

# 双环传动 (002472) 点评报告

2016年11月3日

**战略合作新松机器人, 继续看好工业 4.0 领域布局**  
**投资评级: 买入 (维持)**

首席证券分析师 陈显帆

事件: 公司与沈阳新松机器人自动化股份有限公司签订《合作框架协议》, 双方将发挥各自优势, 就工业机器人产品、减速器国产化与自动化改造、智能制造项目等全方位合作。

执业资格证书号码: S0600515090001

**投资要点**

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

■ **与沈阳新松机器人签订合作框架, 强强联手, 布局智能制造**  
 公司与新松的合作围绕工业机器人产品、减速器国产化与自动化改造、智能制造项目等展开全方位合作。主要内容有四点: 1) 公司根据新松工业机器人减速器要求开发精密减速器; 2) 新松应用公司开发的精密减速器, 并将工业机器人批量应用在公司数字化制造工厂; 3) 新松和公司共同完成双环生产线设备工程项目改造及新工厂建设项目等; 4) 公司在其行业及周边区域协助新松进行产品的市场推广应用; 新松积极协助配合双环传动精密减速器批量化市场推广应用。公司选择与新松机器人合作, 主要是想通过和供应链上下游的协作, 共同降低国产工业机器人的成本。未来, 若新松有新产品推出市场, 公司会从优势的齿轮业务角度配套研发。同时, 新松需和类似双环的零部件厂商共同合作, 共同攻克国产机器人核心零部件国产化的难题, 进而打破外资品牌的长期垄断。

证券分析师 周尔双

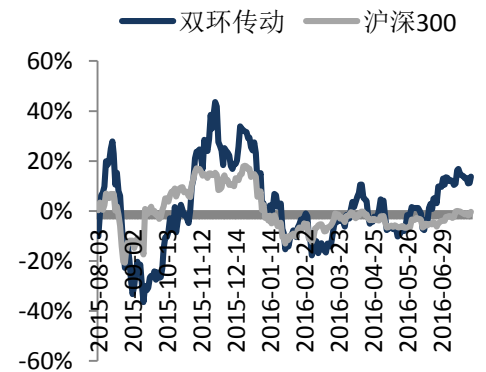
执业资格证书号码: S0600515110002

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

13915521100

■ **主业齿轮受益于新能源汽车行业, 三季报稳定增长符合预期**  
 公司 2016 年前三季度实现营业收入 12.08 亿元, 同比增长 19.74%; 实现归属于上市公司股东净利润 1.34 亿元, 同比增长 34.75%。收入利润的增长主要依赖于乘用车齿轮业务的增长: 一方面在自动变速箱领域销量增长, 另一方面在新能源领域上半年正式为比亚迪、奇瑞、广汽等整车厂批量供货。

**股价走势**



■ **RV 减速机已完成 14 个型号定型定标, 募投项目有望提前投产**  
 公司年初募资 12 亿, 其中 3 亿元投向工业机器人 RV 减速器项目 (工信部专项和 863 计划), 目前已完成市场上主流的 2 个系列 14 个型号的机器人精密减速器定型定标, 并逐步完成测试投入小批量制造。根据目前进度, 研发进度符合预期, 募投项目 2016 年有望达到 1 万台产能, 预期 2017 年建成, 规划建成 3 年后完全达产, 年产 6 万台 RV 减速机业务。

**市场数据**

收盘价 (元)	24.25
一年最高价/最低价	13.76/31.45
市净率	2.8
流通 A 股市值 (百万元)	4733.1

**基础数据**

每股净资产 (元)	8.41
资产负债率	16.86
总股本 (百万股)	338.37
流通 A 股 (百万股)	195.18

■ **成为采埃孚变速箱核心零部件全球唯一供货商, 已批量供货**  
 2016 年 2 月公告, 成为为采埃孚 ZF (供货中车) 高铁变速箱核心零部件全球唯一供应商。截至目前公司已开始批量供货。此次合作打破了高铁变速箱核心零部件依赖进口现状。我们预计未来公司将受益于高铁和轨交的快速成长, 借助 ZF 进入中国中车的核心零部件供应链, 预计可增厚净利润 2000 万元/年。

**相关研究**

- 公司点评: 中报业绩高速增长符合预期, 继续看好工业 4.0 领域布局 20160817
- 公司点评: 受益新能源车和自动变速箱快速发展, 中报业绩增长 33%符合预期 20160802
- 公司点评: 业绩符合预期, 看好公司工业 4.0 和轨交业务转型 20160415
- 公司点评: 为采埃孚供货的高铁变速箱齿轮样品检测通过, 开始进入批量供货 2016. 2. 25
- 公司点评: 与重庆机床、德国 KAPP 正式签约成立合资公司, 全面布局“工业 4.0” 2015. 12. 22
- 公司点评: 非公开发行过会, 看好减速器新业务 2016 年放量 2015. 11. 4
- 公司点评: 业绩符合预期, 牵手重庆机床+KAPP, 工业 4.0 转型迈出重要一步 2015. 8. 26

■ **工业 4.0 转型加速, 已完成 6 组生产线自动化改造**  
 公司联合重庆机床、德国 KAPP 成立中德智能制造合资子公司, 4 月已完成工商登记。这是公司优化产业结构的重要举措, “轻重资产并举”, 加速向工业 4.0 转型。同时, 上半年公司已完成 6 组生产线自动化改造, 下半年将继续推进“机器换人”的自动化改造工作。

**盈利预测与投资建议**

公司“主业平稳增长+工业 4.0 转型加速”的布局稳健, 我们看好 RV 减速机和高铁齿轮替代进口中期对公司业绩的增厚。按照最新股本测算, 预计 2016-2018 年 EPS 为 0.28/0.37/0.47 元, 对应 PE 为 47/35/28X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 传统主业增速低于预期; 减速机未能通过验收。

财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>2399.6</b>	<b>1983.2</b>	<b>2267.7</b>	<b>2626.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>1397.3</b>	<b>1606.9</b>	<b>1928.3</b>	<b>2352.5</b>
现金	1306.1	681.0	553.9	535.8	营业成本	1046.7	1197.1	1407.6	1717.3
应收款项	434.6	484.3	633.9	773.4	营业税金及附加	5.7	4.8	5.8	7.1
存货	625.1	721.6	964.1	1176.2	营业费用	56.5	64.3	77.1	94.1
其他	33.8	96.4	115.7	141.1	管理费用	117.7	130.9	146.9	167.0
<b>非流动资产</b>	<b>1406.5</b>	<b>1845.7</b>	<b>1760.8</b>	<b>1665.0</b>	财务费用	25.9	1.5	8.9	11.1
长期股权投资	114.0	114.0	114.0	114.0	投资净收益	14.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	1184.0	1625.6	1543.0	1449.6	其他	-12.3	2.3	2.3	2.3
无形资产	69.5	67.2	64.9	62.6	<b>营业利润</b>	<b>147.0</b>	<b>210.6</b>	<b>284.2</b>	<b>358.3</b>
其他	38.9	38.9	38.9	38.9	营业外净收支	4.9	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>3806.0</b>	<b>3828.9</b>	<b>4028.4</b>	<b>4291.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>151.9</b>	<b>210.6</b>	<b>284.2</b>	<b>358.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>839.5</b>	<b>756.9</b>	<b>814.0</b>	<b>897.7</b>	所得税费用	15.1	21.1	28.4	35.8
短期借款	562.6	430.0	430.0	430.0	少数股东损益	0.0	2.8	3.8	4.8
应付账款	198.1	229.6	270.0	329.3	<b>归属母公司净利</b>	<b>136.7</b>	<b>186.7</b>	<b>251.9</b>	<b>317.6</b>
其他	78.8	97.3	114.1	138.3	<b>润</b>	<b>172.7</b>	<b>212.1</b>	<b>293.1</b>	<b>369.3</b>
<b>非流动负债</b>	<b>114.0</b>	<b>114.0</b>	<b>114.0</b>	<b>114.0</b>	<b>EBIT</b>	<b>307.7</b>	<b>335.4</b>	<b>448.6</b>	<b>539.0</b>
长期借款	31.4	31.4	31.4	31.4	<b>EBITDA</b>				
其他	82.7	82.7	82.7	82.7					
<b>负债总计</b>	<b>953.6</b>	<b>870.9</b>	<b>928.0</b>	<b>1011.7</b>	<b>重要财务与估值</b>				
少数股东权益	0.0	2.8	6.7	11.5	<b>指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
归属母公司股东					每股收益(元)	0.40	0.28	0.37	0.47
权益	2852.5	2955.2	3093.7	3268.4	每股净资产(元)	8.43	4.37	4.57	4.83
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3806.0</b>	<b>3828.9</b>	<b>4028.4</b>	<b>4291.6</b>	发行在外股份(百	338.4	676.7	676.7	676.7
<b>计</b>					万股)				
					ROIC(%)	5.9%	6.3%	9.3%	10.9%
					ROE(%)	4.8%	6.3%	8.1%	9.7%
					毛利率(%)	24.7%	25.2%	26.7%	26.7%
					EBIT Margin(%)	12.4%	13.2%	15.2%	15.7%
					销售净利率(%)	9.8%	11.6%	13.1%	13.5%
					资产负债率(%)	25.1%	22.7%	23.0%	23.6%
					收入增长率(%)	10.3%	15.0%	20.0%	22.0%
					净利润增长率(%)	11.8%	36.5%	35.0%	26.1%
					P/E	32.32	47.35	35.08	27.83
					P/B	1.55	1.50	1.43	1.35
					EV/EBITDA	17.46	15.77	11.92	10.08

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

