

汽车零部件 III



朱学东

机械行业研究员

021-38565946

zhuxd@syzq.com.cn

银轮股份 (002126)

务实的热换热器行业专家

强烈推荐

2009 年 11 月 1 日

投资要点

- 10 月 30 日我们调研了银轮股份，与公司总经理陈先生进行了交流，并参观了现场。总体判断：公司是一家务实诚信经营的企业，值得长期持有。
- 发展战略很清晰：成为换热器行业专家，围绕高效换热产品这条主线发展，从油冷器、中冷器到冷却模块、铝油冷器、EGR 冷却器、封条式冷却器等系列产品发展。
- 发展空间足够大：OEM 市场——目前在国内商用车领域油冷器、中冷器占有率比较高（40%左右），而乘用车领域空间更大，容量 5 倍于商用车领域。AM 市场——公司未介入，随着汽车保有量增加需求将不断增加。海外市场——国内容量的 5-10 倍。非汽车领域——工程机械、农机、压缩机也有很大的发展空间。
- 公司竞争优劣势：1、民营机制，员工持股；2、客户的粘性，认证周期长，程序复杂；3、产品一致性，20 多年积淀的设计和制造经验，产品质量稳定。4、技术优势：匹配技术、试验手段、同步开发。劣势：主机厂地位强势，议价能力弱。
- 成长的外部驱动力：1、国内汽车行业的增长，2、排放标准提高带来的新品如 EGR 冷却器的增长，3、产业转移带来的出口机会。
- 公司业绩增长来自于：1、收入 15%以上的增长。过去 9 年收入复合增长率 30%以上，考虑到汽车行业的增速，未来 3 年保持 15%以上收入增速是完全可能的。2、毛利率提升但空间有限。正面因素：原材料价格处于低位毛利率有提升空间，新产品毛利率比较高。负面因素：主机厂降价。总的来说，材料密集产品 07、08 年毛利率处于底部的判断是合理的。3、计提普莱恩斯坏账准备 3000 万元影响 09 年业绩，10 年业绩会大幅增加。
- 根据调研情况结合我们的判断，预测公司 09、10、11 年每股收益分别为 0.51 元、0.84 元、1.01 元，目前动态 PE 分别为 28X、17X、14X，与中小板同类企业相比，估值偏低。即使考虑 P S，公司估值也不贵，可以给予强烈推荐评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	705	683	768	931
货币资金	153	148	168	204
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	269	257	284	341
其他应收款	10	12	13	15
存货	201	194	220	270
非流动资产	388	561	777	910
可供出售金融资产	1	0	0	0
长期股权投资	14	50	50	50
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	276	377	561	670
在建工程	35	38	59	63
油气资产	0	0	0	0
无形资产	57	66	80	91
资产总计	1093	1244	1545	1841
流动负债	559	673	899	1108
短期借款	232	326	530	658
应付票据	155	141	159	197
应付账款	138	135	156	190
其他	34	71	54	63
非流动负债	41	37	37	37
长期借款	35	35	35	35
其他	6	2	2	2
负债合计	600	711	936	1146
股本	100	100	100	100
资本公积	208	208	208	208
未分配利润	128	163	228	299
少数股东权益	18	20	23	27
股东权益合计	492	533	610	695
负债及权益合计	1093	1244	1545	1841

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	44	51	84	101
折旧和摊销	33	18	26	35
资产减值准备	8	-4	7	3
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	31	8	14	19
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	1	2	3	4
营运资金的变动	14	-34	60	51
经营活动产生现金流量	104	95	84	110
投资活动产生现金流量	-66	-175	-252	-167
融资活动产生现金流量	12	74	189	92
现金净变动	50	-6	21	36
现金的期初余额	137	153	148	168
现金的期末余额	187	148	168	204

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	983	922	1052	1276
营业成本	745	673	779	951
营业税金及附加	4	4	4	5
销售费用	48	45	50	61
管理费用	90	95	102	116
财务费用	31	8	14	19
资产减值损失	12	34	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	52	63	103	124
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	52	63	102	123
所得税	7	9	15	18
净利润	45	53	87	105
少数股东损益	1	2	3	4
归属母公司净利润	44	51	84	101
EPS (元)	0.44	0.51	0.84	1.01

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.4%	-6.2%	14.1%	21.3%
营业利润增长率	9.6%	21.1%	62.5%	20.5%
净利润增长率	27.5%	17.8%	63.2%	20.7%
盈利能力(%)				
毛利率	24.2%	27.0%	26.0%	25.5%
净利率	4.4%	5.6%	8.0%	7.9%
ROE	9.2%	10.0%	14.3%	15.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	54.9%	57.1%	60.5%	62.2%
流动比率	1.26	1.01	0.86	0.84
速动比率	0.89	0.72	0.61	0.59
营运能力(次)				
资产周转率	0.97	0.79	0.75	0.75
应收帐款周转率	3.94	3.25	3.58	3.75
每股资料 (元)				
每股收益	0.44	0.51	0.84	1.01
每股经营现金	0.67	0.95	0.84	1.10
每股净资产	4.74	5.13	5.86	6.68
估值比率 (倍)				
PE	33.03	28.04	17.17	14.24
PB	3.03	2.80	2.45	2.15

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。