



买入 **15% ↑**
目标价格: 人民币 14.08

600495.SS 原目标价格: 人民币 19.50
价格: 人民币 12.29

目标价格基础: 32倍 2012年市盈率
板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 铁路自备车开放采购, 刺激铁路货车及车轴轮对业务增长。
- 募投项目基本完成, 与马钢合作项目年内投产。

股价表现



(%)	今年至	1	3	12
	今	个月	个月	个月
绝对	16	10	(11)	(41)
相对新华富时A50指数	4	9	(16)	(25)

发行股数(百万)	302
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	3,715
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
晋西工业集团有限责任公司	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA*

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009
(8621) 2032 8589
minle.xu@bocigroup.com

* 张君平为本报告重要贡献者

晋西车轴

车辆业务贡献突出, 车轴业务迎来转机

公司2011年实现营业收入21.62亿元, 同比增长24.44%, 实现归属于母公司所有者净利润9,972万元, 对应每股收益0.33元, 较去年增长128.15%。2011年公司毛利率为13%, 较2010年上涨1.46个百分点, 同时净利润率提高2.1个百分点, 至4.61%。2011年铁道部放开铁路自备车招标政策, 高售价高毛利率的自备车市场需求被释放, 这将带动铁路货运车辆及车轴轮对业务的增长。在此背景下我们预测公司2012、2013年每股收益分别为0.44元、0.56元。根据32倍2012年市盈率, 我们将目标价从19.50元下调至14.08元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 新产品GQ70轻油罐车通过铁道部的鉴定, 并获得订单。车辆业务2011年贡献营业收入8个亿, 占总收入的42.5%, 同时毛利率提升至22.5%。公司将受益于自备车市场的开放。
- 北方锻造项目技改完毕, 高端车轴生产线今年内投产, 与马钢合作的公司也将于年底正式运营。持续的车轴价格战正逐步停歇, 公司车轴业务迎来转机。
- 公司净利润增长率高于营业收入增长, 主要由于2011年公司期间费用占营业收入比例大幅下降, 从去年的8.61%下降至7.71%, 显示出公司管理的高效。
- 去年以来国际铁路装备市场逐步摆脱金融危机阴影, 受益于此, 公司出口业务大幅增加。全年实现出口1.28亿元, 同比增长106.98%。

评级面临的主要风险

- 公司技改未达到预期效果的风险。
- 国内铁路相关政策变动的风险。

估值

- 考虑到铁路自备车市场开放, 对铁路车辆和车轴行业带来强劲需求, 公司业务有望稳定增长, 同时随着投资的项目陆续完工投产, 公司的产能瓶颈也将被打破。我们预测公司2012、2013年每股收益分别为0.44元、0.56元。根据32倍2012年市盈率, 我们将目标价从19.50元下调至14.08元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,737	2,162	2,635	3,269	3,894
变动(%)	15	24	22	24	19
净利润(人民币 百万)	44	100	133	170	227
全面摊薄每股收益(人民币)	0.145	0.330	0.439	0.563	0.751
变动(%)	(33.2)	128.2	33.0	28.3	33.4
核心每股收益(人民币)	0.113	0.306	0.404	0.533	0.721
变动(%)	(8.3)	170.2	31.9	31.8	35.3
全面摊薄市盈率(倍)	85.0	37.3	28.0	21.8	16.4
核心市盈率(倍)	108.4	40.1	30.4	23.1	17.1
每股现金流量(人民币)	0.30	1.12	0.02	0.57	0.83
价格/每股现金流量(倍)	40.4	10.9	694.5	21.4	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.3	21.8	16.8	12.4	9.5
每股股息(人民币)	0.102	0.102	0.110	0.141	0.188
股息率(%)	0.8	0.8	0.9	1.1	1.5

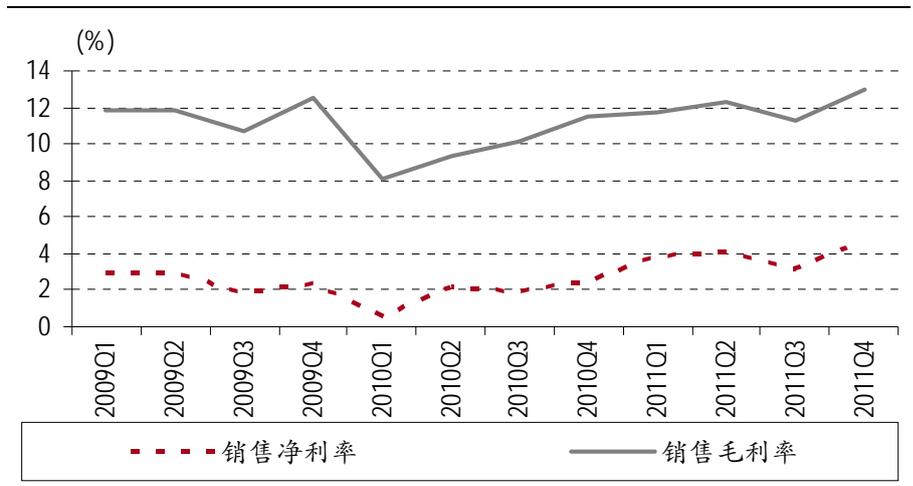
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2011 年业绩对比

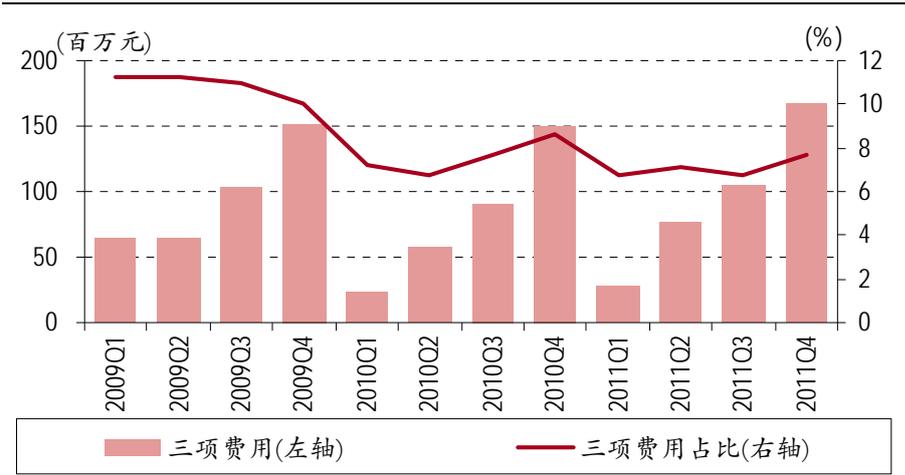
(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变化(%)
营业收入	1,737.09	2,161.72	24.44
营业成本	(1,536.67)	(1,880.73)	22.39
营业税金及附加	(6.15)	(7.16)	16.39
销售费用	(31.03)	(26.11)	(15.85)
管理费用	(116.76)	(139.80)	19.73
财务费用	(1.82)	(0.83)	(54.32)
资产减值损失	(0.99)	(12.00)	1,115.03
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-
投资净收益	0.00	0.00	-
营业利润	43.67	95.09	117.73
营业外收入	12.92	20.60	59.44
营业外支出	(0.23)	(0.39)	69.78
税前利润	56.37	115.30	104.56
所得税	(10.98)	(15.59)	41.94
净利润	45.39	99.72	119.70
少数股东损益	(1.68)	0.00	(100.00)
归属于母公司所有者的净利润	43.71	99.72	128.15

盈利能力 (%)	百分点变动		
毛利率	11.54	13.00	1.46
净利润率	2.52	4.61	2.10

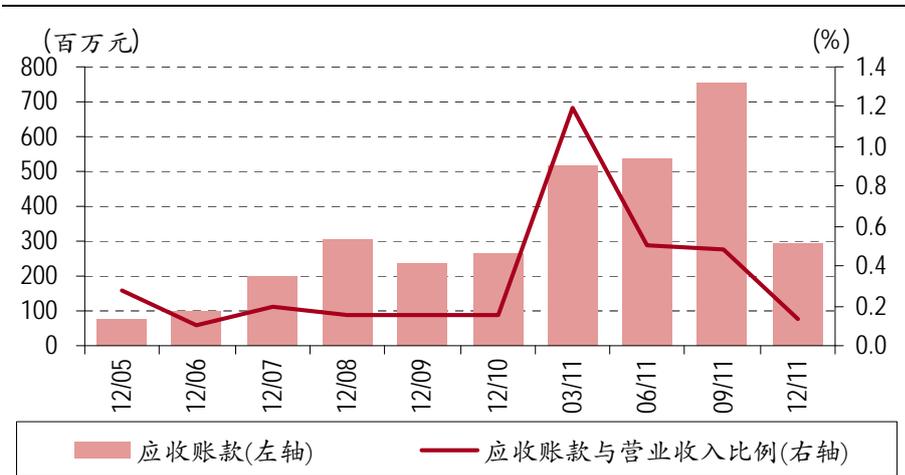
资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 2.公司盈利水平情况


资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 3.公司期间费用情况


资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 4.公司应收账款情况


资料来源：公司公告、中银国际研究

2011 年净利润增长 128%，应收账款占比回落至 14%

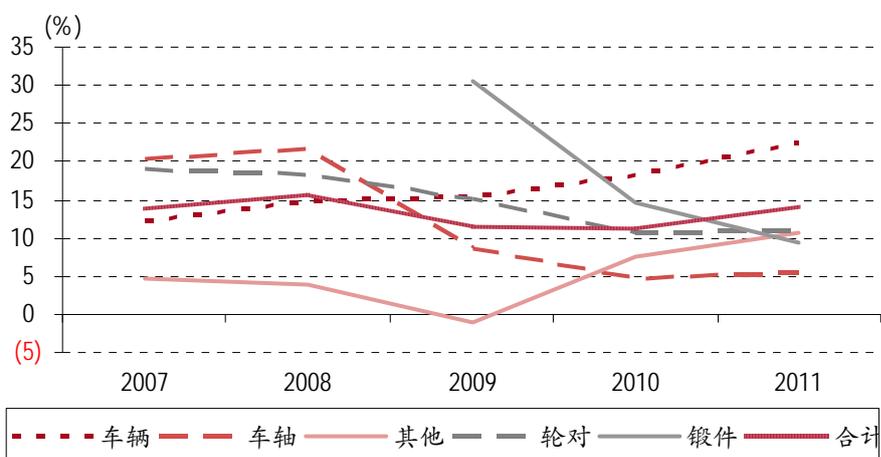
公司 2011 年实现营业收入 21.62 亿元，同比增长 24.44%，实现归属于母公司所有者净利润 9,972 万元，对应每股收益 0.33 元，较去年增长 128.15%。2011 年公司毛利率为 13%，较 2010 年上涨 1.46 个百分点，同时净利润率提高 2.1 个百分点，至 4.61%。公司净利润增长率高于营业收入增长，主要由于 2011 年公司期间费用占营业收入比例大幅下降，从去年的 8.61% 下降至 7.71%，显示出公司的管理高效率。

截至去年年底，公司应收账款回落至 2.96 亿元，占营业收入比例从年初的 120% 降至 14%，公司盈利质量明显好转。铁道部的资金紧缺对公司的影响有限。

罐车获批，货车业务毛利率向好

公司主要业务为铁路货车和车轴的生产 and 制造。2011 年公司货车业务实现突破，新产品 GQ70 轻油罐车通过铁道部的鉴定，并获得订单，标志着公司铁路车辆产品开始由单一敞车向罐车、平车、漏斗车等全谱系货车系列发展。公司在国铁招标中市场份额在 4% 左右，在自备车市场中份额大约在 7-8%。由于自备车售价比国铁车辆高 15% 左右，公司的毛利率持续向好，车辆毛利率连续 5 年上涨至 22.5%。去年下半年自备车市场开放招标，极大的刺激了铁路货车生产企业的业绩，全年增长 18.75%。但去年公司货车产能出现瓶颈，制约了公司进一步接单的能力，预计今年罐车生产线改造完成后这一业务将有较高增长。在之前的自备车招标中公司已拿到订单，并将在一季度交付。日前有消息称铁道部已开始今年第一批车辆招标，预计三月底将出结果。预计公司新产品将在招标中有所斩获。

图表 5. 公司各项业务毛利率情况



资料来源：公司资料，中银国际研究

车轴业务进入收获期

公司在国内车轴市场占 35-40% 的份额，未来国铁车辆增长稳定，自备车市场逐步打开，将带动车轴业务增长。2011 年子公司北方锻造技改结束，今年将全部投产。公司去年公告与马鞍山钢铁公司各自出资 1.5 亿元建立合资公司，结合两方优势，开展车轴轮对业务。09 年的募投项目太原高端车轴生产线也将在今年年底投产，其中部分将服务于与马钢合作的轮对项目。预计将提升车轴产品毛利率。近年来国内车轴厂商竞争激烈，产品价格不断下降，去年中期毛利率已经下滑至 4.53%，但四季度以来毛利率回升趋势明显，预计今年车轴业务毛利率还将继续上升。

受 7.23 动车事故影响，动车组车轴国产化进程放缓。从高速铁路发展轨迹来看，零部件的国产化是大趋势，公司有望在此领域实现突破。

估值

公司分红派息方案出台，拟以公司总股本 3.02 亿股为基准，向全体登记股东每 10 股派发现金红利 0.35 元，共分配现金股利 1,057 万元。

考虑到铁路自备车市场开放，对铁路车辆和车轴行业带来强劲需求，公司业务有望稳定增长，同时随着投资的项目陆续完工投产，公司的产能瓶颈也将被打破。我们预测公司 2012、2013 年每股收益分别为 0.44 元、0.56 元。根据 32 倍 2012 年市盈率，我们将目标价从 19.50 元下调至 14.08 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,737	2,162	2,635	3,269	3,894
销售成本	(1,537)	(1,881)	(2,234)	(2,772)	(3,271)
经营费用	(120)	(138)	(202)	(223)	(274)
息税折旧前利润	80	143	199	274	350
折旧及摊销	(34)	(35)	(34)	(58)	(58)
经营利润 (息税前利润)	46	108	165	216	292
净利息收入/(费用)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)
其他收益/(损失)	12	8	14	12	12
税前利润	56	115	177	227	303
所得税	(11)	(16)	(44)	(57)	(76)
少数股东权益	(2)	0	0	0	0
净利润	44	100	133	170	227
核心净利润	34	93	122	161	218
每股收益(人民币)	0.145	0.330	0.439	0.563	0.751
核心每股收益(人民币)	0.113	0.306	0.404	0.533	0.721
每股股息(人民币)	0.102	0.102	0.110	0.141	0.188
收入增长(%)	15	24	22	24	19
息税前利润增长(%)	24	132	53	31	35
息税折旧前利润增长(%)	13	77	39	38	28
每股收益增长(%)	(33)	128	33	28	33
核心每股收益增长(%)	(8)	170	32	32	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	56	115	177	227	303
折旧与摊销	34	35	34	58	58
净利息费用	2	1	2	2	1
运营资本变动	(1)	197	(163)	(56)	(35)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	1	(8)	(44)	(57)	(76)
经营活动产生的现金流	92	340	5	173	252
购买固定资产净值	(127)	(210)	(219)	(200)	(120)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(6)	(75)	75	0	0
投资活动产生的现金流	(132)	(285)	(144)	(200)	(120)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	(45)	10	0	0	0
支付股息	(52)	(31)	(31)	(33)	(43)
其他融资现金流	32	34	(2)	(2)	(1)
融资活动产生的现金流	(65)	13	(33)	(35)	(44)
现金变动	(105)	68	(172)	(61)	88
期初现金	713	607	675	503	442
公司自由现金流	(51)	59	(139)	(27)	132
权益自由现金流	(98)	68	(141)	(28)	130

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	607	675	503	442	529
应收帐款	428	393	567	635	683
库存	388	429	509	632	745
其他流动资产	134	266	312	382	446
流动资产总计	1,558	1,762	1,891	2,090	2,403
固定资产	508	565	751	892	954
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	6	83	8	8	8
长期资产总计	514	648	758	900	962
总资产	2,072	2,410	2,650	2,991	3,365
应付帐款	458	698	833	1,033	1,221
短期债务	60	70	70	70	70
其他流动负债	63	52	53	56	58
流动负债总计	581	820	956	1,160	1,350
长期借款	70	70	70	70	70
其他长期负债	31	31	33	33	34
股本	302	302	302	302	302
储备	1,087	1,187	1,288	1,425	1,610
股东权益	1,389	1,489	1,591	1,728	1,912
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,072	2,410	2,650	2,991	3,365
每股帐面价值(人民币)	4.60	4.93	5.26	5.72	6.33
每股有形资产(人民币)	4.60	4.91	5.26	5.72	6.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.58)	(1.77)	(1.20)	(1.00)	(1.29)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.6	6.6	7.6	8.4	9.0
息税前利润率(%)	2.7	5.0	6.3	6.6	7.5
税前利润率(%)	3.2	5.3	6.7	6.9	7.8
净利率(%)	2.5	4.6	5.0	5.2	5.8
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.1	2.0	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	25.5	130.1	82.5	139.5	200.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.0	1.6	1.4	1.3	1.2
估值					
市盈率	85.0	37.3	28.0	21.8	16.4
核心业务市盈率	108.4	40.1	30.4	23.1	17.1
目标价对应核心业务市盈率	97.9	36.2	27.5	20.8	15.4
市净率	2.7	2.5	2.3	2.2	1.9
价格/现金流	40.4	10.9	694.5	21.4	14.8
企业价值/息税折旧前利润	40.3	21.8	16.8	12.4	9.5
周转率					
存货周转天数	92.5	79.2	76.6	75.1	76.8
应收帐款周转天数	82.6	69.3	66.5	67.1	61.8
应付帐款周转天数	90.3	97.7	106.1	104.2	105.7
回报率					
股息支付率(%)	70.5	30.9	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	3.2	6.9	8.6	10.3	12.5
资产收益率(%)	1.8	4.2	4.9	5.8	6.9
已运用资本收益率(%)	3.1	6.9	9.8	12.0	14.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371