全球环保研究网

公司报告

公司调研报告

证券研究报告

中国平安 PING AN 平安证券公司

汽车和汽车零部件

2016 年 06 月 06 日

银轮股份 (002126)

发力乘用车配套、新能源车热管理大有可为

推荐（维持）

现价：16.41 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.yinlun.com
大股东/持股	天台银轮实业发展有限公司/11.16%
实际控制人/持股	徐小敏/4.5%
总股本(百万股)	361
流通 A 股(百万股)	300
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	59.16
流通 A 股市值(亿元)	49.26
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	43.53

行情走势图

相关研究报告

《银轮股份（002126）：尾气处理业务大幅增长，长期成长空间仍大》20150429

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号 S1060511010004 021-38636729 YUBING006@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

近日，我们调研了银轮股份，与公司相关管理人员就公司经营情况、所处行业发展情况进行了交流。

平安观点：

- **发挥核心优势，积极内生外延：**公司核心优势产品为油冷器、EGR 冷却器、前端冷却模块等车辆热交换产品，近年公司发挥其在 EGR、油冷器上的优势积极拓展乘用车市场，近两年在乘用车市场销售收入增幅都在 30%以上，未来这块收入有望继续保持高增长。同时公司积极布局新能源汽车热管理系统，与多家整车厂配套项目已开始批量生产，未来订单新增和放量有望增厚公司业绩。
- **深耕传统优势产业，积极拓展乘用车客户：**公司是热交换管理系统龙头企业，传统优势产品机油冷却器连续多年市占率第一，是卡特彼勒、康明斯、福特、玉柴的战略供应商。在配套商用车的同时积极开拓乘用车业务，已有 5 年的乘用车产品研发积累，产品成功进入乘用车供应体系，配套福特福克斯、哈弗 H6、瑞风 S5、吉利博越等乘用车型，计划与大众、通用全球平台合作。
- **柴油车排放标准升级，排放业务打开收入增长空间：**2016-2017 是柴油机排放标准国四升国五之年，单纯的 EGR+DOC 或者 SCR 路线已经不能满足国五排放要求，需要将两种路线结合并且部分加装 DPF，排放系统零部件数量翻倍。存量和增量市场并存，公司 SCR、EGR、DPF 产品有望受益。
- **受益于油耗法规，EGR 产品市场空间大：**中国法规 CAFC 规定 2020 年乘用车油耗限值为 5L/100km，较现在下降 30%。EGR 产品是降低发动机油耗主要手段之一，预计 2020 年全球有 1300 万台的市场空间。公司乘用车 EGR 冷却器产品研发能力强，技术标准领先同行业竞争者，已经取得一家乘用车客户供应商资质，未来配套车型有望继续增加，成为公司新的收入增长点。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2415	2,722	3,140	3,531	4,476
YoY(%)	26.1	12.7	15.4	12.5	26.7
净利润(百万元)	152	200	234	266	309
YoY(%)	57.5	31.9	16.8	13.5	16.2
毛利率(%)	27.0	26.7	26.8	26.9	26.2
净利率(%)	6.3	7.4	7.5	7.5	6.9
ROE(%)	10.0	9.6	10.4	10.6	11.1
EPS(摊薄/元)	0.42	0.56	0.65	0.74	0.86
P/E(倍)	38.9	29.5	25.3	22.3	19.1
P/B(倍)	4.0	2.9	2.6	2.4	2.1

全球环保研究网

- **外延新能源热管理系统和水冷器，契合节能减排趋势：**新能源汽车热管理系统直接影响动力电池寿命，是新能源汽车重要零部件。公司产品已进入某著名新能源汽车品牌供应链，且与多家国内新能源厂商如蔚来汽车、乐视汽车等同步开发，有望受益于国内外新能源汽车市场迅速增长。国内发动机未来趋于小型化和增压化，水空中冷器替换升级空间大，公司已与多家自主品牌厂商计划协同建厂，就近配套。

- **盈利预测与投资建议：**银轮股份是商用车领域热管理类产品龙头，公司立足于商用车的同时积极开拓乘用车市场，并且布局新能源汽车热管理系统，未来业务收入受益乘用车零部件替代空间+新能源汽车市场，预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.65、0.74、0.86 元；公司目前市值 59 亿，长期看好公司增长，维持“推荐“评级。

- **风险提示：1）**乘用车客户拓展不及预期，产能未如期释放；2）商用车产销低迷。

全球环保研究网

正文目录

一、机油冷却器行业领先，乘用车客户拓展加速 5
二、内生外延并举、布局尾气后处理系统 5
2.1 全方位布局柴油机尾气后处理 5
2.2 拥抱乘用车 EGR 产品 8
三、新能源车热管理系统、水空中冷器打开成长空间 9
四、盈利预测与投资建议 10
五、风险提示 11

全球环保研究网

图表目录

图表 1　柴油机排放法规实施时间表 5
图表 2　国五尾气排放系统示意图 6
图表 3　国四升级国五排放系统变化 7
图表 4　银轮股份 DPF 系统全球年出货量预测　单位：台数 7
图表 5　乘用车 EGR 国内市场空间　单位：万台 8
图表 6　银轮股份乘用车+商用车 EGR 收入预测　单位：亿元 9
图表 7　银轮股份新能源热管理系统收入预测　单位：亿元 10
图表 8　银轮股份业绩拆分　单位：百万元 11

全球环保研究网

一、 机油冷却器行业领先，乘用车客户拓展加速

银轮股份是国内产量最大的热交换器生产厂商，主力产品机油冷却器国内市场占有率达到 50%，是卡特彼勒、康明斯、福特、潍柴等主机厂重要供应商。

为降低商用车行业景气度下降的影响，公司战略性的从重卡和工程机械零件商切入乘用车配件领域，目前乘用车领域的销售收入已经接近工程机械和商用车收入，并保持每年 30%以上的增长速度。

机油冷却器是发动机周边零部件之一，原理是通过水冷或者风冷的方式保持发动机和变速箱用机油温度在标准范围，保证机油的润滑性能，对于发动机和变速箱的正常运转有着重要的作用。公司主要产品类别有管壳式机油冷却器（用于重型柴油机）、板翅式机油冷却器（用于轻型柴油机）、圆盘式机油冷却器（用于汽油机）。

公司的油冷器产品具有国际化布局:在美国设立了研究院，并且在全球重要地区拥有仓储物流，更易取得整车厂全球化平台供应商资质。同时，油冷器产品作为公司的传统优势核心业务，有大量的专利以及研发积累，其实验室具有台架、整车验证能力，与浙江大学车辆热管理实验室也有长期友好合作关系，实现产学研项目对接，并从美国引进风洞实验室、六自由度振动试验台、耐久试验台，实现冷却模块试制与运营。

机油冷却器产品进口替代空间大：随着国内乘用车销量增长速度逐渐放缓，自主品牌车型市场份额提升。整车厂对于成本的控制和培育本土供应商的诉求愈加强烈，也由此滋生了进口件转向本土件的替代空间。并且乘用车市场空间是商用车的 6-7 倍，长期来看，乘用车配套产品出货量的增加会带来收入利润提升。

乘用车客户持续拓展：银轮机油冷却器产品已向长安福特等合资品牌主机厂配套，也向长城哈弗 H6、江淮瑞风 S5、吉利博越等自主品牌畅销车型配套，计划与通用、大众全球平台的合作。我们继续看好公司在乘用车领域的发展。

二、 内生外延并举、布局尾气后处理系统

2.1 全方位布局柴油机尾气后处理

➢ **柴油车尾气后处理系统打开价值空间**

由于国内大气环境日益恶化，环保部多次制定柴油车尾气排放法规，限制柴油车尾气颗粒物 PM 和氮氧化物 NOx 的排放。环保部法规规定 2015 年起全面实施柴油车国四标准，2016 年 4 月 1 日由东部向西部分地区逐步实施国五排放标准，到 2018 年国内所有新上市柴油车全面实施国五标准，整个过程柴油机尾气中 NOx 含量下降幅度近 60%。

图表1 柴油机排放法规实施时间表

排放标准	实施时间	NOx 限值/ppm	PM 限值/ppm
国三排放标准	2008 年 7 月	5	0.16
国四排放标准	2013 年 7 月	3.5	0.02
国四排放标准延期实施	2015 年 1 月	3.5	0.02
部分地区国五排放标准	2016 年 4 月	2	0.02
全面国五排放标准	2018 年 1 月	2	0.02
国六标准	待定	0.4	0.01

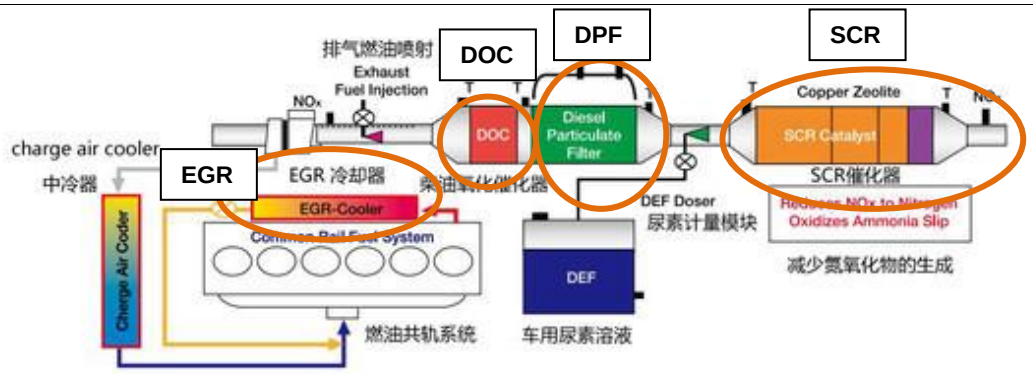
资料来源：环保部，平安证券研究所

全球环保研究网

汽车新能源化不会影响柴油车尾气处理系统升级需求，我们认为在载货商用车和工程机械领域柴油机作为动力系统长期无法替代，此类车种由于工作环境恶劣，功率需求大，无法通过用动力电池等作为动力源的方式杜绝尾气排放问题，所以柴油车尾气处理系统市场空间不会萎缩。

国五尾气后处理排放系统主要包括：1)EGR(尾气再循环装置),将发动机产生的一部分废气经冷却后再送回气缸燃烧，可有效降低缸内燃烧温度和氮氧化物生成量。2)DOC 是通过催化剂催化氧化 NO、CO 和部分 PM 的装置。3)DPF(颗粒捕捉器)，是一种安装在柴油发动机排放系统中的过滤器，用于捕捉尾气中的 PM。4)SCR(选择性催化还原装置)，通过喷射尿素溶液与氮氧化物进行化学反应来减少氮氧化物的排放。

图表2　国五尾气排放系统示意图



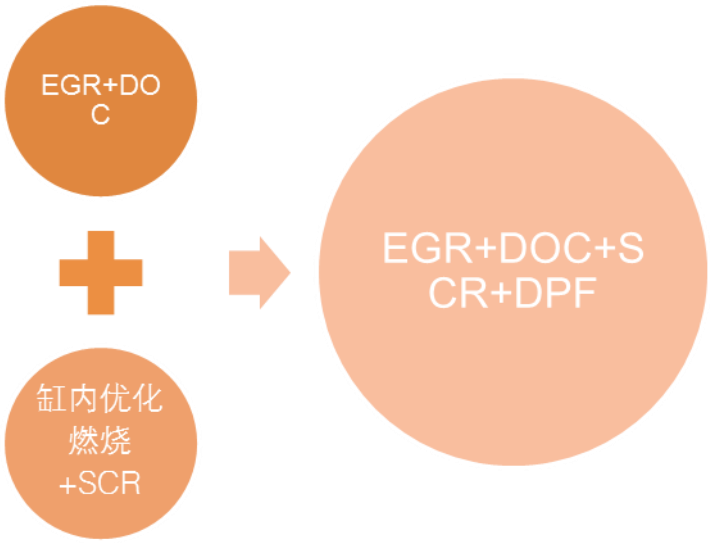
资料来源：环保部，平安证券研究所

氮氧化物(NOx)和颗粒物(PM)后处理装置同时受益于国四升级国五：NOx 和 PM 是两个相互矛盾的排放物，一个的减少会引起另外一个的增加。所以虽然国四升国五排放标准中 PM 限值并没有发生变化，但是 NOx 限值的下降在部分技术路线中可能会引起 PM 的增加，所以尾气后处理装置中的 PM 和 NOx 排放系统都需要升级换代，公司产品 SCR（处理氮氧化物）、EGR（处理 NOx）、DPF（处理 PM）装置同时受益。

柴油机尾气处理系统存量和增量市场并存，打开增长空间：柴油车尾气后处理市场分为两部分，一是现有的公交车、环卫车尾气排放系统升级加装；二是新车尾气处理装置升级换代，市场空间非常大。

全球环保研究网

图表3　国四升级国五排放系统变化



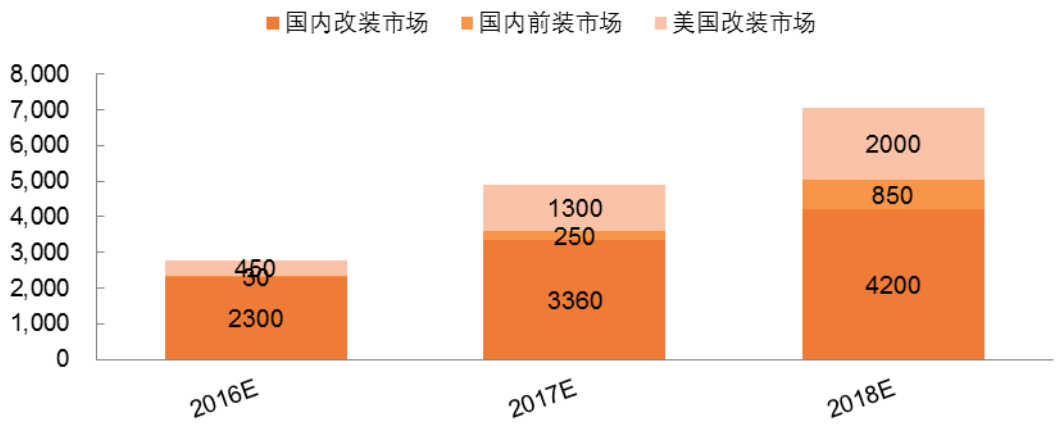
资料来源：平安证券研究所

公司于 2016 年 3 月 11 日发布定增预案，拟募集资金 1.2 亿元投资 DPF 系统项目，项目达产后将形成年产 2.1 万套 DPF 系统、年产约 21 万套 DPF 封装单元的生产能力，项目建设期为两年，项目达产后新增销售收入约为 3.1 亿元，新增利润约为 2100 万。

收购全球领先 DPF 供应商德国普锐：公司 2015 下半年收购德国普锐 70%股份，普锐是全球领先的 DPF 方案解决供应商，其产品囊括国内燃油在内不同油品的 12 类 DPF 产品，通过全球包括欧盟、美国、德国在内十几个国家及地区的环保认证。业务种类齐全，涵盖 DPF 全生命周期，包括产品生产销售、DPF 清洗、DPF 在用车改造等。

DPF 极富市场前景：2016 年起北京地区新增重型柴油车必须安装 DPF，2018 年起全国范围轻型柴油车实施国五标准，基本都需要加装 DPF，DPF 产品长期受益。在改造车市场，公司已经完成了北京、深圳、厦门等一线城市用车改造认证，前装 OEM 市场计划供应潍柴以及东风商用车，公司有望在 2016 年下半年拿到多家订单。除此之外，由于美国 EPA 环保法规对 PM 的严格限制，公司还有望受益于美国 DPF 改装市场。

图表4　银轮股份 DPF 系统全球年出货量预测　　单位：台数



资料来源：平安证券研究所

全球环保研究网

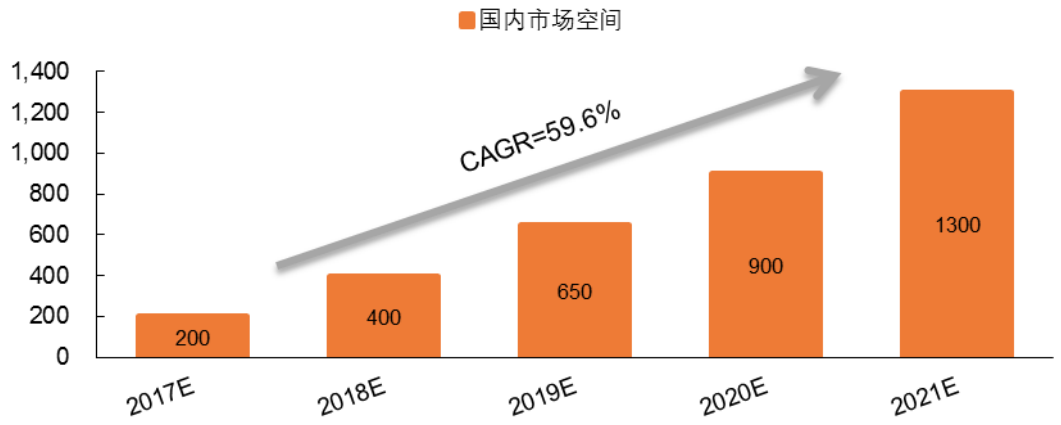
2.2 拥抱乘用车 EGR 产品

EGR 全称为发动机排气再循环系统，是将发动机尾气一部分分离并重新导入进气侧再燃烧的技术，在柴油机上应用已经十分成熟，传统的汽油机 EGR 目标是为了降低缸内燃烧温度，而目前推出的 EGR 技术主要是为了降低油耗排放，油耗值可以显著降低 5%-8%。

按照中国法规 CAFC 规定，2020 年国产乘用车平均油耗须降至 5L/100km，较现在油耗限值下降接近 30%。欧洲环境署最新二氧化碳排放法规也规定 2021 年百公里油耗 4.1L，美国新能源法要求美国汽车行业 2020 年以前，把汽车燃油效率提高 40%。

为达到油耗目标，国内部分乘用车车企逐步开始尝试使用汽油机 EGR 系统，预计到 2020 年国内有 1/4 的乘用车会加装 EGR 系统。国际上大众、丰田、福特、克莱斯勒的部分车型已搭载汽油机 EGR 系统。EGR 系统未来市场空间巨大，预测 2017-2021 年复合增长率 56.5%。

图表5　乘用车 EGR 国内市场空间　　单位：万台



资料来源：平安证券研究所

公司于今年 3 月 11 日发布定增预案，拟募集资金 1.94 亿元投产乘用车 EGR 项目，项目建设期为 2 年，达产后预计年新增收入 4.95 亿元，新增利润 4455 万元。

公司 2004 年生产了第一台柴油发动机用 EGR 冷却器，具有成熟真空钎焊技术、独特结构特征，其核心技术指标耐久性领先竞争对手 2-3 倍，在同行业中极富竞争力。

EGR 属于汽车安全件，配套关系相对稳定，EGR 是进气系统零部件，对于发动机非常重要，关乎发动机是否能够正常工作，一旦进入整车厂商供应体系，不会轻易被替换，可以持续为公司带来收入。

公司 EGR 产品在商用车领域已经大有斩获：公司已经与零部件巨头佛吉亚建立共同开发合作战略，是康明斯、卡特彼勒、潍柴、一汽等多家公司核心供应商。公司产品在商用车领域极具竞争优势，产品毛利率高达 30%。

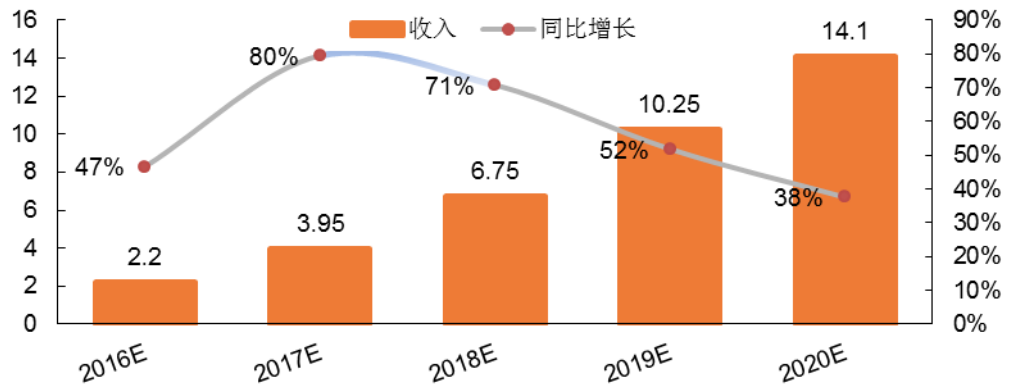
EGR 产品在乘用车领域已经取得成绩，未来有望继续开拓：我们判断公司已经取得乘用车企供应商资质，并且通过了多家乘用车厂家的质量检测，未来 EGR 产品有望取得部分车型配套。

公司主要竞争对手是法雷奥、电装、博格华纳、贝洱等国外零部件巨头，但只有博格华纳具有国内生产基地，其余厂家产品都需国外进口，零部件物流成本高，银轮受益本土化生产，进口替代空间巨大，乘用车 EGR 业绩贡献指日可待。

全球环保研究网

由于乘用车量产项目有 2-3 年的开发周期，合作的多数车企的 EGR 项目将会在 2017-2018 年量产，少数在 2016 年量产，如果银轮进入供应体系顺利，单项产品 EGR 收入有望超预期,2017-2018 年公司业绩有望进入高增长期。

图表6　银轮股份乘用车+商用车 EGR 收入预测　单位：亿元



资料来源：平安证券研究所

三、 新能源车热管理系统、水空中冷器打开成长空间

➢ **热管理系统受益于新能源汽车市场大幅增长**

2015 年我国新能源汽车产销近 35 万辆，2020 年新能源汽车保有量有望达 500 万辆，新能源汽车产销规模增长空间大。新能源汽车核心零部件动力锂电池需求量大幅提升，而新能源热管理系统直接影响锂电池寿命，是动力电池核心零部件，有巨大市场需求。

锂电池的最佳工作温度范围为 20-30℃。低温时电池容量较低，影响其使用性能；高温时电池循环寿命大大缩短，温度过高时还会产生安全问题；再者，锂电池在低于 0℃充电时也存在着安全隐患。对动力电池系统来说，电芯及电池模组的一致性是至关重要的，而电池在使用过程中不可避免的要产生热量从而导致电池温度升高。由于电芯或电池模组的位置不同，散热情况不同，从而导致其温度不同，温度的不同又反过来导致电芯及模组的性能不一致。

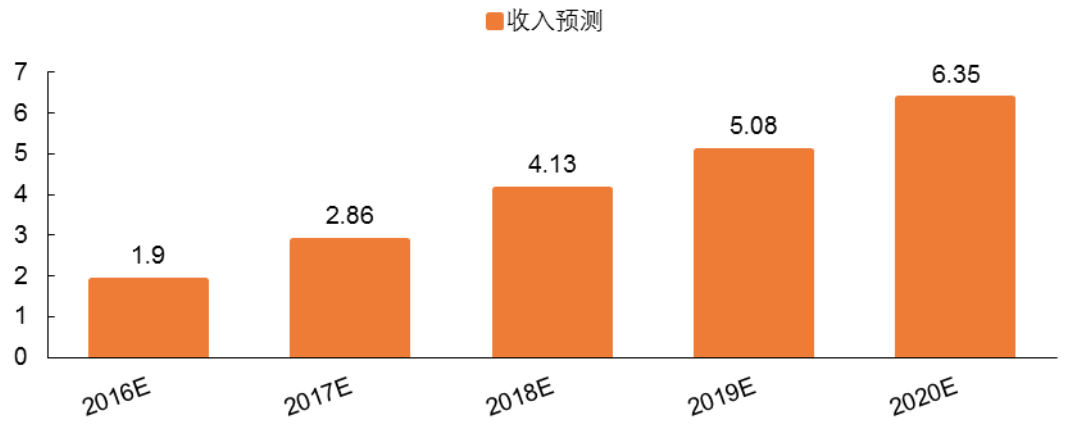
因此，公司将对主要关键技术进行投入研发，即一套相对独立的液冷循环冷却系统：包括高效散热模块的研发、依据各部件之间耐温要求不同而设计的循环流路系统等。

公司于 2016 年 3 月 11 日发布定增预案，拟募集资金 2.26 亿元投资新能源汽车热管理项目，产品主要是深冷器（通过空调系统降低循环水温度）、电池冷却板（与电池表面接触散热）、低温散热器模块（电池散热和电机散热集成）等，项目建设期为两年，项目达产后预计新增收入约 6.35 亿，新增利润 6.35 亿元。

热管理系统产品已进入某著名新能源品牌供应商体系，给比亚迪、广汽集团、江淮、长江、吉利汽车配套开发的新能源汽车电池冷却系统和电动机冷却产品已开始批量生产，订单数量逐步上升，银轮也正与蔚来汽车等二十多家新能源汽车厂商同步开发热管理产品，我们预计低温散热器模块将要配套英国吉利 SPA 出租车,2017 年 4 月实现量产，预计年配套 20 万台。

全球环保研究网

图表7 银轮股份新能源热管理系统收入预测 单位：亿元



资料来源：平安证券研究所

➢ **水空中冷器受益于发动机降油耗+进入自主品牌供应链**

公司于今年 3 月 11 日发布定增预案，拟募集资金 1.5 亿元新建水空中冷器项目，建设期为两年，达产后将形成年产水空中冷器、进气歧管等共计约 420 万台的生产能力，预计年新增收入 4.16 亿元，新增利润 3745 万元。

中冷器是在发动机进气前对增压热空气进行冷却的装置，目的是为了降低进气温度，提高发动机效率、降低油耗。按照冷却介质分为水空中冷器和空气中冷器，目前最先进的技术是水空中冷器，较空气中冷器来说，水空中冷器能够节省空间、降低进气阻力、提高换热效率，目前国外主要汽车企业普遍采用该技术，如福特、宝马、丰田、大众等，国内自主品牌如江淮、比亚迪、长安、吉利、奇瑞、众泰、北汽等主机厂在新一代的发动机上逐步使用该技术，市场前景广阔。

水空中冷器受益于发动机小型化，增压化：未来 5 年受油耗法规限值约束，传统发动机趋于小型化、增压化，目前车型增压化比率仅有 40%左右，随着增压技术的不断成熟，涡轮增压器搭载率还会进一步提升，原有的风冷中冷器已不能满足进气的冷却需求，水空中冷器会受益于涡轮增压化市场替代空间。

水空中冷器加速进入自主品牌供应体系：公司水空中冷器在国内的竞争者主要有贝洱、法雷奥、电装等外资供应商，主要供应合资企业。自主品牌乘用车厂由于前期应用增压水空中冷器较少，外资供应商与其合作实力较弱，没有很强的供应基础，因此银轮更容易进入自主品牌供应体系。

银轮计划与吉利、长城、上汽、江淮等自主厂商进行合作，就近建立生产基地进行产品配套，预计公司进入自主厂商供应配套体系是大概率事件。

四、 盈利预测与投资建议

未来几年，公司多块业务迎来增长机遇。

外延乘用车市场促使油冷器业务快速增长：油冷器是公司具有传统优势的核心产品，其在商用车市场占有率行业第一，毛利率近几年一直保持在 20%-30%，公司在油冷器研发生产上也具有多年的积累，其产品极富竞争力。公司产品已经在乘用车市场上有所斩获，产品配套福特、江淮、吉利、

全球环保研究网

长城等主机厂商。受益于未来乘用车市场零部件本土化以及进口件替代，公司有望在乘用车领域继续拓展，而且我们认为公司产品未来的业务增长空间是乘用车存量市场现有零部件的替代，并不受制于乘用车产销 5-10%的年增长率，乘用车油冷器业务有望快速增长。

商用车+乘用车双驱动，EGR 产品收入高增长：公司 EGR 产品技术指标领先于竞争对手，在同行业中极富竞争力，公司产品配套多家主流商用车主机厂，市场份额还在不断扩大。在乘用车领域，我们判断公司有望取得多家车企供应商资质，贡献新的利润增长。公司是少数具有国内生产基地的 EGR 生产商之一，受益本土化生产，公司 EGR 产品业绩指日可待，我们预期 16/17/18 年将为公司带来 2.2/3.95/6.75 亿元收入。

布局新能源热管理系统，贡献新的利润增长点：公司继续发挥其在热管理产品上的优势，布局新能源热管理系统。新能源汽车产销规模增长空间大，热管理产品作为重要零部件大幅受益。公司的新能源热管理产品已经与多家新能源正常厂商展开合作，预计在 2017 年量产。据公司产能及订单情况，我们预期 16/17/18 年将为公司带来 1.9/2.9/4.2 亿元收入。

我们预测公司 2016、2017、2018 年净利润 2.34 、2.66 、3.09 亿，对应 EPS 分别为 0.65 、0.74、0.86 元，我们认为银轮股份多类业务面临较大成长机遇，未来几年业绩高增长可期，维持“推荐”评级。

图表8　银轮股份分业务收入预测　　单位：百万元

收入	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
热交换器	1,347	1,604	1,824	1,926	2165	2411	2838
尾气处理（含 EGR）			266	441	590	700	1183
车用空调	116	155	186	200	215	230	245
贸易收入	103	43	16	19	20	20	20
其他业务	93	82	87	136	150	170	190
合计	1,684	1,914	2,398	2,702	3,140	3,531	4,476

资料来源：wind，平安证券研究所

五、 风险提示

1）乘用车客户拓展不及预期，产能未如期释放；

2）商用车产销低迷，拖累公司业绩。