

# 银轮股份 (002126) \汽车

## ——获江铃订单，新能源热管理客户不断突破

投资建议：**推荐**  
 上次建议：**推荐**  
 当前价格：7.44元

**事件：**公司子公司南昌银轮近期获得江铃新能源汽车公司GSE热泵空调供应商厂通知，公司将为其提供热泵空调系统，预计2020年6月开始供货。根据客户预测，生命周期内总销售额预计约为6.87亿元。

### 投资要点：

#### ➤ 新能源热管理系统客户不断突破

自18年5月以来，公司新能源热管理系统客户不断取得突破，自主部分先后获得吉利新能源汽车PMA平台和BM12平台订单，江铃汽车新能源等客户的订单；在合资部分也取得突破，获得长安福特新能源订单。同时公司也是宁德时代、比亚迪、国轩高科、宇通汽车等新能源龙头企业及零部件企业的供应商。客户群的不断突破显示出公司在新能源热管理系统领域同样具有很强的竞争力，未来自主及合资客户群有望进一步扩大。

#### ➤ 新能源热管理系统未来将成为新的增长亮点

公司具备提供完整新能源热管理系统的能力，新能源热管理系统主要产品包括高低温水箱，电池深冷器、电池冷却板、电机冷却机、电控冷却机、前端冷却模块等。新能源汽车热管理系统单车价值量是传统汽车热交换产品的1.5-2倍。随着公司在主要客户中配套产品种类不断增加，单车配套价值量也将持续提升。因此未来几年，在新能源汽车销量高速增长背景下，公司新能源板块将成为新的增长亮点。

#### ➤ 业务多元，增长亮点多，维持“推荐”评级

公司业务多元，长期增长亮点多。随着国六排放升级，公司尾气处理领域业务有望快速增长。同时公司乘用车客户由自主扩展到合资、再扩展到全球车企，自主替代及全球化替代空间广阔。预计公司2018-2020年净利润分别为3.82亿元、5.08亿元和6.34亿元，EPS分别为0.48、0.63和0.79元，PE分别为15.58、11.74和9.40倍，维持“推荐”评级。

#### ➤ 风险提示

乘用车销量不及预期，商用车销量波动超预期。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	801/766
流通A股市值 (百万元)	5,702
每股净资产 (元)	4.44
资产负债率 (%)	48.20
一年内最高/最低 (元)	10.80/6.45

### 一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

彭福宏 研究助理

电话：0510-85613713

邮箱：pengfh@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《银轮股份 (002126) \汽车行业》  
《行业下行增长仍属稳健，业务多元成长可期》
- 《银轮股份 (002126) \汽车行业》  
《短期盈利承压，尾气处理和新能源成亮点》
- 《银轮股份 (002126) \汽车行业》  
《业绩符合预期，稳健成长可期》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,118.59	4,323.26	5,018.85	6,010.82	7,147.31
增长率 (%)	14.57%	38.63%	16.09%	19.76%	18.91%
EBITDA (百万元)	501.39	589.54	675.24	824.56	970.67
净利润 (百万元)	256.73	310.98	382.43	507.78	634.02
增长率 (%)	28.11%	21.13%	22.97%	32.78%	24.86%
EPS (元/股)	0.32	0.39	0.48	0.63	0.79
市盈率 (P/E)	23.22	19.17	15.58	11.74	9.40
市净率 (P/B)	2.61	1.77	1.60	1.41	1.23
EV/EBITDA	12.38	10.70	9.59	7.27	5.71

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8.18	-2.11	501.88	757.21	1,395.60	营业收入	3,118.59	4,323.26	5,018.85	6,010.82	7,147.31
应收账款+票据	1,371.75	1,918.25	2,348.00	2,672.00	3,007.00	营业成本	2,219.23	3,192.35	3,723.98	4,423.96	5,253.27
预付账款	16.30	23.17	27.00	31.00	33.00	营业税金及附加	23.37	29.66	33.12	39.67	47.17
存货	566.68	758.73	896.00	1,030.00	1,220.00	营业费用	152.32	197.64	221.83	263.27	310.91
其他	59.21	645.37	645.37	645.37	645.37	管理费用	362.44	447.15	503.39	598.08	704.01
<b>流动资产合计</b>	<b>2,022.12</b>	<b>3,343.41</b>	<b>4,418.26</b>	<b>5,135.58</b>	<b>6,300.97</b>	财务费用	30.92	50.95	20.93	6.82	-11.65
长期股权投资	142.83	273.51	273.51	273.51	273.51	资产减值损失	22.17	41.68	20.00	20.00	20.00
固定资产	1,076.86	1,231.98	1,581.17	1,436.20	1,291.23	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	499.09	494.16	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.61	5.60	0.00	0.00	0.00
无形资产	394.65	376.09	346.31	316.52	286.74	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	388.32	623.49	617.47	611.45	605.43	<b>营业利润</b>	<b>308.75</b>	<b>369.44</b>	<b>495.59</b>	<b>659.01</b>	<b>823.60</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,501.75</b>	<b>2,999.23</b>	<b>2,818.46</b>	<b>2,637.68</b>	<b>2,456.91</b>	营业外净收益	16.02	16.07	3.00	3.00	3.00
<b>资产总计</b>	<b>4,523.86</b>	<b>6,342.64</b>	<b>7,236.72</b>	<b>7,773.27</b>	<b>8,757.88</b>	<b>利润总额</b>	<b>324.77</b>	<b>385.50</b>	<b>498.59</b>	<b>662.01</b>	<b>826.60</b>
短期借款	25.26	247.32	374.16	0.00	0.00	所得税	54.58	54.91	74.79	99.30	123.99
应付账款+票据	1,194.75	1,684.11	2,035.00	2,387.00	2,675.00	<b>净利润</b>	<b>270.19</b>	<b>330.60</b>	<b>423.80</b>	<b>562.71</b>	<b>702.61</b>
其他	40.79	590.74	598.29	609.29	618.29	少数股东损益	13.46	32.27	41.37	54.93	68.59
<b>流动负债合计</b>	<b>1,260.79</b>	<b>2,522.17</b>	<b>3,007.45</b>	<b>2,996.29</b>	<b>3,293.29</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>256.73</b>	<b>310.98</b>	<b>382.43</b>	<b>507.78</b>	<b>634.02</b>
长期带息负债	701.56	130.44	130.44	130.44	130.44						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	1.91	1.53	1.53	1.53	1.53						
<b>非流动负债合计</b>	<b>703.47</b>	<b>131.97</b>	<b>131.97</b>	<b>131.97</b>	<b>131.97</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,964.26</b>	<b>2,654.14</b>	<b>3,139.42</b>	<b>3,128.26</b>	<b>3,425.26</b>						
少数股东权益	280.27	321.44	362.81	417.75	486.34						
股本	721.08	801.08	801.08	801.08	801.08						
资本公积	453.53	1,082.83	1,082.83	1,082.83	1,082.83						
留存收益	1,104.72	1,483.15	1,850.57	2,343.35	2,962.37						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,559.61</b>	<b>3,688.50</b>	<b>4,097.30</b>	<b>4,645.01</b>	<b>5,332.62</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,523.86</b>	<b>6,342.64</b>	<b>7,236.72</b>	<b>7,773.27</b>	<b>8,757.88</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	264.91	320.16	421.25	560.16	700.06
折旧摊销	134.43	158.14	160.78	160.78	160.78
财务费用	38.60	46.91	15.87	1.77	-16.71
存货减少	-107.03	-213.51	-137.27	-134.00	-190.00
营运资金变动	119.21	-60.83	-75.15	35.00	-40.00
其它	13.94	31.91	20.00	20.00	20.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>464.05</b>	<b>282.78</b>	<b>405.48</b>	<b>643.70</b>	<b>634.13</b>
资本支出	305.58	349.04	0.00	0.00	0.00
长期投资	424.49	824.63	0.00	0.00	0.00
其他	233.00	120.93	2.55	2.55	2.55
<b>投资活动现金流</b>	<b>-497.08</b>	<b>-1,052.74</b>	<b>2.55</b>	<b>2.55</b>	<b>2.55</b>
债权融资	48.57	195.45	126.84	-374.16	0.00
股权融资	104.00	725.65	0.00	0.00	0.00
其他	-169.68	-79.42	-30.87	-16.77	1.71
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-17.12</b>	<b>841.67</b>	<b>95.96</b>	<b>-390.93</b>	<b>1.71</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-45.45</b>	<b>69.37</b>	<b>504.00</b>	<b>255.33</b>	<b>638.38</b>

  

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.57%	38.63%	16.09%	19.76%	18.91%
EBIT	24.92%	17.56%	19.25%	29.02%	22.01%
EBITDA	24.46%	17.58%	14.54%	22.11%	17.72%
归属于母公司净利润	31.88%	21.13%	22.97%	32.78%	24.86%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.84%	26.16%	25.80%	26.40%	26.50%
净利率	8.66%	7.65%	8.44%	9.36%	9.83%
ROE	11.26%	9.24%	10.24%	12.01%	13.08%
ROIC	11.23%	11.88%	11.71%	13.22%	16.08%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	43.42%	41.85%	43.38%	40.24%	39.11%
流动比率	1.60	1.33	1.47	1.71	1.91
速动比率	1.11	0.77	0.96	1.15	1.35
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.31	2.29	2.17	2.28	2.41
存货周转率	3.92	4.21	4.16	4.30	4.31
总资产周转率	0.69	0.68	0.69	0.77	0.82
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.32	0.39	0.48	0.63	0.79
每股经营现金流	0.58	0.35	0.51	0.80	0.79
每股净资产	2.85	4.20	4.66	5.28	6.05
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.22	19.17	15.58	11.74	9.40
市净率	2.61	1.77	1.60	1.41	1.23
EV/EBITDA	12.38	10.70	9.59	7.27	5.71
EV/EBIT	16.92	14.62	12.58	9.04	6.84

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 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。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810