

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件

银轮股份(002126)

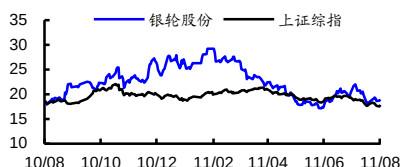
2011 年半年报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	130.0/116.2
总市值 (百万元)	2,467.4/2,205.1
沪深 300/深圳成指	2,554.02/11,243.42
12 个月最高/最低 (元)	38.00/17.12

相关研究报告:

《银轮股份-002126-内外需齐升, 增发助力长期发展》——2011-2-24

《银轮股份-002126-2010 年半年报点评: 内需井喷, 出口大幅反弹》——2010-8-22

《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

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

半年报点评

业绩略低于预期 多元化经营助力增长

●业绩略低于预期

1H11 公司分别实现收入、净利 9.07 亿、6434 万元, 同比分别增长 24.5%、6.7%, 折合 EPS 0.49 元, 业绩略低于预期, 主因是成本上涨导致毛利率明显下滑。

●毛利率受成本上涨、下游增速放缓影响明显下滑

毛利率明显下滑: 1H11 公司毛利率较 1H10 下滑 2.3 个百分点至 23.5%, 且主要体现在 2Q11, 主要原因是原材料成本上涨、上半年特别是二季度下游重卡、工程机械、乘用车等销量增速明显下滑。

费用率稳中有降: 上半年公司销售费用率、管理费用率同比分别下降 0.4、0.3 个百分点, 三项费用率合计同比下降 0.7 个百分点, 稳中有降。

●出口、多元化经营推动公司未来增长

出口快速增长: 报告期公司直接出口、代理出口同比增速远高于内销增速。出口合计占主营收入比例已经达到 37.7%, 基本恢复至金融危机前 40% 左右水平;

多元化经营拓展市场空间: 公司依托重卡、工程机械热交换器领域优势, 近年与吉利、松芝合作进入乘用车热交换器市场, 与开山集团合作进入压缩机热交换器市场, 收购无锡博尼格进入工业制冷设备领域, 多元化发展拓展市场空间。

●风险提示

原材料价格上涨、下游重卡等行业持续低迷、国 IV 实施时间力度低于预期。

●小幅下调盈利预测, 维持“谨慎推荐”评级

小幅下调 2011、2012 年 EPS 预测至 1.12 (17x)、1.45 (13x) 元 (原预测分别为 1.16、1.48 元), 首次给予 2013 年 1.66 (11x) 元 EPS 预测。上述预测暂未考虑增发摊薄。公司作为国内热交换器行业龙头, 一直走的是新品研发、市场开拓带动增长的扩张路线。公司估值在零部件中小板块处于低端, 预计 2012 年后国 IV 实施, 公司增发 SCR 项目逐步投产, 多元化扩张进入收获期, 公司将迎来新一轮增长。维持对公司“谨慎推荐”投资评级。

盈利预测和财务指标 (EPS 均按照最新股本摊薄)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	896	1,473	1,743	2,250	2,628
(+/-%)	-8.9%	64.5%	18.3%	29.1%	16.8%
净利润(百万元)	54	131	146	188	215
(+/-%)	24.0%	141.9%	11.7%	29.0%	14.5%
每股收益 (元)	0.41	1.00	1.12	1.45	1.66
EBIT Margin	9.8%	12.2%	11.2%	11.2%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	20.5%	19.7%	21.6%	21.0%
市盈率 (PE)	46.3	18.9	16.9	13.1	11.5
EV/EBITDA	26.1	15.1	14.2	12.1	10.6
市净率 (PB)	4.78	3.86	3.33	2.83	2.41

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。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	197	120	120	120	营业收入	1473	1743	2250	2628
应收款项	544	597	771	900	营业成本	1069	1300	1670	1958
存货净额	288	353	453	531	营业税金及附加	5	9	11	13
其他流动资产	88	17	23	26	销售费用	64	74	100	116
流动资产合计	1117	1087	1366	1577	管理费用	142	165	216	252
固定资产	405	555	762	770	财务费用	25	15	20	23
无形资产及其他	60	58	55	53	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	18	18	18	18	资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
长期股权投资	57	57	57	57	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1657	1775	2258	2475	营业利润	159	180	233	266
短期借款及交易性金融负债	281	286	472	406	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	449	516	662	776	利润总额	159	180	233	266
其他流动负债	106	45	58	68	所得税费用	22	27	35	40
流动负债合计	836	847	1192	1250	少数股东损益	7	7	10	11
长期借款及应付债券	120	120	120	120	归属于母公司净利润	131	146	188	215
其他长期负债	17	17	17	17					
长期负债合计	137	137	137	137					
负债合计	973	984	1329	1387					
少数股东权益	45	50	57	65					
股东权益	639	741	872	1023					
负债和股东权益总计	1657	1775	2258	2475					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	131	146	188	215
资产减值准备	(27)	3	4	1
折旧摊销	35	48	62	73
公允价值变动损失	10	0	0	0
财务费用	25	15	20	23
营运资本变动	(99)	(38)	(116)	(86)
其它	32	2	3	6
经营活动现金流	81	161	141	210
资本开支	(72)	(200)	(270)	(80)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(90)	(200)	(270)	(80)
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	65	0	0	0
支付股利、利息	(24)	(44)	(56)	(65)
其它融资现金流	(3)	5	185	(66)
融资活动现金流	91	(39)	129	(130)
现金净变动	82	(77)	0	0
货币资金的期初余额	115	197	120	120
货币资金的期末余额	197	120	120	120
企业自由现金流	29	(23)	(109)	153
权益自由现金流	92	(31)	59	68

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.31	1.12	1.45	1.66
每股红利	0.24	0.34	0.43	0.50
每股净资产	6.39	5.70	6.71	7.87
ROIC	18%	15%	17%	16%
ROE	20%	20%	22%	21%
毛利率	27%	25%	26%	26%
EBIT Margin	13%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	15%	14%	14%	14%
收入增长	64%	18%	29%	17%
净利润增长率	142%	12%	29%	14%
资产负债率	61%	58%	61%	59%
息率	1.2%	2.3%	3.0%	3.4%
P/E	14.5	16.9	13.1	11.5
P/B	3.0	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	12.6	14.2	12.1	10.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：EPS 均按照当期总股本计算。

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn