

双环传动 (002472)

证券研究报告

2021年10月29日

齿轮行业重塑者，构建全球齿轮供应商龙头地位

事件：公司发布 2021 年 Q3 业绩公告及定增预案，公司前三季度实现营收 40.66 亿元，同比+65.3%，归母净利润 2.27 亿元，同比+1439%，扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+984.78%；其中 Q3 单季度实现营收 14.47 亿元，同比+44.7%，归母净利润 0.98 亿元，同比+626.37%，扣非归母净利润 0.84 亿元，同比+2845.76%，整体超市场预期。同时，公司发布定增预案，拟募集资金不超过 20 亿元，主要用于新能源汽车传动齿轮以及商用车自动变速器齿轮等高端项目的产能建设，双环有望通过进一步扩充高端产能，优化产能结构，巩固龙头地位，加速全球化进程。

业绩持续超预期，盈利能力显著提升。从收入角度来看，受原材料价格波动以及芯片短缺等影响，三季度汽车行业整体承压，国内汽车实现销量 572.9 万台，同比-16.51%，环比-10.4%，而双环凭借自身强有力的竞争优势持续斩获订单，营收实现逆势增长。从盈利水平来看，21Q3 单季度毛利率为 17.51%，同比+1.78pct，环比+0.77pct；净利率为 7.16%，同比+4.77pct，环比+1.41pct，盈利能力显著提升，我们认为一方面来自于公司产品结构的改善，另外一方面系公司前期多个新项目落地产能爬升所拉动。

继重塑齿轮行业后，拟募资建立高端产能角逐全球市场。在汽车电动化、智能化的大趋势下，传统车企以及新势力造车企业逐步将零部件外包给专业的第三方齿轮制造商以实现有效分工。同时，随着传统燃油车的产品升级以及新能源车所带来的技术变革，对齿轮传动件的精密度、强度、噪音处理等各维度提出了更高的要求，在此背景下双环作为龙头企业市占率得到显著提升，一改过去相对分散、自给自足的行业格局，根据我们过往报告测算，双环在国内新能源车纯电领域公司市占率已接近 65%。在国内取得绝对领先的市场地位之后，公司现拟募集资金不超过 20 亿元以投放建设新能源传动齿轮以及商用车自动变速器齿轮等产品项目，补充高端产能；结合近期与 PPeT 就新能源动力系统 DT2 项目签署的 35.54 亿大额订单来看，双环全球化供应的格局已经拉开帷幕，公司正在全力加速全球化进程。

盈利预测与投资建议。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群体一系列形成的立体化综合竞争优势，我们认为双环将加速成为全球化齿轮供应商龙头企业。我们上调公司 21-23 年营收为 55.9/67.5/79.3 (21/22/23 年前值为 52.6/63.2/72.4 亿元)，净利润为 3.5/5.4/7.0 (21/22/23 年前值为 2.7/4.6/5.6 亿元)，对应 PE59.1/38.2/29.7 倍，维持“买入”评级。

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；非公开发行相关审批风险

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	5,593.42	6,750.67	7,926.29
增长率(%)	2.70	13.24	52.65	20.69	17.41
EBITDA(百万元)	702.74	809.04	765.36	978.56	1,173.92
净利润(百万元)	78.32	51.23	350.00	541.93	697.62
增长率(%)	(59.88)	(34.59)	583.18	54.84	28.73
EPS(元/股)	0.10	0.07	0.45	0.70	0.90
市盈率(P/E)	264.14	403.79	59.10	38.17	29.65
市净率(P/B)	5.76	5.79	5.32	4.80	4.23
市销率(P/S)	6.39	5.65	3.70	3.06	2.61
EV/EBITDA	9.46	9.56	30.73	22.01	18.84

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	26.02 元
目标价格	元

基本数据

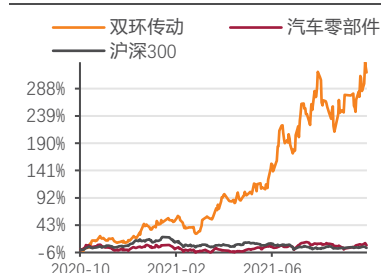
A 股总股本(百万股)	777.69
流通 A 股股本(百万股)	655.84
A 股总市值(百万元)	20,235.54
流通 A 股市值(百万元)	17,064.90
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	47.87
一年内最高/最低(元)	27.49/6.03

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：聚源数据

相关报告

- 《双环传动-公司点评:大额新订单彰显竞争力，双环全球化供应拉开帷幕》 2021-10-21
- 《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
- 《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

事件：

公司发布 2021 年 Q3 业绩公告及定增预案，公司前三季度实现营收 40.66 亿元，同比+65.3%，归母净利润 2.27 亿元，同比+1439%，扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+984.78%；其中 Q3 单季度实现营收 14.47 亿元，同比+44.7%，归母净利润 0.98 亿元，同比+626.37%，扣非归母净利润 0.84 亿元，同比+2845.76%，整体超市场预期。同时，公司发布定增预案，拟募集资金不超过 20 亿元，主要用于新能源汽车传动齿轮以及商用车自动变速器齿轮等高端项目的产能建设，双环有望通过进一步扩充高端产能，优化产能结构，巩固龙头地位，加速全球化进程。

1. 业绩持续超预期，盈利能力显著提升

21Q3 公司实现收入 14.47 亿元，同比+44.7%，环比+0.12%；归母净利润 0.98 亿元，同比+626.37%；扣非归母净利润 0.84 亿元，同比+2845.76%，整体超市场预期。从收入角度来看，受原材料价格波动以及芯片短缺等影响，整体汽车行业承压，三季度国内汽车实现销量 572.9 万台，同比-16.51%，环比-10.4%，而双环凭借自身强有力的竞争优势持续斩获订单，营收实现逆势增长。从盈利水平来看，21Q3 单季度毛利率为 17.51%，同比+1.78pct，环比+0.77pct；净利率为 7.16%，同比+4.77pct，环比+1.41pct，盈利能力显著提升，我们认为一方面来自于公司产品结构的改善，另外一方面系公司前期多个新项目落地产能爬升所拉动。从费用率来看，公司 21Q3 销售、管理、研发及财务费用率分别为 0.97%、4.02%、3.67%以及 1.76%，分别同比-1.83pct、+0.68pct、+0.21pct、-2.71pct，环比+1.01pct、+0.56pct、+0.21pct、-0.92pct，整体保持稳定水平。

2. 继重塑齿轮行业后，拟募资建立高端产能角逐全球市场

在汽车电动化、智能化的大趋势下，传统车企以及新势力造车企业逐步将零部件外包给专业的第三方齿轮制造商以实现有效分工。同时，随着传统燃油车的产品升级以及新能源车所带来的技术变革，对齿轮传动件的精密度、强度、噪音处理等各维度提出了更高的要求，在此背景下双环作为龙头企业市占率得到显著提升，一改过去相对分散、自给自足的行业格局，根据我们过往报告中测算，在国内新能源车纯电领域公司市占率已接近 65%。在国内取得绝对领先的市场地位之后，公司现拟募集资金不超过 20 亿元以投放建设新能源传动齿轮以及商用车自动变速器齿轮等高端产品项目，旨在加大与新能源车及总成供应商的合作广度以及合作深度，同时加强自研能力，以依据产业趋势对产品上下游进行研发拓展，进一步打开公司产品应用领域和市场空间。公司目前已实现众多国内外优质客户的覆盖，进入到了各细分领域中头部企业的供应链体系；同时，近期与 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 项目签署的 35.54 亿大额订单则确立双环全球化供应的格局已经拉开帷幕，公司正在全力加速全球化进程。

3. 盈利预测与投资建议

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群体一系列形成的立体化综合竞争优势，我们认为双环将加速成为全球化齿轮供应商龙头企业。我们上调公司 21-23 年营收为 55.9/67.5/79.3(21/22/23 年前值为 52.6/63.2/72.4 亿元)，净利润为 3.5/5.4/7.0(21/22/23 年前值为 2.7/4.6/5.6 亿元)，对应 PE59.1/38.2/29.7 倍，维持“买入”评级。

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。
- 5) **非公开发行相关审批风险**：如非公开发行审批受阻，公司或将无法进行产能的有效扩充，从而导致对公司经营产生不利影响。

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	1,006.82	1,215.12	1,426.73
应收票据及应收账款	844.66	1,036.68	2,076.90	1,223.65	2,211.33
预付账款	89.35	191.99	212.60	267.29	294.05
存货	1,163.61	1,158.80	918.14	140.95	1,062.99
其他	431.09	412.70	499.77	432.38	517.50
流动资产合计	2,871.46	3,199.56	4,714.22	3,279.39	5,512.60
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	10,130.51	8,678.22	10,741.60
短期借款	1,125.89	1,384.81	1,958.60	931.05	1,639.50
应付票据及应付账款	888.78	1,132.99	1,696.91	1,699.51	2,243.04
其他	541.03	458.15	580.42	525.48	640.11
流动负债合计	2,555.70	2,975.95	4,235.93	3,156.04	4,522.65
长期借款	861.68	735.80	819.70	0.00	113.00
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	1,899.49	1,104.44	1,217.09
负债合计	4,478.14	4,854.69	6,135.42	4,260.48	5,739.75
少数股东权益	89.72	105.79	105.79	105.79	105.79
股本	685.85	677.96	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	3,111.62	3,534.26	4,118.38
其他	(1,361.24)	(1,334.83)	(1,465.71)	(1,465.71)	(1,465.71)
股东权益合计	3,681.53	3,676.24	3,995.09	4,417.74	5,001.85
负债和股东权益总计	8,159.67	8,530.93	10,130.51	8,678.22	10,741.60

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	75.01	80.52	350.00	541.93	697.62
折旧摊销	341.62	400.70	196.98	219.49	234.29
财务费用	150.98	168.37	156.62	121.51	118.89
投资损失	(6.24)	(10.33)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(358.73)	91.52	(245.44)	1,566.73	(1,339.22)
其它	290.66	(89.41)	0.86	(0.81)	0.04
经营活动现金流	493.30	641.38	459.02	2,448.85	(288.38)
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	3,863.49	2,077.54	2,874.94
股权融资	(162.76)	(197.59)	(187.76)	(121.51)	(118.89)
其他	(3,208.87)	(3,254.35)	(3,256.24)	(3,982.78)	(2,191.05)
筹资活动现金流	(165.39)	(195.70)	419.49	(2,026.74)	564.99
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	607.43	208.30	211.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,235.82	3,664.20	5,593.42	6,750.67	7,926.29
营业成本	2,654.75	3,027.90	4,349.09	5,152.35	6,019.69
营业税金及附加	13.44	22.63	33.56	28.35	31.71
营业费用	113.37	111.95	195.77	202.52	237.79
管理费用	119.56	131.76	223.74	337.53	396.31
研发费用	107.57	139.65	223.74	270.03	301.20
财务费用	128.17	155.73	156.62	121.51	118.89
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	411.77	637.56	820.73
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	411.77	637.56	820.73
所得税	21.08	3.85	61.77	95.63	123.11
净利润	75.01	80.52	350.00	541.93	697.62
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	350.00	541.93	697.62
每股收益(元)	0.10	0.07	0.45	0.70	0.90

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.70%	13.24%	52.65%	20.69%	17.41%
营业利润	-54.05%	-15.22%	381.62%	54.84%	28.73%
归属于母公司净利润	-59.88%	-34.59%	583.18%	54.84%	28.73%
获利能力					
毛利率	17.96%	17.37%	22.25%	23.68%	24.05%
净利率	2.42%	1.40%	6.26%	8.03%	8.80%
ROE	2.18%	1.43%	9.00%	12.57%	14.25%
ROIC	2.96%	3.60%	7.53%	9.60%	15.47%
偿债能力					
资产负债率	54.88%	56.91%	60.56%	49.09%	53.43%
净负债率	77.78%	77.71%	71.50%	19.52%	28.95%
流动比率	1.12	1.08	1.11	1.04	1.22
速动比率	0.67	0.69	0.90	0.99	0.98
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	5.39	12.75	13.17
总资产周转率	0.40	0.44	0.60	0.72	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.07	0.45	0.70	0.90
每股经营现金流	0.63	0.82	0.59	3.15	-0.37
每股净资产	4.62	4.59	5.00	5.54	6.30
估值比率					
市盈率	264.14	403.79	59.10	38.17	29.65
市净率	5.76	5.79	5.32	4.80	4.23
EV/EBITDA	9.46	9.56	30.73	22.01	18.84
EV/EBIT	18.25	18.78	41.37	28.37	23.54

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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