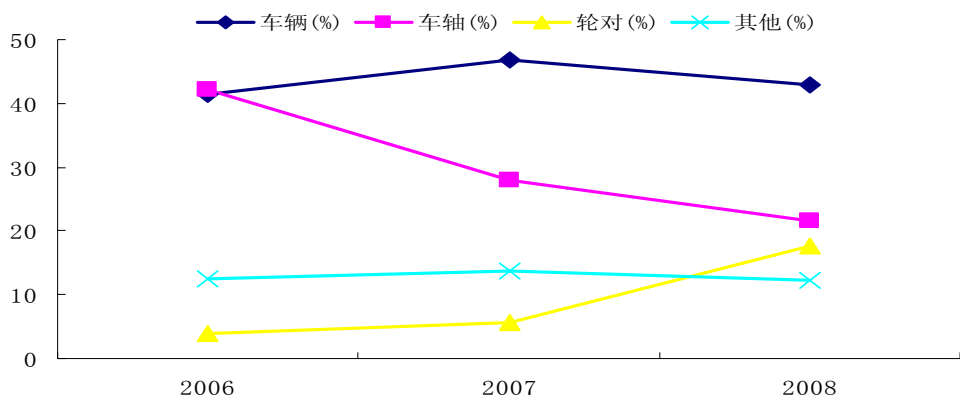


资料来源：东方证券研究所

分产品情况：

近年来公司传统产品车轴收入占比不断下降，车辆和轮对业务收入占比不断上升，尤其是轮对业务，2008 年由于出口的大幅增长，轮对收入同比增加 373.78%，收入占比也提高 12.09 个百分点。

公司业务结构



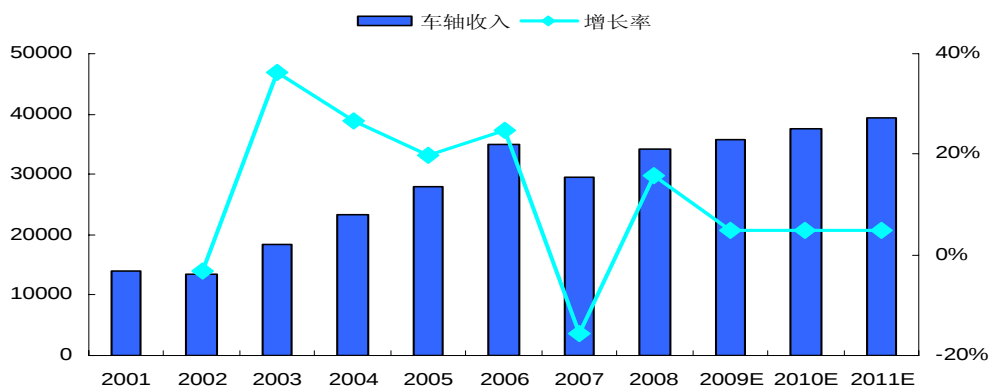
资料来源：东方证券研究所

铁路车轴需求主要来源于五方面：

- 客货车增长带来的车轴需求；
- 车辆更新改造带来的车轴需求（车辆服役年限 20 年，年均更新率 4—5%）；
- 厂矿等企事业单位的路外车带来的车轴需求；
- 车辆检修改造带来的车轴需求；
- 车轴出口带来的车轴需求，铁路车辆五年一检修，九年一大修，期间将会出现一定比例的车轴等行走零部件的更换。

受此轮铁路大开发带动，公司车轴业务也将有望受间接拉动，但由于公司车轴主要用于客、货车，预计拉动效应会推迟 2012 年后。

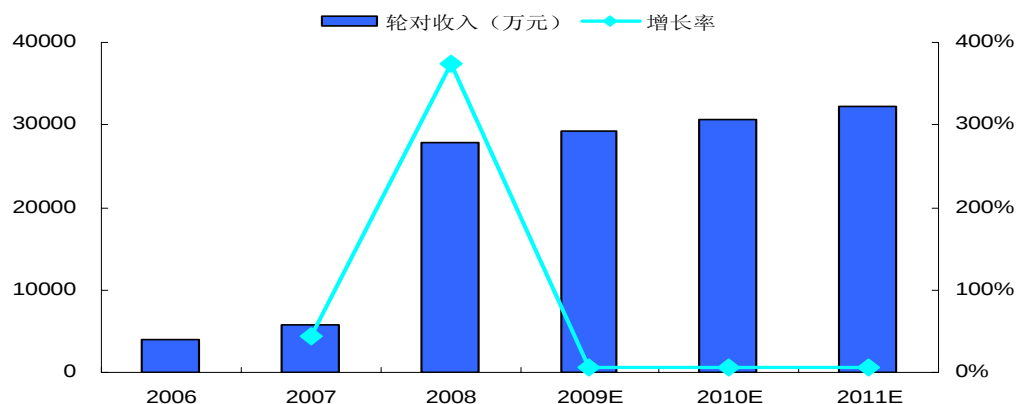
车轴收入及其增长情况



资料来源：东方证券研究所

公司轮对产品主要用于出口，目前已出口到印度、韩国、马来西亚、台湾等国家和地区。2008 年公司加大了轮对业务的销售力度，全年轮对收入实现了大幅增长。但面对国际经济环境不景气的压力，我们对未来轮对能否保持这么高速的增长持谨慎态度。预计未来三年年均复合增长率可达 30%。

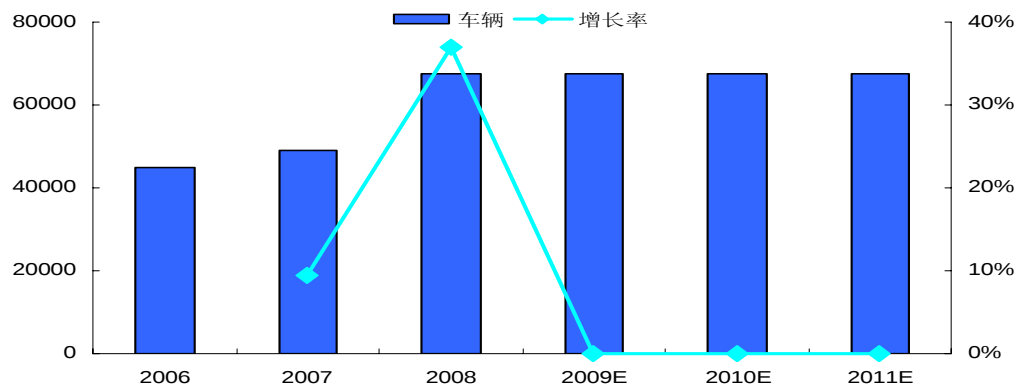
轮对收入及增长率



资料来源：东方证券研究所

公司车辆主要用于货运，主要车型包括 G17、G60、C62、C64、C64K、C76 等，目前生产能力为 2500 辆/年。此次铁路大开发公司车辆业务有望受拉动，但由于货运目前需求萎缩，对货车的采购也相应会减缓，我们预计货车受拉动会滞后到 2012 年后。

车辆收入及增长情况



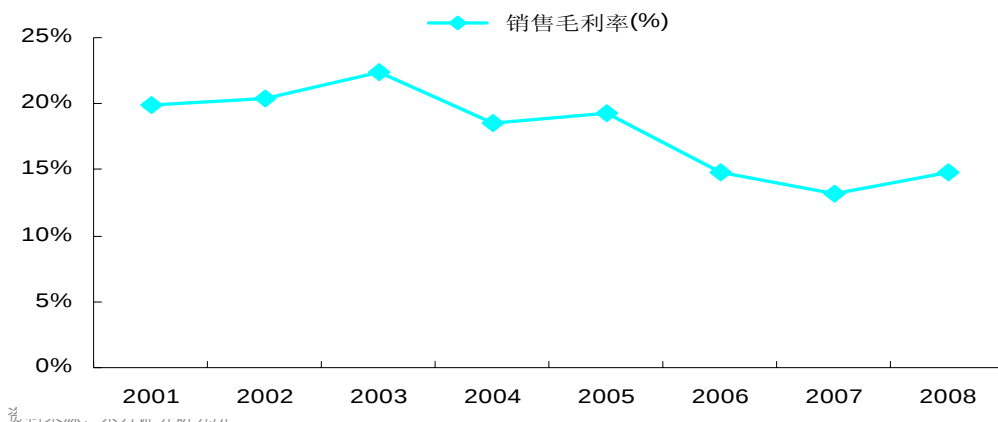
资料来源：东方证券研究所

在新产品和新工艺方面，2008 年公司重点进行了用连铸-连轧车轴钢胚试制铁道车辆用车轴工艺技术研究，按照欧洲标准制造并交付使用的西门子空心车轴以及出口英国伦敦的地铁车轴，公司高端产品打入了制造标准要求较高的欧洲市场，为公司地铁轴、机车轴、区间车辆及告诉动车组用轴等产品在国际市场上的发展奠定了良好的基础。未来公司将不断调整和优化产品结构，加快推出新产品的步伐，加大精加工轴、轮对及空心轴等高附加值产品的生产和销售力度。

毛利率小幅提升：

受钢材等原材料价格上涨压力，公司近年毛利率水平持续下降，由 2005 年的 19.3% 下降到 2007 年的 13.24%。2008 年第四季度原材料价格有所回落，单季实现毛利 17.59%，有效地提高了全年毛利水平。

公司总体毛利情况

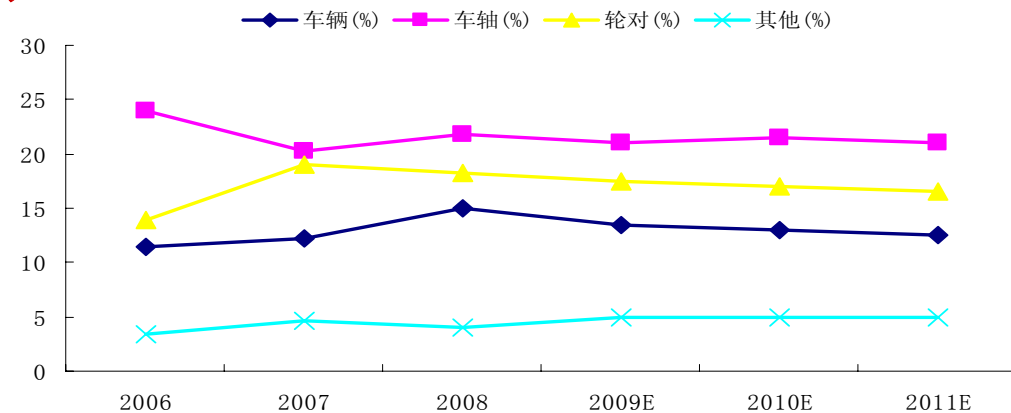


分产品来看，车轴主要原材料是轴坯钢，受钢价上涨影响，2007 年车轴毛利出现大幅下滑，下降 3.67 个百分点，2008 年毛利水平上升 1.5 个百分点。未来受钢材价格波动影响以及铁道部对价格的管制，我们预计未来车轴毛利水平将维持小幅下降趋势。

公司车辆产品主要用于货运，2008 年车辆毛利水平提高 2.64 个百分点，主要由于产品价格有所提升。受国内经济形势以及需求萎缩影响，我们预计未来车辆毛利水平也将保持小幅下滑趋势。

轮对毛利水平 2007 年出现大幅提高，2008 年小幅下滑 0.74 个百分点。我们预计未来将保持小幅下滑趋势。

分产品毛利情况

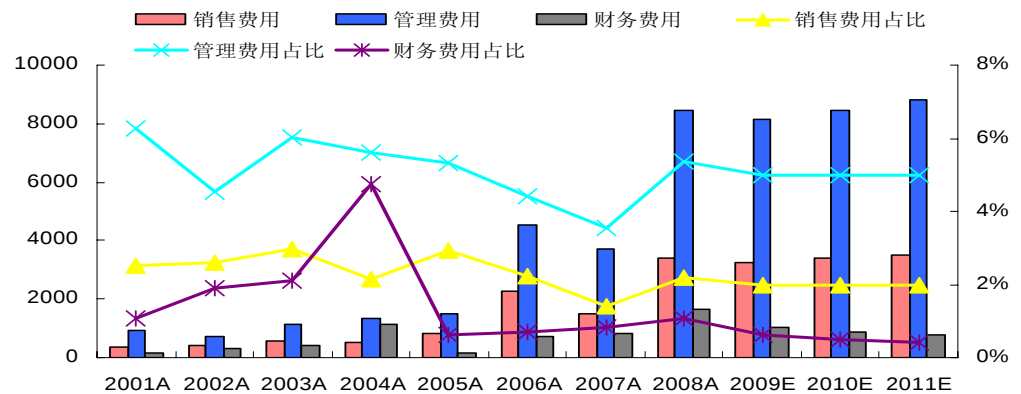


资料来源：东方证券研究所

期间费用增幅明显；

自 2005 年以来，公司管理费用占比和销售费用占比均出现了持续下降，财务费用占比相对较稳定。2008 年公司期间费用增幅明显，管理费用占比、销售费用占比、财务费用占比分别为 5.37%、2.17%、0.63%，同比分别增加 1.84%、0.77%、0.25%。

公司期间费用及其占比情况



资料来源：东方证券研究所

2008 年公司管理费用大幅增加 4740 万元，增幅为 127.81%，主要是公司研制新产品费用以及技术转让费增加。随着铁路设备更新换代的加快，公司将不断投入资金用于新产品的研制，以满足国内外市场的需求，我们预测未来这一费用占比将不会出现下降。

销售费用增加 1946 万元，增幅为 132.31%，主要是由于运费、委托代销手续费及装卸费增加。我们预测未来这一占比将会保持稳定。

财务费用增加 823 万元，增幅为 96.82%，主要是短期借款增加所致。随着公司定向增发的完成，未来借款有望减少，财务费用占比会逐年小幅下降。

定向增发项目有利于提高产能和技术水平：

2009 年 2 月 11 日，公司募集资金 8.45 亿元，用于铁路车轴生产线技术改造、收购包头北方锻造有限责任公司 100% 股权和铁路车轴及中小型锻件生产线技术改造（包头）三个项目。

● 铁路车轴生产线技术项目

本项目计划在年产 10 万根车轴生产能力基础上，通过技术改造达到年产 20 万根的生产能力。随着这一募投项目的陆续建成投产，公司车轴生产能力不足的问题将得到缓解。

● 收购内蒙古北方锻造有限公司 100% 股权

北方锻造是北方重工的全资子公司，主要从事各种类型钢车轴、中小型锻件、冶炼、铸造、热处理、机加工，是集机加工、装配和无损检测于一体的生产成套铁路配件和部件的综合性生产企业，其车轴的产能全国行业排名第二。此次收购是公司在集团内不断完善产业链的举措，有利于公司进一步理顺上下游，增强车轴的生产能力。

● 晋西铁路产品技术改造项目

公司用部分募投资金进行内蒙古北方锻造有限公司车轴生产线、中小锻件锻造、机加工生产线改造、模具生产线技术改造项目，将进一步增强北方锻造车轴、锻件的生产能力。

风险因素:

国内客户集中

公司国内的主要客户为铁道部及其下属车辆厂，存在着依赖单一客户的风险。此外，铁道部所属的车辆厂、车轴厂在某种程度上受到行业的保护，增加了公司进一步拓展国内市场的难度。

国内外经济环境的波动

公司轮对业务主要用于出口，目前国际经济环境下行压力较大，在一定程度上会影响公司出口业务未来的增长，带来业绩的波动。

原材料价格的波动

公司主要原材料为钢材，近年钢材价格波动很大，带来原材料成本的波动，在一定程度上影响公司的业绩。

人民币汇率的波动

近年人民币汇率波动加大，带来对出口业务的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)						现金流量表 (人民币百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1050.24	1573.01	1631.96	1695.26	1763.27	税后利润	60.55	75.85	67.82	67.65	64.95
营业成本	911.18	1339.65	1409.10	1468.55	1536.24	经常性现金支出	38.89	44.38	61.62	63.68	64.31
主营业务税金及附加	4.02	3.62	4.86	4.91	4.98	非经常性现金支出	(7.72)	0.50	4.68	4.92	5.04
销售费用	14.71	34.17	32.64	33.91	35.27	营运资金变动	(197.96)	(26.00)	9.90	(42.59)	(45.13)
管理费用	37.09	84.49	81.60	84.76	88.16	少数股东损益	12.18	19.57	16.95	16.91	16.24
财务费用	8.50	16.73	10.30	8.64	7.48	经营活动现金净流	(94.07)	114.30	160.97	110.57	105.41
营业利润	74.75	94.34	93.46	94.50	91.13	资本开支	81.34	61.45	14.15	3.85	(1.30)
非经常性损益	15.21	7.11	6.27	4.99	4.39	其他投资	0.00	(0.14)	0.00	0.00	0.00
税前利润	89.95	101.45	99.73	99.48	95.51	投资活动现金净流	(65.69)	(61.58)	(14.15)	(3.85)	1.30
所得税	17.23	6.03	14.96	14.92	14.33	贷款增加	58.00	22.00	0.00	0.00	0.00
净利润	72.73	95.42	84.77	84.56	81.19	支付股利利息	(28.59)	(29.58)	(7.26)	(31.04)	(33.91)
少数股东损益	12.18	19.57	16.95	16.91	16.24	其他融资	58.25	21.25	(1.07)	(6.41)	(6.32)
归属母公司净利润	60.55	75.85	67.82	67.65	64.95	筹资活动现金净流	29.66	(8.32)	(8.32)	(37.45)	(40.23)
EPS (元/股)	0.59	0.74	0.66	0.66	0.63	现金净流量	(130.10)	44.40	138.50	69.26	66.49
资产负债表 (人民币百万元)						现金期初余额	221.73	74.00	118.39	256.89	326.16
						现金期末余额	91.63	118.39	256.89	326.16	392.64
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	比率分析					
货币资金	74.00	149.41	287.92	357.18	423.67						
应收账款票据	230.22	235.04	250.34	280.08	315.40		2007	2008	2009E	2010E	2011E
存货	164.68	311.62	329.44	356.72	386.91	增长能力					
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率(%)	2.68%	49.78%	3.75%	3.88%	4.01%
流动资产合计	508.75	726.22	899.71	1031.87	1170.32	EBITDA 增长率(%)	5.30%	0.84%	34.70%	0.36%	-34.33%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	4.38%	33.42%	-6.58%	-0.60%	-4.38%
固定资产	317.77	346.93	330.73	299.12	256.61	净利润增长率(%)	18.21%	31.20%	-11.16%	-0.25%	-3.99%
在建工程	53.37	39.43	23.94	12.39	6.24	盈利能力					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	13.24%	14.83%	13.66%	13.37%	12.88%
非流动资产合计	375.71	390.22	352.66	309.19	260.35	净利率(%)	6.92%	6.07%	5.19%	4.99%	4.60%
资产总计	884.46	1116.44	1252.36	1341.06	1430.67	EBITDA 利润率(%)	10.49%	7.06%	9.17%	8.86%	5.59%
						ROA(%)	8.22%	8.55%	6.77%	6.31%	5.67%
循环借款	178.00	200.00	200.00	200.00	200.00	ROE(%)	13.68%	15.88%	12.55%	11.47%	10.22%
应付账款	132.56	288.52	320.09	348.58	380.07	ROIC(%)	9.30%	11.61%	9.20%	8.77%	7.85%
预收账款	4.97	15.46	14.46	14.40	15.59	偿债能力					
其他应交款	14.31	(12.07)	(7.21)	(9.65)	(11.06)	资产负债率(%)	39.88%	46.19%	46.09%	45.01%	44.47%
流动负债合计	352.76	515.73	577.17	603.60	636.20	流动比率(倍)	1.44	1.41	1.56	1.71	1.84
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率(倍)	0.86	0.75	0.93	1.06	1.16
负债合计	352.76	515.73	577.17	603.60	636.20	价值评估					
股本	102.91	102.91	102.91	102.91	102.91	P/B(倍)	3.76	3.34	3.32	3.09	2.90
资本公积	236.16	236.16	249.73	263.26	276.25	P/E(倍)	29.86	26.19	29.29	29.36	30.58
未分配利润	95.47	147.12	187.69	216.13	240.66	EV/收入(倍)	2.54	1.18	1.16	1.08	1.00
股东权益	531.70	600.72	675.20	737.46	794.47	EV/EBITDA(倍)	24.23	16.73	12.69	12.18	17.87
负债和股东权益	884.46	1116.45	1252.36	1341.06	1430.67	EV/EBIT(倍)	32.06	16.73	18.29	17.73	17.87

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn