

双环传动 (002472)

证券研究报告

2021年10月21日

大额新订单彰显竞争力，双环全球化供应拉开帷幕

事件：公司于2021年10月20日发布关于全资子公司签订海外新能源项目合作协议的公告，双环进军全球市场

公司全资子公司双环嘉兴与 PPeT (中文名称：邦奇标致雪铁龙电气化变速箱有限公司) 就新能源动力系统 DT2 项目签署商务协议，约定于 2022 年至 2028 年期间，公司向 PPeT 提供 DT2 E-DCT 项目的新能源动力系统全套齿轮轴产品，应用于新能源平台化动力系统，终端装配新一代轻度混合动力汽车(MHEV)、插电式混合动力汽车(PHEV)以及纯电(BEV)车辆。整体协议周期预计销售额将达到 35.54 亿元人民币。PPeT 为全球性汽车集团 STELLANTIS 供应商，STELLANTIS 目前系全球最大的汽车集团之一，坐拥约 800 万辆全球年产量以及 10 余个汽车品牌，其汽车品牌覆盖领域广泛，包括超豪华、豪华、主流乘用车乃至重型皮卡、SUV 和轻型商务车等细分市场。同时，集团已明确表示未来将全面推动电气化，未来发布的每一款新车均将含有纯电动或者混动的电气化的版本，集团旗下产品目前电气化比例已达到 35%，预计 2025 年提升至 95%的水平。

大额新订单彰显竞争力，双环全球化供应拉开帷幕

该合作项目销售总额预计高达 35.54 亿元人民币，同时值得注意的是在该合作协议中，双方约定了公司产能投资的保障补偿条款，在进一步验证了双环在新能源汽车产业链中的行业地位的同时也对原有的商业模式进行了积极的改变，公司全球竞争力彰显无疑。同时，背后更为深远的意义在于，在国内新能源市场具备较强的竞争领导地位之后，当下与 PPeT 的订单即正式宣告双环成为全球供应商，开启其全球化市场角逐之路，成长空间进一步打开，与我们前期对于公司将加速全球化发展的判断一致。

投资建议

在智能驾驶新时代，我们持续并坚定看好公司作为我国高精密齿轮制造龙头的成长空间。基于公司先进技术、充沛产能以及优质客户一系列形成的立体化综合能力，我们认为双环强有力的竞争优势未来有望加速向全球化发展。我们预计公司 21-23 年营收为 52.6/63.2/72.4 亿元，净利润为 2.7/4.6/5.6 亿元，对应 PE 为 74.85/43.38/35.68x，维持“买入”评级。长期空间来看，我们预计 2025 年公司总收入可达到 98.7 亿元，对应净利润 8.9 亿元，对应总市值空间可达约 420 亿元。

风险提示：宏观经济/原材料价格波动风险；公司订单不及预期风险；合同协议履行变动风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,235.82	3,664.20	5,259.24	6,321.33	7,237.12
增长率(%)	2.70	13.24	43.53	20.19	14.49
EBITDA(百万元)	702.74	809.04	746.83	936.78	1,108.42
净利润(百万元)	78.32	51.23	266.21	459.26	558.46
增长率(%)	(59.88)	(34.59)	419.62	72.52	21.60
EPS(元/股)	0.10	0.07	0.34	0.59	0.72
市盈率(P/E)	254.41	388.91	74.85	43.38	35.68
市净率(P/B)	5.55	5.58	5.24	4.79	4.30
市销率(P/S)	6.16	5.44	3.79	3.15	2.75
EV/EBITDA	9.47	9.63	30.49	22.34	19.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.62 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	777.69
流通 A 股股本(百万股)	655.84
A 股总市值(百万元)	19,924.46
流通 A 股市值(百万元)	16,802.56
每股净资产(元)	5.52
资产负债率(%)	52.49
一年内最高/最低(元)	26.86/6.03

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陆嘉敏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《双环传动-半年报点评:业绩保持高速增长，重视公司内在成长属性》 2021-08-11
- 2 《双环传动-季报点评:业绩持续实现高速增长，α+β 叠加打开公司长期成长空间》 2021-04-21
- 3 《双环传动-年报点评报告:高精密齿轮龙头由耕耘期迈入收获期，铸就中国制造“机械芯”》 2021-03-31

1. 事件：公司于 2021 年 10 月 20 日发布关于全资子公司签订海外新能源项目合作协议的公告，双环进军全球市场

2021 年 10 月 19 日，公司全资子公司双环传动（嘉兴）精密制造有限公司（以下简称“双环嘉兴”）与 Punch Powertrain PSA e-Transmissions NV（中文名称：邦奇标致雪铁龙电气化变速箱有限公司，以下简称“PPeT”）就新能源动力系统 DT2 项目批量供应签署商务协议，具体协议约定于 2022 年至 2028 年期间，由双环嘉兴根据约定供应量每年向 PPeT 提供 DT2 E-DCT 项目的新能源动力系统全套齿轮轴产品，应用于新能源平台化动力系统，终端装配新一代轻度混合动力汽车(MHEV)、插电式混合动力汽车(PHEV)以及纯电（BEV）车辆。整体协议周期预计销售额将达到 35.54 亿元人民币。PPeT 是由 PSA 集团(标致雪铁龙集团)与邦奇动力总成有限公司（以下简称“邦奇”）共同成立的合资公司，该合资公司负责设计、制造和供应具有突破性技术的 DT2 E-DCT 项目，该合资公司目前为欧洲汽车行业巨头标致 PSA 集团与菲亚特克莱斯勒汽车公司（FCA）合并后的全球性汽车集团 STELLANTIS 提供服务，STELLANTIS 目前系全球最大的汽车集团之一，坐拥约 800 万辆全球年产量以及 10 余个汽车品牌，其汽车品牌覆盖领域广泛，包括超豪华、豪华、主流乘用车乃至重型皮卡、SUV 和轻型商务车等细分市场。同时，集团已明确表示未来将全面推动电气化，未来发布的每一款新车均将含有纯电动或者混动的电气化的版本，集团旗下产品目前电气化比例已达到 35%，预计 2025 年提升至 95%的水平。

图 1：Stellantis 集团旗下品牌矩阵



资料来源：Stellantis 官网，天风证券研究所

2. 大额新订单彰显竞争力，双环全球化供应拉开帷幕

该合作项目销售总额预计高达 35.54 亿元人民币，同时值得注意的是在该合作协议中，双方约定了公司产能投资的保障补偿条款，在进一步验证了双环在新能源汽车产业链中的行业地位的同时也对原有的商业模式进行了积极的改变，公司全球竞争力彰显无疑。同时，背后更为深远的意义在于，在国内新能源市场具备较强的竞争领导地位之后，当下与 PPeT 的订单即正式宣告双环成为全球供应商，开启其全球化市场角逐之路，成长空间进一步打开，与我们前期对于公司将加速全球化发展的判断一致。

3. 投资建议

在智能驾驶新时代，我们持续并坚定看好公司作为我国高精密齿轮制造龙头的成长空间。基于公司先进技术、充沛产能以及优质客户一系列形成的立体化综合能力，我们认为双环

强有力的竞争优势未来有望加速向全球化发展。我们预计公司 21-23 年营收为 52.6/63.2/72.4 亿元，净利润为 2.7/4.6/5.6 亿元，对应 PE 为 74.85/43.38/35.68x，维持“买入”评级。长期空间来看，我们预计 2025 年公司总收入可达到 98.7 亿元，对应净利润 8.9 亿元，对应总市值空间可达约 420 亿元。

4. 风险提示

- 1) **宏观经济波动风险：**虽然我国经济长期向好的趋势不会改变，但短期疫情对经济增长造成一定压力，同时叠加地缘政治的不确定性，复杂多变的宏观环境可能对供给端以及需求端均造成不利影响。
- 2) **原材料价格波动风险：**公司生产所需的主要原材料为齿轮钢，如果未来钢材价格发生大幅波动将引起公司产品生产成本的增加，对公司的经营业绩产生不利影响。
- 3) **公司订单不及预期风险：**由于公司主营业务主要为汽车提供变速器零部件等产品，如若消费者的可支配收入水平下降或有可能导致下游汽车需求发展不及预期，从而导致公司订单减少影响整体收入业绩。
- 4) **合同协议履行变动风险：**由于协议履行期较长，同时涉及金额较大，如无法如期或全部履行将对公司经营情况造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	342.75	399.38	946.66	1,137.84	1,302.68
应收票据及应收账款	844.66	1,036.68	1,890.87	1,199.76	1,936.56
预付账款	89.35	191.99	184.55	261.27	246.38
存货	1,163.61	1,158.80	854.49	129.40	959.38
其他	431.09	412.70	494.38	430.82	507.95
流动资产合计	2,871.46	3,199.56	4,370.96	3,159.09	4,952.95
长期股权投资	130.08	101.13	101.13	101.13	101.13
固定资产	3,196.06	3,631.95	4,048.63	4,286.07	4,354.68
在建工程	1,584.52	1,247.05	910.23	675.14	444.08
无形资产	234.03	231.42	224.58	217.74	210.90
其他	143.53	119.83	131.73	118.75	118.21
非流动资产合计	5,288.21	5,331.38	5,416.29	5,398.83	5,229.00
资产总计	8,159.67	8,530.93	9,787.25	8,557.92	10,181.96
短期借款	1,125.89	1,384.81	1,939.67	1,007.32	1,724.64
应付票据及应付账款	888.78	1,132.99	1,500.72	1,654.54	1,910.91
其他	541.03	458.15	560.82	522.16	608.93
流动负债合计	2,555.70	2,975.95	4,001.20	3,184.01	4,244.48
长期借款	861.68	735.80	794.95	0.00	96.32
应付债券	837.42	879.86	836.58	851.28	855.91
其他	223.34	263.09	243.22	253.16	248.19
非流动负债合计	1,922.44	1,878.75	1,874.75	1,104.44	1,200.42
负债合计	4,478.14	4,854.69	5,875.95	4,288.45	5,444.89
少数股东权益	89.72	105.79	105.79	105.79	105.79
股本	686.55	686.85	777.69	777.69	777.69
资本公积	1,495.90	1,465.71	1,465.71	1,465.71	1,465.71
留存收益	2,771.30	2,761.61	3,027.82	3,385.99	3,853.58
其他	(1,361.94)	(1,343.72)	(1,465.71)	(1,465.71)	(1,465.71)
股东权益合计	3,681.53	3,676.24	3,911.30	4,269.47	4,737.06
负债和股东权益总计	8,159.67	8,530.93	9,787.25	8,557.92	10,181.96

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	75.01	80.52	266.21	459.26	558.46
折旧摊销	341.62	400.70	196.98	219.49	234.29
财务费用	150.98	168.37	236.67	177.00	217.11
投资损失	(6.24)	(10.33)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(358.73)	91.52	(178.11)	1,494.14	(1,261.66)
其它	290.66	(89.41)	0.86	(0.81)	0.04
经营活动现金流	493.30	641.38	522.60	2,349.06	(251.76)
资本支出	810.90	424.59	289.88	205.06	69.97
长期投资	5.01	(28.95)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,419.14)	(779.22)	(560.96)	(418.86)	(134.97)
投资活动现金流	(603.22)	(383.58)	(271.08)	(213.80)	(65.00)
债权融资	3,206.24	3,256.24	3,819.81	2,153.81	2,943.40
股权融资	(162.76)	(197.59)	(267.81)	(177.00)	(217.11)
其他	(3,208.87)	(3,254.35)	(3,256.24)	(3,920.90)	(2,244.68)
筹资活动现金流	(165.39)	(195.70)	295.76	(1,944.08)	481.60
汇率变动影响	0.02	(0.15)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(275.29)	61.94	547.28	191.18	164.84

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,235.82	3,664.20	5,259.24	6,321.33	7,237.12
营业成本	2,654.75	3,027.90	4,047.58	4,786.51	5,443.92
营业税金及附加	13.44	22.63	31.56	26.55	28.95
营业费用	113.37	111.95	210.37	221.25	253.30
管理费用	119.56	131.76	210.37	316.07	361.86
研发费用	107.57	139.65	210.37	252.85	275.01
财务费用	128.17	155.73	236.67	177.00	217.11
资产减值损失	(25.88)	(37.93)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.10	0.06	0.86	(0.81)	0.04
投资净收益	1.65	3.76	0.00	0.00	0.00
其他	20.26	23.20	(1.72)	1.62	(0.07)
营业利润	100.84	85.50	313.18	540.30	657.01
营业外收入	6.15	0.89	0.00	0.00	0.00
营业外支出	10.90	2.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	96.10	84.37	313.18	540.30	657.01
所得税	21.08	3.85	46.98	81.05	98.55
净利润	75.01	80.52	266.21	459.26	558.46
少数股东损益	(3.30)	29.29	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	78.32	51.23	266.21	459.26	558.46
每股收益(元)	0.10	0.07	0.34	0.59	0.72

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.70%	13.24%	43.53%	20.19%	14.49%
营业利润	-54.05%	-15.22%	266.31%	72.52%	21.60%
归属于母公司净利润	-59.88%	-34.59%	419.62%	72.52%	21.60%
获利能力					
毛利率	17.96%	17.37%	23.04%	24.28%	24.78%
净利率	2.42%	1.40%	5.06%	7.27%	7.72%
ROE	2.18%	1.43%	7.00%	11.03%	12.06%
ROIC	2.96%	3.60%	7.29%	9.17%	14.38%
偿债能力					
资产负债率	54.88%	56.91%	60.04%	50.11%	53.48%
净负债率	77.78%	77.71%	73.46%	23.80%	34.64%
流动比率	1.12	1.08	1.09	0.99	1.17
速动比率	0.67	0.69	0.88	0.95	0.94
营运能力					
应收账款周转率	3.55	3.90	3.59	4.09	4.62
存货周转率	2.80	3.16	5.22	12.85	13.29
总资产周转率	0.40	0.44	0.57	0.69	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.07	0.34	0.59	0.72
每股经营现金流	0.63	0.82	0.67	3.02	-0.32
每股净资产	4.62	4.59	4.89	5.35	5.96
估值比率					
市盈率	254.41	388.91	74.85	43.38	35.68
市净率	5.55	5.58	5.24	4.79	4.30
EV/EBITDA	9.47	9.63	30.49	22.34	19.44
EV/EBIT	18.26	18.94	41.41	29.18	24.66

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