

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

双环传动(002472)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗政

执业编号: S1500520030002

联系电话: 18817583899

邮箱: luozheng@cindasc.com

刘崇武

执业编号: S1500520100001

联系电话: 13120841826

邮箱: liuchongwu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 产能利用率提升推动盈利弹性,上调全年盈利预期

2021年04月1日

**事件:** 公司发布 2020 年年报及 2021 年业绩预告, 2020 年公司实现营收 36.64 亿元, 同比增长 13.24%, 实现归母净利润 0.51 亿元, 同比下降 34.59%。公司预计 2021 年一季度实现归母净利润 4500 万元-5500 万元, 实现扭亏为盈。

**点评:**

- **行业下降周期, 公司收入继续保持稳健增长。** 2020 年公司实现营收 36.64 亿元, 同比增长 13.24%。分业务看, 乘用车齿轮实现收入 15.53 亿元, 同比增长 22.0%; 商用车齿轮实现收入 6.81 亿元, 同比增长 47.96%; 工程机械齿轮实现收入 5.14 亿元, 同比增长 1.94%; 电动工具齿轮实现收入 1.30 亿元, 同比增长 20.02%; 摩托车齿轮实现收入 0.77 亿元, 同比增长 2.10%; 减速器及其他实现收入 2.05 亿元, 同比增长 66.93%。2020 年受到疫情影响, 汽车行业持续萎靡, 但是公司收入依旧维持稳健增长, 凸显公司竞争实力以及前瞻的战略布局。
- **折旧摊销增加, 毛利率短期承压。** 截至 2020 年, 公司固定资产达到 36.31 亿元, 创历史新高。固定资产增加导致公司折旧摊销增加, 进而导致公司毛利率短期承压。2020 年公司综合毛利率为 17.37%, 同比下降 0.59pct。其中乘用车齿轮、商用车齿轮、工程机械齿轮毛利率分别为 16.04%、18.72%和 19.05%, 分别同比下降 1.91pct、1.95pct 和 4.05pct。此外, 2020 年公司合计费用率为 14.71%, 同比增长 0.23pct, 主要为借款增加导致财务费用增加以及研发费用的增长。2020 年公司净利率为 2.20%, 同比下降 0.12pct。
- **产能利用率提升, 业绩开始回暖。** 公司预计 2021 年一季度实现归母净利润 4500 万元-5500 万元, 业绩开始逐步回暖。一季度业绩增长主要原因: (1) 齿轮制造领域国产替代进口趋势加速, 公司多个新项目进入稳定批量供货状态; (2) 公司在工程机械海外客户业务份额占比进一步提升, 工程机械产品销量增加; (3) 公司产能利用率提升, 降低单位成本。我们认为随着齿轮制造向中国转移, 公司未来市占率有望持续提升。此外随着公司产能利用率的提升, 公司业绩有望加速释放。
- **纯电齿轮有望爆发, 减速器龙头地位稳固。** 与传统车齿轮相比, 纯电动汽车传动件在转速、强度、噪音上的性能要求更高。公司作为全球最早一批开发、生产电动汽车驱动齿轮的企业, 先发优势明显, 市占率稳居国内第一, 未来有望充分受益于新能源汽车齿轮的快速增长。同时, 公司品已成功批量应用国内主流机器人产品中, 逐步开启国产替代。此外, 公司轻负载减速机已在客户端完成了全面性能评测和小批供货, 有望实现快速市场上量。
- **盈利预测与投资评级:** 我们上调公司 2021 年至 2023 年净利润分别为

2.34 亿元、4.13 亿元和 5.57 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.34 元/股、0.60 元/股和 0.81 元/股，对应当前股价 PE 分别为 25 倍、14 倍和 10 倍。维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**汽车销量下滑；纯电齿轮需求不及预期；RV 减速器拓展不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3,236	3,664	4,436	5,330	6,301
增长率 YoY %	2.7%	13.2%	21.1%	20.2%	18.2%
归属母公司净利润 (百万元)	78	51	234	417	561
增长率 YoY%	-59.9%	-34.6%	357.0%	78.0%	34.7%
毛利率%	18.0%	17.4%	20.0%	21.5%	22.5%
净资产收益率ROE%	2.2%	1.4%	6.1%	9.9%	11.7%
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.07	0.34	0.61	0.82
市盈率 P/E(倍)	74.82	114.38	25.03	14.06	10.44
市净率 P/B(倍)	1.63	1.64	1.54	1.39	1.22

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 03 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	2,871	3,200	6,458	7,636	9,137	
货币资金	343	399	629	1,218	1,848	
应收票据	18	9	0	0	0	
应收账款	827	1,027	2,795	3,286	3,798	
预付账款	89	192	231	251	268	
存货	1,164	1,159	2,237	2,292	2,608	
其他	431	413	566	589	615	
<b>非流动资产</b>	5,288	5,331	5,427	5,434	5,426	
长期股权投资	130	101	101	101	101	
固定资产(合)	3,196	3,632	3,647	3,647	3,634	
无形资产	234	231	302	303	304	
其他	1,728	1,367	1,377	1,382	1,387	
<b>资产总计</b>	8,160	8,531	11,885	13,069	14,563	
<b>流动负债</b>	2,556	2,976	6,015	6,711	7,542	
短期借款	1,126	1,385	1,455	1,475	1,555	
应付票据	255	351	992	1,146	1,289	
应付账款	634	782	1,560	1,793	2,034	
其他	541	458	2,008	2,297	2,663	
<b>非流动负债</b>	1,922	1,879	1,917	1,937	1,969	
长期借款	862	736	774	794	826	
其他	1,061	1,143	1,143	1,143	1,143	
<b>负债合计</b>	4,478	4,855	7,931	8,648	9,511	
少数股东权益	90	106	141	192	262	
归属母公司	3,592	3,570	3,813	4,230	4,791	
<b>负债和股东权益</b>	8,160	8,531	11,885	13,069	14,563	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	3,236	3,664	4,436	5,330	6,301	
同比 (%)	2.7%	13.2%	21.1%	20.2%	18.2%	
归属母公司净利润	78	51	234	417	561	
同比 (%)	-59.9%	-34.6%	357.0%	78.0%	34.7%	
毛利率 (%)	18.0%	17.4%	20.0%	21.5%	22.5%	
ROE%	2.2%	1.4%	6.1%	9.9%	11.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.07	0.34	0.61	0.82	
P/E	74.82	114.38	25.03	14.06	10.44	
P/B	1.63	1.64	1.54	1.39	1.22	
EV/EBITDA	15.33	13.70	18.36	11.83	8.68	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	3,236	3,664	4,436	5,330	6,301	
营业成本	2,655	3,028	3,550	4,183	4,882	
营业税金及	13	23	28	33	39	
销售费用	113	112	120	136	158	
管理费用	120	132	169	176	208	
研发费用	108	140	157	188	221	
财务费用	128	156	142	124	118	
减值损失合	-26	-38	0	0	0	
投资净收益	2	4	9	11	11	
其他	26	45	24	27	24	
<b>营业利润</b>	101	85	304	528	711	
营业外收支	-5	-1	-1	-1	-1	
<b>利润总额</b>	96	84	303	527	710	
所得税	21	4	34	59	80	
<b>净利润</b>	75	81	269	468	631	
少数股东损	-3	29	35	52	69	
<b>归属母公司</b>	78	51	234	417	561	
EBITDA	569	631	468	680	867	
EPS(当	0.11	0.07	0.34	0.61	0.82	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	493	641	391	731	697	
净利润	75	81	269	468	631	
折旧摊销	342	401	55	66	73	
财务费用	151	168	135	120	123	
投资损失	-6	-10	-9	-11	-11	
营运资金变	-136	-42	-60	87	-120	
其它	68	44	1	1	1	
<b>投资活动现金流</b>	-603	-384	-144	-62	-56	
资本支出	-668	-460	-152	-73	-67	
长期投资	47	76	0	0	0	
其他	17	0	9	11	11	
<b>筹资活动现金流</b>	-165	-196	-18	-80	-11	
吸收投资	0	0	8	0	0	
借款	59	15	108	40	113	
支付利息或	-167	-160	-135	-120	-123	
<b>现金流净增加额</b>	-275	50	229	589	631	

## 研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。