

投资评级：推荐（首次）

#### 分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人:

李倩倩 021-61680674

Email:liqq@cgws.com

从业证书编号:S1070115120028

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

从业证书编号:S1070115070101

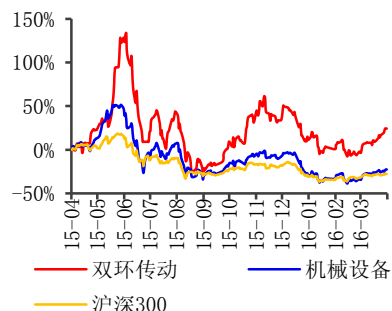
#### 市场数据

目前股价	23.94
总市值(亿元)	81.01
流通市值(亿元)	46.08
总股本(万股)	33,837
流通股本(万股)	19,247
12个月最高/最低	48.00/13.76

#### 盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	1537	1844	2213
(+/-%)	10.0%	20.0%	20.0%
净利润	173	226	270
(+/-%)	26.6%	30.5%	19.4%
摊薄 EPS	0.51	0.67	0.80
PE	46.80	35.87	30.05

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

## 做强齿轮主业，外延拓展布局工业 4.0

### ——双环传动（002472）公司动态点评

#### 投资建议

我们预测公司 2016-2018 年归属母公司的股东净利润分别为 1.73 亿、2.26 亿和 2.70 亿，对应的 EPS 分别是 0.51 元、0.67 元和 0.80 元。公司是行业内领先的齿轮精密件制造商，随着公司战略布局的四大新领域成为业绩增长的强劲动力，看好公司未来两年的发展，首次给予“推荐”评级。

#### 投资要点

- **公司 2015 年度业绩大体符合预期。**公司 2015 年度实现营业收入 139,728.91 万元，同比增长 10.34%；营业利润 14,698.06 万元，同比增长 9.96%；利润总额 15,188.49 万元，同比增长 8.19%；归属于上市公司股东的净利润 13,674.14 万元，同比增长 11.81%。其中乘用车齿轮营收较上年同期有大幅增长，增幅为 69.28%。
- **公司综合毛利率 25.09%，期间各费用变化不大。**公司 2015 年度综合毛利率为 25.09%，较上年同期减少 1.06%。其中电动工具齿轮和工程机械齿轮的毛利率最高，分别为 31.56%和 36.98%，分别较上年同期增长 1.87%和 2.63%。公司 2015 年度销售费用、管理费用和财务费用的把控较好，没有出现较大幅度的增长，分别同比增减 4.44%、1.75%和 -13.24%。
- **提升原有业务，布局四大新领域。**公司针对之前传统商用车和工程机械传动件的下滑积极加强与国际客户的紧密合作，扩展产品线，2016 年公司该类产品有望进一步提高市场占有率。此外，公司通过实施非公开发行股票募集资金人民币 12 亿元，用于布局工业机器人 RV 减速器、轨道交通齿轮、新能源汽车齿轮、自动变速器齿轮四大新领域。其中高端的新能源车辆和自动变速器传动齿轮 2015 年已经出现强劲增速，今后几年预计会得以延续，从而成为公司新的业绩增长点。新能源汽车市场需求的增长迅猛，与之密切相关的精密传动齿轮市场发展前景良好。公司在新能源汽车传动齿轮系列产品的研发生产方面，具备批量生产和出口新能源汽车高精度齿轮产品的能力。2015 年度公司与上汽变达成战略合作关系，为此公司已于 2015 年底启动桐乡混动汽车齿轮件生产建设专项，并为未来几年延伸至纯电动汽车齿轮达成后续合作框架，该项目有望在 2016 年建设完成并实现小批量供货，2017 年进入满负荷生产。在自动变速器齿轮方面，公司顺应车辆驾驶的自动化配置的主要趋势，继续加强与福特公司的深度合作，合作项目已进入量产阶段并在今后几年产量将进一步增加。同时，公司还与上汽通用、纳铁福等客户就产品开发达成协议。在精密减速器方面，公司研制各环节取得了突破性进展，成功推出十多个型号工业机器人精密减速器产品，部分产品已完

成装机测试。随着工业机器人减速器募投项目建设实施以及生产工艺优化，2016年将达成小批量供货，2017年有望实现产业化形成大批量供货。在轨道交通齿轮方面，公司已成功掌握了高铁动车齿轮加工中的技术难点，相继获得采埃孚检测通过与中铁检验认证，进入批量供货阶段，使得公司在高铁齿轮箱传动部件领域一举确立起领先地位。

- **顺势而为，目标“百亿双环”。**针对目前我国齿轮产品仍需要向高端转变，并且大量依赖进口，作为齿轮行业的领先企业，公司将顺势而为，在坚持主业的基础上将使用并购、合资等外延途径促进公司业务的快速增长。在工业4.0布局方面，公司与重庆机床（集团）有限责任公司及德国KAPP公司共同合作设立中德世玛特智能制造有限公司，该公司切入我国智能装备以及智能制造服务的薄弱环节，为客户提供智能工厂及数字化车间整体解决方案。公司战略布局多领域，目标在2020年实现“百亿双环”。
- **风险提示：**行业波动风险，原材料价格波动风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1266	1397	1537	1844	2213	<b>成长性</b>					
营业成本	935	1047	1153	1383	1660	营业收入增长	27.8%	10.3%	10.0%	20.0%	20.0%
销售费用	54	57	58	65	77	营业成本增长	26.0%	11.9%	10.1%	20.0%	20.0%
管理费用	114	116	120	138	166	营业利润增长	78.4%	10.0%	13.3%	31.7%	19.9%
财务费用	30	26	20	18	24	利润总额增长	75.5%	8.2%	14.0%	30.5%	19.4%
投资净收益	12	15	0	0	0	净利润增长	81.7%	11.8%	26.6%	30.5%	19.4%
营业利润	134	147	167	219	263	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	7	5	6	6	6	毛利率	26.1%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
利润总额	140	152	173	226	270	销售净利率	9.7%	9.8%	11.3%	12.2%	12.2%
所得税	18	15	0	0	0	ROE	7.9%	4.8%	5.8%	7.1%	7.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	7.7%	6.7%	7.5%	9.2%	10.2%
净利润	122	137	173	226	270	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	4.3%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%
					( 百万 )	管理费用/营业收入	9.0%	8.3%	7.8%	7.5%	7.5%
流动资产	1069	2319	2113	2362	2721	财务费用/营业收入	2.4%	1.9%	1.3%	1.0%	1.1%
货币资金	-14	1225	828	794	865	投资收益/营业利润	8.7%	9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	437	468	454	652	675	所得税/利润总额	12.9%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	54	65	318	391	439	应收账款周转率	3.50	3.35	4.06	3.20	3.89
存货	627	625	832	916	1181	存货周转率	1.49	1.67	1.39	1.51	1.41
非流动资产	1259	1392	1356	1320	1285	流动资产周转率	1.10	0.53	0.64	0.80	0.83
固定资产	1094	1184	1149	1113	1078	总资产周转率	0.54	0.38	0.44	0.50	0.55
资产总计	2328	3711	3469	3682	4006	<b>偿债能力</b>					
流动负债	631	688	301	325	422	资产负债率	33.3%	23.1%	13.6%	13.4%	14.8%
短期借款	379	464	0	0	0	流动比率	1.58	2.95	5.29	5.58	5.23
应付款项	252	224	301	325	422	速动比率	0.62	2.15	3.21	3.42	2.96
非流动负债	143	171	171	171	171	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期借款	53	31	31	31	31	EPS	0.36	0.40	0.51	0.67	0.80
负债合计	775	858	472	495	593	每股净资产	4.59	8.43	8.86	9.42	10.09
股东权益	1553	2852	2998	3187	3413	每股经营现金流	-0.09	3.72	-1.17	-0.10	0.21
股本	288	338	338	338	338	每股经营现金/EPS	-0.25	9.21	-2.29	-0.15	0.26
留存收益	648	751	896	1085	1311	<b>估值</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0	0	0	0	0	PE	66.24	59.24	46.80	35.87	30.05
负债和权益总计	2328	3711	3469	3682	4006	PEG	2.92	2.33	1.76	1.18	1.55
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PB	5.22	2.84	2.70	2.54	2.37
经营活动现金流	129	309	79	-21	91	EV/EBITDA	25.03	25.55	39.13	31.65	26.48
其中营运资本减少	-1122	1194	181	225	261	EV/SALES	5.78	5.27	4.75	3.98	3.28
投资活动现金流	-178	-266	6	6	6	EV/IC	3.69	3.48	3.33	3.03	2.82
其中资本支出	-178	-282	0	0	0	ROIC/WACC	0.08	0.07	0.07	0.09	0.10
融资活动现金流	22	1239	-483	-20	-27	REP	1.09	1.05	1.03	1.02	1.01
净现金总变化	-28	1285	-397	-34	71						

**研究员介绍及承诺**

**曲小溪:** 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

**李倩倩:** 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

**张如许:** 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>