

2010-12-14

汽车零部件与设备

银轮股份 002126-SZ

明年看乘用车前端模块，后年看柴油机后处理市场

◇ 调研地点：浙江天台

◇ 拜访对象：公司高管

◆ 公司是国内重型发动机冷却器的龙头企业

公司是国内重型发动机冷却器行业的龙头企业，近两年来公司在巩固传统优势市场的同时，通过与高校合作、与其他上市公司合作和收购外资企业等方式，进军柴油机后处理、乘用车前端模块和工业冷却器等市场。

◆ 国 IV 排放法规有望于 2012 年在全国实施

我国重型车国 IV 排放法规原定于 2010 年 1 月 1 日开始实施，但由于国内柴油含硫量仍偏高等问题而延期实施。从国内排放法规实施的历史来看，中国汽车排放法规一般滞后欧洲 7~8 年，其中国 I 排放法规滞后欧洲 8 年，国 II 和国 III 排放法规滞后欧洲 7 年。欧洲已于 2005 年 10 月实施欧 IV 排放法规，我们认为国 IV 的滞后期不会长于国 II 和国 III，因此 2012 年国 IV 排放法规的实施是大概率事件。

◆ 与清华大学汽车系联合开发满足国 IV 排放标准的柴油机后处理技术

公司与清华大学汽车系联合开发满足国 IV 排放法规的柴油机后处理技术选择性催化转化器（SCR），已开始为潍柴等国内柴油机厂家做匹配工作，并已初步具备小批量生产能力。以国内 2010 年重卡年产量 100 万辆和每套 SCR 售价 8,000~10,000 元计算，国 IV 排放法规实施后将催生一个年产值 60~100 亿元的柴油机后处理产品市场。以年销量 10 万台 SCR 保守估计，公司 SCR 业务未来的年营业收入将达到 8~10 亿元。

◆ 与松芝股份和吉利汽车合作，进军乘用车前端模块市场

公司在 2010 年 4 月与松芝股份、吉利汽车成立三方合资企业浙江三鑫汽车热系统有限公司（其中公司占比 60%，松芝股份占比 31%，吉利汽车占比 9%），进军乘用车前端模块市场。我们预计未来该合资企业将于 2011 年投产，一期将主要配套吉利吉利。以单价 500 元/套，吉利汽车年采购 20 万套计算（占吉利总销量 50% 的份额），该合资企业在一期达产后就能实现年营业收入 1 亿元。

◆ 首次给予“买入”评级，目标价 43.20 元

我们预计国 IV 排放法规在 2012 年实施，浙江三鑫在 2011 年二季度投产，公司在 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.29 元、1.60 元和 2.37 元，未来三年净利润复合增速 33.3%。考虑国 IV 排放法规实施所带来的巨大商机，我们给予公司 2011 年 27 倍 PE 估值，目标价 43.20 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	983	896	1,419	1,785	2,532
营业收入增长率	17.36%	-8.85%	58.37%	25.81%	41.87%
净利润（百万元）	44	54	129	160	237
净利润增长率	21.41%	23.98%	139.68%	23.75%	48.03%
EPS（元）	0.44	0.54	1.29	1.60	2.37
ROE（归属母公司） （摊薄）	9.19%	10.47%	20.22%	21.22%	25.29%
P/E	68	55	23	19	13
P/B	6	6	5	4	3
EV/EBITDA	28	29	15	13	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	32.40 元
目标价格	43.20 元
目标期限	6 个月

分析师：

于 特（执业证书编号：S0930210060004）

联系人：

奉 玮

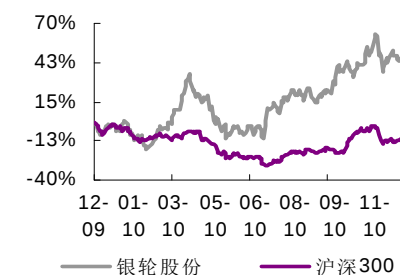
021-22169320

fengw@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	100
总市值(百万元)	2,978
流通比例(%)	89.70%
12 个月最高/最低(元)	33.63/16.41
近 3 月日均成交量(百万股)	2.66
主要股东	浙江银轮实业发展股份有限公司

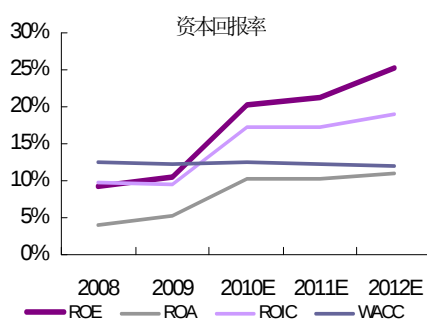
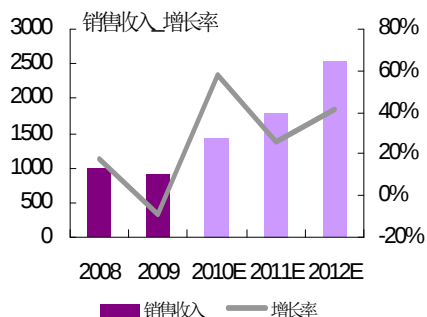
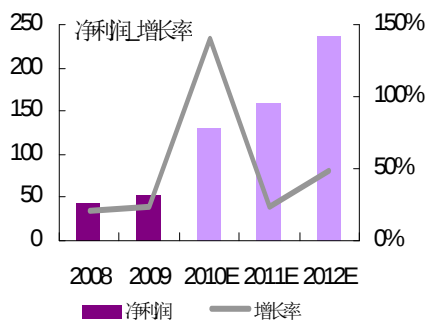
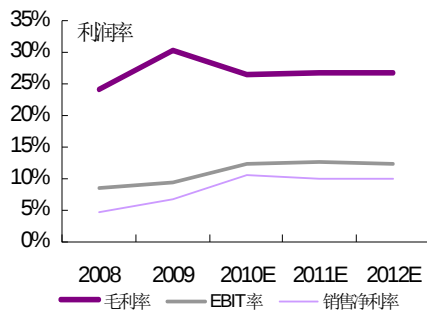
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.92	12.30	64.95
绝对收益	-3.02	19.04	53.40

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	983	896	1,419	1,785	2,532
营业成本	745	625	1,043	1,306	1,857
折旧和摊销	33	31	38	41	45
营业税费	4	5	7	9	13
销售费用	48	44	60	77	109
管理费用	90	101	136	170	241
财务费用	31	19	13	14	18
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	52	64	163	209	294
利润总额	52	67	166	212	299
少数股东损益	1	7	22	20	17
归属母公司净利润	43.54	53.98	129.38	160.10	237.00

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,093	1,160	1,465	1,748	2,306
流动资产	705	724	1,029	1,292	1,835
货币资金	153	115	213	268	380
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	269	280	355	446	633
应收票据	62	84	113	143	203
其他应收款	10	9	14	18	25
存货	201	219	313	392	557
可供出售投资	1	2	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	14	39	39	39	39
固定资产	276	276	294	315	332
无形资产	57	56	53	51	48
总负债	600	620	779	926	1,284
无息负债	334	327	493	614	862
有息负债	267	293	286	312	421
股东权益	492	540	687	822	1,022
股本	100	100	100	100	100
公积金	245	249	258	258	258
未分配利润	128	166	281	396	579
少数股东权益	18	25	47	67	85

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	67	67	171	148	135
净利润	44	54	129	160	237
折旧摊销	33	31	38	41	45
净营运资金增加	27	60	120	143	294
其他	-36	-78	-116	-196	-440
投资活动产生现金流	-101	-80	-48	-60	-60
净资本支出	67	55	50	60	60
长期投资变化	14	39	0	0	0
其他资产变化	-182	-174	-98	-120	-120
融资活动现金流	26	4	-26	-33	37
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	60	27	-7	27	109
无息负债变化	67	-7	166	120	249
净现金流	-8	-9	97	55	112

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.36%	-8.85%	58.37%	25.81%	41.87%
净利润增长率	21.41%	23.98%	139.68%	23.75%	48.03%
EBITDA 增长率	28.46%	-0.62%	86.42%	23.14%	35.05%
EBIT 增长率	15.57%	1.12%	110.28%	26.28%	39.98%
估值指标					
PE	68	55	23	19	13
PB	6	6	5	4	3
EV/EBITDA	28	29	15	13	10
EV/EBIT	39	39	19	15	11
EV/NOPLAT	46	43	21	18	13
EV/Sales	3	4	2	2	1
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	24.20%	30.20%	26.45%	26.81%	26.64%
EBITDA 率	11.79%	12.86%	15.14%	14.82%	14.11%
EBIT 率	8.46%	9.38%	12.46%	12.51%	12.34%
税前净利润率	5.33%	7.42%	11.72%	11.90%	11.82%
税后净利润率 (归属母公司)	4.43%	6.03%	9.12%	8.97%	9.36%
ROA	4.11%	5.24%	10.32%	10.33%	11.04%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.19%	10.47%	20.22%	21.22%	25.29%
经营性 ROIC	9.66%	9.47%	17.23%	17.32%	18.91%
偿债能力					
流动比率	1.26	1.32	1.45	1.51	1.51
速动比率	90.01%	91.65%	100.97%	105.18%	105.27%
归属母公司权益/有息债务	1.78	1.76	2.24	2.41	2.22
有形资产/有息债务	3.87	3.73	4.94	5.43	5.36
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.44	0.54	1.29	1.60	2.37
每股红利	0.12	0.05	0.45	0.54	0.76
每股经营现金流	0.67	0.67	1.71	1.48	1.35
每股自由现金流(FCFF)	0.22	0.30	0.25	0.28	-0.44
每股净资产	4.74	5.15	6.40	7.54	9.37
每股销售收入	9.83	8.96	14.19	17.85	25.32

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

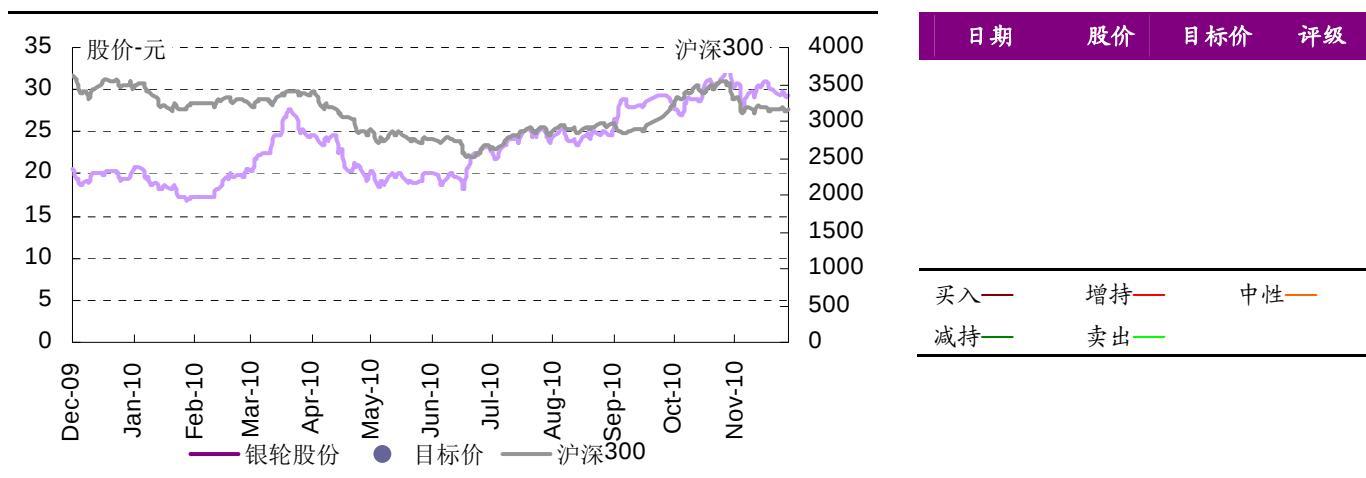
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银轮股份（002126）

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。