

产品高端化转型，低端产品将服务化

晋亿实业调研简报

报告关键点:

- 公司目前各主要产品的经营情况较好
- 普通紧固件服务化短期难以实现，产品高端化是公司主要发展方向
- 维持盈利预测及投资评级(增持-A)

报告摘要:

- 公司目前各主要产品的经营情况较好。普通紧固件国内同比增长较快，幅度在50%以上，三季度是传统淡季，销量会受一定影响；出口仅小幅增长，但二季度比一季度增长明显，下半年预计与二季度相近；高铁扣件上半年收入超过5亿元，7月开始要求有上道许可证才能招标，竞争对手有一家实力较弱暂未获得，目前参与的京沈、沪昆等线非主干线，获得30%市场份额的可能性较大；汽车紧固件目前以底盘、车轮用为主，是公司目前单位盈利能力最强的产品，今年计划实现2亿元的收入，上半年完成不足一半，从目前来看下半年情况会好于上半年。
- 普通紧固件只有服务化才能真正摆脱困境，但短期难以实现。普通紧固件门槛低，产能随时释放，价格竞争激烈，目前盈利只能靠规模化。从国家的支持角度来看，目前还不明朗，前几次出口退税率的上调公司产品未涉及，虽然协会希望通过增加产品税目，以提高中高端产品的出口退税率，目前海关税目实际已略有增加，我们认为目前钢铁部分产品出口退税率已开始下调，欧美经济复苏缓慢，贸易摩擦仍存，在这一大环境中，出口退税率的变化不会对这一产品的中长期盈利情况有太大影响。公司希望未来能借鉴国外模式，通过物流管理来改变产品的盈利能力。我们判断，这一服务化模式有利于摆脱困境，但涉及环节较多，实现的要求较高，短期内难以实现。公司目前计划在汽车紧固件量产，将普通紧固件的产能逐步转移到山东，以减轻成本上升的压力。
- 产品高端化是公司主要发展方向。继高铁扣件之后，汽车紧固件的快速增长推动其产品高端化转变，公司一方面加大汽车紧固件的自动化生产，目前新购设备的每分钟产量已接近普通紧固件；公司也积极寻找其它高端领域的产品开拓。
- 维持盈利预测及投资评级(增持-A)。我们预计公司下半年盈利将略好于上半年，维持未来三年的盈利预测0.30元、0.39元和0.40元。按2011年20倍动态市盈率计算，公司合理股价在8元左右，维持增持-A的投资评级。

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 8.00 元

期限: 12 个月 上次预测: 8.00 元

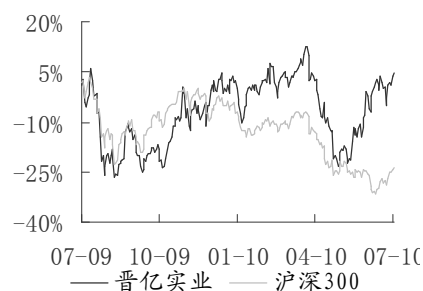
现价: 7.97 元

报告日期: 2010-07-25

市场数据

总市值(百万元)	5,885.61
流通市值(百万元)	5,885.61
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
十大流通股东(%)	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	5.21	14.67	28.67
绝对收益	7.29	2.23	4.83

研究员

林晟
行业分析师

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

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%

前期研究成果

晋亿实业: 预期好转: 铁路回落慢, 汽车上升快

2010-06-29

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

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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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