

银轮股份 (002126)

证券研究报告

2022年04月16日

利润短期承压，新能源业务有望拉动公司持续成长

事件：公司发布 2021 年年报：实现营收 78.16 亿元，同比增长 23.6%；归母净利润为 2.2 亿元，同比减少 31.47%。

点评：

全年收入增长稳健，利润短期承压。(1) 2021 年，公司坚定“二次创业”的战略方向，积极拓展新项目和新客户。受益于公司在乘用车特别是新能源业务订单逐步批产释放，21 年全年公司实现营收 78.16 亿元，同比增长 23.6%。其中公司新能源业务板块的两大重要经营体，银轮新能源实现全年营收 10.48 亿元，同比增长 223.49%；上海银轮实现营业收入 8.93 亿元，同比增长 133.25%。(2) 由于受到汽车行业芯片短缺、大宗材料涨价、出口运费上涨、国五透支、新能源研发费用增加等因素影响，综合成本上升，公司利润端有所承压。21 年销售毛利率为 20.37%，同比下降 3.55pct；销售净利率为 3.38%，同比下降 2.41pct。此外，21 年公司计提商誉减值和股份支付分别对归母净利润影响 0.25、0.21 亿元，最终公司实现归母净利润 2.2 亿元，同比减少 31.47%。

21Q4 收入保持增长，利润同比下滑。21Q4 公司营收 19.85 亿元，同比增长 9.30%，环比增长 11.71%；受成本上升影响，21Q4 销售毛利率为 19.73%，同比下降 2.3pct，环比增加 0.32pct；销售净利率为 0.68%，同比下降 2.5pct，环比下降 2.05pct。21Q4 公司的公允价值变动损失为 0.35 亿元，资产减值损失为 0.5 亿元；最终公司 21Q4 实现归母净利润 0.05 亿元，同比下降 89.07%。

新能源业务有望拉动公司持续成长，降本控费有望改善公司盈利情况。(1) 公司加大力度拓展新能源汽车热管理及工业换热、电力储能换热等新兴领域。2021 年，公司获得北美新能源标杆车企空调箱、长安汽车电子水泵、国内造车新势力前端模块及热管理集成模块、沃尔沃汽车电池冷却版及冷却模块、宁德时代电池冷却板等 141 个新项目，其中新能源汽车业务占比约 48.7%，上述项目达产后预计可为公司新增年销售收入近 41.17 亿元。2022 年，公司的营业收入目标为 88-92 亿元，其中新能源产品的收入占比达到 25%以上。(2) 2022 年，公司将大力推进“三降”工程，即降低低损失、降低费用、降低采购成本三项工程。并针对公司分析和内外部挖潜出的低毛利产品和重点亏损产品，通过 VAVE、设计、工艺、采购、精益运营、商务价格调整、同行对标等措施降本提质增效，消灭亏损的产品。通过聚焦内部改善，降本控费，公司预计全年销售净利润率有望同比提升 1-2 个百分点。

投资建议：公司是国内汽车热交换器龙头企业，传统主业竞争力强；尾气处理及新能源汽车热管理等业务发展迅速，中长期成长潜力较大。预计原材料价格上涨以及重卡景气度下降今年或继续影响公司的业绩，我们下调公司 2022、2023 年的归母净利润预测至 3.4 亿元和 5.0 亿元（前值为 5.1 亿元和 6.8 亿元），对应 PE 分别为 20 倍和 14 倍。维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度下滑、原材料价格持续上涨、新项目及新产能落地不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,324.19	7,816.42	8,996.80	10,433.45	12,071.59
增长率(%)	14.55	23.60	15.10	15.97	15.70
EBITDA(百万元)	1,173.58	1,154.61	1,028.17	1,226.30	1,411.31
净利润(百万元)	321.58	220.37	341.05	496.49	645.09
增长率(%)	1.23	(31.47)	54.76	45.58	29.93
EPS(元/股)	0.41	0.28	0.43	0.63	0.81
市盈率(P/E)	20.94	30.55	19.74	13.56	10.44
市净率(P/B)	1.71	1.53	1.50	1.37	1.23
市销率(P/S)	1.06	0.86	0.75	0.65	0.56
EV/EBITDA	9.72	9.06	7.69	5.40	5.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	792.12
流通 A 股股本(百万股)	762.31
A 股总市值(百万元)	6,732.99
流通 A 股市值(百万元)	6,479.60
每股净资产(元)	5.40
资产负债率(%)	59.35
一年内最高/最低(元)	14.41/8.05

作者

于特	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	
庞博	联系人
pangboa@tfzq.com	

股价走势

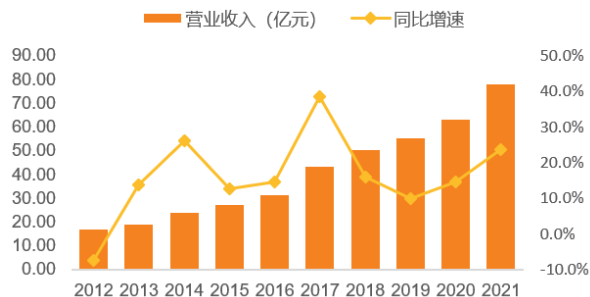


资料来源：聚源数据

相关报告

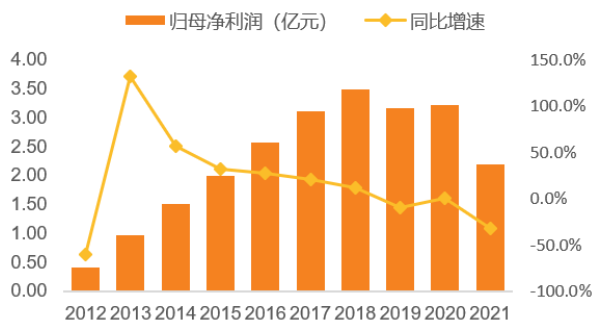
- 《银轮股份-季报点评:Q3 收入同比+19%，利润短期承压》2021-10-30
- 《银轮股份-半年报点评:21H1 营收同比+35%，新能源业务加速成长》2021-08-30
- 《银轮股份-年报点评报告:稳健成长的热管理龙头，新能源业务加速推进》2021-04-15

图 1：公司历年营收&同比增速



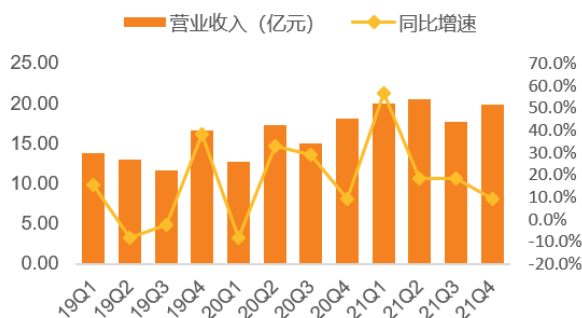
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润&同比增速



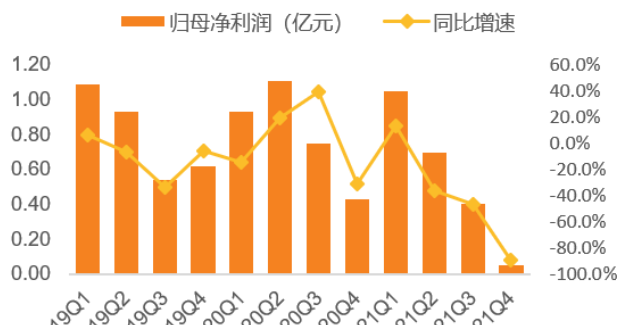
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司分季度营收&同比增速



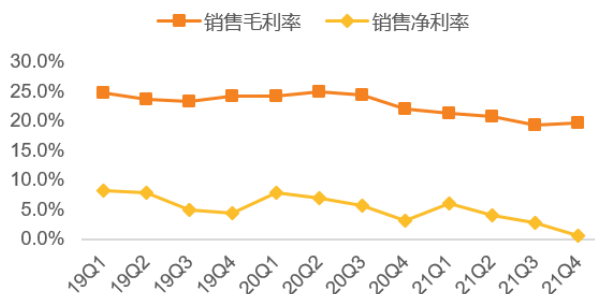
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司分季度归母净利润&同比增速



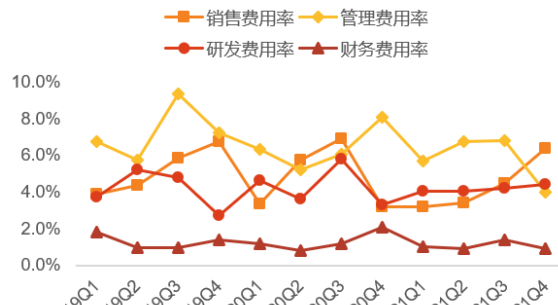
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司季度毛利率&净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：公司季度费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：公司的主要客户

业务领域	主要客户
新能源汽车	沃尔沃、保时捷、蔚来、小鹏、威马、通用、福特、宁德时代、吉利、长城、广汽、比亚迪、长安等
燃料电池	亿华通、上汽大通等
乘用车	福特、通用、宝马、雷诺、广汽三菱、东风日产、丰田、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪、上汽等
超级跑车	法拉利、奥迪、奔驰、兰博基尼、宾利、宝马、迈凯伦、福特等
商用车	戴姆勒、康明斯、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、潍柴等
工程机械	卡特彼勒、约翰迪尔、住友、徐工、龙工、三一重工、久保田等
工业/民用换热	ABB、康明斯、卡特、MTU、格力、美的、海尔、海信、三星、LG、天舒等

资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	797.95	934.14	719.74	834.68	965.73
应收票据及应收账款	2,967.35	3,232.51	4,191.49	4,362.40	5,448.67
预付账款	41.22	73.16	50.35	92.13	74.03
存货	1,045.23	1,481.35	1,523.82	1,865.41	2,019.45
其他	1,039.13	1,409.44	1,378.61	1,540.74	1,476.44
流动资产合计	5,890.87	7,130.61	7,864.01	8,695.36	9,984.32
长期股权投资	366.37	440.60	440.60	440.60	440.60
固定资产	2,165.39	2,401.26	2,494.55	2,497.50	2,441.25
在建工程	273.27	602.56	421.54	312.92	247.75
无形资产	485.35	471.38	440.38	409.37	378.37
其他	601.09	850.33	655.78	683.89	717.49
非流动资产合计	3,891.47	4,766.13	4,452.84	4,344.29	4,225.46
资产总计	9,856.25	11,988.88	12,316.85	13,039.65	14,209.78
短期借款	1,406.71	1,504.30	1,860.90	803.64	1,308.88
应付票据及应付账款	3,229.48	4,014.12	4,023.56	5,429.37	5,353.59
其他	441.73	470.01	498.66	530.22	534.90
流动负债合计	5,077.92	5,988.42	6,383.12	6,763.23	7,197.37
长期借款	202.43	246.08	139.48	0.00	93.04
应付债券	0.00	581.96	581.96	581.96	581.96
其他	175.38	259.40	201.97	212.25	224.54
非流动负债合计	377.82	1,087.44	923.40	794.21	899.54
负债合计	5,494.56	7,114.89	7,306.52	7,557.43	8,096.91
少数股东权益	423.90	473.84	511.04	565.20	635.58
股本	792.10	792.11	792.12	792.12	792.12
资本公积	982.31	1,005.94	1,005.94	1,005.94	1,005.94
留存收益	2,300.72	2,453.63	2,726.47	3,123.66	3,639.73
其他	(137.33)	148.47	(25.24)	(4.70)	39.51
股东权益合计	4,361.69	4,873.99	5,010.33	5,482.22	6,112.87
负债和股东权益总计	9,856.25	11,988.88	12,316.85	13,039.65	14,209.78

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	365.86	264.47	341.05	496.49	645.09
折旧摊销	287.82	337.78	368.74	386.67	402.42
财务费用	72.59	71.01	73.35	53.58	39.88
投资损失	(92.28)	(23.91)	(64.00)	(60.06)	(49.32)
营运资金变动	(458.37)	(654.52)	(687.43)	700.89	(1,259.51)
其它	280.55	379.82	46.51	67.70	87.97
经营活动现金流	456.17	374.64	78.21	1,645.27	(133.47)
资本支出	525.43	844.67	307.43	239.72	237.71
长期投资	1.95	74.23	0.00	0.00	0.00
其他	(857.39)	(2,113.19)	(493.43)	(429.65)	(438.39)
投资活动现金流	(330.01)	(1,194.29)	(186.00)	(189.94)	(200.68)
债权融资	138.94	697.26	144.61	(1,248.10)	567.60
股权融资	(114.00)	309.45	(251.21)	(92.30)	(102.40)
其他	13.09	(148.33)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	38.04	858.37	(106.60)	(1,340.40)	465.20
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	164.20	38.73	(214.40)	114.93	131.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,324.19	7,816.42	8,996.80	10,433.45	12,071.59
营业成本	4,811.60	6,223.97	7,115.12	8,158.09	9,370.51
营业税金及附加	36.69	36.45	44.98	52.17	60.36
销售费用	304.65	341.41	404.86	469.51	543.22
管理费用	410.69	453.10	521.81	605.14	700.15
研发费用	269.27	326.33	377.87	438.20	507.01
财务费用	84.04	83.36	73.35	53.58	39.88
资产/信用减值损失	(94.52)	(97.09)	(95.46)	(95.69)	(96.08)
公允价值变动收益	(32.23)	(38.06)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	92.28	23.91	64.00	60.06	49.32
其他	12.06	171.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	429.65	291.06	427.34	621.13	803.70
营业外收入	2.02	3.13	2.81	2.66	2.87
营业外支出	12.85	9.87	8.90	10.54	9.77
利润总额	418.83	284.32	421.25	613.25	796.80
所得税	52.97	19.85	33.70	49.06	63.74
净利润	365.86	264.47	387.55	564.19	733.05
少数股东损益	44.28	44.10	46.51	67.70	87.97
归属于母公司净利润	321.58	220.37	341.05	496.49	645.09
每股收益(元)	0.41	0.28	0.43	0.63	0.81

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	14.55%	23.60%	15.10%	15.97%	15.70%
营业利润	7.29%	-32.26%	46.82%	45.35%	29.39%
归属于母公司净利润	1.23%	-31.47%	54.76%	45.58%	29.93%
获利能力					
毛利率	23.92%	20.37%	20.91%	21.81%	22.38%
净利率	5.08%	2.82%	3.79%	4.76%	5.34%
ROE	8.17%	5.01%	7.58%	10.10%	11.78%
ROIC	11.06%	7.85%	9.38%	10.94%	16.14%
偿债能力					
资产负债率	55.75%	59.35%	59.32%	57.96%	56.98%
净负债率	18.61%	29.87%	37.69%	10.56%	17.26%
流动比率	1.17	1.20	1.23	1.29	1.39
速动比率	0.96	0.95	0.99	1.01	1.11
营运能力					
应收账款周转率	2.38	2.52	2.42	2.44	2.46
存货周转率	6.29	6.19	5.99	6.16	6.21
总资产周转率	0.69	0.72	0.74	0.82	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.28	0.43	0.63	0.81
每股经营现金流	0.58	0.47	0.10	2.08	-0.17
每股净资产	4.97	5.55	5.68	6.21	6.91
估值比率					
市盈率	20.94	30.55	19.74	13.56	10.44
市净率	1.71	1.53	1.50	1.37	1.23
EV/EBITDA	9.72	9.06	7.69	5.40	5.06
EV/EBIT	12.82	12.72	11.99	7.89	7.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com