

银轮股份 (002126.SZ) 买入 (维持评级)

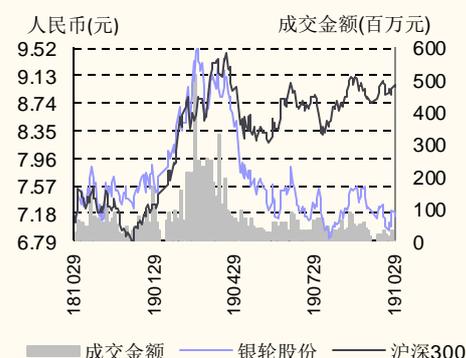
公司点评

市场价格 (人民币): 7.14 元

目标价格 (人民币): 10.56 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 7.92 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 7.58 |
| 总市值(亿元) | 56.56 |
| 年内股价最高最低(元) | 7.31/6.95 |
| 沪深 300 指数 | 3910 |
| 中小板综 | 9231 |



盈利能力稳定, 热管理新项目保障稳健发展

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.388 | 0.436 | 0.432 | 0.528 | 0.589 |
| 每股净资产(元) | 4.20 | 4.50 | 4.89 | 5.37 | 5.91 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.35 | 0.38 | 0.86 | 0.91 | 0.97 |
| 市盈率(倍) | 25.24 | 17.07 | 16.53 | 13.53 | 12.11 |
| 净利润增长率(%) | 21.13% | 12.26% | -2.01% | 22.16% | 11.71% |
| 净资产收益率(%) | 9.24% | 9.68% | 8.73% | 9.71% | 9.85% |
| 总股本(百万股) | 801.08 | 801.08 | 792.10 | 792.10 | 792.10 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2019 年三季报, 2019 前三季度实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别为 38.57 亿元、2.56 亿元、1.63 亿元, 分别同比+1.1%、-9.8%、-37.6%。此外, EPS 为 0.32 元。
- 2019Q3 实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别为 11.62 亿元、0.54 亿元、0.23 亿元, 分别同比-2.2%、-33.6%、-69.6%。

经营分析

- **盈利能力较稳定。**(1) 公司经营稳健, 2019 年前三季度在车市低迷逆境中营收增长 1.1%, 而 Q3 单季度归母净利润同比降幅扩大 (Q3 下滑 34%, Q2 下滑 7%, Q1 上升 6%) 主要受费用端影响, 业绩符合预期。(2) 前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/7.2%/4.6%/1.3%, 较上年同期的 15.3% 上升 2.4pct。其中, 销售费用率提高 0.7pct, 管理费用率提高 0.6pct, 由于公司持续投入新项目, 研发费用同比增长 28%。(3) Q3 毛利率为 24.0%, 同比小幅下降 0.9pct, 盈利能力稳定性优于同行业。
- **热管理新定点项目保障未来业绩。**公司系热交换器龙头企业, 拳头产品油冷器、水空中冷器国内市占率超 40%。在车市逆境中, 热管理业务全面开花, 电控产品批量配套取得突破。公司积极争取新项目及新客户, 拿下卡特彼勒的冷却模块、沃尔沃的 SPA2 平台 BEV 冷却模块、约翰迪尔的封条式冷却器、康明斯的板式机油冷却器、曼胡默尔的水空中冷器、一汽解放的冷却模块、广汽的机油冷却器及 EGR、比亚迪的冷却模块、江铃的 GSE 热泵空调、宁德时代的电池水冷板 (于 2022 年 11 月批产, 销售额近 4 亿元) 等新定点客户, 保障公司稳健发展。

盈利调整与投资建议

- 基于车市持续低迷, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 3.42/4.18/4.67 亿元, 调整幅度分别为 -7%/+2%/0%, 对应 EPS 分别为 0.43/0.53/0.59 元。下调目标价 8% 至 10.56 元, 对应 2020 年 PE 为 20x, 维持买入评级。

风险提示

- 原材料价格波动; 汇率波动; 乘用车业务开拓不及预期; 尾气减排政策不及预期; 热管理业务不及预期; 定增业务落地不及预期。

相关报告

1. 《盈利能力维稳, 热管理新定点项目保障增长-银轮股份 2019H1...》, 2019.8.26
2. 《业绩符合预期, 随热管理订单释放高速增长可期-银轮股份 2019Q...》, 2019.4.28
3. 《业绩稳步增长, 热管理业务订单全面开花-银轮股份 2018 年报点...》, 2019.4.14

陈晓 联系人
chenxiao@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 3,119 | 4,323 | 5,019 | 5,233 | 5,703 | 6,203 |
| 增长率 | | 38.6% | 16.1% | 4.3% | 9.0% | 8.8% |
| 主营业务成本 | -2,219 | -3,192 | -3,738 | -3,947 | -4,272 | -4,612 |
| %销售收入 | 71.2% | 73.8% | 74.5% | 75.4% | 74.9% | 74.4% |
| 毛利 | 899 | 1,131 | 1,282 | 1,287 | 1,432 | 1,591 |
| %销售收入 | 28.8% | 26.2% | 25.5% | 24.6% | 25.1% | 25.6% |
| 营业税金及附加 | -23 | -30 | -30 | -30 | -34 | -37 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 销售费用 | -152 | -198 | -237 | -228 | -253 | -289 |
| %销售收入 | 4.9% | 4.6% | 4.7% | 4.4% | 4.4% | 4.7% |
| 管理费用 | -362 | -447 | -346 | -354 | -365 | -403 |
| %销售收入 | 11.6% | 10.3% | 6.9% | 6.8% | 6.4% | 6.5% |
| 研发费用 | 0 | 0 | -186 | -225 | -254 | -279 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 3.7% | 4.3% | 4.5% | 4.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 361 | 456 | 482 | 450 | 526 | 582 |
| %销售收入 | 11.6% | 10.6% | 9.6% | 8.6% | 9.2% | 9.4% |
| 财务费用 | -31 | -51 | -54 | -78 | -68 | -57 |
| %销售收入 | 1.0% | 1.2% | 1.1% | 1.5% | 1.2% | 0.9% |
| 资产减值损失 | -22 | -42 | -41 | -40 | -12 | -11 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 7 | 23 | 40 | 43 | 35 | 33 |
| %税前利润 | 2.1% | 5.8% | 8.6% | 10.3% | 6.8% | 5.8% |
| 营业利润 | 315 | 406 | 450 | 401 | 503 | 560 |
| 营业利润率 | 10.1% | 9.4% | 9.0% | 7.7% | 8.8% | 9.0% |
| 营业外收支 | 10 | -3 | 12 | 16 | 9 | 7 |
| 税前利润 | 325 | 404 | 462 | 417 | 512 | 567 |
| 利润率 | 10.4% | 9.3% | 9.2% | 8.0% | 9.0% | 9.1% |
| 所得税 | -55 | -60 | -63 | -56 | -73 | -82 |
| 所得税率 | 16.8% | 14.9% | 13.7% | 13.5% | 14.3% | 14.5% |
| 净利润 | 270 | 343 | 398 | 361 | 439 | 485 |
| 少数股东损益 | 13 | 32 | 49 | 19 | 21 | 18 |
| 归属于母公司的净利润 | 257 | 311 | 349 | 342 | 418 | 467 |
| 净利率 | 8.2% | 7.2% | 7.0% | 6.5% | 7.3% | 7.5% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|--------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 270 | 343 | 398 | 361 | 439 | 485 |
| 少数股东损益 | 13 | 32 | 49 | 19 | 21 | 18 |
| 非现金支出 | 157 | 200 | 236 | 296 | 312 | 357 |
| 非经营收益 | 39 | 35 | 18 | 13 | 36 | 29 |
| 营运资金变动 | 9 | -300 | -348 | 17 | -60 | -96 |
| 经营活动现金净流 | 475 | 278 | 305 | 687 | 728 | 775 |
| 资本开支 | -286 | -329 | -495 | -404 | -446 | -501 |
| 投资 | -219 | -750 | -29 | 10 | -16 | -12 |
| 其他 | 9 | 26 | -15 | 43 | 35 | 33 |
| 投资活动现金净流 | -497 | -1,053 | -539 | -351 | -427 | -480 |
| 股权募资 | 104 | 726 | 20 | 10 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 49 | 195 | 536 | -207 | -143 | -164 |
| 其他 | -165 | -82 | -134 | -128 | -111 | -101 |
| 筹资活动现金净流 | -12 | 839 | 422 | -326 | -254 | -265 |
| 现金净流量 | -34 | 64 | 188 | 10 | 46 | 30 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 257 | 299 | 508 | 518 | 564 | 595 |
| 应收账款 | 1,372 | 1,924 | 2,363 | 2,313 | 2,539 | 2,735 |
| 存货 | 567 | 759 | 890 | 935 | 1,007 | 1,073 |
| 其他流动资产 | 76 | 669 | 560 | 614 | 636 | 689 |
| 流动资产 | 2,271 | 3,650 | 4,321 | 4,380 | 4,747 | 5,092 |
| %总资产 | 47.4% | 54.7% | 55.0% | 54.3% | 55.2% | 55.8% |
| 长期投资 | 316 | 666 | 610 | 600 | 616 | 628 |
| 固定资产 | 1,576 | 1,726 | 2,084 | 2,300 | 2,489 | 2,652 |
| %总资产 | 32.9% | 25.8% | 26.5% | 28.5% | 28.9% | 29.1% |
| 无形资产 | 563 | 550 | 676 | 674 | 674 | 674 |
| 非流动资产 | 2,524 | 3,028 | 3,538 | 3,684 | 3,853 | 4,026 |
| %总资产 | 52.6% | 45.3% | 45.0% | 45.7% | 44.8% | 44.2% |
| 资产总计 | 4,794 | 6,678 | 7,859 | 8,063 | 8,600 | 9,118 |
| 短期借款 | 25 | 786 | 1,284 | 1,092 | 978 | 764 |
| 应付款项 | 1,263 | 1,765 | 1,972 | 2,009 | 2,220 | 2,405 |
| 其他流动负债 | 175 | 214 | 224 | 292 | 354 | 398 |
| 流动负债 | 1,464 | 2,764 | 3,479 | 3,393 | 3,552 | 3,567 |
| 长期贷款 | 202 | 130 | 182 | 167 | 157 | 192 |
| 其他长期负债 | 569 | 95 | 101 | 76 | 57 | 72 |
| 负债 | 2,235 | 2,990 | 3,762 | 3,635 | 3,765 | 3,831 |
| 普通股股东权益 | 2,279 | 3,367 | 3,606 | 3,917 | 4,303 | 4,738 |
| 其中：股本 | 721 | 801 | 801 | 801 | 801 | 801 |
| 未分配利润 | 976 | 1,240 | 1,524 | 1,826 | 2,212 | 2,647 |
| 少数股东权益 | 280 | 321 | 491 | 510 | 531 | 549 |
| 负债股东权益合计 | 4,794 | 6,678 | 7,859 | 8,063 | 8,600 | 9,118 |

比率分析

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.356 | 0.388 | 0.436 | 0.432 | 0.528 | 0.589 |
| 每股净资产 | 3.161 | 4.203 | 4.501 | 4.890 | 5.372 | 5.915 |
| 每股经营现金净流 | 0.659 | 0.347 | 0.381 | 0.858 | 0.908 | 0.968 |
| 每股股利 | 0.060 | 0.038 | 0.040 | 0.050 | 0.040 | 0.040 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 11.26% | 9.24% | 9.68% | 8.73% | 9.71% | 9.85% |
| 总资产收益率 | 5.36% | 4.66% | 4.44% | 4.24% | 4.86% | 5.12% |
| 投入资本收益率 | 9.13% | 8.39% | 7.43% | 6.83% | 7.54% | 7.96% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 14.57% | 38.63% | 16.10% | 4.26% | 8.99% | 8.76% |
| EBIT 增长率 | 25.54% | 26.36% | 5.52% | -6.62% | 16.93% | 10.67% |
| 净利润增长率 | 28.11% | 21.13% | 12.26% | -2.01% | 22.16% | 11.71% |
| 总资产增长率 | 22.15% | 39.30% | 17.68% | 2.60% | 6.66% | 6.02% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 108.0 | 104.0 | 111.9 | 116.8 | 119.2 | 120.4 |
| 存货周转天数 | 80.9 | 75.8 | 80.5 | 88.0 | 87.9 | 86.9 |
| 应付账款周转天数 | 125.5 | 137.6 | 141.1 | 140.2 | 141.2 | 149.5 |
| 固定资产周转天数 | 126.0 | 104.0 | 134.2 | 138.2 | 133.2 | 125.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 18.37% | 16.73% | 23.37% | 16.73% | 11.79% | 6.83% |
| EBIT 利息保障倍数 | 11.7 | 9.0 | 8.8 | 5.8 | 7.7 | 10.2 |
| 资产负债率 | 46.61% | 44.77% | 47.87% | 45.09% | 43.78% | 42.01% |

来源：公司年报、国金证券研究所

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 | 3 | 12 | 20 |
| 增持 | 0 | 1 | 4 | 10 | 15 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 评分 | 0.00 | 2.00 | 1.57 | 1.63 | 1.68 |

来源：朝阳永续

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 | 2018-05-10 | 买入 | 9.44 | N/A |
| 2 | 2018-06-13 | 买入 | 9.97 | N/A |
| 3 | 2018-07-20 | 买入 | 9.33 | N/A |
| 4 | 2018-08-25 | 买入 | 7.48 | 12.85~12.85 |
| 5 | 2018-10-28 | 买入 | 7.06 | 11.65~11.65 |
| 6 | 2019-04-14 | 买入 | 8.89 | 12.43~12.43 |
| 7 | 2019-04-28 | 买入 | 8.66 | 11.63~11.63 |
| 8 | 2019-08-26 | 买入 | 7.03 | 11.50~11.50 |

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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