

八菱科技 (002592)

——内资汽车散热器龙头生产商，建议询价区间 29.04～34.32 元

盈利预测：

单位：百万元、元、%

	营业收入	增长率	归属母公司净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率
2009	358	26.8	53	26.7	0.70	26.8	29.9
2010	465	30.1	73	37.3	0.96	25.4	30.8
2011E	646	38.9	99	36.4	1.32	25.3	11.6
2012E	835	29.1	131	32.3	1.74	25.4	13.4
2013E	1112	33.2	177	34.6	2.34	26.0	15.4

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收帐款周转率	存货周转率
2008A	1.14	0.76	53.98	9.73	3.54
2009A	1.28	0.95	52.88	9.90	4.44
2010A	1.57	1.21	48.55	9.78	5.54

投资要点：

- **建议询价区间 29.04～34.32 元。**我们预计公司 11、12、13 年发行后完全摊薄 EPS 为 1.32 元、1.74 元和 2.34 元，结合同行业可比公司估值情况，考虑公司比较确定的业绩增长，我们认为合理的询价区间在 29.04～34.32 元之间，对应 2011 年 22 倍～26 倍的市盈率。
- **公司是内资汽车散热器龙头生产商。**2010 年，公司铝质散热器、铜质散热器及暖风机收入分别占公司主营业务收入的 63.6%、10.3%和 16.6%。公司盈利能力出众，近三年毛利率维持 25%以上，市场占有率位居全行业第二位，内资企业第一位。
- **公司未来增长极其明确：**10 年公司新开发的散热器、暖风机、油冷器及中冷器等热交换产品达 118 款，其中实现量产的有 16 个，其余 102 款现处于送样试配阶段，未来几年新产品陆续投产放量将为公司业绩增长提供保证，同时未来三年公司模块供货比例将逐年走高，预计 2011-2013 年，公司模块化供货比例分别为 75%，80%和 90%。此外，依托三大核心技术，公司在夯实车用热交换领域的同时，将向计算机 CPU 水冷系统、EMERSON 耐高压换热器产品、军用车热交换器、燃气壁挂炉用换热器等新领域拓展，培育新的利润增长点。
- **募投资金项目助公司解决产能瓶颈：**本次募集资金主要投向以下两个项目，包括：1) 新增汽车散热器汽车暖风机生产线项目；2) 技术中心升级建设项目。募投项目将新增年产铝质散热器 160 万台、暖风机 90 万台的生产能力。预计公司募投项目产能在 2011 年开始释放，在 2013 年实现满产，同时公司新增的散热器生产线均为柔性生产线，可以根据市场需求酌情生产铜质或铝质的各类散热器产品，助公司抗风险能力进一步提升。
- **主要风险。**汽车销量低于预期，募投项目投产进展低于预期。

特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环

发行上市资料：

发行价格（元）	-
发行股数（万股）	1890
发行日期	2011/06/10/
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	民生证券
上市日期	-

基础数据（发行前）：2010 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	4.17
总股本/流通 A 股（万股）	5662/0
流通 B 股/H 股（万股）	0/0

相关研究

分析师

姜雪晴 A0230209120487
jiangxq@swsresearch.com

联系人

王喆
(8621)23297818×7249
wangzhe@swsresearch.com

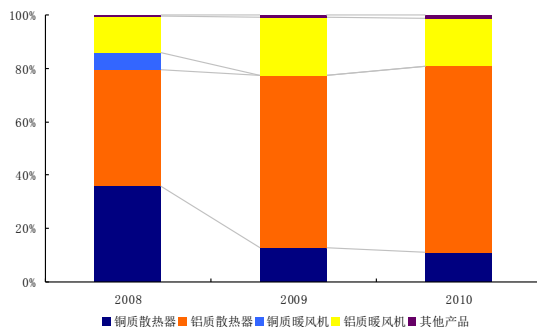
地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

1. 国内最大的内资汽车散热器生产商

公司是内资汽车散热器龙头生产商。公司主要从事于汽车用散热器和暖风机的研发、制造和销售，其主导产品汽车散热器是汽车发动机水冷系统的关键零部件。2010年，公司铝质散热器、铜质散热器及暖风机收入分别占公司主营业务收入的63.6%、10.3%和16.6%。

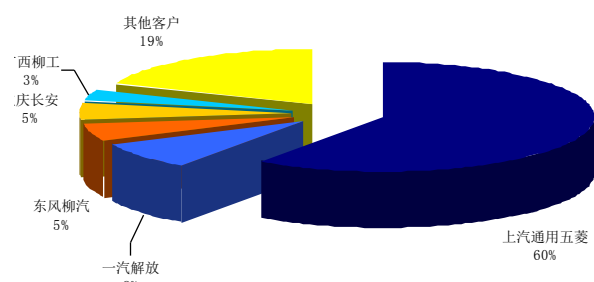
公司产品主要针对 OEM 市场，与主机厂进行同步研发。从 2005 年发展至今，公司已经为上汽通用五菱、重庆长安、奇瑞汽车、一汽解放、东风柳汽、柳特、徐工、柳工、玉柴等 50 家整车及工程机械制造商研发并成功配套了共 500 多种热交换产品，其中包括散热器、中冷器、油冷器、暖风机等。

图 1：近三年公司主营收入构成



资料来源：公司公告，申万研究

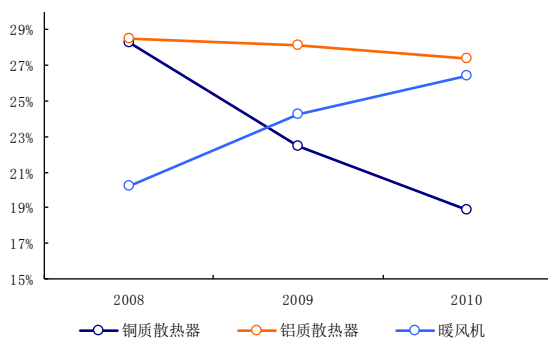
图 2：10 年公司主要客户收入占比



资料来源：公司公告，申万研究

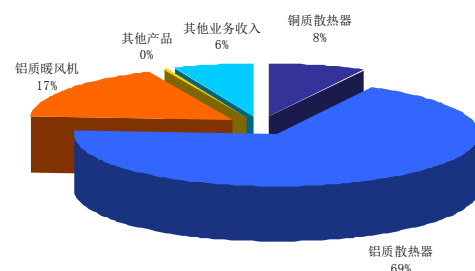
公司盈利能力出众。公司毛利率水平在行业内位居前列，毛利率维持 25% 以上，2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 25.81%、26.84% 和 25.37%。在 2010 年，铝质散热器、铜质散热器及暖风机对公司的毛利贡献分别为 68.5%、7.7% 和 17.2%。

图 3：公司主要产品毛利率水平



资料来源：公司公告，申万研究

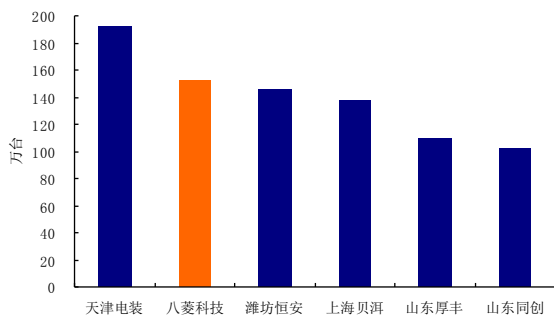
图 4：各项业务对公司的毛利贡献



资料来源：公司公告，申万研究

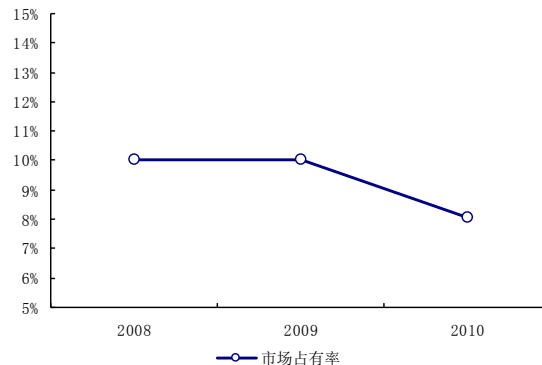
市场占有率位居行业前列。公司09年生产汽车散热器152万台，产量位居全行业第二位（仅次于天津电装），内资企业第一位。2008-2010年公司产品市场份额分别为10.03%、10.02%及8.05%。

图5：09年散热器企业年产量



资料来源：公司公告，申万研究

图6：近三年公司市场份额



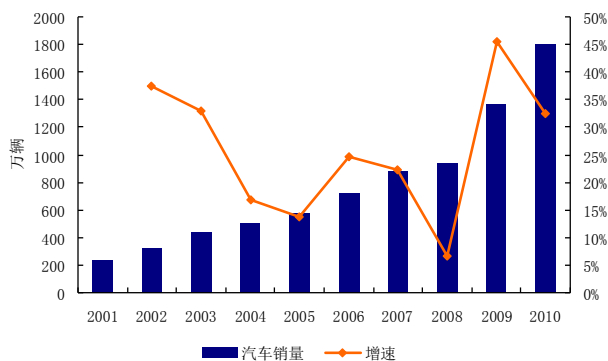
资料来源：公司公告，申万研究

2. 汽车散热器行业仍具较高的发展空间

2.1 中国汽车产销持续增长提升热交换产品需求空间

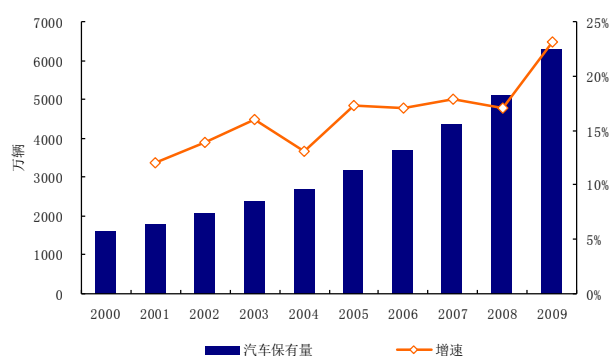
虽然几年中，中国汽车行业经历了高速增长，然而中国人均汽车保有量仍然处于较低水平，保有量具有较大的提升空间，同时汽车市场的发展呈现出由发达国家逐步向发展中国家侧重的态势，中国的汽车市场将仍能保持较快的增长，未来伴随着国内汽车产销规模的提升，汽车热交换产品的需求空间也将进一步扩充。

图7：中国汽车销量增速



资料来源：Wind，申万研究

图8：中国汽车保有量



资料来源：Wind，申万研究

2.2 合资品牌配套逐步放开拓宽内资企业成长空间

原来合资和外资散热器生产企业占据着绝大部分的合资品牌配套市场，未来一方面由于内资散热器生产企业的技术、工艺及产品质量不断提升，另一方面由于合资主机厂迫于成本压力去寻求具有成本优势的上游零部件生产商，合资品牌配套体系对内资散热器企业开放度也将逐年加大，从而拓宽其成长空间，未来国产散热器的进口替代率也将大大提升。

2.3 模块化、集成化配套成为热交换产品的发展趋势

近年来整车主机厂为了减少成型工艺及成本，优化装配结构，提升散热效率，对热交换产品集成化、模块化要求越来越高，产品系统化、模块化供应也将会是未来热交换产品的发展趋势，技术优势明显、生产工艺较高的生产企业有望在供货模块化趋势中充分受益。

3. 公司未来增长极其明确

3.1 新产品+新客户为公司业绩增长提供保证

公司 2010 年新增苏州驿力、陕西通家、江西南特等多家客户，同时 10 年公司新开发的散热器、暖风机、油冷器及中冷器等热交换产品达 118 款，其中实现量产的有 16 个，其余 102 款现处于送样试配阶段，未来几年新产品陆续投产放量将为公司业绩增长提供保证。

表 1：2010 年公司新产品开发情况

新产品 总计	产品分类					开发状态		
	散热器	中冷器	油冷器	暖风机	其他	手工样件	工装样件	量产
118	86	18	8	3	3	74	28	16

资料来源：公司公告，申万研究

公司积极拓展轿车散热器领域，已为奇瑞汽车、重庆长安、上汽通用五菱等客户开发成功 9 款轿车散热器并实现量产，目前仍有 16 款产品在开发试配阶段。

表 2：轿车散热器拓展情况

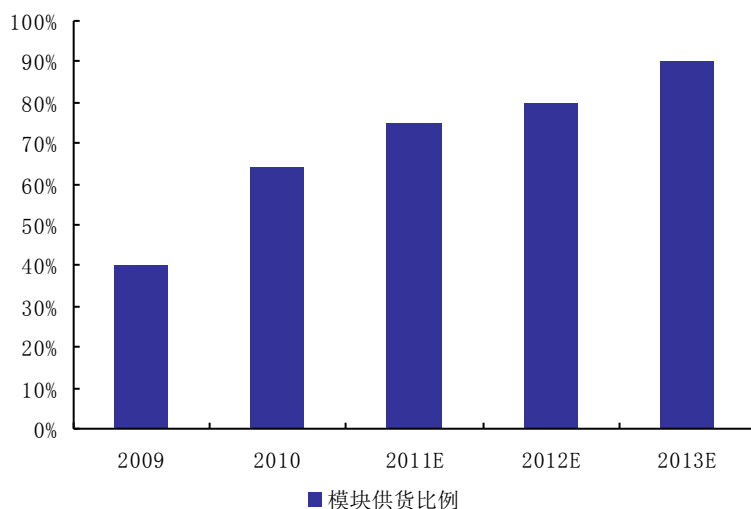
客户名称	开发状态		合计
	开发中	已量产	
上汽通用五菱	0	1	1
重庆长安	13	2	15
奇瑞	1	6	7
东风柳汽	2	0	2
合计	16	9	25

资料来源：公司公告，申万研究

3.2 模块化、集成化配套提升公司盈利能力

公司利用自身优势，顺应市场需求，加大模块化配套比例，公司 2010 年模块化供货占比达到 64%，相比 2009 年的 40%提升了 24 个百分点，未来三年公司模块供货比例也将逐年走高，预计 2011-2013 年，公司模块化供货比例分别为 75%，80%和 90%。

图 9：公司模块化供货比例逐年提高



资料来源：公司公告，申万研究

3.3 依托新技术，内生外延发展并举

铜质硬钎焊工艺、双波浪散热带结构、管带式耐高压热交换器结构并称公司三大核心技术。

公司是继美国 UAR 和 Radac、俄罗斯 Shaaz、法国 Berry、日本 Najico 公司之后，国际上第六家、国内唯一一家掌握铜质硬钎焊工艺技术并应用于批量生产散热器产品的企业，采用铜质硬钎焊生产热交换器具有高强度、耐高温、耐腐蚀、无铅污染定多重优点。

公司是国内唯一一家将铜质硬钎焊技术工艺技术运用于双波浪带结构散热器的企业，“双波浪散热带结构技术”与传统单波浪散热带结构技术相比，可以在节省 15%材料的同时提升换热效率。

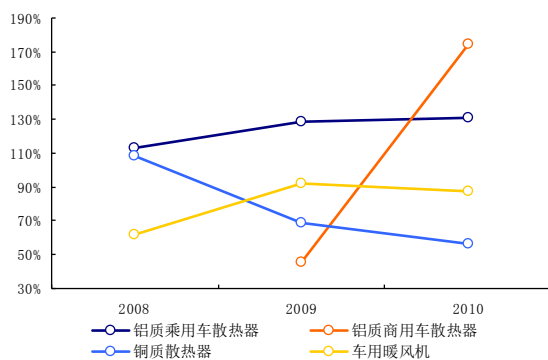
公司自主研发的“管带式耐高压热交换单元”技术及“耐高压管带式换热器芯体”技术，成功解决了热交换器的效率和耐高压的矛盾，运用这两项技术可以在承受较高工作压力下提升换热效率。

依托三大核心技术，公司在夯实车用热交换领域的同时，将向计算机 CPU 水冷系统、EMERSON 耐高压换热器产品、军用车热交换器、燃气壁挂炉用换热器等新领域拓展，培育新的利润增长点。其中计算机 CPU 水冷系统、军用车热交换器将在 2011 年下半年小批量生产，在 2012 年实现大批量生产，EMERSON 耐高压换热器产品将在 2012 年下半年实现批量生产。

4. 募投资金项目助公司解决产能瓶颈

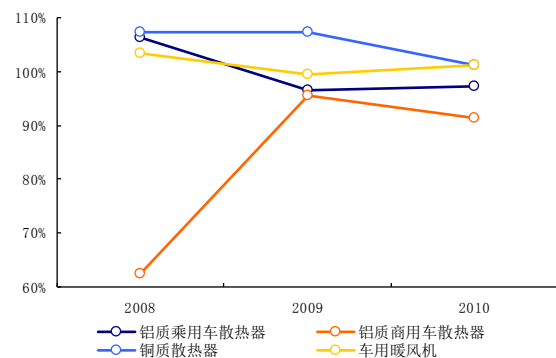
近年来，公司产品呈供不应求状态，三年来公司各项产品的产销率均维持在 100% 左右，在 2010 年，公司铝质散热器产能利用率达到 130%，处于超满负荷生产状态，由于公司产能受限，致使 2010 年市场份额流失，产能问题严重制约着公司的成长。

图 10：公司各项产品产能利用率



资料来源：公司公告，申万研究

图 11：公司各项产品产销率



资料来源：公司公告，申万研究

本次募集资金主要投向以下两个项目，包括：1) 新增汽车散热器汽车暖风机生产线项目；2) 技术中心升级建设项目。募投项目将新增年产铝质散热器 160 万台、暖风机 90 万台的生产能力。

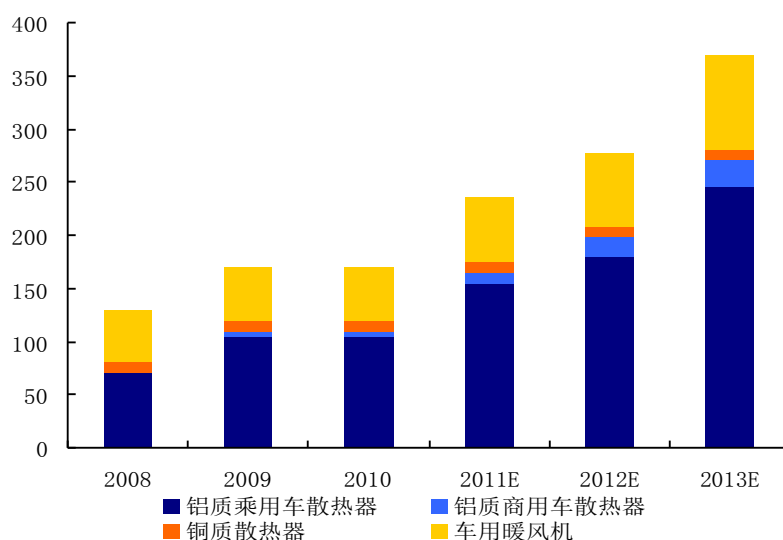
表 3：募集资金项目 单位：万

项目名称	投资额	建设周期	新增产能
新增汽车散热器汽车暖风机生产线项目	25,081	18 个月	铝质散热器 160 万台，暖风机 90 万台
技术中心升级建设项目	4,700	12 个月	
合计	29,781		

资料来源：申万研究

预计公司募投项目产能在 2011 年开始释放，在 2013 年实现满产，同时公司新增的散热器生产线均为柔性生产线，可以根据市场需求酌情生产铜质或铝质的各类散热器产品。

图 12: 公司产能变化



资料来源: 公司公告, 申万研究

5. 盈利预测

建议询价区间 **29.04~34.32 元**。我们预计公司 11、12、13 年发行后完全摊薄 EPS 为 1.32 元、1.74 元和 2.34 元, 结合同行业可比公司估值情况, 考虑公司比较确定的业绩增长, 我们认为合理的询价区间在 29.04~34.32 元之间, 对应 2011 年 22 倍~26 倍的市盈率。

表 4: A 股可比公司估值比较

公司 代码	公司 简称	收盘价 06-03	EPS			PE		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
000559. SZ	万向钱潮	8.22	0.37	0.37	0.46	22	22	18
000700. SZ	模塑科技	6.99	0.11	0.27	0.40	64	25	17
002085. SZ	万丰奥威	13.85	0.47	0.54	0.60	29	26	23
002126. SZ	银轮股份	18.55	1.31	1.16	1.60	14	16	12
002434. SZ	万里扬	28.35	1.01	1.24	1.73	28	23	16
002488. SZ	金固股份	12.11	0.65	0.52	0.74	19	23	16
002213. SZ	特尔佳	12.89	0.20	0.24	0.36	64	54	36
002448. SZ	中原内配	32.95	1.32	1.72	2.30	25	19	14
002536. SZ	西泵股份	26.08	1.23	1.23	1.57	21	21	17
002454. SZ	松芝股份	17.79	1.12	0.98	1.26	16	18	14
002555. SZ	顺荣股份	29.00	0.98	1.33	1.82	29	22	16
601799. SH	星宇股份	19.24	0.77	0.86	1.15	25	22	17
	平均					30	24	18

资料来源: Wind 资讯, 申万研究

附表

合并损益表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	358	465	646	835	1,112
铝质散热器	0	116	296	378	488
铜质散热器	0	95	48	66	80
汽车暖风机	0	54	77	114	143
CPU水冷系统	0	0	0	30	60
其他	358	201	225	246	341
营业总成本	309	397	545	698	926
营业成本	262	347	483	623	823
铝质散热器	0	83	215	275	356
铜质散热器	0	68	39	54	65
汽车暖风机	0	43	57	85	107
CPU水冷系统	0	0	0	21	41
其他	262	154	172	188	254
营业税金及附加	2	2	3	4	5
销售费用	11	15	22	28	37
管理费用	26	27	38	49	65
财务费用	6	4	-2	-6	-6
资产减值损失	1	0	1	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5	5
营业利润	53	73	107	142	191
营业外收支	3	3	1	1	1
利润总额	56	76	108	142	192
所得税	3	3	8	11	15
净利润	53	73	99	131	177
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	53	73	99	131	177

资料来源:申万研究

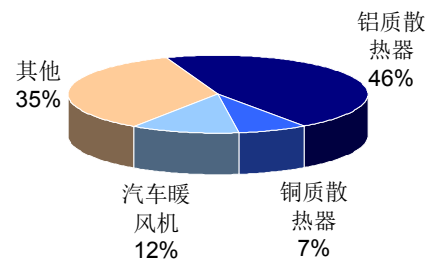
合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	53	73	99	131	177
折旧摊销减值	9	11	16	20	29
财务费用	5	3	(2)	(6)	(6)
非经营损失	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资本变动	(4)	(26)	(48)	(50)	(75)
其它	0	0	0	0	1
经营活动现金流	59	56	61	91	120
资本开支	26	15	93	103	84
其它投资现金流	4	3	5	5	5
投资活动现金流	(23)	(11)	(88)	(98)	(79)
吸收投资	0	0	529	0	0
负债净变化	(37)	0	4	5	11
支付股利、利息	21	15	4	1	4
其它融资现金流	(1)	(1)	0	0	0
融资活动现金流	(59)	(15)	529	4	7
净现金流	(22)	29	502	(4)	48
企业自由现金流	26	45	(18)	5	62
权益自由现金流	(2)	45	(13)	17	80

资料来源:申万研究

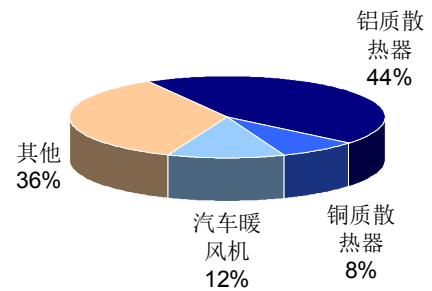
收入结构

2011E收入结构

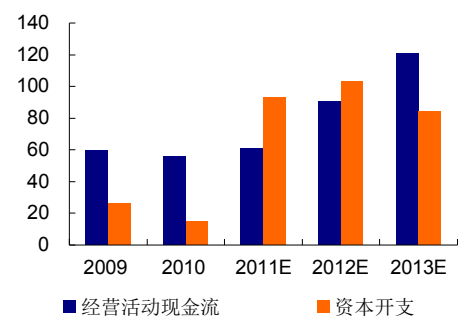


成本结构

2011E成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	221	302	896	987	1,175
现金及等价物	36	66	568	564	612
应收款项	128	167	232	300	399
存货净额	57	69	96	123	163
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	29	31	31	31	31
固定资产	104	104	184	269	328
无形资产及其他资产	23	23	22	21	19
资产总计	377	459	1,132	1,308	1,553
流动负债	173	192	241	293	372
短期借款	75	75	79	84	95
应付款项	96	116	161	208	274
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	26	31	31	31	31
负债合计	199	223	273	325	403
股本	57	57	76	76	76
资本公积	10	10	520	520	520
盈余公积	26	37	46	60	77
未分配利润	86	133	217	328	477
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	178	236	859	983	1,150
负债和股东权益合计	377	459	1,132	1,308	1,553

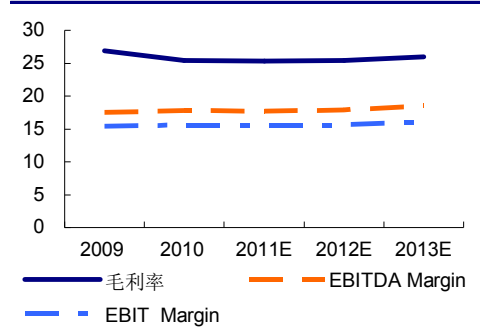
资料来源:申万研究

重要财务指标

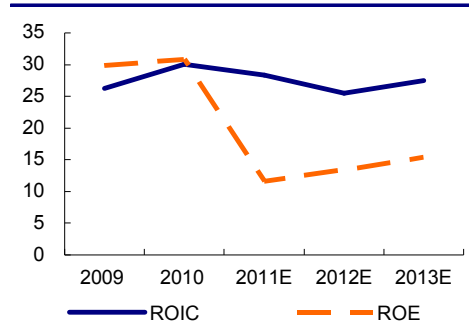
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)					
每股收益	0.70	0.96	1.32	1.74	2.34
每股经营现金流	1.05	0.99	0.81	1.20	1.60
每股红利	0.00	0.10	0.10	0.10	0.14
每股净资产	3.14	4.17	11.38	13.02	15.22
关键运营指标(%)					
ROIC	26.3	30.1	28.4	25.5	27.5
ROE	29.9	30.8	11.6	13.4	15.4
毛利率	26.8	25.4	25.3	25.4	26.0
EBITDA Margin	17.6	17.8	17.7	17.8	18.6
EBIT Margin	15.4	15.6	15.5	15.6	16.2
收入同比增长	26.8	30.1	38.9	29.1	33.2
净利润同比增长	26.7	37.3	36.4	32.3	34.6
资产负债率	52.9	48.6	24.1	24.8	26.0
净资产周转率	2.01	1.97	0.75	0.85	0.97
总资产周转率	0.95	1.01	0.57	0.64	0.72
有效税率	5.8	4.3	8.0	8.0	8.0
股息率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
估值指标(倍)					
P/E	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
P/B	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
EV/Sale	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
EV/EBITDA	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.

资料来源:申万研究

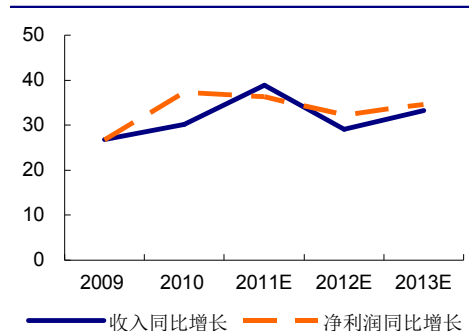
经营利润率(%)



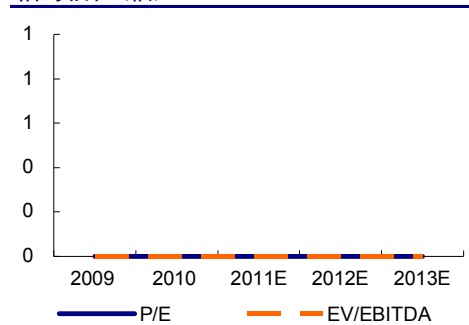
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

分析师承诺

姜雪晴，汽车机械。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|----------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。