

买入 维持
晋亿实业（601002）
2010 年 8 月 18 日

内需和铁路扣件带动盈利能力明显提升

机械行业核心分析师：龙华
 SAC 执业证书编号：S0850207120499
 longh@htsec.com
 021-23219411

晋亿实业 2010 年中报业绩回顾：

晋亿实业 2010 年中报公布实现营业收入 12.69 亿元，完成年度目标的 60.43%，同比增长 51.6%；实现利润总额 1.54 亿元，2009 年同期为亏损 4,174 万元；2010 年上半年税后归属于母公司净利润 1.19 亿元，2009 年同期为亏损 2,150 万元。

1. 内需全面回暖，带动公司收入大幅增长的不仅仅是高铁扣件

公司 2010 年上半年利润大幅增长的主要原因：（1）营业收入在 2009 年上半年同比下滑 7%以后，2010 年上半年大幅提升达 51.6%。2 季度高铁扣件同比增长 133.61%，带动收入大幅提升外，国内一般紧固件同比增速亦高达 90.95%；（2）产品结构调整明显见效，高毛利的铁路扣件销售收入达 5.23 亿元，占全部收入比例达到 42.5%；（3）市场回暖，产品价格有所回升，带动公司紧固件毛利率从 2009 年的 22%提升至 27.08%。

表 1 2010 年 2 季度公司各分类营业收入大幅上升

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
合并营业收入（万元）	31,245	58,718	51,625	45,918	39,686	44,013	40,981	46,163	40,998	85,892
母公司内销：一般紧固件	15,199	21,799	18,018	12,821	10,522	12,628	14,301	14,926	11,452	24,113
母公司内销：高铁扣件	568	4,279	2,842	14,342	17,336	16,859	11,590	13,879	12,957	39,384
母公司内销收入	15,767	26,079	20,861	27,162	27,858	29,487	25,891	28,805	24,409	63,497
母公司外销收入	11,816	20,505	21,152	14,799	7,848	8,532	8,260	10,957	7,657	8,990
母公司主营业务收入	27,582	46,583	42,014	41,960	35,706	38,019	34,151	39,762	32,066	72,487
并表子公司主营业务收入	3,662	12,134	9,612	3,957	3,980	5,994	6,830	6,401	8,932	13,405
同比增速（%）										
合并营业收入	14.22	63.12	61.94	41.46	27.02	-25.04	-20.62	0.54	3.31	95.15
母公司内销：一般紧固件					-30.77	-42.07	-20.63	16.42	8.84	<u>90.95</u>
母公司内销：高铁扣件					2,952.11	293.99	307.81	-3.23	-25.26	<u>133.61</u>
母公司内销收入					76.69	13.07	24.11	6.05	-12.38	115.34
母公司外销收入					-33.58	-58.39	-60.95	-25.96	-2.43	5.37
母公司主营业务收入					29.45	-18.38	-18.71	-5.24	-10.19	90.66
并表子公司主营业务收入					8.66	-50.61	-28.94	61.77	124.45	123.65

资料来源：公司资料、海通证券研究所整理

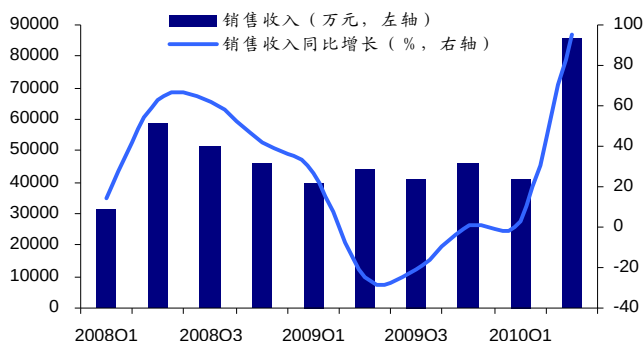
公司认为在未来的两年将是高铁扣件招标高峰，高铁扣件送货将在招标后 1-1.5 年左右进行。我们通过对高铁扣件行业内其他公司的了解，目前部分非上市的高铁扣件企业在仅加工生产弹条和道钉等部分零件，高铁扣件系统中其他大量配件依靠外协的情况下，毛利率约在 20-25%左右，而晋亿实业产业链在各公司中最长，铁扣产品所有零部件都在公司体内完成生产，且 2010 年上半年紧固件综合毛利率高达 27.08%，我们估计上半年高铁扣件毛利率应高于我们原有预期的 30%达

到 35%左右。根据我们对高铁扣件历次招标的跟踪记录,公司到 2010 年 6 月底应拥有高铁扣件在手订单约 14 多亿元,目前晋亿公司占国内除京沪高铁以外的高铁扣件市场份额为 20-30%(京沪高铁全部由德国 FORSOL 公司中标)。国内外目前可参与高铁扣件系统招投标的公司有:晋亿实业、隆昌、巢湖、铁峰、河北翼承、中原力达、德国 FORSOL,英国 PANDOL。预计 2010 年公司高铁扣件销售收入可望达到 12 亿元,略高于我们原有 10-12 亿元的预期。

在浙江晋亿实业本部拥有一条年产 1000 万套全套铁路紧固件系统产能的生产线;2010 年 1 季度,山东晋德公司有两条年产 1000 万片铁路扣件铁垫板的铸造生产线竣工生产,并于 5 月通过了铁道部相关部门的验收,预计下半年在晋德建设的第三条可年产 1000 万片铁路扣件铁垫板的铸造生产线也可开始生产,可为其他铁路紧固件系统提供商配套。上述产能推动山东晋德扭亏为盈,该公司自 3 月份开始单月产生盈利,且环比明显向好。

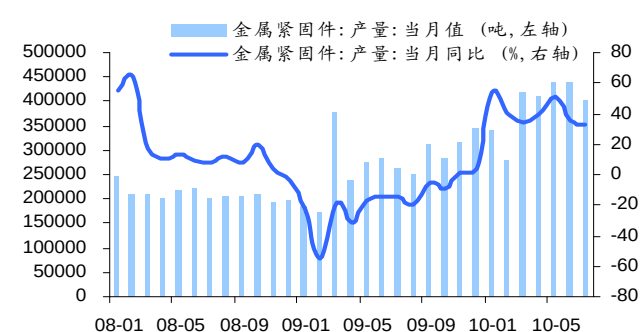
在高铁建设达到一定程度后,重载轨道的改造将提上议事日程,预计部分线路会改成纯货运的重载铁路。估计本月铁科院主持进行的重载扣件系统的试制工作将会完成,重载轨道扣件相比高铁扣件减少了弹性元件成分,但在铁件体积方面有所扩大。我们预计重载轨道扣件单价将是 350 公里时速高铁扣件单价的 75%以上。我们预计铁路重载轨道扣件将在 2012 年形成需求,为公司未来铁路扣件的持续增长提供支持。

图 1 晋亿实业 2008 年后各季收入及同比增速



资料来源:公司公告,海通证券研究所

图 2 中国紧固件行业 2008 年后各月产量及同比增速



资料来源:WIND 资讯,海通证券研究所

2010 年以来,我国紧固件行业各月产量增速保持在 40%左右,行业增速好于 2008 年。由于公司 2010 年 2 季度后高铁扣件交货量明显提升,晋亿实业 2 季度的销售收入同比增速大幅超过紧固件行业增速,我们认为该公司后期还将受益于高铁扣件旺盛需求和汽车紧固件的市场开拓,获得高于行业的增长。

2. 受益于产品结构调整 2010 年上半年公司各产品产品毛利率有明显回升

表 2 受益于产品结构调整 2010 年上半年公司各类产品毛利率有明显回升

分产品销售毛利率(%)	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2
紧固件销售	8.60	20.16	22.00	13.40	27.08	25.01	24.72	24.84	25.18	25.27
精线	25.55	20.31	-0.89	14.77	14.38	14.38	16.54	16.54	16.54	16.54
加工服务	23.76	115.65	57.48	9.23	25.44	25.44	25.44	25.44	25.44	25.44
其中:铁路扣件	33.00	37.00	33.00	25.00	35.00	32.00	31.00	31.00	30.00	30.00
其中:汽车紧固件	20.00	24.00	26.00	26.00	30.00	28.00	29.00	29.00	30.00	30.00
其中:一般紧固件	5.42	14.80	10.65	5.23	16.22	13.79	14.20	14.20	14.91	14.91
合计主营业务毛利率(%)	13.27	20.29	19.86	13.57	25.04	23.78	23.50	23.91	24.07	24.42
其他业务收入毛利率(%)	51.23	31.19	1.46	76.94	9.18	9.18	9.18	9.18	9.18	9.18
营业毛利率(%)	16.60	20.96	19.47	14.56	24.57	23.62	23.13	23.76	23.72	24.29

注:蓝色字内容为海通证券拟合推算数据

资料来源:公司资料、海通证券研究所预估

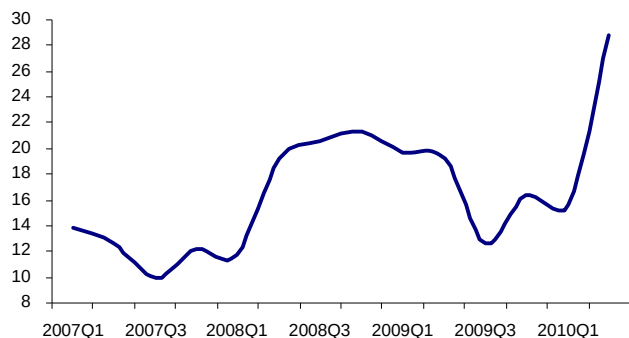
高铁扣件预计 2010 年将实现 12 亿元的销售收入,经过我们分拆计算,估计高铁扣件毛利率恢复到 35%左右,超过我们此前预期;晋亿本部普通紧固件已逐步向高端化转移,预计毛利率接近 20%;山东晋德所生产的普通紧固件尚处于较低端,扣除铁路扣件铁垫板后,该公司标准紧固件毛利率预计约为 5%左右,上半年一般紧固件综合毛利率估计达到 16.22%;考

虑到 3 季度公司所在地区用电紧张,可能影响生产进度,我们预计 2010 年下半年晋亿实业普通紧固件综合毛利率较上半年有所下滑,预计为 13.79%。

3. 收入高增长带动公司 2010 年上半年期间费用率有一定回落

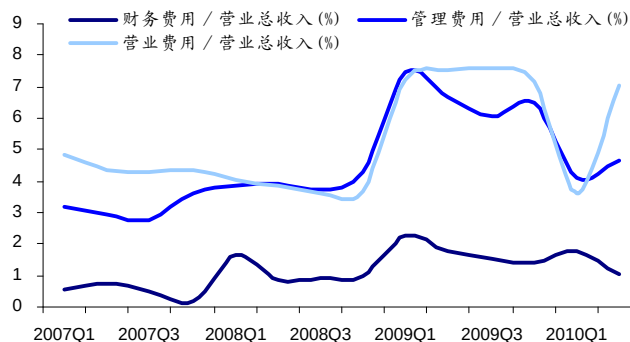
由于我们推算晋亿实业所销售的高铁扣件需缴付代理销售费和技术支持费,销管费用率较高,因此从单季看销售高铁扣件较高的 2010 年 2 季度公司的销管费率较销售高铁扣件较少的 1 季度明显提升,但由于高铁扣件毛利率估计已达到 35%左右,因此明显提升了公司的获利能力。

图 3 公司各季度综合毛利率情况 (%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

图 4 公司各季度期间费用率情况



资料来源:公司公告,海通证券研究所

在管理费用和营业费用方面,由于 2010 年上半年公司销售收入迅速提高,销售费用率和管理费用率下降为 5.95%和 4.47%,我们预计 2010 年管理费用率和营业费用率分别为 5.61%、5.86%。

表 3 晋亿实业收入增长及期间费用率分析及预测

	2007	2008	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率 (%)	-1.54	46.84	-8.89	51.60	54.82	21.16	21.32
毛利率 (%)	12.12	18.87	16.97	24.57	24.07	23.45	24.01
营业税率 (%)	0.05	0.05	0.12	0.07	0.07	0.05	0.05
销售费用率 (%)	4.37	3.68	7.15	5.95	6.10	5.33	5.06
管理费用率 (%)	3.60	4.27	6.48	4.47	4.54	3.96	3.76

资料来源:公司资料、海通证券研究所

4. 2 季度晋亿实业资产质量及运营能力有好转

2 季度晋亿实业应收账款周转速度和存货周转速度均恢复到较好状态,经营性现金流恢复为正,公司资产质量和运营能力有明显好转

表 4 2 季度晋亿实业资产质量及运营能力有好转

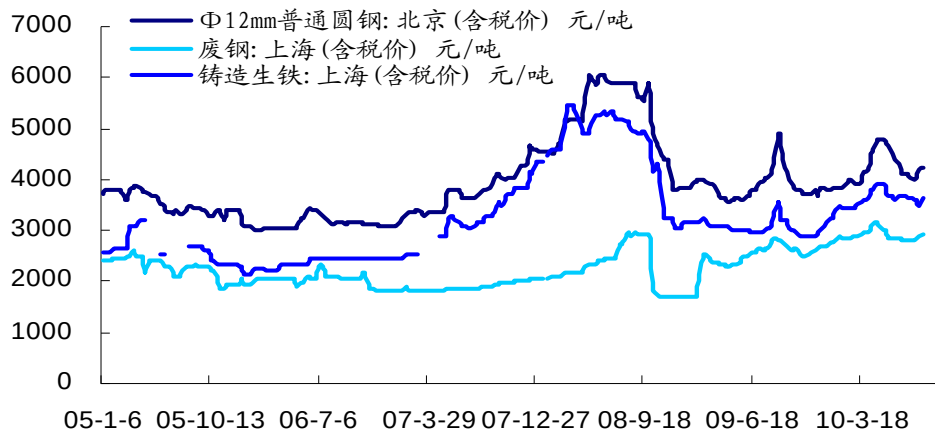
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
应收账款/营业收入	0.64	0.55	0.54	0.57	0.74	0.86	0.80	0.87	1.18	0.68
存货/营业成本	3.57	2.32	3.03	3.10	3.25	2.66	2.65	2.49	3.33	2.01
经营性现金流/归属母公司净利润	-0.76	1.41	-0.81	4.79	-6.51	-2.90	17.91	-0.41	-8.48	1.84

资料来源:公司资料、海通证券研究所整理

5. 目前钢材价格较为稳定,公司计提资产减值损失压力较轻

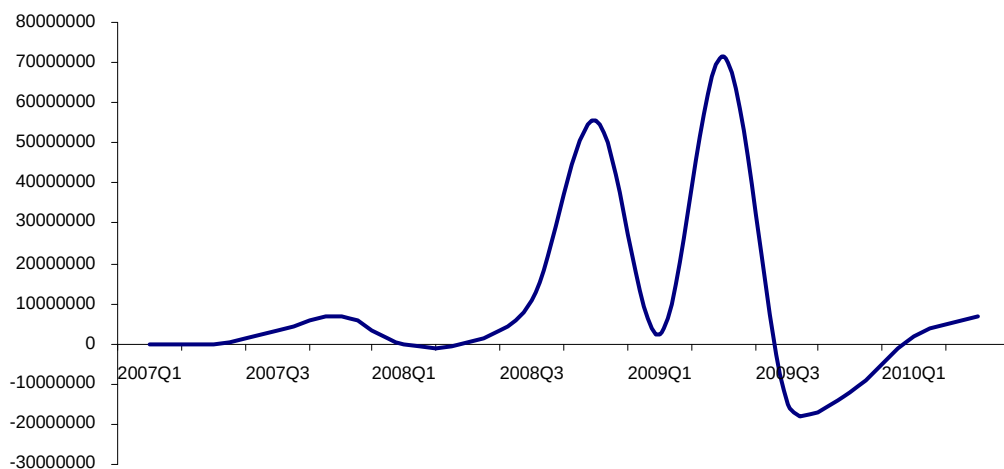
从以下两图可以看出,由于晋亿实业实行大库存策略,历史上公司随钢价下跌滞后一定时间计提资产减值损失。目前估计公司在手高铁扣件订单高达14亿元左右,可与公司钢材和产成品库存冲销,且近期钢材价格基本稳定,我们预计2010年下半年及以后一段时间公司计提资产减值损失的压力较轻。

图5 目前钢材价格较为稳定



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图6 公司近期资产减值损失计提压力较小(元)



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们基于以下假设对公司进行盈利预测:

2010年高铁收入在12亿左右,未来两年保持30%左右增速,并保持30%的毛利率;

汽车紧固件继续高速增长,2010年收入2亿元左右,未来2年维持50%左右的增速,毛利率逐步向30%靠拢;

其他紧固件销售收入逐步恢复性增长;

费用率保持基本稳定,理论所得税率2010-2012年分别为22%、24%和25%。

表 5 营业收入分项预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）						
高铁扣件	2000.00	22031.31	59664.00	118560.40	144857.80	188315.15
汽车紧固件	6866.66	7622.00	10058.00	20058.00	31089.90	43525.86
一般紧固件	85402.26	107486.02	78874.73	84788.82	97507.15	107257.86
紧固件小计	94268.92	137139.33	148596.73	223407.22	273454.85	339098.87
精线	28105.54	36140.66	19006.12	35592.64	40931.53	42978.11
加工服务	620.20	329.40	133.82	241.55	289.86	347.83
各项目毛利率（%）						
高铁扣件		36.12	29.59	33.32	31.00	30.00
汽车紧固件	20.00	22.00	26.00	29.00	29.00	30.00
一般紧固件	7.27	10.37	7.63	14.96	14.20	14.91
紧固件小计	8.20	15.15	17.69	25.97	24.78	25.23
精线	12.51	23.56	8.39	14.38	16.54	16.54
加工服务	69.95	52.14	27.01	25.44	25.44	25.44
各项目收入增速（%）						
高铁扣件			170.81	98.71	22.18	30.00
汽车紧固件	33.09	11.00	31.96	99.42	55.00	40.00
一般紧固件	-3.46	22.98	-26.62	7.50	15.00	10.00
紧固件小计	-1.49	45.48	8.35	50.34	22.40	24.01
精线	-0.19	28.59	-47.41	87.27	15.00	5.00
加工服务	49.20	-46.89	-59.37	80.50	20.00	20.00
毛利构成（%）						
高铁扣件	0.00	27.01	63.23	62.52	60.18	60.91
汽车紧固件	11.76	5.69	9.37	9.20	12.08	14.08
一般紧固件	54.43	37.82	21.56	20.08	18.56	17.25
紧固件小计	66.19	70.52	94.16	91.80	90.83	92.24
精线	30.10	28.90	5.71	8.10	9.07	7.66
加工服务	3.71	0.58	0.13	0.10	0.10	0.10

资料来源：公司资料、海通证券研究所

表 6 增长及期间费用率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率（%）	-1.54	46.84	-8.89	41.27	21.70	22.75
毛利率（%）	12.12	18.87	16.97	23.54	24.39	25.29
营业税率（%）	0.05	0.05	0.12	0.10	0.08	0.08
销售费用率（%）	4.37	3.68	7.15	5.86	5.67	5.38
管理费用率（%）	3.60	4.27	6.48	5.61	5.16	4.90

资料来源：公司资料、海通证券研究所

表 7 公司利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	127691.56	187505.38	170842.84	264497.40	320457.83	388784.55
营业成本	112217.75	152128.10	141854.24	200821.10	245310.60	295453.87
营业税金及附加	59.42	102.21	201.25	181.03	175.47	212.88
销售费用	5582.42	6901.38	12211.87	16146.62	17078.20	19683.56
管理费用	4594.41	8007.22	11068.26	11996.67	12677.31	14611.30
财务费用	208.62	1868.61	2432.44	3224.63	3506.49	4059.06
资产减值损失	1027.88	6712.95	4690.50	2622.01	874.00	874.00
投资净收益	335.20	-24.12	35.05	-14.00	-14.00	-14.00
营业外收入	378.14	349.68	472.30	205.69	0.00	0.00
营业外支出	168.96	551.52	298.49	118.04	0.00	0.00
所得税	1010.76	2451.11	1597.04	6533.09	9797.22	13468.97
净利润	1010.76	2451.11	1597.04	23045.87	31024.54	40406.90
归属于母公司净利润	3752.06	9391.12	-155.11	22891.30	30615.78	39760.39
摊薄每股收益（元）	0.051	0.127	-0.002	0.310	0.415	0.538

资料来源：公司资料、海通证券研究所

给予公司6个月目标价为8.90元—10.42元。我们将2010年EPS向上微调为0.31元，维持2011-2012年0.41元和0.54元的盈利预测。8月17日公司收盘价为8.27元，比我们首次推荐已上涨约20%，距离我们首次给予的6个月目标价8.90-10.42元尚有一定空间，维持“买入”评级。

7. 风险提示

（1）公司第二大股东丁建中于2009 年底前通过二级市场累计减持1259.99万股，截止2010年6月底丁建中尚持股7140.01万股，2009年其抛售的股票占当时其全部持股的15%。丁建中承诺自股票上市交易之日起一年内和离职后半年内，不转让持有的发行人股份，今日丁建中辞职，6个月后即2011年2月18日以后丁建中可抛售总计7140万股股票，占公司总股本的9.67%。

（2）公司半年报中披露浙江本年度3季度供电不足计划减少对晋亿实业的电力供应，可能导致暑期工厂开工不足风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。