

银轮股份 (002126.SZ)

21H1 点评: 持续关注新能源业务增长

核心观点:

- 公司 21 年上半年扣非归母净利润同比下降 13.1%，乘用车（含新能源）板块营收同比上升 99.9%。根据中报，公司 21 年 H1 实现营业收入 40.5 亿元，同比增长 34.7%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比下降 13.9%。其中，Q2 实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 18.5%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比下降 36.5%。净利润下降主要是由于受到大宗材料涨价、出口运费上涨等因素影响下综合成本上升所致。另外，21 年 H1 乘用车（含新能源）板块实现营业收入 10.3 亿元，同比+99.9%。
- 公司 21 年上半年毛利率同比下降 3.64pct。公司 21 年上半年毛利率 21.1%，同比下降 3.64pct。其中，21 年 Q2 毛利率 20.8%，同比下降 4.21pct。毛利率下降主要是由于大宗材料价格上涨，以及会计准则调整公司销售费用中的运输费重分类至营业成本所致。H1 运费对毛利率的影响约 1.28pct。费用率方面，若去年同期该费用重分类至营业成本，则 21 年上半年期间费用率同比上升 0.35pct。
- 新能源汽车热管理领域空间广阔，集成化趋势或持续提升单车配套价值量。公司是我国传统热交换器行业龙头，单车配套价值量有望持续提升。此外，公司是新能源汽车热管理领域领先的供应商，产品覆盖 Chiller、电池冷却板、PTC 加热器、热泵系统等，新能源汽车热管理业务发展空间广阔。根据中报，公司 21 年 H1 获得北美新能源标杆车企空调箱项目、小鹏汽车冷媒冷却液集成模块项目、蔚来前端模块及冷媒冷却液集成模块项目等多个新项目，预计达产后新增年销售额近 29.19 亿元，其中新能源业务占比约 66%。
- 盈利预测与投资建议：公司是我国热管理行业龙头，累积了丰富的系统及集成化能力，有望伴随下游新能源乘用车行业快速发展及单车配套价值的大幅提升而持续跑赢行业。我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.52、0.63、0.79 元/股。结合可比公司估值，我们给予公司 21 年 25 倍 PE，合理价值为 13.08 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：汽车景气度不及预期；原材料价格波动风险；竞争超预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,521	6,324	7,535	8,965	10,520
增长率 (%)	10.0	14.6	19.2	19.0	17.3
EBITDA (百万元)	642	779	821	946	1,122
归母净利润 (百万元)	318	322	414	502	623
增长率 (%)	-9.0	1.2	28.7	21.2	24.1
EPS (元/股)	0.40	0.41	0.52	0.63	0.79
市盈率 (P/E)	20.17	33.92	21.40	17.65	14.22
ROE (%)	8.5	8.2	8.8	8.4	9.4
EV/EBITDA	11.20	15.04	11.96	10.07	7.62

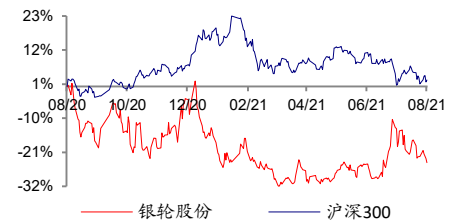
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.18 元
合理价值	13.08 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-30

相对市场表现



分析师: 张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师: 李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

分析师: 邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

银轮股份 (002126.SZ) :20 2021-05-01

年报及 21Q1 点评: 新能源

业务助推加速远航

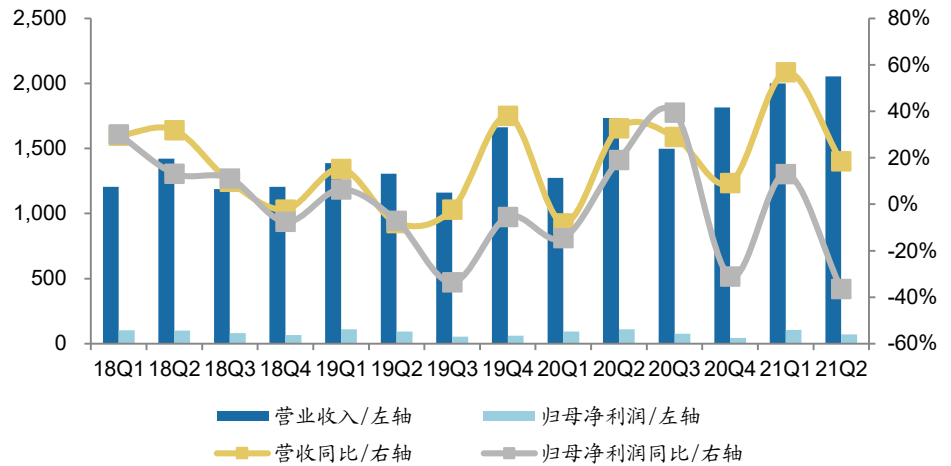
一、公司 21 年上半年扣非归母净利润同比下降 13.9%， 乘用车（含新能源）板块营收同比上升 99.9%

根据中报，公司21年上半年实现营业收入40.5亿元，同比增长34.7%；实现归母净利润1.8亿元，同比下降13.9%；扣非归母净利润1.6亿元，同比下降13.1%。其中，Q2实现营业收入20.6亿元，同比增长18.5%；实现归母净利润0.7亿元，同比下降36.5%；扣非归母净利润0.7亿元，同比下降36.3%。营业收入的增长主要是由于乘用车特别是新能源业务前期订单批产释放带来收入增长，且去年同期受疫情影响基数较低所致。净利润下降主要是由于受到大宗材料涨价、出口运费上涨、北美新工厂产能未释放及新能源研发费用增加等因素影响，综合成本上升所致。

分业务板块看，21年上半年商用车及非道路、乘用车（含新能源）、其他板块分别实现营业收入27.3、10.3、2.9亿元，分别同比+28.5%、+99.9%、-20.8%。21年上半年商用车及非道路、乘用车（含新能源）板块毛利率分别为23.0%、14.7%，分别同比-3.4pct、-1.0pct。

21年上半年经营性现金流0.8亿元，同比增长195.9%。其中，Q2经营性现金流1.1亿元，同比增长808.3%。经营性现金流增加主要是由于销售商品收到的现金增加所致。

图1：公司单季度营收、归母净利润及同比增速（百万元）



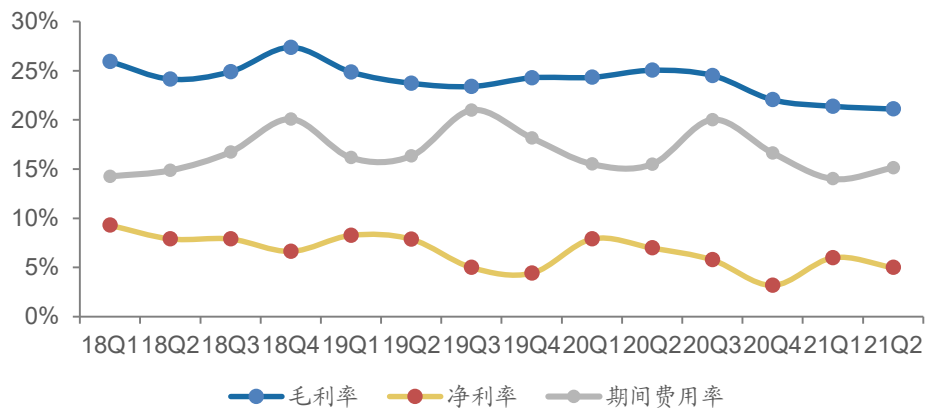
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、公司 21 年上半年毛利率同比下降 3.64pct

公司21年上半年毛利率21.1%，同比下降3.64pct；净利率5.0%，同比下降2.38pct。其中，21年Q2毛利率20.8%，同比下降4.21pct；净利率4.02%，同比下降2.96pct。毛利率下降主要是由于大宗材料价格上涨，以及会计准则调整公司销售费用中与销售订单直接相关的合同履行成本运输费重分类至营业成本所致。去年同期公司销售费用中与销售订单直接相关的合同履行成本运输费为0.38亿，若去年同期该费用重分类至营业成本，则21年上半年毛利率同比下降2.36pct。H1运费对毛利率的影响约1.28pct。

费用率方面，21年上半年期间费用率为14.6%，同比-0.92pct。其中销售/管理/财务/研发费用率分别为3.3%、10.3%、1.0%、4.0%，分别同比-1.43、+0.47、+0.05、-0.03pct。销售费用率的下降主要是由于公司将销售费用中与销售订单直接相关的合同履行成本运输费重分类至营业成本所致。若去年同期该费用重分类至营业成本，则21年上半年期间费用率同比上升0.35pct。H1运费对期间费用率的影响约1.27pct。

图2：公司分季度毛利率、净利率和期间费用率(%)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、新能源汽车热管理领域空间广阔，集成化趋势或持续提升单车配套价值量

公司是我国传统热交换器行业龙头，配套产品按单体-总成-模块-系统路径逐渐升级，单车配套价值量有望持续提升。此外，公司是新能源汽车热管理领域领先的国内供应商，产品覆盖Chiller、电池冷却板、PTC加热器、电子水泵、热泵系统、前端冷却模块等，新能源汽车热管理业务发展空间广阔。

根据中报，公司21年上半年获得北美新能源标杆车企空调箱项目、赢彻科技无人驾驶ADU水冷系统项目、小鹏汽车冷媒冷却液集成模块项目、蔚来前端模块及冷媒冷却液集成模块项目、长安新能源电子水泵项目、三一重机冷却模块项目等新项目。公司预计达产后新增年销售额近29.19亿元。其中新能源业务占比约66%。

四、盈利预测与投资建议

公司是我国热交换器行业龙头，配套价值量提升及新能源热管理产品是未来主要看点。公司近年业务拓展顺利，在手订单充裕，我们预计公司21-23年EPS分别为0.52、0.63、0.79元/股。结合可比公司估值，我们给予公司21年25倍PE，合理价值为13.08元/股，维持“买入”评级。

五、风险提示

汽车景气度不及预期；原材料价格波动风险；竞争超预期。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	4,796	5,965	6,691	7,515	9,204	
货币资金	605	798	1,010	1,053	1,942	
应收及预付	2,391	3,009	3,304	3,843	4,393	
存货	966	1,045	1,251	1,466	1,693	
其他流动资产	834	1,113	1,126	1,153	1,176	
非流动资产	3,628	3,891	4,749	5,970	5,671	
长期股权投资	364	366	366	366	366	
固定资产	1,987	2,165	2,535	3,527	3,197	
在建工程	206	273	735	935	935	
无形资产	456	485	513	544	578	
其他长期资产	615	601	599	596	594	
资产总计	8,424	9,856	11,440	13,485	14,875	
流动负债	3,958	5,117	5,193	5,867	6,549	
短期借款	1,156	1,407	1,069	820	730	
应付及预收	2,495	3,229	3,591	4,404	5,069	
其他流动负债	307	481	533	643	750	
非流动负债	383	378	1,078	1,078	1,078	
长期借款	211	202	202	202	202	
应付债券	0	0	700	700	700	
其他非流动负债	171	175	175	175	175	
负债合计	4,340	5,495	6,271	6,944	7,626	
股本	792	792	792	792	792	
资本公积	982	982	982	982	982	
留存收益	2,042	2,301	3,051	4,353	4,976	
归属母公司股东权益	3,730	3,938	4,688	5,990	6,613	
少数股东权益	354	424	481	550	636	
负债和股东权益	8,424	9,856	11,440	13,485	14,875	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	5,521	6,324	7,535	8,965	10,520	
营业成本	4,189	4,812	5,706	6,772	7,923	
营业税金及附加	28	37	44	52	61	
销售费用	292	305	376	462	547	
管理费用	399	411	506	605	721	
研发费用	220	269	347	435	515	
财务费用	72	84	72	65	41	
资产减值损失	-45	-69	-60	-40	-30	
公允价值变动收益	59	-32	0	0	0	
投资净收益	76	92	75	81	84	
营业利润	400	430	539	653	811	
营业外收支	-1	-11	0	0	0	
利润总额	400	419	539	653	811	
所得税	50	53	68	82	102	
净利润	349	366	471	571	708	
少数股东损益	32	44	57	69	86	
归属母公司净利润	318	322	414	502	623	
EBITDA	642	779	821	946	1,122	
EPS (元)	0.40	0.41	0.52	0.63	0.79	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	689	456	643	1,019	1,037	
净利润	349	366	471	571	708	
折旧摊销	250	288	264	306	368	
营运资金变动	42	-294	-160	101	-58	
其它	47	97	67	41	19	
投资活动现金流	-213	-330	-646	-644	16	
资本支出	-353	-411	-721	-725	-68	
投资变动	108	52	0	0	0	
其他	31	29	75	81	84	
筹资活动现金流	-410	38	215	-332	-165	
银行借款	1,672	2,233	-338	-249	-90	
股权融资	3	14	0	0	0	
其他	-2,085	-2,209	553	-83	-75	
现金净增加额	66	162	212	43	889	
期初现金余额	441	507	798	1,010	1,053	
期末现金余额	507	670	1,010	1,053	1,942	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	10.0%	14.6%	19.2%	19.0%	17.3%
营业利润	-11.0%	7.3%	25.4%	21.3%	24.1%
归母净利润	-9.0%	1.2%	28.7%	21.2%	24.1%
获利能力					
毛利率	24.1%	23.9%	24.3%	24.5%	24.7%
净利率	6.3%	5.8%	6.2%	6.4%	6.7%
ROE	8.5%	8.2%	8.8%	8.4%	9.4%
ROIC	6.3%	7.2%	6.8%	6.8%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	51.5%	55.7%	54.8%	51.5%	51.3%
净负债比率	106.3%	126.0%	121.3%	106.2%	105.2%
流动比率	1.21	1.17	1.29	1.28	1.41
速动比率	0.96	0.94	1.02	1.00	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.64	0.66	0.66	0.71
应收账款周转率	2.86	3.18	3.20	3.26	3.32
存货周转率	5.71	6.05	6.02	6.12	6.21
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.41	0.52	0.63	0.79
每股经营现金流	0.87	0.58	0.81	1.29	1.31
每股净资产	4.71	4.97	5.92	7.56	8.35
估值比率					
P/E	20.17	33.92	21.40	17.65	14.22
P/B	1.72	2.77	1.89	1.48	1.34
EV/EBITDA	11.20	15.04	11.96	10.07	7.62

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，11年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，7年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。