

## 西仪股份 (002265): 业务结构改善、新增产能释放, 2010 年业绩可期 中性 (维持)

### 汽车及配件

当前股价: 11.47 元

报告日期: 2010 年 03 月 18 日

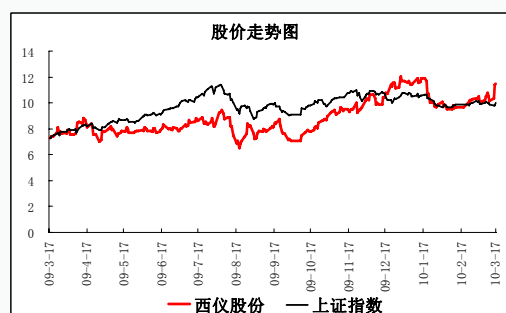
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

|                | 2008A   | 2009A   | 2010E    | 2011E  |
|----------------|---------|---------|----------|--------|
| 营业收入           | 429     | 438     | 593      | 787    |
| (+/-)          | 3.88%   | 2.12%   | 35.44%   | 32.67% |
| 营业利润           | 13      | 3       | 35       | 46     |
| (+/-)          | -48.87% | -80.74% | 1281.14% | 31.31% |
| 归属于母公<br>司的净利润 | 33      | 18      | 37       | 48     |
| (+/-)          | 10.00%  | -43.75% | 100.83%  | 28.58% |
| 每股收益<br>(元)    | 0.11    | 0.06    | 0.13     | 0.16   |
| 市盈率 (倍)        | 102     | 181     | 90       | 70     |

#### 公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本/已流通股 (万股) | 29,103/7,389 |
| 流通市值 (亿元)     | 8.48         |
| 每股净资产 (元)     | 1.85         |
| 资产负债率 (%)     | 32.94        |

#### 股价表现 (最近一年)



联系人: 天相汽车组

010-66045802 [huangc@txsec.com](mailto:huangc@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 2009 年 1-12 月, 公司实现营业收入 4.38 亿元, 同比增长 2.12%; 归属于母公司所有者的净利润 1,841 万元, 同比下滑 43.75%, EPS 为 0.06 元; 每 10 股派现 0.1 元 (含税)。4 季度, 公司实现营业收入 1.25 亿元, 同比增长 24.96%, 环比增长 10.52%; 归属于母公司所有者的净利润 614 万元, 同比下滑 5.57%, 环比增长 2.69 倍, EPS 为 0.02 元。
- 公司费用率稳中有降。公司 2009 年期间费用率为 12.19%, 同比下降 0.61 个百分点, 相比 2007 年下降 1.61 个百分点。公司费用率下降主要来源于销售费用率和财务费用率的下降。我们预计, 随着销量的增加形成规模效应以及管理水平的不断提高, 公司期间费用率将稳中趋降。
- 其他工业产品销量回升、连杆产品结构升级, 预计公司 2010 年毛利率有望上升到 16% 左右。公司的主营业务为其他工业产品 (军工类)、连杆产品和机床零部件产品, 2008 年毛利率分别为 31.90%、18.44% 和 1.04%。2009 年公司的综合毛利率为 12.08%, 同比下滑 3.67 个百分点。公司毛利率下滑主要有两个原因: (1) 2009 年其他工业产品外贸订单减少, 销售收入同比大幅下滑 49.89%, 在收入中占比减少毛利贡献下滑; (2) 公司 2009 年销售的连杆产品主要为 1.6L 及以下型号, 产品均价下降, 毛利率下降到 10.26%。我们预计, 随着国防预算的稳步增加以及外贸形势的好转, 公司其他工业产品收入将逐渐回升; 在国家经济维稳增长的大背景下, 中高级汽车销量持续回暖, 公司连杆产品结构升级, 盈利能力将有所改善。综合考虑原材料钢价温和上涨以及业务结构改善的情况, 我们预计公司 2010 年综合毛利率有望上升到 16% 左右。
- 2010 年产能释放推动公司业绩增长。包括合营企业, 公司连杆总产能约 500 万支, 仅 2009 年上半年公司连杆累计销售就达 306 万支, 全年已出现产能不足。募投资项目预计 2010 年下半年投产, 届时将新增 500 万支连杆产能, 公司将受益新增产能逐步释放带来的业绩增长。
- 盈利预测、投资建议和风险。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.13 元、0.16 元, 以 3 月 17 日收盘价 11.47 元计算, 动态 P/E 分别为 90 倍、70 倍。考虑公司估值相对偏高, 我们暂时维持“中性”投资评级。公司的风险主要体现在原材料价格超预期上涨风险、中高级汽车需求回暖的不确定性风险以及募投资项目收益不如预期风险等。