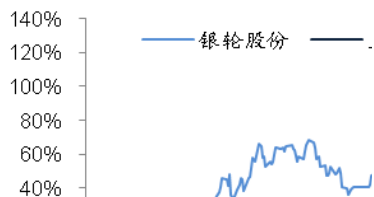


**动态报告**
**汽车汽配**
**汽车零部件**
**银轮股份(002126)**
**2010 年半年报点评**
**谨慎推荐**

(维持评级)

2010 年 8 月 23 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

|                 |                    |
|-----------------|--------------------|
| 昨收盘 (元)         | 24.12              |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 100.00/89.70       |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0.00/0.00          |
| 总市值/流通市值(百万元)   | 2,412.00/2,163.57  |
| 上证综指/深圳成指       | 2,642.31/11,090.46 |
| 12 个月最高/最低 (元)  | 27.66/11.48        |

**财务数据**

|           |        |
|-----------|--------|
| 净资产值(百万元) | 570.48 |
| 每股净资产(元)  | 5.70   |
| 市净率       | 4.23   |
| 资产负债率     | 59.50% |
| 息率        | 0.21%  |

**相关研究报告:**

《银轮股份 09 年报点评: 原材料价格下降大幅改善利润率》——2010-4-7

《银轮股份 2009 年业绩快报点评》——2010-3-1

《银轮股份: 银轮股份 2010 年度策略会交流纪要》——2009-12-18

**分析师: 李君**

电话: 021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030036

**分析师: 左涛**

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060044

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

# 内需井喷 出口大幅反弹

**●上半年实际净利增幅与收入增幅相当**

2010 年上半年, 公司实现销售收入 7.28 亿元, 同比增长 77.1%, 实现净利润 6031 万元, 同比增长 256.3%, 折合 EPS 0.60 元。需要指出的是 2009 年上半年公司计提客户普莱恩斯坏账 2334 万元, 影响 EPS 0.17 元, 剔除这一因素影响, 2010 年上半年净利同比增幅约 77%。

**●产品结构升级, 但原料价格上升影响毛利率**

**产品结构升级成效显著:** 1H10 公司募投项目产品 EGR 冷却器、铝封条式中冷器分别实现盈利 2154、1105 万元, 同比分别增长 48.3%、251.2%, 相当于 2009 年全年盈利水平。两者合计占全部盈利的比重超过 50%, 但预计收入占比在 20% 以下, 体现了公司产品结构的升级获得成效。

**综合毛利率却有所下滑:** 公司报告期内综合毛利率较去年同期下降 4.7 个百分点至 25.8%, 主要原因是不锈钢、铝、铜等原材料价格上涨, 使冷却器总成、中冷器等销量占比较高的传统产品毛利率大幅下滑, 符合我们前期预期。

**●出口明显恢复, 内需下半年面临压力**

**出口明显恢复:** 报告期内公司直接出口收入同比增长 112.9%, 加上代理出口, 我们预计公司出口占比已恢复至 40% 左右, 相当于 2008 年前的水平;

**内需下半年压力较大:** 重卡行业上半年异常火爆, 重卡保有量大幅增长, 我们认为这一局面难以长期为继, 预计重卡销量下半年将逐步回归。

**●维持“谨慎推荐”评级, 小幅上调盈利预测**

维持对公司“谨慎推荐”的评级, 上调公司 2010、2011 年的盈利预测至 0.96 (27x)、0.96 (27x) 元 (原盈利预测为 0.88、0.92 元), 我们判断 2010 年下半年盈利会明显弱于上半年。公司 2012 年将面临一个新的成长期, 主要来自于预期国 IV 标准 2012 年正式推行, 公司在研 SCR 相关产品将显著受益, 我们预计仅该项产品带来的利润增幅将会超过 30%。

**盈利预测和财务指标**

|              | 2008   | 2009   | 2010E | 2011E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 982.68 | 895.71 | 1,209 | 1,270 |
| (+/-%)       | 17.36% | -8.85% | 35.0% | 5.0%  |
| 净利润(百万元)     | 43.54  | 53.98  | 96    | 96    |
| (+/-%)       | 27.49% | 23.98% | 77.9% | -0.1% |
| 每股收益 (元)     | 0.44   | 0.54   | 0.96  | 0.96  |
| EBIT Margin  | 8.23%  |        | 11.4% | 10.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 9.19%  | 10.47% | 17.0% | 15.7% |
| 市盈率 (PE)     | 55.40  | 44.68  | 26.9  | 26.9  |
| EV/EBITDA    | 23.57  |        | 18.6  | 18.5  |
| 市净率 (PB)     | 5.09   | 4.68   | 4.58  | 4.22  |

## 附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2009        | 2010E       | 2011E       | 利润表 (百万元)        | 2009      | 2010E      | 2011E      |
|------------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-----------|------------|------------|
| 现金及现金等价物         | 115         | 140         | 190         | 营业收入             | 896       | 1209       | 1270       |
| 应收款项             | 373         | 414         | 435         | 营业成本             | 625       | 895        | 946        |
| 存货净额             | 219         | 242         | 255         | 营业税金及附加          | 5         | 5          | 5          |
| 其他流动资产           | 16          | 7           | 8           | 销售费用             | 44        | 59         | 62         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>724</b>  | <b>803</b>  | <b>888</b>  | 管理费用             | 101       | 112        | 120        |
| 固定资产             | 329         | 321         | 314         | 财务费用             | 19        | 10         | 8          |
| 无形资产及其他          | 56          | 54          | 52          | 投资收益             | (0)       | 0          | 0          |
| 投资性房地产           | 12          | 12          | 12          | 资产减值及公允价值变动      | (36)      | 0          | 0          |
| 长期股权投资           | 39          | 59          | 59          | 其他收入             | 0         | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>1160</b> | <b>1249</b> | <b>1325</b> | 营业利润             | 64        | 128        | 128        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 238         | 200         | 200         | 营业外净收支           | 2         | 0          | 0          |
| 应付款项             | 268         | 354         | 373         | <b>利润总额</b>      | <b>67</b> | <b>128</b> | <b>128</b> |
| 其他流动负债           | 44          | 31          | 33          | 所得税费用            | 6         | 19         | 19         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>550</b>  | <b>585</b>  | <b>606</b>  | 少数股东损益           | 7         | 13         | 13         |
| 长期借款及应付债券        | 55          | 55          | 55          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>54</b> | <b>96</b>  | <b>96</b>  |
| 其他长期负债           | 15          | 15          | 15          |                  |           |            |            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>70</b>   | <b>70</b>   | <b>70</b>   |                  |           |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>620</b>  | <b>655</b>  | <b>676</b>  |                  |           |            |            |
| 少数股东权益           | 25          | 32          | 38          |                  |           |            |            |
| 股东权益             | 515         | 563         | 611         |                  |           |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1160</b> | <b>1249</b> | <b>1325</b> |                  |           |            |            |

| 现金流量表 (百万元)    | 2009        | 2010E       | 2011E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润            | 54          | 96          | 96          |
| 资产减值准备         | 24          | 5           | (0)         |
| 折旧摊销           | 31          | 36          | 39          |
| 公允价值变动损失       | 36          | 0           | 0           |
| 财务费用           | 19          | 10          | 8           |
| 营运资本变动         | (46)        | 22          | (14)        |
| 其它             | (21)        | 2           | 7           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>78</b>   | <b>161</b>  | <b>128</b>  |
| 资本开支           | (36)        | (30)        | (30)        |
| 其它投资现金流        | 0           | 0           | 0           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(61)</b> | <b>(50)</b> | <b>(30)</b> |
| 权益性融资          | 0           | 0           | 0           |
| 负债净变化          | 20          | 0           | 0           |
| 支付股利、利息        | (31)        | (48)        | (48)        |
| 其它融资现金流        | (32)        | (38)        | 0           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(55)</b> | <b>(86)</b> | <b>(48)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(38)</b> | <b>25</b>   | <b>50</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 153         | 115         | 140         |
| 货币资金的期末余额      | 115         | 140         | 190         |
| 企业自由现金流        | 59          | 145         | 112         |
| 权益自由现金流        | 47          | 99          | 105         |

| 关键财务与估值指标     | 2009 | 2010E | 2011E |
|---------------|------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.54 | 0.96  | 0.96  |
| 每股红利          | 0.31 | 0.48  | 0.48  |
| 每股净资产         | 5.15 | 5.63  | 6.11  |
| ROIC          | 14%  | 15%   | 16%   |
| ROE           | 10%  | 17%   | 16%   |
| 毛利率           | 30%  | 26%   | 26%   |
| EBIT Margin   | 13%  | 11%   | 11%   |
| EBITDA Margin | 17%  | 14%   | 14%   |
| 收入增长          | -9%  | 35%   | 5%    |
| 净利润增长率        | 24%  | 78%   | 0%    |
| 资产负债率         | 56%  | 55%   | 54%   |
| 息率            | 1.2% | 1.9%  | 1.9%  |
| P/E           | 47.8 | 26.9  | 26.9  |
| P/B           | 5.0  | 4.6   | 4.2   |
| EV/EBITDA     | 21.1 | 18.6  | 18.5  |

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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         |

### 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。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                 |                |              |                |              |                |
|-----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>宏观</b>       |                | <b>策略</b>    |                | <b>交通运输</b>  |                |
| 周炳林             | 0755-82130638  | 黄学军          | 021-60933142   | 郑 武          | 0755- 82130422 |
| 林松立             | 010-66026312   | 崔 嵘          | 021-60933159   | 陈建生          | 0755- 82133766 |
|                 |                | 廖 喆          | 021-60933162   | 岳 鑫          | 0755- 82130432 |
|                 |                |              |                | 高 健          | 0755-82130678  |
| <b>银行</b>       |                | <b>房地产</b>   |                | <b>机械</b>    |                |
| 邱志承             | 021- 60875167  | 方 焱          | 0755-82130648  | 余爱斌          | 0755-82133400  |
| 黄 飙             | 0755-82133476  | 区瑞明          | 0755-82130678  | 黄海培          | 021-60933150   |
| 谈 煊             | 010- 66025229  | 黄道立          | 0755- 82133397 | 陈 玲          | 0755-82130646  |
|                 |                |              |                | 杨 森          | 0755-82133343  |
|                 |                |              |                | 李筱筠          | 010-66026326   |
| <b>汽车及零配件</b>   |                | <b>钢铁</b>    |                | <b>商业贸易</b>  |                |
| 李 君             | 021-60933156   | 郑 东          | 010- 66026308  | 孙菲菲          | 0755-82130722  |
| 左 涛             | 021-60933164   | 秦 波          | 010-66026317   | 吴美玉          | 010-66026319   |
|                 |                |              |                | 祝 彬          | 0755-82131528  |
| <b>基础化工</b>     |                | <b>医药</b>    |                | <b>石油与石化</b> |                |
| 张栋梁             | 0755-82130532  | 贺平鸽          | 0755-82133396  | 李 晨          | 021-60875160   |
| 陈爱华             | 0755-82133397  | 丁 丹          | 0755- 82139908 | 严蓓娜          | 021-60933165   |
| 邱 斌             | 0755-82130532  | 陈 栋          | 021-60933147   |              |                |
| <b>电力设备与新能源</b> |                | <b>传媒</b>    |                | <b>有色金属</b>  |                |
| 皮家银             | 021-60933160   | 陈财茂          | 021-60933163   | 彭 波          | 0755-82133909  |
|                 |                |              |                | 谢鸿鹤          | 0755-82130646  |
| <b>电力与公用事业</b>  |                | <b>非银行金融</b> |                | <b>通信</b>    |                |
| 徐颖真             | 021-60875162   | 邵子钦          | 0755- 82130468 | 严 平          | 021-60875165   |
| 谢达成             | 021-60933161   | 田 良          | 0755-82130513  | 程 峰          | 021-60933167   |
|                 |                | 童成敦          | 0755-82130513  |              |                |
| <b>造纸</b>       |                | <b>家电</b>    |                | <b>计算机</b>   |                |
| 李世新             | 0755-82130565  | 王念春          | 0755-82130407  | 段迎晟          | 0755- 82130761 |
| 邵 达             | 0755-82130706  |              |                |              |                |
| <b>电子元器件</b>    |                | <b>纺织服装</b>  |                | <b>农业</b>    |                |
| 段迎晟             | 0755- 82130761 | 方军平          | 021-60933158   | 张 如          | 021-60933151   |
| 高耀华             | 0755-82130771  |              |                |              |                |
| <b>旅游</b>       |                | <b>食品饮料</b>  |                | <b>建材</b>    |                |
| 廖绪发             | 021-60875168   | 黄 茂          | 0755-82138922  | 杨 昕          | 021-60933168   |
| 刘智景             | 021-60933148   |              |                |              |                |
| <b>煤炭</b>       |                | <b>建筑</b>    |                | <b>固定收益</b>  |                |
| 李 然             | 010-66026322   | 邱 波          | 0755-82133390  | 李怀定          | 021-60933152   |
| 陈 健             | 010-66215566   | 李遵庆          | 0755-82133055  | 高 宇          | 0755- 82133538 |
| 苏绍许             | 021-60933144   |              |                | 侯慧娣          | 021-60875161   |
|                 |                |              |                | 张 旭          | 010-66026340   |
|                 |                |              |                | 蔺晓熠          | 021-60933146   |
|                 |                |              |                | 刘子宁          | 021-60933145   |
| <b>指数与产品设计</b>  |                | <b>投资基金</b>  |                | <b>量化投资</b>  |                |
| 焦 健             | 0755-82133928  | 杨 涛          | 0755-82133339  | 葛新元          | 0755-82133332  |
| 王军清             | 0755-82133297  | 彭怡萍          | 0755-82133528  | 董艺婷          | 021-60933155   |
| 彭甘霖             | 0755-82133259  | 刘舒宇          | 0755-82133568  | 林晓明          | 0755-25472656  |
| 阳 瑾             | 0755-82133538  | 康 亢          | 010-66026337   | 赵斯尘          | 021-60875174   |
| 周 琦             | 0755-82133568  | 刘 洋          |                | 程景佳          | 021-60933166   |
| 赵学昂             | 0755-66025232  |              |                | 郑 云          | 021-60875163   |
|                 |                |              |                | 毛 甜          | 021-60933154   |
| <b>交易策略</b>     |                |              |                |              |                |
| 戴 军             | 0755-82133129  |              |                |              |                |
| 秦国文             | 0755-82133528  |              |                |              |                |
| 徐左乾             | 0755-82133090  |              |                |              |                |
| 黄志文             | 0755-82133928  |              |                |              |                |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       |  | 华东区（机构销售二部） |                                                      |  | 华南区（机构销售三部） |                                                        |  |
|-------------|-------------------------------------------------------|--|-------------|------------------------------------------------------|--|-------------|--------------------------------------------------------|--|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   |  | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn |  | 万成水         | 0755-82133147<br>13923406013<br>wancs@guosen.com.cn    |  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   |  | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    |  | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |  |
| 焦 骥         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn |  | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn |  | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |  |
| 李 锐         | 010-66025249<br>13691229417<br>lirui2@guosen.com.cn   |  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn |  | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |  |
| 徐文琪         | 010-66026341<br>13811271758<br>xuwq@guosen.com.cn     |  | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   |  | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |  |
|             |                                                       |  | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    |  | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |  |
|             |                                                       |  | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  |  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 黎 敏         | 0755-82130681<br>13902482885<br>limin1@guosen.com.cn   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 徐 冉         | 13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn                    |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 颜小燕         | 13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn                     |  |