

汽车紧固件超预期，持续性可能改善

报告关键点:

- 普通紧固件出口有所复苏，但盈利能力还未恢复
- 铁路扣件及汽车紧固件均明显增长，公司的增长持续性存在改善可能
- 暂时维持中性-A的投资评级，继续关注汽车紧固件的增长前景

报告摘要:

- 普通紧固件出口有所复苏，但盈利能力还未恢复。近两个月普通紧固件的出口订单回升，虽然仍然不如2008年，但同比明显回升。这主要得益于国外房地产、建筑等行业复苏，加上前期消耗的大量库存需要补充。但是由于目前竞争仍相对激烈，出口盈利情况仍不理想。
- 高铁扣件下半年开始将进入交付高峰，高铁建设热情将延后交货回落。从目前订单情况来看(在手订单近20亿元)，公司高铁扣件今年预计交货超过10亿元。未来两年是高铁交付的高峰期，并且国产化率的提升将使公司高铁扣件明年仍将保持增长，我们预计明年这一产品的增幅在20%左右。从持续性角度来看，虽然不如线上产品，但目前各地高铁热情较高，线路增长可能超预期，加上客货分离后的既有线路改造也会用到类似产品，因此公司铁路相关产品的可持续性虽然较差，但并不会很快明显回落，而且今年的交货量也有可能略超预期。虽然今年价格有所回落，但毛利率仍然超过25%，是今年业绩增长的主要贡献产品。
- 汽车紧固件增长超预期，可能成为高铁扣件之后的又一增长点。公司汽车紧固件今年开始增长明显(超过我们预期)，预计全年的增幅可能在100%左右；汽车紧固件的量产使得该产品的盈利能力大幅提升，估计目前其净利润率已近20%左右，不低于高铁扣件的盈利能力。由于我国对欧洲紧固件的反倾销效果初现，推动了汽车紧固件的国产化进程，因此这一产品有可能成为公司继高铁扣件之后的又一增长点，但也存在不确定性(有可能双方都撤拆，重新回到原点，这将影响汽车紧固件的国产化进程)。
- 暂时维持中性-A的投资评级，但密切关注其增长的可持续性变化。预计公司未来三年的每股收益分别为0.24元、0.31元和0.33元。按2010年28倍动态市盈率计算，公司合理股价在6.8元左右。由于汽车紧固件的增长仍有一定的不确定性，出于谨慎，我们暂时维持对其中性-A的投资评级，密切关注未来公司业绩增长持续性可能发生的变化。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,875.1	1,708.4	2,689.8	3,267.0	3,553.7
Growth(%)	46.8%	-8.9%	57.4%	21.5%	8.8%
净利润	93.9	-1.6	176.6	228.1	241.3
Growth(%)	150.3%	-101.7%	-1148.4%	29.2%	5.8%
毛利率(%)	18.9%	17.0%	20.7%	21.1%	20.6%
净利润率(%)	5.0%	-0.1%	6.6%	7.0%	6.8%
每股收益(元)	0.13	-0.00	0.24	0.31	0.33
每股净资产(元)	2.48	2.46	2.65	2.90	3.16
市盈率	51.2	-3,099.4	27.2	21.1	19.9
市净率	2.6	2.6	2.5	2.2	2.1
净资产收益率(%)	4.8%	-1.5%	9.0%	10.6%	10.3%
ROIC(%)	6.6%	-0.1%	9.4%	8.6%	8.2%
EV/EBITDA	20.3	41.9	18.5	14.7	13.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

6.80 元

期限: 6 个月 上次预测: 6.50 元

现价: 6.68 元

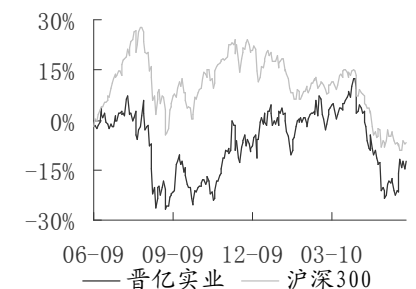
报告日期:

2010-06-11

市场数据

总市值(百万元)	4,932.98
流通市值(百万元)	4,932.98
总股本(百万股)	738.47
流通股本(百万股)	738.47
12 个月最高/最低	5.60/8.88 元
十大流通股(%)	72.98%
股东户数	47,153

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.36	3.27	(5.46)
绝对收益	(1.14)	(12.53)	(12.31)

研究员

林晟

行业分析师

 0755-82558022 linsheng@essence.com.cn
 证书编号 S1450209090270

前期研究成果

晋亿实业: 出口订单有所恢复, 但持续性堪忧

2009-10-27

晋亿实业: 高铁扣件中标金额低于我们预期

2009-07-06

晋亿实业: 普通产品下滑明显, 高铁扣件支撑高增长

2009-04-23

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-6-11

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,875.1	1,708.4	2,689.8	3,267.0	3,553.7	成长性					
减: 营业成本	1,521.3	1,418.5	2,133.4	2,577.3	2,820.2	营业收入增长率	46.8%	-8.9%	57.4%	21.5%	8.8%
营业税费	1.0	2.0	1.3	1.6	1.8	营业利润增长率	163.8%	-111.0%	-1855.5%	32.5%	8.6%
销售费用	69.0	122.1	126.4	150.3	163.5	净利润增长率	150.3%	-101.7%	-11484.4%	29.2%	5.8%
管理费用	80.1	110.7	139.9	166.6	177.7	EBITDA 增长率	76.0%	-49.9%	161.4%	28.2%	6.9%
财务费用	18.7	24.3	45.1	63.4	64.7	EBIT 增长率	192.8%	-91.2%	2162.0%	33.9%	7.4%
资产减值损失	67.1	46.9	25.9	15.4	8.3	NOPLAT 增长率	184.6%	-102.3%	-8670.7%	30.5%	4.7%
加: 公允价值变动收益	-3.2	3.2	3.0	-	-	投资资本增长率	30.5%	8.2%	42.8%	9.0%	2.8%
投资和汇兑收益	-0.2	0.4	-	-	-	净资产增长率	9.3%	-0.5%	7.8%	9.3%	9.0%
营业利润	114.4	-12.6	220.7	292.4	317.5	利润率					
加: 营业外净收支	-2.0	1.7	-	-	-	毛利率	18.9%	17.0%	20.7%	21.1%	20.6%
利润总额	112.4	-10.8	220.7	292.4	317.5	营业利润率	6.1%	-0.7%	8.2%	8.9%	8.9%
减: 所得税	24.5	16.0	44.1	64.3	76.2	净利率	5.0%	-0.1%	6.6%	7.0%	6.8%
净利润	93.9	-1.6	176.6	228.1	241.3	EBITDA/营业收入	13.9%	7.6%	12.7%	13.4%	13.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	7.1%	0.7%	9.9%	10.9%	10.8%
货币资金	141.0	186.9	322.8	392.0	518.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	203	265	184	155	143
应收帐款	270.1	402.5	416.4	505.7	550.1	流动营业资本周转天数	140	165	166	206	211
应收票据	12.7	14.9	18.4	22.4	24.3	流动资产周转天数	309	370	297	313	330
预付帐款	127.1	272.3	272.3	272.3	272.3	应收帐款周转天数	45	70	54	49	52
存货	1,119.0	961.1	1,562.9	1,888.1	2,066.1	存货周转天数	190	231	177	199	210
其他流动资产	1.1	6.1	6.1	6.1	6.1	总资产周转天数	556	677	500	481	483
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	356	460	369	374	363
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	25.8	26.1	25.0	25.0	25.0	ROE	4.8%	-1.5%	9.0%	10.6%	10.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.9%	-0.8%	4.3%	4.9%	4.9%
固定资产	1,176.6	1,342.7	1,400.4	1,420.5	1,399.4	ROIC	6.6%	-0.1%	9.4%	8.6%	8.2%
在建工程	152.3	77.2	46.3	27.8	16.7	费用率					
无形资产	37.1	42.8	40.1	37.5	35.1	销售费用率	3.7%	7.1%	4.7%	4.6%	4.6%
其他非流动资产	17.2	15.0	12.0	12.0	12.0	管理费用率	4.3%	6.5%	5.2%	5.1%	5.0%
资产总额	3,080.0	3,347.6	4,122.7	4,609.4	4,925.4	财务费用率	1.0%	1.4%	1.7%	1.9%	1.8%
短期债务	275.5	418.4	1,102.0	1,213.1	1,212.7	三费/营业收入	8.9%	15.1%	11.6%	11.6%	11.4%
应付帐款	232.3	265.8	303.9	367.2	401.8	偿债能力					
应付票据	300.4	549.7	467.6	564.9	618.1	资产负债率	40.7%	45.7%	52.5%	53.5%	52.6%
其他流动负债	114.8	2.0	46.7	79.4	114.9	负债权益比	68.5%	84.1%	110.4%	115.2%	110.9%
长期借款	81.7	181.7	181.7	181.7	181.7	流动比率	1.58	1.37	1.31	1.35	1.43
其他非流动负债	112.4	-	-	-	-	速动比率	0.46	0.62	0.49	0.49	0.53
负债总额	1,252.2	1,529.1	2,162.9	2,467.1	2,590.1	利息保障倍数	7.12	0.48	5.90	5.61	5.91
少数股东权益	211.0	200.6	200.6	200.6	200.6	分红指标					
股本	738.5	738.5	738.5	738.5	738.5	DPS(元)	-	-	0.05	0.06	0.07
留存收益	878.3	879.5	1,020.7	1,203.2	1,396.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,827.8	1,818.5	1,959.8	2,142.2	2,335.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	87.8	-26.8	176.6	228.1	241.3	EPS(元)	0.13	-0.00	0.24	0.31	0.33
加: 折旧和摊销	129.0	121.4	75.0	81.1	84.8	BVPS(元)	2.48	2.46	2.65	2.90	3.16
资产减值准备	67.1	46.9	25.9	15.4	8.3	PE(X)	51.2	-3,099.4	27.2	21.1	19.9
公允价值变动损失	3.2	-3.2	3.0	-	-	PB(X)	2.6	2.6	2.5	2.2	2.1
财务费用	1.1	14.4	21.8	45.1	63.4	P/FCF	-20.2	89.6	-31.7	105.4	34.3
投资收益	0.2	-0.4	-	-	-	P/S	2.6	2.8	1.8	1.5	1.4
少数股东损益	-6.1	-25.3	-	-	-	EV/EBITDA	20.3	41.9	18.5	14.7	13.5
营运资金的变动	-444.4	-99.9	-648.5	-240.6	-109.3	CAGR(%)	37.4%	-308.0%	15.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-17.0	189.3	-322.9	147.3	289.8	PEG	1.4	10.1	1.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-101.8	-237.5	-96.0	-80.1	-50.1	ROIC/WACC	0.8	-0.0	1.1	1.0	0.9
融资活动产生现金流量	156.8	34.5	563.6	2.0	-113.4	REP	3.3	-178.1	1.8	1.9	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006年12月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

黄方祥	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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：200122

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