

调整基本结束，未来稳定增长可期

2011 年中报点评

报告关键点:

- 上半年业绩增长略超预期，主要产品增长与行业基本相符
- 公司业绩低谷基本过去，未来经营情况向好，稳定增长可能性较大
- 上调盈利预测，但维持中性-A 的投资评级

报告摘要:

- 今年上半年业绩增长略超预期。**公司上半年实现营业收入10.76亿元，同比增长25%左右；实现归属于母公司所有者的净利润0.45亿元，同比增长136%；实现每股收益0.15元，业绩略超预期(与我们预期差异主要来自轮对毛利率和销售费用率)。
- 公司主要产品增长符合预期，也基本与行业情况相符。**由于上半年我国货车产量同比增长35%左右，而公司大部分产品与货车关联度较大，其中车辆产品同比增长32%左右，表明市场份额相对稳定；轮对产品以出口为主，受海外经济不景气影响较大，上半年收入下降34%；车轴产品增长26%，我们预计其国内需求增长仍在30%以上，但出口下降使得该产品的收入增长低于国内货车的增幅。整体来看，公司国内市场的收入增长17%左右，出口则下降近25%。
- 公司业绩低谷基本过去，未来经营情况向好，稳定增长可能性较大。**首先，出口市场目前仍处于低迷阶段，未来随着海外经济的复苏将恢复增长；其次，对北方锻造的技改已基本完成，下半年加工能力将上升(尤其是精加工)，这有利于车轴产品的毛利率恢复；动车组车轴的国产化在稳步推进；货车重载化的需求也有利于公司市场占有率上升(重载车轴的竞争会比普通车轴要小)；轮对毛利率回升至历史正常水平；平车、罐车的资质今年将陆续拿到；将继续加强对原辅材料的统一采购和招标管理，有利于进一步控制成本；计划投资0.75亿元参股兵器财务，将带来稳定的投资收益。但由于本部的技改进展较慢(预计要后年完成)、动车组车轴由于受材料制约国产化进程不会太快、重载化进程以稳步推进的可能性较大，我们预计公司未来经营情况向好，并以稳定增长为主。
- 维持中性-A 的投资评级。**我们上调公司盈利预测，预计公司未来三年的每股收益分别为0.35元、0.44元和0.53元，净利润的复合增长率超过50%(主要是今年增长较快，明年以后的增长大约在20-25%之间)。由于公司存在集团资产整合预期，按今年35倍市盈率估值，合理股价约为12.5元，维持中性-A 的投资评级。
- 风险提示：**行业竞争环境恶化；技改进展低于预期；海外市场复苏低于预期；原材料价格上涨超预期。

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

12.50 元

期限: 12 个月 上次预测: 19.00 元

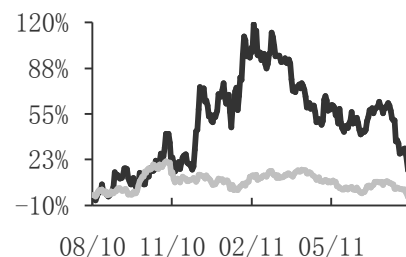
现价(2011 年 08 月 09 日): 11.99 元

报告日期:

2011-08-10

总市值(百万元)	3,623.83
流通市值(百万元)	3,259.10
总股本(百万股)	302.24
流通股本(百万股)	271.82
12 个月最低/最高	9.80/23.78 元
十大流通股股东(%)	33.09%
股东户数	70,626

12 个月股价表现



晋西车轴 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(19.40)	(20.67)	17.62
绝对收益	(29.40)	(31.26)	13.51

林晟

 0755-82558022
 执业证书编号

张仲杰

 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 linsheng@essence.com.cn
 S1450511020006

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,509.7	1,737.1	2,012.9	2,332.4	2,712.0
Growth(%)	-22.4%	15.1%	15.9%	15.9%	16.3%
净利润	36.4	43.7	105.7	132.9	159.7
Growth(%)	-59.0%	20.2%	141.8%	25.8%	20.1%
毛利率(%)	12.6%	11.5%	13.6%	13.9%	14.5%
净利润率(%)	2.4%	2.5%	5.3%	5.7%	5.9%
每股收益(元)	0.12	0.14	0.35	0.44	0.53
每股净资产(元)	4.46	4.60	4.88	5.23	5.65
市盈率	99.7	82.9	34.3	27.3	22.7
市净率	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1
净资产收益率(%)	3.2%	3.3%	7.2%	8.4%	9.4%
ROIC(%)	5.1%	5.3%	10.0%	10.0%	9.7%
EV/EBITDA	22.4	41.4	23.1	18.1	15.1
股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%

前期研究成果

晋西车轴: 产品需求将恢复, 但今年仍属调整期

2010-03-19

晋西车轴: 货车需求下降导致公司业绩下滑明显

2009-08-21

晋西车轴: 车轴、轮对保持增长, 但车辆大幅下降

2009-04-28

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-8-9		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-22.4%	15.1%	15.9%	15.9%	16.3%
减: 营业成本	1,509.7	1,737.1	2,012.9	2,332.4	2,712.0	营业利润增长率	-70.0%	38.4%	151.5%	29.2%	22.2%
营业税费	5.9	6.2	7.6	5.4	6.2	净利润增长率	-59.0%	20.2%	141.8%	25.8%	20.1%
销售费用	27.2	31.0	28.2	32.7	38.0	EBITDA 增长率	-56.9%	13.7%	90.4%	36.4%	19.2%
管理费用	119.2	116.8	126.8	146.9	170.9	EBIT 增长率	-72.1%	25.1%	140.3%	31.9%	22.7%
财务费用	4.8	1.8	-0.5	2.3	3.6	NOPLAT 增长率	-64.3%	-0.6%	123.0%	28.2%	20.6%
资产减值损失	1.0	1.0	2.0	-4.9	0.7	投资资本增长率	-3.5%	17.3%	28.1%	24.5%	7.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	90.2%	3.0%	6.1%	7.2%	8.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	31.6	43.7	109.8	141.9	173.3	利润率					
加: 营业外净收支	19.7	12.7	14.5	14.5	14.5	毛利率	12.6%	11.5%	13.6%	13.9%	14.5%
利润总额	51.3	56.4	124.3	156.4	187.8	营业利润率	2.1%	2.5%	5.5%	6.1%	6.4%
减: 所得税	8.6	11.0	18.7	23.5	28.2	净利润率	2.4%	2.5%	5.3%	5.7%	5.9%
净利润	36.4	43.7	105.7	132.9	159.7	EBITDA/营业收入	4.6%	4.6%	7.5%	8.8%	9.1%
						EBIT/营业收入	2.4%	2.6%	5.4%	6.2%	6.5%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	101	92	105	132	133
交易性金融资产	749.8	607.6	418.1	219.8	250.5	流动营业资本周转天数	108	103	105	101	99
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	314	321	265	198	164
应收票据	258.0	276.4	303.3	330.4	384.1	应收帐款周转天数	64	52	48	46	46
预付款项	100.2	152.0	82.7	12.8	14.9	存货周转天数	105	82	78	73	67
存货	44.1	129.4	129.4	129.4	129.4	总资产周转天数	423	423	380	335	300
其他流动资产	391.5	387.6	466.9	463.0	534.7	投资资本周转天数	217	202	214	233	231
可供出售金融资产	0.0	4.6	4.6	4.6	4.6	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	3.2%	3.3%	7.2%	8.4%	9.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	2.2%	4.9%	6.1%	6.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	5.1%	5.3%	10.0%	10.0%	9.7%
固定资产	442.2	443.4	727.7	981.5	1,022.2	费用率					
在建工程	17.7	64.7	38.8	23.3	14.0	销售费用率	1.8%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%
无形资产	0.1	-	0.1	0.2	0.3	管理费用率	7.9%	6.7%	6.3%	6.3%	6.3%
其他非流动资产	8.0	5.8	3.6	3.6	3.6	财务费用率	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
资产总额	2,011.7	2,071.6	2,175.3	2,168.5	2,358.3	三费/营业收入	10.0%	8.6%	7.7%	7.8%	7.8%
短期债务	105.0	60.0	58.7	58.5	58.3	偿债能力					
应付账款	264.9	304.4	324.0	346.6	400.3	资产负债率	32.9%	33.0%	32.3%	27.1%	27.6%
应付票据	155.1	159.4	190.6	55.0	63.5	负债权益比	49.1%	49.1%	47.6%	37.3%	38.1%
其他流动负债	50.5	49.1	28.7	24.7	24.7	流动比率	2.61	2.68	2.34	2.38	2.40
长期借款	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	速动比率	1.93	2.00	1.55	1.42	1.42
其他非流动负债	-	31.2	31.2	31.2	31.2	利息保障倍数	7.57	25.05	-207.80	61.50	49.24
负债总额	662.5	682.6	701.7	588.6	650.7	分红指标					
少数股东权益	7.1	-	-	-	-	DPS(元)	0.08	-	0.07	0.09	0.11
股本	167.9	302.2	302.2	302.2	302.2	分红比率	69.3%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	1,174.2	1,086.8	1,171.3	1,277.7	1,405.4	股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
股东权益	1,349.2	1,389.0	1,473.6	1,579.9	1,707.6						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.12	0.14	0.35	0.44	0.53
加: 折旧和摊销	42.7	45.4	105.7	132.9	159.7	BVPS(元)	4.46	4.60	4.88	5.23	5.65
资产减值准备	33.6	33.9	41.7	61.7	68.6	PE(X)	99.7	82.9	34.3	27.3	22.7
公允价值变动损失	1.0	1.0	2.0	-4.9	0.7	PB(X)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-99.9	-23.1	-19.0	-18.4	112.2
投资收益	10.9	15.8	12.8	-0.5	2.3	P/S	2.4	2.1	1.8	1.6	1.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	22.4	41.4	23.1	18.1	15.1
营运资金的变动	6.3	1.7	-	-	-	CAGR(%)	46.1%	52.1%	20.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	41.4	17.5	-9.0	-65.3	-66.1	PEG	2.2	1.6	1.7	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	125.8	92.0	139.9	126.9	166.5	ROIC/WACC	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0
融资活动产生现金流量	-248.1	-132.2	-300.1	-300.1	-100.1	REP	3.4	5.8	2.5	2.2	2.1
融资产生现金流量	687.5	-65.0	-21.9	-29.1	-35.7						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034