

研究所：

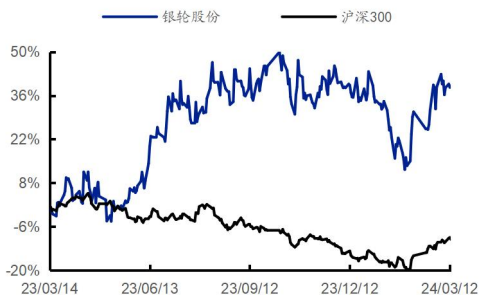
证券分析师：

戴畅 S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

“第三曲线”再下一城，全球产能遍地开花

——银轮股份（002126）点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/13

表现	1M	3M	12M
银轮股份	6.4%	1.6%	35.7%
沪深 300	6.2%	6.0%	-10.9%

市场数据

2024/03/13

当前价格（元）	18.08
52 周价格区间（元）	12.31-19.83
总市值（百万）	14,540.65
流通市值（百万）	13,654.21
总股本（万股）	80,423.95
流通股本（万股）	75,521.05
日均成交额（百万）	207.86
近一月换手（%）	1.88

事件：

2024 年 3 月 13 日，银轮股份发布公告：公司控股子公司近期收到某国际著名机械设备公司的超大型冷却模块定点，项目预计将于 2024 年三季度开始批量供货。根据客户需求与预测，项目达产后预计为公司新增年销售额约 2.8 亿元。

投资要点：

- **“第三曲线”再下一城，转型步伐持续加速。** 公司近年来不断加大“数字与能源热管理”研发投入，围绕特高压输变电、地热发电、储能、风力发电、制氢储氢、化工、中央空调、家用热泵空调、数据中心等领域布局和发展，获得了奥克斯、同飞、英维克、阳光电源等知名客户的订单。我们认为本次公司收到国际著名机械设备公司的超大型冷却模块定点，不仅将为第三曲线业务贡献增量，还彰显了公司在非车端领域的产品竞争力，未来公司第三曲线业务布局有望继续加速。
- **全球产能遍地开花，属地化服务能力大幅提升。** 在国际属地化板块，公司在墨西哥、波兰均有产能布局，其中墨西哥工厂配套美国某电动汽车制造商，波兰工厂配套北美客户德国工厂以及捷豹路虎中批量车型，后期将陆续开拓新产品，配套更多欧洲本地客户。在国内属地化板块，公司四川宜宾工厂已顺利投产，此外在西安也有产能建设，主要生产新能源汽车空调箱和冷却模块产品。我们认为未来公司国内外工厂产能陆续爬坡，将有助于公司提高自身属地化服务能力和快速响应速度。
- **盈利预测和投资评级** 公司各业务订单饱满，未来乘用车、商用车、第三曲线业务齐发力，公司有望快速增长。预计公司 2023-2025 年实现营业总收入 108.77、136.72、170.25 亿元，同比增速为 28%、26%、25%；实现归母净利润 6.17、8.47、11.23 亿元，同比增速为 61%、37%、33%；EPS 为 0.77、1.05、1.4 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 24、17、13 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示 原材料价格持续上涨；销量不及预期；新客户拓展不及预期；新工厂产能爬坡不及预期；海外市场拓展不及预期；新品研发进度不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8480	10877	13672	17025
增长率(%)	8	28	26	25
归母净利润(百万元)	383	617	847	1123
增长率(%)	74	61	37	33
摊薄每股收益(元)	0.48	0.77	1.05	1.40
ROE(%)	8	11	13	15
P/E	25.85	23.55	17.17	12.95
P/B	2.10	2.65	2.31	1.96
P/S	1.16	1.34	1.06	0.85
EV/EBITDA	13.49	12.61	9.97	7.86

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：银轮股份盈利预测表

证券代码:	002126				股价:	18.08				投资评级: 增持 (首次覆盖)	日期:	2024/03/13			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E						
盈利能力					每股指标										
ROE	8%	11%	13%	15%	EPS	0.48	0.77	1.05	1.40						
毛利率	20%	21%	21%	22%	BVPS	5.91	6.82	7.82	9.24						
期间费率	9%	9%	9%	8%	估值										
销售净利率	5%	6%	6%	7%	P/E	25.85	23.55	17.17	12.95						
成长能力					P/B	2.10	2.65	2.31	1.96						
收入增长率	8%	28%	26%	25%	P/S	1.16	1.34	1.06	0.85						
利润增长率	74%	61%	37%	33%											
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E						
总资产周转率	0.66	0.73	0.77	0.80	营业收入	8480	10877	13672	17025						
应收账款周转率	3.01	3.16	3.30	3.20	营业成本	6798	8559	10754	13359						
存货周转率	4.07	4.37	4.56	4.45	营业税金及附加	42	65	82	102						
偿债能力					销售费用	279	250	287	358						
资产负债率	61%	62%	64%	64%	管理费用	472	594	734	896						
流动比	1.12	1.16	1.19	1.23	财务费用	30	98	150	187						
速动比	0.83	0.90	0.92	0.95	其他费用/(-收入)	386	511	643	800						
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	486	803	1027	1328						
现金及现金等价物	1502	2259	3007	3880	营业外净收支	-3	-15	-15	-15						
应收款项	3567	4720	5771	7237	利润总额	483	788	1012	1313						
存货净额	1863	2057	2659	3351	所得税费用	34	79	71	92						
其他流动资产	1072	1267	1522	1949	净利润	449	710	941	1221						
流动资产合计	8003	10302	12960	16418	少数股东损益	66	92	94	98						
固定资产	2756	2882	3008	3071	归属于母公司净利润	383	617	847	1123						
在建工程	756	939	1161	1406	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E						
无形资产及其他	1614	1726	1769	1813	经营活动现金流	557	952	1228	1368						
长期股权投资	394	394	394	394	净利润	383	617	847	1123						
资产总计	13524	16243	19293	23102	少数股东损益	66	92	94	98						
短期借款	1555	2055	2455	2755	折旧摊销	406	386	423	455						
应付款项	4701	5728	7190	9036	公允价值变动	-3	-10	-10	-10						
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-429	-247	-292	-479						
其他流动负债	888	1066	1260	1559	投资活动现金流	-792	-773	-823	-814						
流动负债合计	7143	8848	10905	13350	资本支出	-1076	-713	-789	-781						
长期借款及应付债券	823	893	983	1113	长期投资	235	-50	-50	-50						
其他长期负债	325	375	375	375	其他	49	-10	17	17						
长期负债合计	1147	1267	1357	1487	筹资活动现金流	242	572	333	309						
负债合计	8291	10116	12262	14837	债务融资	391	440	490	430						
股本	792	804	804	804	权益融资	41	156	-50	0						
股东权益	5233	6127	7031	8265	其它	-189	-25	-106	-121						
负债和股东权益总计	13524	16243	19293	23102	现金净增加额	7	747	739	863						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及特斯拉产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。