

晋西车轴 (600495)

证券研究报告

2017年03月15日

军工领域掀混改潮 军工股吹响集结号

随着高铁、城轨基建投资的增长以及 PPP 模式在城市轨道交通设备领域的业务增长，高铁产业全面受益。行业中企业获得更多订单，推动了公司业绩大幅增长。而我国城市发展和地铁等建设才刚刚开始，未来市场空间巨大。公司主要从事铁路车辆、车轴、轮对、转向架等产品的生产销售及自营进出口业务，并在精密锻造和非标制造等方面具备较强的技术和装备实力，是山西省高新技术企业。公司具备铁路车轴 18 万根、铁路货车 5000 辆、铁路轮对 3 万套、摇枕侧架 5000 辆(份)的生产能力。特别是在铁路车轴产品的专业化开发、生产中已具备国内同行业厂家不可替代的优势，并跻身全球铁路车轴专业化生产企业第一梯队。

2017年1月4日，中国兵器工业集团印发了《中国兵器工业集团公司关于发展混合所有制经济的指导意见（试行）》，表明继电信、石油之后，军工领域的混改也拉开帷幕。作为新一轮国企改革重头戏，混改有望成为 2017 年 A 股市场确定性主题之一。中央经济工作会议以及国资委先后提出，2017 年，军工领域将是改革的重中之重。晋西车轴作为兵工股的成员之一，在今年混改的黄金时期下，预期会有较大的增长。

随着高铁、城轨基建投资的增长以及 PPP 模式在城市轨道交通设备领域的业务增长，高铁产业全面受益。行业中企业获得更多订单，推动了公司业绩大幅增长。而我国城市发展和地铁等建设才刚刚开始，未来市场空间巨大。公司主要从事铁路车辆、车轴、轮对、转向架等产品的生产销售及自营进出口业务，并在精密锻造和非标制造等方面具备较强的技术和装备实力，是山西省高新技术企业。公司具备铁路车轴 18 万根、铁路货车 5000 辆、铁路轮对 3 万套、摇枕侧架 5000 辆(份)的生产能力。特别是在铁路车轴产品的专业化开发、生产中已具备国内同行业厂家不可替代的优势，并跻身全球铁路车轴专业化生产企业第一梯队。

晋西车轴第一大股东为晋西工业集团有限责任公司，资金雄厚，但是核心资产基本都在集团，而不在上市公司。为了解决军工企业普遍的资产证券化率过低的问题，预期 2017 年将会有大额资产注入。

盈利预测与评级：预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.02/0.08/0.11，当前股价对应市盈率 330.88/99.75/74.38 倍，给予持有评级，6 个月目标价 10.93 元。

风险提示：军民领域重机械需求低于预期。

资料来源：wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	/
6 个月评级	持有 (首次评级)
当前价格	8.04 元
目标价格	10.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,208.19
流通 A 股股本(百万股)	1,208.19
A 股总市值(百万元)	9,713.85
流通 A 股市值(百万元)	9,713.85
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	15.69
一年内最高/最低(元)	9.14/6.51

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,502.5	2,010.2	961.30	1,393.8	1,951.4
增长率(%)	(11.57)	(19.67)	(52.18)	45.00	40.00
EBITDA(百万元)	179.70	153.30	59.20	138.80	187.50
净利润(百万元)	140.30	100.80	29.30	98.50	132.10
增长率(%)	22.70	(28.18)	(70.88)	235.70	34.11
EPS(元/股)	0.12	0.08	0.02	0.08	0.11
市盈率(P/E)	69.20	96.30	330.8	99.70	74.30
市净率(P/B)	3.18	3.13	3.11	3.00	2.98
市销率(P/S)	3.88	4.80	10.10	7.05	5.00
EV/EBITDA	84.30	77.30	149.10	60.50	47.40

资料来源：wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	879.6	503.8	624.4	1,183.6	683.1	营业收入	2,502.59	2,010.26	961.30	1,393.89	1,951.45
应收账款	395.1	403.0	160.3	251.0	324.9	营业成本	2,286.9	1,730.6	813.5	1,179.6	1,651.5
预付账款	57.0	36.0	0.2	55.9	24.4	营业税金及附加	2.4	2.3	6.8	4.3	7.4
存货	626.8	631.4	421.4	258.0	616.5	营业费用	41.4	68.4	35.0	50.8	71.2
其他	807.4	823.4	724.8	810.1	814.2	管理费用	164.4	155.6	145.7	139.3	156.1
流动资产合计	2,766.04	2,397.82	1,931.39	2,558.86	2,463.39	财务费用	(9.47)	(14.84)	(9.03)	(14.47)	(14.94)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	8.2	4.7	26.8	13.3	15.0
固定资产	729.2	745.8	863.8	942.2	984.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	340.6	346.3	243.8	194.3	146.5	投资净收益	122.6	42.7	78.7	78.7	78.7
无形资产	190.3	104.7	101.9	99.2	96.5	其他	(245.3)	(85.4)	(157.4)	(157.4)	(157.4)
其他	241.3	278.4	241.8	253.8	258.0	营业利润	131.09	105.95	20.95	99.53	143.84
非流动资产合计	1,501.53	1,475.39	1,451.43	1,489.68	1,485.18	营业外收入	29.3	10.7	14.4	18.1	14.4
资产总计	4,267.57	3,873.21	3,382.82	4,048.54	3,948.57	营业外支出	0.2	0.5	0.7	0.5	0.6
短期借款	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利润总额	160.14	116.12	34.58	117.15	157.65
应付账款	365.0	252.8	5.7	381.6	170.6	所得税	19.77	15.41	4.27	17.57	23.6
其他	617.2	477.1	212.1	419.3	439.0	净利润	140.37	100.71	30.32	99.58	134.00
流动负债合计	1,007.31	730.05	217.88	800.93	609.67	少数股东损益	0.0	(0.10)	0.9	1.02	1.82
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	140.37	100.81	29.36	98.56	132.18
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.12	0.0	0.0	0.0	0.11
其他	38.4	35.3	37.3	37.0	36.5						
非流动负债合计	38.48	35.38	37.33	37.06	36.59						
负债合计	1,045.79	765.43	255.20	837.99	646.26	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	171.4	0.0	0.9	1.9	3.8	成长能力					
股本	671.2	1,208.1	1,208.1	1,222.8	1,222.8	营业收入	-11.57%	-19.67%	-52.18%	45.00%	40.00%
资本公积	1,697.6	1,160.1	1,160.1	1,160.1	1,160.1	营业利润	99.42%	-19.18%	-80.22%	375.00%	44.52%
留存收益	2,379.0	1,898.7	1,918.4	1,985.7	2,075.6	归属于母公司净利润	22.72%	-28.18%	-70.88%	235.72%	34.11%
其他	(1,697.6)	(1,159.3)	(1,160.1)	(1,160.1)	(1,160.1)	获利能力					
股东权益合计	3,221.78	3,107.78	3,127.62	3,210.55	3,302.31	毛利率	8.62%	13.91%	15.37%	15.37%	15.37%
负债和股东权益总	4,267.57	3,873.21	3,382.82	4,048.54	3,948.57	净利率	5.61%	5.01%	3.05%	7.07%	6.77%
						ROE	4.60%	3.24%	0.94%	3.07%	4.01%
						ROIC	5.17%	3.63%	0.45%	3.21%	6.13%
						偿债能力					
						资产负债率	24.51%	19.76%	7.54%	20.70%	16.37%
						净负债率	-7.91%	2.93%	8.36%	-12.75%	-11.37%
						流动比率	2.7	3.2	8.8	3.19	4.0
						速动比率	2.12	2.42	6.9	2.87	3.0
						营运能力					
						应收账款周转率	6.22	5.04	3.41	6.7	6.7
						存货周转率	4.5	3.2	1.83	4.1	4.4
						总资产周转率	0.61	0.4	0.2	0.3	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.12	0.0	0.0	0.0	0.11
						每股经营现金流	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.4
						每股净资产	2.5	2.57	2.5	2.6	2.7
						估值比率					
						市盈率	69.2	96.3	330.8	99.7	74.3
						市净率	3.18	3.13	3.11	3.0	2.9
						EV/EBITDA	84.3	77.37	149.1	60.5	47.4
						EV/EBIT	124.7	130.2	741.1	98.8	69.0

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%~20%
		持有	预期股价相对收益 -10%~10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%~5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)87618889	电话：(8621)68815388	电话：(86755)2566970
	传真：(8627)87618863	传真：(8621)68812910	传真：(86755)23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com