

汽车零部件Ⅲ

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 40.00元

当前股价: 31.00元

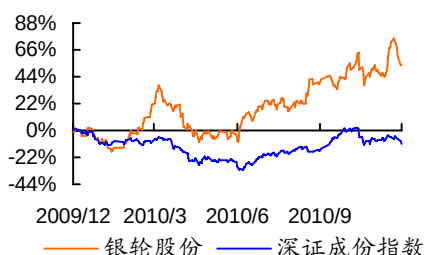
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12063.80
总股本(百万)	100
流通股本(百万)	90
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	1.20
每股净资产(元)	5.40
资产负债率	53.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
银轮股份	2.48	11.19	59.38
深证成份指数	-3.79	7.00	20.49



相关报告

银轮股份

002126

推荐

法规明朗, 11年助跑, 12年腾飞

近期对公司进行了调研, 我们认为公司在冷却器领域优势明显, 作为龙头公司, 充分受益多元化、出口和新产品带来的快速发展机遇。

12月27日中国汽车工业协会公布《关于国家机动车排放标准第四阶段限制实施日期的情况通报》,《通报》中传达了环境保护部关于国家机动车排放标准第四阶段限制实施日期的安排, 确定将适当分车型推迟实施排放标准。其中, 重卡的排放法规将明确未来两年公司的成长空间和速度。

投资要点:

- **公司是国内汽车冷却器行业龙头, 10年主营收入爆发增长。**公司产品是汽车必备的冷却系统核心部件, 市场份额国内第一。预计2010年实现销售收入超过13亿元(+52%), 其中重卡领域中冷器和油冷器市场份额分别达到35%和45%。公司依托强大的配套和研发实力, 主营业务持续保持稳定增长。
- **法规明确后, 公司新产品SCR将成为未来收入支柱。**环保部关于国四排放标准实施日期的推迟, 主要受国内油品影响而暂时延迟, 对机动车污染的关注从未放松。我们认为国IV法规预期下, 重卡国III向国IV过渡的主流后处理技术SCR将赢得大规模推广。公司与清华大学历时两年多合作开发的SCR产品, 明年将开始投产并销售, 未来增长空间广阔。按照5%的市场份额, 预计12年将创收6亿元。
- **多元化和出口市场, 成长将延续。**公司依托重卡产品领先优势, 在产品多元化和出口市场上步伐稳健。与吉利、松芝股份成立合资公司正式切入乘用车热交换市场, 为卡特彼勒提供冷却模块将提升在工程机械领域的市场地位。出口市场回暖明显, 今年预计恢复至08年规模, 4亿元左右, 明年欧洲市场增长加快延续趋势。
- **推荐理由: 我国汽车零部件产业进口替代在持续深化进程中, 公司作为国内冷却器领域龙头, 发展稳定; 同时面临排放法规机遇, 未来空间巨大。公司产品技术实力卓著, 优势明显, 看好SCR产品创造的腾飞机遇, 建议重点跟踪。**
- **投资建议:**基于以上分析, 我们预计公司10-12年EPS分别为1.32元、1.48元、1.95元。基于我们对公司长期成长性的判断, 我们认为公司11年的合理估值接近30倍, 未来6-12个月目标价至40元, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:**宏观经济放缓, 重卡行业停滞, 国IV法规执行不力将影响公司未来业绩不达预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	896	1368	1602	2355
同比(%)	-9%	53%	17%	47%
归属母公司净利润(百万元)	54	132	148	195
同比(%)	24%	145%	12%	31%
毛利率(%)	30.2%	28.4%	27.4%	25.3%
ROE(%)	10.5%	20.6%	18.8%	19.8%
每股收益(元)	0.54	1.32	1.48	1.95
P/E	60.04	24.50	21.83	16.63
P/B	6.29	5.04	4.10	3.29
EV/EBITDA	30	19	18	14

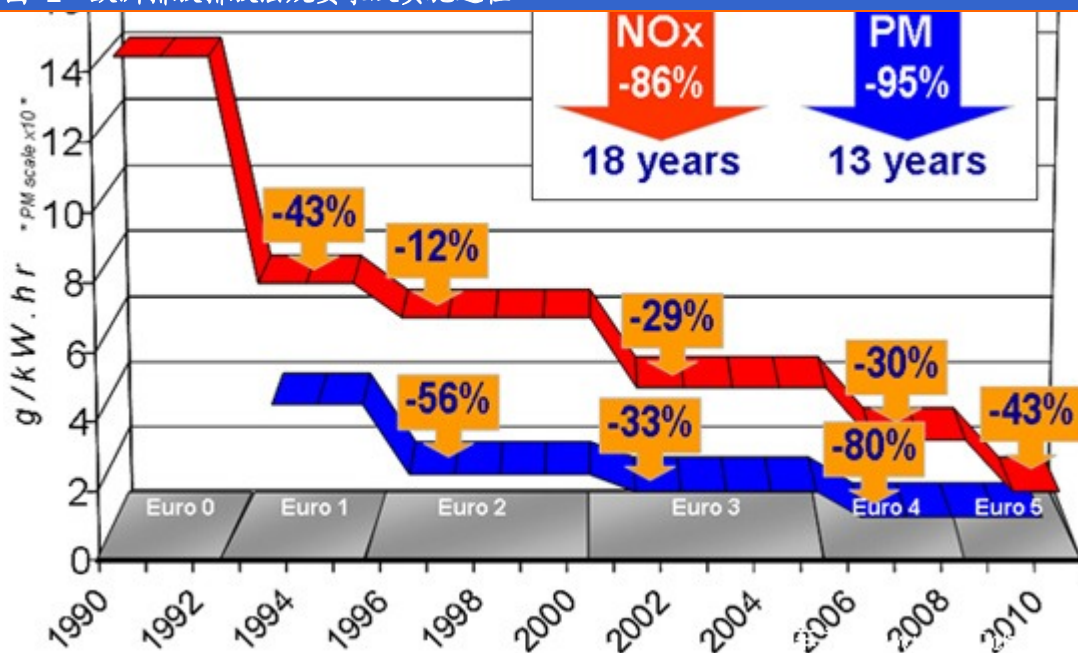
资料来源: 中投证券研究所

表 1 我国此次国 IV 标准实施日期

车型	实施日期
点燃式发动机	2011 年 1 月 1 日
压燃式发动机	2012 年 1 月 1 日
轻型汽油车、单一气体燃料车、两用燃料车	2011 年 7 月 1 日
轻型柴油车	2013 年 1 月 1 日

资料来源：中投证券研究所

图 1 欧洲排放法规要求及实施进程



资料来源：行业资料、中投证券研究所

EGR 的工作原理:

是将少部分废气经 EGR 阀循环进入进气系统，汽缸重新燃烧，降低燃烧温度，抑制 NOx 生成，从而降低了废气中的 NOx 的含量。对于产生的 PM（固体微粒）则通过 DPF（微粒捕集器）或 DOC 等后处理方法过滤掉。

EGR 的缺点:

EGR 发动机通过温度控制来实现排放物的减少，为了保证正常的 EGR 温度，在长途运输的车辆上必须装配大流量、高效的冷却系统。这对于中国目前平头载重车驾驶室设计来讲，是严重考验。

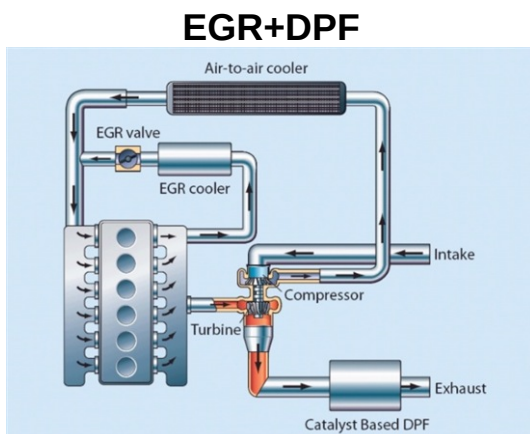
SCR 的工作原理:

SCR 通过控制发动机，实现发动机内部充分燃烧，PM 排放达到国四。对于超标的 NOx，在车辆的排气系统中加装尿素喷射系统，将废气中的 NOx 转化成氮气和水。

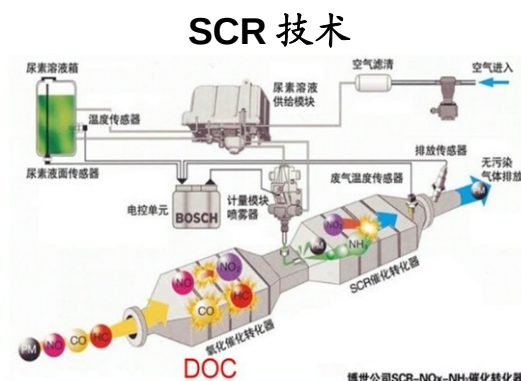
SCR 的缺点:

SCR 技术结构相对简单，在发动机加装尿素喷射设备，但面临尿素供应问题。

图 2 国 IV 两大技术路线对比



资料来源：行业资料、中投证券研究所



资料来源：博世、中投证券研究所

附： 中国人民共和国环境保护部办公厅《关于国家机动车排放标准第四阶段限制实施日期的复函》

中华人民共和国环境保护部办公厅

环办函〔2010〕1390 号

关于国家机动车排放标准 第四阶段限值实施日期的复函

中国汽车工业协会：

你会《关于明确国 IV 排放标准实施日期的报告》（中汽协〔2009〕114 号）收悉。经认真研究，并征求相关部门意见，现就《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国 III、IV 阶段）》（GB18352.3—2005）和《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车排气污染物排放限值及测量方法（中国 III、IV、V 阶段）》（GB17691—2005）标准中第四阶段限值（以下简称“国四标准”）实施日期事宜函复如下：

一、当前机动车污染已成为我国空气污染的重要来源，应进一步加强机动车污染防治工作，但由于国四车用燃油标准尚未出台，还无法确保在全国范围内供应相应车用燃油，给全面实施机动车

国四标准带来一定困难。为保证机动车排放标准实施效果,切实保护消费者利益,经商有关部门,我部对机动车国四标准实施日期进行适当调整。

二、除车用压燃式发动机与汽车外,对《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车排气污染物排放限值及测量方法(中国Ⅲ、Ⅳ、Ⅴ阶段)》(GB17691—2005)中规定的其他车型,按时实施国四标准。即从2011年1月1日起,凡不满足国四标准要求的车用气体燃料点燃式发动机与汽车不得销售和注册登记。

对车用压燃式发动机与汽车,暂定推迟一年实施国四标准。即从2012年1月1日起,凡不满足国四标准要求的压燃式新车不得销售和注册登记;不满足国四标准要求的压燃式新发动机不得销售和投入使用。

三、除轻型柴油汽车外,对《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国Ⅲ、Ⅳ阶段)》(GB18352.3—2005)中规定的其他车型,按时实施国四标准。即从2011年7月1日起,凡不满足国四标准要求的轻型汽油车、单一气体燃料车及两用燃料车不得销售和注册登记。

对轻型柴油汽车,暂定推迟两年实施国四标准。即从2013年7月1日起,凡不满足国四标准要求的轻型柴油汽车不得销售和注册登记。

四、你会和各汽车及发动机生产、销售企业,应按照国家四标准要求做好相关工作,并采取有效措施保证所有已定型车机型的排放控制关键部件及排放性能与型式核准批准的一致。对不能稳定达标和弄虚作假的企业,有关部门依法予以处罚。



二〇一〇年十二月三十一日

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	724	927	1071	1535
现金	115	150	150	150
应收账款	280	330	387	587
其它应收款	9	18	22	28
预付账款	16	14	17	29
存货	219	309	367	556
其他	84	105	128	185
非流动资产	437	417	401	384
长期投资	39	39	39	39
固定资产	276	288	286	277
无形资产	56	55	54	52
其他	66	35	22	16
资产总计	1160	1344	1472	1919
流动负债	550	608	580	825
短期借款	223	132	31	34
应付账款	206	314	368	540
其他	122	162	181	251
非流动负债	70	62	62	63
长期借款	55	55	55	55
其他	15	7	7	8
负债合计	620	669	642	888
少数股东权益	25	32	39	45
股本	100	100	100	100
资本公积	208	208	208	208
留存收益	207	334	483	678
归属母公司股东权益	515	643	791	986
负债和股东权益	1160	1344	1472	1919

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	67	142	106	-1
净利润	61	139	155	202
折旧摊销	31	16	17	17
财务费用	19	11	5	3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-77	-32	-84	-268
其它	32	8	13	46
投资活动现金流	-80	0	-0	-0
资本支出	62	0	0	0
长期投资	-26	-0	-0	0
其他	-44	-0	-0	-0
筹资活动现金流	4	-107	-106	1
短期借款	-8	-91	-101	4
长期借款	20	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-8	-16	-5	-3
现金净增加额	-9	35	0	-0

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	896	1368	1602	2355
营业成本	625	979	1163	1759
营业税金及附加	5	6	8	11
营业费用	44	66	75	106
管理费用	101	149	170	244
财务费用	19	11	5	3
资产减值损失	36	6	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	64	152	169	220
营业外收入	5	2	3	3
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	67	152	170	221
所得税	6	13	15	19
净利润	61	139	155	202
少数股东损益	7	7	7	7
归属母公司净利润	54	132	148	195
EBITDA	115	178	191	240
EPS (元)	0.54	1.32	1.48	1.95

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	-8.9%	52.7%	17.1%	47.0%
营业利润	22.9%	136.3%	11.4%	30.0%
归属于母公司净利润	24.0%	145.1%	12.2%	31.2%
获利能力				
毛利率	30.2%	28.4%	27.4%	25.3%
净利率	6.0%	9.7%	9.3%	8.3%
ROE	10.5%	20.6%	18.8%	19.8%
ROIC	11.3%	21.8%	21.6%	21.6%
偿债能力				
资产负债率	53.4%	49.8%	43.6%	46.3%
净负债比率	47.26	30.13%	15.68	11.73%
流动比率	1.32	1.53	1.85	1.86
速动比率	0.91	1.01	1.21	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.80	1.09	1.14	1.39
应收账款周转率	3	4	4	4
应付账款周转率	3.64	3.77	3.41	3.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	1.32	1.48	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.42	1.06	-0.01
每股净资产(最新摊薄)	5.15	6.43	7.91	9.86
估值比率				
P/E	60.04	24.50	21.83	16.63
P/B	6.29	5.04	4.10	3.29
EV/EBITDA	30	19	18	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434