



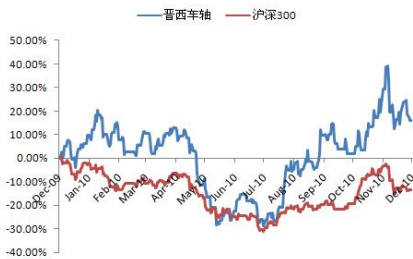
晋西车轴 (600495) 调研简报

估值较高 看好 2012 年动车轴项目的增长

轨道交通主题研究报告

首次评级: 中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
晋西车轴	-5.8	5.8	16.2
沪深 300	-9.3	8.1	-13.3

市场数据 2010-12-5

当前价格 (元)	12.43
52 周价格区间 (元)	7.48-23.3
总市值 (百万)	3756.82
流通市值 (百万)	3378.70
总股本 (万股)	30223.80
流通股 (万股)	27181.80
日均成交额 (百万)	97.80
近一月换手 (%)	87.20

分析师

孙林

执业编号: S0350210090006

电话: 0755-83716909

邮件: sunl@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 动车轴项目将在 2012 年得到大的发展。随着公司和太钢进行的动车轴合作研发,目前已经有时速 250km 动车轴项目试制样品在实验运行, 350km 也在试制中。由于铁道部的要求极高,对于高铁产品的质量,稳定运行公里数的有具体要求,预计产品得到认证需要一年左右的时间,则 2012 年开始能够得到订单,批量生产高铁动车组的车轴。此外,随着,我国高铁“四纵四横”的布局 2012 年完成,未来客货分离,货车提速及重载的需求也将增强,预计货车将从目前的 70 吨-80 吨向 100 吨载重,时速从目前 50-60 公里/时向 120 公里/时提升,因此货车的车轴,车轮,轮对的改造需求还将比预期要大的多,并且我国 28 个城市规划的地铁项目也达到 2500km 以上,我们对未来货运市场和城轨交通持有较高乐观。
- 09 年至今出口业务下降较快,国内的招标下降较快,产品价格也有所下降,能源材料价格上涨,钢价也保持高位的一定稳定,合并的北方锻造仍有一定亏损,预计今年总体毛利率水平仍保持一个相对低位。总体上看,2010 年为恢复年。公司 9 月调整了一次领导班子,成本控制能力也有所加强,外部整体的环境会较今年有所好转,外贸的比例也将增大,我们判断明年开始公司将走出低谷,恢复较快的成长。
- 业绩预测: 预计 2010-2012 年 EPS 为 0.12, 0.29, 0.5 元,按现在的股价来看,11 年估值 P/E 达到 42.8 倍,反映了未来的成长性预期,结合机械行业的目前估值,我们首次给予“中性”的投资建议。

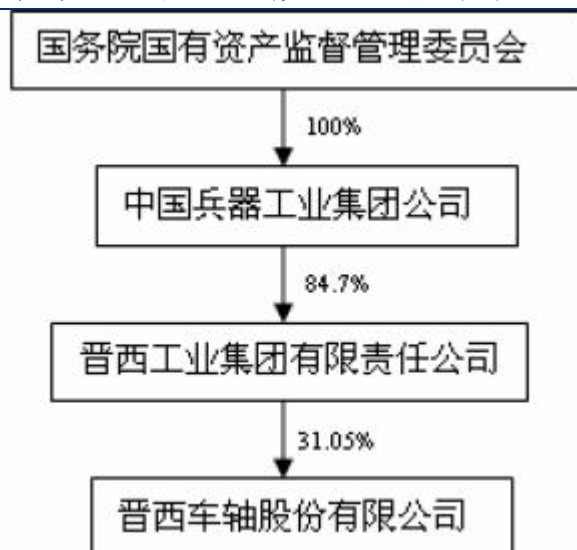
预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	1509.73	1821.84	2233.08	2787.18
增长率 (%)	-22.36%	20.67%	22.57%	24.81%
净利润 (百万元)	36.36	37.58	87.55	150.61
增长率 (%)	-59.01%	3.34%	132.99%	72.04%
摊薄每股收益 (元)	0.120	0.124	0.290	0.498
加权平均 ROE (%)	2.71%	2.75%	6.13%	9.84%

公司简介

晋西车轴（600495）是一家专业化生产、销售铁路车轴及轻轨、地铁车轴的股份公司，是国内第一批开始生产火车车轴的企业，至今已有 26 年生产经验。1991 年公司获得了美国铁路协会（AAR）的质量体系认证资格，是国内目前唯一具备出口车轴生产能力的企业，产品销售至美国、韩国、澳大利亚等十几个国家和地区。在国内快速发展的地铁和轻轨领域，公司也是唯一合格的国内供应商，目前国内只有晋西具有加工制造地铁轴、轻轨轴的技术和能力。2009 年公司定向增发募资收购国内火车车轴行业第二大生产商——北方锻造，收购完成后，公司成为国内车轴行业的绝对龙头。

晋西车轴占国内车轴 40% 左右市场份额，同时通过中国铁道部、美国铁路协会 AAR 质量认证、以及满足欧洲 UIC 质量标准的企业，产品逐渐被国外客户接受，2010 年公司产品出口量达到 2 万根左右。

表1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司年报 国海证券研究所

表2 2007-20010H1分产品营收盈利情况

	2007 中报	2007 年报	2008 中报	2008 年报	2009 中报	2009 年报	2010 中报
营业收入	4.99	9.89	6.47	14.84	5.27	13.8	8.26
车辆(亿元)	2.98	4.92	3.73	6.74	1.47	5.37	3.13
车轴(亿元)	1.21	2.95	1.28	3.41	2.13	4.64	2.25
其他(亿元)	0.61	1.43	0.6	1.91	0.72	1.34	1.55
轮对(亿元)	0.19	0.59	0.86	2.78	0.95	2.14	1.33
锻件(亿元)						0.31	
营业成本							
车辆(亿元)	2.63	4.32	3.13	5.73	1.24	4.6	2.76
车轴(亿元)	0.98	2.35	1.01	2.67	1.87	4.13	2.17
其他(亿元)	0.59	1.37	0.58	1.84	0.77	1.36	1.38
轮对(亿元)	0.14	0.48	0.69	2.27	0.75	1.86	1.22
锻件(亿元)						0.21	
营业利润	0.65	1.37	1.06	2.33	0.64	1.64	0.73
车辆(亿元)	0.35	0.6	0.6	1.01	0.23	0.77	0.37
车轴(亿元)	0.23	0.6	0.27	0.74	0.26	0.51	0.08
其他(亿元)	0.02	0.06	0.02	0.07	-0.05	-0.02	0.17
轮对(亿元)	0.05	0.11	0.17	0.51	0.2	0.28	0.11
锻件(亿元)	0	0	0	0	0	0.1	0
毛利率							
车辆(%)	11.71	12.29	16.04	14.93	15.44	14.36	11.87
车轴(%)	19.23	20.26	20.92	21.76	12.56	10.96	3.34
其他(%)	3.33	4.59	3.42	3.95	-7.33	-1.59	10.74
轮对(%)	24.89	18.97	20.56	18.23	20.81	13.24	8.18
锻件(%)						30.56	
收入构成							
车辆(%)	56.09	46.84	54.1	42.85	25.63	35.57	36.26
车轴(%)	22.81	28.06	18.62	21.66	37.3	30.73	26
其他(%)	11.44	13.64	8.74	12.16	12.57	8.88	17.94
轮对(%)	3.51	5.59	12.53	17.68	16.6	14.18	15.42
锻件(%)						2.03	
利润构成							
车辆(%)	53.85%	43.80%	56.60%	43.35%	35.94%	46.95%	50.68%
车轴(%)	35.38%	43.80%	25.47%	31.76%	40.63%	31.10%	10.96%
其他(%)	3.08%	4.38%	1.89%	3.00%	-7.81%	-1.22%	23.29%
轮对(%)	7.69%	8.03%	16.04%	21.89%	31.25%	17.07%	15.07%
锻件(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.10%	0.00%

资料来源: wind 国海证券研究所

2011 年为恢复期 2012 年看货运和城轨项目

受宏观经济影响, 去年铁道部减少了货车招标量, 这使得 2009 年我国铁路货车产量同比下降 30%。而公司铁路设备产品的市场占有率相对稳定, 保持 40%, 因此市场需求的下降导致公司车轴, 车辆业务的下降, 并且使得公司产品的议价能力下降, 这是去年毛利率的下降的原因之一。此外, 去年并购的北方锻造公司的车轴均为单一的货车车轴, 原材料采购价格较高, 机加工能力较弱, 造成毛利率较低。其业务的并表也拉低了车轴等相关产品的毛利率。

10 年上半年业务收入较 09 年同期属于低位恢复期。上半年综合毛利率约为 9.2%, 较上年同期下滑了 2.5 个百分点。铁路车辆毛利率下滑约 3.6 个百分点; 车轴毛利率下滑约 9 个百分点; 轮对毛利率下滑 12.6 个百分点。铁路车辆配套及其他产品毛利率提升了约 18 个百分点。

随着公司 9 月份调整了领导班子, 并且在成本管理方面有所加强,

渠道进行集中采购，开始原材料采购控制，增强公司自身的机加工能力，减少外协，公司车轴和轮对毛利率水平有进一步提升的可能。

我们看好高铁及城市轨道交通建设给公司带来的业务增长。动车轴项目将在 2012 年得到大的发展。随着公司和太钢进行合作的动车轴项目研发，目前已经有时速 250km 动车轴项目试制样品在实验线上运行，350km 也在试制中。由于铁道部的要求极高，对于高铁产品的质量，稳定运行公里数的有具体要求，预计产品得到认证需要一年左右的时间，则 2012 年开始能够得到订单，批量生产高铁动车组的车轴。此外，随着，我国高铁“四纵四横”的布局 2012 年完成，未来客货分离，货车提速及重载的要求也将提高，预计货车将从目前的 70 吨-80 吨向 100 吨载重，时速从目前 50-60 公里/时向 120 公里/时提升，因此货车的车轴，车轮，轮对的改造需求还将比预期要大的多，并且我国 28 个城市规划的地铁项目也达到 2500km 以上，我们对未来货运市场和城轨交通持有较高乐观。

表3 盈利预测表

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1509.73	1821.84	2233.08	2787.18
减: 营业成本	1320.00	1638.00	1951.08	2376.70
营业税金及附加	5.94	6.23	7.64	9.54
营业费用	27.19	32.69	40.07	50.02
管理费用	119.23	102.05	125.09	156.12
财务费用	4.81	-9.18	-11.83	-13.29
资产减值损失	1.01	0.17	0.17	0.17
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.55	51.87	120.86	207.92
加: 其他非经营损益	19.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.29	51.87	120.86	207.92
减: 所得税	8.63	7.78	18.13	31.19
净利润	42.67	44.09	102.73	176.73
减: 少数股东损益	6.31	6.52	15.18	26.12
归属母公司股东净利润	36.36	37.58	87.55	150.61
每股收益(EPS)	0.120	0.124	0.290	0.498

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。