

晋亿实业 601002.SS

高铁投资拉动业绩增长

研究结论

- **业绩符合预期：**报告期内公司实现营业收入 18.75 亿元，营业利润为 1.14 亿元，分别同比增长 46.84%、163.76%。归属母公司股东净利润 9391.12 万元，同比增长 150.29%，实现每股收益 0.127 元，同比增长 144.56%，其中扣除非经常性损益后每股收益为 0.132 元，符合我们之前的预期。
- **高铁紧固件支撑起未来增长：**分产品看，收入占比达 79% 的紧固件增长最为显著，报告期内实现收入 13.71 亿元，同比增长 45.48%。其中，公司累计中标的 9.7 亿高铁扣件订单从 2008 年上半年开始陆续交货，是紧固件产品收入实现大幅增加的主要因素。2009 年公司尚有约 7 个亿高铁扣件交货，此外，2009、2010 年还将有数条高铁开始招标，会带来新的订单，我们预计这些新订单主要在 2010 年后实现收入，可支撑起公司未来的高增长；传统紧固件受经济危机影响，预计短时间内难以扭转下降趋势。精线收入占比为 20.82%，报告期内实现收入 3.61 亿，同比增长 28.59%，但受下游需求放缓影响，我们预计未来此项产品收入维持稳定。加工收入同比减少 46.89%，预计未来也保持下降趋势。
- **内销增长有保障，出口形势依然严峻：**分地区看，内销业务增长迅速，实现收入 9.48 亿，同比增长 57.27%，主要是产品价格随成本上涨而有所提高以及铁路用紧固件开始陆续交货增加收入。外销方面，主要出口地美国、亚洲收入分别增长 18.85% 和 36.08%，欧洲受反倾销影响下降 20.36%。我们预计受金融危机影响以及贸易保护抬头，出口难度日益加大，短时间内难以扭转下滑趋势。内销受高铁扣件需求大幅增加拉动，未来有望保持平稳增长。在经营策略上公司也将由过去主要依靠外向型出口增长向内需型增长转变，以不断扩大国内市场分额。
- **毛利率大幅改善：**公司综合毛利率为 18.87%，同比增加 6.75 个百分点，其中主要产品毛利水平均有所改善，紧固件毛利率达到 15.15%，同比提高 6.95 个百分点，主要是高铁扣件等高毛利产品占比提高。精线毛利率达到 23.56%，提高 11.05 个百分点，主要由于公司产品价格大幅提升，而公司具有批量采购优势，成本涨幅小于价格涨幅。我们预计未来随着高端产品占比不断提升，公司毛利水平有进一步改善空间。
- **催化剂和风险因素：**受益于此轮铁路大开发，公司高铁扣件业务将逐步实现规模化，此外公司不断拓展风电、特高压电网、新能源等新领域，带动业绩的增长。同时公司也面临着国际、国内需求的波动，国际贸易保护主义抬头所带来的反倾销风险、钢铁等原材料价格波动以及人民币汇率波动等不确定性。
- 我们预测公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元。给予公司 35 倍 PE，对应 2009 年预测 EPS 股价为 8.75 元，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 x 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 4 月 13 日)	7.56 元
目标价格 (6 个月)	8.75 元
总股本/A 股 (万股)	73847/3013
A 股市值 (百万元)	227.78
国家/地区	中国
行业	机械基础件制造业
报告日期	2009 年 4 月 14 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	20.77	41.31	5.44
相对表现 (%)	(1.86)	(8.11)	28.86

资料来源: WIND

财务分析	2007	2008	2009E	2010E
(百万元)				
主营业务收入	1276.92	1875.05	2073.29	2413.60
税前利润	45.45	112.36	259.74	342.24
归属母公司净利润	35.35	87.84	194.80	256.68
EBITDA	157.62	292.71	441.91	528.51
每股收益 (元)	0.05	0.13	0.25	0.33
净资产收益率	2.11%	5.49%	10.00%	11.86%
每股经营现金 (元)	-0.16	-0.02	0.25	0.43
市盈率(X)	140.13	56.35	28.12	21.34
EV/EBITDA	47.80	18.24	11.89	9.48

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

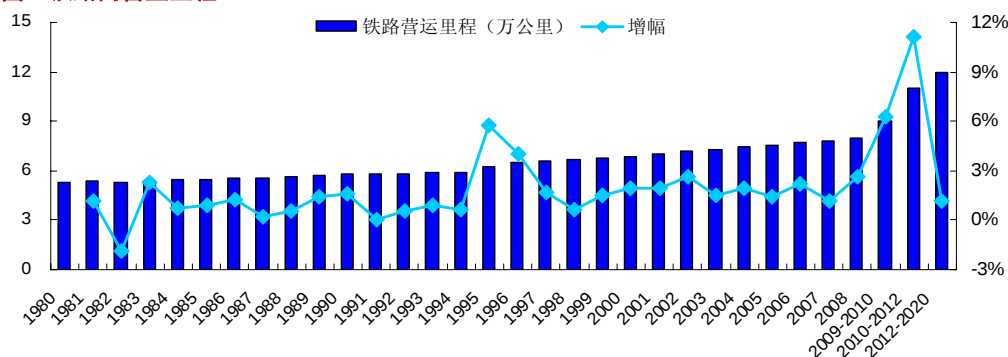
敬请参阅最后一页之重要声明。

紧固件龙头企业受益于高铁建设

铁路运输是我国经济发展的大动脉，但我国铁路的发展速度却一直跟不上需求的步伐，直接导致了铁路客、货运供需缺口的日益扩大。2004 年铁道部颁布了《中长期铁路网规划》，指明了到 2020 年我国铁路网的发展蓝图，自此我国铁路建设开始加速。进入 2008 年，为了应对全球性的金融危机，国家提出扩大内需、保障经济平稳增长的任务，铁路作为对相关产业链带动最为明显的领域，同时也作为最需要发展的领域被摆在了突出的位置。

截至 2008 年年底我国铁路网规模达到了 8 万公里，比 2007 年增加了 2000 公里以上。到 2010 年我国铁路网营业里程将达到 9 万公里以上，到 2012 年、2020 年分别达到 11 万公里，12 万公里以上。从整个铁路的建设步伐上可以看出，2008-2010 年年均铁路网营业里程增加 5000 公里，2010-2012 年铁路网营业里程年均增加 1 万公里，2012-2020 年间年均增加 1250 公里，可见 2012 年前我国铁路将迎来建设的高峰期，2012 年后将进入平稳推进阶段。

图：铁路网营业里程

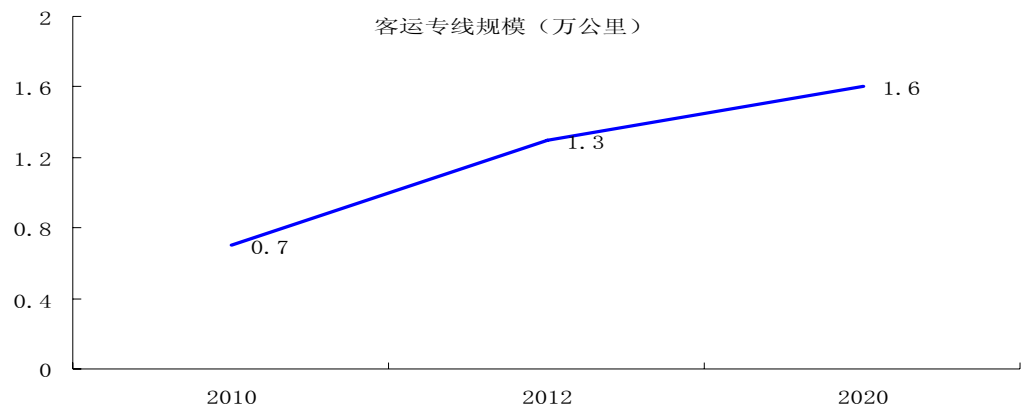


资料来源：东方证券研究所

从各项建设内容上看，到 2012 年我国铁路建设的重头将以客运专线的建设为主，通过建设客运专线逐步实现客货分线，一方面可以实现客运快速的目标，逐步缓解客运紧张的局面，另一方面客货分线后即有线作货运，也可以缓解货运满足率不足的现象。建设的内容主要是“四横-四纵”客运专线、环渤海、长江三角洲、珠江三角洲以及中部发达地区城际客运系统。

2010 年我国客运专线将达到 7000 公里的规模，2012 年、2020 年分别达到 1.3 万公里、1.6 万公里的规模，2010-2012 年间年均建设客运专线达到了 3000 公里，对比之前客运专线的建设进程，这一速度是非常惊人的，我们认为 2012 年前我国将迎来客运专线建设的高峰期。2012 年后，客运专线建设将进入平稳期，2012-2020 年间年均建设约 400 公里。到目前为止，全国铁路客运专线项目已经开工建设近 1 万公里，2009~2010 年还将开工建设约 1 万公里。

随着铁客运专线的陆续开工建设，高铁用紧固件的需求量也大幅提高，一般每公里高铁用紧固件为 6000 套，则在 2009-2010 年间年均约有 4000-5000 公里的客运专线需要进行紧固件招投标，每年的市场容量达到 2000-3000 多万套，相关企业将直接受益于此轮铁路大开发。

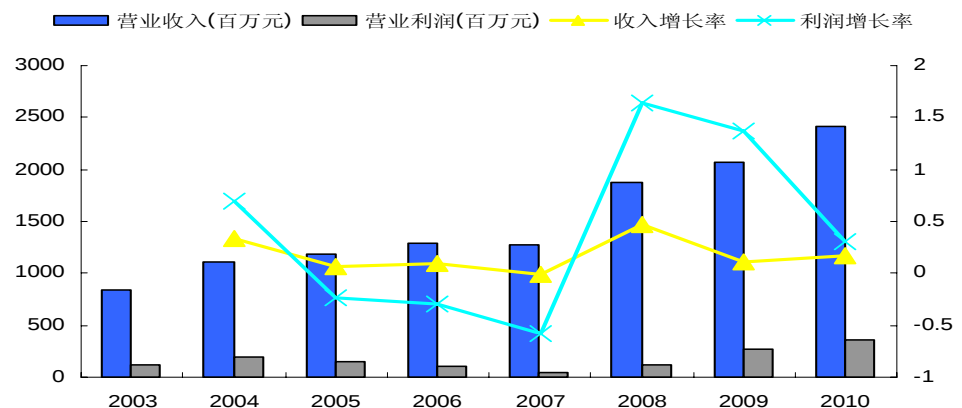
图：未来客运专线规模


资料来源：东方证券研究所

晋亿实业已充分具备了高铁扣件系统中的弹条、紧固件、橡胶、塑料、铸铁件以及弹性体等各种零配件产品的开发、生产、检测以及整套扣件系统的集成配套和物流能力，累计中标 9.5 亿左右，市场份额为 17% 左右，以金额计占 20% 左右。公司高速铁路紧固件业务优势明显：1 产品链宽：公司具备生产 250 公里、350 公里高速铁路所需紧固件能力；2 自给率高：公司是唯一一家自给率达到 100% 的企业，满足铁道部要求；3 产能有保障，且具备了铁道部要求的生产企业所必需通过的相关证书，具备生产资格。未来公司在新接订单方面竞争力强。

收入和利润大幅增长

报告期内公司实现营业收入 18.75 亿元，营业利润为 1.14 亿元，分别同比增长 46.84%、163.76%。归属母公司股东净利润 9391.12 万元，同比增长 150.29%，实现每股收益 0.127 元，同比增长 144.56%，我们预计未来受经济危机影响，出口业务下滑以及普通紧固件需求放缓，公司增速也会逐渐趋缓。

图：公司收入和利润增长情况


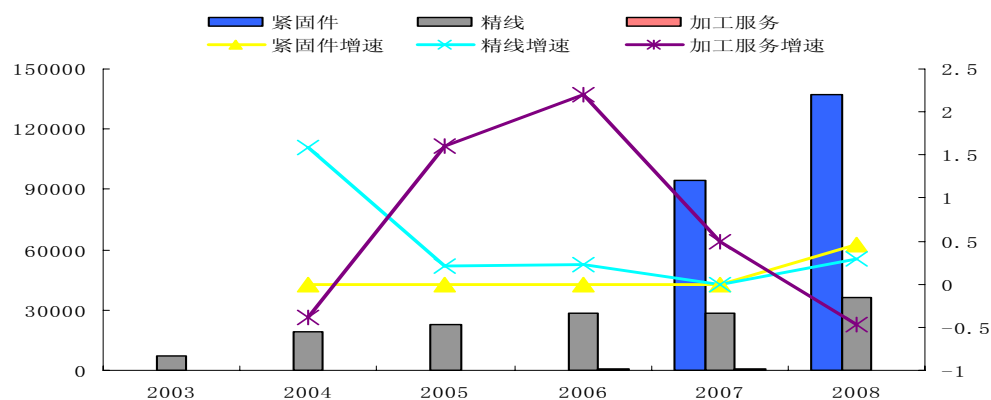
资料来源：东方证券研究所

高铁扣件拉动紧固件增长

分产品看公司收入占比达 79% 的紧固件增长最为显著，报告期内实现收入 13.71 亿元，同比增长 45.48%。其中，公司累计中标的 9.7 亿高铁扣件订单从 2008 年上半年开始陆续交货，是紧固件产品收入实现大幅增加的主要因素。2009 年公司尚有约 7 个亿高铁扣件交货。2009、2010 年还将有数条高铁开始招标，预计年均市场容量达到 2000-3000 万套，公司具有产业链宽、配套齐全以及国产化率 100% 的优势，在招投标中优势明显。公司市场份额占比 17%，预计在新的招投标中市场份额有望维持这一占比。我们预计新接订单主要在 2010 年后实现收入。

传统紧固件受经济危机影响，预计短时间内难以扭转下降趋势。精线收入占比为 20.82%，报告期内实现收入 3.61 亿，同比增长 28.59%，但受下游需求放缓影响，我们预计未来此项产品收入维持稳定。加工收入同比减少 46.89%，预计未来也保持下降趋势。

图：分产品情况

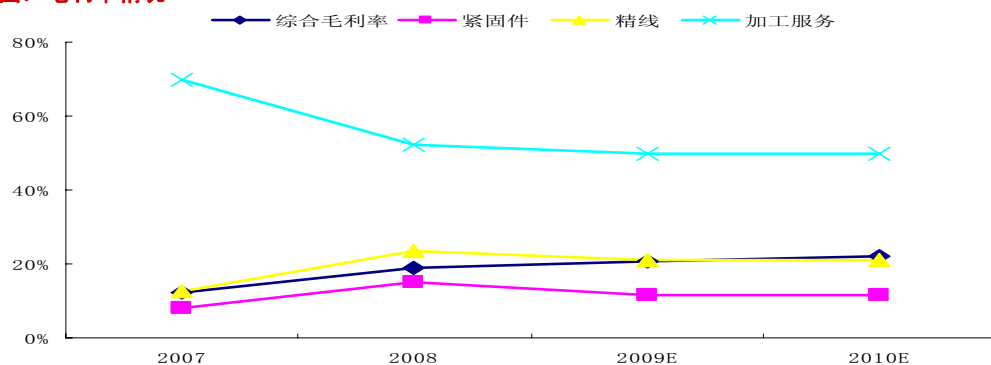


资料来源：东方证券研究所

毛利率大幅改善

公司综合毛利率为 18.87%，同比增加 6.75 个百分点，其中主要产品毛利水平均有所改善，紧固件毛利率达到 15.15%，同比提高 6.95 个百分点，主要是高铁扣件等高毛利产品占比提高。精线毛利率达到 23.56%，提高 11.05 个百分点，主要由于公司产品价格大幅提升，而公司具有批量采购优势，成本涨幅小于价格涨幅。我们预计未来随着高端产品占比不断提升，公司毛利水平有进一步改善空间。

图：毛利率情况



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	1276.92	1875.05	2073.29	2413.60	税后利润	37.52	93.91	187.01	246.41
营业成本	1122.18	1521.28	1645.14	1880.30	经常性现金支出	116.01	172.60	188.89	194.84
主营业务税金及附加	0.59	1.02	0.90	1.03	非经常性现金支出	(6.73)	10.64	12.62	14.46
销售费用	55.82	69.01	72.57	84.48	营运资金变动	(265.86)	(153.76)	(209.40)	(150.25)
管理费用	45.94	80.07	72.57	84.48	少数股东损益	(2.17)	3.89	7.79	10.27
财务费用	2.09	18.69	10.92	9.01	经营活动现金净流	(121.23)	(17.04)	186.92	315.73
营业利润	50.29	114.37	271.20	354.31	资本开支	443.24	273.95	83.18	31.40
非经常性损益	(4.84)	(8.00)	(11.46)	(12.07)	其他投资	(219.55)	0.00	0.00	0.00
税前利润	45.45	112.36	259.74	342.24	投资活动现金净流	(665.79)	(101.85)	(82.34)	(30.98)
所得税	10.11	24.51	64.93	85.56	贷款增加	(4.81)	0.00	0.00	0.00
净利润	35.35	87.84	194.80	256.68	支付股利利息	(132.89)	(1.61)	(7.13)	(30.67)
少数股东损益	(2.17)	(6.07)	7.79	10.27	其他融资	(5.30)	3.08	(12.03)	(13.10)
归属母公司净利润	37.52	93.91	187.01	246.41	筹资活动现金净流	832.61	156.82	(19.16)	(43.77)
EPS (元/股)	0.05	0.13	0.25	0.33	现金净流量	45.58	31.85	85.42	240.98
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	127.24	122.71	258.14	499.12
	2007	2008	2009E	2010E	比率分析				
货币资金	316.85	141.01	258.14	499.12		2007	2008	2009E	2010E
应收账款票据	238.01	274.33	365.18	428.48	增长能力				
存货	787.48	1119.04	1142.15	1276.76	营收增长率(%)	-1.54%	23.89%	31.06%	16.41%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	-24.21%	85.70%	50.97%	19.60%
流动资产合计	1549.70	1670.99	2018.14	2470.54	EBIT 增长率(%)	-54.85%	188.47%	86.73%	28.78%
长期投资	3.00	25.76	53.90	53.90	净利润增长率(%)	-60.34%	174.99%	100.42%	31.76%
固定资产	934.48	1176.59	965.95	897.40	盈利能力				
在建工程	173.26	152.30	120.26	61.41	毛利率(%)	12.12%	18.87%	20.65%	22.10%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	2.77%	6.14%	9.40%	10.63%
非流动资产合计	1157.23	1409.00	1196.13	1060.57	EBITDA 利润率(%)	12.34%	18.50%	21.31%	21.90%
资产总计	2706.94	3080.00	3214.27	3531.11	ROA(%)	1.31%	3.38%	6.06%	7.27%
循环借款	253.16	275.50	253.16	253.16	ROE(%)	2.11%	5.49%	10.00%	11.86%
应付账款	406.29	427.51	618.15	691.64	ROIC(%)	2.09%	4.65%	7.56%	8.70%
预收账款	14.59	109.69	16.24	19.74	偿债能力				
其他应付款	(3.92)	105.17	(23.04)	(30.83)	资产负债率(%)	38.24%	38.52%	39.42%	38.71%
流动负债合计	832.85	1058.09	1064.80	1164.50	流动比率(倍)	1.86	1.77	1.90	2.12
非流动负债合计	202.31	194.14	202.31	202.31	速动比率(倍)	0.67	0.50	0.59	0.80
负债合计	1035.17	1252.23	1267.11	1366.82	价值评估				
股本	738.47	738.47	738.47	738.47	P/B(倍)	3.45	3.25	2.94	2.64
资本公积	657.91	657.91	713.98	763.26	P/E(倍)	140.13	56.35	28.12	21.34
未分配利润	57.75	140.83	251.38	396.64	EV/收入(倍)	5.90	3.37	2.53	2.08
股东权益	1671.77	1827.77	1947.16	2164.29	EV/EBITDA(倍)	47.80	18.24	11.89	9.48
负债和股东权益	2706.94	3080.00	3214.27	3531.11	EV/EBIT(倍)	143.87	35.33	18.62	13.79

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn