

银轮股份 002126.SZ

2009.12.30


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

在热交换器行业深耕细作

——银轮股份（002126）调研报告

事件：

近期，我们调研了银轮股份（002126），与公司董秘、证券事务代表等进行了交流，并参观了生产基地。

分析与点评：

1、下游需求不断恢复，4 季度进入生产旺季

公司下游行业包括发动机、汽车、工程机械等，其中工程机械占销量比重约 20%（含出口，如给卡特配套），其余基本集中在商用车领域。

公司 4 季度进入生产旺季，一方面，由于国内经济复苏超出预期，主要发动机厂、商用整车厂均提升产量；另一方面，海外经济逐步明朗，客户订单增加。根据我们调研发现，车间几近满产，产能利用率很高。

对比前三季度数据，我们预计，四季度有望实现营收 2.5 亿左右。

2、EGR 项目进入放量阶段

汽车 EGR 冷却器项目规划产能为 50 万台/年，预计 2011 年全面达产。

由于看好 EGR 冷却器发展空间，也有少量公司在该领域开始推进市场化。

公司在国内是第一家推广 EGR 冷却器产品，预计今年国内市场占有率在 60%-70%之间。

上半年 EGR 冷却器产品毛利率达到 51.88%，公司已经意识到高毛利率难以持续，长期来看有下降趋势，预计今年在 40%-45%；我们预计，考虑到存在较高技术壁垒与公司的行业地位，2010 年，仍可维持在 30%-35%左右，长期来看，EGR 产品呈现“量升价降”的态势。

对于新进入者，公司的优势体现在：

- （1）业内第一家研发并市场化的公司，积累了良好的技术和口碑；
- （2）与整机厂商保持了较好的合作关系。

我们预计：随着下游需求不断恢复，EGR 产品下半年营收将超过上半年（4350 万），全年营收同比增长超过 100%。

汽车 零 部 件

评级：推荐（首次）

上次评级：

目标价格：¥

上次预测：

当前价格：¥19.92

2009.12.30

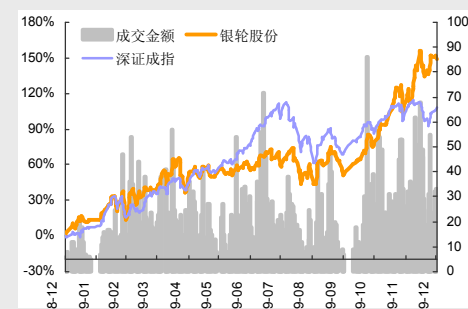
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	1/0.3785
总市值（亿元）	19.92
流通市值（亿元）	7.54
每股净资产（元）	4.89
净资产收益率（%）	5.42

交易数据

52 周内股价区间（元）	7.89 ~ 20.97
静态 PE（TTM，倍）	49.1
动态市盈率（倍）	28.0
市净率（倍）	4.07

52 周内股价走势



褚艳辉 侯英民

行业研究员

电话

021-32229888*3507

邮箱

chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

图 1：客车产量（辆）

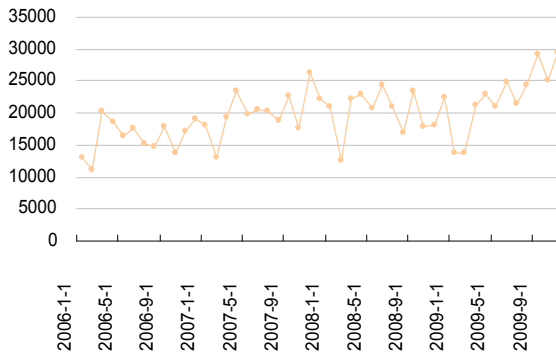
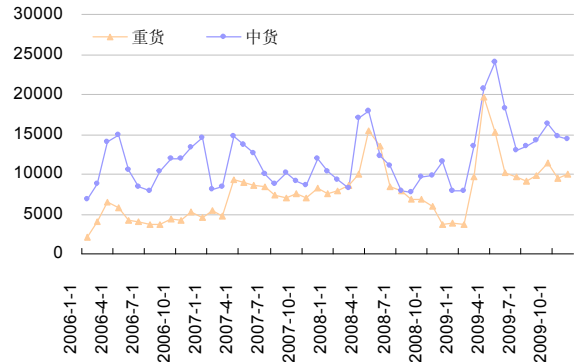


图 2：重货、中货产量（辆）



（数据来源：中汽协 爱建证券）

3、做好冷却总成与冷却模块

公司是国内最先开发机油冷却总成的厂家，玉柴、锡柴、云内等都是总成的主要客户。重点项目如：工程机械领域的“散热器+中冷器+变速器机冷器+油冷器”；重卡、大客领域的“散热器+中冷器”。

冷却模块是另一个主要产品，比如：“中冷器+散热器”模块、“中冷器+油冷器+散热器”模块、“EGR+水/空中冷器”。冷却模块属于集成式冷却器，可同时对冷却水、润滑油、压缩空气等多种对象或者部分对象同时进行冷却。

国外冷却系统模块化已经成为发展趋势，而国内开发相对滞后，采用冷却模块化供货可以提高汽车业的效率。

图 3：冷却总成营收及占比

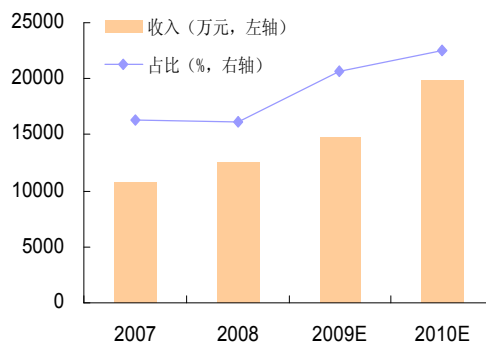
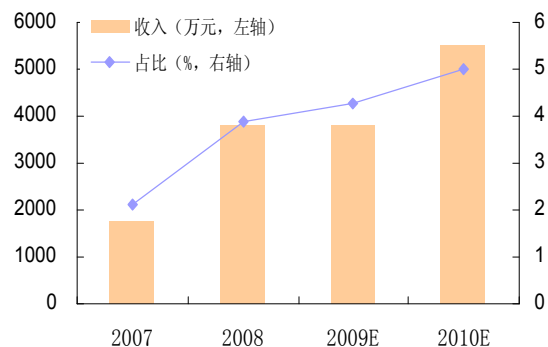


图 4：冷却模块营收及占比



（数据来源：公司公告 爱建证券）

4、战略布局 SCR 产品

EGR 与 SCR（选择性催化还原）是解决欧 IV、欧 V 标准的主要技术路线，国际主流卡车厂商大部分同时掌握 EGR 和 SCR 两种技术，节油和动力强劲是 SCR 最主要的优势。

近期中国重汽表示，尽管公司首先实现了 EGR 国 IV 技术，但 2010 年，鉴于国内油品问题仍将长期存在，因此将采用“高压共轨+SCR”方案。

SCR 的工作原理是：

(1) 尾气由涡轮排出，进入安装有尿素计量喷射装置的排气混合管，喷入尿素水溶液，尿素在高温下发生水解和热解反应： $(\text{NH}_2)_2\text{CO} + \text{H}_2\text{O} \rightarrow 2\text{NH}_3 + \text{CO}_2$

(2) 通过催化剂利用 NH_3 还原 NO_x ，排出 N_2 ： $\text{NO} + \text{NO}_2 + 2\text{NH}_3 \rightarrow 2\text{N}_2 + 3\text{H}_2\text{O}$

(3) 多余的 NH_3 也被还原为 N_2 ： $4\text{NH}_3 + 3\text{O}_2 \rightarrow 2\text{N}_2 + 6\text{H}_2\text{O}$

公司已经立项“重型柴油机 SCR 系统的技术研究与应用”，投入较大资源研发 SCR 产品，我们认为，该领域前景广阔，但短期难以贡献业绩。

5、轿车、工程机械、内燃机车、船舶工业等领域：具有深度挖掘的空间

公司在商用车领域配套经营 20 年，尽管也有产品进入轿车、工程机械等领域，但是深度和广度有限；近年来公司开始向其他领域拓展，规避下游过于集中带来的风险。

2008 年末全国民用汽车保有量近 5000 万辆（不含三轮汽车和低速货车），其中民用轿车保有量 2438 万辆；今年国内车市火爆，预计全年将超过 6000 万辆。

轿车用热交换器的市场空间体现在：带有自动变速箱的轿车均安装油冷器，采用增压技术的轿车通常会装有中冷器，若轿车柴油机得到推广的话，将为公司带来爆发性机遇。

由于公司现有产品仅少量进入轿车领域，未来发展空间广大。公司的轿车用铝油冷器具有体积小、重量轻、效率高的特点。以今年轿车销量 730 万辆计算，我们粗略估算，若有 30% 的轿车安装，则可带来约 220 万台的市场，以公司的行业地位来看，可望获得的市场在百万左右。

在工程机械领域，公司的板翅式和封条式液压油冷却器已为卡特彼勒、龙工、柳工做配套。

在船舶工业领域，公司为内河船舶的配套已经出口，以后向海运领域拓展。

6、普莱恩斯破产仅对公司短期产生影响

公司对普莱恩斯的应收账款为 466.27 万美元，普莱恩斯的破产导致公司分 2 次合计计提了 3026.69 万元的坏帐准备，影响 EPS 约 0.26 元（考虑税收因素）。

新公司 Vista-Pro 与公司的业务并没有中断，尽管目前采购量有小幅下降，但长远看，会回升到正常水平，对公司没有影响。

7、湖北银轮开始放量，玉柴三立短期难见收益

公司于 08 年以 2000 万元收购了湖北银轮 100% 的股权，主要目的是更好地为东风汽车做配套服务，并覆盖其他客户；湖北银轮 08 年开始生产，尚仍处于起步阶段，产量逐步提升，订单主要来自本部订单转移，基本生产油冷器，明年随着部分中冷器订单的转移和油冷器产量增加，预计产量会有较大增长。

玉柴三立项目刚刚进入建设阶段，由玉柴、吉利、银轮三家公司合资组建，公司持股 18%，项目产能为年产 30 万台柴油发动机，不过该项目预计 2012 年才可能达产，因此短期难见收益。另，公司正致力于进入吉利汽车零部件的供应链。

8、尽管行业竞争激烈，但公司抗风险能力较强

（1）技术优势与质量可靠：公司在热交换器行业发展 20 年，积累了深厚的经验和技術；参与油冷器标准的制定；

（2）产品全面：是国内该领域产品最全的公司，已有油冷器、中冷器、散热器、EGR 冷却器、冷却模块总成、铝压铸件等六大系列十一大类别近 2000 种规格，年生能 600 万台；

（3）湖北、上海设有分公司，可以为东风、上柴等客户就近配套生产；

（4）与业内公司已经行成了长期、稳定的业务关系；

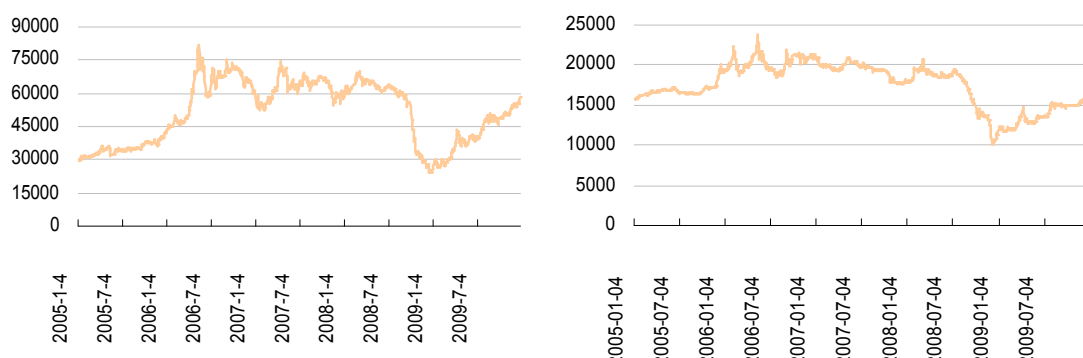
（5）与进口产品相比，性价比优势明显。

9、有色金属价格是影响明年业绩的一大不确定因素

公司对于有色金属价格非常敏感、关联度极高。主要原材料包括不锈钢、铝和铜，该部分原材料占制造成本的 85% 左右。由于越来越多的使用铝替代铜，因此铝的使用将进一步增加。

图 5：期货铜价格（元/吨）

图 6：期货铝价格（元/吨）



(数据来源: WIND 爱建证券)

10、投资建议：首次给予“推荐”评级

公司作为国内最大的热交换器公司，受益于汽车、工程机械行业的增长，出口复苏趋势明显，产品研发储备支持后续成长。

预计公司 09、10 年 EPS 为 0.42 元、0.71 元，对应 10 年 PE 为 28 倍。首次给予“推荐”评级。

表 1：盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入(百万元)	837.3	982.7	890.7	1115.5
增长率(%)	33.4	17.4	-9.4	25.2
归属母公司股东的净利润(百万元)	35.9	43.5	42.4	71.2
增长率(%)	14.4	21.4	-2.6	67.8
EPS(元)	0.36	0.44	0.42	0.71
PE(倍)	56.6	46.6	47.4	28.0

(数据来源: 爱建证券)

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。