

铁路设备

李超

0755-82026813

lichao@cjis.cn

晋西车轴

600495

推荐

收购和新一轮技改将成就公司业内霸主地位

我们上周调研了晋西车轴，与董秘就公司发展战略、非公开发行股票募集资金的项目进展、经营近况等进行了交流，并实地考察了公司的热处理和机加工生产线。

投资要点：

- **一季度将完成对北方锻造的收购。**2009 年 2 月 10 日，公司完成了非公开发行股票 6500 万股，实际募集资金 8.21 亿，其中 1.53 亿用于收购我国铁路车轴行业排名第二位的“包头北方锻造有限责任公司”100% 股权，目前这一收购基本完成。北方锻造目前产能约 8 万根/年，收购完成后，公司车轴综合产能达到 18 万根，位居亚洲第一，国内市场份额上升到 50% 左右。
- **新一轮技改完成后，公司高端车轴生产能力将扩充一倍。**公司此次募集资金除收购北方锻造外，主要资金将用于新一轮的技改项目：一个项目是在太原基地目前年产 10 万根车轴能力的基础上投资 5 亿，通过技术改造达到 20 万根的生产能力；其中，18 个月建设期后，新增 5 万根综合产能（其中精加工车轴 2 万根），36 个月建设期后，累计新增 10 万根综合生产能力（其中精加工车轴 7 万根）；该基地将来主要用于生产面向国际市场的高端产品。另一个项目是投资 2.2 亿的包头项目，主要用于扩充北方锻造的机加工能力，扭转目前机加工以委托生产为主的格局，包头基地将来主要生产面向国内市场的车轴。
- **公司或将打造成中国兵器工业集团轨道交通产品的核心资本平台。**除已基本完成的对北方锻造的收购外，预计今年上半年还将从晋西集团手中收购“晋西车辆”剩余股权（目前公司持有晋西车辆 52.24% 的股权）。另外，晋西集团已经从兵器集团手中收购了生产火车零部件的“包头北方铸钢”，待资产培育成熟后也有望注入上市公司。
- **首次给予公司“推荐”的投资评级，目标价格 19.8 元。**按照公司收购“晋西车辆”剩余股权计算，2009-2011 年的营业收入分别为 21.7 亿、24.5 亿和 28.4 亿。归属于母公司的净利润分别为 1.1 亿、1.5 亿和 1.75 亿，全面摊薄每股收益分别为 0.66、0.89 和 1.08 元，年均增长 12%。首次给予“推荐”的投资评级，6-12 个月目标价格为 19.8 元，对应 2009 年 30 倍市盈率和 2.2 倍市净率。

6-12 个月目标价： 19.80 元

当前股价： 19.48 元

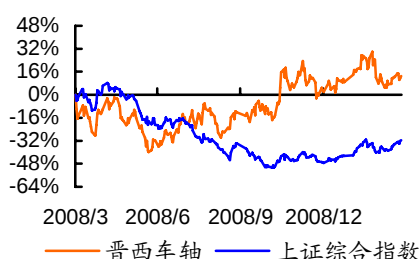
评级调整： 首次评级

基本资料

上证综合指数	2374.44
总股本(百万)	168
流通股本(百万)	66
流通市值(亿)	13
EPS (TTM)	0.45
每股净资产(元)	3.58
资产负债率	46.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
晋西车轴	0.93	12.21	28.75
上证综合指数	14.00	28.24	3.52



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1573	2170	2447	2843
同比(%)	50%	38%	13%	16%
归属母公司净利润(百万元)	76	110	150	175
同比(%)	25%	45%	36%	17%
毛利率(%)	14.8%	13.7%	13.9%	14.1%
ROE(%)	14.0%	7.5%	9.4%	10.2%
每股收益(元)	0.74	0.66	0.89	1.04
P/E	26.75	29.68	21.85	18.65
P/B	3.76	2.22	2.06	1.90
EV/EBITDA	24	20	15	12

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	726	1360	1275	1299	营业收入	1573	2170	2447	2843
现金	149	521	329	200	营业成本	1340	1872	2108	2442
应收账款	219	312	352	409	营业税金及附加	4	7	7	9
其它应收款	8	10	12	14	营业费用	34	43	49	57
预付账款	30	47	53	61	管理费用	84	115	127	145
存货	312	459	516	598	财务费用	17	-2	-10	-4
其他	8	11	13	16	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	390	658	886	1149	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	347	627	864	1126	营业利润	93	135	165	194
无形资产	0	0	-0	-0	营业外收入	9	10	10	10
其他	43	31	22	23	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1116	2019	2161	2448	利润总额	101	144	175	204
流动负债	516	474	499	654	所得税	6	22	26	31
短期借款	200	0	0	79	净利润	95	122	150	175
应付账款	222	281	316	366	少数股东损益	20	12	0	0
其他	94	193	183	208	归属母公司净利润	76	110	150	175
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	141	172	219	279
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.66	0.89	1.04
其他	0	0	0	0					
负债合计	516	474	499	654	主要财务比率				
少数股东权益	60	72	72	72	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	103	168	168	168	成长能力				
资本公积	236	992	992	992	营业收入	49.8%	37.9%	12.8%	16.2%
留存收益	202	312	429	559	营业利润	19.2%	45.4%	22.9%	17.6%
归属母公司股东权益	541	1472	1590	1722	归属于母公司净利润	25.3%	45.3%	35.8%	17.2%
负债和股东权益	1116	2019	2161	2448	获利能力				
					毛利率	14.8%	13.7%	13.9%	14.1%
现金流量表					净利率	4.8%	5.1%	6.1%	6.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	14.0%	7.5%	9.4%	10.2%
经营活动现金流	114	41	132	184	ROIC	15.7%	11.1%	9.9%	9.7%
净利润	95	122	150	175	偿债能力				
折旧摊销	32	39	63	88	资产负债率	46.2%	23.5%	23.1%	26.7%
财务费用	17	-2	-10	-4	净负债比率	38.78%	0.00%	0.00%	12.15%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.41	2.87	2.56	1.99
营运资金变动	-26	-114	-84	-80	速动比率	0.80	1.88	1.50	1.05
其它	-4	-5	13	5	营运能力				
投资活动现金流	-62	-293	-301	-351	总资产周转率	1.57	1.38	1.17	1.23
资本支出	62	293	300	350	应收账款周转率	7	8	7	7
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	7.65	7.45	7.06	7.16
其他	0	0	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-8	623	-24	38	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.66	0.89	1.04
短期借款	22	-200	0	79	每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.25	0.79	1.10
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.22	8.77	9.47	10.26
普通股增加	0	65	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	756	0	0	P/E	26.75	29.68	21.85	18.65
其他	-30	2	-24	-41	P/B	3.76	2.22	2.06	1.90
现金净增加额	44	372	-192	-129	EV/EBITDA	24	20	15	12

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。南京大学管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434