

周勇
 86-21-68407302
 zhoyu@cmschina.com.cn
 刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年5月19日

晋西车轴(600495.SH)/20.58元

货运顺周期波动 孕育投资良机

工业·机械

目标估值: 21.3 元

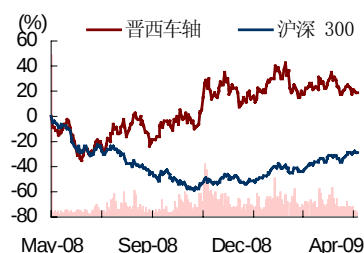
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2645
总股本(万股)	16791
已上市流通股(万股)	6627
总市值(亿元)	31
流通市值(亿元)	12
每股净资产(MRQ)	7.8
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	41.8%
主要股东	晋西机器工业集团
主要股东持股比例	31.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-6	13
相对表现	-12	-50	42



相关报告

1、《机械行业 2009 年 4 月月报-民间投资和出口恢复决定复苏持续性》
 2009.04.27

全球金融危机面前,政府大力推行反周期投资政策,铁路设备行业整体受益其中,但行业内部“货运顺周期、客运逆周期”的特征日益明显,由于公司实际归属铁路货运设备行业,其上半年已经受货运需求下降引发的货车订单推迟的顺周期波动,预计未来两个月内货车的重新招标将对公司股价形成良好支撑。

- **“货运顺周期波动”特征日益明显。**今年前三个月全国铁路货运周转量达到 5800 亿吨公里,同比下降 4%,货运下降比较明显。与此相对的是,旅客周转量为 2238 亿人公里,与去年同期持平,客运增速相对保持平稳。
- **公司的价值成长逻辑。**一到两年的短时间内,公司的价值波动主要体现为货车订单的顺周期波动以及恢复招标后的表内资产注入;而其长期的价值成长,一看高速动车组车轴的国内订单情况,二看出口市场的培育和拓展。
- **车轴业务等待货车恢复招标。**09 年公司本部的车轴产量将达到 12 万根,北方锻造将达到 7 万根。扣除公司本部的轮对用轴 1.8 万根和车辆公司用轴 7000 根之后,预计报表中车轴销量将为 16.5 万根,销售收入为 6.1 亿元。
- **外延扩张成为近两年业绩增长主因。**公司有意选择合适时机收购晋西车辆 48% 的剩余股权,铁道部恢复货车招标之时,当是公司收购剩余股权的最佳时机。根据我们的盈利预测模型,收购晋西车辆剩余股权,09 年公司将增厚 1500 万净利润,对应每股收益增厚 9 分钱,即 09 年 EPS 达到 0.71 元。
- **预测 09 年将实现收入 19.2 亿。**公司计划 09 年实现收入 20-22 亿,车轴总产量计划实现 19 万根,考虑到出口市场的下滑以及销售价格的调整,预期全年车轴产有望实现计划目标,但全年销售收入可能达不到预期,约为 19.2 亿元。
- **货运顺周期波动,孕育投资良机。**公司股价在未来两个月将存在明显的交易性机会,维持“审慎推荐-A”的投资评级,参照 09 年收购剩余股权后的每股盈利 0.71 元以及动态 30 倍的行业平均估值,目标价格 21.3 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1050	1573	1919	2196	2525
同比增长	3%	50%	22%	14%	15%
营业利润(百万元)	78	93	132	169	197
同比增长	12%	19%	43%	28%	16%
净利润(百万元)	61	76	103	132	149
同比增长	9%	25%	36%	27%	13%
每股收益(元)	0.59	0.74	0.62	0.78	0.89
PE	32.1	32.7	30.7	24.1	21.3
PB	4.0	3.7	2.3	2.2	2.0

资料来源:招商证券

正文目录

一、公司概况及行业背景	3
1、公司实际归属铁路货运设备行业	3
2、铁路货运具备顺周期波动的特征	3
二、公司的价值成长逻辑	4
1、短期：关键看货车何时招标，公司业绩或迎来双重扩张	4
2、长期：内看高速动车组车轴，外看全球车轴的需求周期	5
三、09 年主营业务分析	8
1、车轴：旧轴符合预期，新轴市场等待货车恢复招标	8
2、车辆：全年前低后高，期待铁道部尽快恢复货车招标	10
3、轮对：08 年出口增长迅速，09 年有望继续小幅增长	10
四、盈利预测与投资建议	10
1、盈利预测：下半年比上半年好，存在超预期可能	10
2、投资建议：货运的顺周期波动，孕育投资良机	11
3、风险提示：最大风险在于货车招标推迟到下半年	12

图表目录

图 1：公司主营业务构成（%）	3
图 2：铁路运送的主要商品货运周转量占比	4
图 3：全国铁路货车和客车拥有量（辆）	5
图 4：北美货车新增订单及其增速（辆，%）	6
图 5：北美货车在手订单跟踪（辆）	7
图 6：晋西车轴历史 PE Band	12
图 7：晋西车轴历史 PB Band	12
附：财务预测表	13
表 1：铁路客运保持平稳，但货运下滑态势依旧	4
表 2：公司目前主要的出口市场及其价差跟踪	7
表 3：公司目前和扩产后的产能（万根）	8
表 4：公司 09 年国内车轴新增订单跟踪	8
表 5：09 年我国铁路货车用轴量预测	9
表 6：08 年车轴主要品种的价格跟踪	9
表 7：公司 08 和 09 年车轴产量的跟踪和预测	9
表 8：主营业务分析	11

全球金融危机面前，政府大力推行反周期投资政策，铁路设备行业整体受益其中，但行业内部“货运顺周期、客运逆周期”的特征日益明显，我们认为公司实际归属铁路货运设备行业，其上半年已经经受了铁路货运需求下降引发的货车订单推迟的顺周期波动，未来两个月内货车的重新招标将对公司股价形成良好支撑。

本报告将深入探讨公司价值成长的内在逻辑，并在此基础上进一步预测公司 09 年的经营效益，最终给出我们的盈利预测和投资建议。

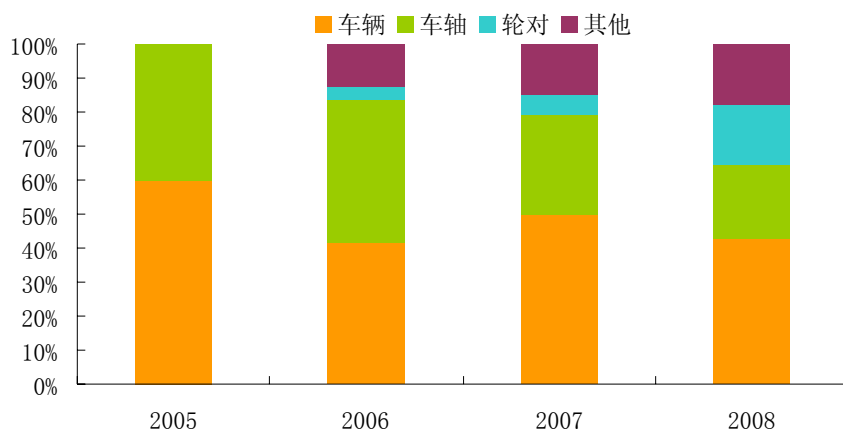
一、公司概况及行业背景

1、公司实际归属铁路货运设备行业

公司主营铁路车轴、车辆及轮对业务，在收购北方锻造之后，公司车轴产能和市场份额进一步增大，公司控股的晋西车辆公司，主要生产货车车辆，而轮对则主要是车轴的衍生业务，轮对由一根车轴配上两个外购车轮构成。在公司车轴业务中，由于货车巨大的存量（对应货车旧轴招标）和增量空间（对应货车新轴招标），公司货车用轴的产量占比一直超过 70%。

因此，尽管近些年来城轨地铁和客车用轴需求猛增，但总量而言仍无法与货车用轴相提并论的情况下，再考虑公司的货车车辆业务，公司实际归属铁路货运设备行业。在今年上半年铁道货车招标暂停的情况下，公司业绩受冲击较大。

图 1：公司主营业务构成（%）



资料来源：招商证券研发中心

2、铁路货运具备顺周期波动的特征

全球金融危机面前，政府大力推行反周期投资政策，铁路设备行业整体受益其中，但是在铁路设备行业内部，“货运顺周期、客运逆周期”的特征日益明显。

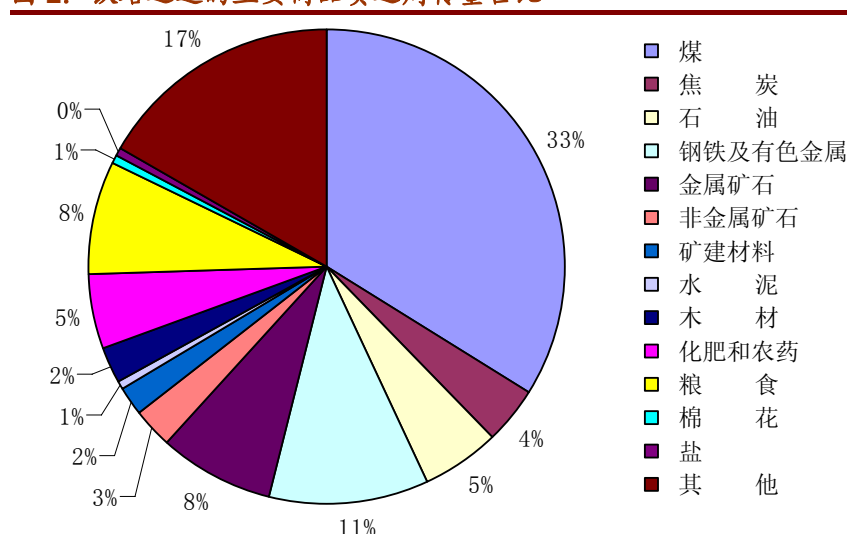
从铁道部公布的数据来看，铁路客运相对平稳，但货运受冲击较大。今年前三个月全国铁路货运周转量达到 5800 亿吨公里，同比下降 4%，其中日均装车数为 13.6 万车，同比下降 6%。旅客周转量为 2238 亿人公里，与去年同期持平，增速比 1、2 月份略有下滑，仍保持平稳。

表 1: 铁路客运保持平稳, 但货运下滑态势依旧

	单位	2009 年 1 月	09 年 1-2 月	09 年 1-3 月	09 年 1 月同比	09 年 1-2 月同比	09 年 1-3 月同比
旅客周转量	亿人公里	765.27	1633.36	2237.78	17.6	9.6	0
货运周转量	亿吨公里	1882.83	3595.68	5800.76	-4.1	-5.8	-4
日均装车数	万车	12.99	13.37	13.60	-7	-5.1	-6
固定资产投资	亿元	185.64	421.76	754.45	179.2	172.2	173.7
基本建设投资	亿元	152.72	353.40	641.23	134.4	186.8	171.8

资料来源: 招商证券研发中心

铁路货运的顺周期波动是由其运输产品的结构决定的。如下图, 铁路运送的商品主要是煤炭、钢铁及有色金属、金属矿石和粮食等上游基础原材料和能源, 属于强周期性产品。一旦全球金融危机来临, 本国的经济运行效率下降, 铁道货运必然受到冲击。

图 2: 铁路运送的主要商品货运周转量占比


资料来源: 招商证券研发中心

二、公司的价值成长逻辑

作为铁路设备行业的重点上市公司, 一到两年的短时间内, 公司的价值波动主要体现为货车订单的顺周期波动以及恢复招标后的表内资产注入; 而其长期的价值成长, 一看高速动车组车轴的国内订单情况, 二看出口市场的培育和拓展。

1、短期: 关键看货车何时招标, 公司业绩或迎来双重扩张

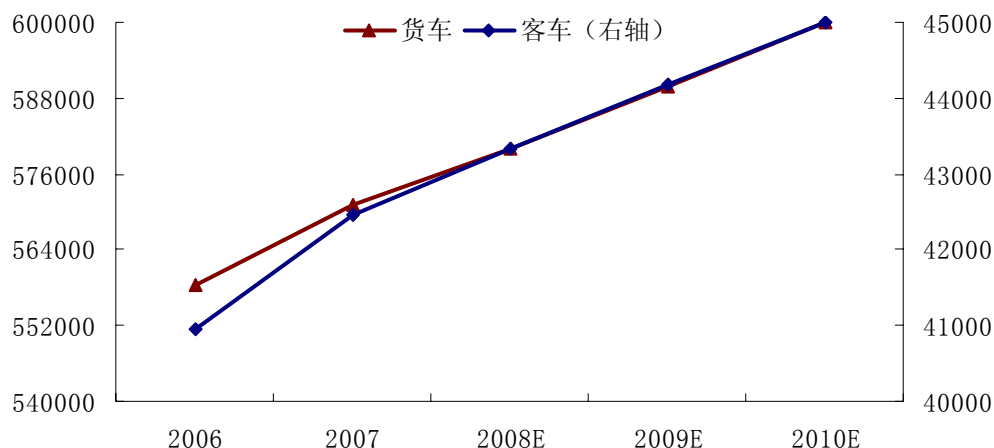
1) 货车招标的暂停, 是货运顺周期波动的正常反应

按照惯例, 铁道部每年都会在年初进行一次集中性的货车招标, 但是今年到目前为止货车招标始终没有推出, 相反 350km 等级高速动车组反而有 100 列价值 400 亿的大单推出。这种局面, 可以恰恰是铁道部“以客补货”战略的具体体现, 也是铁路货运顺周期波动后, 货车订单相应减少的正常反应。

但是, 我们预计这种局面不会持续太久, 此次货车招标的暂停仅仅是推迟, 而不是取消,

从今年铁道部立项的 30 吨轴重的新型货车的研发项目来看，“货运重载”的趋势仍将持续，此外，我们还看到 5 月份铁道部公开招标 800 台 7200 千瓦的大功率电力机车，由此铁道干线上的机车需求瓶颈有望进一步缓解，同时，为便于各货车生产企业提前安排下半年生产计划，避免短时期内的产能不足，我们预计铁道部货车招标将在近两个月恢复启动。

图 3：全国铁路货车和客车拥有量（辆）



资料来源：招商证券研发中心

2) 铁道部一旦恢复货车招标，将带来公司业绩的双重扩张

公司目前持有晋西车辆公司 52% 的股权，属于晋西车辆公司实际控制人，公司有意在合适的时机将剩余 48% 的股权通过资产收购的形式注入到上市公司中来，铁道部恢复货车招标之时，当是公司收购剩余股权的最佳时机，换句话说，一旦铁道部恢复货车招标，将带来公司业绩的双重扩张。

首先，尽快恢复招标将为公司的车辆和车轴业务实现全年的计划目标（车轴总产量达 19 万根，主营收入 20-22 亿）奠定坚实的基础。

其次，收购晋西车辆剩余股权，利润表中主要表现为消除少数股东权益，从而归属母公司净利润与合并报表中的净利润相等。晋西车辆公司 08 年实现销售收入 6.7 亿，实现净利润接近 4000 万，预计 09 年实现销售收入 6.4 亿，实现净利润 3000 万。收购晋西车辆剩余股权后，09 年公司将增厚 1500 万净利润，对应每股收益增厚 0.09 元。

2、长期：内看高速动车组车轴，外看全球车轴的需求周期

1) 内需：公司已具备动车组用空心轴生产能力，有望率先实现进口替代

近三年来我国动车组“引进技术吸收消化再创新”的政策引导下，前所未有地驶上快车道，目前已经形成 200-250km 和 300-350km 两个技术平台。高速动车组对车轴的技术要求非常高，出于轻量化原则，目前所有动车组车轴均为空心轴，都是全进口。

08 年初铁道部曾经提出 2010 年前要上线 700 列动车组（都是 8 节一列的标准列），但是随着长大编组（16 节一列）的大量出现以及客运专线建设的提速，铁道部开始淡化标准列的概念，3 月份中国北车中标的用于京沪高铁的 100 列就是长大编组，如果换算成标准列，我们认为 2010 年前已经投产的标准列至少有 1000 列，这些大多将在 2012

年完成交付，但车轴采购将提前完成。

按这个规模进行测算，2010 年前动车组车轴的需求空间在 $1000 \times 8 \times 4 = 32000$ 根。考虑今后每年还有更新需求，从常态来看，预计每年高速动车组带来的空心轴需求大致在每年 1 万根左右。

公司正在积极参与高速动车组车轴的研发和生产，公司过去具有生产炮管的军工背景，在生产空心轴上有技术优势，公司 08 年已经有产品出口西门子，出口量大致为 100 跟，价格在每根 1.5 万元左右，毛利率高达 40%。考虑到铁道部通行的做法一般是有海外出口业绩才能获得国内资格认证，才能参与国内的招投标，预计公司将借助海外市场率先获得铁道部的资格认证，并且南车四方的高速动车组可能会逐步使用公司的产品。

2) 外需：融入全球之后，全球车轴市场的需求周期决定公司长期价值

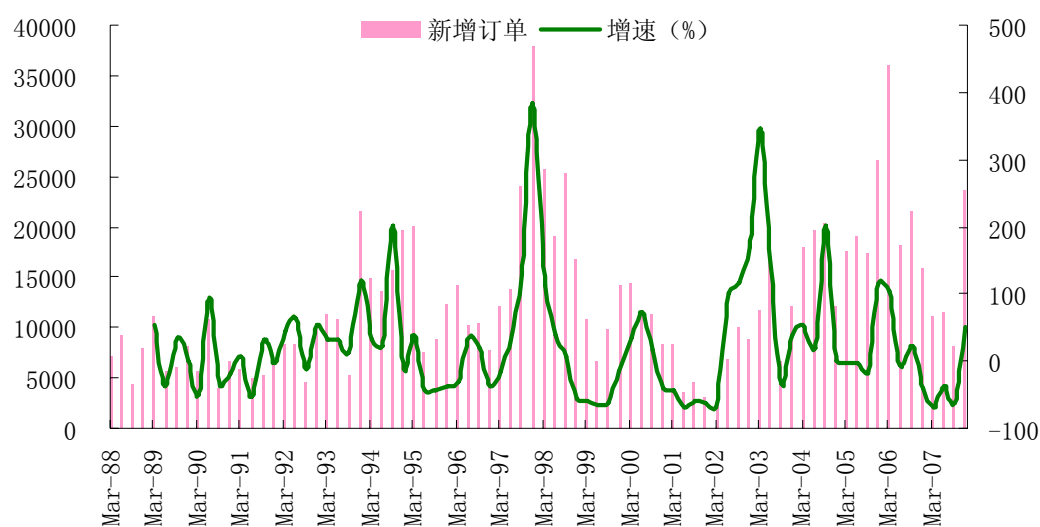
公司在收购北方锻造后，无论是产能还是收入规模在全球领先地位都进一步确立，公司在全球的竞争优势较为突出，未来全球车轴市场的需求周期决定公司的长期价值。

公司在全球的竞争优势主要体现为制造成本和生产能力两方面的优势：首先，原材料价格和劳动力成本优势是构成中国企业制造成本优势的源泉；其次，公司通过收购和技术改造，产能有望实现全球第一，生产能力优势非常明显，并且公司的产品层次较高，与专业生产半精加工轴的东欧国家也形成错位竞争。

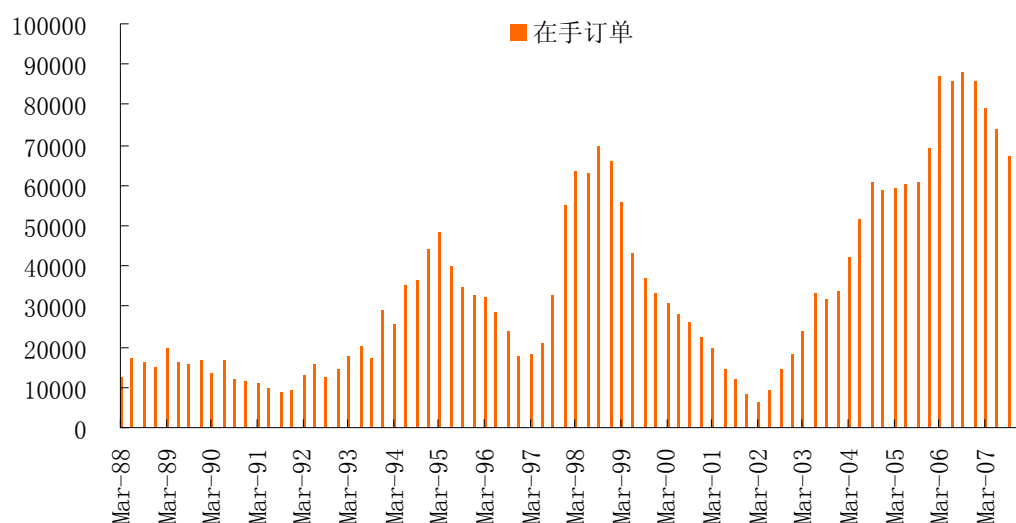
从全球车轴市场的需求结构来看，欧洲和美国的铁路行业发展已经相当成熟，基本是靠更新需求来维持车轴行业的发展，受宏观经济发展影响，其货车订单的周期性波动特征也相当明显。下图 4 和图 5 是过去二十年北美货车新增订单和在手订单的变化情况，从新增订单的同比增速来看，调整期一般至少有两年时间，从在手订单来看，货车订单的波动周期长达 5-8 年。从美国铁路协会（AAR）公布的最新数据来看，美国 5 月份铁路货运继续大幅下降 23%，显示美国货运需求自去年 4 季度以来持续进入低迷期，预计北美货车订单进入新一轮下行周期。

而东南亚和南美等国正处于城市化和工业化的过程之中，铁路行业正处于高速发展期，车轴行业基本是靠新增需求作支撑，其货车订单的波动周期更多与政府投资密切相关。

图 4：北美货车新增订单及其增速（辆，%）



资料来源：招商证券研发中心

图 5：北美货车在手订单跟踪（辆）


资料来源：招商证券研发中心

公司目前的出口市场主要集中在欧洲、东南亚和美洲，价差普遍比较大。08 年车轴增长较快的是欧洲和印度、澳大利亚等国，轮对增长较快的是印尼、土耳其和韩国。预计 09 年欧洲市场上车轴略有增长，东南亚的轮对仍有小幅增长，主要原因在于受支付能力下降影响，09 年印度市场的需求增速可能有所下降。

表 2：公司目前主要的出口市场及其价差跟踪

	需求分布	价差
车轴	欧洲	空心轴价差在 50%，出口单价 1.5 万，国外单价为 2.5-3 万 城铁轻轨轴价差 1000-2000 元，国外单价为 8000-9000 元，出口价格 6000-7000 元 普通车轴价差不大
	东南亚（韩国、印度、印尼、泰国、澳大利亚）	韩国价格比国内高一些
	美洲（巴西、美国、加拿大、墨西哥）	价差不大
	印度、印尼、土耳其、韩国	印度、印尼价格比国内高一些
轮对	印度、印尼、土耳其、韩国	印度、印尼价格比国内高一些

资料来源：招商证券研发中心

三、09 年主营业务分析

1、车轴：旧轴符合预期，新轴市场等待货车恢复招标

1) 收购改造后的公司产能将跃居全球第一

公司去年定向增发实际募集的资金有 8.45 亿元，主要用在收购北方重工的全资子公司北方锻造 100%的股权、对北部和北方锻造的车轴生产线进行扩产改造。目前晋西车轴和北方锻造是我国第一和第二位的车轴生产商，车轴产能分别为 10 万根和 6 万根，市场占有率分别为 25%和 15%，合并后市场占有率将达到 40%左右，成为在中国具有垄断优势的车轴生产商。

另根据增发计划，公司将投入 4.9 亿元和 2.2 亿元对晋西车轴和北方锻造的生产线进行扩产改造，在 3 年建设期完成后，将新增产能 10 万根左右，车轴总产能将达到 28~29 万根，将超过美国标准钢铁公司成为世界最大的铁路车轴生产商，但精加工能力依然略有不足。

表 3：公司目前和扩产后的产能（万根）

项目	收购前	收购后	技术改造 18 个月后	技术改造 36 个月后
锻造	14-15	22-23	27-28	32-33
热处理	13-14	21-22	26-27	31-32
机械加工	12-13	18-19	22-23	28-29
精加工	5-6	7-8	9-10	14-15

资料来源：招商证券研发中心

2) 09 年新增订单情况及其价格跟踪

公司 08 年车轴总产量突破了 10 万根，08 年剩余订单中车轴有 2000-3000 根，多数是出口订单转到 09 年的。今年 1 季度，公司本部中标货车旧轴招标（总量是 3.5 万根）9000 根，占比为 25%，北方锻造中标 6300 跟，占比为 18%。预计今年 2 季度，5000 辆自备车将率先招标，其次期待已久的铁道部货车招标也将恢复。

表 4：公司 09 年国内车轴新增订单跟踪

	订单总规模	公司本部	北方锻造
09 年 1 季度	货车旧轴，3.5 万根	25%，9000 根	6300 根，18%
09 年 1 季度	1500 辆客车新轴，6000 根	2000 多根	
09 年 2 季度	5000 辆自备车		
09 年 2 季度	铁道部货车招标，预计 2.8 万辆		

资料来源：招商证券研发中心

就占比最大的货车新轴而言，08 年货车招标量为 3.5 万辆，我们预计 09 年招标量为 2.8 万辆。加上自备车和出口车辆，预计 09 年全年货车新造为 4 万辆，由此货车新轴需求量为 16 万根。在旧轴市场上，考虑到过去三年集中性旧车升级改造已基本完成，预计 09 年旧轴需求量为 5 万根。汇总起来，09 年铁路货车用轴量为 21 万根。

表 5：09 年我国铁路货车用轴量预测

	2008 年实际	2009 年预计
新轴市场（万根）	18	16
合计货车新造（万辆）	4.5	4
货车招标（万辆）	3.5	2.8
自备车+出口（万辆）	1	1.2
旧轴市场（万根）	10	5
合计用轴量（万根）	28	21

资料来源：招商证券研发中心

从招标价格来看，铁道部去年 4 月份大幅提升企业自备车的招标价格，6 月份提升了货车招标价格，提价幅度均为 30%。提价后，C70 和 C64 等货车轴单价分别达到 5750 和 4600 元，客车轴接近每根 6000 元，而城轨地铁用轴和出口的空心轴单价最高，分别为 6000-7000 元/根和 1.5 万元/根。预计 09 年钢材价格，大幅下降后，公司主营的货车轴可能降价 600 元每根，08 年车轴综合单价 4300 元，09 年预计将降至 3700 元。公司 08 年车轴产品的毛利率超过 20%，在全行业是最高的，原因在于公司采用精锻方式精加工车轴，技术水平全行业领先。考虑到北方锻造采用快锻方式，毛利率低于公司本部，预计 09 年车轴的综合毛利率可能略有下滑，为 18.92%。

表 6：08 年车轴主要品种的价格跟踪

	应用车型	08 年单价（含税，元/根）	备注
货车轴	C70,	5750	08 年 4 月份提了自备车价格，09 年 6 月份提了招标价格，幅度在 30%左右
	C64, B2 轴	4600	
客车轴		6000 左右	
城轨地铁用轴		6000-7000	
出口的空心轴		15000	

资料来源：招商证券研发中心

3) 09 年车轴产量和收入预计

根据以上分析，公司 09 年车轴产量和收入的增长主要依赖收购北方锻造带来的外延式增长。我们预计 09 年公司本部的车轴产量将达到 12 万根，其中报表中公布出来的车轴销量为 9.5 万根，此外，轮对用轴和车辆公司用轴分别为 1.8 万根和 0.7 万根。考虑到 09 年北方锻造车轴销量预计为 7 万根，09 年公司的车轴总产量将创历史新高，接近 19 万根。在综合单价税后 3700 元（相比 08 年下跌 14%）的基础上，预计 09 年报表中车轴的销售收入为 6.1 亿元。

表 7：公司 08 和 09 年车轴产量的跟踪和预测

单位：万根	08 年本部完成	09 年本部预计	09 年北方锻造预计	09 年公司计划
货车轴	4.2	4.4		
出口	2.0	2.0		
客车轴	1.1	1.5		
轻轨地铁用轴	0.9	1.6		
报表中车轴销量	8.2	9.5	7.0	16.5
轮对用轴	1.5	1.8		
车辆用轴	0.8	0.7		
公司合计产轴量	10.1	12.0	7.0	19.0

资料来源：招商证券研发中心

2、车辆：全年前低后高，期待铁道部尽快恢复货车招标

晋西车辆作为货车生产企业，09 年上半年受货车暂停招标的冲击非常明显。公司 08 年实际交付 1736 辆货车，09 年尚有 200 辆剩余订单未交付。在货车招标恢复之前，公司 1 季度仅能依靠剩余 200 辆订单支撑业绩增长。

但我们坚持认为，首先，铁道部今年肯定会恢复货车招标，其次，从时点上来看宜早不宜晚，未来两个月是最佳时机。如果货车招标拖延到下半年，要想在半年内完成接近全年的 70% 的增长，极有可能造成短时期内的供给不足。

在此基础上，考虑自备车业务的增长，我们预计全年货车交付量将达到 1750 辆，综合单价为 36.5 万元/辆，09 年全年将实现销售收入 6.4 亿元。

3、轮对：08 年出口增长迅速，09 年有望继续小幅增长

轮对业务属于车轴的延伸业务，08 年考虑到车轴出口竞争日趋激烈，公司开始大力推进轮对的出口业务，其结果非常喜人。公司 08 年出口轮对接近 1.2 万套，主要出口印度、印尼、土耳其和韩国等国，加上国内供应齐齐哈尔车辆公司的 4000 套轮对，08 年公司轮对业务销量超过 1.5 万套。

受支付能力下降影响，09 年印度市场的需求增速可能有所下降。我们预计 09 年公司轮对业务将有小幅增长，其增量主要来自国内市场，全年轮对交付量将达到 1.8 万套，按照每套 2 万元的均价，09 年可望实现销售收入 3.6 亿元。

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测：下半年比上半年好，存在超预期可能

核心假设：

- (1) 主营收入：公司计划 09 年实现收入 20-22 亿，车轴总产量计划实现 19 万根，我们认为如果今年上半年铁道部恢复货车招标，公司计划目标有望基本实现。考虑到出口市场的下滑以及销售价格的调整，预期全年车轴产有望实现计划目标，但全年销售收入可能达不到预期，我们预测 09 年将实现收入 19.2 亿。
- (2) 非主营业务：除车轴、车辆和轮对三大主营业务外，公司还承担车辆零部件（摇枕和大型铸件）以及部分军品零部件的生产任务，这部分产品收入达到 2.8 亿，毛利率相对而言较低，对公司的综合毛利率产生一定不利影响。预计 09 年公司通过技术改造，提升生产工艺效率，以及减少关联交易的情况下，这部分收入将控制在 3.1 亿，毛利率也有所提升。
- (3) 三项费用：首先，公司 08 年的管理费用率大幅上升至 5.4%（07 年仅为 3.5%），主因在于公司 08 年技术投入较大，另外职工福利费也预提了一部分，预计 09 年管理费用率小幅降至 5%；其次，公司营业费用率近几年来基本保持稳定，预计 09 年仍为 2.2%；此外，考虑到公司 08 年刚刚募集了 8.45 亿资金，预计财务费用将大幅节省。

- (4) 所得税: 公司已经被评为高新技术企业, 将享受 15% 的所得税税率。08 年由于车辆公司国产设备抵免所得税较多, 应交税金为-1200 万, 公司实际所得税率仅为 5.9%。我们认为, 09 年车辆公司仍将获得部分所得税抵免, 公司实际所得税率预计为 13%。
- (5) 资本开支假设: 公司的资本开支计划基本按照定向增发计划进行, 增发募集的 8.45 亿元扣除收购北方锻造的资金, 将陆续投入技术改造中, 预计 09 年资本开支为 4 个亿。

盈利预测:

预计公司 2009-2011 年, 销售收入分别达到 19 亿、22 亿和 25 亿, 增速分别为 22%、14%和 15%; 销售毛利率分别为 14.57%、14.91%和 14.82%。

预计公司 2009-2011 年, 归属母公司净利润分别达到 1.03 亿, 1.32 亿, 1.49 亿, 摊薄每股收益 (EPS) 为 0.62 元, 0.78 元, 0.89 元。

表 8: 主营业务分析

单位: 百万	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入合计	1023	1050	1573	1919	2196	2525
车辆	351	492	674	639	697	746
车轴	357	295	341	611	690	828
轮对	34	59	278	360	468	552
其他	281	205	280	310	341	400
合计收入增长率		2.68	49.78	22.01	14.40	15.01
车辆		40.04	37.01	-5.24	9.10	7.00
车轴		-17.38	15.63	79.17	12.97	20.00
轮对		75.07	373.78	29.47	30.00	18.00
其他		-27.18	36.72	10.66	10.00	17.20
合计毛利率 (%)	14.78	13.24	14.81	14.57	14.91	14.82
车辆	11.49	12.29	14.93	13.97	14.36	14.17
车轴	23.93	20.26	21.76	18.92	19.47	19.05
轮对	13.95	18.97	18.22	18.00	17.50	17.61
其他	7.37	3.78	2.70	3.23	3.23	3.42
销售成本合计	872	911	1340	1640	1868	2151
车辆	311	432	573	550	597	640
车轴	271	235	267	495	555	670
轮对	29	48	227	295	386	455
其他	261	197	273	300	330	386

资料来源: 招商证券研发中心

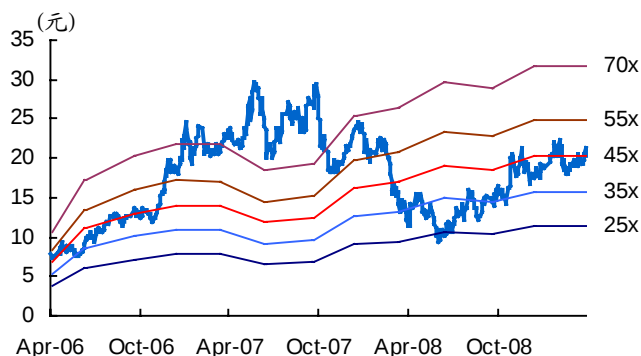
2、投资建议: 货运的顺周期波动, 孕育投资良机

在投资策略上, 我们建议从“货运的顺周期波动”中挖掘投资良机: 今年上半年公司已经承受了货车推迟招标带来的种种不利影响, 下半年铁道部一定会恢复货车招标, 为了便于各货车生产企业提前安排下半年生产计划, 我们预期 5-6 月份铁道部将恢复货车招标, 这将对公司业绩产生以下双重影响。

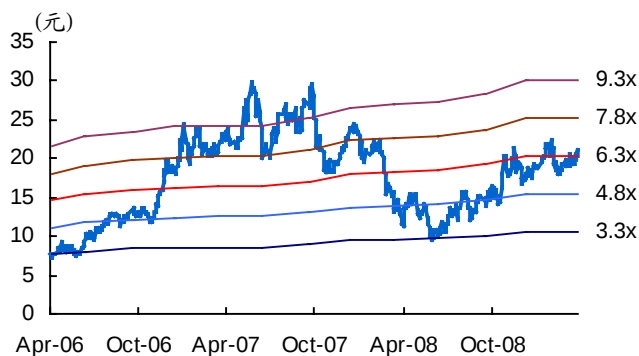
首先, 尽快恢复招标将为公司的车辆和车轴业务实现全年的计划目标 (车轴总产量达 19 万根, 主营收入 20-22 亿) 奠定坚实的基础;

其次，铁道部恢复货车招标之时，当是公司收购剩余股权的最佳时机。根据我们的盈利预测模型，收购晋西车辆剩余股权，09 年公司将增厚 1500 万净利润，对应每股收益增厚 9 分钱，即 09 年 EPS 达到 0.71 元。

总体而言，货运的顺周期波动将孕育公司 5 至 6 月份的投资良机，公司股价在未来两个月将存在明显交易机会，维持“审慎推荐-A”的投资评级，参照 09 年收购剩余股权后的每股盈利 0.71 元以及动态 30 倍的行业平均估值，目标价格 21.3 元。

图 6：晋西车轴历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 7：晋西车轴历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

3、风险提示：最大风险在于货车招标推迟到下半年

我们判断晋西车轴盈利预测的风险点主要在于以下几点：

- （1）铁道部货车招标持续暂停的风险。如果 5 至 6 月份铁道部仍然没有新的货车招标，公司 09 年的车辆及车轴受冲击将非常明显。
- （2）出口业务持续下滑的风险。如果金融危机冲击到欧洲和东南亚的铁路设备行业，可能对公司的出口业务产生进一步打击。
- （3）产业政策发生重大变化的风险。公司收购北方锻造之后，在车轴行业竞争地位进一步增强，出于扶持市场竞争的考虑，铁道部的产业政策可能发生变化，这也将对公司业务产生重大影响。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	509	726	1275	1258	1317
现金	74	149	406	267	176
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	8	38	44	50
应收款项	202	282	367	420	483
其它应收款	3	8	6	7	8
存货	165	312	398	453	522
其他	40	(33)	59	67	77
非流动资产	376	390	748	914	1010
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	318	347	716	881	978
无形资产	0	0	0	0	0
其他	58	43	32	32	32
资产总计	884	1116	2022	2172	2327
流动负债	353	516	558	595	639
短期借款	178	200	155	160	165
应付账款	128	222	246	262	280
预收账款	5	15	16	19	22
其他	41	79	140	155	173
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	353	516	558	595	639
股本	103	103	168	168	168
资本公积金	236	236	952	952	952
留存收益	141	185	258	350	439
少数股东权益	51	60	87	106	128
母公司所有者权益	480	541	1378	1470	1559
负债及权益合计	884	1116	2022	2172	2327

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(94)	114	57	143	166
净利润			103	132	149
折旧摊销			55	84	103
财务费用			(0)	(2)	3
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(123)	(94)	(115)
其它			22	24	27
投资活动现金流	(66)	(62)	(400)	(250)	(200)
资本支出			(400)	(250)	(200)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	30	(8)	599	(32)	(57)
借款变动			(151)	5	5
普通股增加			65	0	0
资本公积增加			716	0	0
股利分配			(31)	(39)	(60)
其他			0	2	(3)
现金净增加额	(130)	45	256	(139)	(91)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1050	1573	1919	2196	2525
营业成本	911	1340	1640	1868	2151
营业税金及附加	4	4	6	7	8
营业费用	15	34	46	48	56
管理费用	37	84	96	105	111
财务费用	9	17	(0)	(2)	3
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	0
营业利润	78	93	132	169	197
营业外收入	13	9	5	5	5
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	90	101	137	174	201
所得税	17	6	18	23	30
净利润	73	95	119	151	171
少数股东损益	12	20	15	20	22
母公司所有者净利润	61	76	103	132	149
EPS (元)	0.59	0.74	0.62	0.78	0.89

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	3%	50%	22%	14%	15%
营业利润	12%	19%	43%	28%	16%
净利润	9%	25%	36%	27%	13%
获利能力					
毛利率	13.2%	14.8%	14.6%	14.9%	14.8%
净利率	5.8%	4.8%	5.4%	6.0%	5.9%
ROE	12.6%	14.5%	7.5%	9.0%	9.5%
ROIC	9.8%	11.6%	7.1%	8.4%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	39.9%	46.2%	27.6%	27.4%	27.5%
净负债比率	20.1%	17.9%	7.7%	7.4%	7.1%
流动比率	1.4	1.4	2.3	2.1	2.1
速动比率	1.0	0.8	1.6	1.4	1.2
营运能力					
资产周转率	1.2	1.2	0.9	1.0	1.1
存货周转率	6.4	5.4	4.7	4.4	4.4
应收帐款周转率	6.9	6.1	5.9	5.6	5.6
应付帐款周转率	8.9	7.6	7.3	7.4	7.9
每股资料(元)					
每股收益	0.59	0.74	0.62	0.78	0.89
每股经营现金	-0.91	1.11	0.34	0.85	0.99
每股净资产	4.67	5.10	8.21	8.76	9.29
每股股利	0.14	0.15	0.18	0.24	0.35
估值比率					
PE	32.1	32.7	30.7	24.1	21.3
PB	4.0	3.7	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	6.4	5.2	3.9	2.9	2.4

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

周勇，复旦大学经济学硕士，曾先后在长江证券和招商证券从事行业比较与资产配置方面的专题研究，2008 年底从事机械行业研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。