

2011年3月18日

晋西车轴

车辆业务势头良好，车轴将走出底部

A
持有 (买入)

600495.SS - 人民币 20.78

目标价格: 人民币 19.50 (↓23.10)

许民乐, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

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(%)	25	(10)	14	81
相对新华富时A50指数(%)	23	(9)	15	95

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	302
流通股(%)	90
流通股市值(人民币 百万)	5,648
3个月日均交易额(人民币 百万)	624
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
秦川机床工具集团	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
具备证券投资咨询业务资格

2010年晋西车轴实现营业收入17.37亿元, 同比上涨15.06%, 期间费用降低1%, 归属于母公司所有者的净利润上涨20.24%。公司收入稳步增长。受到子公司北方锻造的技改项目影响, 车轴毛利率继续下滑到历史性低点4.6%, 同时, 车辆及配套业务收入大增, 预计完成技改后公司收入将增量明显。我们将目标价由23.10元下调至19.50元, 将评级从买入下调至持有。

年报要点

- 公司2010年营业收入17.37亿元, 营业成本与收入同步增长, 毛利率略低于上年, 达到了11.54%。但由于期间费用降低, 净利率小幅上升0.11个百分点。
- 北方锻造的生产线更新改造项目还没完成, 车轴业务毛利率继续下降, 拖累母公司走出低谷的脚步, 预计2011年技改完成后, 公司业绩会有大幅提升。
- 公司完成了对晋西车辆的股权收购, 将其收纳为子公司, 其主营业务为铁路货车和车辆配套产品, 将完善公司的产品结构, 未来车辆业务对公司影响加大。

风险

- 公司最大的客户铁道部易主, 高铁的安全性被放在了前所未有的高度, 动车轴国产化进程有延缓的风险, 高附加值高铁车轴产品何时上市存在疑问。

估值

- 我们看好公司在车轴和车辆方面的发展前景。但考虑到公司目前估值较高, 我们将目标价由23.10元下调至19.50元, 将评级从买入下调至持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,510	1,737	1,873	2,154	2,477
变动(%)	-	15	8	15	15
净利润(人民币 百万)	36	45	73	98	172
全面摊薄每股收益(人民币)	0.216	0.150	0.241	0.325	0.569
变动(%)	-	(30.6)	60.5	34.7	75.3
市场预测每股收益(人民币)	-	0.173	0.303	0.413	-
核心每股收益(人民币)	0.124	0.119	0.207	0.290	0.535
变动(%)	-	(3.9)	73.8	40.5	84.3
市盈率(倍)	96.0	138.2	86.1	64.0	36.5
核心市盈率(倍)	168.0	174.7	100.5	71.6	38.8
每股现金流量(人民币)	0.75	0.30	0.10	0.12	0.89
价格/每股现金流量(倍)	27.7	68.3	203.2	168.2	23.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.7	72.2	43.0	34.0	18.1
每股股息(人民币)	0.312	0.102	0.060	0.081	0.142
股息率(%)	1.5	0.5	0.3	0.4	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 2. 2010 年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变化(%)
营业收入	1,509.73	1,737.09	15.06
营业成本	(1,320.00)	(1,536.67)	16.41
营业税金及附加	(5.94)	(6.15)	3.56
销售费用	(27.19)	(31.03)	14.14
管理费用	(119.23)	(116.76)	(2.07)
财务费用	(4.81)	(1.82)	(62.24)
资产减值损失	(1.01)	(0.99)	(2.22)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.55	43.67	38.43
营业外收入	21.03	12.92	(38.56)
营业外支出	(1.29)	(0.23)	(82.42)
税前利润	51.29	56.37	9.90
所得税	(8.63)	(10.98)	27.23
净利润	42.66	45.39	6.39
少数股东损益	(6.31)	(1.68)	(73.37)
归属于母公司所有者的净利润	36.35	43.71	20.24
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	12.57	11.54	(1.03)
净利润率	2.41	2.52	0.11

资料来源: 公司数据

车辆及配套业务引领收入稳步增长

10 年公司合并总计实现营业收入 17.37 亿元, 同比增长 15.06%, 同期毛利率下降 1.03 个百分点; 但实现归属于上市公司股东的净利润 4,370.68 万元, 同比增长 20.24%。

铁路货车业务及车辆配件业务增长加快, 2009 年, 通过收购子公司晋西铁路车辆有限公司(晋西车辆)剩余股权, 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, 货车车辆和摇枕侧架业务的收入增长分别达到了 25% 和 85%; 毛利率分别提高了 2.7 和 8.6 个百分点; 两项业务收入占总收入的 55.8%, 车辆业务首次超过车轴业务。

2010 年开始, 铁路货运需求平稳回升, 铁道部货车车辆采购招标有所上升, 我们预计车辆业务仍将实现恢复性增长。

车轴毛利率走入谷底, 公司亟盼技改

全资子公司北方锻造持续亏损, 亏损额达 2,922.42 万元, 比上年同期增加亏损 707.58 万元, 拖累车轴业务毛利率降至历史最低的 4.6%。生产线老化、技术落后, 是北方锻造亏损的主要原因。目前进行的技改项目可以帮助北方锻造达到母公司的工艺水平, 提高车轴业务的毛利率, 帮助公司走出谷底。我们认为北方锻造将在 2011 年实现盈利。

国产化动车轴离国标最近

公司承担高速动车组车轴国产化项目，力争在 2012 年底前实现 3 万根高速动车车轴产能，争取国际市场，尤其是欧洲市场的打开。

公司的动车轴项目走在了全国的前列，高附加值的产品一旦推广将大幅度提升公司业绩；但国产化动车轴标准迟迟未颁布，公司的产品推广受到影响。铁道部是公司的最大客户，其政策变化对公司业绩有巨大的影响。盛光祖接任铁道部部长后提的第一件事就是高铁的安全。这意味着对高铁产品的安全性要从严考核，预计会推迟动车轴标准的出台。由此给公司带来不确定因素。晋西车轴的动车轴已出口国外，反应较好，即使不够国标也将是离国标最近的。

估值

我们看好公司在车轴和车辆方面的发展前景。但考虑到公司目前估值较高，我们将目标价由 23.10 元下调至 19.50 元，将评级从**买入**下调至**持有**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,510	1,737	1,873	2,154	2,477
销售成本	(1,320)	(1,537)	(1,617)	(1,833)	(2,034)
运营费用	(119)	(120)	(133)	(166)	(166)
息税折旧前利润	71	80	123	155	277
折旧与摊销	(34)	(34)	(34)	(34)	(58)
营业利润(息税前利润)	37	46	89	121	219
净利息收入(费用)	(5)	0	(2)	0	1
其它盈利/(亏损)	19	12	14	14	14
税前利润	51	58	101	135	234
所得税	(9)	(11)	(25)	(34)	(58)
少数股东损益	(6)	(2)	(3)	(3)	(3)
净利润	36	45	73	98	172
核心净利润	21	36	62	88	162
每股收益(人民币)	0.216	0.150	0.241	0.325	0.569
核心每股收益(人民币)	0.124	0.119	0.207	0.290	0.535
每股股息(人民币)	0.312	0.102	0.060	0.081	0.142
收入增长(%)	NA	15	8	15	15
息税前利润增长(%)	NA	24	91	36	81
息税折旧前利润增长(%)	NA	13	53	26	79
每股收益增长(%)	NA	(31)	60	35	75
核心每股收益增长(%)	NA	(4)	74	40	84

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	713	607	1,122	1,141	1,386
应收帐款	358	428	540	657	687
库存	392	388	408	462	513
其它流动资产	81	134	141	159	176
流动资产合计	1,544	1,558	2,211	2,420	2,762
固定资产	462	508	474	440	382
无形资产	0	0	0	0	0
其它长期资产	6	6	6	6	6
长期资产合计	468	514	480	446	388
总资产	2,012	2,072	2,691	2,866	3,149
应付账款	401	458	483	548	609
短期债	105	60	60	60	60
其它流动负债	86	63	95	121	193
流动负债合计	592	581	638	729	861
长期债	70	70	70	70	70
其它长期负债	0	31	33	33	34
股本	168	302	302	302	302
资本公积	1,174	1,087	1,646	1,726	1,873
股东权益	1,342	1,389	1,948	2,028	2,175
少数股东权益	7	0	3	6	9
负债权益总计	2,012	2,072	2,691	2,866	3,149
每股账面价值(人民币)	7.99	4.60	6.45	6.71	7.20
每股有形资产(人民币)	7.99	4.60	6.45	6.71	7.20
净负债/(现金)(人民币)	(3.20)	(1.58)	(3.28)	(3.35)	(4.15)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	51	58	101	135	234
折旧与摊销	34	34	34	34	58
净利息费用	5	0	2	0	(1)
营运资本变动	33	(1)	(81)	(98)	36
支付所得税	0	0	0	0	0
其它经营现金流	3	1	(25)	(34)	(58)
经营活动产生的现金流	126	92	31	37	268
购建固定资产净额	(58)	(127)	0	0	0
投资减少/(增加)	(115)	1	0	0	0
其它投资现金流	(75)	(6)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(248)	(132)	0	0	0
净股本增加	824	0	517	0	0
净负债增加	(105)	(45)	0	0	0
支付股息	0	(52)	(31)	(18)	(25)
其它筹资现金流	(31)	32	(2)	0	1
筹资活动产生的现金流	687	(65)	484	(18)	(24)
现金余额变动	565	(105)	515	19	244
年初现金	147	713	607	1,122	1,141
公司自由现金流	(133)	(51)	31	40	271
股权自由现金流	(243)	(98)	29	37	269

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	4.7	4.6	6.6	7.2	11.2
息税前利润率	2.5	2.7	4.7	5.6	8.9
税前利润率	3.4	3.3	5.4	6.3	9.4
净利率	2.4	2.6	3.9	4.6	6.9
流动性(倍)					
流动比率	2.6	2.7	3.5	3.3	3.2
利息覆盖倍数	7.8	25.5	44.4	42.1	98.3
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	1.9	2.0	2.8	2.7	2.6
估值(倍)					
市盈率	96.0	138.2	86.1	64.0	36.5
核心业务市盈率	168.0	174.7	100.5	71.6	38.8
目标价对应核心业务市盈率	89.7	93.3	53.7	38.2	20.8
市净率	2.6	4.5	3.2	3.1	2.9
价格/现金流	27.7	68.3	203.2	168.2	23.4
企业价值/息税折旧前利润	41.7	72.2	43.0	34.0	18.1
周转率					
存货周转天数	54.1	92.5	89.8	86.6	87.5
应收帐款周转天数	43.3	82.6	94.4	101.4	99.0
应付帐款周转天数	48.5	90.3	91.7	87.3	85.2
回报率(%)					
股息支付率	144.2	67.8	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	5.4	3.3	4.4	4.9	8.2
资产收益率	3.1	1.8	2.8	3.3	5.5
已运用资本收益率	4.9	3.2	4.9	5.8	9.9

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