

公司业绩下滑低于预期，期待新能源及减速机业务放量

买入（维持）

事件：公司发布 2018 年年报，实现营收 31.5 亿元，同比+19.4%；归母净利润 2.0 亿元，同比-19.5%；扣非归母净利润 1.2 亿元，同比-42.8%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税）。

投资要点

■ 积极开拓新能源等新兴业务领域，业绩增长稳定

分产品看，报告期间乘用车齿轮、工程机械齿轮、商用车齿轮、电动工具齿轮、摩托车齿轮、钢材销售营收分别为：10.47/5.81/4.66/1.22/0.81/7.4 亿元，同比+10.98%/+36.27%/+11.13%/+0.75%/-4.10%/+29.37%；值得关注的是减速机业务开始贡献收入，为 0.63 亿元。报告期内国内外市场环境发生重大变化、汽车市场出现一定程度下滑，但公司营收总体依然维持稳定增速，主要系公司在自动变速器转型升级以及新能源车领域迅猛发展的情况下率先布局，并在经营上进行资源倾斜配置，实现比亚迪、博格华纳等客户新能源项目快速上量，确保了经营业绩的总体平稳。

■ 盈利略有下降，财务费用大幅上升

公司 2018 年综合毛利率 20.31%，同比-2.41pct。分业务看乘用车齿轮、工程机械齿轮、商用车齿轮、钢材销售毛利率分别为 20.58%、27.35%、24.17%、4.11%，同比-3.63pct、-5.18pct、-3.21pct、-1.24pct，减速机业务毛利率 35.02%，为 2018 年新增。产品毛利率均有不同程度下降，主要是报告期内材料成本上升导致的营业成本增加。期间费用率合计 14.93%（销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.32%/4.87%/3.57%/3.17%，同比-0.42pct/+0.51pct/+0.46pct/+1.36pct），同比+1.9pct，主要系公司股权激励费用增加和借款利息及计提可转债相关费用增加所致。

■ 抓住产业升级机会，优化产能布局

随着新能源汽车产业的高速增长以及国外厂商加速外放燃油性高级别变速箱部件业务，齿轮部件企业迎来新的发展机遇，对于产品的精度、品质、附加值提出更高要求，公司作为国内齿轮龙头将充分收益。公司积极布局的“属地化”经营战略初现成效，已完成玉环、淮安、嘉兴、重庆、大连五大制造基地的生产能力改造提升与产能布局，形成上汽变、一汽、吉利等属地配套，持续加快向国内其他整车厂推动。同时面对以采埃孚为代表的多家国外巨头正对国内属地的扩张，公司正尝试将属地化模式嫁接到这一合作场景，坚持外向发展模式，对接高端客户。

■ RV 减速机进入量产阶段，有望成为下一个业绩增长点

公司通过多年的自主研发，在国家“863 计划”和工信部智能制造专项支持下，公司 RV 减速机业务提升显著，市占率明显提高，产品受到业界认可，有望打破日欧垄断局面，2018 年定增募投项目已实现效益 574 万元。研究院全年完成 26 个型号的机器人精密减速器新品开发，申请专利 24 项，为公司新生业务的突破发展做好了技术和项目储备。目前 RV 减速机主要被日本纳博特斯克垄断，其成本在整个工业机器人中约占 35%，较高的进口价格成为制约国内工业机器人本体制造商发展的主要瓶颈之一。国内工业机器人需求呈现上升趋势，预计 2020 年 RV 减速机市场规模将达 40-50 亿元，随着国产代替进口的步伐加快，公司作为 RV 减速机产业的领先者，减速机业务有望脱颖而出，成为下一个业绩增长点。

盈利预测与投资评级：公司在自动变替代手动变和 RV 减速机国产化的过程中抓住机遇，发展态势良好，并积极开拓新能源业务，业务增长可期。预计 2019、2020、2021 年净利润为 2.2/2.4/2.8 亿元，对应 PE 为 23/21/18X，维持“买入”评级。

风险提示：自动变景气度不及预期；公司 RV 减速器产业化速度不及预期

2019 年 04 月 22 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.25
一年最低/最高价	5.26/9.96
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	3990.57

基础数据

每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	53.53
总股本(百万股)	686.55
流通 A 股(百万股)	550.42

相关研究

- 1、《科恒股份(300340)：2018H1 业绩符合预期，收购誉辰继续推进材料+设备布局》2018-08-30
- 2、《双环传动(002472)：2018H1 业绩符合预期，减速器新能源车齿轮双增长点》2018-08-26
- 3、《双环传动：业绩符合预期，RV 减速机业务增长潜力巨大》2018-04-13

双环传动三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3153.2	4458.5	4864.2	5002.6	营业收入	3150.7	3595.9	4114.5	4719.8
现金	618.6	1640.0	1542.0	1256.0	减:营业成本	2510.8	2841.7	3245.6	3715.9
应收账款	1037.8	1201.9	1251.3	1412.1	营业税金及附加	12.6	15.8	17.3	20.8
存货	1146.0	1331.3	1680.6	1913.9	营业费用	104.7	118.7	123.4	141.6
其他流动资产	350.7	285.2	390.3	420.6	管理费用	159.2	187.7	213.7	243.9
非流动资产	4770.6	5877.0	6399.2	7230.0	财务费用	99.8	218.0	273.8	310.1
长期股权投资	125.1	125.1	125.1	125.1	加:投资净收益	19.8	25.5	24.4	26.6
固定资产	4284.3	5398.7	5928.8	6767.5	其他	-64.0	7.9	7.9	7.9
无形资产	238.0	230.0	222.1	214.2	营业利润	219.5	247.3	273.0	322.1
其他非流动资产	123.2	123.2	123.2	123.2	加:营业外净收支	2.5	6.7	8.4	6.5
资产总计	7923.7	10335.5	11263.4	12232.6	利润总额	222.0	254.0	281.4	328.6
流动负债	2233.4	4520.3	5300.5	6115.1	减:所得税费用	27.0	33.0	36.6	42.7
短期借款	1279.8	3120.9	3640.6	4153.6	少数股东损益	-0.2	2.2	2.4	2.9
应付账款	793.4	1127.2	1354.3	1625.8	归属母公司净利润	195.2	218.8	242.4	283.1
其他流动负债	160.1	272.3	305.6	335.7	EBIT	369.4	439.9	522.4	605.6
非流动负债	2008.1	2008.1	2008.1	2008.1	EBITDA	623.9	792.3	1032.1	1236.9
长期借款	1017.2	1017.2	1017.2	1017.2					
其他非流动负债	991.0	991.0	991.0	991.0	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	4241.5	6528.5	7308.6	8123.2	每股收益(元)	0.28	0.32	0.35	0.41
少数股东权益	93.0	94.3	95.6	97.3	每股净资产(元)	5.23	5.41	5.62	5.84
归属母公司股东权益	3589.2	3712.8	3859.1	4012.0	发行在外股份(百万股)	686	687	687	687
负债和股东权益	7923.7	10335.5	11263.4	12232.6	ROIC(%)	5.1%	5.0%	5.1%	5.5%
					ROE(%)	5.4%	5.9%	6.3%	7.1%
					毛利率(%)	19.9%	20.5%	20.7%	20.8%
					EBIT Margin(%)	11.7%	12.2%	12.7%	12.8%
					销售净利率(%)	6.2%	6.1%	5.9%	6.0%
					资产负债率(%)	53.5%	63.2%	64.9%	66.4%
					收入增长率(%)	19.4%	14.1%	14.4%	14.7%
					净利润增长率(%)	-19.5%	12.1%	10.8%	16.8%
					P/E	25.5	22.7	20.5	17.6
					P/B	1.4	1.3	1.3	1.2
					EV/EBITDA	14.8	14.5	11.9	10.6

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

