银轮股份（002126）

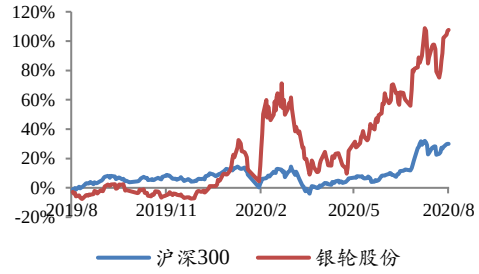
公司研究/深度报告

热管理领导者，后处理迎来风

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-06
收盘价（元）	14.96
近 12 个月最高/最低（元）	15.31/6.82
总股本（百万股）	792
流通股本（百万股）	758
流通股比例（%）	95.65
总市值（亿元）	118
流通市值（亿元）	113

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

主要观点：

热交换龙头地位稳定，核心业务稳定增长

公司为国内热交换领域龙头，油冷器、中冷器国内市场占有率分别达到 45%和 35%。公司下游客户覆盖商用车、乘用车、工程机械等多领域，当前重卡市场景气度维持，乘用车市场拐点已至，公司经营逐步改善。与此同时，公司乘用车客户持续开拓，深耕自主品牌的同时，通过大众供应商审核，并获得通用、日产等国际品牌的项目定点。

新能源热管理大有可为，公司成长空间广阔

新能源热管理单车价值量为传统车 3-4 倍，预计 2025 年全球市场规模达到 874 亿元。公司现已配套吉利、广汽、宁德时代等国内一线品牌，并成为特斯拉热交换产品供应商，吉利沃尔沃 PMA 平台热交换总成为供应商，热泵空调项目获戴姆勒 Smart、江铃新能源定点，得到全球电动车龙头企业认可。截至 2019 年预计累计生命周期订单超 60 亿元。

排放升级进行时，尾气处理业务迎增长点

国六排放升级带来约 107 亿增量市场，同时排放升级下竞争格局有望重塑，公司有望在 SCR、重卡 EGR 等产品的配套方面取得更多突破。当前重卡 EGR 产品已经供应潍柴，后续有望凭借重卡市场的客户基础抢夺更多市场份额。

投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46/0.55/0.66 元，当前股价对应 2020-2022 年 P/E 分别为 33x/27x/23x。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

尾气处理业务客户开拓不及预期；新能源业务开拓不及预期等风险。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5521	5942	6898	7907
收入同比(%)	10%	8%	16%	15%
归属母公司净利润	318	365	435	519
净利润同比(%)	-9%	15%	19%	19%
毛利率(%)	24.1%	24.2%	24.1%	24.1%
ROE(%)	8.6%	8.9%	9.7%	10.3%
每股收益(元)	0.40	0.46	0.55	0.66
P/E	37.30	32.51	27.21	22.82
P/B	3.18	2.85	2.59	2.34
EV/EBITDA	7	18	15	12

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

总论 **5**
1、公司简介 **7**
2、热管理先驱者，客户稳步开拓 **12**
2.1 热管理大有可为，模块化供应铸高壁垒 12
2.2 重卡景气度维持，乘用车迎拐点 16
3、新能源热管理成为公司未来增长点 **20**
4、尾气后处理：排放升级带来增量市场 **24**
5、盈利预测与估值 **30**
5.1 盈利预测 30
5.2 相对估值 31
风险提示 **32**
财务报表与盈利预测 **33**

图表目录

图表 1：新能源热管理产品价值量与市场规模.....5
图表 2：尾气后处理市场规模预测（亿元）.....6
图表 3：分业务收入及毛利率.....6
图表 4：公司发展历程.....7
图表 5 ：二次创业，打造百年银轮.....7
图表 6：公司产品结构.....8
图表 7：公司产品市占率情况.....8
图表 8：国内企业新能源汽车热管理产品情况.....8
图表 9：国内客户情况.....9
图表 10：国际客户情况.....9
图表 11：公司营收构成（2019 年）.....9
图表 12：公司历年营收情况.....9
图表 13：海外营收占比情况.....10
图表 14：公司历年利润情况.....10
图表 15：公司盈利能力变动情况.....10
图表 16：公司股权结构情况.....11
图表 17：公司实现全球化布局.....11
图表 18：传统乘用车产品.....12
图表 19：商用车产品.....12
图表 20：公司具体产品介绍.....12
图表 21：传统热管理产品价格（元）.....13
图表 22：国内传统热管理市场规模预测（亿元）.....13
图表 23：乘用车客户传统热管理产品供应情况.....14
图表 24：热管理行业参与者.....14
图表 25：新产品定点情况.....14
图表 26：公司前端模块价值量及零部件种类（按车型分类）.....15
图表 27：国六排放升级引发抢装行情.....16
图表 28：部分重点区域淘汰国三车型规划.....16
图表 29：国内重卡历年销量情况.....17
图表 30：国内重卡月度销量情况.....17
图表 31：重卡保有量及结构.....17
图表 32：重卡销量预测（万辆）.....17
图表 33：国内乘用车历年销量情况.....18
图表 34：2020 年国内乘用车月度销量.....18
图表 35：各地汽车刺激政策梳理.....18
图表 36：传统车热管理.....20
图表 37：新能源车热管理.....20
图表 38：新能源与传统汽车热管理单车价值量对比.....20
图表 39：新能源热管理产品价值量与市场规模.....20
图表 40：国内新能源汽车销量情况.....21
图表 41：公司新能源热管理产品布局.....22

图表 42：新能源汽车产品系列 22
图表 43：现有客户配套情况 23
图表 44：新能源热管理业务项目定点情况 23
图表 45：特斯拉销量情况 24
图表 46：“国六 B“与国五标准对比 24
图表 47：国六标准实施将带来重卡单车成本的提升 25
图表 48：排放升级升级带来尾气排放处理技术更新 25
图表 49：主要后处理产品的价格对比（元） 26
图表 50：尾气后处理市场规模预测（亿元） 26
图表 51：SCR 系统 26
图表 52：SCR 筒式、箱体式 26
图表 53：柴油机 DOC+DPF 27
图表 54：DPF 系统 27
图表 55：SCR 国内竞争格局 27
图表 56：EGR 排气再循环 28
图表 57：EGR 总成 28
图表 58：国五阶段 EGR 国内竞争格局 28
图表 59：银轮后处理产品潜在市场空间（亿元） 29
图表 60：分业务收入及毛利率 31
图表 61：可比公司估值 31

总论

热交换器龙头地位稳固，受益新能源汽车发展：

（1） 公司为国内热交换器领域龙头，不锈钢油冷器、铝油冷器、电池深冷器、电池冷却板全球市占率分别为 52%/12%/17%/7%。

（2） 重卡景气度维持，乘用车市场空间广阔。公司通过大众供应商审核，并获得通用、日产等国际品牌的项目定点。

（3） 新能源热管理单车价值量为传统车 3-4 倍。公司新能源项目充足，成为吉利 PMA 平台热交换总成供应商，拿到戴姆勒 SMART、江铃新能源热泵空调项目的项目定点，并成为特斯拉热交换产品供应商。

图表 1：新能源热管理产品价值量与市场规模

产品名	单车价值（元）	数量（个）	2020 年全球市场规模（亿元）	2025 年全球市场规模（亿元）
冷凝器	200-300	1	6	24
低温水箱	400-600	1	12	48
水冷冷凝器	200	1	5	19
蒸发器	200-300	1	6	24
暖风水箱	100-200	1	4	14
电池深冷器	200-600	1	10	38
电池冷却板	500-800	1	16	62
储液分离器	200	1	5	19
高电压 PTC	800-1500	2	55	221
电子水泵	100-200	2	7	29
鼓风机	200-300	1	6	24
空调控制器	300-500	1	10	38
空调回路	200-300	1	6	24
电子膨胀阀	150-200	3	14	58
压力传感器	40	1	1	4
温度传感器	10-30	3	1	6
电动压缩机	2000	1	48	192
冷媒阀	100-150	1	4	14
三通阀	100-150	1	4	14
合计	7220-10730		218	874

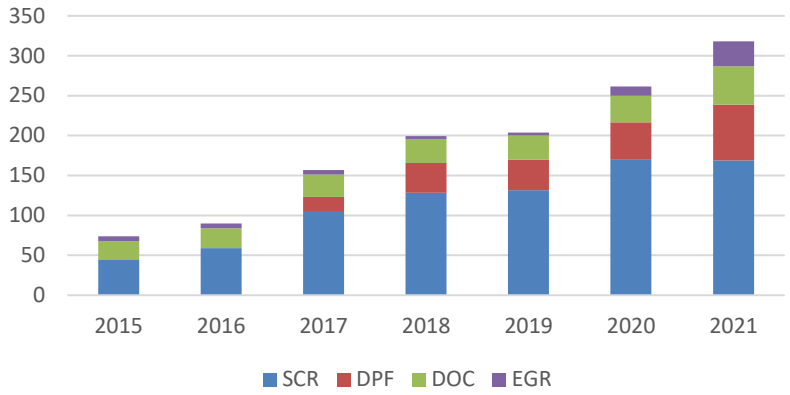
资料来源：公司公告，华安证券研究所

排放升级正当时，银轮股份有望充分受益：

（1） 国六排放升级带来近百亿增量市场；

（2） 排放升级下竞争格局有望重塑，银轮股份有望在 SCR、重卡 EGR 等产品的配套方面取得更多突破。

图表 2：尾气后处理市场规模预测（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3：分业务收入及毛利率

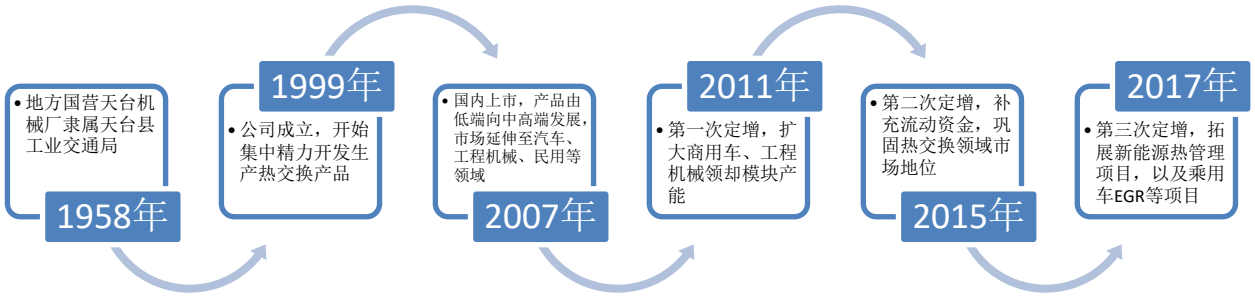
		2019A	2020E	2021E	2022E
热交换器业务	收入	3,894.6	3,948.5	4,535.6	5,081.7
	增速	6.8%	1.4%	14.9%	12.0%
	毛利率	23.6%	24.0%	24.3%	24.6%
尾气处理	收入	621.3	910.4	1,378.4	1,891.4
	增速	15.1%	46.5%	51.4%	37.2%
	毛利率	17.4%	18.0%	19.0%	20.0%
汽车空调	收入	660.3	738.1	621.1	553.4
	增速	36.6%	11.8%	-15.9%	-10.9%
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	383.6	345.3	362.5	380.7
	增速		-10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	5,520.7	5,942.3	6,897.6	7,907.2
	增速	10.0%	7.6%	16.1%	14.6%
	毛利率	24.1%	24.2%	24.1%	24.1%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1 公司简介

国内热管理专家。公司成立于 1999 年，前身为 1958 年创建的国营天台机械厂，于 2007 年上市成为我国汽车零部件散热器行业首家民营上市公司，经历了从地方国有企业到地方民营企业再到国内上市公司的三个重要历史发展阶段。公司拥有国内最强的热交换器批量化生产能力，是国内最大的发动机、汽车、工程机械等机械冷却器制造商，热交换器处绝对龙头地位。公司于 1980 年率先在国内试制成功不锈钢板翅式机油冷却器，拳头产品机油冷却器、中冷器国内市占率分别达 45%、35%，产销量连续十年保持国内同行第一。

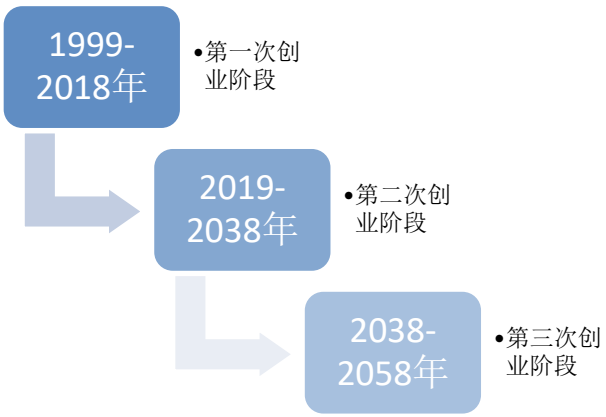
图表 4：公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

“二次创业”打造“百年银轮、千亿银轮”。过去几十年，公司实现了从地方国营企业到地方民营企业再到上市公司的蜕变，营收规模由 1999 年的 3956 万元，跃升到 2019 年的 55 亿元，年复合增速达到 30%。2018 年，公司提出“二次创业”的新目标，2019 年至 2038 年将加快推进国际化发展，实现技术引领，提升核心竞争能力，力争进入中国民营制造型企业 500 强。2038 至 2058 年公司全面开启第三阶段创业，公司将全面提升在全球热管理领域的综合竞争能力和可持续发展引领能力，力争进入世界制造型企业 500 强，打造“百年银轮、千亿银轮”。

图表 5 ：二次创业，打造百年银轮



资料来源：公司官网，华安证券研究所

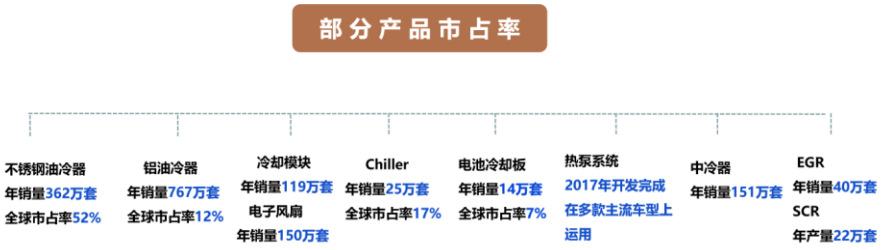
全球具备热管理系统解决方面能力的供应商。公司目前拥有两条业务线，分别为热管理和发动机后处理。其中热管理拥有国内最完整的车辆热交换器产品序列、全球少数具备提供热管理系统解决方案能力的供应商之一，下游客户涵盖了乘用车、商用车、工程机械等领域，具体产品包含了传统热管理零部件以及新能源汽车产品。在传统热管理领域，公司不锈钢油冷器全球市场占有率达到 52%，铝油冷器全球市占率 12%。新能源热管理领域，chiller 全球市占率为 17%，电池冷却板全球市占率为 7%。

图表 6：公司产品结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7：公司产品市占率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8：国内企业新能源汽车热管理产品情况

上市公司	类型	产品
三花智控	部件/系统	电子膨胀阀、电子水泵、换热器等
银轮股份	部件	水冷板、电池冷却器、前端模块等
	系统	热泵空调系统
奥特佳	系统	空调系统
	部件	电动压缩机
中鼎股份	部件	冷却管路
飞龙股份	部件	电子水泵

资料来源：公司公告，华安证券研究所

客户优质并覆盖多领域。公司下游客户覆盖乘用车、商用车、工程机械等多领域。其中商用车产品为公司最大的营收来源，营收占比约为 50%，客户覆盖了潍柴、法士特、一汽等国内领先的商用车品牌。乘用车营收占比约为 20%+，产品覆盖传统与新能源两大领域，下游客户包含了吉利汽车、广汽集团、长城汽车等国内一流的整车品牌，与此同时公司积极开拓海外客户，配套福特、通用、大众、特斯拉等国际品牌。工程机械营收占比约为 20%+，下游客户涵盖了卡特彼勒、徐工机械、三一重工等品牌。

图表 9：国内客户情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

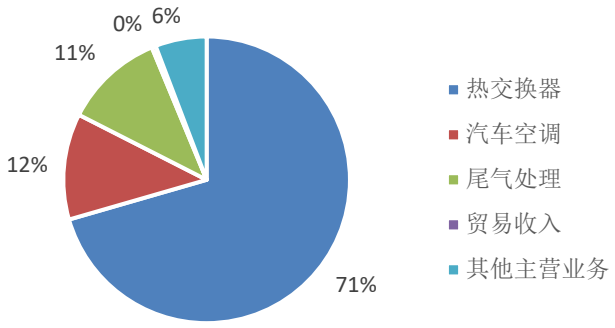
图表 10：国际客户情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

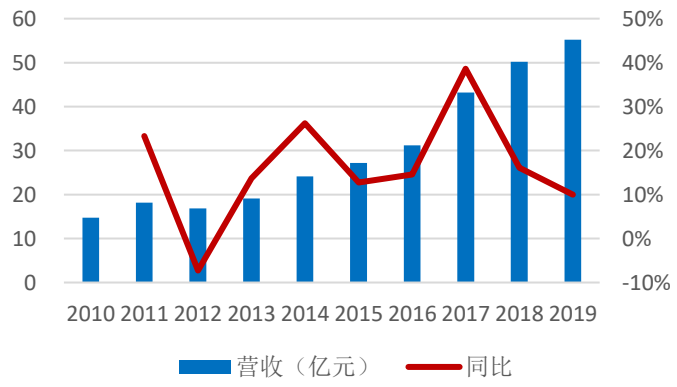
第一次创业阶段，营收持续增长。从营收构成来看，2019 年热交换器、汽车空调、尾气处理营收占比分别为 71%、12%和 11%。1999 年第一次创业以来，公司营收实现了持续性的增长，营收规模由 1999 年的 3956 万元，跃升到 2019 年的 55 亿元，年复合增速达到 30%。与此同时，公司实现海外市场的持续开拓，海外营收占比稳定在 20%-30%的区间。2018 年公司实施第二次创业计划，2019 年至 2038 年将加快推进国际化发展，营收规模有望再上一个全新台阶。

图表 11：公司营收构成（2019 年）



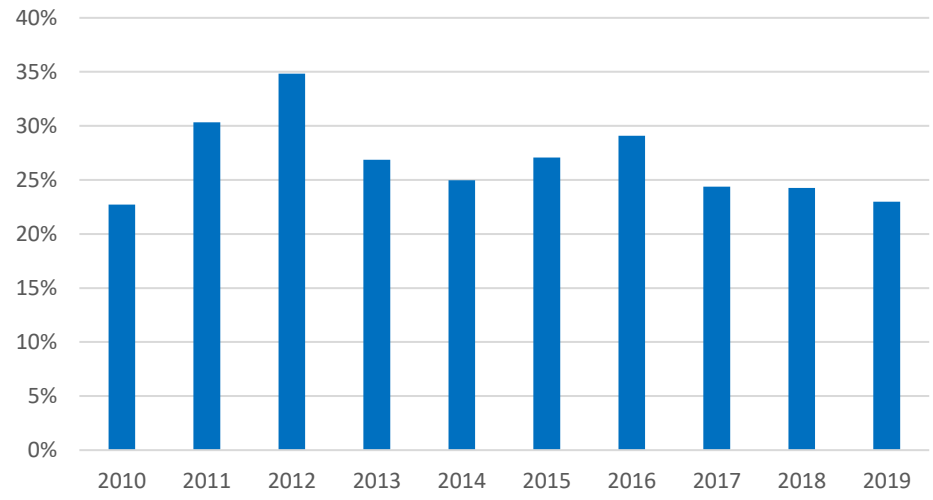
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12：公司历年营收情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13：海外营收占比情况

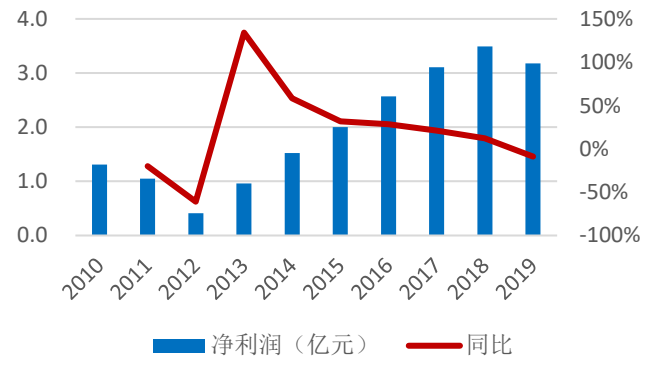


资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润水平稳中提升，盈利能力保持稳定。原材料成本在公司主营业务成本中的占比较大，公司主要原材料为铝、不锈钢、铜等金属材料，原材料价格波动较小，总体盈利能力保持稳定。随着公司营收规模的持续增长，公司利润水平同步提升，2013-2015商业车整体行业连续下滑情况下，公司通过产品模块化提高单车价值量、大力发展乘用车业务、积极海外布局，其业绩逆势上升。

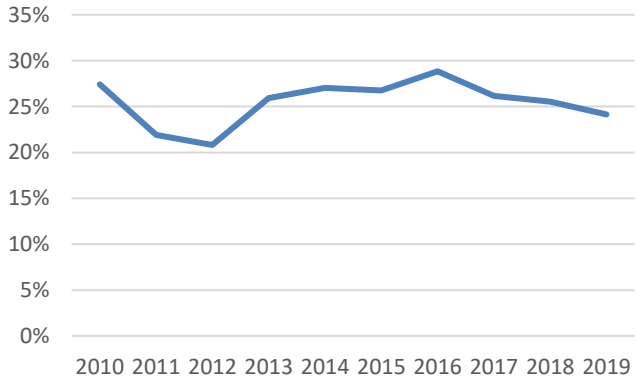
2020 年上半年，公司实现营收 30 亿元，同比增长 12%，实现归母净利润 2 亿元，同比增长 0.3%，在疫情冲击下公司业绩保持稳定。主要原因为公司商用车尤其重卡客户上半年销量表现出色，2020 年上半年国内重卡销量同比增长 23%。

图表 14：公司历年利润情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15：公司盈利能力变动情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司股东结构情况：公司实际控制人为董事长徐小敏，直接持有公司股权 4.10%。天台银轮实业持有公司股权 10.16%，为公司第一大股东，其中徐小敏持有天台银轮实业 28.77%股权。宁波正奇持有公司股权 4.04%，董事长徐小敏为宁波正奇执行事务合伙人。

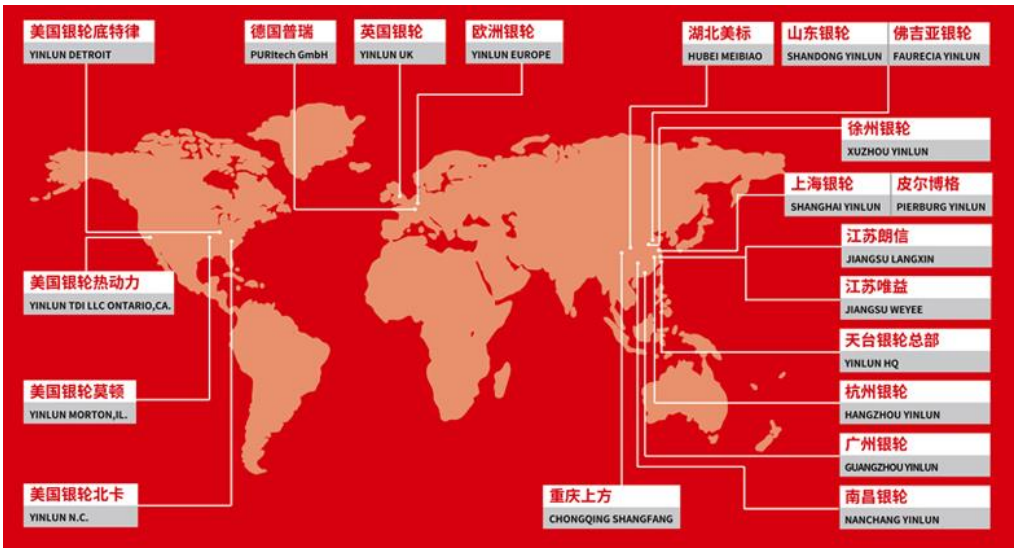
图表 16：公司股权结构情况

股东名称	持股比例	备注
天台银轮实业发展有限公司	10.16%	徐小敏持有 28.77%
基本养老保险基金一零零三组合	4.90%	
香港中央结算有限公司(陆股通)	4.37%	
徐小敏	4.10%	公司董事长
宁波正奇投资管理中心(有限合伙)	4.04%	徐小敏持有 5%，为执行事务合伙人
中国工商银行股份有限公司-融通中国风 1 号灵活配置混合型证券投资基金	2.42%	
中国建设银行股份有限公司-博时主题行业混合型证券投资基金(LOF)	2.27%	
国家第一养老金信托公司-自有资金	1.42%	
贵州铁路发展基金管理有限公司-贵州铁路人保壹期壹号股权投资基金中心（有限合伙）	1.40%	
广州农村商业银行股份有限公司-金鹰信息产业股票型证券投资基金	1.12%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

深耕国内市场，逐步实现全球化布局。公司在巩固国内市场地位的同时，积极开拓海外市场，努力提升在全球热管理领域的综合竞争能力和可持续发展引领能力。目前公司拥有全资、控股子公司三十多家。2001 年起，公司在美国、英国等相继设立办事处，2010 年起在美国皮奥利亚设立物流及售后中心，2015 年，收购美国热动力公司（TDI），控股德国普锐公司，2016 年与佛吉亚设立合资公司，以推进满足国六标准的产品开发。全球布局是赢得更多高端订单的基础，有利于公司全球化发展。

图表 17：公司实现全球化布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

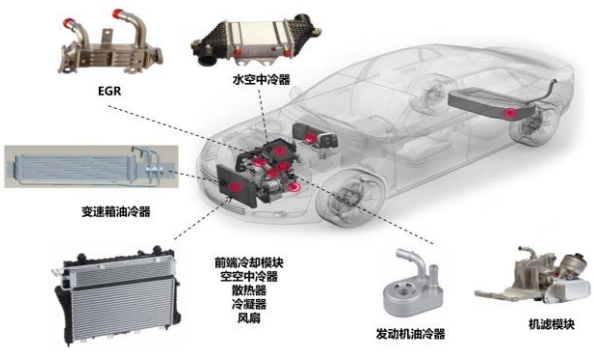
2 热管理先驱者，客户稳步开拓

2.1 热管理大有可为，模块化供应铸高壁垒

热交换器在汽车上必不可少，公司热交换器产品范围广泛。热交换器在汽车和工程机械车辆上应用广泛，指将热量从热流体传递到冷流体的设备。汽车上使用的热交换器品种较多，发动机系统使用有油冷器、散热器、中冷器，排放相关的有 EGR 冷却器；变速箱和液压系统也都有使用油冷器；空调系统有冷凝器、蒸发器、暖风散热器。目前公司热交换器已基本覆盖大部分热交换器种类。

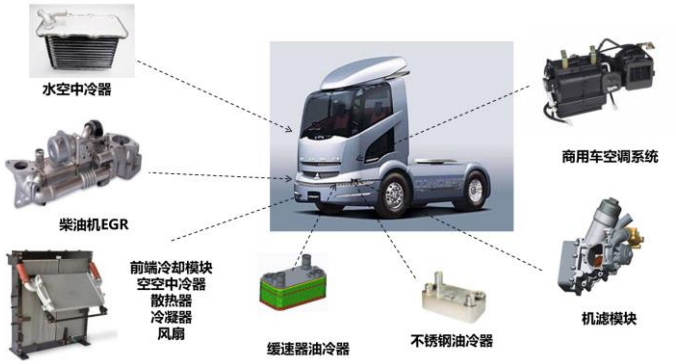
公司传统热管理系统客户涵盖乘用车、商用车、工程机械等领域。乘用车产品包括油冷器、中冷器、前端模块、机滤模块等；商用车产品包含油冷器、中冷器等。

图表 18：传统乘用车产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19：商用车产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20：公司具体产品介绍

	产品	应用范围	产品概述	产品功能
传统乘用车	前端冷却模块	乘用车底盘	热管理系统关键部件，有效控制变速箱油温、发动机冷却水、空调系统冷凝 器温度和发动机进气温度，满足整车运行中的散热需求。	控制发动机冷却液温度；控制变速箱油温；降低增压空气温度；调节空调系统温度
	机滤模块总成	汽油机	机滤模块产品，集成：油冷器、滤清器、节温器、 主油道泄压阀、旁通阀等零部件，实现机油冷却、 主油道压力调节等功能。	快速冷却高温机油；过滤机油杂质；控制油水路实现各自的独立功能
	铝油冷器	汽油机、自动变速箱	主要用于发动机上机油冷却和变速箱油冷却，此类产品、体积小、传热效率高、安装方便等优点。	机油热管理；降低发动机油耗
	水空中冷器	汽油机	以冷却液为冷却介质，对发动机的增压空气进行冷却，降低进气温度 。	增加发动机动力响应速度；降低进气温度；增加发动机功率
商用车及非道路	前端冷却模块	商用车、非道路	整机热管理系统关键部 件，为水路系统、中冷器系统、油路系统、空调冷却系统提供散热， 使各零部件在一定的工作温度下。	快速冷却发动机；快速冷却高温压缩空气 ；快速冷却变矩油 ；提高燃油经济性
	机滤模块总成	柴油机	机滤模块产品，集成：油冷器、滤清器、节温器、 主油道泄压阀、旁通阀等零部件，实现机油冷却、 主油道压力调节等功能。	快速冷却高温机油；过滤机油杂质；控制油水路实现各自的独立功能

	不锈钢油冷器	柴油机	主要用于车辆、工程机械、船舶等发动机润滑油或燃油的冷却，确保确保润滑油处于最合适的工作温度。	机油热管理 ；降低发动机油耗
	空调系统	商用车、非道路	空调系统包含压缩机、 HVAC、冷凝器、控制器、管路、阀类产品等，适用于乘用车、商用车、 工程机械等乘员舱，调节温度，增加驾驶或乘坐过程中的舒适性。	制冷，制热，除霜，除雾等功能； 结构紧凑，可靠性高； HVAC 拥有一箱式、两箱式、三箱式结构形式。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

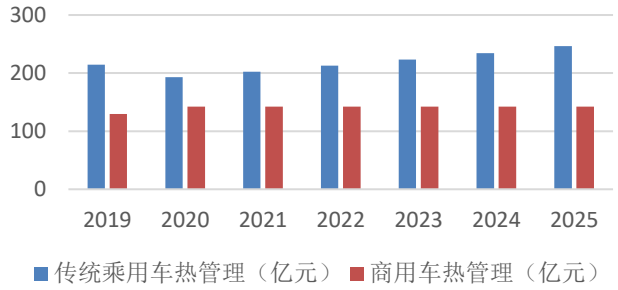
传统热管理市场百亿市场规模。传统热管理系统零部件包含发动机油冷器、变速箱油冷器、中冷器、前端模块等。对于乘用车，发动机配备一个铝油冷器，自动挡变速箱配备一个油冷器，涡轮增压发动机还需要配备一个中冷器，在加上低温水箱和前端模块，热交换器产品单车价值：乘用车在 1000 元左右，商用车在 3000 元左右。我们预计 2020 年我国热交换器乘用车市场规模在 200 亿左右，商用车市场规模在 140 亿左右。

图表 21：传统热管理产品价格（元）

	乘用车	商用车	工程机械
发动机油冷器	50-100	200-400	300-500
变速箱油冷器	100-200	200-400	300-500
中冷器	150-200	200-800	800-1000
前端模块	400-600	1000-2000	3000-5000
合计	1000	3000	5000

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22：国内传统热管理市场规模预测（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

国内热交换领域先驱者，积极开拓乘用车市场。传统热交换领域中，油冷器、中冷器为公司主力产品。目前全球热管理市场主要参与者为外资品牌和自主品牌，在国内热管理领域，外资品牌一般以与国内整车厂合资的方式存在，主要客户以合作的主机厂为主，包括上海贝洱、富奥伟世通等。而独立的热管理生产商更加市场化，下游客户覆盖更为广泛，并且涉及产品的出口，对于本土化的适应性方面优于外资品牌。银轮股份为国内热交换领域的领导者，油冷器、中冷器国内市场占有率分别达到 45%和 35%，其中不锈钢油冷器全球市占率达到 52%，铝油冷器全球市占率为 12%。

公司下游客户较为优质，公司主营业务中商用车占比较高。2013 年起，公司把商用车和工程机械领域的热交换器优势拓展，积极开拓乘用车市场。目前公司在乘用车领域积累了吉利、长城、长安、福特等优质客户，并得到通用、雷诺等公司的产品定点。

图表 23：乘用车客户传统热管理产品供应情况

客户	传统能源产品
福特	机油冷却器、机滤模块、变速箱油冷器
长安福特	机油冷却器、变速箱油冷器
上汽通用	机油冷却器
长城汽车	机油冷却器、变速箱油冷器
吉利汽车	机油冷却器、机滤模块、变速箱油冷器、前端模块
广汽	机油冷却器、中冷器
长安汽车	机油冷却器、中冷器

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24：热管理行业参与者

市场	厂商	配套客户	主要产品
国外	德国贝洱	戴姆勒、宝马、大众等德系车	空调和热交换器
	美国摩丁	宝马、大众、现代、帕卡、沃尔沃、卡特彼勒、约翰迪尔等	乘用车空调
	日本康奈克	日产、通用、宝马、福特、三菱等	乘用车空调，汽车模块及散热器
	美国德尔福	通用等	乘用车空调及发动机管理系统、电气系统
	日本电装	丰田等	乘用车空调
国内	上海贝洱	一汽大众、上海大众、上海通用等	空调模块、发动机冷却系统等
	富奥伟世通	一汽解放、一汽青岛、一汽大众等	空调模块、中冷器总成等
	山东厚丰	乘用车和商用车	散热器、中冷器等
	潍坊恒安	出口为主，美国、法国等主机厂	散热器、中冷器、油冷器等
	山东同创	中国重汽、东风柳汽、吉利汽车、奇瑞、江淮、福田、陕重汽	散热器、中冷器、油冷器等
	八菱科技	一汽解放、通用五菱、柳汽、长安、奇瑞等	散热器、中冷器、油冷器等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25：新产品定点情况

公告时间	客户名称	具体内容
2017.11	德国大众	通过德国大众供应商审核，公司将有资格参与大众相关采购项目的竞标。
2018.5	捷豹路虎	公司被确定为捷豹路虎英国工厂 D4、P4 发动机油冷器供应商。其中，D4 为柴油发动机，2020 年开始批量供货；P4 为汽油发动机，2021 年开始批量供货，两款发动机生命周期内合计供货量预计约为 225 万台。
2018.10	东风雷诺	公司被确定为东风雷诺发动机机油冷却器供应商。该产品预计 2020 年开始批量供货，生命周期内合计供货量预计约为 127 万台。
2018.12	通用汽车	公司被确定为通用 CSS625T 平台水空中冷器定点供应商。该产品将于 2022 年 9 月开始批量供货，根据客户预测，生命周期内全球销售额预计约 7750 万美元。

2019.2	曼胡默尔	公司取得曼胡默尔公司乘用车水空中冷器项目的授权，该项目产品预计将于 2022 年 1 月开始批量供货。根据客户预测，生命周期为 5 年，目前授权的销售额预计约 2.25 亿元人民币。
2020.1	上汽通用	公司取得上汽通用乘用车水空中冷器项目的授权，该项目产品预计将于 2023 年 10 月开始批量供货。根据客户预测，生命周期为 6 年，目前授权的销售额预计约 20,500 万元人民币。
2020.1	东风日产	公司取得东风日产汽车油冷器项目的授权，该项目产品预计将于 2020 年 7 月开始供货。根据客户预测，生命周期内销售额预计 2,369 万元人民币。
2020.7	长安汽车	公司收到长安汽车 MPA2 平台两个项目的冷却风扇总成定点通知。根据客户预测，该平台首款新车型将于 2022 年 3 月批产，此次获得的两个定点项目批产日期为 2024 年，生命周期为 4 年，预计销售额约 1.74 亿元人民币。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

升级冷却模块配套供应。公司从热交换器零部件起步，近几年冷却总成及冷却模块发展较快。乘用车前端模块已经配套吉利，另外在开发中的客户有长城、广汽、长安。前端模块对系统集成要求高，但价值量大。前端模块包含热交换器及风扇、导风罩、支架等，商用车单车价值可达 2000 元，工程机械可达 5000 元。公司乘用车、轻卡、重卡的前端模块都在上量阶段，能够为公司贡献较大的利润率。并且相对与其他零部件竞争对手，具有系统集成的能力有利于加高自身的护城河，进一步提升市场占有率。

图表 26：公司前端模块价值量及零部件种类（按车型分类）

车型	前端模块价值量（元）	前端模块零部件
乘用车	400-600	水箱、油冷器及支架、中冷器
商用车	1000-2000	水箱、导风罩、支架、空空中冷器
工程机械	3000-5000	水箱、空空中冷器、散热器、传动油散热器、液压油冷器、燃油冷却器、导风罩、防护罩、支架中的几部分。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

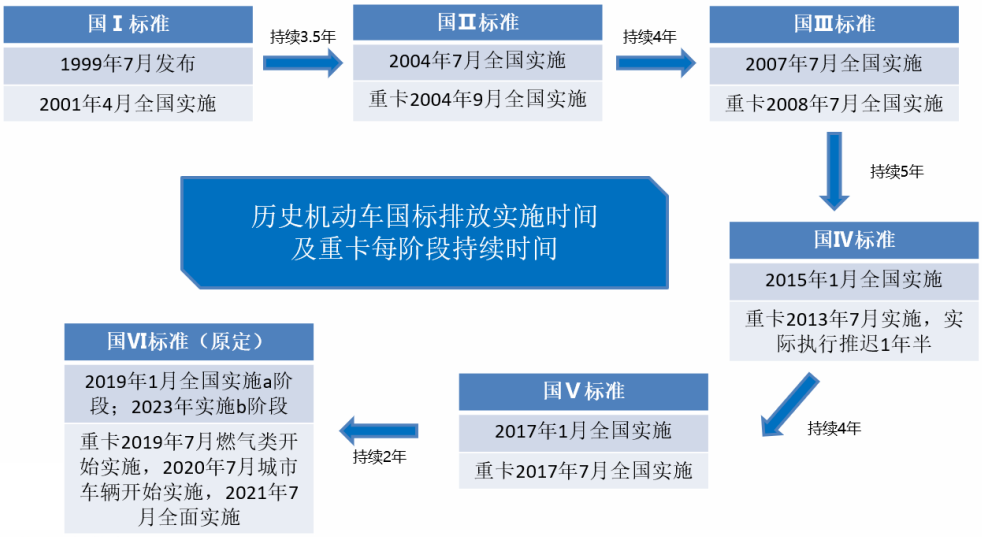
2.2 重卡景气度维持，乘用车迎拐点

排放升级+国三淘汰加速重卡替换周期。一般情况下，国标升级前后为重卡换车的高峰期，2019 年 7 月开始燃气类重卡已经在全国范围内实施国六标准，城市车辆将于 2020 年 7 月开始全面实施，2021 年 7 月所有重卡将全面实施国六标准。而 2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。

2018 年国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》以及 2019 年 11 部门联合发布的《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》均强调重点区域采取经济补偿、限制使用、严格超标排放监管等方式，大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新，加快淘汰采用稀薄燃烧技术和“油改气”的老旧燃气车辆。各地制定营运柴油货车和燃气车辆提前淘汰更新目标及实施计划。2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。

我们认为，在国标升级的关键时点，政策层面加快新老车型的更替，有助于加速国三车型的淘汰。与此同时，重点区域的省市迅速跟进，具体措施包括强制执行和补贴奖励，2020 年开始相关区域的补贴相较于 2019 年进一步下降，根据重点区域的规划预计 2020 年前相关省市完成国三车型的淘汰。

图表 27：国六排放升级引发抢装行情



资料来源：工信部，华安证券研究所

图表 28：部分重点区域淘汰国三车型规划

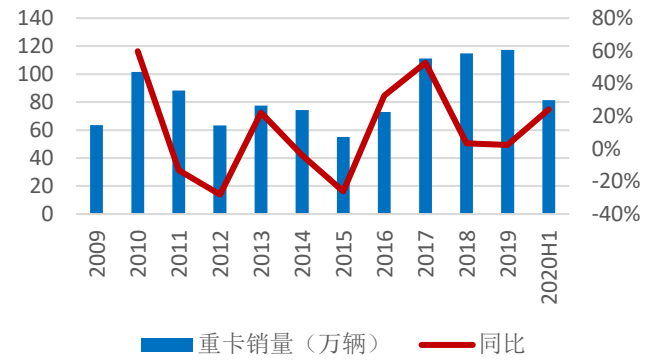
区域	要求
北京市	到 2019 年，北京市行政事业单位和国有企业基本淘汰国三柴油货车。2020 年，邮政、城市快递、办理货车通行证的轻型物流配送车辆基本为电动车。
南京市	到 2020 年底前，计划淘汰 21.4 万辆国三及以下排放标准柴油车。
天津市	2020 年底完成“十三五”老旧车淘汰工作任务。
深圳市	2020 年底对柴油车全面实施国六排放标准。并且将进一步加大国三柴油车的限行力度，通过疏堵结合的方式，力争在 2020 年基本淘汰国三柴油车。

陕西省	到 2020 年底前，全省淘汰高排放国三及以下排放标准营运柴油货车 11 万辆、老旧燃气车 2 万辆，其中西安、宝鸡、咸阳、铜川、渭南市和杨凌示范区基本淘汰国三及以下排放标准营运中、重型柴油货车，其他各市淘汰总量的 30%以上。
山东省	山东省计划自 2019 年 1 月 1 日起，山东省预计淘汰国三及老旧柴油车近 80 万辆；在 2020 年年底前，淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车。
甘肃省	到 2020 年前完成 17.9 万辆老旧柴油车治理任务。

资料来源：卡车之家，华安证券研究所

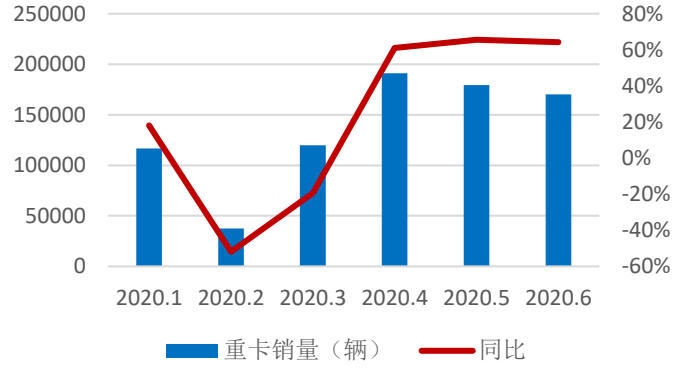
重卡销量高速增长。2020 年一季度受国内疫情影响，汽车行业总体承压。2020 年 Q1 国内重卡销量为 27 万辆，同比下滑 16%。随着国内疫情逐步被控制，重卡需求在二季度得以集中释放，与此同时受益于国内逆周期调整的实施，工程类重卡表现逐步向好。2020 年上半年国内重卡销量为 82 万辆，同比增长 24%，其中 2020 年 Q2 销量为 54 万辆，同比增长 63%。

图表 29：国内重卡历年销量情况



资料来源：中汽协，华安证券研究所

图表 30：国内重卡月度销量情况



资料来源：中汽协，华安证券研究所

重卡景气度有望持续。我们认为未来两年重卡市场仍旧以替换需求为主：

（1） 未来两年行业最关键的因素仍旧是在国标升级，加速国三车的淘汰；

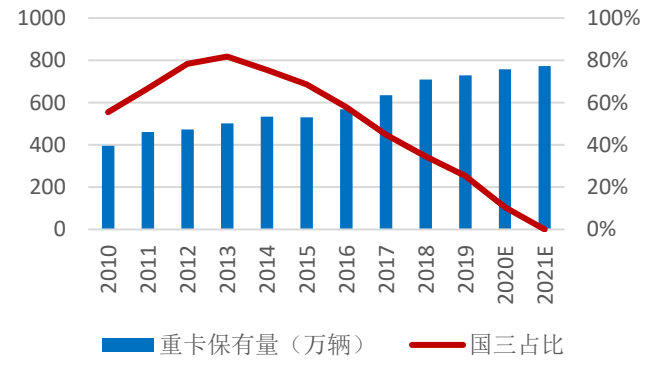
（2） 参照重点区域以及《行动计划》的规划，2020 年将是国三车型淘汰的重点年份；

（3） 根据我们预测截至 2019 年底国三车保有量仍旧有 180 万辆左右，占总体保有量的 25%左右。

（4） 经济稳定增长，逆周期调节预期下，重卡总体保有量仍旧保持增长。

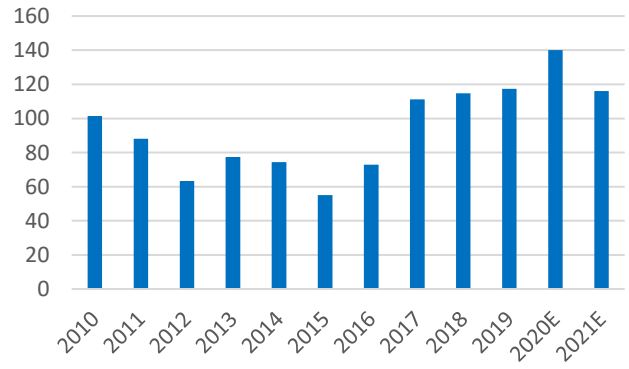
我们预计，2020 年-2021 年两年重卡销量有望维持较高的景气度。

图表 31：重卡保有量及结构



资料来源：中汽协，华安证券研究所

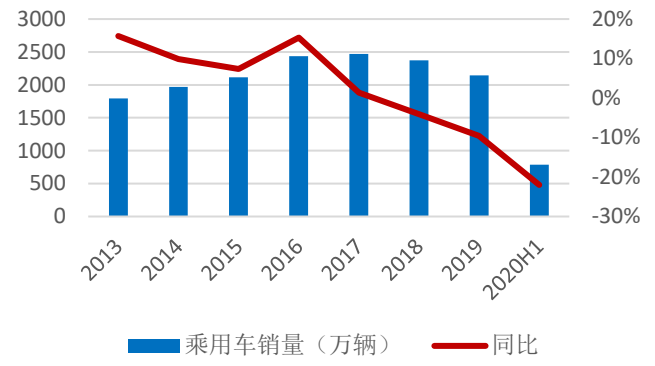
图表 32：重卡销量预测（万辆）



资料来源：中汽协，华安证券研究所

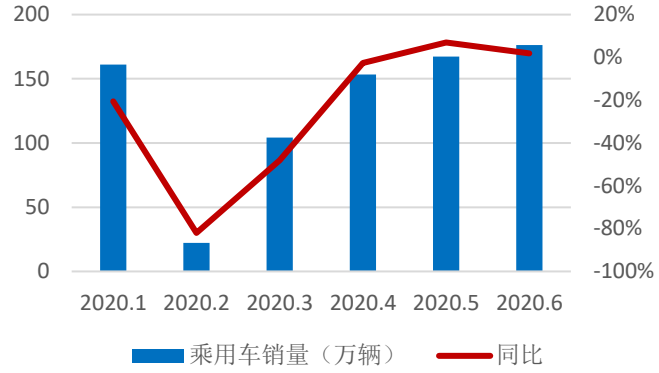
国内乘用车销量拐点已现。2020 年一季度受国内疫情影响，国内乘用车销量大幅下滑，对车企以及零部件汽车利润造成较大负面影响。为刺激国内汽车销量，以地方政府为主的刺激政策相继出台，包含释放指标、补贴等组合拳。进入二季度以后，随着政策的刺激以及国内疫情的逐步控制，国内乘用车销量逐步回暖，5、6 月份单月销量同比分别增长 7%和 2%。我们认为，行业复苏趋势明显，在地方政策的刺激下预计下半年行业有望保持较好景气度。

图表 33：国内乘用车历年销量情况



资料来源：中汽协，华安证券研究所

图表 34：2020 年国内乘用车月度销量



资料来源：中汽协，华安证券研究所

图表 35：各地汽车刺激政策梳理

省市	刺激手段	具体措施
广州	增加指标配置额度	2019 年 6 月至 2020 年 12 月，增加 10 万个中小客车增量指标额度，增加的额度原则上按 1：1 比例分别配置普通车竞价指标和节能车摇号指标。
	补贴	置换或报废二手车的消费者，在广州注册登记的汽车经销商购买“国六”新车，每车给予 3000 元补助。
深圳	增加指标配置额度	2019 年起，在原定每年 8 万个普通小汽车增量指标配置额度的基础上，在今明两年每年增加投放普通小汽车增量指标 4 万个。
佛山	补贴	自 2020 年 3 月 1 日起实施，有效期为一年。1、汽车更新换代，佛山号牌车主凭旧车售卖发票或汽车报废注销证明购买新车，每辆补助人民币 3000 元；2、汽车集体采购，同一消费者一次性购买 5 台及以上的大、中、重型客运、载货汽车（车辆单价不少于 50 万元），每辆补助人民币 5000 元；3、购买新车，每辆补助人民币 2000 元。
长沙	补贴	消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆，并在长沙上牌落户，可获得裸车价款 3%的一次性补贴，每台车最高补贴不超过 3000 元。此活动从 3 月 11 日开始，至 6 月 30 日结束。
贵阳	取消限购	贵阳市废除汽车限购措施，并取消“购车摇号”。
北京	增加指标配置额度	上半年或再释放不少于 10 万个购车指标
	补贴	尽快推出高排放老旧汽车淘汰更新政策，释放一部分老旧车存量指标，通过设置补贴奖励及购车时限，在年内转化为新购汽车消费贡献。
上海	增加指标配置额度	自 3 月到年底新增 4 万个非营业性客车额度。
	补贴	对燃油车以旧换新给予补贴，报废或转出国四及以下车型，并购置国六车型的，给予每辆车 4000 元补助。
长春	补贴	鼓励购买新车，购买长春市生产并在省内销售落籍的汽车，每辆给予购车价格 3%的一次性补助，最高不超过 4000 元。

宁波	补贴	9 月 30 日之前，鼓励本地乘用车生产企业对消费者进行让利销售，消费者购买本地生产、销售的乘用车，并在本地上牌的，给予每辆车一次性让利 5000 元，每家企业限让利销售 6000 辆。
杭州	牌照	2020 年一次性增加 2 万个小客车指标。
四川省	补贴	2020 年 4 月 10 日至 2020 年 8 月 10 日，开展汽车下乡专项活动。针对是车型是 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车（含新能源汽车），直接在最优惠价格基础上，再给予农村消费者 1000 元/辆及以上的汽车下乡价格优惠。
山西省	补贴	2020 年 4 月 1 日至 12 月 31 日，山西省内法人消费者和自然人消费者，购买相关的汽车有补贴，轿车、SUV 及 MPV 等乘用车型，每辆奖励 6000 元。

资料来源：中汽协，华安证券研究所

3、新能源热管理成为公司未来增长点

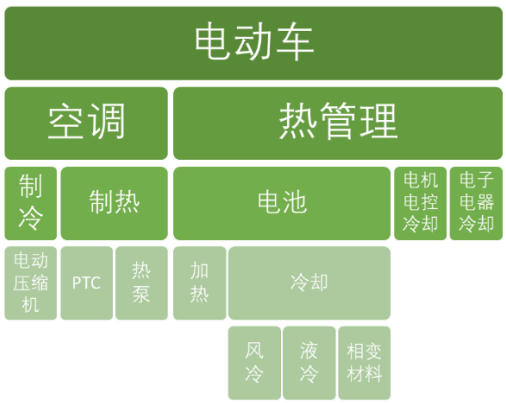
新能源车热管理系统具有更高的单车价值量。新能源车热管理价值量有显著的提高，是攸关安全、性能、寿命的关键系统，随着电池高能量密度趋势，必然会加大投入。新能源车围绕动力电池展开的电池热管理及电气化空调系统，新生零部件如电动压缩机、PTC 加热器、电子水泵、电池冷却器、冷却板、电子膨胀阀。根据我们测算，新能源车热管理零部件单车价值量为 7000-10000 元，为传统汽车热管理零部件单车价值量的 3-4 倍。

图表 36：传统车热管理



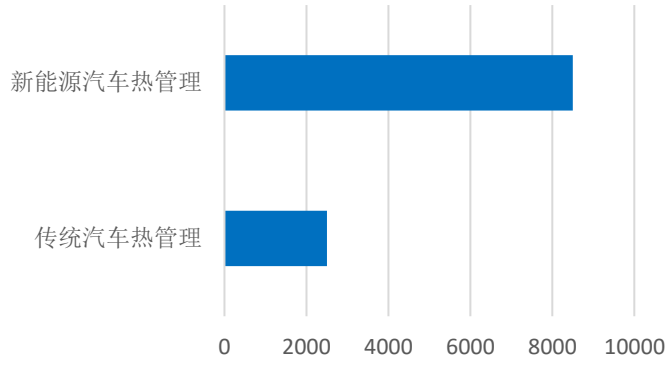
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 37：新能源车热管理



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 38：新能源与传统汽车热管理单车价值量对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39：新能源热管理产品价值量与市场规模

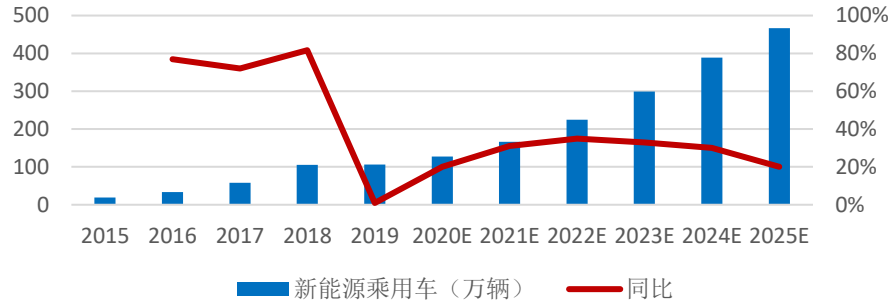
产品名	单车价值（元）	数量（个）	2020 年全球市场规模（亿元）	2025 年全球市场规模（亿元）
冷凝器	200-300	1	6	24
低温水箱	400-600	1	12	48
水冷冷凝器	200	1	5	19
蒸发器	200-300	1	6	24
暖风水箱	100-200	1	4	14
电池深冷器	200-600	1	10	38

电池冷却板	500-800	1	16	62
储液分离器	200	1	5	19
高电压 PTC	800-1500	2	55	221
电子水泵	100-200	2	7	29
鼓风机	200-300	1	6	24
空调控制器	300-500	1	10	38
空调回路	200-300	1	6	24
电子膨胀阀	150-200	3	14	58
压力传感器	40	1	1	4
温度传感器	10-30	3	1	6
电动压缩机	2000	1	48	192
冷媒阀	100-150	1	4	14
三通阀	100-150	1	4	14
合计	7220-10730		218	874

资料来源：公司公告，华安证券研究所

多因素助力新能源汽车发展。新能源汽车的发展受政策、产品、成本等多因素音响。当前来看，国内外政策趋势向好，相对于前几年新能源汽车发展有着更为缓和的政策环境。而在产品端，自主、合资与造车新势力进入百花争鸣的阶段，产品更加多样化并且更加成熟，为消费者提供更多细分市场的可选产品。同时随着行业供应链成本的持续下探，与传统燃油车价差的逐步缩进将进一步增强新能源汽车的竞争力。我们认为，新能源汽车处于以新增需求为主的高速发展阶段，多因素的向好将使得行业的发展更为持续。

图表 40：国内新能源汽车销量情况



资料来源：中汽协，华安证券研究所

布局新能源车热管理领域，产品陆续量产。公司传统汽车热管理产品包含发动机油冷器、变速箱油冷器、中冷器、前端模块等产品，总体产品单车价值量在 1000 元左右。而当前公司在产的新能源热管理产品包含冷凝器、低温水箱、水冷冷凝器、蒸发器、暖风水箱、电池深冷器、电池冷却板等产品，单车价值量在 1800-3000 元。与此同时，公司未来拟布局产品包含储液分离器、高压 PTC、电子水泵、鼓风机、空调控制器等产品，潜在单车价值量为 2700-4700 元。

图表 41：公司新能源热管理产品布局

车型	产品名	单车价值（元）
新能源汽车（现有产品）	冷凝器	200-300
	低温水箱	400-600
	水冷冷凝器	200
	蒸发器	200-300
	暖风水箱	100-200
	电池深冷器	200-600
	电池冷却板	500-800
	合计	1800-3000
新能源汽车（拟布局产品）	储液分离器	200
	高电压 PTC	800-1500
	电子水泵	100-200
	鼓风机	200-300
	空调控制器	300-500
	空调回路	200-300
	合计	2700-4700
传统汽车	机油冷却器	50-100
	机滤模块	200
	变速箱油冷器	150-200
	中冷器	150-200
	前端模块	400-600
	合计	950-1300

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42：新能源汽车产品系列



资料来源：公司公告，华安证券研究所

配套优质客户，定点项目充足。公司新能源热管理产品目前已经配套吉利汽车、广汽集团、比亚迪、长安汽车、CATL 等国内优质厂商。与此同时，公司累计获得来自通用、福特、沃尔沃、吉利、广汽、宁德时代、比亚迪、威马、江铃等客户的新能源项目订单，根据客户需求预测，全生命周期订单总额超过 60 亿元。

公司拿到吉利 PMA 的热交换总成项目定点，生命周期预计供货量 338 万套。PMA

平台为吉利与沃尔沃共同打造的纯电动模块架构，吉利与领克将会在 PMA 架构上推出 10 余款新车，对于吉利新能源汽车战略至关重要。PMA 热交换器总成产品预计 2021 年开始供货。

热泵空调是一种可以将低位热源的热能强制转移到高位热源的空调装置，是目前为数不多适用于电动汽车制热的有效技术。公司成功拿到江铃新能源、戴姆勒 SMART 车型热泵空调项目定点，预计相关产品将于 2022 年开始供应。

图表 43：现有客户配套情况

客户	产品
吉利	散热器、低温水箱、电池冷却器等
广汽	电池冷却器、电池冷却板等
比亚迪	电池冷却器
CATL	电池冷却板

资料来源：公司公告，华安证券研究所

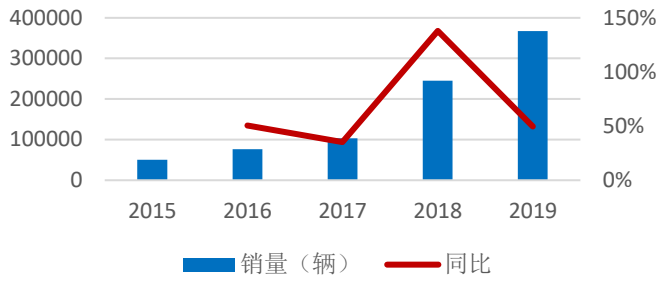
图表 44：新能源热管理业务项目定点情况

公告时间	客户	具体情况
2018.5	吉利	公司将为 PMA 平台的车型提供热交换总成产品，预计 2021 年开始供货，量产周期内合计供货量预计约为 338 万套。
2018.11	长安福特	公司将为 BEV-A 平台车型提供电池冷却水板，预计 2021 年开始供货，生命周期内总供货量预计约为 24 万套。
2018.12	吉利	公司将为 BE12 纯电动平台开发、制造液冷板，预计 2021 年开始批量供货，根据客户预测，生命周期内总销售额预计约为 11.5 亿元。
2019.1	江铃	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。
2020.1	吉利	获得吉利 PMA-2 平台（SMART 车型）热泵空调项目的授权，该项目产品预计将于 2022 年开始批量供货。根据客户预测，生命周期内销售额预计 6.95 亿元人民币。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

进入特斯拉配套体系，产品获电动龙头认可。公司与特斯拉签订协议，在协议约定的期限内，特斯拉将向上海银轮采购汽车换热模块产品。特斯拉为全球最大的电动车制造商，目前在全球范围内拥有 Fremont、上海两大主要生产基地，柏林工厂预计 2021 年投产。2019 年受益于 Model3 在欧洲和中国市场的增长，特斯拉全年实现 36 万辆的销量，同比增长 50%。后续随着 Model Y，赛博朋克等车型的陆续量产，将为特斯拉产业链带来更多的增量机会。

图表 45：特斯拉销量情况



资料来源：特斯拉公告，华安证券研究所

4、尾气后处理：排放升级带来增量市场

国五升国六，排放标准日趋严苛：

（1）a/b 标准方面：国六 a 阶段的排放标准基本与“国五”相同，仅仅是取了国五排放要求中的最严值，大部分主机厂直接跳过国六 A 阶段进入国六 B 的设计研发；

（2）排放物方面：国六 b 氮氧化物（NOx）和颗粒物（PM）排放限值和国五相比分别加严了 77%和 67%，并新增了粒子数量（PN）的限值要求；

（3）测试工况方面：发动机测试工况从国五采用的欧洲稳态循环（ESC）和欧洲瞬态循环（ETC），到国六 b 改为更具有代表性的世界统一稳态循环（WHSC）和世界统一瞬态循环（WHTC）。

图表 46：“国六 b“与国五标准对比

	氮氧化物(g/kwh)		PM细颗粒物		NH_3逃逸PPM		PN-1颗粒物	
	国V	国VIb	国V	国VIb	国V	国VIb	国V	国VIb
ESC	2		0.02		25		-	
WHSC		0.4		0.01		10		8*10^11
ETC	2		0.03		25		-	
WHTC		0.46		0.01		10		6*10^11

资料来源：工信部，华安证券研究所

国六标准实施将带来重卡单车成本的提升。根据中汽中心专项研究，国六标准实施之后成本主要增加在四个方面：前期研发测试、机内燃烧优化、机外净化（后处理）和排放质保费用。预计在实施初期，成本较国五车型增加约 1.5-2 万元，随着控制技术产业化发展，成本会进一步降低。

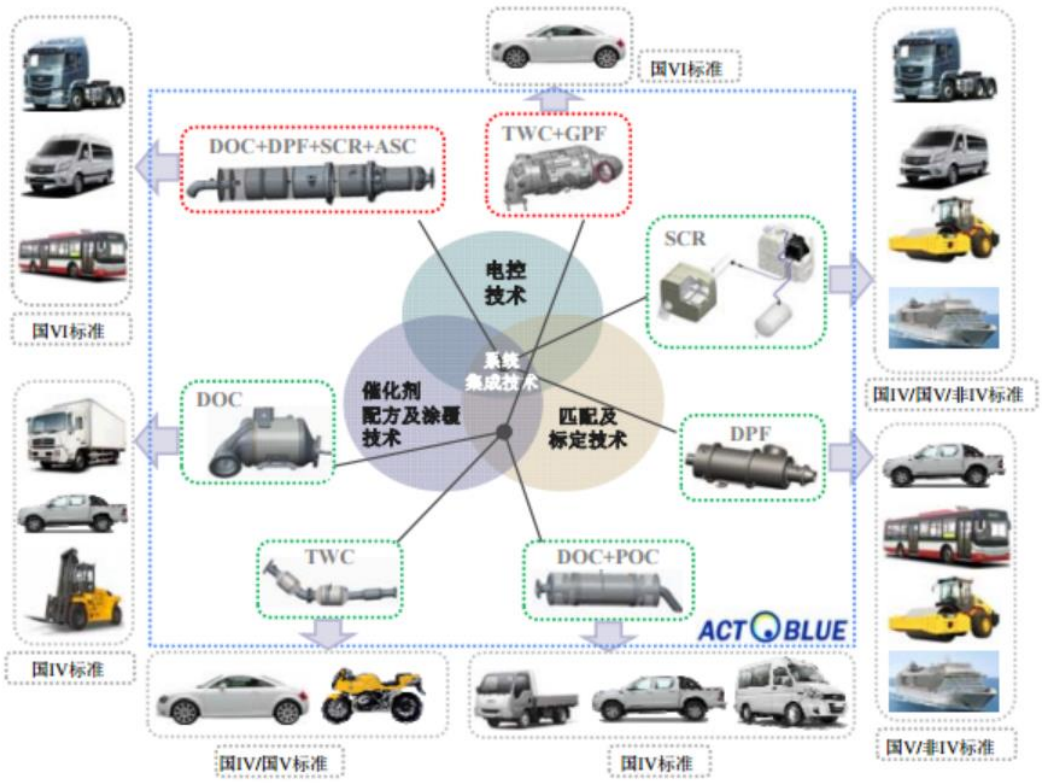
图表 47：国六标准实施将带来重卡单车成本的提升

前期研发及测试	机内燃烧优化	机外净化（后处理）	排放质保费用
•国六发动机前期的研发成本较高，许多机型需要全新开发 •满足国六法规，需要2-3年标定 •增加测试项目，测试成本提高	•提升喷射压力 •调整喷油规律，降低Nox •多次喷射 •优化匹配涡轮增压器 •优化进排气 •优化燃烧室设计	•选择性催化还原系统（SCR） •柴油氧化催化器（DOC） •柴油颗粒捕捉器（DPF） •氨捕捉器（ASC）	•5年16万公里的排放质保需要由厂商负责，排放系统部件损坏费用高 •SCR、EGR、DPF、喷油器、共轨系统等排放部件失效会导致更大更换费用

资料来源：工信部，华安证券研究所

尾气排放技术标准升级，带来更多增量。国四标准期间，轻卡采用的是 EGR+DOC+POC 的技术路线，而中重卡采用的是 SCR 的技术路线。国五标准期间，轻卡尾气后处理技术产生分化，SCR 和 DPF+DOC+EGR 两种技术路线并存，中重卡沿用 SCR 的技术路线。而到了国六排放阶段，排放要求更加严苛预计轻卡和中重卡均将采用 SCR+DOC+DPF+EGR 的技术手段。

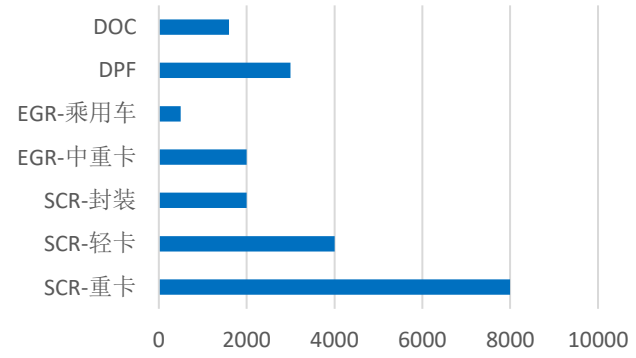
图表 48：排放升级升级带来尾气排放处理技术更新



资料来源：艾可蓝招股说明书，华安证券研究所

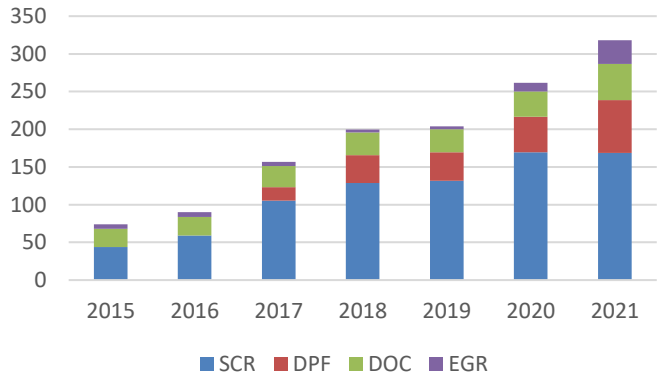
排放升级为尾气后处理带来更多的增量市场。对于轻卡市场来说，国六标准全面实施之后，其尾气后处理主要的增量市场来自于 SCR 的全面普及，我们预计约 30 亿左右的增量市场。而对于重卡市场而言，其尾气后处理主要的增量市场来自于 DPF、DOC、EGR 等产品的，我们预计约 77 亿左右的增量空间。

图表 49：主要后处理产品的价格对比（元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 50：尾气后处理市场规模预测（亿元）



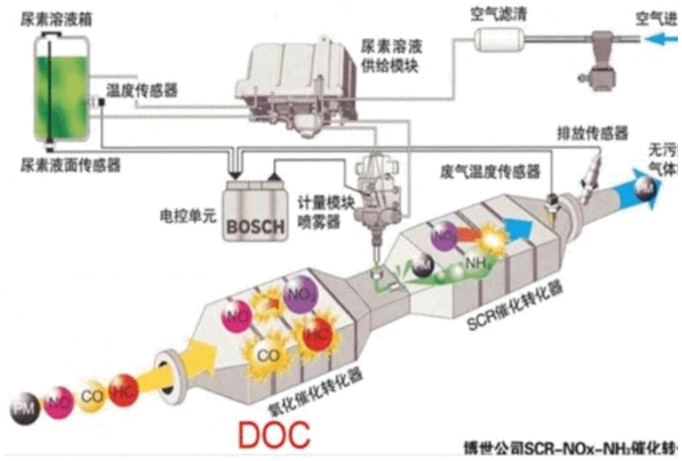
资料来源：公司公告，华安证券研究所

选择性催化还原技术 SCR（Selective Catalyst Reduction）是针对柴油车尾气排放中 NOx 的一项处理工艺，即在催化剂的作用下，喷入还原剂氨或尿素，把尾气中的 NOx 还原成 N2 和 H2O。从而达到既节能、又减排的目的，该项技术是欧洲主流技术路线，欧洲长途载货车和大型客车几乎全部采用这一技术。

颗粒过滤器 DPF（Diesel Particulate Filter）指安装在柴油车发动机排气系统中，能降低排气中颗粒物（PM）排放污染物的装置，关键技术在于再生。其通常在上游还串有 DOC（氧化型催化转化器），因此可同时降低 HC、CO 和 PM 三种污染物的排放量。再结合发动机内的冷 EGR 来降低 NOX 排放，就可满足排放法规标准对四种排放物的限值要求。

柴油氧化型催化器 DOC（Diesel Oxidation Catalyst）是安装在发动机排气管路中，通过氧化反应，将发动机排气中一氧化碳（CO）和碳氢化合物（HC）转化成无害的水（H20）和二氧化碳（CO2）的装置。也可配合 DPF 降低尾气中的 NOx。

图表 51：SCR 系统



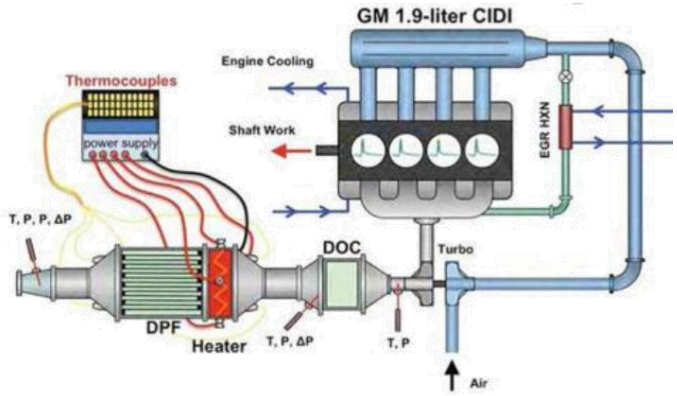
资料来源：博世官网，华安证券研究所

图表 52：SCR 筒式、箱体式



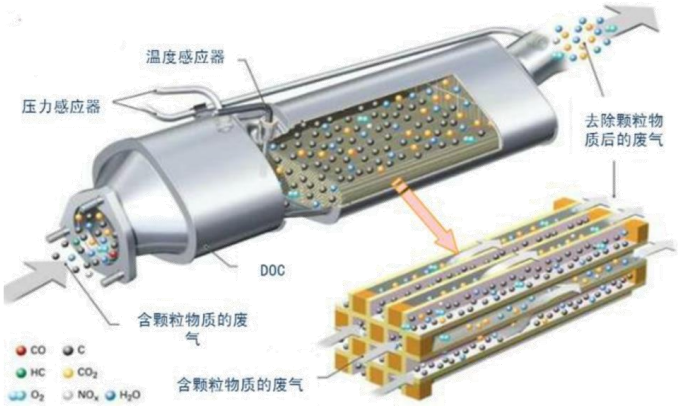
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 53：柴油机 DOC+DPF



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 54：DPF 系统

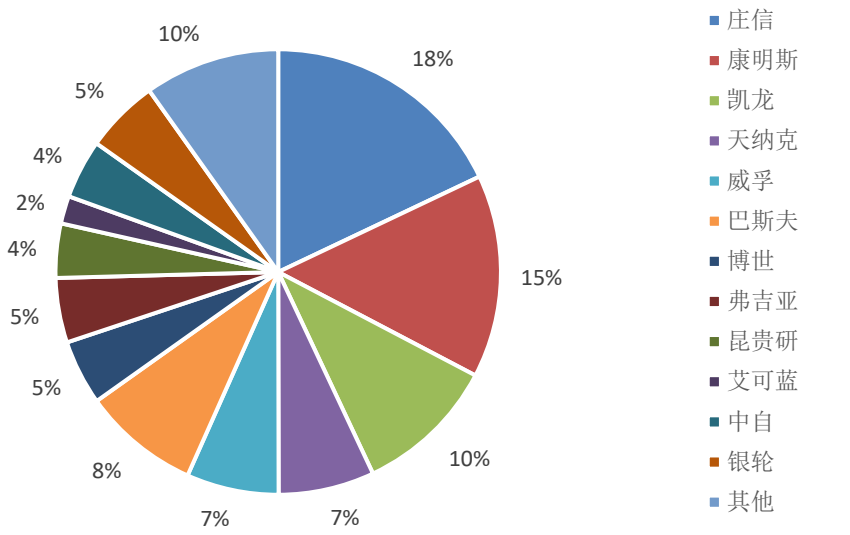


资料来源：公司官网，华安证券研究所

在尾气后处理方面，国内厂商以封装和系统集成为主，技术含量较高的催化剂仍旧以外资厂商为主，比如 DPF 载体的技术含量较高，国内厂商以采购为主，下游客户同样会指定。根据中国内燃机工业年鉴统计，2017 年 SCR 配套企业与配套汽车厂中，中外资企业的 SCR 产品所占份额为 1.8:1，但在 SCR 系统中的催化剂的使用是 1:3。

SCR 竞争格局：国五排放标准实施以来，SCR、DOC 在柴油车领域应用比较广泛，下游覆盖轻、重型车。国内 SCR 产品（封装或单独催化剂）的主要企业有：国际品牌（庄信万丰、天纳克、巴斯夫）、发动机厂康明斯、国内自主品牌威孚、艾可蓝、银轮股份。

图表 55：SCR 国内竞争格局

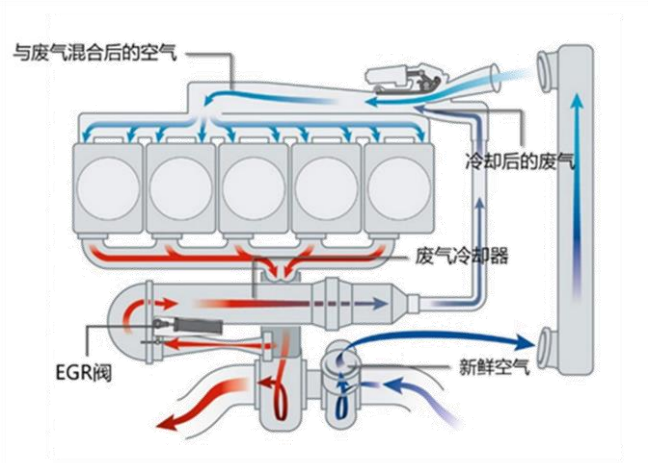


资料来源：《中国内燃机工业年鉴 2019》，华安证券研究所

公司 SCR 以整体封装业务为主，并绑定潍柴等大客户。公司 2009 年就开始涉足 SCR 产品开发；2010 年通过了济南汽车检测中心现场检测。2016 年公司与弗吉亚成立合资公司，开发国六阶段的尾气处理 SCR 系统。目前公司以整体封装业务为主，分为筒式和箱体式。主要客户是潍柴动力、玉柴、上柴等。

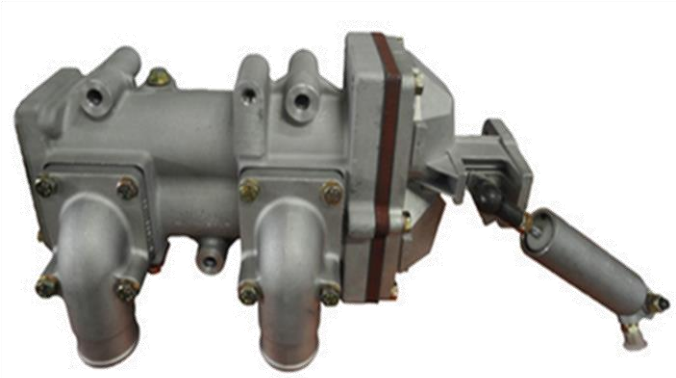
排气再循环 EGR（Exhaust Gas Recirculation），即内燃机在燃烧后将排出气体的一部分分离出、并导入进气侧使其再度燃烧的技术。柴油机中使用主要目的为降低排出气体中的氮氧化物（NOx）与提高燃料消耗率；汽油机中使用 EGR 技术，会抑制爆震，提升压缩比进而提升效率。

图表 56：EGR 排气再循环



资料来源：公司官网，华安证券研究所

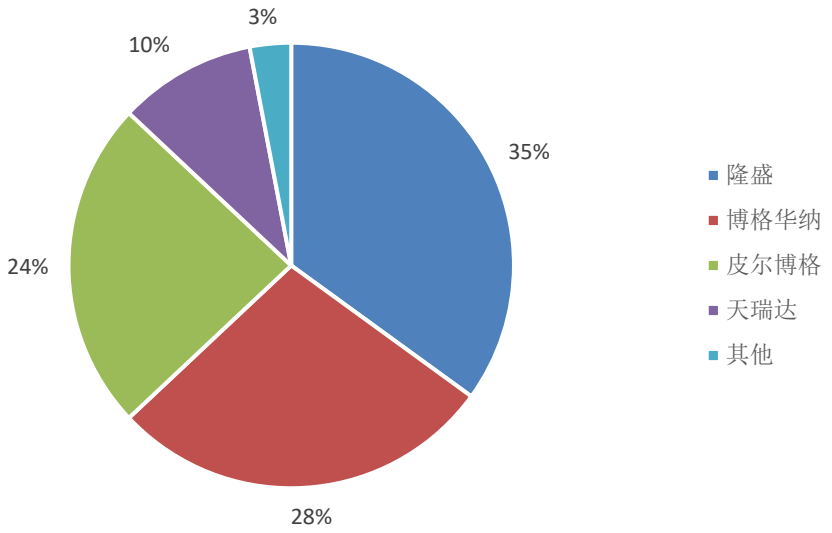
图表 57：EGR 总成



资料来源：公司官网，华安证券研究所

国六阶段 EGR 由轻卡向中重卡渗透。柴油机 EGR 技术路线主要应用于轻型车，国五阶段随着 SCR 技术路线的渗透，市场销量有所下滑。国五阶段国内 EGR 生产厂家大致为无锡隆盛、博格华纳、皮尔博格、宜宾天瑞达等。国六排放标准实施在即，EGR 作为国六阶段主要的技术手段之一，将被广泛应用于轻柴和重柴领域。

图表 58：国五阶段 EGR 国内竞争格局



资料来源：《中国内燃机工业年鉴 2019》，华安证券研究所

排放升级下竞争格局有望重塑，银轮有望充分受益。国六排放标准下行业竞争格局发生变化。首先在 SCR 领域，以潍柴为主的柴油机龙头渐渐将配套份额向国内厂商倾斜，银轮等国内厂商有望拿到更多份额。

在 EGR 领域，随着国六排放标准的实施，EGR 将逐渐成为柴油机的标配部件，涵盖轻柴、重柴等各排量柴油机。银轮股份客户结构较为完善，商用车产品覆盖轻型、中重型等主流客户。随着 EGR 产品的普及，银轮股份有望凭借完善的客户基础，拿下更多订单，相对于国五阶段仅有轻柴客户的竞争对手而言更加具有优势。目前银轮股份已经为潍柴天然气发动机独家配套 EGR 产品，后续有望在柴油机领域取得更多市场份额。

图表 59：银轮后处理产品潜在市场空间（亿元）

市场份额	20%	25%	30%	35%	40%	2019 年营收（亿元）
SCR-封装	10	13	15	18	20	5
市场份额	**30%**	**40%**	**50%**	**60%**	**70%**	**2019 年营收（亿元）**
重卡 EGR	7	10	12	14	17	1

资料来源：华安证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1、 **热交换器业务：**

（1） 传统热管理业务：

- 假设 2020-2022 年国内乘用车销量增速分别为-10%/5%/5%。国内重卡销量增速分别为 20%/-15%/-10%。
- 假设 2020-2022 年公司不锈钢油冷器销量增速分别为 5%/-3%/-3%，行业市占率维持在 52%左右。
- 假设 2020-2022 年公司铝油冷器销量增速分别为-7%/11%/5%，市占率稳步提升。
- 假设 2020-2022 年公司中冷器销量增速分别为-10%/7%/37%。2022 年曼胡默尔、通用等项目量产贡献增量。

（2） 新能源热管理业务：

- 假设2020-2022年国内新能源汽车销量增速分别为20%/30%/30%。
- 假设 2020-2022 年公司电池冷却板销量增速分别为 20%/173%/46%。2021 年开始长安福特、吉利等相关项目陆续量产。
- 2020 年开始公司热泵空调项目陆续量产。
- 2020 年开始特斯拉热交换项目开始量产，2021 年开始吉利热交换总成项目开始量产贡献增量。

（3） **毛利率：**热交换器业务原材料主要为铝等金属件，假设 2020-2022 年总体保持稳定。同时随着公司规模的逐步扩大，热交换器业务毛利率稳中有升。

2、 **尾气处理业务：**

（4） **SCR：**假设 2020-2022 年公司 SCR 产品市占率分别为 7%/8%/10%。对应 2020-2022 年产品销量增速分别为 19%/16%/25%。市占率提升来自于现有客户配套份额提升，以及新客户开拓。

（5） **EGR：**假设 2020-2022 年 EGR 在重卡市场的渗透率分别为 30%/70%/100%。2020-2022 年公司产品销量增速分别为 26%/43%/33%。

（6） **毛利率：**随着产品销量规模提升公司毛利率稳中有升。

图表 60：分业务收入及毛利率

		2019A	2020E	2021E	2022E
热交换器业务	收入	3,894.6	3,948.5	4,535.6	5,081.7
	增速	6.8%	1.4%	14.9%	12.0%
	毛利率	23.6%	24.0%	24.3%	24.6%
尾气处理	收入	621.3	910.4	1,378.4	1,891.4
	增速	15.1%	46.5%	51.4%	37.2%
	毛利率	17.4%	18.0%	19.0%	20.0%
汽车空调	收入	660.3	738.1	621.1	553.4
	增速	36.6%	11.8%	-15.9%	-10.9%
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	383.6	345.3	362.5	380.7
	增速		-10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	5,520.7	5,942.3	6,897.6	7,907.2
	增速	10.0%	7.6%	16.1%	14.6%
	毛利率	24.1%	24.2%	24.1%	24.1%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 59、69 和 79 亿元，归母净利润分别为 3.7、4.4 和 5.2 亿元，EPS 分别为 0.46、0.55 和 0.66 元。

5.2 相对估值

我们选取了新能源热管以及国六排放升级中的四家主流公司，2020 年四个公司的平均 PE 为 52 倍，2021 年平均 PE 为 36 倍。公司热管理与尾气后处理双业务驱动，热交换器龙头地位稳固，未来充分受益新能源汽车发展；尾气后处理业务受益于排放法规升级，为公司贡献未来 2-3 年的利润弹性。当前公司 2020 年 PE 仅为 33 倍，低于行业平均估值。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 61：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300816.SZ	艾可蓝	91.00	1.72	1.69	2.50	53	54	36
002050.SZ	三花智控	22.80	0.52	0.42	0.52	44	54	44
000887.SZ	中鼎股份	11.28	0.49	0.44	0.63	23	26	18
688021.SH	奥福环保	73.17	0.85	0.99	1.62	86	74	45
平均值						51	52	36
002126.SZ	银轮股份	14.96	0.40	0.46	0.55	37	33	27

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示

（1）乘用车业务开拓不及预期。公司进一步扩大业务到乘用车领域，目前前五大客户包括福特、吉利、广汽、长城、长安等。若乘用车市场开拓不及预期，可能影响公司业绩增长。

（2）尾气排放业务客户开拓不及预期。公司已在尾气后处理全面布局，深耕EGR（2002年研发）、SCR（2007年研发）、DPF（新募投项目）等领域。受益于国六排放升级春风，公司尾气后处理稳步增长，是未来2-3年公司最为重要的业绩增长点。若公司尾气后处理业务开拓不及预期，将影响公司盈利水平。

（3）新能源汽车热管理业务不及预期。公司切入新能源汽车热管理领域，现已配套吉利、广汽、比亚迪、宇通等车企。新能源热管理业务是公司未来长期发展的重要支撑业务，若国内新能源汽车发展增速放缓不及预期，将影响公司业绩增长，另外可能将出现发力不足，不能持续开拓客户等情况。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,796	5,485	6,031	6,898
现金	605	868	909	1,317
应收账款	1,949	2,039	2,381	2,745
其他应收款	18	41	47	45
预付账款	39	48	59	70
存货	1,017	1,110	1,291	1,471
其他流动资产	1,168	1,379	1,343	1,251
非流动资产	3,628	3,615	3,858	4,125
长期投资	364	317	332	338
固定资产	1,987	2,023	2,062	2,094
无形资产	456	463	469	484
其他非流动资	821	811	995	1,209
资产总计	8,424	9,099	9,888	11,023
流动负债	3,958	4,169	4,453	4,975
短期借款	1,156	1,155	1,155	1,153
应付账款	1,692	1,864	2,122	2,444
其他流动负债	1,110	1,150	1,176	1,378
非流动负债	383	374	415	470
长期借款	211	211	211	211
其他非流动负	171	163	204	259
负债合计	4,340	4,544	4,868	5,446
少数股东权益	354	396	447	505
股本	792	792	792	792
资本公积	982	982	982	982
留存收益	2,042	2,385	2,798	3,298
归属母公司股东	3,730	4,159	4,573	5,073
负债和股东权	8,424	9,099	9,888	11,023

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	689	213	538	818
净利润	349	365	435	519
折旧摊销	250	197	245	303
财务费用	76	59	57	54
投资损失	(76)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	44	(419)	(235)	(96)
其他经营现金	44	71	96	98
投资活动现金	(213)	(264)	(275)	(316)
资本支出	0	(340)	(290)	(350)
长期投资	(50)	47	(15)	(6)
其他投资现金	(163)	29	30	40
筹资活动现金	(410)	103	(191)	(62)
短期借款	(73)	(1)	(0)	(2)
长期借款	30	0	0	0
普通股增加	(9)	0	0	0
资本公积增加	(101)	0	0	0
其他筹资现金	(258)	104	(191)	(60)
现金净增加额	65	52	73	439

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,521	5,942	6,898	7,907
营业成本	4,189	4,506	5,238	5,999
营业税金及附加	28	36	41	47
销售费用	292	309	345	400
管理费用	399	666	745	838
财务费用	72	59	57	54
资产减值损失	(45)	(2)	12	8
公允价值变动收	59	31	32	32
投资净收益	76	60	60	60
营业利润	400	460	551	653
营业外收入	3	18	18	18
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	400	475	566	668
所得税	50	69	79	92
净利润	349	406	487	577
少数股东损益	32	42	51	58
归属母公司净利润	318	365	435	519
EBITDA	1,038	717	853	1,010
EPS（元）	0.40	0.46	0.55	0.66

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.99%	7.64%	16.08%	14.64%
营业利润	-10.96%	14.93%	19.67%	18.60%
归属于母公司净利	-9.01%	14.74%	19.46%	19.23%
获利能力				
毛利率(%)	24.12%	24.17%	24.05%	24.14%
净利率(%)	5.75%	6.13%	6.31%	6.57%
ROE(%)	8.56%	8.92%	9.70%	10.34%
ROIC(%)	9.15%	11.14%	10.35%	11.53%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.52%	49.94%	49.23%	49.40%
净负债比率(%)	41.43%	45.80%	41.11%	37.51%
流动比率	1.21	1.32	1.35	1.39
速动比率	0.95	1.05	1.06	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.68	0.73	0.76
应收账款周转率	3.08	3.02	3.18	3.14
应付账款周转率	3.47	3.34	3.46	3.46
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.40	0.46	0.55	0.66
每股经营现金流	0.87	0.27	0.68	1.03
每股净资产(最新	4.71	5.25	5.77	6.40
估值比率				
P/E	37.3	32.5	27.2	22.8
P/B	3.2	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	6.53	17.96	14.87	12.12

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，大众中国、泰科电子。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。