

银轮股份 (002126.SZ) 买入 (维持评级)

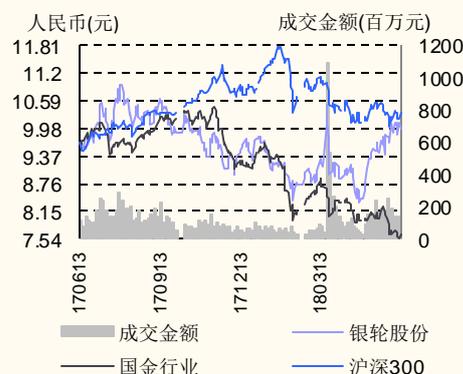
公司点评

市场价格 (人民币): 9.97 元

目标价格 (人民币): 12.99 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	670.39
总市值 (百万元)	7,986.78
年内股价最高最低 (元)	10.94/8.36
沪深 300 指数	3825.95
中小板综	10389.88



相关报告

1. 《新能源车热管理开花结果吉利捷豹路虎-银轮股份公司点评》，2018.5.10
2. 《业绩持续增长可期-银轮股份 002126.SZ 一季报点评》，2018.5.2
3. 《业绩亮眼，新能源汽车热管理业务为未来看点-银轮股份公司点评》，2018.4.16
4. 《新能源汽车热管理成为增长重点-银轮股份公司深度研究》，2018.3.11

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

收购唯益股份，热管理跨界协同发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.356	0.388	0.464	0.581	0.678
每股净资产 (元)	3.16	4.20	4.62	5.15	5.79
每股经营性现金流 (元)	0.66	0.35	0.27	1.00	0.92
市盈率 (倍)	27.22	25.24	19.62	15.66	13.42
净利润增长率 (%)	28.11%	21.13%	19.48%	25.30%	16.67%
净资产收益率 (%)	11.26%	9.24%	10.05%	11.29%	11.72%
总股本 (百万股)	721.08	801.08	801.08	801.08	801.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 6 月 13 日发布公告, 已签订《关于江苏唯益换热器股份有限公司之股份转让协议》, 合计以 0.46 亿元受让江苏唯益 2755 万股股份, 收购完成后, 公司合计持有江苏唯益 57% 股份。

点评

- 收购唯益, 进一步拓展民用换热。**江苏唯益 2017 年实现营收/归母净利润分别为 5857 万元/488 万元, 截至 2018Q1 净资产为 0.84 亿, 是一家专业生产和销售民用换热器的企业, 产品涵盖可拆式换热器、钎焊板式换热器、同轴套管换热器、高效罐式换热器四大类。该公司通过了 ABS 美国船级社认证、DNVGL 挪威船级社认证、汽车行业 TS16949 认证, 是国家级高新技术企业。其主要客户包括中央空调、热泵、车辆及船舶等终端系统集成商和大型工程系统客户 (格力电器、江苏天舒、江苏双志、LG 等)。此次收购, 有利于公司拓展不锈钢冷却器产品的应用, 热交换技术有望产生协同效应, 进一步拓展民用热交换器市场。
- 热管理龙头, 新能源汽车热管理业务增长重点。**公司是国内热交换器龙头, 其行业地位稳固, 油冷器、中冷器产品国内市占率分别达到 45%、35%。热交换器业务占比 76%, 其中乘用车业务占比超 40%, 为主要增长来源。前五大客户分别为福特、吉利、广汽、长城、长安, 有望继续受益于自主品牌的高速增长。**拳头产品油冷器出口英国捷豹路虎**, 中冷器增量主要来自乘用车涡轮增压发动机渗透率提升, 且打入通用平台。新能源汽车热管理方面, 现已供应前端模块、电控冷却器、电机冷却器、电池水冷板、高低温水箱等产品, 配套吉利、广汽、比亚迪、宇通、宁德时代, 并且成为吉利领克纯电动车平台热交换总成的指定供应商, 338 万套的供货量预示着公司未来的业绩, 吉利集团的供应商价值也会为公司开拓新能源车热管理市场带来示范效应。

盈利预测和投资建议

- 我们看好公司在热交换器领域的龙头地位、尾气处理的先发优势和新能源热管理行业的成长前景, 预计 2018-2020 年净利润分别为 3.7 亿、4.7 亿、5.4 亿元。给予公司目标价 12.99 元, 对应 2018 年 28 倍估值, 维持买入评级。

风险提示

- 收购整合不及预期; 原材料价格波动; 乘用车业务开拓不及预期; 尾气减排政策不及预期; 新能源汽车热管理业务不及预期; 定增业务落地不及预期

一、江苏唯益主营产品情况

1. 钎焊板式换热器

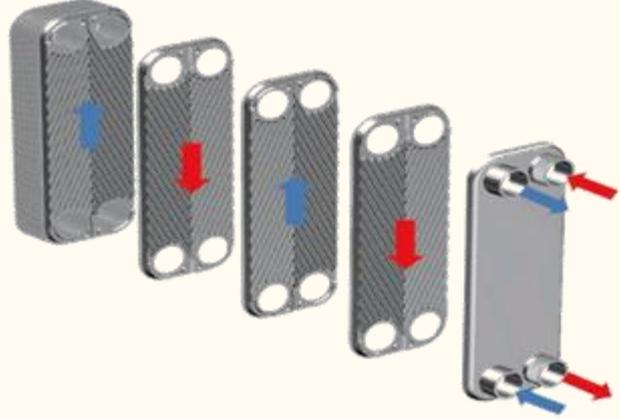
- **产品简介：**钎焊板式换热器具有热系数高，污垢系数低，体积小，重量轻，承压能力强，滞液量低，流程组合灵活丰富等特点，已经被广泛用于多种工业领域。
- **应用领域：**制冷空调、热泵热水、冷冻冷藏、汽车、机械设备。

图表 1：唯益钎焊板式换热器产品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：钎焊板式换热器工作原理

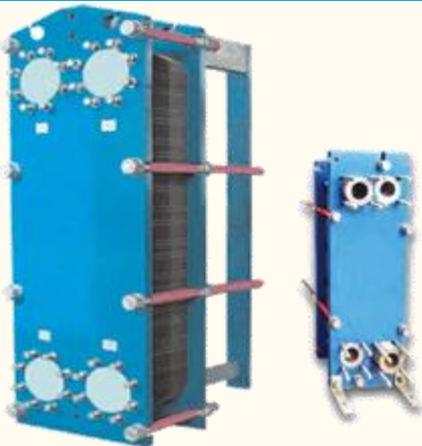


来源：公司公告，国金证券研究所

2. 可拆式换热器

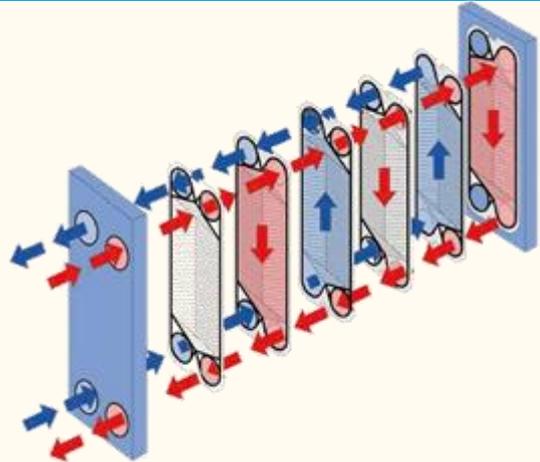
- **产品简介：**板式换热器是由一组波纹金属板组成，板片上有四个角孔，以供热交换的两种液体通过。金属板片安装在一个侧面有固定板和活动压紧板的框架内，并用夹紧螺栓夹紧。板片上装有密封垫片，将流体通道密封，并且引导流体交替地流至各通道内。波纹板不仅提高了湍流程度，并且形成许多支撑点，足以承受介质间的压力差。金属板和活动压紧板悬挂在上导杆，并由下导杆定位，而杆端则固定在支撑柱上。可拆板式换热器优势：(1) 高效导流区设计，均匀分配流体，使换热器内无死角；(2) 双层防漏技术，防止两种流体混合；(3) 大小角度板型，深浅槽波纹满足各种不同工况需求；(4) 换热器无焊接结构，方便拆卸清洗，更换部件。
- **应用领域：**船舶海工、电力能源、石油化工、医药食品、机械设备和暖通等区域。

图表 3：唯益可拆式换热器产品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：可拆式换热器工作原理



来源：公司公告，国金证券研究所

3. 同轴套管换热器

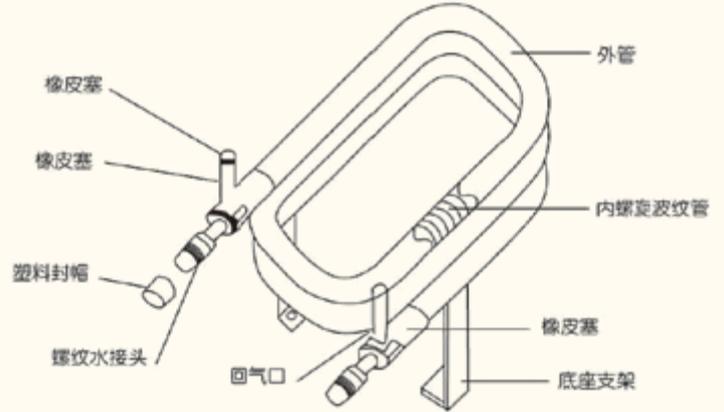
- **产品简介：**同轴套管换热器是由同心的内螺纹管和外套管组成，冷热流体分别在内管和外套管环隙中流动，同时进行热交换。
- **应用领域：**空调制冷、热泵热水。

图表 5：唯益同轴套管换热器产品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：同轴套管换热器工作原理



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 高效罐式换热器

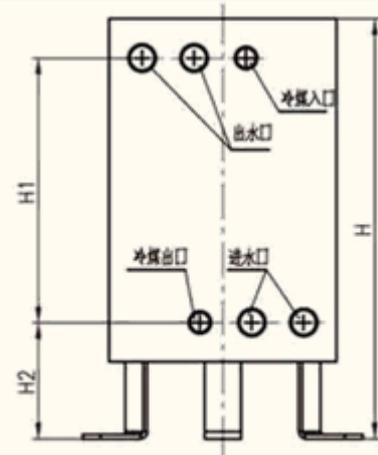
- **产品简介：**高效罐换热器内部采用换热管制成，整体铜管没有内部焊点，确保系统长期稳定运行。体积紧凑，换热效率高，水路流通截面大、不易出现局部结冰及结垢。广泛应用于风冷冷热水机组、空气源热泵热水器机组、中央空调冷水机组、水源热泵机组、中小型工业冷水(热泵)机、水环热泵作为换热器，以及冷柜机中作为冷凝器等。
- **应用领域：**空调制冷、热泵热水。

图表 7：唯益高效罐式换热器产品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：高效罐式换热器工作原理



来源：公司公告，国金证券研究所

二、江苏唯益合作伙伴情况

- **合作伙伴：**包括中央空调、热泵、车辆及船舶等终端系统集成商和大型工程系统客户，是具有较强专业性质的客户群体。

图表 9：唯益合作伙伴情况



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,722	3,119	4,323	4,908	5,429	5,994
增长率		14.6%	38.6%	13.5%	10.6%	10.4%
主营业务成本	-1,994	-2,219	-3,192	-3,608	-3,935	-4,344
%销售收入	73.3%	71.2%	73.8%	73.5%	72.5%	72.5%
毛利	728	899	1,131	1,300	1,494	1,651
%销售收入	26.7%	28.8%	26.2%	26.5%	27.5%	27.5%
营业税金及附加	-12	-23	-30	-29	-27	-33
%销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%
营业费用	-125	-152	-198	-211	-233	-252
%销售收入	4.6%	4.9%	4.6%	4.3%	4.3%	4.2%
管理费用	-303	-362	-447	-501	-556	-611
%销售收入	11.1%	11.6%	10.3%	10.2%	10.3%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	288	361	456	559	677	755
%销售收入	10.6%	11.6%	10.6%	11.4%	12.5%	12.6%
财务费用	-23	-31	-51	-48	-70	-59
%销售收入	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-22	-22	-42	-40	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	7	42	15	6	5
%税前利润	1.6%	2.1%	10.5%	3.1%	1.0%	0.7%
营业利润	246	315	406	486	610	697
营业利润率	9.1%	10.1%	9.4%	9.9%	11.2%	11.6%
营业外收支	13	10	-3	5	5	7
税前利润	260	325	404	491	615	704
利润率	9.5%	10.4%	9.3%	10.0%	11.3%	11.7%
所得税	-47	-55	-60	-91	-117	-134
所得税率	18.0%	16.8%	14.9%	18.6%	19.1%	19.0%
净利润	213	270	343	400	498	570
少数股东损益	12	13	32	28	32	27
归属于母公司的净利润	200	257	311	372	466	543
净利率	7.4%	8.2%	7.2%	7.6%	8.6%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	213	270	343	400	498	570
非现金支出	130	156	200	212	210	248
非经营收益	45	39	35	21	69	57
营运资金变动	-164	9	-300	-417	22	-138
经营活动现金净流	224	475	278	216	798	737
资本开支	-277	-286	-329	-362	-419	-451
投资	-140	-219	-750	-50	-20	-20
其他	3	9	26	15	6	5
投资活动现金净流	-414	-497	-1,053	-397	-433	-466
股权募资	341	104	726	0	0	0
债权募资	-139	49	195	362	-190	-112
其他	-56	-165	-82	-95	-119	-101
筹资活动现金净流	146	-12	839	267	-309	-213
现金净流量	-45	-35	64	86	55	58

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	318	257	299	385	440	498
应收款项	1,195	1,372	1,918	2,177	2,260	2,402
存货	417	567	759	797	855	925
其他流动资产	124	76	675	751	793	837
流动资产	2,053	2,271	3,650	4,110	4,348	4,662
%总资产	52.3%	47.4%	54.7%	55.7%	55.4%	55.5%
长期投资	252	316	666	716	736	756
固定资产	1,312	1,576	1,726	1,922	2,122	2,325
%总资产	33.4%	32.9%	25.8%	26.0%	27.0%	27.7%
无形资产	232	563	550	561	573	585
非流动资产	1,872	2,524	3,028	3,269	3,505	3,738
%总资产	47.7%	52.6%	45.3%	44.3%	44.6%	44.5%
资产总计	3,925	4,794	6,678	7,379	7,853	8,401
短期借款	103	25	786	1,164	1,003	841
应付款项	884	1,236	1,737	1,695	1,873	1,971
其他流动负债	158	203	242	280	309	332
流动负债	1,146	1,464	2,764	3,140	3,185	3,144
长期贷款	1	202	130	115	105	140
其他长期负债	567	569	95	76	57	72
负债	1,714	2,235	2,990	3,331	3,348	3,357
普通股股东权益	2,039	2,279	3,367	3,699	4,124	4,635
少数股东权益	171	280	321	349	381	408
负债股东权益合计	3,925	4,794	6,678	7,379	7,853	8,401

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.556	0.356	0.388	0.464	0.581	0.678
每股净资产	5.657	3.161	4.203	4.617	5.148	5.786
每股经营现金净流	0.621	0.658	0.347	0.270	0.996	0.920
每股股利	0.050	0.060	0.040	0.050	0.050	0.040
回报率						
净资产收益率	9.83%	11.26%	9.24%	10.05%	11.29%	11.72%
总资产收益率	5.11%	5.36%	4.66%	5.04%	5.93%	6.47%
投入资本收益率	8.36%	9.13%	8.39%	8.52%	9.74%	10.13%
增长率						
主营业务收入增长率	12.73%	14.57%	38.63%	13.52%	10.62%	10.41%
EBIT增长率	13.82%	25.54%	26.36%	22.39%	21.19%	11.45%
净利润增长率	31.88%	28.11%	21.13%	19.48%	25.30%	16.67%
总资产增长率	11.66%	22.15%	39.30%	10.50%	6.43%	6.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	99.1	108.0	104.0	111.8	108.2	105.0
存货周转天数	81.7	80.9	75.8	82.3	81.2	79.6
应付账款周转天数	101.1	125.5	137.6	133.2	136.2	128.5
固定资产周转天数	115.4	126.0	104.0	100.2	97.3	93.2
偿债能力						
净负债/股东权益	12.98%	18.37%	16.73%	22.10%	14.83%	9.58%
EBIT利息保障倍数	12.4	11.7	9.0	11.7	9.6	12.7
资产负债率	43.68%	46.61%	44.77%	45.14%	42.63%	39.96%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	45
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.04

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-11	买入	9.08	12.99
2	2018-04-16	买入	9.10	12.99
3	2018-05-02	买入	8.48	12.99
4	2018-05-10	买入	9.44	12.99

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH