

动态报告/公司快评

汽车汽配

银轮股份 (002126)

谨慎推荐

汽车零部件

2009 年业绩快报点评

(维持评级)

2010 年 3 月 1 日

银轮股份 2009 年业绩快报点评

分析师: 李君 lijun2@guosen.com.cn 021-60933156

分析师: 左涛 zuotao@guosen.com.cn 021-60933164

事项:

银轮股份公布了 2009 年业绩快报。

点评:

- 业绩符合预期, 净利大幅增长, 符合我们 2009 年初对公司将“迈入新的增长阶段”的判断。

公司 2009 年实现收入 8.9 亿元, 同比下降 9.4%, 但实现净利 5400 万元, 同比增长 24%, 对应 EPS 0.54 元, 与我们预期 (0.52 元 EPS) 基本一致。需要指出, 2009 年, 由于公司客户普莱恩斯破产, 导致坏账 3027 万元, 影响 EPS 约 0.26 元, 若不考虑该非经常性损益, 则公司当年“实际”EPS 将达到 0.80 元, 净利同比增长 84%。

- 2009 年公司盈利能力大幅上升, 但季度间波动较大。

2009 年全年净利率达到了 9% 的水平, 恢复至 2004 年的高度, 显著高于 2006-2008 年低于 5% 的净利率水平。原因有二: 1、原材料价格 2009 年处于低位, 人民币汇率也相对稳定; 2、EGR 冷却器新品在 1H09 实现了 50% 以上的毛利率、约 30% 左右的净利率水平, 收入仅为 4000 多万元的 EGR 冷却器在上半年即贡献了近 1500 万元的净利润 (需要强调的是, 由于其他竞争者的加入, 3Q09, EGR 冷却器的毛利率一次性降至 25-30% 左右, 我们预计 2H09, EGR 冷却器仅贡献净利约 500 万元。)

季度间盈利能力波动大, 4Q09 表现最佳。1-4Q09, 公司单季度收入分别为 1.67、2.44、2.29、2.50 亿元, 不考虑普莱恩斯坏账, 单季度“经常性”净利分别约为 1000、2400、1500、3000 万元, 净利率分别约为 6%、10%、7%、12%。4Q09, 无论收入还是盈利, 均是 2009 年公司表现最佳的一个季度, 原因来自于该季度, 下游商用车内需市场非常旺盛, 而出口也略有复苏。另外, 公司利润率在季度间的巨大波动与原材料采购价格和产品价格的调整时滞有一定关系。

- 新产品: SCR 系统在研, 有望成为公司未来业绩增长点。

SCR 系统是重卡升级国 IV 的首选, 我们预计国 IV 排放标准最晚 2012 年执行: 目前重卡柴油机排放实施国 III 排放标准, 主要采用了高压共轨、EGR 两条技术路线。国 III 排放标准向国 IV 排放标准升级, 目前主要有三种技术升级路线: SCR (选择性催化还原)、EGR (废气再循环)+DOC (氧化催化器)+POC (微粒催化氧化器)、EGR+DOC+DPF (颗粒捕集器), SCR 技术路线具有对主机改动小、对柴油含硫量要求低、燃油经济性高、功率密度高、散热要求

低等优点，相对于 EGR 技术路线更容易实现，因此成为主流技术路线。据了解目前潍柴、玉柴、东风康明斯、上柴、重汽（EGR+DPF、SCR 双路线）均选择 SCR 路线，对国 IV 排放升级做了技术储备。进口 SCR 系统售价约为 3 万元左右，相对国内重卡目前二十几万的售价较为昂贵，而国产 SCR 系统售价可较国外同类产品低 40%-60%，市场竞争力较高，一旦国 IV 排放标准实施，SCR 系统市场空间较大。我们判断 SCR 技术路线在国 IV 排放标准后至少占据 60%的市场份额。

公司 SCR 系统在研，我们预计成功可能性高，远期看，将为公司带来质变。公司与国内知名院校共同进行 SCR 系统的研发，我们认为经过与下游主机厂的匹配试验后，有望获得一定市场份额，未来将与威孚高科等少数企业形成竞争。相较于 EGR 冷却器，SCR 系统更能为公司带来实质性的变化，主要由于，SCR 单价远高于 EGR 冷却器，我们按公司在 SCR 系统占据 10%的市场份额计算（3.5 万台，单价 1.5 万元），也将提升公司收入 50%，另外，预计 SCR 系统的竞争激烈程度在初期将明显低于公司原有的热交换器产品，因而其净利率有望达到 8-10%以上，明显高于热交换器 5-7%的行业平均净利率水平，公司利润率将改善。公司与康明斯、卡特彼勒、玉柴、潍柴等国内外主流厂商关系密切，公司只要产品技术过关，我们认为市场份额能够得到保证。

从公司产品研发、国 IV 排放标准推行看，我们判断 2012 年前后，公司将进入新一轮增长期。

■ 维持对公司谨慎推荐评级，维持对公司 2010、2011 年 0.83（22.3X）元、0.92（20.1X）元的 EPS 预测。

较 2009 年，预计公司经营情况在 2010 年有以下变化：1、EGR 冷却器的盈利能力下降（较 1H09）至正常水平；2、出口市场将明显复苏，出口收入将恢复至 2008 年的水平（2009 年下降了 30%），占全部收入的比例由 30%上升至 40%；3、原材料价格的波动具不确定性，或将会影响公司短期盈利，但我们认为幅度不会很大。综合考虑上述各种因素，我们预计 2010 年公司收入较 2009 年将明显上升，幅度约为 12-15%，但净利率或将略有下降，至 8%左右，从而导致 2010 年公司“经常性”盈利较 2009 年仅小幅上升，至 0.83 元 EPS。

我们假定国 IV 标准 2012 年正式推行，因而 2011 年预测中，未反映 SCR 新品的收入和盈利。在此假定下，2012 年公司业绩有望实现较大幅度上升。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	153	183	209	241
应收款项	342	305	341	376
存货净额	201	173	198	218
其他流动资产	8	5	6	6
流动资产合计	705	666	754	841
固定资产	311	276	272	267
无形资产及其他	57	55	53	50
投资性房地产	6	6	6	6
长期股权投资	14	34	34	34
资产总计	1093	1036	1119	1198
短期借款及交易性金融负债	232	200	200	200
应付款项	294	253	289	319
其他流动负债	34	22	26	28
流动负债合计	559	475	515	547
长期借款及应付债券	35	35	35	35
其他长期负债	6	6	6	6
长期负债合计	41	41	41	41
负债合计	600	516	556	588
少数股东权益	18	19	20	22
股东权益	474	501	543	588
负债和股东权益总计	1093	1036	1119	1198

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.44	0.54	0.83	0.92
每股红利	0.33	0.27	0.42	0.46
每股净资产	4.74	5.01	5.43	5.88
ROIC	12%	13%	14%	15%
ROE	9%	11%	15%	16%
毛利率	24%	27%	26%	26%
EBIT Margin	10%	12%	11%	11%
EBITDA Margin	13%	16%	14%	14%
收入增长	17%	-9%	12%	10%
净利润增长率	21%	24%	53%	10%
资产负债率	57%	52%	52%	51%
息率	2.7%	2.2%	3.4%	3.7%
P/E	28.4	22.8	14.9	13.5
P/B	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.3	12.4	12.6	11.8

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	983	890	997	1097
营业成本	745	646	738	812
营业税金及附加	4	4	4	4
销售费用	48	44	49	53
管理费用	90	89	100	111
财务费用	31	7	6	5
投资收益	(0)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(12)	(35)	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	52	66	101	111
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	52	66	101	111
所得税费用	7	10	15	17
少数股东损益	1	2	3	3
归属于母公司净利润	44	54	83	92

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	44	54	83	92
资产减值准备	13	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	33	33	36	38
公允价值变动损失	12	35	0	0
财务费用	31	7	6	5
营运资本变动	9	15	(23)	(23)
其它	(12)	1	1	2
经营活动现金流	98	138	98	108
资本开支	(78)	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(91)	(50)	(30)	(30)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	35	0	0	0
支付股利、利息	(33)	(27)	(42)	(46)
其它融资现金流	6	(32)	0	0
融资活动现金流	10	(59)	(42)	(46)
现金净变动	17	29	26	32
货币资金的期初余额	137	153	183	209
货币资金的期末余额	153	183	209	241
企业自由现金流	46	110	74	84
权益自由现金流	87	72	69	79

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告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。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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。