

晋亿实业 (601002.SH)

机械行业

[2010.12.03]

“坚固”梦想 “扣件”未来

——晋亿实业调研报告

评级: 增持
上次评级: 首次评级
目标价: ¥16.70
上次预测:
当前价格: ¥12.04
2010.12.03

✍ 任宪功 王雪莹
☎ 86-10-6878 4237 86-22-2845 1904
SAC 执业证书编号 S1150210070003
✉ renxg@bhqz.com xueyingtju@yahoo.cn

核心观点:

- 技术和先发优势确保公司享受高铁建设全周期红利
- 重载铁路建设将带动新一轮扣件需求高峰
- 城市轨道交通市场激发巨大想象空间
- 借力反倾销 汽车紧固件后起发力

投资要点:

● 技术和先发优势确保公司享受高铁建设全周期红利

公司是行业内最早开始大力投入开发高铁紧固件的企业,也是唯一一家具有制造全系列高铁扣件能力的企业,生产的高铁扣件占有铁道部招标份额的 24-25%, 并以其全面的制造能力和充足的产能为其他供应商提供配套。

● 重载铁路建设将带动新一轮扣件需求高峰

在高铁扣件的招标高峰过后,货运重载线路将成为公司铁路扣件持续发展的主要推动力之一,“十二五”规划期间将着手进行大规模货运重载线路的建设:未来 10 年间将增加 7.4 万公里重载货运铁路,是未招标高铁客运专线长度的 4-5 倍,为公司带来广阔的市场需求。

● 城市轨道交通市场激发巨大想象空间

我国城市轨道交通客运量占整个城市公共交通客运量比例严重偏低,城市轨道交通的发展空间广阔,由于高铁扣件同时也可以应用于城市轨道交通、且两者单价相当,公司目前也在牵头进行统一城市轨道交通紧固件系统标准的工作,并成立了专门的城轨产品研发制造公司,未来有望进入这一领域。

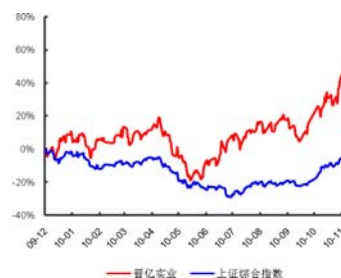
● 借力反倾销 汽车紧固件后起发力

公司的汽车紧固件产品已度过了最初的净投入阶段开始盈利,并逐步实现产品向高端的转型。随着行业蛋糕的做大,公司汽车紧固件业务也将实现快速发展。而对欧盟销往我国的紧固件的反倾销最终裁定,为汽车紧固件业务刚刚实现“起步—扩产”的晋亿实业提供了充足的时间以占领广阔的“进口替代”空间。

● 投资建议:

公司 2011 年合理价值区间为: 16.7-19.6 元

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	1,875	1,708	2,993	3,544	5,428
(+/-)%	47%	-9%	75%	18%	53%
经营利润 (EBIT)	204	55	465	545	1004
(+/-)%	289%	-73%	744%	17%	84%
净利润	94	-2	299	363	725
(+/-)%	150%	-102%	-19386%	21%	100%
每股净收益 (元)	0.13	0.00	0.41	0.49	0.98



相关报告

目 录

1.	专业而专注的紧固件制造商	3
2.	搭上开往春天的“高铁”	4
3.	汽车紧固件的后起之秀 反倾销带来的“进口替代”机遇	6
4.	重载+城轨——后高铁时代的增长引擎	7
5.	盈利预测	8

图 目 录

图 1	紧固件是公司收入的主要组成部分	3
图 2	公司盈利能力显著回升	3
图 3	公司是高铁扣件的第二大供应商	4
图 4	汽车产销量的稳定增长为紧固件提供持续需求	7
图 5	我国城市轨道交通客运量占比严重偏低	8

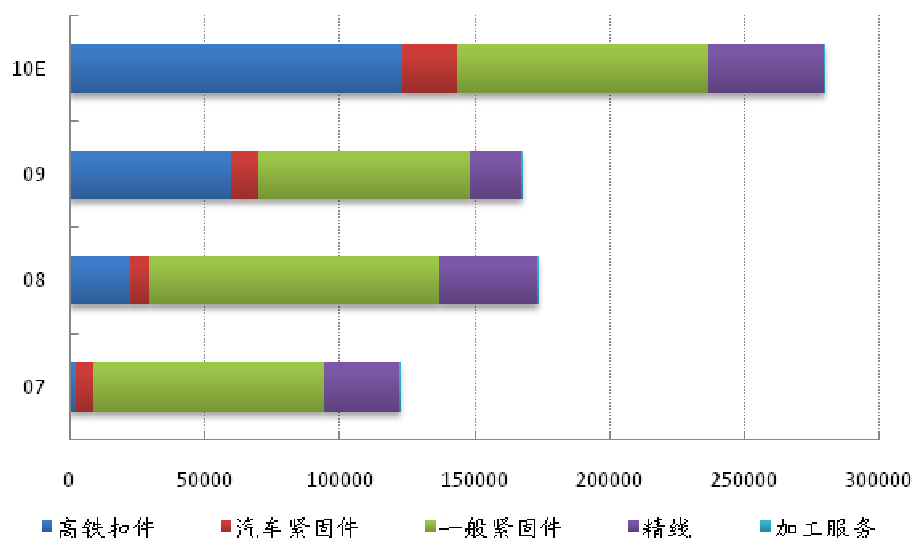
表 目 录

表 1	在手订单充足 同时为其它供应商提供配件	4
表 2	“四纵四横”及城际客运系统中仍未开始建设的线路	5
表 3	销售收入假设	8
表 4	收益预测	9
表 5	可比上市公司估值	9

1. 专业而专注的紧固件制造商

作为国内规模最大的紧固件生产和出口企业之一,晋亿实业自成立之初就专注于紧固件产品的制造,产品类型包括国标(GB)、美标(ANSI)、德标(DIN)、意标(UNI)、日标(JIS)、国际标准(ISO)等各类高品质螺栓、螺母、螺钉、精线、非标准特殊紧固件以及高速铁路用各种扣件系统,紧固件在公司收入构成中一直占有绝对优势。

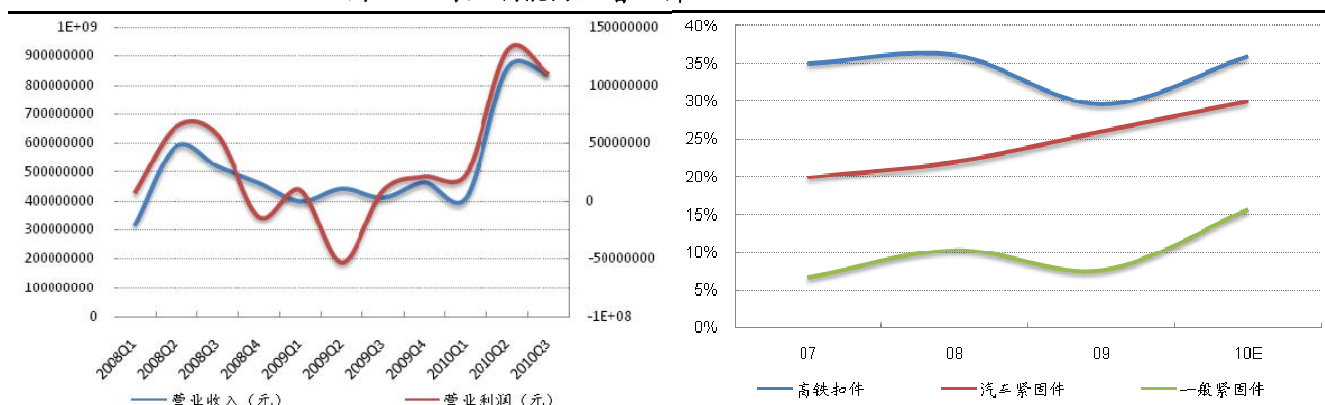
图 1 紧固件是公司收入的主要组成部分



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

随着金融危机阴影的散去、以及高铁扣件合同的履行,公司的营业收入和利润逐渐上升。根据三季报披露内容,公司 2010 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润实现了 798.25%的同比增长。同时,各主要产品的毛利率亦大幅提升。

图 2 公司盈利能力显著回升



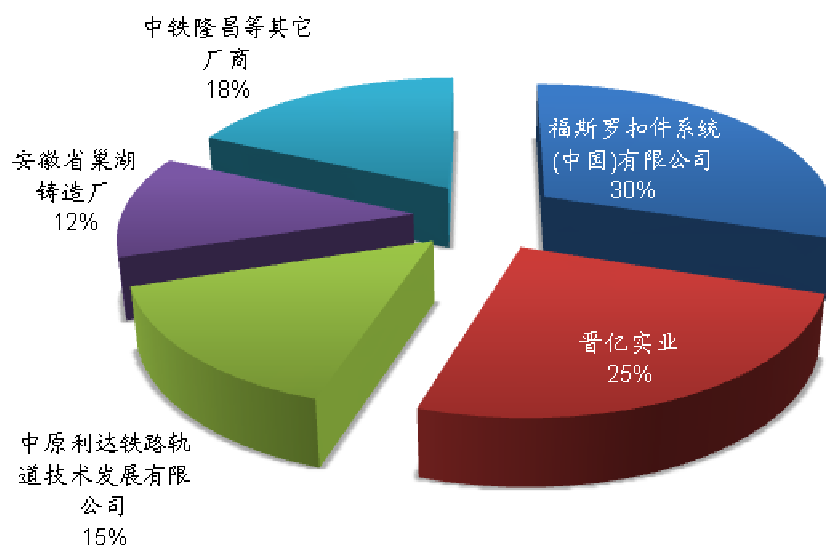
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2. 搭上开往春天的“高铁”

晋亿实业是行业内最早开始大力投入开发高铁紧固件的企业，目前高铁扣件产能达到 1000 万套，规模行业第一。同时，公司也是唯一一家具有制造全系列高铁扣件能力的企业，可自行制造弹条、紧固件、道钉螺栓、橡胶垫、铸铁件等，在满足自身订单需求的同时还为其它高铁扣件制造厂商提供铁垫板、弹性铁板、预埋件等关键部件。此外公司也是唯一一家能够同时供应时速 250 和 350 公里高铁扣件的企业。

晋亿实业在铁道部高铁扣件的主要供应商中排名第二，生产的高铁扣件占有铁道部招标份额的 24-25%，仅次于德国福斯罗。此外，晋亿实业还以其全面的制造能力和充足的产能为其他供应商提供配套。

图 3 公司是高铁扣件的第二大供应商



资料来源：渤海证券研究所

表 1 在手订单充足 同时为其它供应商提供配件

签约时间	购买方	合同主要内容	合同金额(万元)
2009-10	长吉城际铁路有限公司	扣件物资	570.5
2009-10	哈大铁路客运专线有限责任公司	无砟轨道无挡肩钢轨扣件	56203.6
2009-10	哈大铁路客运专线有限责任公司	无砟轨道无挡肩钢轨扣件	22813.7
2009-10	张集铁路	扣件物资	681.1
2009-10	中铁三局	扣件物资	1249
2009-10	中铁隆昌铁路器材有限公司	WJ7 型铁垫板	6314.7
2009-11	中铁隆昌铁路器材有限公司	WJ8 型铁垫板、WJ8-B 型铁垫板下弹性垫板	4138.5
2009-12	中原利达铁路轨道技术发展有限公司	WJ-8A 型扣件铁垫板下弹性	418

垫板			
2009-12	中原利达铁路轨道技术发展有限公司	WJ-8C 型扣件铁垫板下弹性垫板、铁垫板、S2 螺旋道钉	6890
2010-3	京石铁路客运专线有限责任公司	高速扣配件	58061.6
2010-5	宁杭铁路有限责任公司	高速扣配件	33048
2010-8	中铁隆昌铁路器材有限公司	WJ8C 型铁垫板	5656.8
2010-11	西兰铁路客运专线陕西有限责任公司	高速钢轨扣配件 F02	18481.8
2010-11	京沈铁路客运专线辽宁有限责任公司	高速钢轨扣配件 F01	12733.7

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

目前公司在手的高铁订单价值 19 亿元左右,其中 15-16 亿元的订单将于今年交付,同时公司处于投标状态的订单金额约在 5-6 亿元,预计明年仍将保持相同的订单规模。

根据 2008 年调整的《中长期铁路网规划》，到 2012 年我国铁路建设的重头将以客运专线的建设为主，建设的内容主要是“四横-四纵”客运专线、环渤海、长江三角洲、珠江三角洲以及中部发达地区城际客运系统。

而随着高铁建设的进行，地方政府涉足铁路建设的积极性被充分激发，各省市自治区先后修改本地铁路规划，使得“四纵四横”规划投资不断增厚。目前由国家发改委完成、待国务院批准的最新的铁路中长期规划调整已大幅超出预期，其中仅高铁一项的建设里程就有望由原规划的 1.6 万公里增加至 2.4 万公里。

表 2“四纵四横”及城际客运系统中仍未开始建设的线路

线路	起点-终点	长度（公里）	投资额（亿元）
深港线	深圳-香港	26	395
京沈线	北京-沈阳	676	962
徐郑线	徐州-郑州	362	486
西宝线	西安-宝鸡	138	180
宝兰线	宝鸡-兰州	401	565
杭长线	杭州-长沙	883	1161
长昆线	长沙-昆明	1024	1616
石济线	石家庄-济南	319	449
西成线	西安-汉中-成都	519	689
贵广线	贵阳-广州	857	858
渝黔线	重庆-贵阳	345	449
成贵线	成都-贵阳	489	677
哈牡线	哈尔滨-牡丹江	293	413
商杭线	商丘-杭州	750	750
杭黄线	杭州-黄山	269	290
兰新线	兰州-西宁-乌鲁木齐	1768	1435
合福线	合肥-福州	806	1098
沈丹线	沈阳-丹东	207	269

渝西线	重庆-西安
徐连线	徐州-连云港
渝长线	重庆-长沙

资料来源：渤海证券研究所

根据铁道部的最新规划，高铁建设里程的 2.4 万公里中，已有 1 万多公里的高铁扣件完成招投标，高铁扣件市场尚有一半的空间。按照高铁每 0.6 米配备两套扣件，每套扣件均价 240 元估算，预计未来三年高铁扣件尚有 85-130 亿元的市场规模。目前公司的市场份额约为 25%，考虑到《基础零部件振兴规划实施方案》出台对相关产品国产化进程的促进作用，公司的市场占有率有望提升至 30%，即分享 26-39 亿元的行业蛋糕。高铁建设将继续为公司贡献 15-20 亿元的年收入至 2012 年。

除新建高铁项目的扣件需求外，晋亿实业为其它扣件制造厂商供应的配件、以及随着时间推移原有产品的维修更换，都将为公司带来持续、可观的收入。预计以上需求将每年为公司贡献 2 亿元左右的收入。

3. 汽车紧固件的后起之秀 反倾销带来的“进口替代”机遇

汽车紧固件具有高单价、高毛利（30%以上）的特性，目前国内汽车紧固件市场需求量在 50-60 万吨、100 亿元左右，对于公司经营业绩的提高具有长期的促进作用。

公司的汽车紧固件产品最初定位于中低端汽车专用紧固件，从 5 年前开始培育，现已度过了最初的净投入阶段开始盈利，并逐步实现产品向高端的转型。目前，公司具有除发动机和变速箱之外的紧固件制造资质，可以进行批量供货的产品规格达到 3000 个，预计明年公司还可新增 500-600 个产品规格。

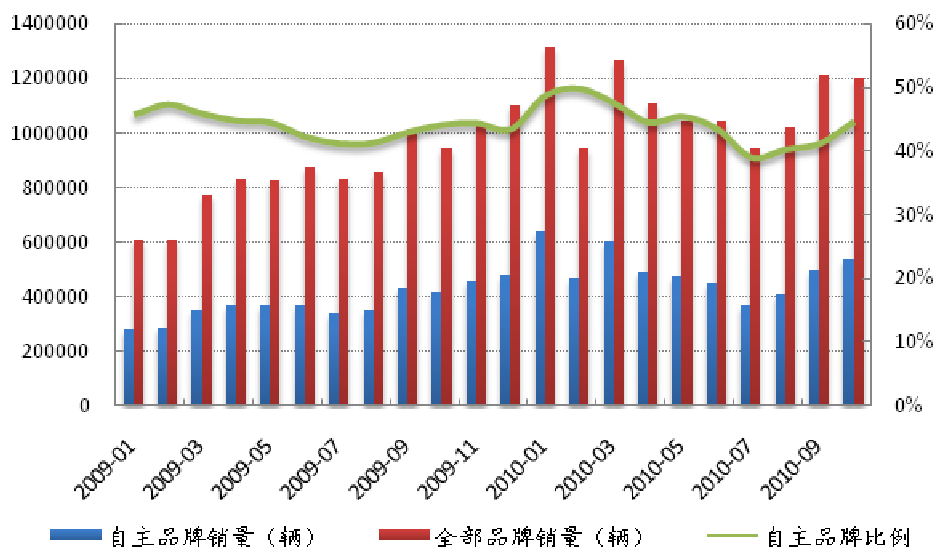
汽车紧固件产品市场具有“进入难、但进入后稳定”的特点。公司目前的汽车紧固件产品主要定位于国内市场中的自主品牌汽车，客户包括奇瑞、BYD、吉利等在内的 30 几家厂商等，并通过向整车的配套商供货，曲线进入合资品牌汽车市场。按照公司现有的设计产能可以达到 5 亿元的年产值，我们预计公司 2010 年汽车紧固件收入在 2 亿元左右，2011 年有望实现 50% 的同比增速，实现收入 3 亿元左右。

我们认为，公司的汽车紧固件产品未来仍有较大的增长空间，这种判断一方面源于对国内汽车市场产销旺盛局面的乐观，另一方面则源于对公司产品“进口替代”前景的看好。

居民生活水平的提高、以及国家相关补贴政策的陆续出台，极大的刺激了国内汽车消费市场的蓬勃发展，而汽车产销量增加的同时又为包括紧固件在内的汽车零部件

市场带来了巨大的需求空间。尽管近来汽车市场增速出现放缓趋势，但预计未来仍有望保持 10%-15% 的同比增速，而销量占比稳中有升的自主品牌汽车有望获得更大的增长空间。随着行业蛋糕的做大，公司汽车紧固件业务也将实现快速发展。

图 4 汽车产销量的稳定增长为紧固件提供持续需求



资料来源：Wind，渤海证券研究所

此外，由于公司生产的汽车紧固件产品价格仅为进口产品的 50%，巨大的价格优势使得公司具有极强的“进口替代”潜力。

为了制裁欧盟对我国紧固件产品的反倾销政策，我国将欧盟销往我国的紧固件也认定为反倾销，对其产品征收 6.1%-26.0% 不等的反倾销税，期限为 5 年。而根据 2009 年的经验数据，欧盟对我国出口的紧固件中多数产品是汽车用高端紧固件，反倾销税的最终裁定为汽车紧固件业务刚刚实现“起步—扩产”的晋亿实业提供了充足的时间以占领广阔的“进口替代”空间。到 2012 年，公司的汽车紧固件业务有望达到满负荷生产，实现 5 亿元/年的产能状态。

4. 重载+城轨—后高铁时代的成长引擎

在高铁扣件的招标高峰过后，货运重载线路将成为公司铁路扣件持续发展的主要推动力之一。为改善我国货运能力严重不足、运输货种偏低端的问题，“十二五”规划期间将着手进行大规模货运重载线路的建设：未来 10 年间将增加 7.4 万公里重载货运铁路，是未招标高铁客运专线长度的 4-5 倍。

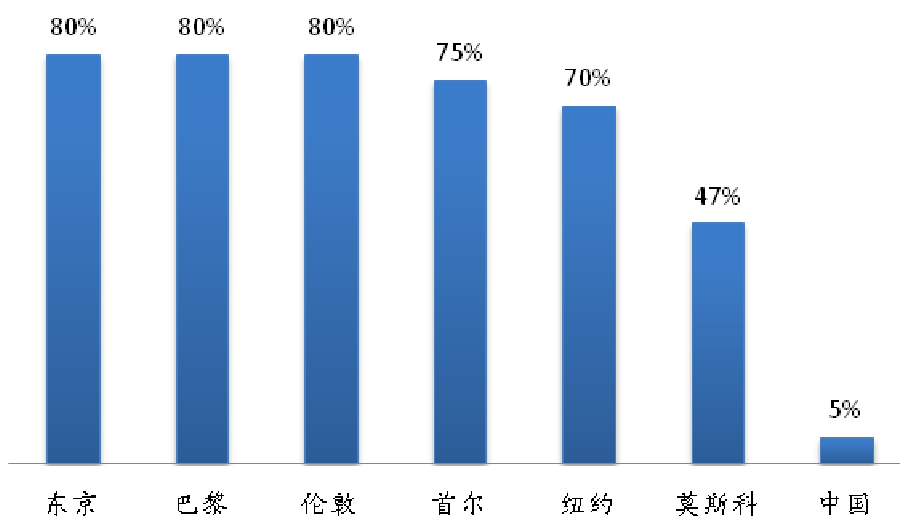
由于重载铁路扣件单价较低，平均约为 130 元/套，则截至 2020 年重载扣件的市场需求应在 320 亿元左右，平均每年新增 32 亿元。由于两类产品在技术难度上不存在明显差异，且招标主体不发生变化，晋亿实业有望在重载铁路扣件中保持 25%-30% 的占有率，即分享重载铁路扣件行业每年 8-10 亿元的市场份额。预期相

相关产品对公司营业收入的影响将在 2012 年逐渐体现。

除重载铁路这一潜在需求之外，城轨也是公司一直关注、并有绝对实力涉足其中的广阔市场。由于高铁扣件同时也可以应用于城市轨道交通、且两者单价相当，公司目前也在牵头进行统一城市轨道交通紧固件系统标准的工作，并成立了专门的城轨产品研发制造公司，未来有望进入这一领域。

我国城市轨道交通客运量占整个城市公共交通客运量比例严重偏低，城市轨道交通的发展空间广阔。目前我国已有 36 个城市上报了城市轨道交通建设规划，其中经国务院正式批复允许开工建设的 28 个。根据 36 个计划建设城市轨道交通项目城市的规划，至 2020 年，城市轨道交通新增营业里程将达到 6560 公里，带动轨道扣件需求 55-70 亿元。假定城轨扣件的招标投标工作在未来 3 年逐步展开，且公司能够保持在高铁扣件市场中的占有率，则城轨建设每年将为公司贡献 5-7 亿元的收入。受招标投标流程及生产模式的限制，相关产品对公司营业收入的影响将在 2012 年逐渐体现。

图 5 我国城市轨道交通客运量占比严重偏低



资料来源：Metro database，渤海证券研究所

5. 盈利预测

综合考虑各主要产品的销售进度和增长空间，我们对公司销售收入的假设如下表所示。

表 3 销售收入假设

收入(亿元)	2010E	2011E	2012E
高铁扣件及相关配件	12.91	13.87	13.32
汽车紧固件	1.97	2.96	4.12
重载铁路扣件	—	—	8.93
城轨扣件	—	—	6.24
一般紧固件	8.93	11.67	12.56
精线	3.89	4.28	5.09
加工服务	0.019	0.024	0.032

表 4 收益预测

(百万元,元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	1875	1708	2993	3544	5428
EBITDA(百万元)	333	176	1370	1476	1961
净利润	94	-2	299	363	725
摊薄EPS(元)	0.13	0.00	0.41	0.49	0.98

表 5 可比上市公司估值

公司名称	主营产品	PE (TTM) 2010-12-03	PE (11E)
时代新材	高分子减振降噪弹性元件	68.82	37.83
中国南车	机车及零部件	33.46	19.51
中国北车	机车及零部件	35.13	15.99
晋西车轴	铁路车轴	90.01	37.83
南方汇通	货车	79.12	76.00
北方创业	铁路车辆	42.10	30.69
晋亿实业	铁路扣件	41.81	27.20
算术平均	—	55.78	35.01

目标价：16.7-19.6 元

催化剂：

重载铁路规划的正式颁布

《机械基础零部件产业振兴实施方案》细则的出台

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	141	187	432	529	812
应收票据	13	15	24	28	44
应收账款	262	400	535	653	1081
预付款项	127	272	392	482	724
其他应收款	8	2	17	14	20
存货	1119	961	1515	1802	2604
其他流动资产	1	6	6	6	6
长期股权投资	26	26	26	26	26
固定资产	1177	1343	1051	796	510
在建工程	152	77	267	259	254
工程物资	0	0	72	147	222
无形资产	37	43	34	26	17
长期待摊费用	0	0	0	-898	-1348
资产总计	3080	3348	4394	3893	5012
短期借款	276	418	692	346	173
应付票据	300	550	0	0	0
应付账款	127	152	200	241	368
预收款项	110	6	4	-8	-126
应付职工薪酬	11	12	77	85	123
应交税费	-9	-16	-35	-59	-106
其他应付款	105	114	114	114	114
其他流动负债	75	0	257	367	744
长期借款	82	182	182	182	182
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	1252	1529	2464	1561	1874
股东权益合计	1828	1819	1929	2332	3138
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	88	-27	332	403	806
折旧与摊销	129	121	905	931	957
经营活动现金流	-17	189	144	1038	772
投资活动现金流	-102	-238	-250	-250	-250
融资活动现金流	157	34	-542	-172	21
现金净变动	38	-14	-648	616	543
期初现金余额	317	141	187	432	529
期末现金余额	355	127	-461	1048	1072

利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1875	1708	2993	3544	5428
营业成本	1521	1419	2149	2552	3740
营业税金及附加	1	2	42	50	76
销售费用	69	122	159	187	287
管理费用	80	111	179	210	321
财务费用	19	24	36	34	20
资产减值损失	67	47	40	40	41
公允价值变动收益	-3	3	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	114	-13	388	470	944
营业外收支净额	-2	2	3	4	5
税前利润	112	-11	391	474	948
减：所得税	25	16	59	71	142
净利润	88	-27	332	403	806
归属于母公司的净利润	94	-2	299	363	725
少数股东损益	-6	-25	33	40	81
基本每股收益	0.13	0.00	0.41	0.49	0.98
稀释每股收益	0.13	0.00	0.41	0.49	0.98
财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营收增长率	46.8%	-8.9%	75.2%	18.4%	53.2%
EBIT 增长率	288.9%	-73.0%	743.6%	17.3%	84.3%
净利润增长率	150.3%	-101.7%	-19385.7%	21.2%	100.1%
盈利性					
销售毛利率	18.9%	17.0%	28.2%	28.0%	31.1%
销售净利率	5.0%	-0.1%	10.0%	10.2%	13.4%
ROE	5.1%	-0.1%	15.5%	15.5%	23.1%
ROIC	6.77%	5.54%	13.60%	15.45%	22.71%
估值倍数					
PE	224.4	-13587.8	70.5	58.1	29.1
P/S	11.2	12.3	7.0	5.9	3.9
P/B	13.0	13.0	12.4	10.2	7.6
股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	64.8	123.1	16.0	14.6	10.8

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2：本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn