



买入 **19% ↑**
目标价格: 人民币 13.80

原评级: 持有 原目标价格: 人民币 14.08
600495.CH

价格: 人民币 11.55

目标价格基础: 30倍 2012年市盈率

板块评级: 中立

晋西车轴

毛利率提高, 净利润大幅增长

公司1-9月实现营业收入21.29亿元, 同比增长37%, 实现归属于母公司所有者净利润8,953万元, 同比增长78.4%。公司7-9月收入实现7.3亿元, 同比增长52.7%, 实现归属于母公司所有者净利润4,185万元, 同比增长637.9%。公司车轴、车辆业务贡献利润增长明显。考虑到现阶段铁路投资逐步恢复, 未来铁路产品需求将有所恢复, 前次募投项目逐渐达产, 公司产能瓶颈逐步消除, 公司收入和利润也将显著增长。我们预测公司2012、2013年每股收益分别为0.46元、0.55元。此次非公开发行实施后, 每股收益将被摊薄46%, 短期内对每股收益影响较大。根据30倍2012年市盈率, 我们将目标价从14.08元下调至13.80元, 将评级由持有向上调整为买入评级。

支撑评级的要点

- 公司毛利率与去年持平, 1-9月毛利率为11.2%。3季度经营改善明显, 单季度毛利率增长5.6个百分点, 达到14.5%。主要由于3季度车辆业务交付较多, 带来毛利率大幅提升, 同时包头技改完成, 毛利率提高, 以前的短板有所改善。
- 公司在国内车轴市场占35-40%的份额, 未来国铁车辆稳定增长, 自备车市场逐步打开, 铁路货车行业的发展将带动车轴业务增长。上次非公开发行的募投项目太原高端车轴生产线也将在今年年底投产, 公司车轴业务预计将同时实现高毛利和高增长。
- 公司自去年拿到罐车生产资质后, 今年罐车的生产线也已投产, 毛利率较高的罐车产能瓶颈解除, 在车辆业务中占比有所提升。今年铁道部第二次招标也已开始, 共计15,000辆, 预计公司将能分得750辆左右的订单。再加上今年新接的企业自备车订单, 公司今年车辆产能基本排满, 由于罐车比例提高, 贡献毛利将有所增加。

评级面临的主要风险

- 铁路投资放缓的风险。

估值

- 考虑到现阶段铁路投资逐步恢复, 未来铁路产品需求将有所恢复, 前次募投项目逐渐达产, 公司产能瓶颈逐步消除, 公司收入和利润也将显著增长。我们预测公司2012、2013年每股收益分别为0.46元、0.55元。此次非公开发行实施后, 每股收益将被摊薄46%, 短期内对每股收益影响较大。根据30倍2012年市盈率, 我们将目标价从14.08元下调至13.80元, 将评级由持有向上调整为买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9	(0)	13	(9)
相对新华富时A50指数	12	2	17	6

发行股数(百万)	302
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	3,491
3个月日均交易额(人民币 百万)	106
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10月30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

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*张君平为本报告重要贡献者

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	2,973	3,608	4,184
变动(%)	15	24	38	21	16
净利润(人民币 百万)	44	100	139	167	230
全面摊薄每股收益(人民币)	0.145	0.330	0.461	0.553	0.762
变动(%)	(33.2)	128.2	39.7	19.9	37.9
市场一致预期			0.483	0.637	0.820
先前预测每股收益(人民币)			0.439	0.563	0.751
调整幅度(%)			5.01	(1.78)	1.46
核心每股收益(人民币)	0.113	0.306	0.426	0.522	0.732
变动(%)	(8.3)	170.2	39.1	22.6	40.1
全面摊薄市盈率(倍)	79.9	35.0	25.1	20.9	15.2
核心市盈率(倍)	101.8	37.7	27.1	22.1	15.8
每股现金流量(人民币)	0.30	1.12	(0.15)	0.60	0.90
价格/每股现金流量(倍)	37.9	10.3	(77.5)	19.4	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.5	20.2	15.3	12.0	8.8
每股股息(人民币)	0.102	0.102	0.115	0.138	0.191
股息率(%)	0.9	0.9	1.0	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

前三季度净利润增长 78%

公司 1-9 月实现营业收入 21.29 亿元，同比增长 37%，实现归属于母公司所有者净利润 8,953 万元，同比增长 78.4%。公司 7-9 月收入实现 7.3 亿元，同比增长 52.7%，实现归属于母公司所有者净利润 4,185 万元，同比增长 637.9%。公司毛利率与去年持平，1-9 月毛利率为 11.2%。3 季度经营改善明显，单季度毛利率增长 5.6 个百分点，达到 14.5%。主要由于 3 季度车辆业务交付较多，带来毛利率大幅提升，同时包头技改完成，毛利率提高，以前的短板有所改善。

车轴毛利回升

去年年底公司子公司北方铁路产品的车轴生产线技术改造完毕，今年逐步投产。车轴的短板正在改善，从中期披露的数据来看车轴业务毛利率基本恢复至收购以前的水平。同时今年以来货车厂商订单密集交付，使得上半年车轴涨价成功，也带动了公司毛利率的增长。

公司在国内车轴市场占 35-40% 的份额，未来国铁车辆稳定增长，自备车市场逐步打开，铁路货车行业的发展将带动车轴业务增长。上次非公开发行的募投项目太原高端车轴生产线也将在今年年底投产，公司车轴业务预计将同时实现高毛利和高增长。

今年公司轮对业务处于开拓阶段，收入增长迅速，但毛利率较低，与马钢合作项目明年年底投产，届时轮对产能将大幅增长，同时毛利率将有所改善。

车辆订单交付带动业绩增长

去年下半年自备车市场开放招标，公司拿到大量神华 C80B 订单，今年上半年铁道部招标中公司中标 1,250 辆，这些车前三季度交付完毕。公司自去年拿到罐车生产资质后，今年罐车的生产线也已投产，毛利率较高的罐车产能瓶颈解除，在车辆业务中占比有所提升。今年铁道部第二次招标也已开始，共计 15,000 辆，预计公司将能分得 750 辆左右的订单。再加上今年新接的企业自备车订单，公司今年车辆产能基本排满，由于罐车比例提高，贡献毛利将有所增加。

公司非公开发行方案调整

近日公司调整非公开发行方案，拟发行不超过 1.39 亿股，募集资金不超过 12.9 亿元，拟定发行基准价位 9.64 元/股。公司控股股东晋西集团以现金认购不少于发行股票数量的 31.05%。马钢-晋西轮轴项目预计 2014 年全部建成投产，建成后将形成年产 7 万套轮轴的产能。轨道交通及高端装备制造基地建设项目一期主要为铸钢件、锻件生产线的建设，及现有的钢结构、转向架和轮对等生产线升级改造。我们看好此次募投项目将能帮助公司突破产能瓶颈，实现业绩的持续增长。

图表 1.公司非公开发行募投项目

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	募集资金使用金额 (亿元)
1	马钢-晋西轮轴项目	11.99	3.5
2	轨道交通及高端装备制造基地 建设项目 (一期)	14.6	8.4
3	补充流动资金	1	1
合计		28.9	17.3

资料来源: 公司数据

估值

考虑到现阶段铁路投资逐步恢复, 未来铁路产品需求将有所恢复, 前次募投项目逐渐达产, 公司产能瓶颈逐步消除, 公司收入和利润也将显著增长。我们预测公司 2012、2013 年每股收益分别为 0.46 元、0.55 元。此次非公开发行实施后, 每股收益将被摊薄 46%, 短期内对每股收益影响较大。根据 30 倍 2012 年市盈率, 我们将目标价从 14.08 元下调至 13.80 元, 将评级由持有向上调整为 **买入** 评级。

图表 2.公司前三季度业绩对比

(人民币, 百万)	2011 年 1-3 季度	2012 年 1-3 季度	同比变化(%)
营业收入	1,554.7	2,129.2	37.0
营业成本	(1,380.0)	(1,890.9)	37.0
营业税金及附加	(4.2)	(4.7)	10.9
销售费用	(19.2)	(25.9)	35.1
管理费用	(86.4)	(101.4)	17.4
财务费用	0.1	(4.5)	(3,944.6)
资产减值损失	(9.7)	(2.3)	(75.9)
公允价值变动净收益	0.0	0.0	-
投资净收益	0.0	5.0	-
营业利润	55.3	104.5	89.0
营业外收入	15.3	1.3	(91.4)
营业外支出	(0.3)	(0.1)	(66.0)
税前利润	70.2	105.6	50.5
所得税	(20.0)	(16.6)	(16.9)
净利润	50.2	89.0	77.4
少数股东损益	0.0	0.5	-
归属于母公司所有者的净利润	50.2	89.5	78.4
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	11.2	11.2	(0.0)
净利润率	3.2	4.2	1.0

资料来源: 公司资料、中银国际研究

图表 3. 公司第三季度业绩对比

(人民币, 百万)	2011年3季度	2012年3季度	同比变化(%)
营业收入	478.3	730.1	52.7
营业成本	(435.8)	(624.3)	43.3
营业税金及附加	(0.8)	(3.7)	383.3
销售费用	(6.8)	(8.1)	19.0
管理费用	(21.4)	(42.4)	97.8
财务费用	(0.4)	(1.9)	354.4
资产减值损失	(1.1)	0.2	(117.0)
公允价值变动净收益	0.0	0.0	-
投资净收益	0.0	0.0	-
营业利润	12.0	49.9	315.9
营业外收入	0.8	0.4	(43.2)
营业外支出	(0.2)	(0.0)	(98.3)
税前利润	12.5	50.3	301.3
所得税	(6.9)	(8.6)	24.7
净利润	5.7	41.7	635.9
少数股东损益	0.0	0.1	-
归属于母公司所有者的净利润	5.7	41.8	637.9
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	8.9	14.5	5.6
净利润率	1.2	5.7	4.5

资料来源: 公司资料、中银国际研究

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	2,973	3,608	4,184
销售成本	(1,537)	(1,881)	(2,575)	(3,103)	(3,557)
经营费用	(120)	(138)	(191)	(235)	(272)
息税折旧前利润	80	143	208	270	354
折旧及摊销	(34)	(35)	(34)	(58)	(58)
经营利润 (息税前利润)	46	108	174	212	296
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	186	223	307
所得税	(11)	(16)	(46)	(56)	(77)
少数股东权益	(2)	0	0	0	0
净利润	44	100	139	167	230
核心净利润	34	93	129	158	221
每股收益(人民币)	0.145	0.330	0.461	0.553	0.762
核心每股收益(人民币)	0.113	0.306	0.426	0.522	0.732
每股股息(人民币)	0.102	0.102	0.115	0.138	0.191
收入增长(%)	15	24	38	21	16
息税前利润增长(%)	24	132	61	22	40
息税折旧前利润增长(%)	13	77	46	30	31
每股收益增长(%)	(33)	128	40	20	38
核心每股收益增长(%)	(8)	170	39	23	40

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	186	223	307
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	(220)	(46)	(18)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	1	(8)	(46)	(56)	(77)
经营活动产生的现金流	92	340	(45)	180	271
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)	(35)	(42)
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)	(36)	(43)
现金变动	(105)	68	(222)	(56)	108
期初现金	713	607	675	453	397
公司自由现金流	(51)	59	(189)	(20)	151
权益自由现金流	(98)	68	(191)	(21)	150

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	453	397	505
应收帐款	428	393	629	688	717
库存	388	429	587	707	811
其他流动资产	134	266	356	424	483
流动资产总计	1,558	1,762	2,024	2,216	2,516
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	2,783	3,116	3,478
应付帐款	458	698	957	1,154	1,326
短期债务	60	70	70	70	70
其他流动负债	63	52	56	59	61
流动负债总计	581	820	1,083	1,283	1,456
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	1,295	1,427	1,616
股东权益	1,389	1,489	1,597	1,729	1,918
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,072	2,410	2,783	3,116	3,478
每股帐面价值(人民币)	4.60	4.93	5.28	5.72	6.35
每股有形资产(人民币)	4.60	4.91	5.28	5.72	6.35
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.58)	(1.77)	(1.03)	(0.85)	(1.21)

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	7.0	7.5	8.5
息税前利润率(%)	2.7	5.0	5.8	5.9	7.1
税前利润率(%)	3.2	5.3	6.2	6.2	7.3
净利率(%)	2.5	4.6	4.7	4.6	5.5
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.1	1.9	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	25.5	130.1	86.9	136.8	203.1
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	1.3	1.2	1.2
估值					
市盈率	79.9	35.0	25.1	20.9	15.2
核心业务市盈率	101.8	37.7	27.1	22.1	15.8
目标价对应核心业务市盈率	97.9	36.2	26.0	21.2	15.2
市净率	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
价格/现金流	37.9	10.3	(77.5)	19.4	12.9
企业价值/息税折旧前利润	37.5	20.2	15.3	12.0	8.8
周转率					
存货周转天数	92.5	79.2	72.0	76.1	77.9
应收帐款周转天数	82.6	69.3	62.7	66.6	61.3
应付帐款周转天数	90.3	97.7	101.6	106.8	108.2
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	9.0	10.0	12.6
资产收益率(%)	1.8	4.2	5.0	5.4	6.7
已运用资本收益率(%)	3.1	6.9	10.3	11.8	15.1

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。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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