

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

邮箱: luozheng@cindasc.com

刘崇武

执业编号: S1500520100001

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

## 业务爆发势头不止，继续上调业绩预期

2021年08月11日

**事件:** 公司发布 2021 年半年度报告, 2021 年上半年, 公司实现营收 26.19 亿元, 同比增长 79.40%, 实现归母净利润 1.28 亿元, 同比增长 10809.30%, 实现扣非后归母净利润 1.05 亿元, 同比增长 534.02%。公司上半年归母净利润处于业绩预告的上限。

**点评:**

- **单季度业绩高增长，纯电齿轮增长亮眼。**从 Q2 单季度看, 实现营收 14.47 亿元, 同比增长 63.89%, 实现归母净利润 0.75 亿元, 同比增长 233.18%; 分业务看, 上半年, 各块业务均实现快速增长。乘用车齿轮实现营收 10.43 亿元, 同比增长 90.74%, 其中单看纯电齿轮, 上半年纯电齿轮销量达到 131.56 万件, 仅比去年全年销量略少(去年全年销量为 150.6 万件); 商用车齿轮实现营收 4.49 亿元, 同比增长 48.91%; 工程机械齿轮实现营收 3.67 亿元, 同比增长 57.7%; 电动工具齿轮实现营收 0.88 亿元, 同比增长 54.51%; 摩托车齿轮实现营收 0.70 亿元, 同比增长 138.95%; 减速器及其他实现营收 1.70 亿元, 同比增长 144.29%, 钢贸业务实现营收 4.43 亿元, 同比增长 93.71%。
- **齿轮业务毛利率稳健增长，盈利能力提升。**2021 年上半年, 公司综合毛利率为 17.56%, 同比增长 2.58pct; 分业务看, 乘用车齿轮毛利率为 16.21%, 同比提升 2.55pct; 商用车齿轮毛利率为 18.48%, 同比提升 3.10pct; 工程机械齿轮毛利率 20.43%, 同比提升 7.89pct; 钢材销售毛利率为 6.97%, 同比下降 0.21pct。随着公司产能利用率的持续提升, 公司毛利率有望继续保持稳健增长。2021 年上半年, 公司净利率为 5.50pct, 同比提升 4.67pct; 净利率增长幅度显著高于毛利率增长幅度主要是会计准则的变化, 上半年将运费纳入到成本中。
- **合同负债快速增长，公司认可度提升。**2021 年上半年由于规模效应显现以及会计政策变化, 费用率有所下降。上半年合计费用率为 11.1%, 同比下降 4.06pct, 其中销售费用率 1.05%, 同比下降 2.06pct; 管理费用率为 3.7%, 同比下降 0.18pct; 财务费用率为 2.78%, 同比下降 1.66pct; 研发费用率为 3.57%, 同比下降 0.16pct; 截至 2021 年二季度, 公司合同负债为 3242 万元, 同比增长 251%, 相比一季度增长 111.2%, 由此也说明公司目前在手订单充足。同时, 从公司披露的中报前十大股东来看, 外资股东数量显著增加, 也体现出公司认可度的提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们上调公司业绩, 预计 2021 年至 2023 年净利润分别为 2.73 亿元、4.48 亿元和 6.02 亿元, 相对应的 EPS 分别为 0.35 元/股、0.57 元/股和 0.77 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 63 倍、38 倍和 29 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  | 4,959  | 5,985 | 7,100 |
| 增长率 YoY %         | 2.7%   | 13.2%  | 35.3%  | 20.7% | 18.6% |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 78     | 51     | 273    | 448   | 602   |
| 增长率 YoY%          | -59.9% | -34.6% | 432.8% | 64.2% | 34.4% |
| 毛利率%              | 18.0%  | 17.4%  | 17.9%  | 19.2% | 20.0% |
| 净资产收益率ROE%        | 2.2%   | 1.4%   | 6.9%   | 10.2% | 12.0% |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.10   | 0.07   | 0.35   | 0.57  | 0.77  |
| 市盈率 P/E(倍)        | 220.19 | 336.60 | 63.18  | 38.48 | 28.62 |
| 市净率 P/B(倍)        | 4.80   | 4.83   | 4.36   | 3.92  | 3.45  |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 10 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  | 7,234  | 8,591  | 10,296 |  |
| 货币资金           | 343   | 399    | 697    | 1,354  | 2,034  |  |
| 应收票据           | 18    | 9      | 0      | 0      | 0      |  |
| 应收账款           | 827   | 1,027  | 3,125  | 3,690  | 4,279  |  |
| 预付账款           | 89    | 192    | 265    | 290    | 312    |  |
| 存货             | 1,164 | 1,159  | 2,567  | 2,651  | 3,035  |  |
| 其他             | 431   | 413    | 580    | 606    | 635    |  |
| <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  | 12,661 | 14,025 | 15,722 |  |
| <b>流动负债</b>    | 2,556 | 2,976  | 6,647  | 7,487  | 8,475  |  |
| 短期借款           | 1,126 | 1,385  | 1,455  | 1,475  | 1,555  |  |
| 应付票据           | 255   | 351    | 1,138  | 1,325  | 1,500  |  |
| 应付账款           | 634   | 782    | 1,790  | 2,074  | 2,367  |  |
| 其他             | 541   | 458    | 2,263  | 2,612  | 3,052  |  |
| <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  | 8,563  | 9,424  | 10,444 |  |
| 少数股东权益         | 90    | 106    | 147    | 202    | 276    |  |
| 归属母公司          | 3,592 | 3,570  | 3,951  | 4,399  | 5,002  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 8,160 | 8,531  | 12,661 | 14,025 | 15,722 |  |

| 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  | 4,959  | 5,985 | 7,100 |  |
| 同比(%)      | 2.7%   | 13.2%  | 35.3%  | 20.7% | 18.6% |  |
| 归属母公司净利润   | 78     | 51     | 273    | 448   | 602   |  |
| 同比(%)      | -59.9% | -34.6% | 432.8% | 64.2% | 34.4% |  |
| 毛利率(%)     | 18.0%  | 17.4%  | 17.9%  | 19.2% | 20.0% |  |
| ROE%       | 2.2%   | 1.4%   | 6.9%   | 10.2% | 12.0% |  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.10   | 0.07   | 0.35   | 0.57  | 0.77  |  |
| P/E        | 220.19 | 336.60 | 63.18  | 38.48 | 28.62 |  |
| P/B        | 4.80   | 4.83   | 4.36   | 3.92  | 3.45  |  |
| EV/EBITDA  | 31.50  | 28.11  | 39.90  | 27.61 | 20.86 |  |

| 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  | 4,959 | 5,985 | 7,100 |  |
| 营业成本         | 2,655 | 3,028  | 4,074 | 4,838 | 5,681 |  |
| 营业税金及        | 13    | 23     | 31    | 37    | 44    |  |
| 销售费用         | 113   | 112    | 52    | 63    | 75    |  |
| 管理费用         | 120   | 132    | 184   | 204   | 227   |  |
| 研发费用         | 108   | 140    | 175   | 211   | 248   |  |
| 财务费用         | 128   | 156    | 130   | 112   | 106   |  |
| 减值损失合        | -26   | -38    | 0     | 0     | 0     |  |
| 投资净收益        | 2     | 4      | 10    | 12    | 13    |  |
| 其他           | 26    | 45     | 30    | 34    | 32    |  |
| <b>营业利润</b>  | 101   | 85     | 354   | 568   | 763   |  |
| 营业外收支        | -5    | -1     | -1    | -1    | -1    |  |
| <b>利润总额</b>  | 96    | 84     | 353   | 567   | 762   |  |
| 所得税          | 21    | 4      | 40    | 64    | 85    |  |
| <b>净利润</b>   | 75    | 81     | 314   | 504   | 677   |  |
| 少数股东损        | -3    | 29     | 41    | 55    | 74    |  |
| <b>归属母公司</b> | 78    | 51     | 273   | 448   | 602   |  |
| EBITDA       | 569   | 631    | 499   | 699   | 898   |  |
| EPS(当        | 0.10  | 0.07   | 0.35  | 0.57  | 0.77  |  |

| 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    | 359   | 798   | 745   |  |
| 净利润            | 75    | 81     | 314   | 504   | 677   |  |
| 折旧摊销           | 342   | 401    | 55    | 66    | 73    |  |
| 财务费用           | 151   | 168    | 135   | 120   | 123   |  |
| 投资损失           | -6    | -10    | -10   | -12   | -13   |  |
| 营运资金变          | -136  | -42    | -136  | 120   | -117  |  |
| 其它             | 68    | 44     | 1     | 1     | 1     |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -603  | -384   | -143  | -61   | -54   |  |
| 资本支出           | -668  | -460   | -152  | -73   | -67   |  |
| 长期投资           | 47    | 76     | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他             | 17    | 0      | 10    | 12    | 13    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -165  | -196   | 81    | -80   | -11   |  |
| 吸收投资           | 0     | 0      | 108   | 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     | 298   | 657   | 680   |  |

## 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                       |
|---------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监  | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北区销售   | 卞双  | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com   |
| 华北区销售   | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北区销售   | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com    |
| 华北区销售   | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华北区销售   | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com     |
| 华东区销售   | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东区销售   | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售   | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华东区销售   | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东区销售   | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com  |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南区销售   | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南区销售   | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南区销售   | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com  |
| 华南区销售   | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |
| 华南区销售   | 焦扬  | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com     |

## 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）；<br>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。