

车轴行业低迷，整车业务孤掌难鸣

——公司调研简报

晋西车轴

600495

事件

- 2011 年一季度营业收入 4.30 亿元，同比增 32.2%，营业利润 0.20 亿元，同比增 358.58%。归属母公司所有者净利润 0.16 亿元，EPS0.05 元，2010 年同期为 0.01 元。
- 我们走访了上市公司晋西车轴（600495），与公司高管就公司目前经营状况及未来发展方向进行了深度交流。

评述

公司从事业务。公司是一家专业化生产、销售铁路车轴及轻轨、地铁车轴的企业，产品销售至美国、韩国、澳大利亚等十几个国家和地区，同时公司于2009年通过定向增发，收购了国内第二大铁路车轴生产企业包头北方锻造和铁路货车生产企业晋西车辆，现已成为世界第一大铁路车辆车轴生产企业，预计到2012年公司车轴产能可达25万根，其中包括4-5万精加工车轴。

2011 年一季度业绩符合预期。一季度公司营业收入的增长主要依靠旗下控股子公司晋西车辆收入的增加。晋西车辆主要从事铁路货车的生产与销售。随着我国铁路建设规模的逐步加大和铁路货运需求的增加，铁道部对于铁路货运车辆的采购数量也逐年增加。

车辆业务稳步增长，车轴业务仍处低谷。公司铁路货车业务毛利率远高于行业平均水平，并随着公司招标体系的进一步完善，未来在成本控制方面仍可领先于行业内其它竞争对手。公司的车轴和轮对业务短期内在经营方面仍面临较多困难，一方面，上游钢材价格开始出现小幅上涨，另一方面，由于海外市场需求复苏缓慢，国内市场供大于求，已经处于微利状况的车轴业务，2011年内盈利能力或再出现小幅下降。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	194,441	150,973	173,709	204,818	259,287	319,308
增长率	85.1%	-22.4%	15.1%	17.9%	26.6%	23.1%
营业利润(万元)	10,528	3,155	4,367	5,200	8,410	12,744
增长率	35.6%	-70.0%	38.4%	19.1%	61.7%	51.5%
净利润(万元)	8870	3636	4371	4775	7247	10585
增长率	46.5%	-59.0%	20.2%	9.2%	51.8%	46.1%
每股净资产(元)	3.87	7.99	4.60	4.75	4.99	5.34
每股收益(元)	0.53	0.22	0.14	0.16	0.24	0.35
市盈率(P/E)	33.3	94.5	114.9	100.3	66.1	45.3
市净率(P/B)	4.5	2.6	3.6	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	20.3	51.8	65.3	56.0	42.9	32.6

维持

中性

分析师：牛纪刚

投资咨询执业证书编号：

S0630511010007

联系信息：

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人：何昕

021-50586660-8617

hexin@longone.com.cn

机械行业

机械行业

分析：2011 年 04 月 29 日

调研：2011 年 04 月 28 日

价格

当前市价：15.58 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.14	0.16	0.24	0.35
PE	114.9	100.3	66.1	45.3

注：EPS为最新股本摊薄后数据

一、2011 一季报点评

公司主营业务可分为两大类轴承类和车辆类，其中轴承业务包括车辆轴承和轮对，车辆业务包括铁路货车整车和配件。截止 2010 年底公司各类业务收入占比分别为 31.03%、10.43%、38.72%和 13.57%。轴承类业务整体盈利能力较弱。2011 年一季度公司实现营业收入 4.3 亿元，同比增长 32.2%，营业利润 0.20 亿元，同比增长 358.58%。归属母公司所有者净利润 0.16 亿元，EPS0.05 元。2010 年同期为 0.01 元。

图 1: 营业收入结构

单位: (%)

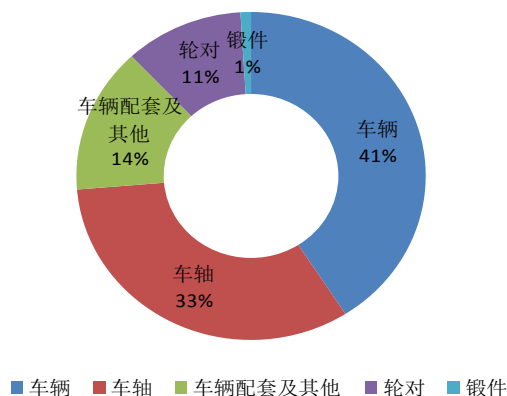
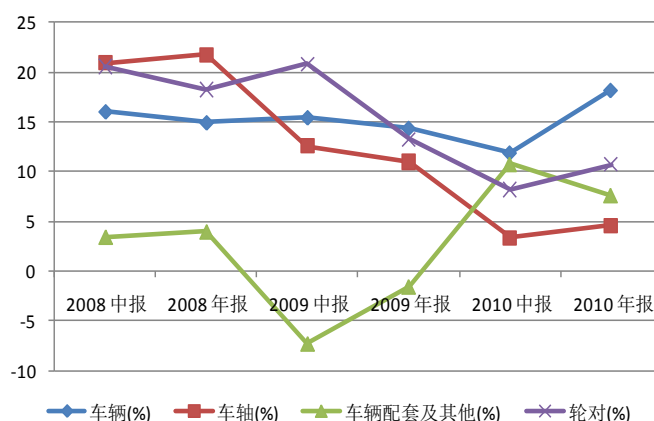


图 2: 各业务毛利率

单位: (%)



资料来源: WIND, 东海证券研究所

一季度公司营业收入的增长主要依靠旗下控股子公司晋西车辆收入的增加。晋西车辆主要从事铁路货车的生产与销售。随着我国铁路建设规模的逐步加大和铁路货运需求的增加，铁道部对于铁路货运车辆的采购数量已恢复至历史平均水平。

2011 年 1-3 月公司综合毛利率为 11.71%，较 2010 年同期上升 3.63 个百分点，一方面由于公司所生产的铁路货车产品在毛利率方面远高于行业平均水平，铁路货车业务收入占比增加，直接拉动公司综合毛利率增长。另一方面，去年同期由于全球经济危机影响，公司订单锐减开工率不足，固定成本分摊后拉低公司综合毛利率，导致基数较低。同时公司三项期间费用率小幅下降维持在 6.71% 左右。

图 3：公司综合毛利率

单位：(%)

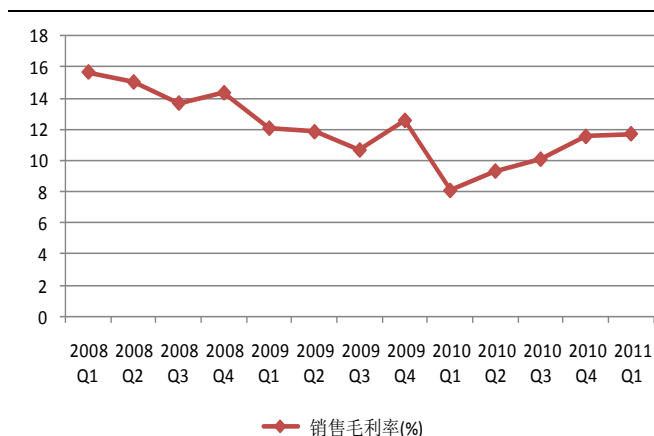
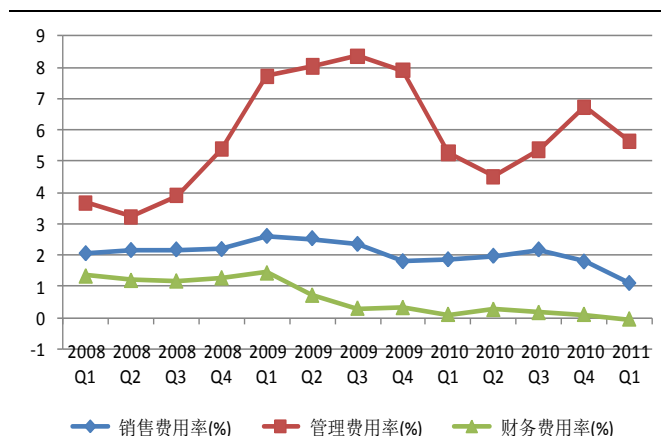


图 4：三项期间费用率

单位：(%)



资料来源：WIND，东海证券研究所

二、调研简报

公司主营业务包括铁路车辆车轴、轮对、铁路货运整车和部分车辆配件。车轴产品涵盖国内各型铁路机车、货车、客车（不包括动车组）、地铁、轻轨等轨道车辆，公司在2009年通过定向增发收购了国内第二大铁路车辆车轴生产商—包头北方锻造，现阶段铁路车辆车轴产品市场占有率接近50%，已成为行业内第一大生产商。公司车轴产能18万根，其中太原车轴生产线产能12万根，北方锻造车轴生产线产能6万根，公司第三条精加工生产线也正在建设中。

表 1：公司现有产能

产品	产能/年	产品	产能/年
铁路车辆	5000辆	铁路轮对	3万套
铁路车轴	18万根	摇枕侧架	5000辆份

同时公司在技术上的优势为公司在国外市场赢得一定声誉，公司所生产的铁路车轴和轮对，先后出口到美国、加拿大、英国、法国、澳大利亚、巴西、印度等地区和国家，与国外知名企业庞巴迪、西门子、阿尔斯通、SCT等公司建立了良好的合作关系。公司所生产的单根轴重32.5吨的铁路重载货车车轴已出口至美国和澳大利亚。

生产设备先进。公司在太原的车轴生产线配备了500吨和600吨精锻设备各一台，而国内进竞争对手中仅太原重工拥有一台500吨精锻设备，其它厂家仍在是使用快锻设备。精锻和快锻设备的主要区别在于其耗材率低，生产过程中省时、耗能少，可有效地帮助公司控制钢胚等原材料的消耗。同时，由于配置精锻设备初期投资极大，行业内很多企业根本投入不起整套的机械和设备，因此公司在成本控制方面具有绝对优势。当行业整体景气度较高时，公司业绩将远好于行业平均水平。

铁路车轴供大于求。虽然公司在技术研发、生产设备和成本方面都具有绝对优势，但由于08年金融危机的影响，全球铁路车辆车轴行业景气度大幅下滑，并且在之后的一段时间内复苏缓慢，对公司的盈利能力造

成了不小的冲击。公司一部份轴承和轮对产品主要为国外厂商供应，但由于海外市场需求的萎缩，公司和国内部分厂商不得不把多余产能转而投放到国内市场，从而导致了供应量短时间内大幅上涨、进争加剧的局面。再加上前期收购的包头北方锻造，由于生产设备老旧，仍然处于技改阶段已连续两年出现亏损，（预计2011年底技改项目可彻底完成，届时子公司或可扭亏为盈），使公司在车轴业务盈利能力方面面临挑战。从车轴行业整体来看，经营环境仍较为恶劣短期内并不会根本转变。随着钢材价格的小幅上涨，2011年内或导致轴承和轮对产品毛利的进一步下降。

铁路货车业务平稳增长。公司铁路货车主要以 C70、C80 通用和专用敞车为主，近期公司也已获得生产 G70 罐车资质，同时也在申请平车等车型的生产许可。公司铁路货车产品毛利率高于行业平均 4-5 个百分点，原因在于，1、公司建立了更为完善的招标体系，在上游原材料价格控制方面取得明显成绩，2、公司具有生产铁路货车车轴、转向架、摇枕侧架等重要零部件的生产能力，可减少外部采购零部件的比例。保守估计 2011 年内实现铁路货车销售 2000 辆以上，由于罐车等车型工艺复杂，单车售价略高于敞车，预计公司铁路货车盈利能力仍有进一步提升空间。

高铁车轴项目进展情况。公司在国内铁路车辆车轴技术方面处于领先水平，也是最具备开发国产动车组车轴潜力的企业之一，现阶段公司已具备生产空心轴的能力，同时也曾为西门子所生产的城轨地铁车辆配套空心轴。我国现有高速动车组所采用车轴为全进口，公司已将 350 公里动车组车轴样品提交铁道部，并会协助铁道部制定国产高速动车组车轴标准。但由于近期铁道部人士变动，使标准制定项目前景不明，然而我们认为动车组车轴国产化，将是未来整个行业发展的必然趋势，随着铁道部各项工作的逐步厘清，标准制定项目将会重新启动。

盈利预期。预计公司2011-2013年每股收益分别为0.16元、0.24元和0.35元，对应动态PE为100.3倍、66.1倍和45.3倍。短期内虽然公司在铁路货车业务方面业绩突出，但是轴承和轮对等业务下游需求复苏缓慢、行业内进争激烈，同时受上游钢材价格上涨压制，业务毛利率2011年内仍有可能出现小幅下滑，给予公司**中性评级**。

(百万)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
车辆						
收入	674.07	537.08	672.75	796.94	1005.10	1148.13
同比增长		-20.32%	25.26%	18.46%	26.12%	14.23%
毛利率	14.93%	14.36%	18.20%	18.00%	18.10%	18.95%
车轴						
收入	340.74	463.88	539.06	606.55	783.18	1027.76
同比增长		36.14%	16.21%	12.52%	29.12%	31.23%
毛利率	21.76%	10.96%	4.56%	4.35%	6.02%	7.12%
车辆配到及其他						
收入	191.29	134.07	235.82	321.78	404.73	521.58
同比增长		-29.91%	75.89%	36.45%	25.78%	28.87%
毛利率	3.95%	-1.59%	7.61%	8.25%	8.17%	9.21%
轮对						
收入	278.06	214.06	181.30	204.23	258.48	336.02
同比增长		-23.02%	-15.30%	12.65%	26.56%	30.00%
毛利率	18.23%	13.24%	10.69%	9.90%	10.70%	11.20%
锻件						
收入	0.00	30.59	16.38	18.67	21.38	24.59
同比增长		#DIV/0!	-46.45%	14.00%	14.50%	15.00%
毛利率	0.00%	30.56%	14.66%	14.50%	14.30%	14.00%
其它						
收入	460.25	130.05	91.78	100.00	120.00	135.00
同比增长		-71.74%	-29.43%	8.96%	20.00%	12.50%
毛利率	9.95%	20.18%	14.94%	15.00%	16.00%	16.20%
合计						
收入	1944.41	1509.73	1737.09	2048.17	2592.87	3193.08
同比增长		-22.36%	15.06%	17.91%	26.59%	23.15%
毛利率	14.34%	12.57%	11.54%	11.44%	12.03%	12.58%

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	21756	74984	60761	60761	60761	60761
应收款项	35286	35817	42837	45423	60986	74886
存货净额	47714	39151	38758	49219	61453	73424
其他流动资产	3858	4413	13407	8619	12834	17962
流动资产合计	108614	154366	155762	164022	196035	227033
固定资产	44242	46217	50820	56480	62207	69138
无形资产及其他	21	8	0	0	0	0
投资性房地产	460	576	582	582	582	582
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	153337	201166	207164	221084	258823	296753
短期借款及交易性金融负债	28000	10500	6000	5111	16738	25806
应付款项	43700	38692	43966	49591	63870	77689
其他流动负债	10687	10054	8176	11360	14280	16478
流动负债合计	82388	59246	58142	66062	94887	119973
长期借款及应付债券	0	7000	7000	7000	7000	7000
其他长期负债	0	(0)	3120	4160	5547	7396
长期负债合计	0	7000	10120	11160	12547	14396
负债合计	82388	66246	68262	77222	107434	134369
少数股东权益	5995	713	0	185	465	875
股东权益	64954	134207	138902	143677	150924	161510
负债和股东权益总计	153337	201166	207164	221084	258823	296753

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	194441	150973	173709	204818	259287	319308
增长率	85.1%	-22.4%	15.1%	17.9%	26.6%	23.1%
营业成本	166566	132000	153667	181387	228082	279135
营业成本/营业收入	85.7%	87.4%	88.5%	88.6%	88.0%	87.4%
营业税金及附加	487	594	615	717	908	1118
销售费用	4243	2719	3103	3584	4693	5428
销售费用/营业收入	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
管理费用	10453	11923	11676	13211	16154	19542
管理费用/营业收入	5.4%	7.9%	6.7%	6.5%	6.2%	6.1%
财务费用	2491	481	182	419	741	1342
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	327	(101)	(99)	(300)	(300)	0
其他收入	0	0	0	(0)	0	(0)
营业利润	10528	3155	4367	5200	8410	12744
增长率	35.64%	-70.0%	38.4%	19.1%	61.7%	51.5%
营业外净收支	933	1974	1269	1000	1000	1000
利润总额	11461	5129	5637	6200	9410	13744
增长率	27.4%	-55.2%	9.9%	10.0%	51.8%	46.1%
所得税费用	655	863	1098	1240	1882	2749
少数股东损益	1936	631	168	185	281	410
归属于母公司净利润	8870	3636	4371	4775	7247	10585
增长率	46.5%	-59.0%	20.2%	9.2%	51.8%	46.1%

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.53	0.22	0.14	0.16	0.24	0.35
每股红利	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.87	7.99	4.60	4.75	4.99	5.34
ROS	5%	2%	3%	2%	3%	3%
ROE	14%	3%	3%	3%	5%	7%
毛利率	14%	13%	12%	11%	12%	13%
EBIT Margin	7%	2%	3%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	8%	5%	5%	5%	6%	6%
收入增长	85%	-22%	15%	18%	27%	23%
净利润增长	47%	-59%	20%	9%	52%	46%
资产负债率	58%	33%	33%	35%	42%	46%
息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	33.3	94.5	114.9	100.3	66.1	45.3
P/B	4.5	2.6	3.6	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	20.3	51.8	65.3	56.0	42.9	32.6

资料来源：公司资料，东海证券预测

现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	8870	3636	4371	4775	7247	10585
资产减值准备	(96)	(80)	(3)	(99)	0	0
折旧摊销	3171	3356	3391	4610	5219	5977
公允价值变动损失	(327)	101	99	300	300	0
财务费用	2491	481	182	419	741	1342
营运资本变动	(6605)	1639	(9113)	1491	(13427)	(13133)
其它	2032	710	171	284	281	410
经营活动现金流	7045	9363	(1084)	11361	(380)	3839
资本开支	(10516)	(5136)	(7885)	(10472)	(11246)	(12908)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(10516)	(5136)	(7885)	(10472)	(11246)	(12908)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	7000	0	0	0	0
支付股利、利息	(1679)	0	0	0	0	0
其它融资现金流	21186	35001	(5254)	(889)	11627	9068
融资活动现金流	17827	49001	(5254)	(889)	11627	9068
现金净变动	14356	53228	(14224)	(0)	0	0
货币资金的期初余额	7400	21756	74984	60761	60761	60761
货币资金的期末余额	21756	74984	60761	60761	60761	60761
企业自由现金流	0	3486	(9076)	125	(12134)	(8795)
权益自由现金流	0	0	(14330)	(1100)	(1100)	(800)

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897