

2010 迎来业绩反转

公司发布 2009 年业绩预告, 实现营业收入 15.09 亿元, 营业利润 3155.35 万元, 同比分别下降 22.36%、70.03%, 实现净利润 3636.24 万元, 基本每股收益 0.22 元, 同比下降 74.48%。

研究结论

- **受益于货车需求恢复, 2010 年有望迎来业绩反转:** 2009 年受金融危机影响, 国内铁路货运低迷, 铁道部货车招标大幅减少, 公司车辆、车轴业务受到较大影响。进入 2010 年随着铁路货运的恢复以及客运专线投产带来的铁路货运运力的增加, 铁路货车的需求将大幅回升, 公司车辆业务有望充分受益。公司是亚洲最大的车轴生产企业, 随着货车需求的恢复, 新车配套用轴需求将回升, 此外车辆保有量的增加也带来更新需求的稳步增长, 车轴业务还将受益于海外出口业务的拓展。公司客车轮对、货车轮对产品绝大部分用于出口, 主要出口地区为印度, 土耳其, 韩国, 2009 年受金融危机影响, 这些出口地区的货运也陷入低迷, 影响到轮对出口需求, 随着海外地区铁路货运恢复带来货车需求回升, 以及新的出口地的拓展, 公司轮对业务恢复趋势明显。
- **动车组用轴国产化催生新的利润增长点:** 目前国内动车组用空心轴仍全部进口, 公司是我国唯一可生产动车组、地铁、轻轨用空心轴的企业, 但由于国内尚无这方面的认证标准, 公司空心轴还未实现大规模应用, 未来随着铁路装备国产化率的不断提高, 动车组和地铁用空心轴实现国内采购是大势所趋, 公司这些高毛利产品也将成为公司新的利润增长点。
- **内蒙古北方锻造技改有助于提高车轴盈利能力:** 公司定向增发收购的内蒙古北方锻造有限公司是我国第二大车轴生产企业, 但由于公司目前盈利能力不高, 并表后拖累车轴产品毛利率下降, 目前公司正在对北方锻造进行技改以提高机加工能力, 未来公司整体盈利能力有望提高。此外公司本部进行车轴生产线技改项目, 达产后将新增 10 万根车轴生产能力, 其中精加工轴 7 万根, 届时公司整体车轴生产能力将达到 30 万根。
- **催化剂和风险因素:** 国内铁路车辆需求恢复、海外出口业务的拓展以及公司动车组和高速铁路用轴等高端产品在国内市场的大规模使用是未来公司业绩增长的主要驱动因素。铁道部招标的不确定性以及原材料价格波动带来的成本压力是公司面临的主要风险。
- **估值和投资建议:** 我们预计公司 2010、2011 年每股收益为 0.59 元、0.97 元, 目前股价对应 2010、2011 年动态 PE 分别为 33.80 倍、20.55 倍, 鉴于公司未来的高增长潜力, 我们继续维持公司增持投资评级, 目标价 21 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

安倩、周凤武、张帆

机械行业分析师

8621-63325888 x 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 3 月 10 日) 19.94 元

目标价格 (6 个月) 21 元

总股本/A 股 (万股) 10291/10291

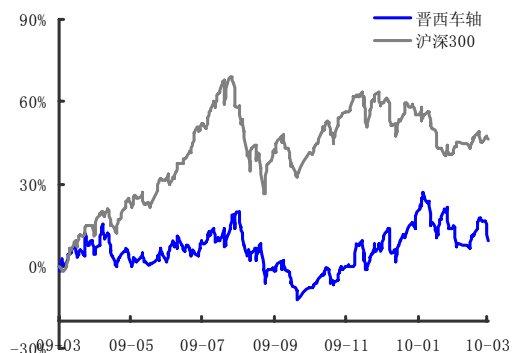
A 股市值 (百万元) 2052

国家/地区 中国

行业 普通机械制造业

报告日期 2010 年 3 月 11 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(4.46)	2.53	9.13
相对表现 (%)	(7.51)	8.68	(50.81)

资料来源: WIND

财务分析				
(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1573.01	1510.51	2013.66	2488.11
税前利润	101.45	53.13	116.61	190.92
归属母公司净利润	75.85	37.48	99.12	162.28
EBITDA	111.07	79.43	143.45	189.11
每股收益 (元)	0.74	0.22	0.59	0.97
净资产收益率	15.88%	3.10%	6.42%	9.72%
每股经营现金 (元)	1.11	0.74	0.17	0.48
市盈率 (X)	44.14	89.33	33.78	20.63
EV/EBITDA	16.73	31.28	17.17	12.72

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者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, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

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)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1573.01	1510.51	2013.66	2488.11	税后利润	75.85	37.48	99.12	162.28
营业成本	1339.65	1349.19	1753.28	2117.81	经常性现金支出	44.38	42.57	48.64	50.56
主营业务税金及附加	3.62	4.50	5.83	7.03	非经常性现金支出	0.50	4.68	4.92	5.04
销售费用	34.17	30.21	40.27	49.76	营运资金变动	(26.00)	31.93	(123.46)	(137.51)
管理费用	84.49	76.28	100.68	124.41	少数股东损益	19.57	7.68	0.00	0.00
财务费用	16.73	4.35	(1.64)	(2.27)	经营活动现金净流	114.30	124.34	29.22	80.38
营业利润	94.34	45.97	115.23	191.38	资本开支	61.45	14.15	3.85	(1.30)
非经常性损益	7.11	7.16	1.39	(0.46)	其他投资	(0.14)	0.00	0.00	0.00
税前利润	101.45	53.13	116.61	190.92	投资活动现金净流	(61.58)	(14.15)	(3.85)	1.30
所得税	6.03	7.97	17.49	28.64	贷款增加	22.00	0.00	0.00	0.00
净利润	95.42	45.16	99.12	162.28	支付股利利息	(29.58)	(17.23)	0.16	(18.83)
少数股东损益	19.57	7.68	0.00	0.00	其他融资	21.25	0.34	(4.93)	(5.03)
归属母公司净利润	75.85	37.48	99.12	162.28	筹资活动现金净流	(8.32)	804.28	(4.77)	(23.86)
EPS (元/股)	0.74	0.22	0.59	0.97	现金净流量	44.40	914.48	20.59	57.82
					现金期初余额	74.00	118.39	1032.87	1053.46
					现金期末余额	118.39	1032.87	1053.46	1111.29
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	149.41	1063.89	1084.48	1142.31	增长能力				
应收账款票据	235.04	231.71	332.69	445.05	营收增长率(%)	49.78%	-3.97%	33.31%	23.56%
存货	311.62	311.90	420.71	527.04	EBITDA 增长率(%)	0.84%	-28.49%	80.60%	31.83%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	33.42%	-54.69%	125.72%	66.49%
流动资产合计	726.22	1637.82	1882.45	2174.55	净利润增长率(%)	31.20%	-52.67%	119.49%	63.72%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
固定资产	346.93	347.48	333.03	307.81	毛利率(%)	14.83%	10.68%	12.93%	14.88%
在建工程	39.43	23.94	12.39	6.24	净利率(%)	6.07%	2.99%	4.92%	6.52%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	7.06%	5.26%	7.12%	7.60%
非流动资产合计	390.22	369.41	343.10	311.55	ROA(%)	8.55%	2.25%	4.45%	6.53%
资产总计	1116.44	2007.23	2225.55	2486.09	ROE(%)	15.88%	3.10%	6.42%	9.72%
					ROIC(%)	11.20%	4.54%	8.73%	12.64%
循环借款	200.00	200.00	200.00	200.00	偿债能力				
应付账款	288.52	303.22	410.12	515.49	资产负债率(%)	46.19%	27.42%	30.64%	32.81%
预收账款	15.46	13.38	17.11	21.99	流动比率(倍)	1.41	2.98	2.76	2.67
其他应付款	(12.07)	(4.53)	(11.35)	(20.43)	速动比率(倍)	0.75	2.35	2.08	1.95
流动负债合计	515.73	550.48	682.00	815.69	价值评估				
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B(倍)	3.34	2.41	2.27	2.09
负债合计	515.73	550.48	682.00	815.69	P/E(倍)	44.14	89.33	33.78	20.63
股本	102.91	167.91	167.91	167.91	EV/收入(倍)	1.18	1.64	1.22	0.97
资本公积	236.16	999.83	1019.65	1052.11	EV/EBITDA(倍)	16.73	31.28	17.17	12.72
未分配利润	147.12	164.94	226.95	313.24	EV/EBIT(倍)	16.73	49.37	21.69	12.72
股东权益	600.72	1456.75	1543.55	1670.40					
负债和股东权益	1116.45	2007.23	2225.55	2486.09					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业首席分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn