

公司动态跟踪报告

银轮股份(002126)

投资评级: **谨慎推荐**

2009年3月31日

迈入新的增长阶段

✎ 汽车与汽配行业资深分析师: 李君

✎ 汽车与汽配行业助理分析师: 左涛

维持“谨慎推荐”评级

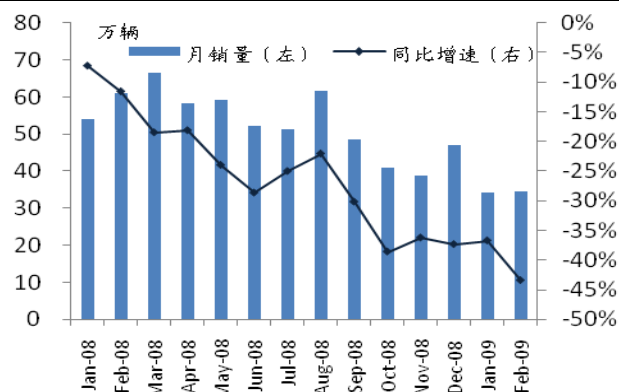
预计自 2009 年起, 看未来 3 年, 公司将进入一个新的增长阶段。即从 2004-2007 年的“收入高增长、利润低增长”时期进入 2009-2011 年的“收入、利润均显著增长”阶段。支撑我们这一论断的重要基石在于: 公司新品将逐步放量、产品结构优化将改善利润率水平、老产品利润率下降趋于见底。

维持“谨慎推荐”投资评级。维持对公司 2009、2010 年 0.46 元 (24.6x)、0.60 元 (18.9x) 的 EPS 预测, 并首次给予公司 2011 年 0.72 元 (15.7x) 的 EPS 预测。

预计 1Q09 将为全年业绩低点、2009 年将为未来 3 年内业绩低点

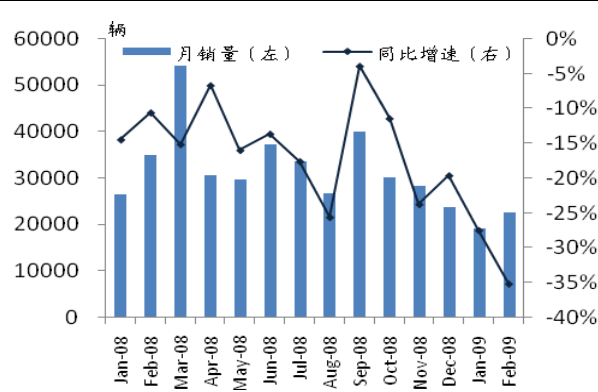
预计 1Q09 业绩为全年低点: 由于【1】出口市场低迷: 北美、欧洲卡车销量自 2H08 起加速下滑, 预计公司 1Q09 出口收入降幅将达 40-50%, 而历史上, 出口占公司收入比例接近 50%; 【2】国内重卡市场低迷: 国内 1-2 月重卡累计销量同比下滑 47.9%, 历史上, 重卡配套收入占公司收入的比例约 60%。因此, 我们预计 1Q09 公司收入、盈利均将同比下降 30% 以上, 仅实现净利约 700 万元, 对应 EPS 0.07 元 (上年同期 0.11 元)。

图 1: 美国卡车月销量及同比增速 (2008.1-2009.2)



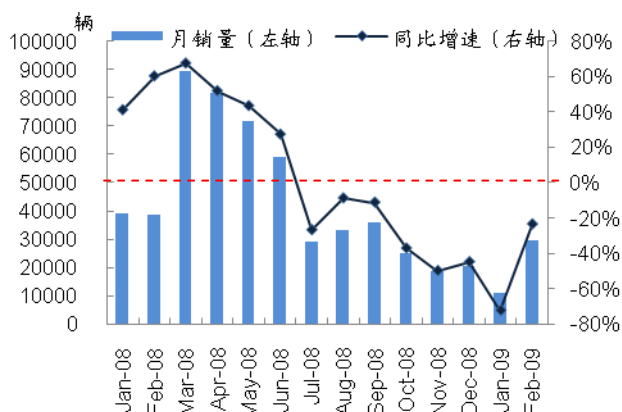
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 2: 日本卡车月销量及同比增速 (2008.1-2009.2)



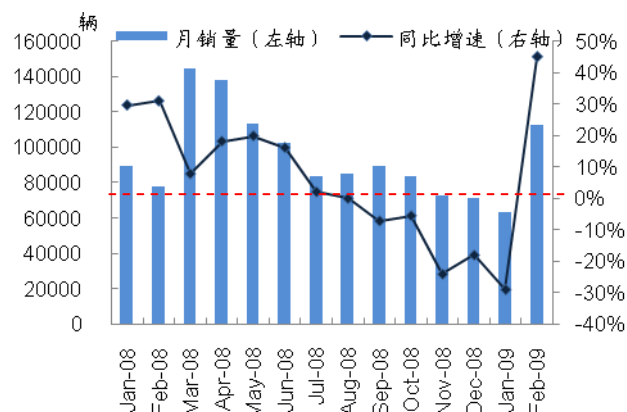
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 3: 重卡月销量及同比增速 (2008.1-2009.2)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 4: 轻卡月销量及同比增速 (2008.1-2009.2)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

预计 2009 业绩为未来 3 年内低点: 预计 2Q09 起, 轻型柴油机需求在“汽车下乡”、“国 III 标准切换”推动下大幅增长; 重型柴油机在工程机械先复苏、重卡行业后复苏的带动下, 也将逐步回暖; 公司新品 EGR、封条式冷却器继续放量, 综合起来, 导致 2009 年国内需求的增长最终有望平滑出口需求的下滑。我们预计公司 2009 年收入、净利将分别同比增长 2%、17%, 实现 EPS 0.46 元, 盈利增幅超过收入增幅, 主要来自于新产品具备更高的毛利率水平。在出口、重卡双双复苏的假定下, 我们预计 2010、2011 年公司收入有望同比增长 25%、20%, 净利同比增长 28%、20%, 分别实现 EPS 0.60 元、0.72 元。

表 1: 盈利预测表

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	83730	97588	99500	124375	149250
营业成本	65559	73745	75819	95147	114176
毛利	18171	23255	23681	29228	35074
营业税金	282	400	400	500	600
营业费用	3770	4684	4776	5846	7015
管理费用	6805	8978	9154	11194	13433
财务费用	2211	3025	3085	3856	4627
其他成本 (资产减值、营业外收支)	158	1500	800	800	800
税前利润	4946	4667	5467	7033	8510
所得税	1530	700	820	1055	1276
净利润	3416	3967	4647	5978	7233
总股本	10000	10000	10000	10000	10000
EPS	0.34	0.40	0.46	0.60	0.72

数据来源: 国信证券经济研究所

对公司基本情况更详细的讨论详见附件。

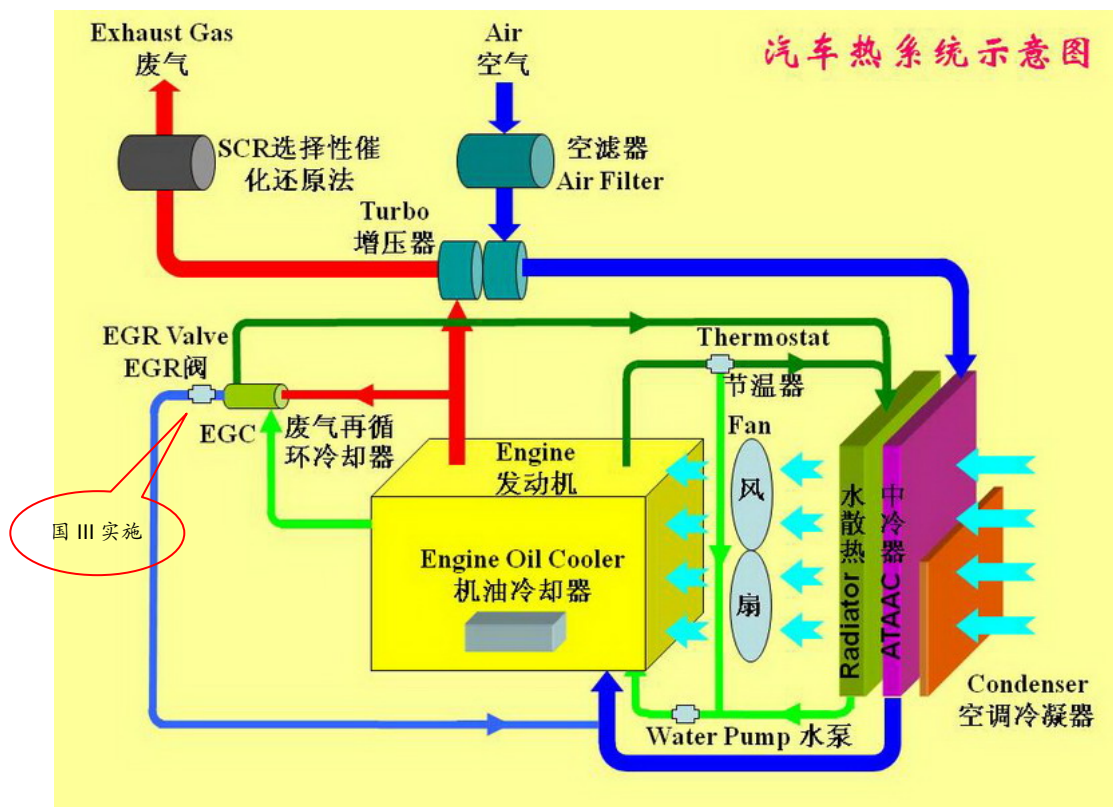
本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

附件：公司基本情况

公司产品热交换器系列，主要用于配套柴油机、商用车整车。公司主要产品包括机油冷却器（板翅式、管翅式、管壳式）、中冷器（管带式、铝封条式）、冷却器总成、冷却模块、EGR 等，其中机油冷却器、中冷器市场产销量全行业第一。EGR、铝封条式中冷器、管壳式机油冷却器是公司募集资金项目，冷却模块则是公司针对工程机械市场开发的新产品，预计除管壳式机油冷却器外，2009 年均将继续放量。

图 5：汽车热交换系统示意图



资料来源：银轮股份

表 2：热交换器分类

总成名称	归属系统名称	热交换器名称	类别	应用范围
发动机	润滑系统	机油冷却器	板翅式* 圆盘式* 管壳式*	10L 以下柴油机 部分汽油机 10L 以上柴油机
	冷却系统	散热器	管带式 片式	每辆汽车都有一个（风冷发动机除外）
	进气系统	中冷器	空/空管带式* 封条式（空/空或水/空）* 管片式	增压中冷发动机上采用，（水/空式安装在发动机上，空/空式安装在散热器前面）
	EGR 系统	EGR 冷却器	不锈钢水冷式*	欧 III 排放以上的柴油机
自动变速箱		机油冷却器	管翅式*	轿车（安装在散热器内） 部分重型载重车上
			风冷机油散热器	

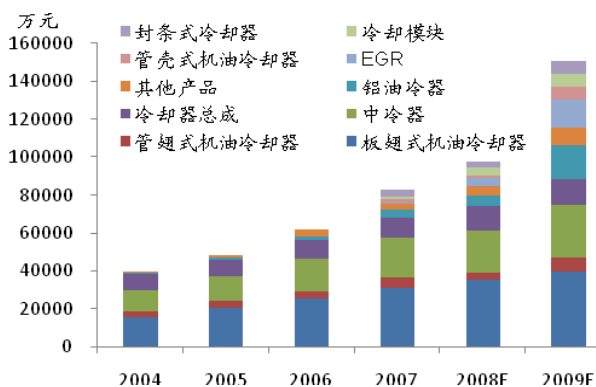
本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

车身	空调系统	蒸发器 冷凝器	管带式 蜂窝式	装空调的汽车
	暖风系统	暖风散热器	蛇管式 板翅式*	大部分汽车
液压系统		液压油冷却器	风冷管片式 蛇管式 板翅式*	部分重型车，以及特种车辆或工程机械上
			封条式*	

数据来源：招股意向书

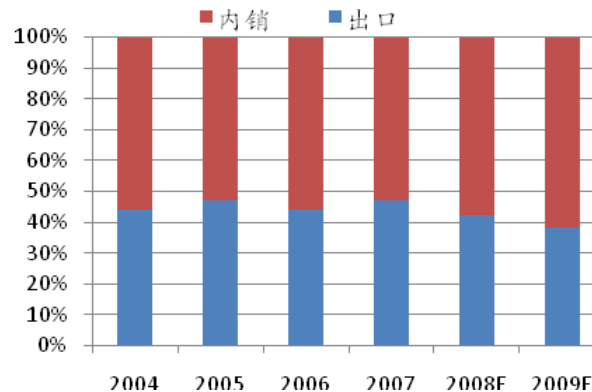
注：带“*”号的为公司生产的产品

图 6：分产品销售收入（2004 - 2009E）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 7：出口、内销比例（2004 - 2009E）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

出口、内销各半。2004-2008 年，出口比例大致在 42% - 47% 内波动。预计 2009 年，由于出口需求显著放缓，出口比例将降至 36% 一线。

出口压力较大：公司产品通过代理出口、自营出口两种方式销往国际市场，主要集中在北美、欧洲地区。4Q08 以来，公司出口快速下滑，原因是北美、欧洲、日本卡车销量大幅下滑。1Q09 国际市场订单减少 40-50%，预计短期内仍难见起色。公司国际客户覆盖康明斯、卡特彼勒等主流厂商，相当于面对全球市场，公司出口需求能否回暖与下游主机厂的全球需求密切相关，我们认为各国施行的财政刺激政策对资本品的需求会有一定提振作用。

内销受益多重利好：公司产品全系列化，广泛应用于商用车、工程机械，2009 年有望受益多重利好。

【1】 受益于轻卡行业爆发式增长：轻卡行业 2009 年受益于“汽车下乡”、“国 III 标准切换”双重推动，年销量有望增长 30% 以上。公司主导产品中冷器广泛用于配套国产商用车（重卡、轻卡）整车，其中轻卡中冷器市场占有率约为 30%，用于配套轻卡的相关零部件贡献公司盈利的约 20%，公司将受益于 2009 年轻卡行业爆发式增长。公司 3 月轻卡中冷器销量较 1、2 月已有明显增长；

【2】 受益于机械、重卡行业回暖：受益于国家 4 万亿投资拉动，随着 2Q09 基建项目陆续开工，工程机械、自卸车需求率先回暖。预计 2H09 重卡行业销量将在更新需求、自卸车双重拉动下显著回升。公司主导产品机油冷却器、中冷器广泛用于配套重卡、工程机械及其发动机，2009 年将先受益于机械行业复苏，后受益于重卡行业回暖。用于配套工程机械的冷却模块 2009 年销量有望突破 2 万台；

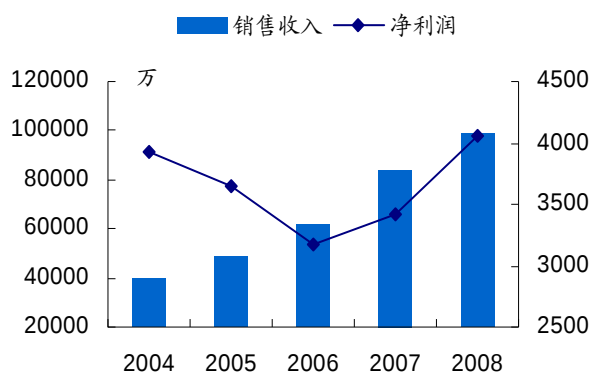
本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

【3】 EGR 冷却器销量有望迎来爆发式增长：排放标准由国 II 向国 III 切换，EGR 尾气处理系统作为技术路线之一，较高压共轨路线成本更低，在燃油适用性、维护成本方面也更适合我国国情。2H08 以来中国重汽的重卡凭借“电控直列泵 + EGR”系统的成本优势，销量表现优异。潍柴、玉柴等企业也开发了 EGR 发动机。2009 年 7 月，轻型柴油车全面实施国 III，由于轻型柴油车对成本更加敏感，预计 EGR 系统需求将进一步增大。公司目前为中国重汽 EGR 独家供货，随潍柴、玉柴等 EGR 发动机投放市场，公司订单将显著增长。2008 年全年 EGR 销售约 7 万套，2009 年 EGR 销量有望大幅增长至 12 - 15 万套。我们预计 EGR 产品作为新产品，短期内将享受更高的毛利率水平。

2004-2008 年：快速增长的收入、平稳增长的净利。净利增长幅度小于收入增长幅度（图 8），主要原因是公司毛利率呈现下降趋势。表面上的原因是：期间，人民币持续升值、相关原材料（不锈钢、铜、铝）价格大幅上升，尽管公司多次调价，但仍无法完全抵消成本上升。深层次的原因则是：作为竞争激烈的制造业，2004 年之前公司 10%以上的净利率水平难以长期保持，行业净利率水平会或快或慢的下滑至 5-6%一线，并在此维持。

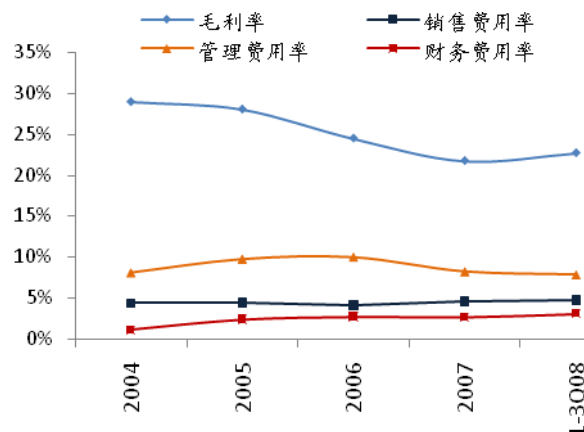
短期毛利率见底，并有反弹可能。反弹的动力来自于，公司多项新品即将大批量生产，而新品投放市场初期能够享受一段时期的高毛利率。

图 8：公司销售收入及净利润（2004 - 2008）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 9：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

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