

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

银轮股份 (002126)

推荐 (维持)

与卡车行业共患难，EGR 冷却器有望爆发式增长

2009 年 04 月 26 日

余 兵 汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
王德安 汽车行业研究员	86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事 项

银轮股份公布 2008 年报：实现营业收入 98268 万元，同比增长 17.36%；净利润 4354 万元，增长 27.49%。每股收益 0.44 元，每股净资产 4.74 元。公司拟每 10 股派发现金股利 1.20 元(含税)。

公司还披露 2009 年一季报：实现营业收入 16707 万元，同比下降 30.32%；净利润 998 万元，下降 0.24%。每股收益 0.10 元，每股净资产 4.84。

主要观点

1、与卡车行业共患难

公司主导产品机油冷却器、中冷器主要应用于发动机系统和自动变速箱系统，广泛配套于汽车、工程机械、船舶等动力机械领域。总体而言，公司收入水平与卡车行业发展状况相关性较高。

全球金融危机对中国汽车业的影响在 08 年四季度显现明显，国内各汽车主机厂家纷纷下调产销目标。公司作为依附于汽车业的零部件企业也受到较大冲击，四季度订单下滑明显。

图表1 银轮股份单季度经营业绩

单位：万元

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业总收入	23978	31736	24227	18328	16707
净利润	1119	1355	466	1415	998
销售毛利率	23.91%	20.79%	23.86%	30.93%	28.70%
营业费用率	5.42%	3.87%	5.21%	5.45%	5.45%
管理费用率	9.01%	5.13%	10.30%	14.99%	13.01%
财务费用率	2.46%	2.76%	4.12%	3.26%	2.67%
期间费用率	16.89%	11.76%	19.62%	23.70%	21.13%
销售净利率	4.66%	4.27%	1.92%	7.72%	5.98%
每股收益(元)	0.112	0.136	0.047	0.141	0.100

资料来源：公司公告

2、新产品贡献明显

2008年公司收入增长幅度高于同期卡车行业发展速度，主要原因是新产品的贡献。其中：冷却模块销售3795万元，增长115.69%；EGR冷却器产品销售4226万元，增长2952.19%。

分区域看，公司国内市场销售好于海外市场。其自营出口24653万元，增长6.63%；内销7293622万元，增长22.86%。

3、盈利水平稳步提高

2008年钢材等原材料价格上涨造成大部分汽车企业毛利水平下滑，但公司2008年综合毛利率提高2.50个百分点。我们分析其中有两方面原因：

一是成本改善。公司产品毛利率受镍（占不锈钢成本65%以上）、铜、铝等金属价格影响较大。07年原材料价格维持高位拖累了公司盈利水平，08年铜、铝、镍等有色金属价格下滑，缓解了公司成本压力，改善了毛利水平。

二是新产品的贡献。报告期新推出的EGR冷却器产品营业利润率为51.67%，远高于传统产品的盈利水平。

图表2 银轮股份各类产品毛利率

产品	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
板翅式机油冷却器	33.11%	26.37%	19.77%	26.59%
中冷器	32.79%	27.68%	25.47%	22.35%
冷却器总成	15.91%	17.36%	11.66%	14.62%
其他产品	21.34%	33%	28.23%	24.78%
铝油冷器	21.96%	20.43%	22.40%	19.45%
冷却模块			22.24%	17.38%
管翅式机油冷却器	13.51%	10.83%	21.36%	24.29%
封条式冷却器			33.01%	30.96%
EGR 冷却器				51.67%

资料来源：公司公告

4、2009年EGR冷却器有望快速增长

展望2009年，海外汽车市场受金融危机影响，市场需求将减少，对公司出口业务产生负面影响。但与此同时，国际汽车及零部件巨头为降低成本，也可能进一步加快向中国的产业转移步伐，给公司发展带来一定机会。

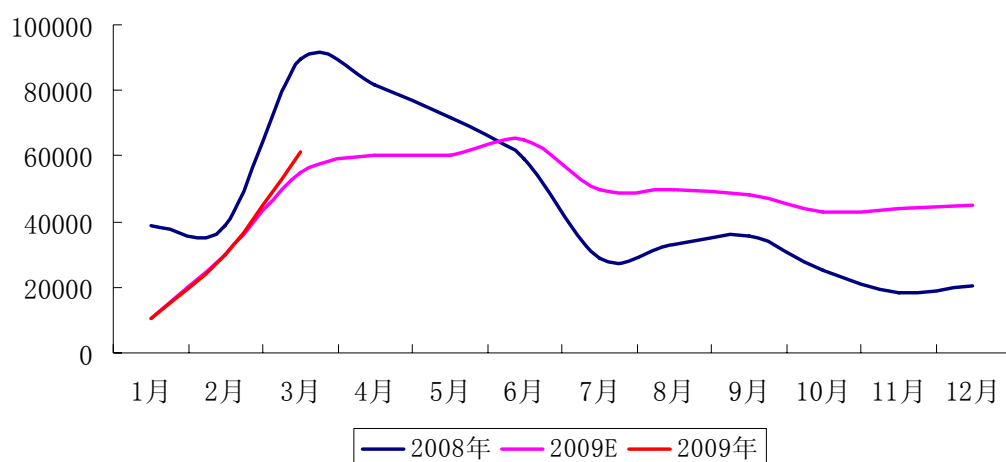
从国内市场看，国家投入4万亿用于拉动内需，2009年重卡行业将在国家大投资的拉动下逐步复苏。预计重卡行业首先受益于建设项目“三通一平”施工，自卸车市场率先启动，其后工程施工物料（钢材、水泥等大宗原料）及设备运输的派生需求将启动半挂牵引车的销售。

最新数据显示：2009年3月重卡行业销售6.15万辆。回顾我们2008年底的年度策略《坡道年报点评

起步》中对重卡行业09年月度销量的预测，今年一季度行业销量与我们判断基本一致。虽为行业内最乐观的预测者，3月的实际销量依然略超出我们预测值。

图表3 重卡行业销量预测与实际水平

单位：辆



资料来源：平安证券研究所

我国从08年7月1日开始实施国三排放标准，在重卡达到国三排放标准的技术路线上，EGR具有成本低、使用维修方便、对油品适应性好等综合优势，较好的适应了当前中国市场客户的需求。凭借该产品的贡献，中国重汽2008下半年市场占有率明显提高。我们预计2009年将有更多的重卡厂商推出EGR产品，也给市场带来大量EGR冷却器订单需求。

银轮股份作为冷却器行业龙头企业，相关技术与产能准备充分，具有明显的先发优势，公司2009年将受益于EGR冷却器的爆发式增长。我们测算2009年公司EGR冷却器销售收入有望达到9600万元，对EPS贡献在0.24元左右。

图表4 银轮股份 EGR 冷却器销售收入与利润贡献

单位：万台、万元、元/股

年份	国内销量	国际销量	合计销量	收入	净利润	EPS 贡献
2008 年	5	5	10	4200	1260	0.126
2009E	20	4	24	9600	2400	0.240
2010E	24	6	30	11400	2508	0.251

资料来源：平安证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司作为汽车热交换器龙头企业，将持续受益于国三排放标准的实施，EGR冷却器业务将成为公司新的利润增长点。公司在该领域技术与产能准备充分，EGR冷却器订单在2009年将实现爆发式增长。

我们预测公司2009、2010年每股收益分别为0.65元、0.77元。按4月24日12.11元收盘价计算，目前动态PE为18倍左右，维持“推荐”评级。

风险提示：

汽车排放标准实施程度影响公司新产品EGR冷却器的订单数量；公司盈利水平受原材料（不锈钢、铜、铝等）价格波动影响较大。

图表5 盈利预测表

单位：万元

年度	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
一、营业总收入	48464	62786	83730	98268	111043	127699
二、营业总成本	43115	58247	78965	93018	103139	118250
营业成本	34884	47485	65559	74485	83282	95775
营业税金及附加	189	252	282	428	480	550
销售费用	2147	2533	3827	4788	5552	6385
管理费用	4741	6106	7093	9030	9994	11493
财务费用	1154	1762	2245	3061	3331	3448
资产减值损失		109	-40	1224	500	600
三、其他经营收益			0	-27	30	50
投资净收益	-1	-50	0	-27	30	50
汇兑净收益						
四、营业利润	5421	4489	4765	5224	7933	9499
加：营业外收入	12	178	207	214	220	240
减：营业外支出	143	40	110	199	150	180
五、利润总额	5304	4628	4861	5238	8003	9559
减：所得税	1812	1623	1557	750	1201	1434
六、净利润	3547	3004	3304	4489	6803	8125
减：少数股东损益	-99	-131	-111	135	272	406
归属于母公司所有者净利润	3646	3135	3415	4354	6531	7719
七、每股收益（元）	0.36	0.31	0.34	0.44	0.65	0.77

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

汽车行业2009年4月投资月报——政策预期充分，估值渐入高区（2009年4月15日）

汽车行业2009年3月投资月报——重卡市场东方欲晓（2009年3月13日）

银轮股份调研报告——热交换器行业龙头，受益于排放标准提高（2008年11月5日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257