



由外向内转型，高铁业务发展迅猛

——晋亿实业（601002）2009 年年报点评

2010 年 3 月 30 日

中性/首次

晋亿实业

财报点评

王立 机械行业分析师
wangli@dxzq.net.cn 010-66507319

事件：

公司发布 2009 年年度报告，报告期内，公司实现销售收入 17.08 亿元，完成年度目标的 78.78%，同比下降 8.89%，主营业务 16.77 亿元，同比下降 3.40%；归属于母公司的净利润为-155.11 万元。

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	312.45	587.18	516.25	459.18	396.86	440.13	409.81	461.63
增长率（%）	14.22%	63.12%	61.94%	41.46%	27.02%	-25.04%	-20.62%	0.54%
毛利率（%）	11.67%	19.22%	20.63%	21.33%	19.68%	19.29%	12.59%	16.31%
期间费用率（%）	9.56%	8.19%	7.50%	11.14%	16.95%	15.00%	13.87%	14.50%
营业利润率（%）	2.08%	10.93%	11.06%	-2.92%	2.47%	-12.01%	2.31%	4.56%
净利润（百万元）	3.53	54.90	48.41	-19.00	1.59	-43.49	7.34	7.75
增长率（%）	-70.48%	278.88%	557.92%	-1343.11%	-55.04%	-179.21%	-84.83%	-140.77%
每股盈利（季度，元）	0.007	0.070	0.063	-0.013	0.013	-0.042	0.013	0.014
资产负债率（%）	40.78%	45.63%	42.90%	40.66%	39.98%	43.30%	43.38%	45.68%
净资产收益率（%）	0.21%	3.17%	2.64%	-1.04%	0.09%	-2.41%	0.41%	0.43%
总资产收益率（%）	0.12%	1.72%	1.51%	-0.62%	0.05%	-1.37%	0.23%	0.23%

评论：

积极因素：

- 依托国家高速铁路建设的快速推进，公司高铁扣件业务也得到快速发展，作为国内第一家进行上道技术审查的扣件生产企业，公司高铁扣件弹条IV型、V型、WJ-7型、WJ-8型扣件系统顺利通过了铁道部运输局组织的客专扣件上道技术审查，意味着公司面对的高铁扣件市场更加广阔。报告期内，公司高铁扣件业务销售收入同比增长170.83%，达到59,664万元，占全部主营业务收入的20%。由于高铁扣件技术含量较高，毛利率较高，提升公司紧固件业务整体毛利率水平，较2008年增加了2.54个百分点。
- 公司继续加快由外向内的转型，主营业务内销同比增长24.67%，一定程度上对冲了国际经济形势恶化给公司带来的严重不利影响。

消极因素:

- 报告期内，国际贸易保护主义强势抬头，欧盟、加拿大对来自于中国的紧固件征收高额反倾销税，俄罗斯也发起保障措施调查，公司主营业务外销受到严重影响，同比下降47.86%。由于2010年金融危机发展的不确定性，国际贸易保护主义的影响还将持续。
- 公司三项费用较2008年同期都有较大幅度的增长。其中，销售费用同比增长76.95%，缘于高铁扣件项目对应的代理费、运费增加；管理费用同比增长38.23%，缘于高铁扣件项目的技术开发投入增加。
- 公司产品的原材料为钢。2010年铁矿石价格的大幅上涨将迫使钢价做出调整，压缩公司产品的利润空间。

业务展望:

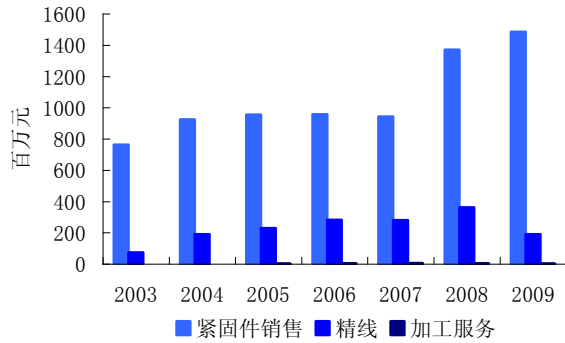
- 公司紧固件产品主要面向高速铁路、汽车、风力发电、工程机械和家电等市场。普通紧固件市场已处在微利时代，对公司利润贡献和未来发展的重要性逐年降低。精线与加工服务业务毛利率也在迅速下滑，对公司业绩影响日渐微弱。专用紧固件业务成为公司未来发展的支撑。
- 2010年至2012年，铁路总投资额将达到2.15万亿元，其中高速铁路投资2009年为2640亿元，预计未来三年将以18%~20%的速度增长。公司高铁扣件系统随着公司通过了上道技术审查将进入收获期，2009年公司所公布的订单规模已逾15亿元。预计未来公司将分享普铁和高铁庞大的扣件市场，该业务2010年可望有50%以上的增长。
- 我国汽车业2009年在产业振兴和调整规划、以旧换新、汽车下乡等多项政策利好下迅猛发展，2010年有利的形式也将持续。由于汽车零部件采购日益倾向于国内产品，公司汽车专用紧固件业务有望受益于汽车行业发展。同时，各项基础设施建设和风电设备建设投入的加强，也将直接带动相关紧固件市场的扩张，使得公司非高铁专用紧固件业务同样获得快速发展。预计2010年增长率在10%~20%左右。

盈利预测

预计2010年至2012年公司EPS分别为0.08、0.14和0.17，对应P/E分别为99、57和46倍，首次给予“中性”评级。

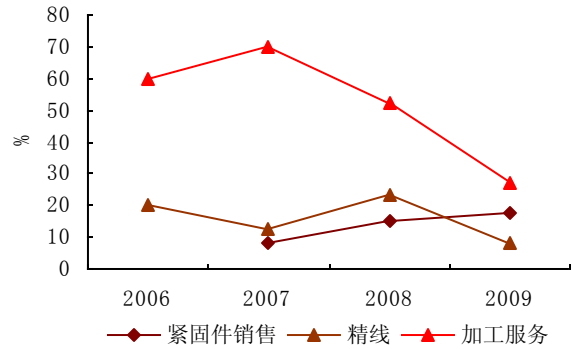
万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,875.05	1,708.43	2,251.58	2,763.22	3,306.93
主营收入增长率	46.84%	-8.89%	31.79%	22.72%	19.68%
EBITDA(百万元)	262.05	133.16	291.49	360.61	398.23
EBITDA增长率	75.45%	-49.19%	118.90%	23.71%	10.43%
净利润(百万元)	93.91	(1.55)	58.39	101.73	124.91
净利润增长率	150.29%	-101.65%	N/A	74.23%	22.79%
ROE	5.81%	-0.10%	3.50%	5.77%	6.66%

图 1：公司各业务营业收入情况



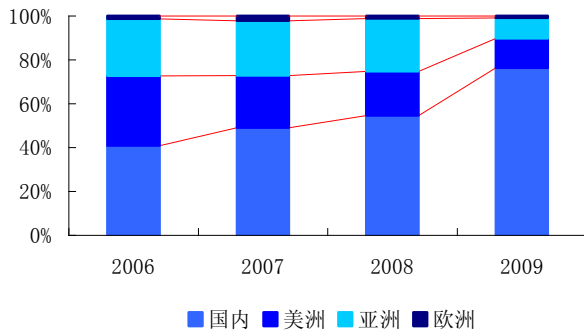
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：公司各业务毛利率变动情况



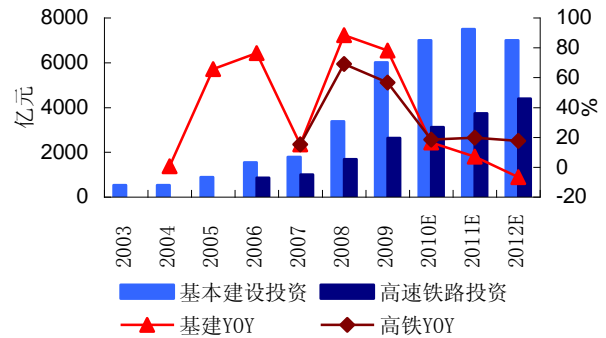
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3：公司各地区营业收入占比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：铁路基本建设投资与高速铁路投资规模



资料来源：铁道部、东兴证券研究所

分析师简介

王立

南开大学电子信息科学学士，光学工程硕士，控制理论与控制工程博士，2009年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。