

# 国茂股份 (603915)

证券研究报告  
2021年04月30日

## 业绩符合市场预期，纵向延伸+横向布局拓宽远期成长空间

**事件 1: 公司发布 2020 年年报, 基本符合预期。**1、2020 年公司实现营收 21.84 亿, 同比+15.21%; 归母净利润 3.59 亿, 同比+26.56%; 扣非归母净利润 3.21 亿, 同比+21.85%。公司实现毛利率 28.28%, yoy-0.62pct; 净利率 16.49%, yoy+1.52pct。2、经营/投资/筹资活动现金流量净额分别为 4.13/1.55/-0.27 亿。其中经营活动现金流量净额同比+37.65%, 主要系本期净利润增加所致; 筹资活动现金流量净额同比-103.41%, 主要系上期首次公开发行股票筹资, 本期股利分配所致。应收票据同比+419.19%, 主要系新设立的子公司其银行承兑汇票以持有到期收取现金流量为目的。3、**期间费用率整体稳中有降, 管理能力持续向好。**2020 年公司销售/管理(包括研发)/研发/财务费用率分别为 3.43%/6.81%/3.58%/-0.28%, 分别同比-2.34pct/+0.89pct/+0.15pct/+0.06pct。其中销售费用率降低主要系公司执行新收入准则, 将运输费用计入营业成本所致。

**2020 年分业务拆分:** 1、齿轮减速机: 营收 16.37 亿, yoy+16.80%; 均价 5478 元/台, 同比-4.5%; 毛利率 29.43%, yoy-0.51pct。2、摆线针轮减速机: 营收 4.29 亿, yoy+1.52%; 均价 1418 元/台, 同比-2.5%; 毛利率 20.83%, yoy-0.80pct。3、GNORD 减速机: 营收 0.24 亿, 毛利率 26.30%。4、配件及其他: 营收 0.68 亿, yoy+34.19%; 毛利率 36.25%, yoy-5.42pct (配件及其他的销售增长主要系本期新增子公司泛凯斯特, 主营销售铸件零配件所致)。

**事件 2: 公司发布 2021 年一季报。**1、2021Q1 公司实现营收 6.42 亿, 同比+93.59%; 归母净利润 0.79 亿, 同比+145.38%; 扣非归母净利润 0.77 亿, 同比+157.90%。公司实现毛利率 26.39%, yoy-0.56pct; 净利率 12.40%, yoy+2.58pct。经营/投资活动现金流量净额分别 0.18/-4.38 亿。2、**期间费用率整体维持稳定。**2021Q1 公司销售/管理(包括研发)/研发/财务费用率分别为 2.77%/7.63%/3.59%/-0.31%, 分别同比-2.85%/+0.75%/+0.18%/+0.16%。

### 公司长期战略布局清晰, 纵向延伸+横向并购相结合

1) 打通上游原材料生产环节, 与减速机产品形成协同效应。2020 年 2 月, 公司以 1500 万元收购泛凯斯特 51% 的股权, 泛凯斯特主要产品为灰铁件和球铁件, 在保证供应链可靠性的同时, 有利于毛利率的提升。2) 公司外延并购整合, 打开高端减速机市场。2020 年公司收购莱克斯诺相关资产并更名为捷诺传动, 以此拓展高端品牌, 丰富产品矩阵, 有利于进一步打开远期成长空间。

### 传统业务持续扩张, 工程机械有望突破

1) 减速机产能持续扩张。a. 公司募投项目之一“35 万台减速机项目”于 2020 年底已初步达产约 11 万台。2021 年公司结合市场情况陆续购置设备, 使产能持续爬坡, 计划到 2021 年底新增约 11 万台减速机产能。b. 公司加快捷诺传动高端减速机扩建项目, 力争在 2022 年底前形成年产约 9 万台高端减速机产能。2) 工程机械加速布局。公司以塔机市场为切入口, 生产的 GLW 系列回转减速机实现批量出货; GTR 系列卷扬减速机也在较短时间内实现研发试制及小批量出货, 根据客户意向订单, 有望在 2021 年快速量产。

**盈利预测:** 预计公司工程机械专用减速机有望逐渐放量, 通用减速机稳中有升, 因此 2021-2023 年净利润上调为 4.5 亿/5.9 亿/7.8 亿 (之前 21-22 年盈利预测为 4.32 亿/5.37 亿), 对应 PE 分别为 41.6/31.6/23.7X, 维持“增持”评级!

**风险提示:** 工程机械放量不及预期; 市场竞争风险; 产能投产不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,895.73	2,184.08	2,784.00	3,592.47	4,642.72
增长率(%)	7.31	15.21	27.47	29.04	29.23
EBITDA(百万元)	450.70	564.30	534.26	691.29	914.33
净利润(百万元)	283.76	359.13	445.61	585.44	781.60
增长率(%)	30.13	26.56	24.08	31.38	33.51
EPS(元/股)	0.60	0.76	0.94	1.24	1.65
市盈率(P/E)	65.25	51.55	41.55	31.62	23.69
市净率(P/B)	8.23	7.31	6.04	5.07	4.18
市销率(P/S)	9.77	8.48	6.65	5.15	3.99
EV/EBITDA	11.63	19.13	30.86	21.91	16.18

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	39.18 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	472.55
流通 A 股股本(百万股)	124.93
A 股总市值(百万元)	18,514.41
流通 A 股市值(百万元)	4,894.66
每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	37.22
一年内最高/最低(元)	47.00/12.48

### 作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuyue@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《国茂股份-季报点评: 三季报业绩符合预期, 新增产能逐步开始释放》2020-10-30
- 《国茂股份-半年报点评: 半年报业绩靓丽, 持续强化减速机龙头优势!》2020-08-28
- 《国茂股份-首次覆盖报告: 国产替代浪潮涌动, 减速机龙头扬帆争流》2020-07-20

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	759.27	1,102.47	1,735.65	3,072.67	3,430.32
应收票据及应收账款	199.76	236.10	767.51	342.61	1,002.34
预付账款	4.84	12.16	8.75	15.22	18.27
存货	370.22	454.40	704.56	748.73	1,078.11
其他	1,214.09	1,122.76	912.84	1,017.03	1,018.34
<b>流动资产合计</b>	<b>2,548.18</b>	<b>2,927.89</b>	<b>4,129.32</b>	<b>5,196.26</b>	<b>6,547.36</b>
长期股权投资	25.23	26.20	26.20	26.20	26.20
固定资产	422.90	689.59	792.61	783.05	800.47
在建工程	171.39	138.23	27.65	27.65	46.59
无形资产	128.72	144.70	137.46	130.23	122.99
其他	46.52	76.40	58.82	60.10	60.96
<b>非流动资产合计</b>	<b>794.76</b>	<b>1,075.12</b>	<b>1,042.74</b>	<b>1,027.22</b>	<b>1,057.21</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,342.94</b>	<b>4,003.01</b>	<b>5,172.06</b>	<b>6,223.48</b>	<b>7,604.57</b>
短期借款	0.00	0.00	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	858.95	1,110.05	1,316.33	1,859.60	2,191.39
其他	211.49	324.43	411.05	330.23	596.28
<b>流动负债合计</b>	<b>1,070.44</b>	<b>1,434.48</b>	<b>1,977.38</b>	<b>2,439.83</b>	<b>3,037.67</b>
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.50	28.18	21.06	23.91	24.39
<b>非流动负债合计</b>	<b>22.50</b>	<b>28.18</b>	<b>121.06</b>	<b>123.91</b>	<b>124.39</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,092.94</b>	<b>1,462.66</b>	<b>2,098.44</b>	<b>2,563.75</b>	<b>3,162.06</b>
少数股东权益	0.00	7.16	7.54	8.21	9.40
股本	463.33	472.55	472.55	472.55	472.55
资本公积	1,113.95	1,208.75	1,208.75	1,208.75	1,208.75
留存收益	1,786.66	2,147.92	2,593.53	3,178.97	3,960.56
其他	(1,113.94)	(1,296.04)	(1,208.75)	(1,208.75)	(1,208.75)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,249.99</b>	<b>2,540.34</b>	<b>3,073.62</b>	<b>3,659.73</b>	<b>4,442.52</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,342.94</b>	<b>4,003.01</b>	<b>5,172.06</b>	<b>6,223.48</b>	<b>7,604.57</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	283.76	360.05	445.61	585.44	781.60
折旧摊销	57.20	68.19	44.80	46.80	50.87
财务费用	0.00	0.00	(6.08)	(6.75)	(6.30)
投资损失	(10.94)	(38.40)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(432.72)	(51.25)	(264.90)	734.10	(396.01)
其它	402.93	74.66	0.38	0.67	1.19
<b>经营活动现金流</b>	<b>300.22</b>	<b>413.26</b>	<b>219.81</b>	<b>1,360.27</b>	<b>431.35</b>
资本支出	146.45	319.77	37.12	27.15	79.53
长期投资	25.23	0.97	0.00	0.00	0.00
其他	(1,267.21)	(165.95)	(67.12)	(57.15)	(159.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,095.53)</b>	<b>154.80</b>	<b>(30.00)</b>	<b>(30.00)</b>	<b>(80.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	350.00	350.00	350.00
股权融资	808.03	22.80	93.37	6.75	6.30
其他	(5.23)	(50.22)	0.00	(350.00)	(350.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>802.80</b>	<b>(27.42)</b>	<b>443.37</b>	<b>6.75</b>	<b>6.30</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>7.49</b>	<b>540.64</b>	<b>633.18</b>	<b>1,337.01</b>	<b>357.65</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,895.73</b>	<b>2,184.08</b>	<b>2,784.00</b>	<b>3,592.47</b>	<b>4,642.72</b>
营业成本	1,347.79	1,566.49	2,008.20	2,577.96	3,287.13
营业税金及附加	16.21	16.31	13.92	17.96	23.21
营业费用	109.38	74.85	89.09	114.96	157.85
管理费用	45.47	70.39	83.52	107.77	139.28
研发费用	66.80	78.30	99.81	129.33	171.78
财务费用	(8.08)	(6.08)	(6.08)	(6.75)	(6.30)
资产减值损失	(6.61)	(3.40)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.94	38.40	0.00	0.00	0.00
其他	(4.32)	(62.01)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>318.14</b>	<b>410.84</b>	<b>495.54</b>	<b>651.23</b>	<b>869.76</b>
营业外收入	9.41	4.81	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>327.47</b>	<b>415.64</b>	<b>495.54</b>	<b>651.23</b>	<b>869.76</b>
所得税	43.71	55.59	49.55	65.12	86.98
<b>净利润</b>	<b>283.76</b>	<b>360.05</b>	<b>445.99</b>	<b>586.11</b>	<b>782.79</b>
少数股东损益	0.00	0.92	0.38	0.67	1.19
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>283.76</b>	<b>359.13</b>	<b>445.61</b>	<b>585.44</b>	<b>781.60</b>
每股收益(元)	0.60	0.76	0.94	1.24	1.65

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.31%	15.21%	27.47%	29.04%	29.23%
营业利润	31.50%	29.13%	20.62%	31.42%	33.56%
归属于母公司净利润	30.13%	26.56%	24.08%	31.38%	33.51%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.90%	28.28%	27.87%	28.24%	29.20%
净利率	14.97%	16.44%	16.01%	16.30%	16.83%
ROE	12.61%	14.18%	14.53%	16.03%	17.63%
ROIC	47.86%	54.43%	57.21%	55.90%	272.23%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.69%	36.54%	40.57%	41.19%	41.58%
净负债率	-33.75%	-43.40%	-45.08%	-74.40%	-69.34%
流动比率	2.38	2.04	2.09	2.13	2.16
速动比率	2.03	1.72	1.73	1.82	1.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.45	10.02	5.55	6.47	6.90
存货周转率	4.79	5.30	4.80	4.94	5.08
总资产周转率	0.69	0.59	0.61	0.63	0.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.60	0.76	0.94	1.24	1.65
每股经营现金流	0.64	0.87	0.47	2.88	0.91
每股净资产	4.76	5.36	6.49	7.73	9.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	65.25	51.55	41.55	31.62	23.69
市净率	8.23	7.31	6.04	5.07	4.18
EV/EBITDA	11.63	19.13	30.86	21.91	16.18
EV/EBIT	13.29	21.69	33.68	23.50	17.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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。

### 一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com