

预期好转：铁路回落慢，汽车上升快

公司增长持续性问题持续跟踪

报告关键点：

- 铁路对公司的业绩贡献回落慢于预期，与汽车紧固件量产之间可能无真空期
- 产品结构的调整使公司对钢价的敏感性发生变化
- 调高盈利预测及投资评级至增持-A

报告摘要：

- 铁路对公司的业绩贡献回落慢于预期。**由于明年开始我国高速铁路进入完工高峰期，明后两年均将有大量完工，我们预计高铁扣件今年下半年开始将进入交付高峰，持续时间在两年左右。目前在手订单近20亿元，上半年公司交货量超过5亿元是大概率事件，全年交货量将在12亿元左右。明年的交货高峰以及国产化率的提升将使公司高铁扣件仍将保持增长(我们预计增幅在20%左右)。从持续性角度来看，其虽然不如线上产品，但目前各地高铁热情较高，线路增长可能超预期，这将推迟其回落期的到来及回落的速度；高铁布局基本成型后，为适应重载化既有线路的改造也会很快提上日程，其带来的产品需求虽然单价不高，但数量远高于高铁市场(其不确定性在于对既有线的改造的速度将受经济环境影响，有可能时间较长)；地铁扣件目前并无统一标准，公司正试着推行统一标准，虽然地铁建设归地方政府，推广统一标准有一定难度，但这符合趋势。综合来看，铁路对公司的业绩贡献回落将慢于预期。目前高铁扣件的净利率仍然超过15%(明年有可能会有所上升)，仍是公司未来两年的主要利润贡献者。
- 汽车紧固件增长与高铁回落之间可能没有明显真空期。**原来我们预计汽车紧固件的量产会在高铁扣件回落之后，但公司汽车紧固件今年全年的增幅可能在100%左右，虽然其触发因素是对欧盟产品的反倾销(这一事件的发展仍具不确定性)，但由于汽车产商一般不经常更换配套产商，因此有可能这是中端汽车紧固件国产化的开端。也就是说高铁的回落与汽车紧固件的增长之间可能不会有明显的真空期。
- 产品结构的调整使得公司对钢价的敏感性变小。**公司未来两年高毛利率产品收入占比上升、长单比重上升，这使得钢价对公司业绩的影响变小(原来普通紧固件为主时高库存运营带来的短期钢价波动对业绩的影响模式将改变)，抗风险能力提升。
- 调高盈利预测及投资评级(上升至增持-A)。**我们认为公司的增长持续性正在改善，调高公司未来三年的盈利预测至0.30元、0.39元和0.40元。按2010年28倍动态市盈计算，公司合理股价在8.0元左右，调高评级至增持-A。

评级：

增持-A

上次评级：中性-A

目标价格：

8.00 元

期限：12 个月 上次预测：6.80 元

现价：7.43 元

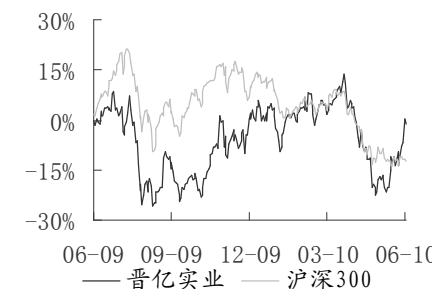
报告日期：

2010-06-27

市场数据

总市值(百万元)	5,486.83
流通市值(百万元)	5,486.83
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	22.47	12.45	11.24
绝对收益	18.15	(4.00)	(1.29)

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

- 汽车紧固件超预期，持续性可能改善
2010-06-16
- 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

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	2,744.3	3,335.0	3,635.6
Growth(%)	46.8%	-8.9%	60.6%	21.5%	9.0%
净利润	93.9	-1.6	220.9	289.1	293.2
Growth(%)	150.3%	-101.7%	-14338.8%	30.9%	1.4%
毛利率(%)	18.9%	17.0%	20.9%	21.4%	21.0%
净利润率(%)	5.0%	-0.1%	8.0%	8.7%	8.1%
每股收益(元)	0.13	-0.00	0.30	0.39	0.40
每股净资产(元)	2.48	2.46	2.70	3.02	3.33
市盈率	51.0	-3,089.9	21.7	16.6	16.3
市净率	2.6	2.6	2.4	2.2	1.9
净资产收益率(%)	4.8%	-1.5%	11.1%	13.0%	11.9%
ROIC(%)	6.6%	-0.1%	10.8%	9.8%	9.6%
EV/EBITDA	20.3	41.8	16.5	12.9	11.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.2%	1.2%

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-6-18

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	2,744.3	3,335.0	3,635.6	成长性					
减: 营业成本	1,521.3	1,418.5	2,171.2	2,620.3	2,870.8	营业收入增长率	46.8%	-8.9%	60.6%	21.5%	9.0%
营业税费	1.0	2.0	1.4	1.7	1.8	营业利润增长率	163.8%	-111.0%	-2295.7%	34.3%	4.1%
销售费用	69.0	122.1	109.8	133.4	145.4	净利润增长率	150.3%	-101.7%	-14338.8%	30.9%	1.4%
管理费用	80.1	110.7	131.7	153.4	163.6	EBITDA 增长率	76.0%	-49.9%	191.3%	28.6%	7.8%
财务费用	18.7	24.3	30.0	40.0	59.5	EBIT 增长率	192.8%	-91.2%	2504.6%	34.2%	8.4%
资产减值损失	67.1	46.9	27.2	15.5	8.6	NOPLAT 增长率	184.6%	-102.3%	-9968.7%	30.8%	5.7%
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%	43.3%	8.4%	3.1%
投资和汇兑收益	-0.2	0.4	-	-	-	净资产增长率	9.3%	-0.5%	9.7%	11.6%	10.5%
营业利润	114.4	-12.6	276.1	370.7	385.8	利润率					
加: 营业外净收支	-2.0	1.7	-	-	-	毛利率	18.9%	17.0%	20.9%	21.4%	21.0%
利润总额	112.4	-10.8	276.1	370.7	385.8	营业利润率	6.1%	-0.7%	10.1%	11.1%	10.6%
减: 所得税	24.5	16.0	55.2	81.6	92.6	净利润率	5.0%	-0.1%	8.0%	8.7%	8.1%
净利润	93.9	-1.6	220.9	289.1	293.2	EBITDA/营业收入	13.9%	7.6%	13.8%	14.7%	14.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	7.1%	0.7%	11.2%	12.3%	12.2%
货币资金	141.0	186.9	329.3	400.2	560.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	203	265	179	149	135
应收帐款	270.1	402.5	424.8	516.2	562.8	流动营业资本周转天数	140	165	165	205	210
应收票据	12.7	14.9	18.8	22.8	24.9	流动资产周转天数	309	370	294	312	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	53	49	52
存货	1,119.0	961.1	1,590.6	1,919.7	2,103.1	存货周转天数	190	231	175	198	209
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	492	473	475
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	356	460	362	366	355
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%	11.1%	13.0%	11.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.9%	-0.8%	5.3%	6.3%	5.9%
固定资产	1,176.6	1,342.7	1,381.7	1,375.0	1,357.1	ROIC	6.6%	-0.1%	10.8%	9.8%	9.6%
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%	4.0%	4.0%	4.0%
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%	4.8%	4.6%	4.5%
资产总额	3,080.0	3,347.6	4,147.0	4,614.6	4,975.5	财务费用率	1.0%	1.4%	1.1%	1.2%	1.6%
短期债务	275.5	418.4	1,076.7	1,117.3	1,116.7	三费/营业收入	8.9%	15.1%	9.9%	9.8%	10.1%
应付帐款	232.3	265.8	309.3	373.3	409.0	偿债能力					
应付票据	300.4	549.7	475.9	574.3	629.2	资产负债率	40.7%	45.7%	51.9%	51.8%	50.5%
其他流动负债	114.8	2.0	47.3	80.6	117.0	负债权益比	68.5%	84.1%	107.8%	107.3%	102.2%
长期借款	81.7	181.7	181.7	181.7	181.7	流动比率	1.58	1.37	1.34	1.42	1.51
其他非流动负债	112.4	-	-	-	-	速动比率	0.46	0.62	0.50	0.51	0.57
负债总额	1,252.2	1,529.1	2,151.8	2,388.1	2,514.5	利息保障倍数	7.12	0.48	10.20	10.27	7.48
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)	-	-	0.06	0.08	0.08
留存收益	878.3	879.5	1,056.1	1,287.5	1,522.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,827.8	1,818.5	1,995.2	2,226.5	2,461.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.2%	1.2%
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	220.9	289.1	293.2	EPS(元)	0.13	-0.00	0.30	0.39	0.40
加: 折旧和摊销	129.0	121.4	73.7	77.9	81.6	BVPS(元)	2.48	2.46	2.70	3.02	3.33
资产减值准备	67.1	46.9	27.2	15.5	8.6	PE(X)	51.0	-3,089.9	21.7	16.6	16.3
公允价值变动损失	3.2	-3.2	3.0	-	-	PB(X)	2.6	2.6	2.4	2.2	1.9
财务费用	1.1	14.4	21.8	30.0	40.0	P/FCF	-20.1	89.4	-33.6	82.9	26.2
投资收益	0.2	-0.4	-	-	-	P/S	2.6	2.8	1.7	1.4	1.3
少数股东损益	-6.1	-25.3	-	-	-	EV/EBITDA	20.3	41.8	16.5	12.9	11.7
营运资金的变动	-444.4	-99.9	-672.1	-244.3	-113.8	CAGR(%)	48.8%	-322.0%	12.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-17.0	189.3	-317.3	178.3	329.2	PEG	1.0	9.6	1.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-101.8	-237.5	-76.0	-50.1	-50.1	ROIC/WACC	0.8	-0.0	1.2	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	156.8	34.5	544.6	-57.3	-118.8	REP	3.3	-178.0	1.6	1.6	1.6

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。2006.12 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
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@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	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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