

汽车零部件 III

银轮股份 (002126.SZ)

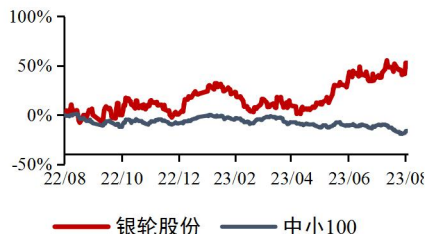
买入-A(首次)

业绩大幅增长，第三曲线及国际化业务开始提速

2023年8月31日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年8月31日

收盘价(元):	18.35
年内最高/最低(元):	19.29/11.24
流通A股/总股本(亿):	7.53/8.01
流通A股市值(亿):	138.18
总市值(亿):	147.06

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	0.36
摊薄每股收益:	0.36
每股净资产(元):	7.07
净资产收益率:	5.71

资料来源：最闻

分析师:

林帆

执业登记编码: S0760522030001

邮箱: linfan@sxzq.com

张子峰

执业登记编码: S0760523060001

邮箱: zhangzifeng@sxzq.com

事件描述

➢ 2023年8月26日，公司发布2023年半年度报告：2023年上半年实现营业收入52.62亿元，同比+36.09%；归母净利润2.85亿元，同比+117.10%；扣非归母净利润2.59亿元，同比+177.92%。其中，Q2实现营业收入27.07亿元，同比+49.41%，环比+5.95%；归母净利润1.59亿元，同比+158.80%，环比+24.87%；扣非归母净利润1.48亿元，同比+164.11%，环比+34.38%。

事件点评

➢ 公司在手订单充足，业绩持续增长。分产品来看，2023H1公司的热交换器、尾气处理业务分别实现营业收入43.74亿元和5.29亿元，相比去年同期分别+39.35%和+35.43%，营收占比分别为83.13%和10.05%，毛利率分别为20.33%和19.74%，相比去年同期分别+1.89pct和+2.61pct，规模效应突显。公司围绕“节能、减排、智能、安全”四条产品发展主线，专注于热交换器和汽车空调等热管理产品的研发、生产和销售。2023H1在新能源汽车热管理领域，已陆续获得北美客户芯片冷却系统及超充冷却模块、比亚迪前端模块和无刷风扇、宁德时代水冷板、沃尔沃前端模块、国内造车新势力前端模块及集成模块等订单；在商用车与非道路热管理领域，陆续获得了卡特彼勒冷却模块、康明斯水空中冷器、中国重汽冷却模块等订单；在数字与能源热管理领域，获得了奥克斯、同飞、英维克等客户热泵及储能板换订单和阳光电源储能及光伏逆变器液冷机组等订单。根据客户需求及公司预测，生命周期内上述项目达产后将为公司新增年销售收入超36亿元，其中新能源业务约28.1亿元，占比约78%，数字与能源热管理业务约5亿元，占比约14%。目前公司在手订单充足，有望持续受益于新能源行业大发展下对热管理产品的需求量提升。

➢ 期间费用持续优化，盈利能力环比提升。2023H1公司毛利率和净利率分别为20.55%和6.15%，比去年同期分别+1.02pct和+1.91pct，其中Q2毛利率和净利率分别为20.91%和6.78%，环比分别+0.73pct和+1.30pct，盈利能力实现环比提升。2023H1公司的销售、管理、研发、财务费用率分别为2.09%/5.40%/4.56%/0.84%，相比去年同期分别-1.39/-0.41/-0.04/+0.07pct，销售费用大幅下降主要是因为公司三包费用及市场推广费用减少，财务费用增加主要系汇兑收益减少。公司期间费用率持续优化，深入推进“承包经营、利润提成”的管理考核机制，降本增效成效显著，盈利能力或将进一步提升。

➢ 第三曲线业务提速，国际化战略布局进一步完善。公司成立了“数字与能源热管理事业部”，专注于数据中心液冷、发电及输变电、储能及PCS液



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



冷系统等第三曲线智能热管理产品。目前公司已研发了“集装箱式数据中心液冷系统”，在储能、充电桩、特高压输变电、船舶及轨道交通、无线车充等领域也有了新的突破，第三曲线业务迅速发展。此外，公司所属墨西哥工厂已完成团队组建和产线建设，今年 Q2 已经投产，目前处于产能爬坡阶段；波兰工厂正在加快产线建设，计划 Q3 投产，配套北美客户德国工厂以及捷豹路虎中批量车型，后期将陆续建成热泵板换、储能液冷机组、电池液冷板等产能，配套更多欧洲本地客户。公司属地化制造能力大幅提升，国际化战略布局进一步完善。在全球汽车产业已进入上行周期的有利形势下，公司国际业务有望持续受益。

投资建议

➢ 公司是国内汽车热管理领域龙头企业，产品布局完善，近年来受益于新能源行业大发展，业绩持续提升。公司加强产品研发，打造全球化研发体系，扩大产品应用范围，在新能源业务领域的竞争力持续增强。同时，公司国际化战略布局进一步完善，海外业务加速扩张，中长期业绩有望持续得以保障。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.25/8.26/10.76 亿元，同比分别+62.9%/+32.3%/+30.3%，对应 EPS 分别为 0.78\1.03\1.34 元，对应于公司 8 月 30 日的收盘价 18.75 元，PE 分别为 24.1\18.2\14.0。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

风险提示

- 汽车产销量增长不及预期：目前美国和欧洲等发达经济体面临高通胀、经济低增长的不利局面，对汽车等大宗消费品需求减弱，国内消费者信心仍处于复苏当中。全球促进消费的有利因素尚待培育，不排除全年汽车产销量增速低于预期的风险；
- 新业务开拓不及预期：公司集中优势资源发展第三曲线业务，若业务开拓不及预期，可能会对业绩造成不利影响；
- 市场竞争加剧的风险：目前国内进入新能源热管理领域的企业较多，市场竞争加剧可能会对公司的毛利率造成不利影响。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,816	8,480	11,020	13,220	15,500
YoY(%)	23.6	8.5	30.0	20.0	17.2
净利润(百万元)	220	383	625	826	1,076
YoY(%)	-31.5	73.9	62.9	32.3	30.3
毛利率(%)	20.4	19.8	21.7	21.3	20.7
EPS(摊薄/元)	0.27	0.48	0.78	1.03	1.34
ROE(%)	5.4	8.6	12.3	14.0	15.6
P/E(倍)	68.2	39.2	24.1	18.2	14.0
P/B(倍)	3.5	3.3	2.9	2.5	2.1
净利率(%)	2.8	4.5	5.7	6.3	6.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7223	8003	9505	10763	12959
现金	934	972	947	1423	2246
应收票据及应收账款	3233	3567	4596	5089	5750
预付账款	73	52	71	80	92
存货	1481	1863	1974	2140	2211
其他流动资产	1502	1549	1917	2031	2659
非流动资产	4766	5521	5592	5516	5366
长期投资	441	394	358	319	283
固定资产	2401	2756	2923	2972	2916
无形资产	471	767	798	829	866
其他非流动资产	1453	1603	1514	1396	1301
资产总计	11989	13524	15098	16280	18325
流动负债	6027	7143	7979	8334	9253
短期借款	1504	1555	1780	1468	1483
应付票据及应付账款	4014	4701	5456	6109	6966
其他流动负债	509	888	743	757	804
非流动负债	1087	1147	1080	998	915
长期借款	828	823	740	658	576
其他非流动负债	259	325	339	340	340
负债合计	7115	8291	9059	9331	10168
少数股东权益	474	553	669	816	1012
股本	792	792	801	801	801
资本公积	1006	1048	1168	1168	1168
留存收益	2454	2774	3357	4121	5113
归属母公司股东权益	4400	4680	5370	6132	7145
负债和股东权益	11989	13524	15098	16280	18325

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	375	557	758	1295	1313
净利润	264	449	740	974	1272
折旧摊销	338	380	341	387	425
财务费用	83	30	69	56	30
投资损失	-24	-22	-30	-28	-50
营运资金变动	-478	-516	-308	-85	-349
其他经营现金流	191	236	-55	-9	-16
投资活动现金流	-1194	-792	-728	-304	-329
筹资活动现金流	858	242	-430	-140	-161
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.48	0.78	1.03	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.70	0.95	1.62	1.64
每股净资产(最新摊薄)	5.34	5.69	6.55	7.50	8.76

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7816	8480	11020	13220	15500
营业成本	6224	6798	8633	10408	12290
营业税金及附加	36	42	55	63	74
营业费用	341	279	309	324	326
管理费用	453	472	606	701	791
研发费用	326	386	512	595	667
财务费用	83	30	69	56	30
资产减值损失	-97	-92	-100	-95	-80
公允价值变动收益	-38	3	9	10	11
投资净收益	24	22	30	28	50
营业利润	291	486	802	1055	1375
营业外收入	3	7	4	4	4
营业外支出	10	10	9	10	10
利润总额	284	483	797	1048	1369
所得税	20	34	56	74	97
税后利润	264	449	740	974	1272
少数股东损益	44	66	116	147	196
归属母公司净利润	220	383	625	826	1076
EBITDA	695	937	1198	1488	1830

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	23.6	8.5	30.0	20.0	17.2
营业利润(%)	-32.3	67.1	64.9	31.5	30.3
归属于母公司净利润(%)	-31.5	73.9	62.9	32.3	30.3
获利能力					
毛利率(%)	20.4	19.8	21.7	21.3	20.7
净利率(%)	2.8	4.5	5.7	6.3	6.9
ROE(%)	5.4	8.6	12.3	14.0	15.6
ROIC(%)	4.9	6.9	9.8	12.1	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.3	61.3	60.0	57.3	55.5
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	2.5	2.5	2.7	2.7	2.9
应付账款周转率	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
估值比率					
P/E	68.2	39.2	24.1	18.2	14.0
P/B	3.5	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	23.4	18.0	13.8	10.6	8.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

