公司研究

季报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

营收稳步增长 四季度毛利率改善超预期

——双环传动（002472.SZ）2020 年年报点评　　汽车/汽车零部件

申港证券 SHENGANG SECURITIES

事件：

2020 年年度报告：2020 年全年营业收入 36.64 亿元，同比增长 13.24%，归母净利润 0.51 亿元，同比增长-34.59%。2020 年 4 季度，营业收入 12.05 亿元，同比增长 23.57%，环比增长 20.5%，归母净利润 0.37 亿元，同比增长 266.67%，环比增长 164.28%，公司全年及四季度业绩超市场预期。

2021 年一季度业绩预告：预计一季度归母净利润 0.45-0.55 亿元，复合预期。

投资摘要：

2020 年年度报告及 2021 年一季度业绩预告点评

营收稳步增长，毛利率季度改善超预期。公司业务中包括齿轮制造和钢材贸易两部分，其中核心业务齿轮制造在 2020 年的营收为 31.6 亿元，同比增长 24%，全年归母净利润 0.51 亿元，同比增长-34.59%，超出公司利润指引 0.3-0.45 亿元范围。公司全年利润下滑主要受产能利用率的拖累，同时资产减值准备 0.48 亿元、汇兑损益 0.16 亿元也对利润造成不利影响。分季度看，随着营收的增长及产能利用率的回升，公司四季度毛利率为 21.61%，同比增长 5.48pct，环比增长 5.88pct，毛利率提升显著，超出市场预期。公司预计 2021 年一季度归母净利润 0.45-0.55 亿元，复合市场预期。

乘用车齿轮及商用车齿轮贡献主要增量，客户结构优化。2020 年公司乘用车业务营收 15.53 亿元，同比增长 33%，主要得益于乘用车 8AT、一汽集团等公司的项目逐步上量；商用车业务营收 6.81 亿元，同比增长 48%，主要得益于排放升级后发动机齿轮精度提升，公司市场份额增加，以及重卡 AMT 变速箱齿轮的上量。随着产品结构的调整，公司核心客户由自主品牌逐步向外资转变，当前外资客户营收占比 60%-70%，客户结构得到优化。

新能源减速器齿轮占据市场主要份额，2021 年有望继续贡献显著增量。公司新能源减速器齿轮主要配套 A0 级及以上车型，下游客户涵盖博格华纳、汇川技术、西门子、日本电产、上汽、比亚迪、蔚来（蔚邦）、广汽、北汽等市场主流供应商和主机厂，2020 年出货量约为 42 万台套。得益于新能源行业的高速增长及新增大客户的逐步量产配套，我们预测 2021 年公司新能源减速器齿轮出货量有望达 100 万台套，市场份额约 50%，新能源业务将成为公司的重要增长极。

机器人减速器业务稳步推进，自主替代可期。公司 RV 减速器于 2016 年量产，下游客户涵盖埃夫特、新松机器人等主机厂，2019 年出货量在 2 万台以上，2020 年增长至约 3 万台，公司 RV 减速器得到客户普遍好评，配套份额逐年增长，2021 年产能将扩充至 10 万台，自主替代可期。同时，公司积极开展谐波减速器的研发工作，目前样品已送交客户进行检测，谐波减速器在精密度和控制逻辑上与 RV 减速器有相似之处，公司有望在谐波减速器领域实现突破。

投资建议：

因公司降低了钢贸业务规模，我们调整公司 2021-2023 年营收为 45.79 亿元、55.73 亿元、67.36 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.14 亿元、4.16 亿元和 6.42 亿元，每股收益分别为 0.32 元、0.61 元和 0.95 元。维持 2021 年目标价 11.17 元，维持“买入”评级。

风险提示：

重大客户开拓不及预期，新能源汽车行业增长不及预期，重卡 AMT 变速箱渗透率不及预期，减速器业务发展不及预期。

评级　　买入（维持）

2021 年 03 月 31 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

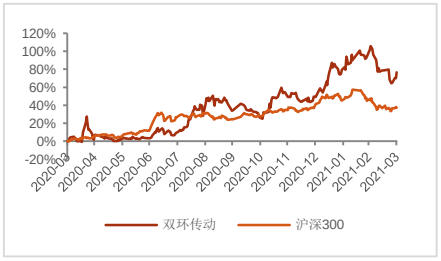
郭涛　　研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080029

guotao@shgsec.com

交易数据	时间 2021.03.31
总市值/流通市值（亿元）	58.6/47.47
总股本（万股）	68,614.5
资产负债率（%）	56.91
每股净资产（元）	4.86
收盘价（元）	8.54
一年内最低价/最高价（元）	4.78/10.2

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

1、《双环传动（002472.SZ）：产业升级 重塑汽齿格局 龙头业绩反转在即》2021-03-11

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,235.82	3,664.20	4,579.69	5,573.06	6,736.13
增长率（%）	2.70%	13.24%	24.98%	21.69%	20.87%
归母净利润（百万	78.32	51.23	214.72	415.74	641.88
增长率（%）	-59.88%	-34.59%	319.13%	93.62%	54.40%
净资产收益率（%）	2.18%	1.43%	5.70%	10.04%	13.61%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.32	0.61	0.95
PE	71.17	106.75	26.96	13.93	9.02
PB	1.63	1.62	1.54	1.40	1.23

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					单位:百万 元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3236**	**3664**	**4580**	**5573**	**6736**
营业成本	**2655**	**3028**	**3689**	**4395**	**5219**
营业税金及附加	13	23	28	34	42
营业费用	113	112	136	156	182
管理费用	120	132	165	189	216
研发费用	108	140	160	189	216
财务费用	128	156	120	100	80
资产减值损失	(26)	(38)	(32)	(30)	(30)
公允价值变动收益	2	0	1	1	1
投资净收益	2	4	7	5	6
营业利润	**101**	**85**	**291**	**532**	**805**
营业外收入	6	1	4	2	3
营业外支出	11	2	6	4	5
利润总额	**96**	**84**	**288**	**530**	**802**
所得税	21	4	43	80	120
净利润	**75**	**81**	**245**	**451**	**682**
少数股东损益	(3)	29	30	35	40
归属母公司净利润	78	51	215	416	642
EBITDA	795	863	854	1131	1410
EPS（元）	**0.12**	**0.08**	**0.32**	**0.61**	**0.95**

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	2.7%	13.2%	25.0%	21.7%	20.9%
营业利润增长	-54.1%	-15.2%	240.2%	83.0%	51.2%
归属于母公司净利润增长	-59.9%	-34.6%	319.1%	93.6%	54.4%
获利能力					
毛利率(%)	18.0%	17.4%	19.4%	21.1%	22.5%
净利率(%)	2.3%	2.2%	5.3%	8.1%	10.1%
总资产净利润(%)	1.0%	0.6%	2.4%	4.4%	6.2%
ROE(%)	2.2%	1.4%	5.7%	10.0%	13.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	54.9%	56.9%	56.8%	55.2%	52.3%
流动比率	1.12	1.08	1.13	1.26	1.42
速动比率	0.67	0.69	0.65	0.74	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.44	0.52	0.60	0.68
应收账款周转率	4.28	3.95	4.06	4.05	4.02
应付账款周转率	6.05	5.18	5.43	5.57	5.64
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.08	0.32	0.61	0.95
每股净现金流(最新摊薄)	-0.40	0.09	0.14	0.16	0.18
每股净资产(最新摊薄)	5.24	5.27	5.55	6.11	6.96
估值比率					
P/E	71.17	106.75	26.96	13.93	9.02
P/B	1.63	1.62	1.54	1.40	1.23
EV/EBITDA	10.97	10.02	10.12	7.45	5.75

资产负债表					单位:百万 元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	**2871**	**3200**	**3534**	**4202**	**4980**
货币资金	343	399	492	603	726
应收账款	827	1027	1227	1528	1825
其他应收款	19	2	3	3	4
预付款项	89	192	179	246	273
存货	1164	1159	1515	1743	2106
其他流动资产	156	107	100	60	20
非流动资产合计	**5288**	**5331**	**5424**	**5355**	**5297**
长期股权投资	130	101	116	108	112
固定资产	3196	3632	3748	3785	3784
无形资产	234	231	225	219	213
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
资产总计	**8160**	**8531**	**8958**	**9557**	**10277**
流动负债合计	**2556**	**2976**	**3127**	**3333**	**3505**
短期借款	1126	1385	1501	1421	1335
应付账款	634	782	904	1098	1291
预收款项	12	0	0	0	0
一年内到期的非流动	381	256	205	184	166
非流动负债合计	**1922**	**1879**	**1944**	**1928**	**1858**
长期借款	862	736	736	736	736
应付债券	837	880	900	900	800
负债合计	**4478**	**4855**	**5071**	**5260**	**5363**
少数股东权益	90	106	136	171	211
实收资本（或股本）	686	678	678	678	678
资本公积	1496	1466	1466	1466	1466
未分配利润	1122	1138	1299	1611	2092
归属母公司股东权益	3592	3570	3766	4140	4717
负债和所有者权益	**8160**	**8531**	**8934**	**9533**	**10253**

现金流量表					单位:百万 元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**493**	**641**	**615**	**792**	**901**
净利润	75	81	245	451	682
折旧摊销	338	397	443	498	525
财务费用	128	156	120	100	80
应付帐款减少	(141)	(201)	(200)	(301)	(298)
预收帐款增加	2	(12)	0	0	0
投资活动现金流	**(603)**	**(384)**	**(505)**	**(392)**	**(430)**
公允价值变动收益	2	0	1	1	1
长期股权投资减少	(5)	29	(14)	7	(4)
投资收益	2	4	7	5	6
筹资活动现金流	**(165)**	**(196)**	**(17)**	**(289)**	**(348)**
应付债券增加	45	42	20	0	(100)
长期借款增加	(155)	(126)	0	0	0
普通股增加	(0)	(8)	0	0	0
资本公积增加	(11)	(30)	0	0	0
现金净增加额	**(275)**	**62**	**93**	**111**	**123**

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师简介

郭涛，上海交通大学硕士，曾就职于上海汽车集团股份有限公司技术中心，2020 年 8 月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上