

银轮股份

002126

审慎增持 (维持)

2022Q2 扣非归母净利润超预期，新能源乘用车业务盈利能力改善

2022年08月28日

市场数据

市场数据日期	2022-08-26
收盘价(元)	13.92
总股本(百万股)	792.13
流通股本(百万股)	744.96
总市值(百万元)	11026.49
流通市值(百万元)	10369.90
净资产(百万元)	4447.98
总资产(百万元)	12513.32
每股净资产(元)	5.62

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证汽车】银轮股份 22Q1 财报点评: 22Q1 收入同比环比增长, 净利润环比改善》
2022-05-04

《【兴证汽车】银轮股份 2021 年财报点评: 21Q4 收入略超预期, 商誉减值与股权支付费用拖累净利润》
2022-04-19

《【兴证汽车】银轮股份: 股权激励彰显信心, 新能源乘用车业务迎来放量期》
2022-03-10

分析师:

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7816	9085	10911	12742
同比增长	23.6%	16.2%	20.1%	16.8%
归母净利润(百万元)	220	381	536	730
同比增长	-31.5%	72.7%	40.8%	36.3%
毛利率	20.4%	21.6%	22.6%	23.6%
净利率	3.4%	5.0%	5.8%	6.8%
净资产收益率	5.0%	8.3%	10.6%	12.9%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.68	0.92
每股经营现金流(元)	0.47	0.80	1.06	1.35

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年中报: 2022H1 公司营收 38.7 亿元, 同比-4.6%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比-25.0%。扣非归母净利润 0.9 亿元, 同比-40.3%。其中 2022Q2 营收 18.1 亿元, 同比-11.8%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比-12.7%。扣非归母净利润 0.56 亿, 同比-17.1%。
- **2022Q2 扣非归母净利润超预期, 毛利率环比改善。** 2022Q2 实现营收 18.1 亿元, 同比/环比分别-11.8%/ -11.8%。2022Q2 归母净利 0.6 亿元, 同比/环比分别 -12.7%/ -12.8%, 扣非归母净利润 0.56 亿, 同比/环比分别 -17.1%/ +52.1%, 预计主要系新能源乘用车业务盈利能力提升带动。公司 2022Q2 毛利率 19.8%, 同比由于会计准则调整不可比, 环比+0.6pct, 环比改善预计系新能源乘用车业务毛利率改善拉动。
- **银轮新能源子公司净利率提升, 盈利能力持续改善。** 2022H1 公司主要配套新能源乘用车业务子公司银轮新能源实现营收/净利润分别为 7.6/0.4 亿元, 净利率 5.6%, 净利率相较 2021 年提升 1.4pct。考虑到上半年受公共卫生事件冲击, 公司银轮新能源子公司位于上海, 2022Q2 受到一定影响, 考虑到下半年特斯拉产线改造后产销规模提振, 以及小鹏等其他新能源客户项目进入量产周期, 2022Q2 以来原材料价格回落, 展望下半年公司新能源乘用车业务盈利能力有望继续提升。
- **新能源业务订单持续落地, 新能源乘用车盈利能力改善, 维持“审慎增持”评级。** 中期来看, 我们认为乘用车业务的反转将驱动银轮股份后续利润增速超越收入增速。长期来看, 工业储能、换热业务将为公司成长提供新发展动能。当前公司新能源业务订单持续落地, 新能源乘用车业务盈利能力持续改善, 考虑 2022Q2 以来原材料价格回落, 有望增厚公司下半年盈利能力。考虑公司盈利能力提升超预期, 上调盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.81/5.36/7.3 亿元, (此前预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.81/4.92/6.78 亿元), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 乘用车/新能源车销量不及预期; 重卡/工程机械销量不及预期; 客户开拓不及预期; 费用率控制不及预期; 原材料价格持续上涨。

报告正文

事件

- **公司发布 2022 年中报:** 2022H1 公司营收 38.7 亿元, 同比-4.6%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比-25.0%。扣非归母净利润 0.9 亿元, 同比-40.3%。其中 2022Q2 营收 18.1 亿元, 同比-11.8%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比-12.7%。扣非归母净利润 0.56 亿, 同比-17.1%。

点评

- **2022Q2 扣非归母净利润超预期, 新能源乘用车业务收入保持高增长。** 公司 2022H1 实现营收 38.7 亿元, 同比-4.6%。其中商用车与非道路/乘用车收入/工业及民用/其他分别为 20.5/14.2/2.2/1.7 亿元, 同比分别-24.7%/+37.8%/+22.0%/+49.2%, 总体收入受到商用车、工程机械销量下滑因素影响。2022H1 新能源业务保持快速增长, 实现收入 7.9 亿元, 同比+105.1%, 带动乘用车业务实现高增长。2022H1 归母净利润 1.3 亿元, 同比-25.0%。2022Q2 实现营收 18.1 亿元, 同比/环比分别-11.8%/-11.8%。2022Q2 归母净利润 0.6 亿元, 同比/环比分别-12.7%/-12.8%, 扣非归母净利润 0.56 亿, 同比/环比分别-17.1%/+52.1%, 2022Q2 扣非归母净利润显著提升, 预计主要系新能源乘用车业务盈利能力提升带动。
- **2022Q2 毛利率环比改善, 预计主要系新能源乘用车业务毛利率改善拉动。** 公司 2022H1 综合毛利率为 19.5%, 同比-7.5pct, 其中商用车与非道路/乘用车业务毛利率分别为 21.1%/15.1%, 同比分别-2.0pct/+0.4pct, 商用车毛利率下降主要系原材料价格上升以及产销减少负规模效应影响, 乘用车毛利率提升, 预计主要系公司新能源乘用车规模效应、客户及产品升级所带动。公司 2022Q2 毛利率 19.8%, 同比由于会计准则调整不可比, 环比+0.6pct, 环比改善预计系新能源乘用车业务毛利率改善拉动。2022Q2 四项费用率 14.4%, 环比-0.5pct; 其中财务/研发费用率分别为 0.0%/5.1%, 环比分别-1.5pct/+1.0pct, 公司坚持降本控费, 同时持续加大对新能源汽车零部件产品的研发投入。
- **新获订单充足保证收入增长持续性, 完善考核机制以利润为导向降本增效。** 2022H1 公司新获北美新能源标杆车企电控和芯片液冷产品、理想某平台热管理产品、小鹏汽车水冷板产品等客户项目等定点, 新定点项目达产后预计年新增销售收入近 28 亿元, 其中新能源业务占比约 75%以上。报告期内完善考核机制, 以利润为导向, 完善对各子公司、经营体、职能部门考核机制; 调整完善采购策略, 发挥集中采购规模效应, 提升效率降本增效, 公司后续费用率有望下行。
- **银轮新能源子公司净利率提升, 盈利能力持续改善。** 2022H1 公司主要配套新能源乘用车业务子公司银轮新能源实现营收/净利润分别为 7.6/0.4 亿元, 净

利率 5.6%，净利率相较 2021 年提升 1.4pct。考虑到上半年受公共卫生事件冲击，公司银轮新能源子公司位于上海，2022Q2 受到一定影响，考虑到下半年特斯拉产线改造后产销规模提振，以及小鹏等其他新能源客户项目进入量产周期，2022Q2 以来原材料价格回落，展望下半年公司新能源乘用车业务盈利能力有望继续提升。

- **新能源业务订单持续落地，新能源乘用车盈利能力改善，维持“审慎增持”评级。**公司乘用车业务经历 2017-2021 年“培育期”，未来有望进入规模、客户、产品集中向上的“爆发期”，预计在汽车电动化、智能化背景下，乘用车热管理业务毛利率回升及收入占比提升将驱动整体盈利能力回升。商用车业务因后处理业务增长有望对冲行业周期的下行。中期来看，我们认为乘用车业务的反转将驱动银轮股份后续利润增速超越收入增速。长期来看，工业储能、换热业务将为公司成长提供新发展动能。当前公司新能源业务订单持续落地，新能源乘用车业务盈利能力持续改善，考虑 2022Q2 以来原材料价格回落，有望增厚公司下半年盈利能力。考虑公司盈利能力提升超预期，上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.81/5.36/7.3 亿元，（此前 2022-2024 年归母净利润预测分别为 3.81/4.92/6.78 亿元），维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**乘用车/新能源车销量不及预期；重卡/工程机械销量不及预期；客户开拓不及预期；费用率控制不及预期；原材料价格持续上涨。

图 1、银轮股份分季度收入(单位：亿元)与同比

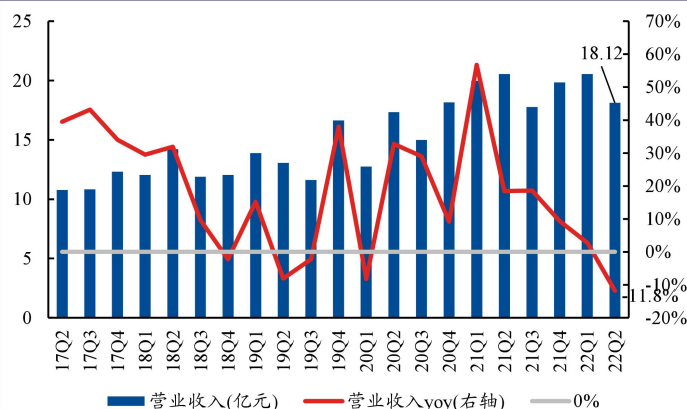
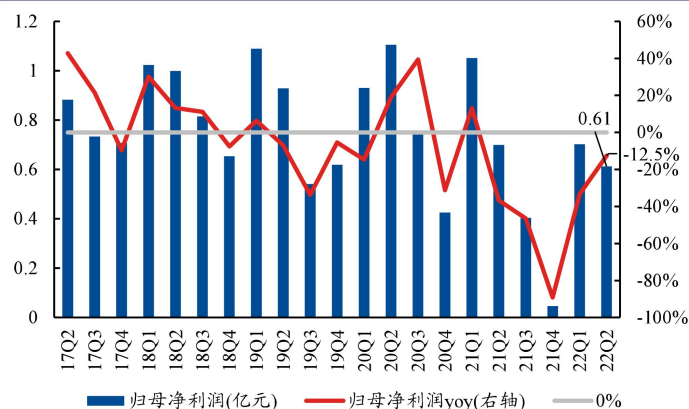


图 2、银轮股份分季度归母净利润(单位：亿元)与同比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、银轮股份分季度扣非归母净利润(单位: 亿元)与同比

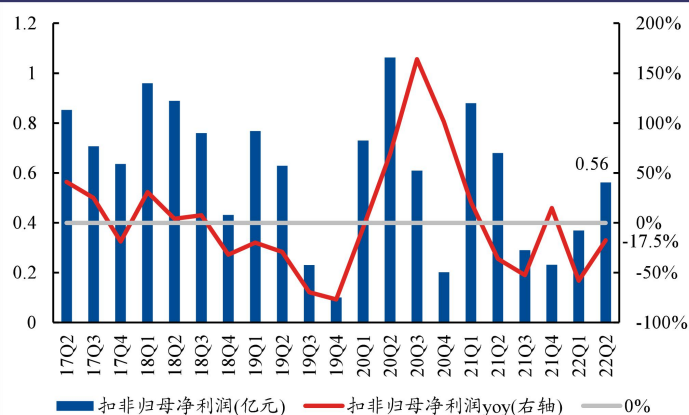
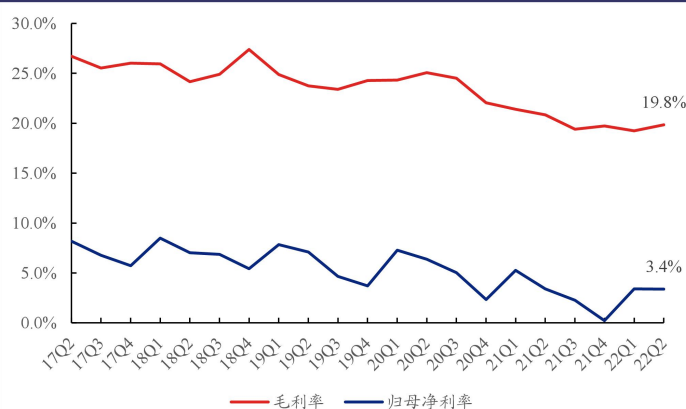


图 4、银轮股份分季度毛利率与归母净利率



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、银轮股份分季度财务指标汇总

	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业税金率	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.6%
销售费用率	5.7%	6.9%	3.2%	3.2%	3.4%	4.5%	6.4%	3.6%	3.3%
管理费用率	5.3%	6.1%	8.1%	5.7%	6.8%	6.8%	4.0%	5.7%	6.0%
财务费用率	0.8%	1.2%	2.1%	1.0%	0.9%	1.4%	0.9%	1.5%	0.0%
研发费用率	3.7%	5.8%	3.3%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%	4.1%	5.1%
费用率合计	15.5%	20.0%	16.6%	14.0%	15.1%	16.9%	15.8%	14.9%	14.4%
所得税/收入	1.1%	0.3%	0.6%	0.9%	0.3%	0.6%	-0.7%	0.3%	0.7%
毛利率	25.1%	24.5%	22.0%	21.4%	20.8%	19.4%	19.7%	19.2%	19.8%
归母净利率	6.4%	5.0%	2.3%	5.3%	3.4%	2.3%	0.2%	3.4%	3.4%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7223	8085	9969	11917
货币资金	934	1156	1872	2724
交易性金融资产	734	546	572	590
应收票据及应收账款	3233	3945	4727	5482
预付款项	73	73	89	103
存货	1481	1638	1946	2252
其他	768	727	763	765
非流动资产	4766	4301	3994	3660
长期股权投资	441	403	410	413
固定资产	2401	2420	2267	2025
在建工程	603	301	151	75
无形资产	471	448	421	392
商誉	166	186	180	180
长期待摊费用	26	24	23	21
其他	658	519	543	554
资产总计	11989	12386	13962	15577
流动负债	6027	6478	7412	8223
短期借款	1504	1414	1443	1443
应付票据及应付账款	4014	4,589	5,481	6,291
其他	509	475	488	489
非流动负债	1087	778	858	914
长期借款	246	270	295	322
其他	841	508	564	591
负债合计	7115	7256	8270	9137
股本	792	792	792	792
资本公积	1006	1006	1006	1006
未分配利润	2186	2477	2886	3434
少数股东权益	474	548	646	786
股东权益合计	4874	5131	5692	6440
负债及权益合计	11989	12386	13962	15577

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	220	381	536	730
折旧和摊销	338	315	340	353
资产减值准备	97	61	51	53
资产处置损失	-3	0	0	0
公允价值变动损失	38	5	20	30
财务费用	71	91	109	127
投资损失	-24	-30	-30	-30
少数股东损益	44	74	99	139
营运资金的变动	-478	-354	-266	-327
经营活动产生现金流量	375	637	839	1069
投资活动产生现金流量	-1194	250	-32	-29
融资活动产生现金流量	858	-665	-91	-187
现金净变动	29	222	716	852
现金的期初余额	670	934	1156	1872
现金的期末余额	699	1156	1872	2724

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7816	9085	10911	12742
营业成本	6224	7125	8446	9729
税金及附加	36	42	51	59
销售费用	341	400	480	548
管理费用	453	563	677	777
研发费用	326	382	447	510
财务费用	83	91	109	127
其他收益	48	40	40	40
投资收益	24	30	30	30
公允价值变动收益	-38	-5	-20	-30
信用减值损失	-22	0	0	0
资产减值损失	-75	-25	-20	-30
资产处置收益	3	0	0	0
营业利润	291	523	731	1001
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	10	3	5	5
利润总额	284	523	729	999
所得税	20	68	95	130
净利润	264	455	634	869
少数股东损益	44	74	99	139
归属母公司净利润	220	381	536	730
EPS(元)	0.28	0.48	0.68	0.92

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	23.6%	16.2%	20.1%	16.8%
营业利润增长率	-32.3%	79.5%	39.9%	37.0%
归母净利润增长率	-31.5%	72.7%	40.8%	36.3%
盈利能力				
毛利率	20.4%	21.6%	22.6%	23.6%
净利率	3.4%	5.0%	5.8%	6.8%
ROE	5.0%	8.3%	10.6%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	59.3%	58.6%	59.2%	58.7%
流动比率	1.20	1.25	1.34	1.45
速动比率	0.95	1.00	1.08	1.18
营运能力				
资产周转率	71.6%	74.5%	82.8%	86.3%
应收帐款周转率	334.1%	323.8%	325.1%	322.8%
存货周转率	470.4%	436.6%	449.8%	442.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.28	0.48	0.68	0.92
每股经营现金	0.47	0.80	1.06	1.35
每股净资产	5.55	5.79	6.37	7.14
估值比率(倍)				
PE	50.0	29.0	20.6	15.1
PB	2.5	2.4	2.2	1.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,投资者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口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn