

机械、汽车

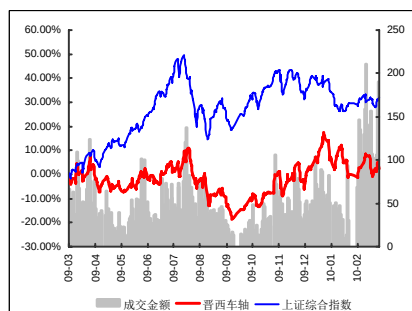
报告原因: 年报点评

2010年3月22日

市场数据: 2010年3月19日

收盘价	20.30
流通市值(百万元)	3065.50
52周内高	33.50
52周内低	4.78
总市值(百万元)	3408.57

一年股价走势



执笔人

白宇

010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

分析师

张旭

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

晋西车轴 (600495)

渡过业绩低谷, 恢复正常增长

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

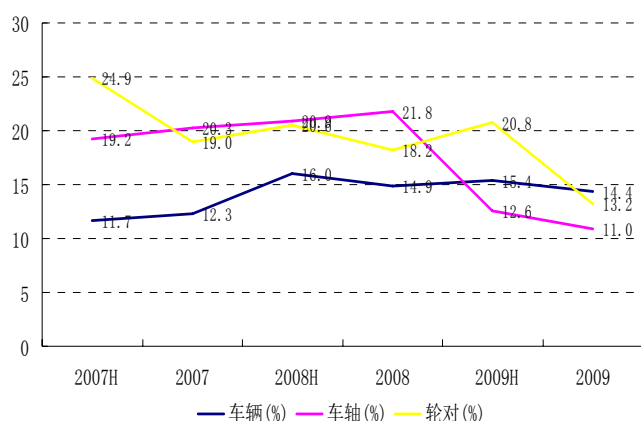
	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	1944.4	85.1%	14.3%	108.1	48.6%	0.53	38
2009A	1509.7	-22.4%	12.6%	42.7	-60.5%	0.22	94
2010E	2021.9	33.9%	14.6%	92.7	117.2%	0.53	38
2011E	2279.5	12.7%	15.4%	120.7	30.3%	0.70	29

投资要点:

- ◆ **09年业绩处于低谷。**年报显示, 公司09年全年营业收入15亿元, 下滑22%; 净利润0.43亿元, 下滑61%。09年经营不佳的主要原因是受09年年初金融危机的影响, 铁道部大幅缩减订单所致。公司及子公司09年全年销售车轴10万根, 货车车辆1400辆, 轮对3万套。除去车辆业务, 产品销量较08年有所增长, 增量主要来自09年初公司全资收购的子公司北方锻造, 北方锻造09年生产3万根左右车轴。
- ◆ **车轴业务毛利下滑主要原因是北方锻造的亏损所致, 10年情况将好转。**年报显示, 公司车轴、轮对业务毛利率大幅度下滑(图1), 这主要原因是同样生产车轴及轮对的子公司北方锻造处于亏损状态所致。北方锻造09年营收2.7亿元, 亏损2225万元, 由于处在技改阶段产出水平及盈利水平均处于低位。10年北方锻造的技改基本完成, 届时其车轴产能将达到8万根, 产品的盈利水平也将与母公司保持相近的水平, 公司预计10年北方锻造车轴产量在3-4万根左右, 基本可以实现扭亏。从09年母公司报表来看, 公司车轴及轮对的综合毛利在17%左右, 我们认为未来公司车轴及轮对的利润率应该恢复到这个水平。此外, 公司车轴的出口业务09年下滑严重, 许多订单被取消。我们预计随着世界经济的回暖, 公司的出口业务10年下半年将会有所好转。
- ◆ **车辆业务增长前景也将逐渐转好。**公司09年四季度更改了定向增发募集资金的用途, 将原本用于本部车轴生产线扩产的资金改为收购子公司晋西铁路车辆有限公司“晋西车辆”剩余股权。收购结束后, 公司在晋西车辆的股权达到了94%, 车辆业务对公司业绩的影响增大。09年晋西车辆应收7.9亿元, 净利润1375万元, 同比减少66%。10年开始, 铁路货运需求大幅度回升(图2), 运力紧张的局面已经出现, 在此情况下10年铁道部货车车辆料将大幅上升。同时, 长期来看铁路作为环保节能的货运方式将在长期保持增长。

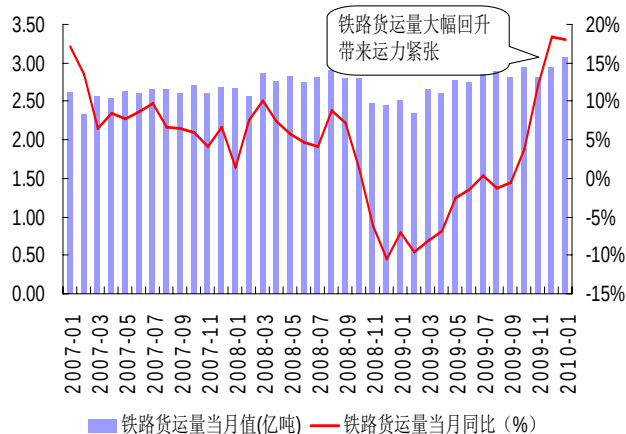
- ◆ **高铁车轴和铸锻件为公司未来业绩增长增添新的看点。**作为原来的军工企业，公司在精锻技术上处于国内领先，目前已经具备生产高速动车车轴的能力，但是国内由于缺乏认证标准致使公司产品迟迟难以配套动车。高铁是未来我国铁路客运发展的方向，而铁道部也将动车制造的国产化率提高作为促进我国高铁产业发展的重要手段，因此我们认为公司未来非常有可能获得高铁车轴的订单。同时，公司 09 年收购的北方锻造的精锻件产品在铁路设备及军工设备上也有不小的市场，09 年这块儿业务营收 2123 万元，毛利高达 31%，未来此项业务有可能大幅度增长。
- ◆ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 10 年、11 年主营收入同比增长 34%、13%，对应 EPS 分别为 0.53、0.7 元。目前公司股价对应动态市盈率分别为 38、29，估值略显偏高，但是我们认为业务已经处在明显的回升状态，新业务也有望出现增长点，因此我们继续维持“增持”评级。

图表 1：公司各项业务毛利率



资料来源：山西证券研究所

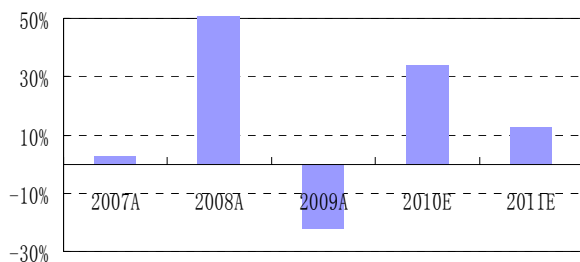
图表 2：铁路运量开始恢复



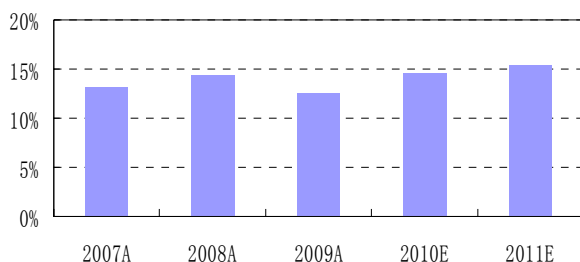
资料来源：山西证券研究所



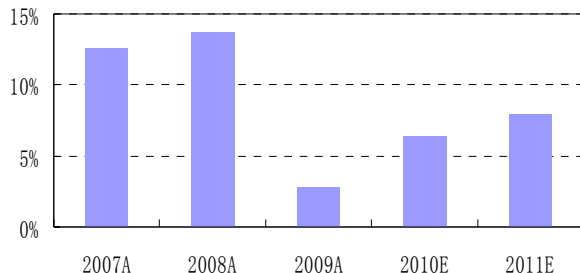
销售收入增长率



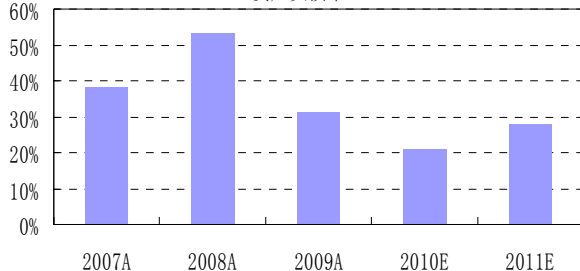
毛利率



ROE



资产负债率



利润表	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1944.41	1509.73	2021.88	2279.53
减: 营业成本	1665.66	1320.00	1726.43	1928.01
营业税金及附加	4.87	5.94	7.96	8.97
营业费用	42.43	27.19	40.44	45.59
管理费用	104.53	119.23	145.58	164.13
财务费用	24.91	4.81	-7.55	-9.22
资产减值损失	-3.27	1.01	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.28	31.55	109.03	142.05
加: 其他非经营损益	9.33	19.74	0.00	0.00
利润总额	114.61	51.29	109.03	142.05
减: 所得税	6.55	8.63	16.35	21.31
净利润	108.06	42.67	92.68	120.74
减: 少数股东损益	19.36	6.31	3.00	3.00
归属母公司股东净利润	88.70	36.36	89.68	117.74
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	211.83	702.68	574.79	602.92
应收和预付款项	391.44	402.30	417.77	505.88
存货	477.14	391.51	315.12	474.01
固定资产和在建工程	442.42	462.17	485.24	498.30
无形资产和开发支出	0.21	0.08	0.03	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1523.04	1958.73	1792.95	2081.12
短期借款	280.00	105.00	0.00	0.00
应付和预收款项	533.55	434.53	309.40	514.02
长期借款	0.00	70.00	70.00	70.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	813.55	609.53	379.40	584.02
股本	102.91	167.91	167.91	167.91
资本公积	320.08	936.43	936.43	936.43
留存收益	226.55	237.73	299.08	379.63
归属母公司股东权益	649.54	1342.07	1403.42	1483.97
少数股东权益	59.95	7.13	10.13	13.13
股东权益合计	709.49	1349.20	1413.55	1497.10
负债和股东权益合计	1523.04	1958.73	1792.95	2081.12
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	125.28	126.58	97.89	156.11
投资性现金净流量	-61.58	-248.07	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	-8.05	687.48	-125.77	-27.97
现金流量净额	55.37	565.87	-127.89	28.13

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：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。