

银轮股份 (002126): ERG 项目放量, 2010 值得期待

增持 (维持)

汽车及配件

4 月 7 日股价: 25.79 元

报告日期: 2010 年 4 月 8 日

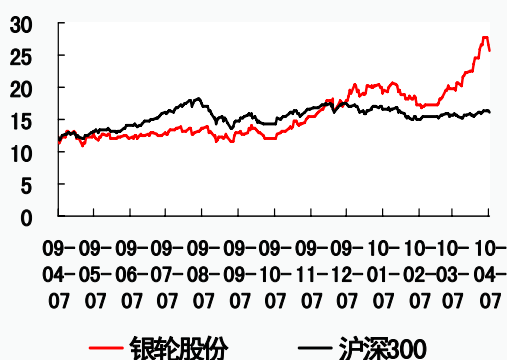
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	896	1,129	1,422	1,735
(+/-, %)	-8.85%	26.00%	26.00%	22.00%
营业利润	64	89	107	122
(+/-, %)	22.89%	37.89%	20.79%	14.44%
归属于母公司 的净利润	54	69	74	82
(+/-, %)	23.95%	28.26%	7.44%	9.77%
每股收益 (元)	0.54	0.69	0.74	0.82
市盈率 (倍)	47.78	37.25	34.67	31.59

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	10,000/3,785
流通市值 (亿元)	9.76
每股净资产 (元)	4.89
资产负债率 (%)	53.44

股价表现 (最近一年)



联系人: 天相汽车组

021-58824282-837 tangn@txsec.com

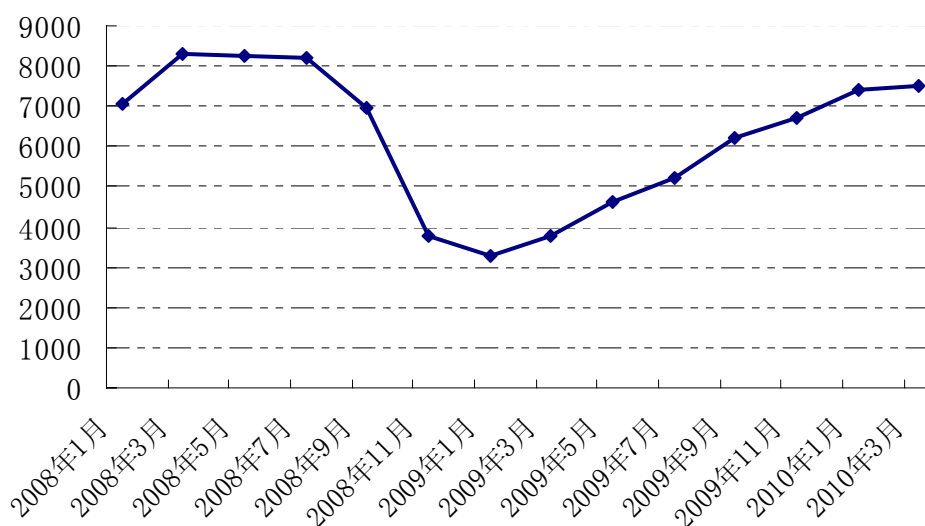
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年, 公司实现营业收入 8.96 亿元, 同比下降 8.85%; 营业利润 6421 万元, 同比增长 22.89%; 归属于母公司所有者净利润 5398 万元, 同比增长 23.95%。EPS: 0.54 元, 每 10 股派现金 0.5 元。4 季度, 公司实现营业收入 2.56 亿元, 环比增长 11.8%; 归属于母公司所有者净利润 2752 万元, 环比增长 189%。EPS: 0.27 元。
- ERG 冷却器放量, 公司毛利率大幅提升。**ERG 冷却器全年毛利率保持在 50%左右的高位, 全年营业收入同比增长超过 100%, 占全部产品收入的比例大幅提升, 使公司 2009 年总体毛利率达到 30%的历史高位。ERG 冷却器计划产能 50 万台/年, 预计 2011 年将全面达产, 考虑到公司是市场第一家研发并市场化 ERG 产品的公司, 有稳定的合作伙伴, 且目前只有少量公司在推广 ERG 产品市场化, 我们预计 2010 年 ERG 产品销量仍将维持快速增长, 毛利率将逐渐回归至 40%左右。
- 期间费用率维持稳定, 坏账尘埃落定。**公司 2009 年期间费用率为 18.38%, 同比增加 1.21%, 基本维持稳定。针对普莱恩斯破产被拍卖重组所计提的坏账损失共计 3427 万元, 破产事件的影响已基本消化, 对 2010 年将不再产生负面影响。目前公司已经与普莱恩斯重组的新公司 Vista-Pro 建立业务联系, 虽然采购量有小幅下降, 长远来看将逐渐恢复以前水平。
- 技术领先优势明显, 横向扩张发展加速。**公司的主营产品冷却器、中冷器主要应用于下游柴油发动机, 主要客户包括重汽、潍柴、宇通、东风商用车、康明斯等。除传统商用车领域外, 公司产品还可广泛应用于工程机械, 船舶工业, 内燃机车, 轿车和重卡行业, 产品市场存在较大的深度挖掘空间。公司自 2009 年开始积极开拓工程机械、农用机械市场, 截至 2009 年底, 非汽车业务收入占比约为 15%左右。我们看好公司 ERG 冷却器放量, SCR 冷却器开始研发, ERG、SCR 产品是解决欧 iv、欧 v 标准的主要技术路线, 市场前景广阔。公司多项产品技术领先, 达到国际先进水平, 不断夯实市场竞争力, 减轻市场开拓难度, 预计 2010 年非汽车业务收入增速将加快。

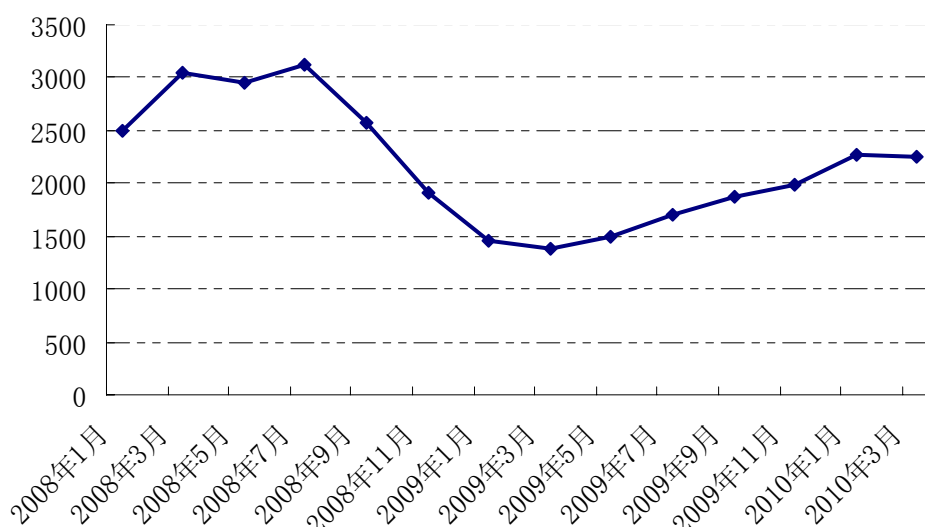
- **汽车行业增速稳定，公司 2010 年增长确定。**我们预计 2010 年汽车销量增速在 15%左右，公司主要下游商用车、重卡、轿车行业 2010 年的表现值得期待。我们预计公司商用车、重卡业务将保持稳定增长；公司同时积极开拓轿车市场，目前已与长安福特、上海汽车、江淮汽车等整车厂合作开发产品，将成为新的增长点。
- **预计归属于母公司所有者净利润为6924万元。**我们预计公司2010年实现营业收入11.29亿元，同比增长26%，归属于母公司所有者净利润6924万元，同比增长28.26%。
- **盈利预测。**预计公司2010-2011年EPS分别为0.69元、0.74元，以4月7日收盘价25.79元计算，对应动态P/E为37倍，P/B为5.28倍。考虑到公司ERG产品上量，市场表现可能超出预期，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。**注意的风险主要有汽车销量增速低于预期，出口业务回暖的不确定性，原材料铝、铜、不锈钢的价格上涨导致盈利能力下降等。

图表 1：2008.1-2010.3 期货铜价格走势（单位：元/吨）

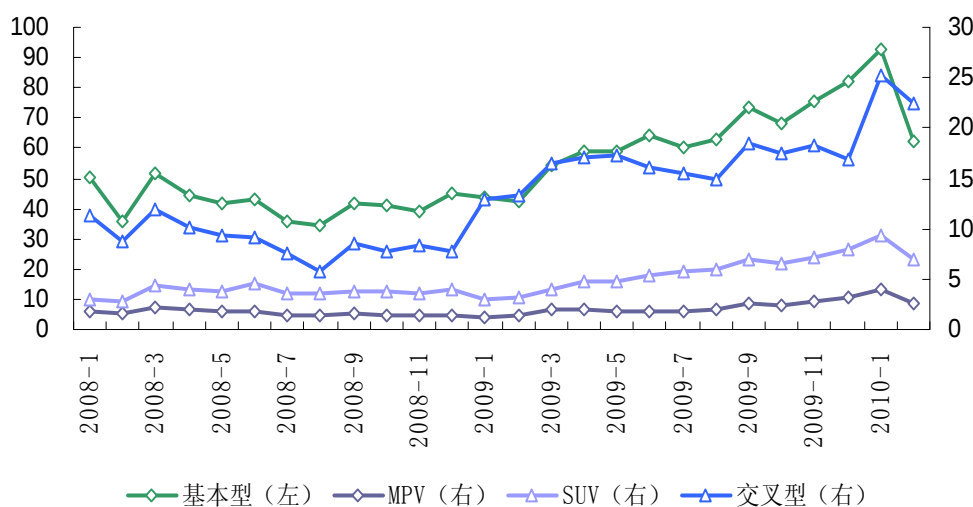


资料来源：天相投顾整理

图表 2：2008.1-2010.3 期货铝价格走势（单位：元/吨）

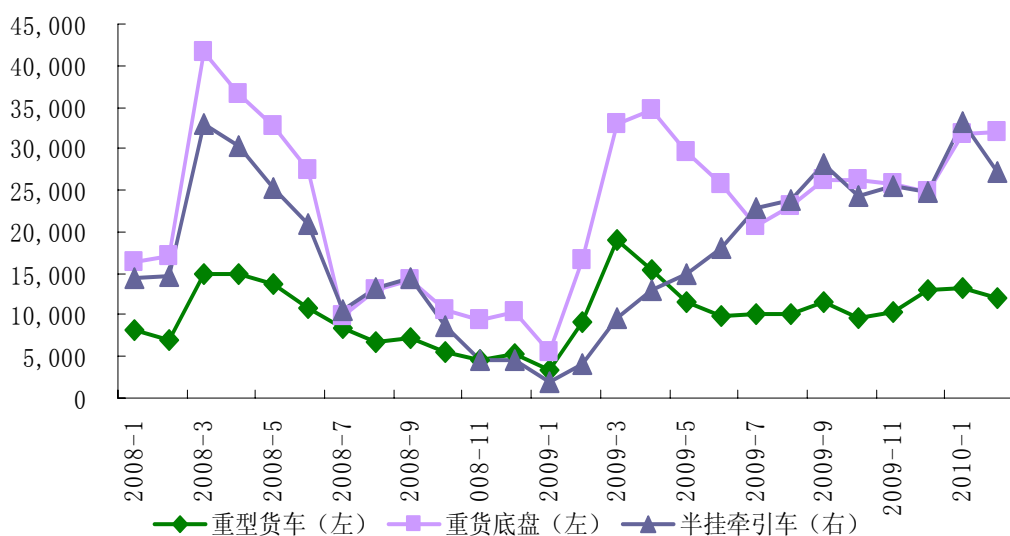


图表 3：乘用车月度销量数据（单位：辆）



资料来源：天相投顾整理

图表 4：重卡月度销量数据（单位：辆）



资料来源：天相投顾整理



图表 5：银轮股份（002126）盈利预测（万元）

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	89,571	112,859	142,203	173,488
增长率（%）	-8.85%	26.00%	26.00%	22.00%
综合毛利率（%）	30.20%	26.00%	27.00%	27.00%
营业成本	62,524	83,516	103,808	126,646
营业税金及附加	466	445	446	447
销售费用	4,443	5,643	7,963	8,674
（%）	4.96%	5.00%	5.60%	5.00%
管理费用	10,084	11,512	15,642	19,951
（%）	11.26%	10.20%	11.00%	11.50%
财务费用	1,939	2,370	3,128	4,511
（%）	2.16%	2.10%	2.20%	2.60%
期间费用合计	16,466	19,525	26,734	33,136
期间费用率	18.38%	17.30%	18.80%	19.10%
减：资产减值损失	3,649	500	500	1,000
加：投资收益	-45	-20	-20	-20
营业利润	6,421	8,854	10,695	12,239
营业利润率（%）	7.17%	7.84%	7.52%	7.05%
增长率（%）	22.89%	37.89%	20.79%	14.44%
加：营业外收入	487	500	500	300
减：营业外支出	258	280	280	160
利润总额	6,650	9,074	10,915	12,379
利润率（%）	7.42%	8.04%	7.68%	7.14%
所得税	571	1,996	3,056	3,714
实际税负比率（%）	8.59%	22.00%	28.00%	30.00%
净利润	6,079	7,078	7,859	8,665
净利润率（%）	6.79%	6.27%	5.53%	4.99%
少数股东损益	681	154	420	500
归属于母公司所有者的净利润	5,398	6,924	7,439	8,165
增长率（%）	23.95%	28.26%	7.44%	9.77%
每股收益（元）	0.54	0.69	0.74	0.82

资料来源：公司资料，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100