

晋亿实业(601002)调研报告

—高端紧固件产品与服务转型是长期看点

工业/普通机械

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011年6月7日

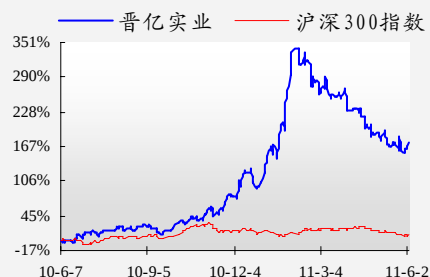
投资要点:

- **公司向高端紧固件市场转型。**公司主要紧固件产品中, 高铁扣件的销售占比 50%左右, 汽车紧固件为 10%左右, 一般紧固件计划新开发风电、航空航天等高端市场, 高铁、汽车、高端装备等高端产品是公司未来的重点发展领域。
- **高铁扣件相关产品将保持平稳发展。**(1)公司高铁扣件今年预计销售额约为 15 亿元, 同比增速为 10%左右; 重载铁路与轨道交通的成长空间未来有望打开。(2)铁路基建投资今年消减 1000 亿元, 短期内对公司的招标与产品收入确认产生影响; 行业的中长期投资规划没有改变, 仍将保持稳定增长。
- **汽车紧固件市场进入快速成长期。**公司的汽车紧固件业务保持持续快速增长, 2010 年销售收入约为 1.8 亿元, 2011 年预计增长 50%左右, 2012-2013 年的销售收入年均增速预计为 30%-50%。
- **从制造向服务型企业转变, 成长空间巨大。**公司已在泉州、沈阳等地区筹建物流中心, 规划在国内主要地区将建立物流中心, 覆盖全国市场。通过为客户提供紧固件相关产品的一站式服务以提升紧固件附加值, 未来发展空间巨大。
- **盈利预测与估值:** 预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.45、0.59、0.77 元, 对应的市盈率分别为 40.7、31.2、23.7 倍, 给予谨慎推荐的投资评级。
- **主要风险因素:** 铁路建设规划低于预期, 大股东减持等。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	302,450	77.0%	23,122	15006%	0.31	13.7%	58.4	
2011E	352,110	16.4%	33,181	43.5%	0.45	18.5%	40.7	
2012E	442,994	25.8%	43,273	30.4%	0.59	20.8%	31.2	
2013E	561,777	26.8%	56,894	31.5%	0.77	22.8%	23.7	

走势图



市场数据 2011-6-3

收盘价:	18.29 元
52 周最高价:	31.86 元
52 周最低价:	6.26 元
平均持仓成本:	19.36 元

基本数据 2011Q1

总股本 (万股):	73,847
流通 A 股 (万股):	73,847
每股收益 (元):	0.08
每股净资产 (元):	2.49
每股经营现金流 (元):	-0.16
市净率:	7.35

分析师: 刘立喜; 联系人: 黎焜

执业证书编号: S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: lik@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、我国紧固件行业平稳增长，高端产品仍需依赖进口

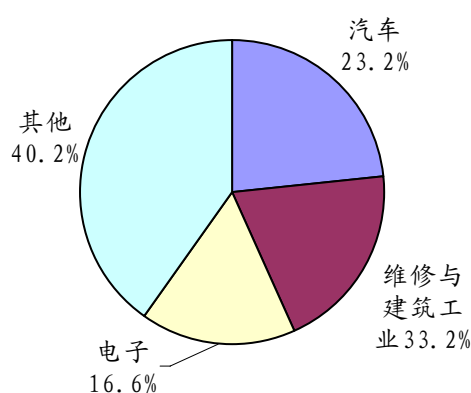
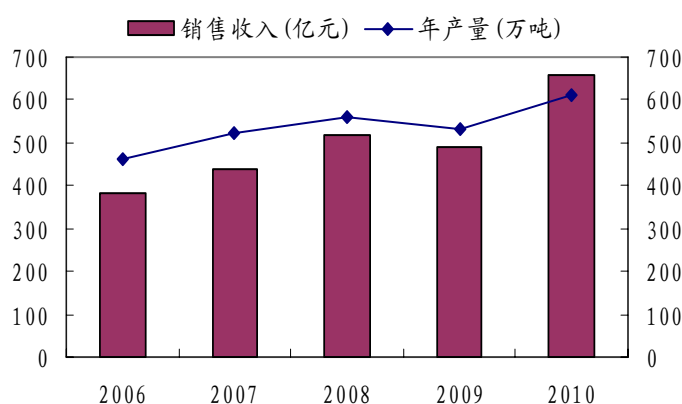
2010年，我国紧固件的年销售收入为660亿元，产量达到610万吨；2006年-2010年，我国紧固件行业的销售收入年均增速为18.1%。

目前我国生产的紧固件大部分为低强度、低档次产品，其中8.8级以下普通低档标准紧固件约占45%-50%，而高端产品需大量依赖进口。我国紧固件出口的均价为1260美元/吨，而进口均价高达9000多美元/吨，进口价是出口价的7倍多。

全球紧固件主要用于汽车工业、电子工业和建筑及维修工业，其中汽车工业是最大的用户，需求量约占紧固件总销量的23.2%。

图1：全国紧固件2006-2010年销售收入与年产量

图2：全球紧固件下游行业需求与占比



资料来源：紧固件行业协会，东北证券

全球最大的紧固件供应商德国伍尔特集团，2009的销售额为75亿欧元。我国紧固件行业存在公司规模相对较小、产业集中度不高等问题。

表 1：国内紧固件主要下游行业与估算市场容量

行业	市场容量
汽车	2010 年国内汽车产量为 1826 万辆，按每辆车 70kg 计算，年需求汽车紧固件 128 万吨
风电	按每台 KW400 kg 计算，国内风电装机容量未来十年每年增加 1500 万千瓦时，年需求紧固件 60 万吨
农机	预计年需求紧固件 15 万吨以上，产值约 20 亿元
工程机械	预计年需求高强度紧固件约 3 万吨
高铁	年需求高铁扣件近 30 万吨
电力	每年需求近 22 万吨

资料来源：东北证券

公司主要生产高铁、汽车、一般紧固件等三大类紧固件产品，一般紧固件下游行业为通用机械、家具等市场。高铁、汽车等高端市场的毛利率相对较高，公司未来将加大高端产品的销售占比，提高盈利能力。

图3：公司2010年主要产品与大致销售占比

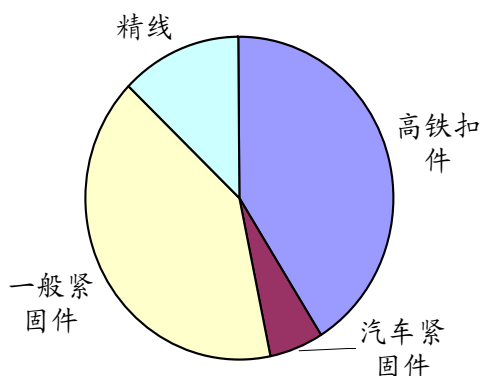
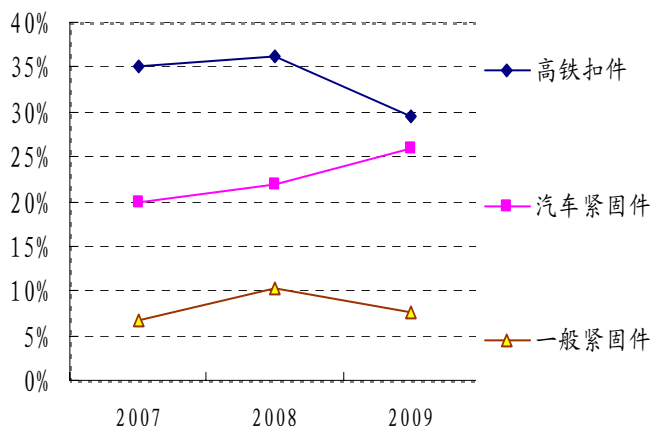


图4：公司主要紧固件产品的毛利率



资料来源：公司公告，东北证券

二、高铁扣件保持平稳增长，重载铁路与轨道交通市场前景广阔

2.1 公司是国内高铁扣件行业的领军者

公司高铁在手订单为 10 亿元，去年结转订单为 2 亿元，今年目标销售额为 15 亿元，同比增速为 10% 左右。公司的市场份额为 20-25% 左右，德国福斯罗的市场份额为 30% 左右，铁道部招标方式今年招标方式将进行改革，倾向一站式的采购模式，公司能提供全系列的扣件产品，这将有利于公司发挥产品系列齐全与规模优势。

扣件系统由螺旋道钉、平垫圈、弹条、绝缘块、轨距挡板、轨下垫板、铁垫板、铁垫板下弹性垫板和定位于混凝土轨枕或轨道板的预埋套管组成。公司与福斯罗及国内其他公司相比，所有配件都是自己生产，而福斯罗是主要的零件自己生产，其余的配件则是通过购买或其他形式合作生产。公司具有高铁扣件全系列产品的制造能力，并是国内唯一能同时供应 250 公里和 350 公里时速的高铁扣件企业。公司的高铁扣件主要包括四类产品，弹条 IV、V 型适用于有砟轨道，可满足 250 公里客运专线要求；WJ-7、WJ-8 型扣件适用于桥梁、隧道和路基轨枕埋入式和板式无砟轨道，满足 250 公里和 350 公里客运专线要求。在产品价格方面，250 公里时速的高铁扣件价格为 70-80 元/套，350 公里时速的高铁扣件价格约为 200 元/套。

(1) 铁路建设规划：短期铁路建设与招投标进度放缓，有利于长期稳定发展

2011 年铁路固定资产投资额将从年初预定的 7000 亿元下降至 6000 亿元，缩水额度达 1000 亿元，铁道部更加强调安全与稳定发展，因此铁路建设速度短期将放缓，而长期发展目标没有变动。“十二五”期间安排铁路投资总共达到 2.8 万亿元，到 2015 年新线投产总规模达 3 万公里，全国铁路运营里程将达 12 万公里左右，其中，快速线路为 4 万公里左右。

(2) 重载货运铁路市场潜力巨大

重载铁路扣件的需求与高铁市场有相似性，其扣件的价格在 250 公里与 350 公里时速的高铁扣件之间。重载铁路的市场空间数倍于高铁市场，预计“十二五”期间重载铁路将有

望开始大规模化建设。

中国重载铁路总里程超已达1.6万公里，重载铁路占总营业里程的比重为18.8%。重载运输在运送大宗货物上具有高效率、低成本的优势，可显著缓解目前全国煤炭、铁矿石等大宗物资长距离运输的瓶颈制约。按照原有规划，到2020年，中国高速铁路总规模达1.6万公里以上，重载铁路运行里程将超过5万公里，重载铁路的规划建设里程是高铁的数倍规模。

（3）轨道交通市场今年有望取得突破

公司目前与上海申通公司在轨道交通扣件领域开展合作，预计今年有望中标上海13号地铁线项目，13号地铁线24公里长度对应的扣件需求额约为4000-5000万元。

我国城市轨道交通进入快速发展期，目前已有北京、上海等十个城市开通的轨道交通线路运营里程总长近1000公里，预计到2015年，全国运营总里程约3500多公里，投资总规模超过1万亿元。

三、汽车紧固件市场进入快速成长期

公司2010年汽车紧固件业务销售收入约为1.8亿元，预计2011年将增长50%，公司今年汽车紧固件的目标销售收入为3亿元，同比增长50%左右，2012-2013年的销售收入年增速预计为30%-50%。公司紧固件产品以二级供应商配套为主，已与奇瑞汽车等自主品牌企业及部分外资厂商建立合作关系。

预计到2012年，全球汽车紧固件市场将达到122亿美元，而中国已成为全球汽车第一产销大国，汽车紧固件的市场空间巨大。从紧固件数量上统计，一辆轿车大约有580种不同规格接近5000个紧固件，一辆中型卡车约有570种不同规格5710个左右的紧固件。

国内规模比较大的汽车紧固件企业有：东风汽车紧固件、富奥紧固件、陕西方圆汽车标准件、上海特强汽车紧固件、温州明泰标准件、浙江长华、上海上标、浙江强力等。

四、一般紧固件：向高端市场与服务转型

4.1 公司将向风电、航空航天等高端市场转型

目前，公司的一般紧固件主要应用领域包括通用机械、家具等行业，由于一般紧固件市场竞争较为激烈，产品的毛利率也相对较低。行业的发展现状是低端产品过剩，产品的盈利能力较低，而高端产品需依赖进口，公司今后将重点开发风电、航空航天等具有较高附加值的产品。

随着全球经济的逐步复苏，1-4月国内紧固件行业的出口增速为40%左右，行业发展的外部环境已有显著改善。

4.2 通过物流环节提升紧固件附加值

公司计划在全国主要地区建立物流中心，在建项目有泉州、沈阳等物流中心，并计划在长沙等地区设立物流中心。公司将发挥自身的品牌与渠道优势，以自动化立体仓库等先进的物流设施为依托，为客户提供紧固件相关产品的一站式服务。

公司主要物流中心及在建项目：

- 公司本部：现有可存放10万吨产品的自动化立体仓库；
- 泉州晋亿仓储物流项目：注册资本为4900万元。将建设储存3万吨货物的全自动立体化仓库，为客户提供仓储、配送等服务。
- 沈阳物流中心：一期投资额为5000万元左右。

紧固件行业集中度较低，全国有7000多家紧固件企业，随着螺丝、螺帽、螺栓等品种的不断增多，市场上每年交易的紧固件品种已经超过10万种，由于物流瓶颈制约因素，供求关系亟待改善，通过物流中心对紧固件行业整合具有较大的市场需求空间。

五、公司盈利预测与估值

预计公司2011-2013年的EPS分别为0.45、0.59、0.77元，对应的市盈率分别为40.7、31.2、23.7倍，给予谨慎推荐的投资评级。

表2：公司主要产品营业收入预测

产品类别	项目	2011E	2012E	2013E
高铁扣件	营业收入(万元)	146,000	175,200	201,480
	毛利率(%)	32.0%	31.0%	30.0%
汽车紧固件	营业收入(万元)	29,500	43,660	61,124
	毛利率(%)	28.0%	28.0%	28.0%
一般紧固件	营业收入(万元)	127,071	167,164	233,658
	毛利率(%)	19%	20%	21%
精线	营业收入(万元)	49,271	56,662	65,161
	毛利率(%)	18%	18%	18%

资料来源：东北证券

六、主要风险因素

1. 铁路投资规划低于预期的风险

铁道部表示“十二五”期间的铁路投资规划没有变动，但铁路投资的年度计划及铁道部招标的进程仍不明确。

2. 新产品与市场开发的风险

公司未来的增长领域包括重载货运铁路与轨道交通，并重点开发汽车及风电等重大装备市场，以上领域均为公司新进入的领域，市场开发前景存在不确定性。

3. 大股东减持的风险

公司第二大股东丁建中在数次股份减持后，仍持有4.997%的股份，未来仍有继续减持的可能性。

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,708	3,024	3,521	4,430	5,618
营业成本	1,419	2,290	2,643	3,327	4,233
营业税金及附加	2	2	4	4	6
销售费用	122	190	215	266	326
管理费用	111	162	158	186	219
财务费用	24	31	35	44	56
营业利润	-13	293	411	536	706
营业外收入	5	6	6	7	8
营业外支出	3	3	4	4	6
利润总额	-11	296	413	539	709
所得税	16	53	64	84	110
净利润	-27	243	349	456	599
少数股东损益	-25	12	17	23	30
母公司净利润	-2	231	332	433	569
EPS	-0.002	0.31	0.45	0.59	0.77

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	189	335	478	460	556
净利润			349	456	599
折旧摊销			182	209	247
财务费用			35	44	56
投资收益			1	1	1
营运资金变动			(81)	(240)	(335)
其它			(8)	(10)	(13)
投资活动现金流	(238)	(142)	(158)	(237)	(322)
资本支出					
其他投资					
筹资活动现金流	34	(104)	(12)	(16)	(20)
股权筹资					
债券筹资					
其他					
现金净增加额	(14)	85	308	207	213

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,844	2,521	2,785	3,482	4,393
货币资金	187	277	294	359	449
应收款项	400	571	643	806	1,017
存货	961	1,357	1,479	1,852	2,337
其他	296	316	370	465	590
非流动资产	1,504	1,472	1,467	1,576	1,745
长期股权投资	26	26	26	26	26
固定资产	1,343	1,341	1,312	1,395	1,525
无形资产	43	42	42	42	42
其他	92	62	87	113	152
资产总计	3,348	3,992	4,252	5,058	6,138
流动负债	1,347	1,929	2,113	2,569	3,146
短期借款	418	520	592	719	881
应付账款	152	353	275	321	378
预收账款	6	13	18	22	28
其他	771	1,044	1,229	1,507	1,859
长期负债	182	73	48	65	79
长期借款	182	73	48	65	79
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1,529	2,002	2,161	2,634	3,225
少数股东权益	201	214	203	235	283
股东权益	1,618	1,777	1,889	2,189	2,631
负债和股东权益	3,348	3,992	4,252	5,058	6,138

主要财务比率					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-8.9%	77.0%	16.4%	25.8%	26.8%
营业利润	-111%	2431%	40.0%	30.7%	31.6%
净利润	-102%	15006%	43.5%	30.4%	31.5%
获利能力					
毛利率	17.0%	24.3%	23.8%	23.7%	23.6%
净利率	-0.1%	7.6%	9.4%	9.8%	10.1%
ROE	-1.7%	13.7%	18.5%	20.8%	22.8%
ROIC	1.4%	10.4%	13.9%	15.4%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	50.1%	50.8%	52.1%	52.5%
流动比率	1.37	1.31	1.32	1.36	1.40
速动比率	0.66	0.60	0.62	0.63	0.65
营运能力					
资产周转率	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	1.4	2.0	1.9	2.0	2.0
应收帐款周转率	5.2	6.2	5.8	6.1	6.2
应付帐款周转率	11.2	12.0	11.2	14.9	16.1
每股资料(元)					
每股收益	-0.002	0.31	0.45	0.59	0.77
每股净资产	2.19	2.41	2.56	2.96	3.56
PE	-	58.4	40.7	31.2	23.7
PB	8.3	7.6	7.2	6.2	5.1

资料来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。