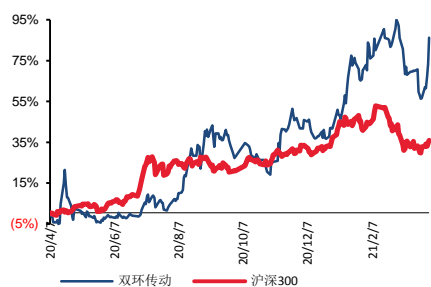




工业 资本货物

齿轮业务产能利用率提升, RV 减速器国产替代加速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	686/556
总市值/流通(百万元)	6,518/5,281
12 个月最高/最低(元)	9.95/4.85

相关研究报告:

双环传动(002472)《收入持续高增长, 业绩短期承压》—2018/08/26

双环传动(002472)《自动变速箱齿轮需求爆发, RV 减速器国产化快速推进》—2018/05/18

双环传动(002472)《与埃夫特强强联合, RV 减速机国产化重要里程碑》—2018/03/20

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517070002

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

事件:公司于3月30日披露2020年年报,全年实现收入36.64亿,同比增长13.24%,归母净利润5123万元,同比下降34.59%,经营性现金流净额6.41亿,同比增长30.02%。同时,公司已发布2021年一季报预告,2021Q1盈利4500-5500万,同比扭亏。

齿轮业务产能利用率提升,推动公司业绩大幅增长:公司2020年全年实现收入36.64亿,同比增长13.24%,归母净利润5123万元,同比下降34.59%,公司去年一季度受新冠疫情影响出现亏损,随着疫情控制以及公司前期开发项目逐步量产,下半年公司营业收入大幅增长。2021Q1公司实现盈利4500-5500万,延续去年下半年以来上升势头,主要系公司乘用车齿轮、工程机械齿轮等产品销量增长,前期布局产能利用率提升,推动公司业绩增长。

齿轮业务迎来拐点,产能利用率提升推动业绩增长:前期公司为抓住整车厂齿轮外包趋势,提前战略布局,但与市场需求存在一定时间差,导致产能利用率不足。2020年疫情后汽车行业回暖,公司抓住新能源汽车市场爆发,借助与博格华纳、比亚迪、上汽等优质客户覆盖多款新能源汽车,并将继续提升产能进一步提升相关产品车型覆盖率和市占率。商用车方面,公司借助于采埃孚等客户的深度合作,实现重卡AMT齿轮的批量生产,提升单箱价值量。工程机械领域,公司在海外客户的份额占比进一步提升。随着公司齿轮销量的持续增长,公司前期超前布局的产能利用率大幅提升,推动业绩大幅增长。

受国内主流机器人厂商认可, RV 减速器国产替代加速:公司去年成立环动科技,机器人减速器业务成长加速。随着公司新研制的大负载和高功重比系列化减速器成功批量应用国产主流机器人厂商,并受到客户认可,公司已基本实现机器人RV减速器产品全覆盖和国产化全面替代,打破日欧品牌在该领域的垄断局面。根据国家统计局数据,2020年国内工业机器人产量达到23.71万台,同比增长19.10%,在今年制造业投资高景气背景下,工业机器人有望延续高速增长态势,受益于此,公司RV减速器放量有望进一步加速。

盈利预测与投资建议:我们预计公司2021-2023年净利润分别为2.42亿、3.48亿和4.97亿,对应PE分别为27倍、19倍和13倍,维持“买入”评级。

风险提示:汽车行业增长放缓, RV 减速器拓展不及预期等

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3664.20	4705.88	5561.42	6423.99

增长率	13.24%	28.43%	18.18%	15.51%
归属母公司净利润(百万元)	51.23	242.15	347.57	497.18
增长率	-34.59%	372.67%	43.53%	43.05%
每股收益 EPS (元)	0.07	0.35	0.51	0.72
PE	127	27	19	13
PB	1.77	1.78	1.66	1.52

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3664.20	4705.88	5561.42	6423.99
营业成本	3027.90	3779.85	4431.97	5052.43
营业税金及附加	22.63	29.06	34.34	39.67
销售费用	111.95	141.18	166.84	192.72
管理费用	131.76	352.94	417.11	481.80
财务费用	155.73	141.18	139.04	128.48
资产减值损失	-37.93	20.00	20.00	20.00
投资收益	3.76	7.00	7.00	7.00
公允价值变动损益	0.06	0.06	0.06	0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	85.50	248.74	359.19	515.95
其他非经营损益	-1.12	4.99	4.99	4.99
利润总额	84.37	253.73	364.18	520.94
所得税	3.85	11.57	16.61	23.76
净利润	80.52	242.15	347.57	497.18
少数股东损益	29.29	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	51.23	242.15	347.57	497.18
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	399.38	470.59	556.14	642.40
应收和预付款项	1230.83	1573.83	1857.74	2141.63
存货	1158.80	1446.57	1696.14	1933.59
其他流动资产	410.55	137.71	162.74	187.97
长期股权投资	101.13	101.13	101.13	101.13
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4879.00	4434.82	3990.64	3546.46
无形资产和开发支出	231.42	204.03	176.63	149.24
其他非流动资产	119.83	118.32	116.81	115.30
资产总计	8530.93	8487.00	8657.97	8817.73
短期借款	1384.81	1290.45	923.34	450.08
应付和预收款项	1256.12	1569.49	1840.75	2099.37
长期借款	735.80	735.80	735.80	735.80
其他负债	1477.96	1225.65	1239.92	1253.50
负债合计	4854.69	4821.39	4739.81	4538.74
股本	677.96	686.15	686.15	686.15
资本公积	1465.71	1457.52	1457.52	1457.52
留存收益	1295.90	1517.96	1770.52	2131.34
归属母公司股东权益	3570.45	3559.82	3812.38	4173.20
少数股东权益	105.79	105.79	105.79	105.79
股东权益合计	3676.24	3665.60	3918.17	4278.99
负债和股东权益合计	8530.93	8487.00	8657.97	8817.73
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	641.93	863.00	971.31	1117.51
PE	127.24	26.92	18.75	13.11
PB	1.77	1.78	1.66	1.52
PS	1.78	1.39	1.17	1.01
EV/EBITDA	14.32	10.25	8.64	7.01

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	80.52	242.15	347.57	497.18
折旧与摊销	400.70	473.08	473.08	473.08
财务费用	155.73	141.18	139.04	128.48
资产减值损失	-37.93	20.00	20.00	20.00
经营营运资本变动	45.41	-41.11	-272.98	-274.38
其他	-3.05	-27.06	-27.06	-27.06
经营活动现金流净额	641.38	808.24	679.65	817.30
资本支出	-100.95	0.00	0.00	0.00
其他	-282.63	7.06	7.06	7.06
投资活动现金流净额	-383.58	7.06	7.06	7.06
短期借款	258.92	-94.36	-367.11	-473.26
长期借款	-125.88	0.00	0.00	0.00
股权融资	-38.08	0.00	0.00	0.00
支付股利	-30.73	-20.10	-95.00	-136.36
其他	-259.94	-629.64	-139.04	-128.48
筹资活动现金流净额	-195.70	-744.10	-601.15	-738.10
现金流量净额	49.66	71.20	85.55	86.26

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	13.24%	28.43%	18.18%	15.51%
营业利润增长率	-15.22	190.94%	44.40%	43.64%
净利润增长率	7.34%	200.72%	43.53%	43.05%
EBITDA 增长率	12.50%	34.44%	12.55%	15.05%
获利能力				
毛利率	17.37%	19.68%	20.31%	21.35%
三费率	10.90%	13.50%	13.00%	12.50%
净利率	2.20%	5.15%	6.25%	7.74%
ROE	2.19%	6.61%	8.87%	11.62%
ROA	0.94%	2.85%	4.01%	5.64%
ROIC	3.46%	5.70%	7.53%	9.92%
EBITDA/销售收入	17.52%	18.34%	17.47%	17.40%
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.55	0.65	0.74
固定资产周转率	1.07	1.38	1.88	2.55
应收账款周转率	3.95	4.01	3.86	3.82
存货周转率	2.56	2.90	2.82	2.78
销售商品提供劳务收	92.78%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	56.91%	56.81%	54.74%	51.47%
带息债务/总负债	61.81%	60.28%	53.57%	45.51%
流动比率	1.08	1.23	1.49	1.84
速动比率	0.69	0.74	0.90	1.12
每股指标				
每股收益	0.07	0.35	0.51	0.72
每股净资产	5.36	5.34	5.71	6.24
每股经营现金	0.93	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通机器人及自动化相关板块。金融行业从业八年，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有丰富的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

崔文娟，太平洋证券机械行业分析师，复旦大学经济学院硕士。曾就职于安信证券研究中心，2019年7月加入太平洋证券，致力以研究穿越行业波动，找寻确定性机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。