

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

晋亿实业 (601002)

推荐 (首次)

高铁建设提速拉动铁路扣件需求

2009年03月11日

现价 6.04 元

鲍无可 机械行业研究员

+86 21 6207 8961

baowk@pasc.com.cn

王合绪 机械行业高级研究员

+86 21 6248 3458

wanghexu@pasc.com.cn

主要数据

行业 普通机械制

公司代码 601002

公司网址 http://www.G

总股本(万股) 73847.00

流通股(万股) 30130.00

流通市值(百万) 1819.85

每股净资产(元) 2.20

净资产收益率(%) 6.39

总资产负债率(%) 42.90

相关研究报告

<<>>

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

我们推荐公司的核心理由——高铁建设加速将拉动公司高铁扣件收入。市场原先预期公司 2009 年将完成剩余的在手订单，总价约为 7.07 亿元。而随着高铁建设的加速，我们判断 2009 年公司将实现高铁扣件总收入将突破 7 亿元。

投资要点

- 2009 年-2010 年将是高铁扣件的招标高峰。我们预计 2009 年全国高铁建设将有 5,453 公里的高铁扣件、2010 年还将有 4,835 公里的高铁扣件进行招标。在晋亿实业已接的 9.5 亿元高铁扣件订单中，有 7.5 亿元是在 2006 年第一次高铁扣件大招标中获得的，该次只招标了总计 3,336 公里客运专线的高铁扣件系统。比照 2009 年 5,453 公里和 2010 年 4,835 公里的高铁扣件需求，我们判断 2009-2010 年公司高铁扣件业务有很大空间。
- 突出的供货经验和生产能力使公司有望获得更大市场份额：一、公司是国内供应商中唯一一家同时具有时速 250KM 和 350KM 高铁扣件供货经验的厂家。为了保证安全运营，铁道部一般倾向于选择有成熟供货经验的供应商，丰富的供货经验使公司中标概率更大。二、晋亿提前准备了充足的产能迎接高铁建造的高峰。通常铁道部安排的交货期都很紧，且 2009 年铁路建设量大大增加，这使得产能成为越来越重要的考量标准。
- 通用紧固件在国内市场销售将保持 2008 年水平，高端汽车紧固件是增长亮点。紧固件下游主要分为汽车业、电子电器、建筑、机械及五金。通过预计各下游行业，我们判断 09 年该业务较 08 年持平。而汽车紧固件经过多年的开拓，已积累了足够的供货经验，收入有望随市场份额的提高而提高。
- 通用紧固件的出口业务将在一季度见底，毛利率低对利润贡献度小。综合我们调研的情况，从订单判断，2009 年 1 季度将是公司出口的最低点，全年出口收入同比减少 38.13%。另一方面，通用紧固件业务只有 7.1% 的毛利率，其销售额的大幅下降对利润的影响较小。

风险提示

- 高铁招标不确定性。铁路建设过程中不确定性因素较多，可能导致招标时间不确定。
- 反倾销政策对出口的影响。欧洲对国内紧固件反倾销的措施已经出台，其他国家出于保护国内产业的需要也有可能出台类似的反倾销措施。

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	1185.73	1242.64	1276.92	1,833.0	1,821.5	2,293.9
净利润(百万)	136.45	90.28	37.52	91.69	213.91	286.53
净利润增长率(%)	-29.63	-33.84	-58.44	147.61	133.29	33.95
每股盈利(元)	0.26	0.17	0.05	0.12	0.29	0.39
市盈率(倍)	0.00	0.00	202.52	46.64	19.99	14.93
股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.02	0.06	0.08

目 录

一、	2009-2010 年是高铁扣件的招标高峰.....	4
1.1	《调整规划》大幅提高铁路建设目标	4
1.2	2009-2010 年高铁铺轨量将快速增长	4
1.3	2006 年对 3,336 公里的客运专线招标了扣件系统	5
1.4	2009 年铁道部将招标有大量高铁扣件	6
1.5	2010 年，09 年开工的客运专线将形成扣件需求	7
二、	铁路建设加速提升公司高铁业务	8
2.1	国内厂商有望依靠价格优势提高市场份额	8
2.2	晋亿的供货经验和生产能力最为突出	8
2.3	2009 年晋亿实业将分享高铁蛋糕	9
2.4	预计公司 2009 年高铁扣件收入将突破 7 亿元	9
三、	通用紧固件业务见底	10
3.1	国内市场收入与 2008 年基本持平	10
3.2	汽车专用紧固件有望打开市场	11
3.3	出口业务将在一季度见底	12
四、	盈利预测	15
4.1	收入成本预测	15
4.2	原材料价格下跌有利于提高公司毛利率	16
五、	估值及投资建议	17
5.1	高铁收入超出预期是我们推荐的主要理由	17
5.2	风险提示	17

图表目录

图表 1	《调整规划》大幅提高铁路建设目标	4
图表 2	高速铁路铺轨的还将持续增长至 2010 年-2011 年	5
图表 3	2006 年是高速铁路扣件第一次招标高峰	5
图表 4	2009 年将是高速铁路扣件第二次招标高峰	6
图表 5	11 月和 12 月国家对铁路项目审批创高峰	7
图表 6	未来即将开工的项目	7
图表 7	2006 年招标中，国外厂商占据了较大份额	8
图表 8	合资和国内高铁扣件企业一览	9
图表 9	紧固件业务分析架构	10
图表 10	2008 年紧固件下游行业分布	10
图表 11	紧固件行业增速预测	11
图表 12	晋亿实业正逐渐打开汽车紧固件市场	11
图表 13	不断增长的汽车产量为汽车紧固件提供了巨大的市场空间	12
图表 14	出口占比不断下降，欧洲占出口比重较小	12
图表 15	晋亿实业出口地区分部及出口金额预测	13
图表 16	美国新屋开工数据向上的可能性很大	13
图表 17	晋亿实业收入成本预测	15
图表 18	盈利预测简表	16
图表 19	晋亿实业估值有较大空间	17

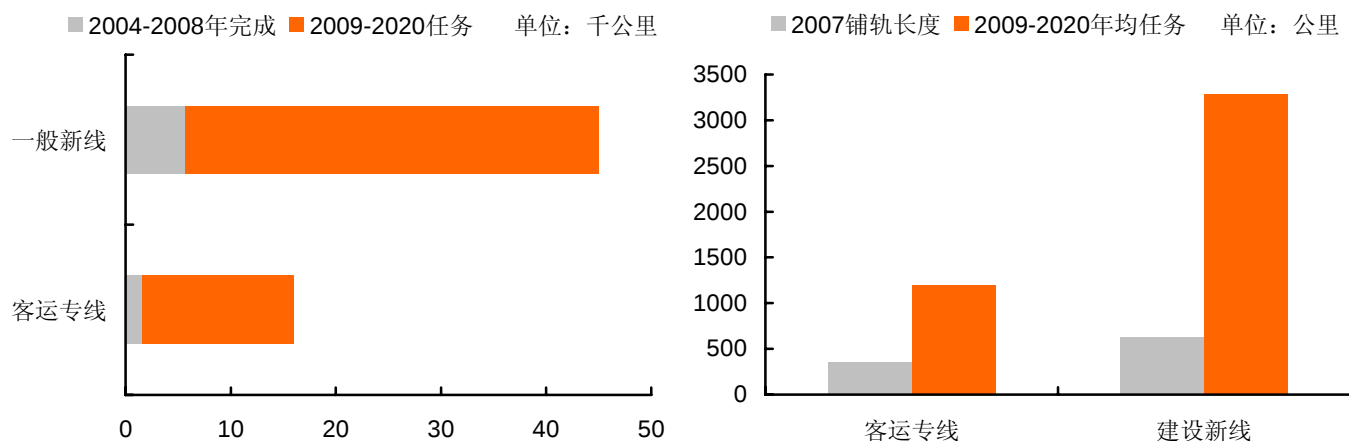
一、 2009-2010年是高铁扣件的招标高峰

1.1 《调整规划》大幅提高铁路建设目标

《铁路中长期规划》是2004年1月在国务院常务会议上通过的，2008年11月推出的《调整规划》把建设目标大幅上调：客运专线建设目标上调至1.6万公里，一般新线建设目标上调至4.1万公里。

- 客运专线：目前建成的客运专线有京津城际（120公里）、合宁铁路（166公里）等，预计2004~2008年共铺轨1,616公里，2009~2020年需要建设1.44万公里，年均建设1,199公里。
- 一般新线：预计2004~2008年共铺轨5,633公里，2009~2020年需要建设3.94万公里，年均建设3,281公里。

图表 1 《调整规划》大幅提高铁路建设目标



资料来源：CEIC，平安证券研究所

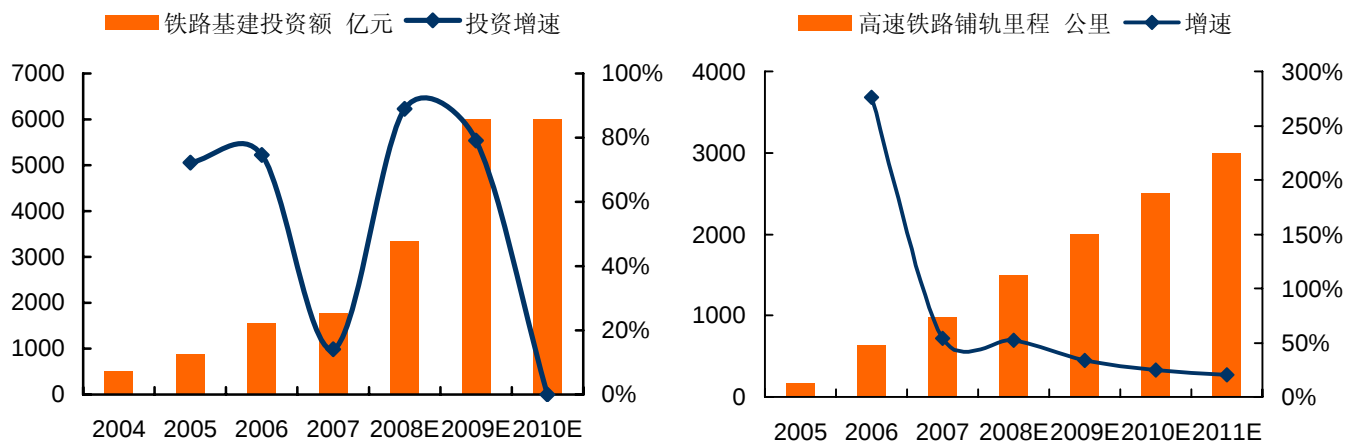
1.2 2009-2010年高铁铺轨量将快速增长

客运专线及城际轨道交通的铺轨里程数将快速增长。一般客运专线的建设从开工到铺轨需要约18个月的工期，我国从2005年下半年启动客运专线的建设。经过18个月的前期施工，从2007年开始，客运专线铺轨施工量开始大幅增长。

从增长的角度看，2009年也是铁路基建大幅增长的最后一年。如我们在《投资并维持板块高估值——2009年铁路设备投资策略》中所论述的，铁路基建投资从2005年开始大幅增长，2009年6,000亿的基建投资是高增长的最后一年。2010年基建投资最多为7,000亿元，2010年增速从09年的79.10%下降为16.67%。

尽管2009年基建投资高增长将结束，但2010-2011年国内客运专线铺轨建设量还将大幅增长。考虑工程施工顺序，客运专线一般从开工到铺轨需要1.5年的时间，高速铁路的铺轨建设量增长应当落后于铁路基建投资增长1.5年。故我们判断高速铁路铺轨量高增长将维持到2011年左右。

图表 2 高速铁路铺轨量还将持续增长至 2010 年-2011 年



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

1.3 2006年对3,336公里的客运专线招标了扣件系统

2006年3月, 铁道部工程管理中心对2004-2005年开工的客运专线和城际轨道交通的铁路扣件产品进行了集中采购(招标编号: JW2006-005), 所涉及的高速铁路建筑长度总计3,336公里。晋亿实业在此次招标中, 中标了郑西线和温福线的4个包件, 总价约7.5亿元。

图表 3 2006 年是高速铁路扣件第一次招标高峰

包件号	项目	扣件数量 (个)	中标者
KJ1	京津城际客运专线	724,592	德国福斯罗
KJ2	武汉至广州客运专线	922,280	德国福斯罗
KJ3	武汉至广州客运专线	1,328,000	德国福斯罗
KJ4	武汉至广州客运专线	1,275,108	德国福斯罗
KJ5	武汉至广州客运专线	1,112,284	德国福斯罗
KJ6	武汉至广州客运专线	1,283,490	德国福斯罗
KJ7	郑州至西安客运专线	828,641	晋亿实业
KJ8	郑州至西安客运专线	1,053,377	晋亿实业
KJ9	郑州至西安客运专线	1,051,272	晋亿实业
KJ10	广珠城际客运专线	947,136	铁科首钢
KJ11	广深港客运专线	658,649	铁科首钢
KJ12	石家庄至太原客运专线	1,077,364	拉伊台克
KJ13	合肥至武汉客运专线	1,384,121	拉伊台克
KJ14	合肥至武汉客运专线(湖北境内)	1,027,826	拉伊台克
KJ15	甬台温客运专线	1,863,655	中铁利达
KJ16	温州至福州客运专线(浙江)	441,500	晋亿实业
KJ17	温州至福州客运专线(福建)	1,515,730	铁科首钢
KJ18	福建至厦门客运专线	1,799,935	中铁利达
KJ19	合肥至南京客运专线	892,179	四川隆昌

资料来源: 铁道部, 平安证券研究所

1.4 2009年将有大量高铁扣件招标

根据我们的统计，中国在建的高速铁路中还有总计约5,453公里没有对铁路扣件进行招标，而这些项目大都在2008年开工。

预计这些项目将在2009年对铁路扣件产品进行招标。一般来说，一条客运专线的建造时间是三至五年，从开工到进行铺轨需要18-21个月左右的时间。铁路扣件是铺轨的必要原材料，所以铁路扣件的采购基本在铺轨前6个月左右的时间完成。故我们判断扣件招标将在开工后12-15个月进行，即2009年铁道部将基本完成下表中17-27项高速铁路的扣件产品招标。

图表 4 2009 年将是高速铁路扣件第二次招标高峰

序号	项目名称	开工日期	建筑长度	扣件招标	每公里扣件量	扣件招标数量
1	京津城际	2005 年 07 月	117 公里	已招标	6,193	724,592
2	宁合客专	2005 年 07 月	131 公里	已招标	6,811	892,179
3	温福铁路	2004 年 12 月	295 公里	已招标	6,635	1,957,230
4	石太客专	2005 年 06 月	190 公里	已招标	5,670	1,077,364
5	武广客专	2005 年 06 月	968 公里	已招标	6,117	5,921,162
6	郑西客专	2005 年 09 月	487 公里	已招标	6,023	2,933,290
7	福厦铁路	2005 年 09 月	264 公里	已招标	6,818	1,799,935
8	合武客专	2005 年 10 月	359 公里	已招标	6,719	2,411,947
9	甬台温铁路	2005 年 10 月	282 公里	已招标	6,609	1,863,655
10	广深港	2005 年 12 月	102 公里	已招标	6,457	658,649
11	广珠城际	2005 年 12 月	141 公里	已招标	6,717	947,136
1-11 项总计			3,336 公里	平均	6,433	
12	胶济四线	2007 年 01 月	263 公里	已招标	6,433	1,692,010
13	长吉城际	2007 年 05 月	96 公里	已招标	6,433	617,616
14	昌九城际	2007 年 06 月	97 公里	已招标	6,433	624,049
15	海南东环	2007 年 09 月	308 公里	已招标	6,433	1,981,518
16	厦深客专	2007 年 11 月	501 公里	已招标	6,433	3,223,183
12-16 项总计			1,265 公里			
17	哈大客专	2007 年 08 月	892 公里	未招标	6,433	5,738,682
18	京沪高速	2008 年 04 月	1318 公里	未招标	6,433	8,479,353
19	沪宁城际	2008 年 07 月	300 公里	未招标	6,433	1,930,050
20	汉宜客专	2008 年 09 月	330 公里	未招标	6,433	2,123,055
21	京石客专	2008 年 10 月	310 公里	未招标	6,433	1,994,385
22	石武客专	2008 年 10 月	880 公里	未招标	6,433	5,661,480
23	津秦客专	2008 年 11 月	257 公里	未招标	6,433	1,653,409
24	沪杭甬客专	2008 年 12 月	305 公里	未招标	6,433	1,962,217
25	宁杭城际	2008 年 12 月	248 公里	未招标	6,433	1,595,508
26	哈齐客专	2008 年 11 月	290 公里	未招标	6,433	1,865,715
27	成绵乐	2008 年 12 月	323 公里	未招标	6,433	2,078,020
17-27 项总计			5,453 公里			

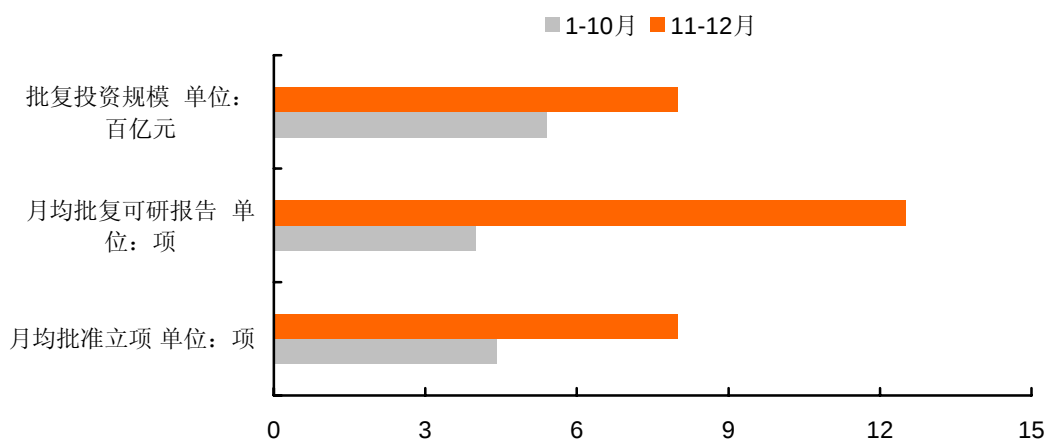
资料来源：铁道部，平安证券研究所

1.5 2010年，09年开工的客运专线将形成扣件需求

除了以上在建项目外，还有很多高速铁路项目即将获得国家审批，继而拉动铁路扣件的需求。

继国家推出四万亿投资拉动计划后，国家加快了铁路建设项目审批的速度。2008年11月和12月国家对铁路项目审批将创高峰。据铁道部陆东福副部长介绍，截至10月底，今年共批准立项44项，批复可研报告40项，批复投资规模约5,400亿元。预计2008年全年批准立项60项，批复可研报告65项，批复投资规模超过7,000亿元。

图表 5 2008 年 11 月和 12 月国家对铁路项目审批创高峰



资料来源：铁道部，平安证券研究所

据我们统计，图表 6 中的项目基本上可以获得国家审批并在 2009 年内开工建设。这些线路建筑长度总和将达到 4,835 公里，对应的扣件采购规模将达到 3,110 万套。其中，昆明-杭州的客运专线属于铁路“四纵四横”规划中的东西走向干线。

图表 6 未来即将开工的项目

序号	项目名称	开工日期	建筑长度	扣件招标	每公里扣件量	预计扣件招标数量
28	北京-大连	未知	800 公里	未招标	6,433	5,146,800
29	兰州-西安	未知	676 公里	未招标	6,433	4,349,046
30	石家庄-济南	未知	218 公里	未招标	6,433	1,402,503
31	郑州-徐州	未知	349 公里	未招标	6,433	2,245,291
32	成都-重庆	未知	312 公里	未招标	6,433	2,007,252
33	昆明-杭州	未知	2080 公里	未招标	6,433	13,381,680
34	沈阳-丹东	未知	280 公里	未招标	6,433	1,801,380
35	蚌埠-合肥	未知	120 公里	未招标	6,433	772,020
合计			4,835 公里			31,105,971

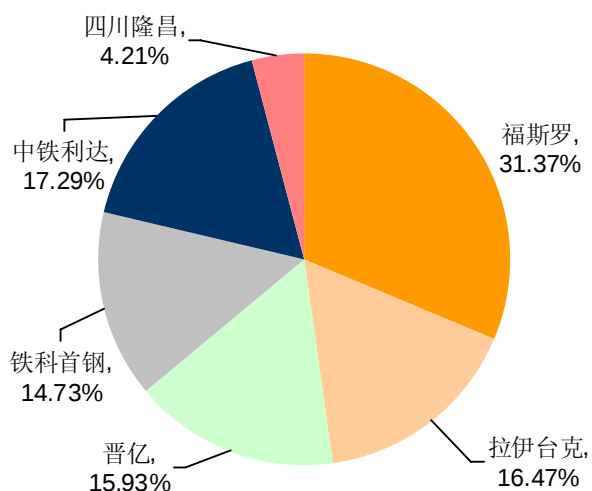
资料来源：平安证券研究所

二、 铁路建设加速提升公司高铁业务

2.1 国内厂商有望依靠价格优势提高市场份额

2006年招标中，合资厂商份额较高。2006年，国内第一次采购高铁扣件，国内生产企业没有任何高铁扣件的生产经验。为保障线路安全，铁道部在决定采购对象时还是以稳为主，国内厂家的份额仅略微超过50%。

图表 7 2006 年招标中，国外厂商占据了较大份额



资料来源：平安证券研究所

随着国内高铁扣件不断成熟，国内企业有望依靠价格优势获得更多市场份额。国内企业原先没有生产高速铁路扣件的技术，该技术是从铁科院引进。通过一段时间的应用，目前国内高铁扣件的水平较原先已经有了提高。在解决了产品问题后，价格就成为了国内企业的优势，铁道部也乐于推动铁路产品的国产化。

2.2 晋亿的供货经验和生产能力最为突出

■ 公司可以生产铁路扣件全套系统，生产能力突出

铁路扣件产品一般分为：弹条、紧固件、铸铁件和弹性件。国内企业中，只有晋亿可以自主提供全套扣件产品，其余厂家目前都是委托其他供应商代为加工有关部件。

委托供应商加工会带来两个问题：一、不同批次的产品质量难以保持一致性；二、给按期交货带来困难，铁道部的交货期可预见性较差，企业为了在交货之前往往都处于全负荷生产，若是配套不全、供应不足，对交货会产生很大影响。

公司管理层已于2008年考虑在山东晋德子公司投资两条铸铁件生产线，其中一条生产线2009年6月即可投产。生产线的投产保证了关键部件铁件的供应，也使得公司拥有产能优势。

■ 供货经验丰富，覆盖范围更大

铁道部在决定供应商时，非常注重供货经验这一因素。为了保证安全运营，铁道部一般倾向于选择有成熟供货经验的供应商。

与竞争者相比，晋亿实业同时具备为时速250KM和350KM两个等级高铁扣件供货的经验，这使得公司的覆盖范围更大。通过吸收国内外的先进技术和经验，目前晋亿可以生产四个型号（IV型、V型、WJ-7和WJ-8）的高铁扣件，产品可应用于时速250KM和时速350KM的高速铁路。此次招标可能包含多条线路，既有时速250KM的线路，也有时速350KM的，这样的标的有利于供货经验丰富的晋亿实业。

图表 8 合资和国内高铁扣件企业一览

铁路扣件供货商	企业类型	生产线开工时间	扣件弹条产能	对应高铁等级
拉伊台克株桥铁路扣件	英资	2007 年上半年	800 万套/年	时速 250KM
福斯罗扣件系统	德资	2006 年下半年	800 万套/年	时速 350KM
中铁利达铁路轨道技术	内资	2007 年上半年	1000 万套/年	时速 350KM
四川隆昌工务器材厂	内资	2008 年上半年	800 万套/年	时速 250KM
晋亿实业	台资	2006 年下半年	800 万套/年	时速 250KM 和 350KM
北京铁科首钢轨道技术	内资	2007 年上半年	800 万套/年	时速 250KM

资料来源：平安证券研究所

2.3 2009年晋亿实业将分享高铁蛋糕

2009年，作为高铁扣件的主力厂商，晋亿实业将分享高铁蛋糕。目前民营企业通过消化吸收，制造的铁路扣件基本与国外产品齐平。可以预料，在铁道部主导的铁路产品国产化的政策下，国内扣件企业凭借较低的产品价格将获得更多的市场份额。

2010年，09年开工的项目将为晋亿贡献需求。我们在估计2009年接单量时，没有考虑那些未来即将开工的项目，这些项目极有可能在2009年开工并在2010年形成扣件的采购需求。

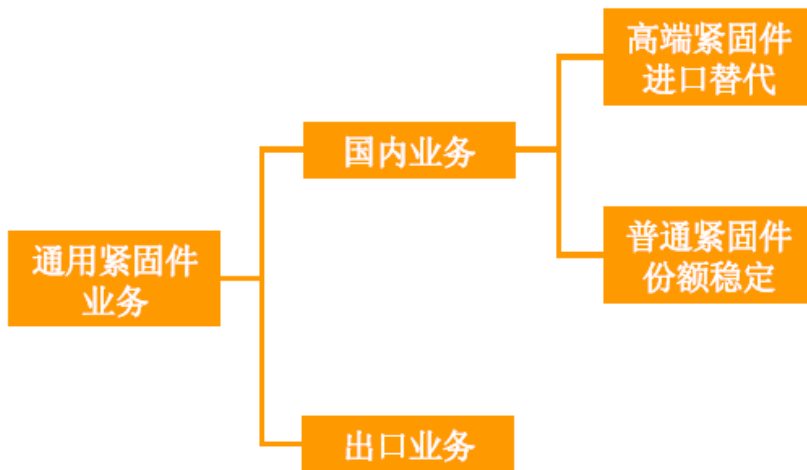
2.4 预计公司2009年高铁扣件收入将突破7亿元

我们预计2009年公司的高铁扣件收入将突破7亿元。从2006年至今，公司共接到高铁扣件订单9.47亿元，2007年和2008年公司完成订单分别约为2,000万和2.2亿元，还剩余7.07亿元。据我们侧面了解，郑西线计划在2009年7月1日试运营，所以该线未完成的4.5亿元订单应该在此之前交货。2009年下半年，我们预计公司还有订单可做，预计2009年高铁扣件收入突破7亿元。

三、通用紧固件业务见底

普通紧固件是公司的基础业务，分析该项业务要从出口和内销两部分来看。对于内销部分，其增长的看点是公司进入汽车等行业的进展。出口主要看下游客户需求变化，并综合订单情况判断给出预测。

图表 9 紧固件业务分析架构



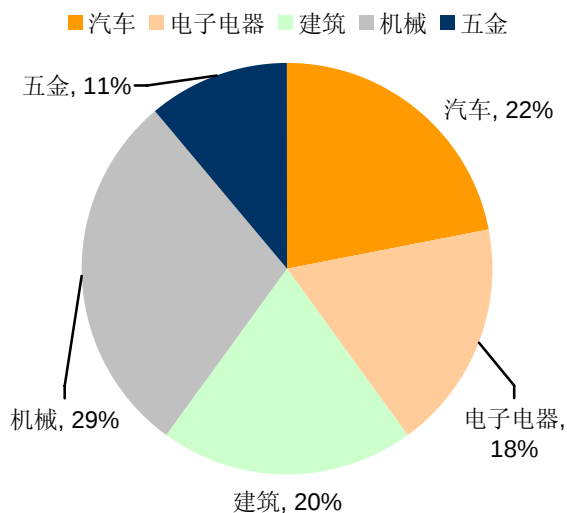
资料来源：平安证券研究所

3.1 国内市场收入与2008年基本持平

2009年，国内销售的普通紧固件收入增速将放缓，我们判断收入增速约为1.95%。晋亿实业是国内最大的紧固件生产企业之一，在行业中处于龙头地位，其国内市场份额扩张的空间已经不大。

紧固件作为机械基础件，我们可以大致把下游行业分为5类：汽车业、电子电器、建筑、机械及五金，行业分布大致如下：

图表 10 2008 年紧固件下游行业分布



资料来源：平安证券研究所

通过对主要下游行业分别进行预测，我们最后汇总得出了紧固件行业未来4年的国内需求增长情况。从数据可以得出，国内紧固件未来的增长较为平缓，公司的紧固件收入若想大幅增长必须通过提高市场份额来实现。作为紧固件行业龙头企业，公司短期内扩大市场份额的潜力有限，故我们判断2009年公司普通紧固件的国内市场销售将随行业小幅增长1.95%。

图表 11 紧固件行业增速预测

紧固件 下游行业	下游占比	行业增速			
		2009E	2010E	2011E	2011E
汽车	22%	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%
电器	18%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
建筑	20%	-10.00%	0.00%	10.00%	10.00%
机械	29%	9.00%	12.00%	10.00%	10.00%
五金	11%	2.00%	3.00%	4.00%	4.00%
紧固件销售额增速		1.95%	6.07%	7.36%	7.43%

资料来源：平安证券研究所

3.2 汽车专用紧固件有望打开市场

虽然未来整个紧固件行业都将保持低速增长，但公司在高端汽车紧固件市场的多年努力可能带来突破的机会。

晋亿实业正逐渐打开汽车行业市场。公司从2006年起开始向汽车行业供应紧固件，现在已经给26家客户有小批量供货。紧固件是汽车整车质量的重要瓶颈，汽车厂商在选择紧固件供应商时都有一套严格的筛选体系，要想成为大量供货的供应商都要经过层层考验。通过不断的改进，公司有越来越多的客户正加大采购批量，2008年公司对汽车行业的销售收入约为7,000万元。需要指出的是，公司生产的紧固件并非直接供应给汽车整车厂，而是供应给整车厂的一级供应商（如万向精工和万向系统等）。

图表 12 晋亿实业正逐渐打开汽车紧固件市场

	2006	2007	2008
客户数量：开展合作	9	25	35
客户数量：小批量供货	5	17	26
客户数量：供货量正在增加	0	3	5

资料来源：平安证券研究所

尽管汽车行业在2009年增速较低甚至有可能负增长，但我们判断公司的汽车专用紧固件业务还将快速扩张。判断的根据如下：

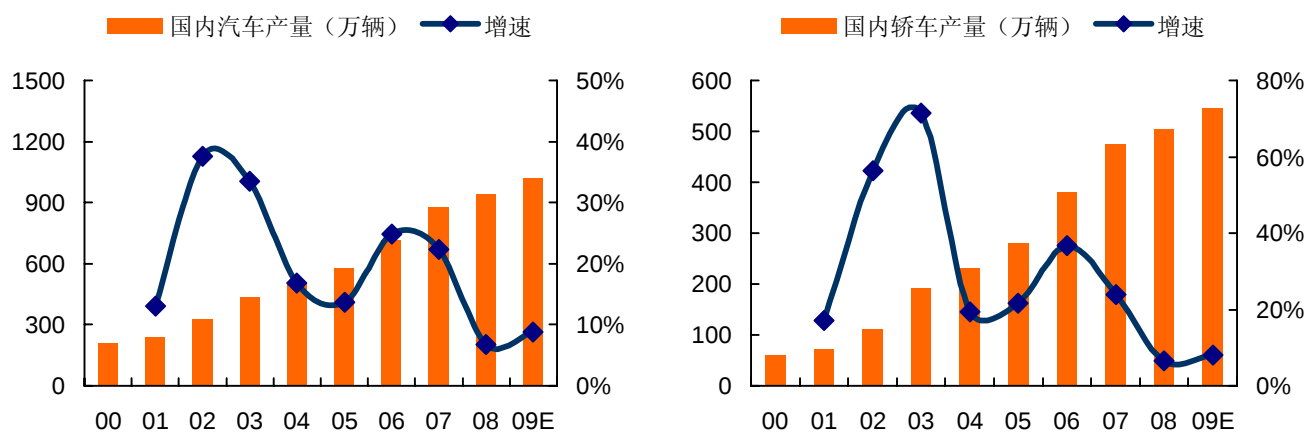
- 公司现有市场份额较低，仅约0.65%，有很大增长空间。

据统计，2007年全国紧固件总产量约为520万吨，实现销售额约490亿元。按汽车行业22%的占比，汽车行业紧固件市场容量约为107亿元。不考虑2008年紧固件行业的增长，以2008年7,000万汽车行业销售收入计，晋亿实业在汽车行业中心市场份额仅为0.65%，与其在全行业5%的市场份额有较大差距。

■ 供货经验不断积累，提升公司的软实力

公司硬件水平已与竞争对手相当，供货和产品控制等软实力不断增长。紧固件行业的竞争的基础门槛是制造设备，其差异化的焦点是供货和质量控制等软实力。通过购置国外先进生产和检测设备，晋亿已经实现了硬件的提升。这几年通过不断供货，软实力也得到相应的提升，相信随着公司在汽车行业不断成熟，该业务将是公司强劲的增长点。

图表 13 不断增长的汽车产量为汽车紧固件提供了巨大的市场空间



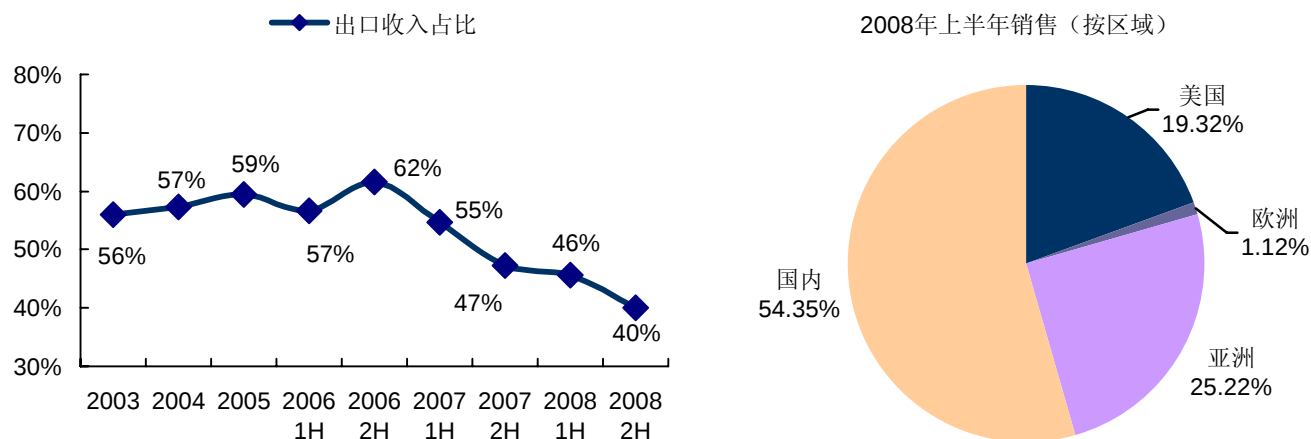
资料来源：平安证券研究所

3.3 出口业务将在一季度见底

受金融危机的影响，从 2008 年 11 月开始，公司出口订单量下降较多，2008 年全年实现出口收入在 1 亿美元左右，约为 7.1 亿元人民币。2009 年 1 月出口收入约 600 万美元，同比减少了 25%-30%。

公司大部分紧固件都供应出口市场，出口市场客户都是公司的长期合作伙伴，其中以美国和亚洲的客户为主。由于近年来公司高铁扣件销售收入快速提高，出口市场收入占比逐渐下降。加之通用紧固件毛利率较低，该业务对净利润的影响越来越小。

图表 14 出口占比不断下降，欧洲占出口比重较小

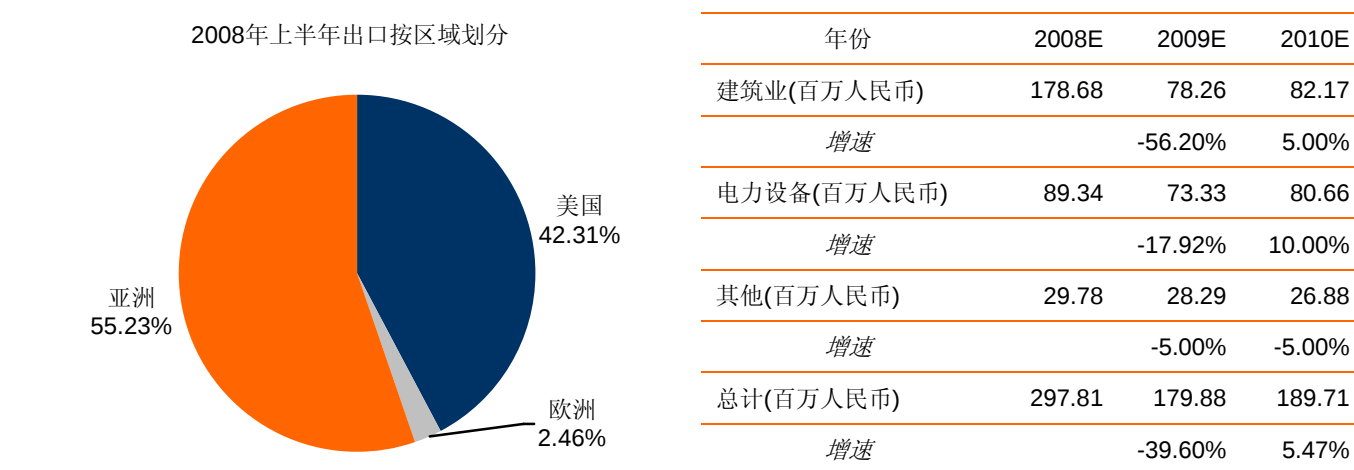


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 美国地区销售：建筑业需求见底，电力设备也将反弹

2008年上半年，公司对美国的出口收入占出口总收入的比例为**42.31%**。美国下游需求主要为建筑业（约占**60%**）和电力设备业（约占**30%**）。受金融危机的影响，公司目前对美国的出口同比下降了约**30%**。

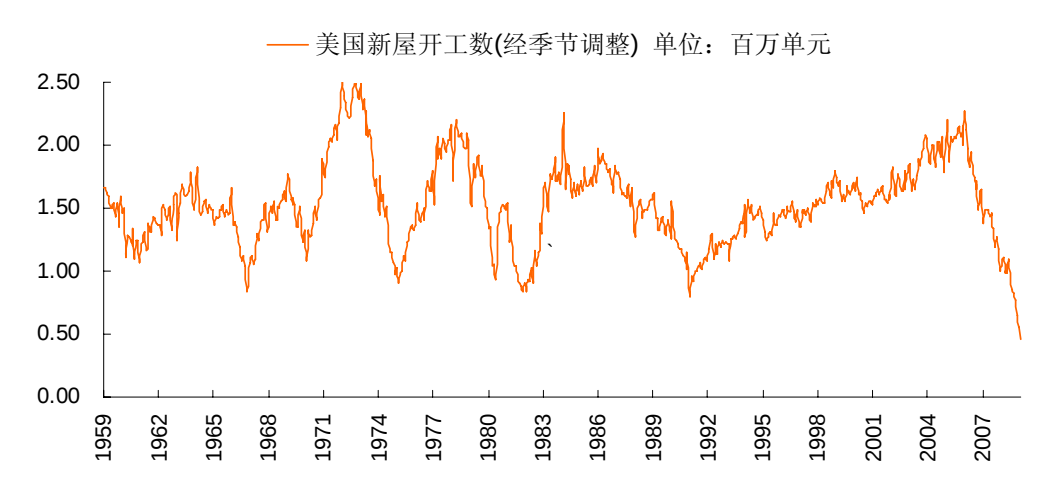
图表 15 晋亿实业出口地区分部及出口金额预测



资料来源：公司公告，平安证券研究所

建筑业需求已到低谷。紧固件需求分为新建需求和更新需求，新建需求与房屋开工数紧密相关，而更新需求也比较稳定。从审慎的角度考虑，在判断建筑业销售增速时，我们以下滑更多的新屋开工数为准。2009年1月份，美国新屋开工数（经季节调整）同比下滑了约**56.2%**。纵观美国自1959年以来的数据，一月份的数据为单月最低，故我们判断未来该数据向上的可能性很大。

图表 16 美国新屋开工数据向上的可能性很大



资料来源：CEIC，平安证券研究所

电力设备行业需求受益美国刺激经济政策。2月17日，奥巴马签署了总额7,870亿美元的经济刺激计划，其中电网改造、建筑节能和新能源等领域的投资额将超过400亿美元。尽管现在这些政策还没有真正体现出来，我们仍然判断美国电力设备行业未来将趋向好转，在预测时，我们以1月份美国电力设备行业发货量作为判断指标。

■ 欧洲地区销售：销售占比较小，影响很小

2008年，欧洲市场的出口额占全公司出口的5.85%。较小的占比使得欧盟的紧固件反倾销对公司影响很小，我们在预测时已经假设对欧洲市场出口为零。

■ 亚洲地区销售：同比下滑约30%

较为分散的出口地区给我们预测需求带来困难，我们只能通过调研大致判断。亚洲地区出口地区为台湾、日本和东南亚地区，地点非常分散。目前公司亚洲出口业务下滑量大约为20%-30%，我们以其下限30%做出预测。

四、 盈利预测

4.1 收入成本预测

图表 17 晋亿实业收入成本预测

产品	项目	单位	2007A	2008E	2009E	2010E
普通紧固件	销售收入	百万元	924.00	1038.00	647.79	749.43
	增速	%		12.34%	-37.59%	15.69%
	销售成本	百万元	853.00	964.30	601.80	696.22
	毛利率	%	7.70%	7.10%	7.10%	7.10%
	毛利	百万元	71.00	73.70	45.99	53.21
	增速	%		3.80%	-37.59%	15.69%
	收入占比	%	72.36%	56.63%	35.49%	32.70%
	毛利占比	%	57.60%	27.66%	11.03%	9.75%
高铁扣件	销售收入	百万元	19.00	220.00	852.69	1197.50
	增速	%		1057.89%	287.59%	40.44%
	销售成本	百万元	12.73	156.20	562.77	790.35
	毛利率	%	33.00%	29.00%	34.00%	34.00%
	毛利	百万元	6.27	63.80	289.91	407.15
	增速	%		917.54%	354.41%	40.44%
	收入占比	%	1.49%	12.00%	46.71%	52.25%
	毛利占比	%	5.09%	23.94%	69.50%	74.58%
精线	销售收入	百万元	281.00	430.00	215.00	230.00
	增速	%		53.02%	-50.00%	6.98%
	销售成本	百万元	246.00	376.44	188.22	201.35
	毛利率	%	12.46%	12.46%	12.46%	12.46%
	毛利	百万元	35.00	53.56	26.78	28.65
	增速	%		53.02%	-50.00%	6.98%
	收入占比	%	22.00%	23.46%	11.78%	10.04%
	毛利占比	%	28.39%	20.10%	6.42%	5.25%
其他	销售收入	百万元	53.00	145.00	110.00	115.00
	增速	%		173.58%	-24.14%	4.55%
	销售成本	百万元	42.00	69.60	55.55	58.08
	毛利率	%	80.00%	52.00%	49.50%	49.50%
	毛利	百万元	11.00	75.40	54.45	56.93
	增速	%		585.45%	-27.79%	4.55%
	收入占比	%	4.15%	7.91%	6.03%	5.02%
	毛利占比	%	8.92%	28.30%	13.05%	10.43%
销售总收入		百万元	1277.00	1833.00	1821.48	2293.94
销售总成本		百万元	1153.73	1566.54	1405.79	1746.43
毛利总和		百万元	123.27	266.46	415.69	547.51
综合毛利率		%	9.65%	14.54%	22.82%	23.87%

资料来源：平安证券研究所

4.2 原材料价格下跌有利于提高公司毛利率

钢材和天胶等原材料价格下跌扩大了公司的盈利空间，但由于定价模式的不同，钢价下跌对通用紧固件和高铁扣件的毛利影响是不一致的。

■ 高铁扣件：订单价格锁定，钢价下跌扩大盈利空间

公司与铁道部签订的供货合同是闭口合同，不会因为钢价的波动而对价格做出调整。按上文分析，未来1-2年是高铁扣件的大量交付时间段，而这个时段内钢价受整体经济的影响仍将处于低位，这扩大了高铁业务的盈利空间。综合判断，假设2009年平均钢材采购成本将较2008年下降30%，从而提高产品毛利率约5个百分点。

■ 通用紧固件：毛利率维持在7-8%，价格随成本波动

通用紧固件竞争非常激烈，售价随成本波动。主要原材料盘元占生产成本的比例很高，以2005年为例，盘元占生产成本的比例为67.99%。近期，盘元价格经过大幅下跌现在处于低位，而产品成本的下降使得售价也将随之下调。故我们预计销售收入时必须同时考虑销量下滑和售价下滑两方面的因素。

图表 18 盈利预测简表

利润表	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,185.7	1,296.9	1,276.9	1,833.0	1,821.5	2,293.9
营业成本	984.9	1,091.7	1,122.2	1,566.5	1,405.8	1,746.4
营业税金及附加	0.0	0.6	0.6	0.9	0.9	1.1
主营业务利润	200.8	204.5	154.2	265.5	414.8	546.4
销售费用	46.0	51.4	55.8	65.6	65.2	82.1
管理费用	30.7	37.2	45.9	68.7	68.3	86.0
财务费用	14.6	10.9	2.8	16.4	15.9	12.9
资产减值损失	0.0	0.0	10.3	3.2	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	3.4	0.2	2.0	2.0
营业利润	150.1	105.0	42.7	111.8	267.4	367.3
加：营业外收入	0.1	5.1	3.8	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	1.3	3.6	1.7	0.0	0.0	0.0
利润总额	154.6	106.5	44.8	111.8	267.4	367.3
减：所得税	22.3	17.3	10.1	20.1	53.5	80.8
净利润	132.3	89.2	34.7	91.7	213.9	286.5
减：少数股东损益	-4.0	-0.7	-2.2	0.5	1.2	1.6
归属于母公司的净利润	136.3	90.0	36.8	91.2	212.7	285.0
EPS（最新股本摊薄）	0.18	0.12	0.05	0.12	0.29	0.39

资料来源：平安证券研究所

五、 估值及投资建议

5.1 高铁收入超出预期是我们推荐的主要理由

高铁收入将超过市场预期。从现有的订单来看，晋亿实业2009年将完成剩余7.07亿元的订单。但根据铁道部的交货要求，其中4.5亿元未完成郑西线订单大约在6月份之前就会完成。我们判断在铁路建设加速的背景下，2009年下半年公司还将为铁道部供货，全年高铁扣件销售收入将突破7亿元。

图表 19 晋亿实业估值有较大空间

股票名称	股票代码	价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		2009-3-9	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
中国南车	601766	4.38	0.12	0.15	0.20	36.50	29.20	21.90	推荐
北方创业	600967	8.74	0.18	0.32	0.37	48.56	27.31	23.62	中性
晋西车轴	600495	18.08	0.40	0.61	0.77	45.20	29.64	23.48	推荐
时代新材	600458	13.21	0.28	0.45	0.68	47.18	29.36	19.43	推荐
晋亿实业	601002	5.76	0.12	0.29	0.39	46.64	19.99	14.93	推荐

综合上文分析，我们预测公司2009年和2010年EPS分别为0.29元和0.39元，对应市盈率分别为19.99倍和14.93倍，这样的估值水平和铁路板块2009年近30倍的估值差距较大，给予“推荐”的投资评级。

5.2 风险提示

高铁招标不确定性。由于铁路建设过程中不确定性因素太多，可能导致招标时间具有不确定性。但是在高铁建设加速的背景下，我们判断这类风险较小。

反倾销政策对出口的影响。欧洲对国内紧固件反倾销政策已经出台，其他国家也有可能出台类似的反倾销政策。在紧固件行业里，晋亿实业的产品相对高端，受到反倾销政策的波及可能性较小。

作者简介：

鲍无可：平安证券机械行业研究员，上海交通大学工学硕士。

王合绪：金属材料学学士（江苏理工大学4年）、机械工程师（机械厂5年）、经济学硕士（南京大学3年）、行业和公司研究（湘财证券3年、德隆集团1年、美国PE乔丹工业2年、平安证券2年）。

机械行业小组：

王合绪	021-6248 3458	wanghexu@pasc.com.cn
叶国际	0755-2262 7084	yegj@pasc.com.cn
鲍无可	021-6207 8961	baowk@pasc.com.cn

附：财务报表

资产负债表	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1,549.7	1,458.6	1,464.9	1,817.5
货币资金	316.9	16.0	137.3	166.6
应收账款	218.6	282.9	281.7	353.7
预付款项	206.3	157.7	141.7	175.7
其他应收款	14.2	28.4	29.3	34.6
存货	787.5	968.1	870.3	1,079.0
待摊费用和其他流动资产	6.3	5.6	4.6	7.9
非流动资产	1,157.2	1,445.0	1,566.0	1,597.3
长期股权投资	3.0	2.7	1.9	2.5
固定资产	934.5	1,241.5	1,398.6	1,443.5
在建工程	173.3	116.1	78.1	54.0
无形资产	35.4	44.1	52.8	61.5
其他非流动资产	11.1	40.5	34.6	35.8
资产总计	2,706.9	2,903.6	3,031.0	3,414.9
流动负债	810.4	900.4	833.8	978.6
短期借款	230.7	230.7	230.7	230.7
应付账款	406.3	543.0	488.2	605.2
预收款项	14.6	10.2	10.1	12.7
其他流动负债	158.8	116.5	104.8	129.9
非流动负债:	202.3	217.3	214.8	211.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应付款	202.3	217.3	214.8	211.5
递延所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	1,012.7	1,117.7	1,048.6	1,190.0
实收资本	738.5	738.5	738.5	738.5
资本公积金	657.9	657.9	657.9	657.9
盈余公积金	68.7	77.8	99.2	127.6
未分配利润及其他	57.8	139.8	313.8	526.3
少数股东权益	148.9	149.4	150.6	152.1
归属于母公司所有者权益	1,522.9	1,614.0	1,809.4	2,050.2
股东权益合计	1,671.8	1,763.5	1,959.9	2,202.4
负债及股东权益总计	2,684.5	2,881.2	3,008.6	3,392.4

利润表	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,276.9	1,833.0	1,825.5	2,291.9
营业成本	1,122.2	1,566.5	1,408.3	1,746.0
营业税金及附加	0.6	0.9	0.9	1.1
主营业务利润	154.2	265.5	416.2	544.8
销售费用	55.8	65.6	65.4	82.1
管理费用	45.9	68.7	68.5	85.9
财务费用	2.8	16.4	15.9	12.9
资产减值损失	10.3	3.2	0.0	0.0
投资净收益	3.4	0.2	2.0	2.0
营业利润	42.7	111.8	268.5	365.9
加：营业外收入	3.8	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	1.7	0.0	0.0	0.0
利润总额	44.8	111.8	268.5	365.9
减：所得税	10.1	20.1	53.7	80.5
净利润	34.7	91.7	214.8	285.4
减：少数股东损益	-2.2	0.5	1.2	1.6
归属于母公司的净利润	36.8	91.2	213.7	283.9
EPS（最新股本摊薄）	0.05	0.12	0.29	0.38
现金流量表（百万元）				
经营活动现金净流量	-121.2	325.4	470.0	503.0
投资活动现金净流量	-665.8	-253.1	-136.1	-29.9
融资活动现金净流量	835.7	-95.0	-287.8	-292.8
当年现金净流量	45.3	-22.7	46.2	180.3
期初现金余额	90.9	137.3	166.6	443.5
期末现金余额	0.0	114.6	212.7	623.7
重要财务指标				
主营收入增速(%)	-1.54%	43.55%	-0.41%	25.55%
净利润增速(%)	-59.06%	147.61%	134.28%	32.86%
综合毛利率	12.12%	14.54%	22.85%	23.82%
销售净利率	2.71%	5.00%	11.77%	12.45%
ROE	3.23%	5.81%	12.48%	14.71%
PE	115.49	46.64	19.91	14.99
PB	5.61	2.79	2.64	2.35
EV/EBITDA	29.45	16.63	9.13	7.67

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257