

双环传动 (002472)

证券研究报告

2021年03月31日

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”

事件：公司发布 2020 年报以及 2021 第一季度业绩预告，具体数据如下：

1) 2020 年业绩公告：2020 年公司实现营业收入 36.64 亿元，同比+13.24%；归母净利润为 5123.09 万元，同比-34.59%；归母扣非净利润为 430.01 万元，同比-90.60%。2) 2021 年 Q1 业绩预告：预计 21Q1 归母净利润为 4500 万元~5500 万元，同比+310.4%~357.2%，业绩显著改善。3) 公司拟以总股本 6.78 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 0.2 元现金（含税），本次合计派现 1355.92 万元，对应现金分红率为 26.47%。

疫情不改公司稳定增长态势，新能源车纯电市占率进一步提升至 50%

报告期内，全球疫情影响不改公司稳定增长态势，全年实现收入 36.64 亿元，同比+13.24%。分产品来看，乘用车齿轮、商用车齿轮以及机器人减速器业务增长显著，我们认为一方面来自于行业外包趋势持续深化所带动，同时受益于公司自身持续不断的产品及客户结构升级。值得注意的是，公告披露 20 年公司纯电动汽车传动件产量 168.7 万件，经我们测算，20 年纯电汽车产量为 110.5 万辆对应整体市场需求为 331.5 万件齿轮，预计公司市占率高达 50.9%左右，龙头地位进一步夯实。从单季度来看，20Q4 公司实现收入 12.05 亿元，同比+23.57%，环比+20.49%，创单季度历史新高。

盈利水平逐季度提升显著，公司将由耕耘期迈入收获期

20 年公司整体毛利率为 17.37%，同比-0.59pct；净利率为 2.20%，同比-0.1pct，盈利水平有小幅下降，主要系公司 Q1 受疫情影响业务几乎停摆，另外前期收购境外股权储备外汇产生汇兑损失和公司在报告期内加大了研发费用投入所致。但从单季度来看，公司 20Q4 单季度毛利率为 21.61%，同比+5.48pct，环比+5.88pct；净利率为 3.69%，同比+6.23pct，环比+1.30pct，盈利能力显著回升，我们认为主要得益于产品以及客户结构改善。

盈利预测与建议

同样承载运转功能的核心零部件“齿轮”可被喻为机器中的“芯片”，公司点滴耕耘四十余载，始终坚持专注于传动齿轮的研发、设计与制造。作为我国高精密齿轮制造龙头，公司在拥有全球领先的设备、工艺水平以及自主设计开发能力的同时手握全球第一梯队客户资源。随着前期铺设项目的陆续批量供货及新能源车市占率的持续提升，齿轮外包趋势深化叠加市场复苏，公司有望享受戴维斯双击，业绩高速增长。我们上调公司 21-23 年营收为 47.1/57.9/66.6 亿元（21/22 年前值为 46.3/56.5 亿元），净利润为 2.4/4.4/5.5 亿元（21/22 年前值为 2.1/3.6 亿元），对应 PE23/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；公司订单不及预期风险；原材料价格波动风险

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	4,705.36	5,786.13	6,655.35
增长率(%)	2.70	13.24	28.41	22.97	15.02
EBITDA(百万元)	702.74	809.04	674.76	958.44	1,118.25
净利润(百万元)	78.32	51.23	241.08	439.99	553.37
增长率(%)	(59.88)	(34.59)	370.57	82.51	25.77
EPS(元/股)	0.11	0.07	0.35	0.64	0.81
市盈率(P/E)	72.10	110.23	23.42	12.83	10.20
市净率(P/B)	1.57	1.58	1.53	1.39	1.23
市销率(P/S)	1.75	1.54	1.20	0.98	0.85
EV/EBITDA	9.46	9.63	12.58	7.07	6.45

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	8.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	686.15
流通 A 股股本(百万股)	555.89
A 股总市值(百万元)	5,646.97
流通 A 股市值(百万元)	4,575.01
每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	56.91
一年内最高/最低(元)	10.20/4.78

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
文康	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040002	
wenkang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《双环传动-季报点评:2020Q3 收入显著增长，后期业绩持续走高可期》 2020-10-28
- 《双环传动-公司点评:事件点评：终止海外收购项目，聚焦国内现有产能》 2020-10-11
- 《双环传动-首次覆盖报告:小齿轮转动大世界，中国高精密齿轮制造隐形冠军》 2020-09-18

事件：

公司发布 2020 年报以及 2021 第一季度业绩预告，具体数据如下：

- 1) 2020 年业绩公告：2020 年公司实现营业收入 36.64 亿元，同比+13.24%；归母净利润为 5123.09 万元，同比-34.59%；归母扣非净利润为 430.01 万元，同比-90.60%。
- 2) 2021 年 Q1 业绩预告：预计 21Q1 归母净利润为 4500 万元~5500 万元，同比+310.4%~357.2%，业绩显著改善。
- 3) 公司拟以总股本 6.78 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 0.2 元现金（含税），本次合计派现 1355.92 万元，对应现金分红率为 26.47%。

疫情不改公司稳定增长态势，新能源车纯电市占率进一步提升至 50%

报告期内，全球疫情影响不改公司稳定增长态势，全年实现收入 36.64 亿元，同比+13.24%。**分产品来看**，2020 年公司乘用车齿轮/商用车齿轮/工程机械齿轮/电动工具齿轮/摩托车齿轮/机器人减速器及其他/钢材销售分别实现收入 15.53 亿元、6.81 亿元、5.14 亿元、1.31 亿元、0.77 亿元、2.06 亿元以及 5.04 亿元，分别同比+22.00%、+47.96%、+1.94%、+20.02%、+2.10%、+66.93%以及-27.18%，收入占比分别为 42.4%、18.6%、14.0%、3.6%、2.1%、5.6%以及 13.74%，其中乘用车齿轮、商用车齿轮以及机器人减速器业务增长显著，我们认为一方面来自于行业外包趋势进一步深化所带动，另一方面受益于公司自身持续不断的产品以及客户结构升级。**同时值得注意的是**，公告披露 20 年公司纯电动汽车传动件产量 168.7 万件，按照 1 辆车 1 个减速箱装配 3 个齿轮进行测算，20 年纯电汽车产量为 110.5 万辆对应整体市场需求为 331.5 万件齿轮，预计公司市占率高达 50.9%左右，龙头地位进一步夯实。从单季度来看，20Q4 公司实现收入 12.05 亿元，同比+23.57%，环比+20.49%，创单季度历史新高。

盈利水平逐季度提升显著，公司将由耕耘期迈入收获期

2020 年公司整体毛利率为 17.37%，同比-0.59pct；净利率为 2.20%，同比-0.1pct，盈利水平有小幅下降，主要系公司 Q12 受疫情影响业务几乎停摆，另外前期收购境外股权储备外汇产生汇兑损失以及公司在报告期内加大了研发费用投入力度所致。**但从单季度来看**，公司 20Q4 单季度毛利率为 21.61%，同比+5.48pct，环比+5.88pct；净利率为 3.69%，同比+6.23pct，环比+1.30pct，盈利能力显著回升，我们认为主要得益于产品结构以及客户结构改善。从费用端来看，公司 2020 年销售、管理、财务、研发费用率分别为 3.06%、3.60%、4.25%以及 3.81%，分别同比-0.45pct、-0.10pct、+0.29pct、+0.49pct，其中研发费用较同期增加 3208 万元，同比+29.82%，公司对于产品技术研发重视度持续提升。**此外**，公司预计 2021 年第一季度实现归母净利润 4500 万元~5500 万元，同比+310.4%~357.2%，我们认为未来随着客户结构和产品结构持续升级，产线自动化效率提升等各方面的改善，公司利润率有望大幅提升。

齿轮传动件外包趋势持续深化+工业机器人减速器国产替代加速，进一步打开公司向上成长空间

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、强度等各维度提出了更高的要求。在此背景下，中低端产能企业将被出清，已具备较大的产能规模以及较高的技术水平的齿轮龙头将直接受益，作为龙头企业，双环市场份额将得到显著提升。**另外**，随着我国工业机器人减

速器国产替代步伐加速，作为国产品牌第一梯队，双环广受客户认可。公司已具备一定的 RV 减速器产能规模，同时谐波减速器已开发送样中，有望实现快速市场上量形成新的业绩增长点。

盈利预测与建议

同样承载运转功能的核心零部件“齿轮”可被喻为机器中的“芯片”，公司点滴耕耘四十余载，始终坚持专注于传动齿轮的研发、设计与制造。作为我国高精密齿轮制造龙头，公司在拥有全球领先的设备、工艺水平以及自主设计开发能力的同时手握全球第一梯队客户资源。随着前期铺设项目的陆续批量供货及新能源车市占率的持续提升，齿轮外包趋势深化叠加市场复苏，公司有望享受戴维斯双击，业绩高速增长。我们上调公司 21-23 年营收为 47.1/57.9/66.6 亿元(21/22 年前值为 46.3/56.5 亿元)，净利润为 2.4/4.4/5.5 亿元(21/22 年前值为 2.1/3.6 亿元)，对应 PE23/13/10 倍，维持“买入”评级。

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) 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。
- 3) 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。

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	846.97	1,041.50	1,197.96
应收票据及应收账款	844.66	1,036.68	1,582.56	1,246.40	1,637.80
预付账款	89.35	191.99	139.65	265.05	198.05
存货	1,163.61	1,158.80	752.61	140.55	852.68
其他	431.09	412.70	485.46	431.09	498.31
流动资产合计	2,871.46	3,199.56	3,807.24	3,124.59	4,384.79
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	9,223.54	8,523.42	9,613.79
短期借款	1,125.89	1,384.81	1,868.27	1,039.51	1,584.80
应付票据及应付账款	888.78	1,132.99	1,186.70	1,677.57	1,574.95
其他	541.03	458.15	529.30	524.82	577.57
流动负债合计	2,555.70	2,975.95	3,584.27	3,241.90	3,737.32
长期借款	861.68	735.80	764.84	0.00	66.04
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	1,844.64	1,104.44	1,170.14
负债合计	4,478.14	4,854.69	5,428.91	4,346.34	4,907.46
少数股东权益	89.72	105.79	105.79	105.79	105.79
股本	685.85	686.15	686.15	686.15	686.15
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	3,002.69	3,385.15	3,914.40
其他	(1,361.24)	(1,343.02)	(1,465.71)	(1,465.71)	(1,465.71)
股东权益合计	3,681.53	3,676.24	3,794.63	4,177.08	4,706.33
负债和股东权益总计	8,159.67	8,530.93	9,223.54	8,523.42	9,613.79

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	75.01	80.52	241.08	439.99	553.37
折旧摊销	341.62	400.70	196.98	219.49	234.29
财务费用	150.98	168.37	194.16	221.31	232.94
投资损失	(6.24)	(10.33)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(358.73)	91.52	(59.64)	1,339.51	(1,129.39)
其它	290.66	(89.41)	0.86	(0.81)	0.04
经营活动现金流	493.30	641.38	573.44	2,219.49	(108.76)
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	3,718.30	2,186.00	2,773.28
股权融资	(162.76)	(197.59)	(316.85)	(221.31)	(232.94)
其他	(3,208.87)	(3,254.35)	(3,256.24)	(3,775.85)	(2,210.12)
筹资活动现金流	(165.39)	(195.70)	145.22	(1,811.15)	330.22
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	447.58	194.54	156.46

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,235.82	3,664.20	4,705.36	5,786.13	6,655.35
营业成本	2,654.75	3,027.90	3,564.98	4,345.09	4,966.13
营业税金及附加	13.44	22.63	28.23	24.30	26.62
营业费用	113.37	111.95	188.21	202.51	232.94
管理费用	119.56	131.76	258.80	289.31	332.77
研发费用	107.57	139.65	188.21	185.16	212.97
财务费用	128.17	155.73	194.16	221.31	232.94
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	283.62	517.64	651.02
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	283.62	517.64	651.02
所得税	21.08	3.85	42.54	77.65	97.65
净利润	75.01	80.52	241.08	439.99	553.37
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	241.08	439.99	553.37
每股收益(元)	0.11	0.07	0.35	0.64	0.81

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.70%	13.24%	28.41%	22.97%	15.02%
营业利润	-54.05%	-15.22%	231.74%	82.51%	25.77%
归属于母公司净利润	-59.88%	-34.59%	370.57%	82.51%	25.77%
获利能力					
毛利率	17.96%	17.37%	24.24%	24.91%	25.38%
净利率	2.42%	1.40%	5.12%	7.60%	8.31%
ROE	2.18%	1.43%	6.54%	10.81%	12.03%
ROIC	2.96%	3.60%	6.33%	9.61%	14.44%
偿债能力					
资产负债率	54.88%	56.91%	58.86%	50.99%	51.05%
净负债率	77.78%	77.71%	75.67%	27.40%	33.47%
流动比率	1.12	1.08	1.06	0.96	1.17
速动比率	0.67	0.69	0.85	0.92	0.95
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	4.92	12.96	13.40
总资产周转率	0.40	0.44	0.53	0.65	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.07	0.35	0.64	0.81
每股经营现金流	0.72	0.93	0.84	3.23	-0.16
每股净资产	5.23	5.20	5.38	5.93	6.70
估值比率					
市盈率	72.10	110.23	23.42	12.83	10.20
市净率	1.57	1.58	1.53	1.39	1.23
EV/EBITDA	9.46	9.63	12.58	7.07	6.45
EV/EBIT	18.25	18.93	17.77	9.17	8.16

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