

2010年5月18日

晋西车轴

公司处于转型期

A **买入**
 600495.SS - 人民币 13.77
 目标价格:人民币 17.10(↑23.70)

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(33)	(34)	(30)	(26)
相对新华富时	(7)	(16)	(13)	(20)
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	168
流通股(%)	61
流通股市值(人民币 百万)	1,411
3个月日均交易额(人民币 百万)	101
净负债比率(%)	32
主要股东(%)	
晋西集团	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

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, 但是由于安全考虑, 铁道部目前还没有把国产化车轴标准制定出来, 因此公司高铁车轴产品迟迟难以配套国产动车组。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, 公司的高铁车轴产品已经有小批量的供货给西门子, 产品质量已经得到了海外客户的认可, 因此我们认为公司未来非常有可能获得国产高铁车轴的订单。我们将目标价格下调至 17.10 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司 09 年经营业绩不佳的主要原因是受 08 年金融危机的影响, 铁道部在 09 年大幅缩减货车订单所致, 此外, 整个海外市场的需求下滑非常明显。
- 2010 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于母公司保持相近的水平, 公司预计 2010 年北方锻造车轴产量在 3-4 万根左右, 基本可以实现扭亏。
- 2010 年开始, 我们预计铁路货运需求将平稳回升, 在此情况下 2010 年铁道部货车车辆采购将有所上升。

评级面临的主要风险

- 原材料价格的大幅上涨可能会对公司的利润率产生较大负面影响。

估值

- 考虑到公司在国内市场的领先地位以及在中国加大铁路投资背景下的增长潜力, 我们认为该股被低估了。基于 30 倍的 2011 年市盈率, 我们将目标价由 23.70 元下调至 17.10 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,944	1,510	1,869	2,163	2,495
变动(%)	85	(22)	24	16	15
净利润(人民币 百万)	89	36	64	96	127
全面摊薄每股收益(人民币)	0.86	0.22	0.38	0.57	0.76
变动(%)	47	(75)	76	57	32
全面摊薄市盈率(倍)	16.0	63.8	36.3	24.0	18.1
每股现金流量(人民币)	0.90	0.26	0.53	0.50	0.82
价格/每股现金流量(倍)	16.3	57.1	27.5	29.4	17.8
净资产收益率(%)	9.0	24.2	13.4	11.0	9.2
每股股息(人民币)	0.17	0.04	0.08	0.11	0.15
股息率(%)	1.3	0.3	0.6	0.8	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

2009 年是谷底

09 年晋西车轴业绩处于谷底，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 08 年金融危机的影响，铁道部在 09 年大幅缩减货车订单所致，此外，整个海外市场的需求下滑非常明显。公司及子公司 09 年全年销售车轴 10 万根，货车车辆 1,400 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。

车轴业务将触底反弹

2009 年公司车轴、轮对业务毛利率大幅度下滑，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 2,225 万元，由于处在技改阶段，产出水平及盈利水平均处于低位。2010 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 2010 年北方锻造车轴产量在 3-4 万根左右，基本可以实现扭亏。公司本部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。我们预计随着全球经济的回暖，公司的出口业务 2010 年下半年将会有所好转。

货车车辆业务平稳发展

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 年晋西车辆收入 7.9 亿元，净利润 1,375 万元，同比减少 66%。2010 年开始，我们预计铁路货运需求将平稳回升，在此情况下 2010 年铁道部货车车辆采购将有所上升。

未来发展

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，但是由于安全考虑，铁道部目前还没有把国产化车轴标准制定出来，因此公司高铁车轴产品迟迟难以配套国产动车组。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，公司的高铁车轴产品已经有小批量的供货给西门子，产品质量已经得到了海外客户的认可，因此我们认为公司未来非常有可能获得国产高铁车轴的订单。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一些斩获，09 年此业务营收 2,123 万元，毛利高达 31%，未来此项业务有可能出现快速增长。

估值

我们认为晋西车轴可以凭借自身产品的质量和成本优势来维持公司在国内铁路车轴市场中的领军地位并且有望在海外市场中占据重要地位。在巨额铁路投资的背景下，我们预计公司 2009-12 年公司盈利有望实现快速增长。基于 30 倍的 2011 年市盈率，我们将目标价由 23.70 元下调至 17.10 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,944	1,510	1,869	2,163	2,495
销售成本	(1,671)	(1,326)	(1,638)	(1,878)	(2,150)
经营费用	(95)	(83)	(46)	(58)	(72)
息税折旧前利润	179	101	185	226	273
折旧及摊销	(52)	(64)	(78)	(86)	(93)
经营利润 (息税前利润)	127	37	107	140	180
净利息收入(费用)	(25)	(8)	4	3	2
其他收益/(损失)	13	19	1	9	9
税前利润	115	48	112	152	191
所得税	(7)	(9)	(21)	(29)	(36)
少数股东权益	(19)	(6)	(27)	(27)	(27)
净利润	89	33	64	96	127
核心净利润	89	33	64	96	127
每股收益(人民币)	0.862	0.198	0.380	0.574	0.759
核心每股收益(人民币)	0.862	0.198	0.380	0.574	0.759
每股股息(人民币)	0.230	0.058	0.101	0.153	0.202
收入增长(%)	85	(22)	24	16	15
息税前利润增长(%)	53	(71)	187	32	28
息税折旧前利润增长(%)	39	(43)	83	23	21
每股收益增长(%)	47	(77)	92	51	32
核心每股收益增长(%)	47	(77)	92	51	32

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	159	814	838	904	1,006
应收帐款	219	248	302	353	405
库存	312	239	293	337	385
其他流动资产	46	37	45	50	58
流动资产总计	736	1,338	1,479	1,643	1,853
固定资产	387	609	635	648	656
无形资产	4	4	4	4	4
其他长期资产	0	0	0	0	0
长期资产总计	391	612	639	652	659
总资产	1,126	1,950	2,117	2,295	2,512
应付帐款	222	203	250	287	328
短期债务	200	140	154	178	205
其他流动负债	94	111	151	174	200
流动负债总计	516	454	555	639	733
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	103	168	168	168	168
储备	448	1,257	1,308	1,385	1,487
股东权益	551	1,425	1,476	1,553	1,655
少数股东权益	60	72	86	103	124
总负债及权益	1,126	1,950	2,117	2,295	2,512
每股帐面价值(人民币)	5.35	8.49	8.79	9.25	9.86
每股有形资产(人民币)	5.32	8.46	8.77	9.23	9.83
每股净负债/(现金)(人民币)	0.40	(4.02)	(4.08)	(4.32)	(4.77)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	115	48	112	152	191
折旧及摊销	52	64	78	86	93
净利息费用	25	8	(4)	(3)	(2)
运营资本变动	(181)	51	(29)	(40)	(41)
税金	(7)	(9)	(21)	(29)	(36)
其他经营现金流	89	(120)	(46)	(83)	(67)
经营活动产生的现金流	92	43	89	83	138
购买固定资产净值	(62)	(156)	(132)	(121)	(118)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(62)	(156)	(132)	(121)	(118)
净增权益	0	825	0	0	0
净增债务	22	(60)	14	24	27
支付股息	(12)	(15)	(7)	(13)	(19)
其他融资现金流	(26)	18	60	92	74
融资活动产生的现金流	(16)	768	67	103	82
现金变动	15	656	24	66	102
期初现金	144	159	814	838	904
公司自由现金流	26	(109)	(27)	(21)	38
权益自由现金流	28	(181)	(25)	(11)	49

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.2	6.7	9.9	10.5	10.9
息税前利润率(%)	6.5	2.5	5.7	6.5	7.2
税前利润率(%)	5.9	3.2	6.0	7.0	7.6
净利率(%)	4.6	2.2	3.4	4.5	5.1
流动性					
流动比率(倍)	1.4	2.9	2.7	2.6	2.5
利息覆盖率(倍)	6.4	3.4	8.8	10.0	11.1
净权益负债率(%)	6.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	2.4	2.1	2.0	2.0
估值					
市盈率(倍)	16.0	69.6	36.3	24.0	18.1
核心业务市盈率(倍)	16.0	69.6	36.3	24.0	18.1
目标价对应核心业务	27.5	119.8	62.4	41.3	31.2
市盈率(倍)					
市净率(倍)	2.6	1.6	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	15.4	53.9	26.0	27.7	16.8
企业价值/息税折旧前	8.5	16.9	9.3	7.5	6.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	50.6	75.7	59.2	61.2	61.3
应收帐款周转天数	36.8	56.5	53.7	55.2	55.4
应付帐款周转天数	33.9	51.3	44.2	45.3	45.0
回报率					
股息支付率(%)	26.7	29.1	26.7	26.7	26.7
净资产收益率(%)	17.2	3.4	4.4	6.4	7.9
资产收益率(%)	12.0	2.0	4.3	5.2	6.1
已运用资本收益率(%)	17.1	3.3	7.3	8.9	10.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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