

国茂股份(603915)

公司点评

业绩超预期，塔机/起重机等工程机械减速机获突破

——国茂股份中报点评

公司研究——普通机械行业——证券研究报告

□ 中报业绩超预期：上半年净利润增长 26%，单二季度业绩增长 68%

上半年公司收入 9.9 亿元，同比增长 5%；净利润 1.5 亿元，同比增长 26%；扣非净利润 1.3 亿元，同比增长 13%。第二季度单季度收入 6.6 亿元，同比增长 33%；净利润 1.2 亿元，同比增长 68%；扣非净利润 1 亿元，同比增长 49%。

□ 二季度单季度毛利率 31%创上市以来新高；收购铸件制造商延伸产业链

上半年公司综合毛利率为 30%，同比提升 1.5pct，呈上升趋势。第二季度单季度综合毛利率为 31%，创上市以来新高。2 月公司以 1500 万元收购泛凯斯特，向上游延伸产业链，铸件原材料与减速机产品产生协同效应，有助毛利率提升。

□ 塔机/起重机等工程机械减速机获突破；上半年熔喷布机等领域增长强劲

上半年公司精准把握疫情相关领域的市场机遇，用于口罩机、熔喷布机等设备的减速机产销量强劲增长，为公司带来阶段性的利润增长点。

公司以塔机市场为切入口，主攻市场空间较大的工程机械领域。中大型塔机受益于装配式建筑发展，公司配套中大型塔机的回转减速机已批量生产，主要配套于徐工。用于汽车起重机的回转减速机及卷扬减速机目前尚在抓紧试样中。

□ 产能扩张、产品升级、新领域拓展，公司市占率提升潜力巨大

1) 减速机市场约 1300 亿元，每年增速 10%；其中通用型减速机市场约 500 亿。行业趋势为受益工业自动化需求提升、国产替代化趋势明显、市场集中度不断提升。公司 2019 年市占率 3.8%，未来提升空间大。2) 公司现有产能 50 多万台，募投项目 35 万台高端产品达产后营收有望超 50 亿元。3) 产品升级、新领域拓展：布局工程机械等专用减速机、机电一体化（伺服电机等），并探索外延式并购；4) 2015-2019 年公司收入、净利润复合增长率达 15%、39%；2019 年毛利率 29%，净利率 15%，ROE 17%。5) 公司股权激励方案：2020-2024 年净利润不低 2.9/3.35/4.4/8.6 亿元，复合增速达 20%。

□ 盈利预测及估值

预计 2020-2022 年净利润为 3.5/4.4/5.5 亿元，同比增长 23%/27%/25%，对应 PE 分别为 31、24、20 倍。公司成长空间大，成长周期长，有望复制恒立液压等核心零部件公司产品升级、进口替代的成长路径。给予 2021 年 30 倍 PE，6-12 月合理估值 135 亿元。继续推荐，维持“买入”评级。

□ 风险提示：进口替代进程低于预期、新冠疫情影响超预期

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1896	2081	2733	3395
(+/-)	7.31%	9.75%	31.38%	24.21%
净利润	284	348	440	552
(+/-)	30.13%	22.58%	26.56%	25.41%
每股收益(元)	0.61	0.75	0.95	1.19
P/E	37.93	30.94	24.45	19.50
ROE	16.61%	14.67%	16.63%	18.42%
PB	4.78	4.32	3.84	3.37

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 23.23

单季度业绩

元/股

2Q/2020

0.26

1Q/2020

0.07

4Q/2019

0.19

3Q/2019

0.16

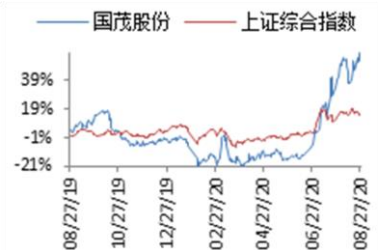
分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghua jun@stocke.com.cn

联系人：张杨

zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

1《减速机龙头：受益产品升级与市场份额持续提升——国茂股份深度报告》

2020.08.03

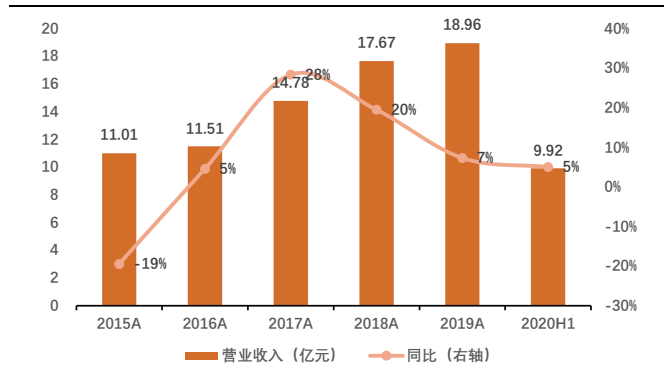
## 1. 上半年业绩增长 26%，Q2 单季度毛利率创上市以来新高

公司上半年营收、业绩超市场预期。2020 上半年公司实现营业收入 9.92 亿元，同比增长 5.05%；归母净利润为 1.52 亿元，同比增长 25.72%；扣非归母净利润为 1.33 亿元，同比增长 13.05%。其中第二季度营业收入为 6.60 亿元，同比增长 33.21%；归母净利润为 1.19 亿元，同比增长 67.64%；扣非归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 49.27%。

受新冠疫情及严峻复杂的国际经济贸易形势影响，我国通用设备制造业承受较大的下行压力。上半年规模以上企业中通用设备制造业营收同比下滑 4.8%，利润总额同比下滑 1.1%。公司收入、利润增速均显著优于行业，表现出较强的经营韧性。

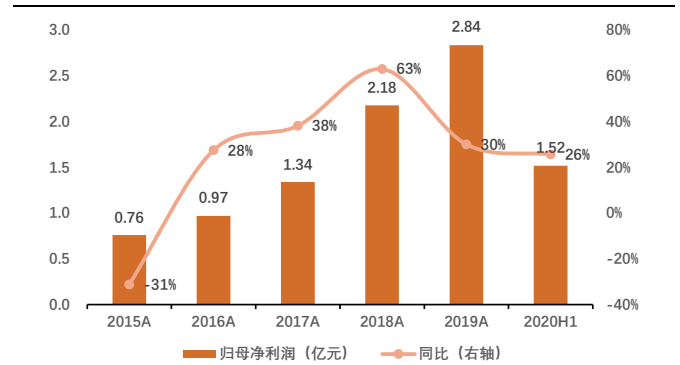
受下游需求持续改善、减速机行业国产替代持续稳步推进、国产减速机龙头企业的市场份额提升等诸多因素影响，二季度公司的营收、业绩增长速度较快，超出市场预期。

图 1：上半年公司营收 9.9 亿元，同比增长 5%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

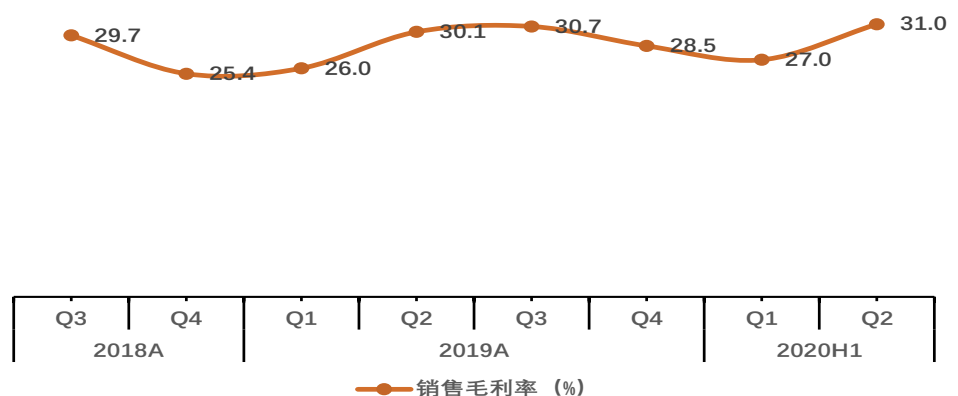
图 2：上半年公司归母净利润 1.52 亿元，同比增长 26%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

上半年公司综合毛利率为 29.65%，同比增加 1.49pct。其中第二季度单季度综合毛利率为 31.0%，创下 2018 年第三季度同时也是公司上市以来的新高，同比增加 0.90pct，环比提升 4pct。毛利率提升的主要原因为：1) 第二季度收入为 6.6 亿元，创单季度营收规模的新高，受益于销售规模的扩大，毛利率明显提升；2) 口罩机、熔喷布机、塔机等设备的减速机产销量占比提升，产品结构优化升级；3) 报告期内公司大力购置齿轮、箱体等先进加工设备，进一步提升关键零部件的质量及自制率。

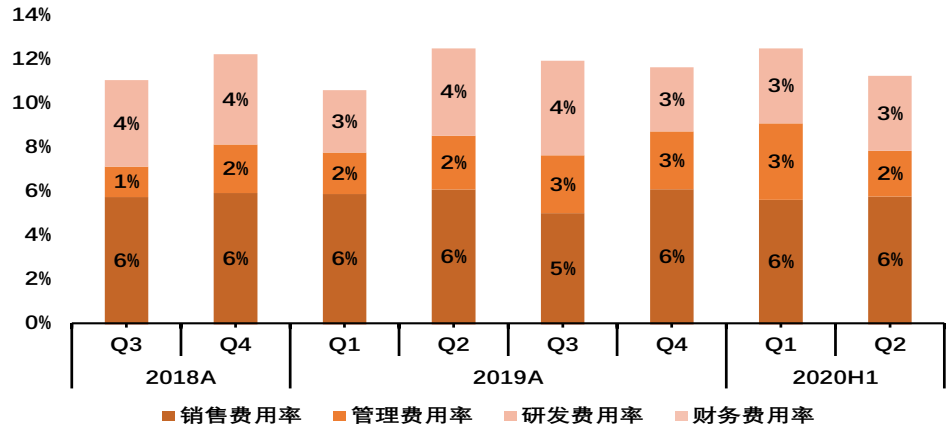
图 3：2020Q2 毛利率同比增加 0.83pct，总体保持稳定



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

Q2 单季度期间费用率同环比均有所降低, 主要系管理费用率小幅下滑所致, 反映公司精细化管理能力较强。2020 年第二季度公司的期间费用率为 11%, 同比降低 1.1pct, 环比降低 0.9pct。分拆来看, Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 6%、2%、3% (财务费用率为-0.2%较低, 可基本忽略不计), 同比分别降低 0.3pct、0.1pct 和 0.6pct。除财务费用率外, 其他三项期间费用率基本保持稳定。公司作为典型的通用设备制造业企业, 成本管控能力较强, 同时随着产销规模扩大, 规模经济效益明显, 预计未来期间费用率仍然存在下降空间。

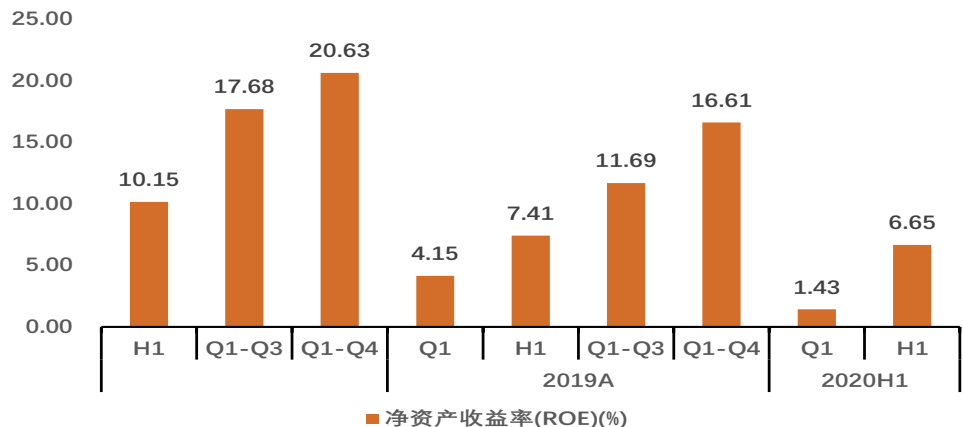
图 4: 2020Q2 期间费用率同比下降 1.1pct, 环比下降 0.9pct



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司 2020H1 加权 ROE 为 6.65%, 同比降低 0.76pct。具体拆分来看, 2020H1 净利率为 15.28%, 同比增加 2.51pct; 资产周转率为 0.29, 同比小幅下降 0.07; 权益乘数为 1.49, 同比降低 0.1。上市公司于 2019 年 6 月登陆上海证券交易所, IPO 募集资金后短期 ROE 的确存在下降的风险。然而我们认为随着公司募投项目 35 万套齿轮减速机项目的陆续达产, 净资产收益率有望稳步提升。单季度来看, 2020Q2 公司加权 ROE 为 5.22%, 已经超过去年同期的 3.26%, 净资产回报率正稳步提升。

图 5: 2020Q2 公司加权 ROE 为 7.09%, 同比提升 0.31pct



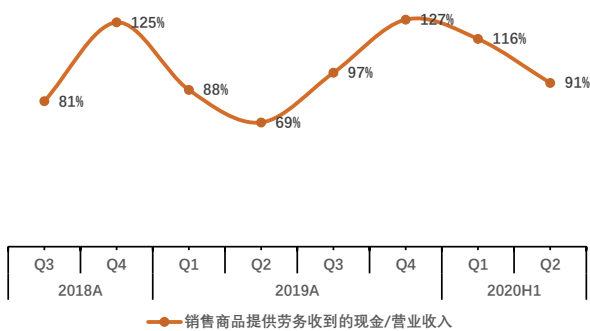
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2. Q2 实现经营性现金流近 2 亿，现金流状况改善明显

2020 年上半年公司实现经营性活动产生净现金流 1.5 亿元，为近三年来（2018-2020 年）首次实现上半年经营活动现金流量为正值。其中 Q2 单季度实现经营活动净现金流 1.98 亿元，同比增加 1.59 亿元，环比增加 2.46 亿元。Q2 单季度销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比值为 91%，同比提升 22 pct。

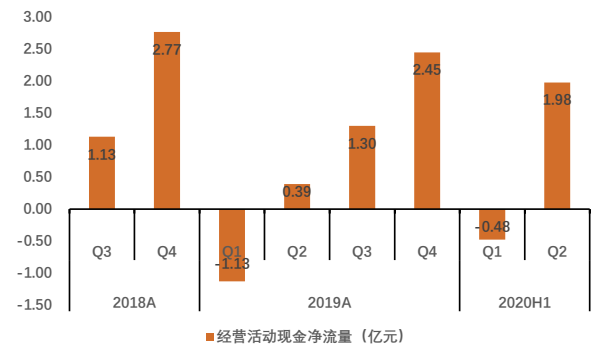
经营活动现金流量净额显著增加，其主因为公司报告期内收到的货款采用银行转账方式较多增加，支付到期银行承兑汇票减少所致，反映出公司在产业链内的议价能力有所提升。

图 6：2020Q2 销售回款比例为 91%，同比提升 22pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2020Q2 经营性现金流 1.98 亿元，同环比改善明显



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 3. 进口替代、产品升级、新领域拓展，公司成长潜力巨大

我国减速机市场约 1300 亿元，每年增速 10%；其中通用减速机市场空间约 500 亿元。目前我国通用减速机行业较为分散，随着传统工业技术改造、工厂自动化和企业信息化管理的加速推进，叠加国家对企业环保要求的提高，小企业因无法实现技术升级开始陆续退出市场，龙头企业优势凸显，行业集中度有提升的趋势。

**产品升级，进口替代正当时。**报告期内部分新产品如轧管机专用的高速行星减速机、餐厨垃圾处理设备主机驱动减速机以及轧机专用减速机等陆续研制完成并交付客户使用；公司主起草的《模块化电动减速机通用技术要求》团体标准将于今年 5 月 1 日起实施，标志着作为国产通用减速机行业龙头的地位。在性能差别不大的情况下，国茂部分相同类型产品的价格几乎是外资品牌的一半，进口替代机会较大。

**新领域：积极布局专用减速机与机电一体化产品。**1) 上半年精准把握疫情相关领域的市场机遇。用于口罩机、熔喷布机等设备的减速机产销量强劲增长，为公司带来阶段性的利润增长点。2) 以塔机为切入口，进入市场空间广阔的工程机械领域。2018 年公司试制配套于塔机的回转减速机，目前已实现批量生产，主要配套于徐州建机工程机械有限公司的中大型塔机；此外，用于汽车起重机的回转减速机及卷扬减速机目前尚在抓紧试样中。3) 近年来，公司开始布局伺服电机、变频器等减速机配套电气自动化产品，朝着全球驱动行业巨头 SEW 和邦飞利的机电一体化方向迈进。

**探索外延式并购，积极寻找国内国际投资标的。**根据公司 2019 年年报，公司积极寻找国内外标的，通过收购、参股等方式对同行业、上下游拥有相对优势的企业进行整合，快速获得市场、技术、品牌，提高企业综合竞争实力。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2548	2744	3169	3707	<b>营业收入</b>	1896	2081	2733	3395
现金	759	727	1013	1482	营业成本	1348	1468	1907	2347
交易性金融资产	800	1000	800	600	营业税金及附加	16	17	22	28
应收账款	200	198	381	472	营业费用	109	113	149	185
其它应收款	0.9	0.8	1.0	1.3	管理费用	45	54	79	107
预付账款	5	9	8	11	研发费用	67	72	96	122
存货	370	396	553	728	财务费用	(8)	(11)	(12)	(18)
其他	413	413	413	413	资产减值损失	14	18	25	29
<b>非流动资产</b>	795	916	1162	1400	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	40	25	25
长期投资	25	25	25	25	其他经营收益	3	4	5	6
固定资产	423	536	749	955	<b>营业利润</b>	318	393	498	626
无形资产	129	123	118	113	营业外收支	9	7	8	8
在建工程	171	177	222	257	<b>利润总额</b>	327	400	506	635
其他	47	54	49	50	所得税	44	52	66	82
<b>资产总计</b>	3343	3660	4331	5107	<b>净利润</b>	284	348	440	552
<b>流动负债</b>	1070	1147	1507	1893	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	284	348	440	552
应付款项	859	896	1198	1514	<b>EBITDA</b>	373	425	541	680
预收账款	148	183	228	282	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1	1	1	1
其他	64	68	82	96	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	23	23	23	23		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	23	23	23	23	营业收入	7.31%	9.75%	31.38%	24.21%
<b>负债合计</b>	1093	1169	1530	1915	营业利润	31.50%	23.47%	26.74%	25.83%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	30.13%	22.58%	26.56%	25.41%
归属母公司股东权益	2250	2491	2802	3192	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3343	3660	4331	5107	毛利率	28.90%	29.46%	30.23%	30.88%
					净利率	14.97%	16.72%	16.10%	16.26%
					ROE	16.61%	14.67%	16.63%	18.42%
					ROIC	12.17%	13.57%	15.31%	16.79%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	32.69%	31.94%	35.31%	37.50%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.38	2.39	2.10	1.96
					速动比率	2.03	2.05	1.74	1.57
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.69	0.59	0.68	0.72
					应收帐款周转率	9.68	10.08	8.76	7.39
					应付帐款周转率	5.30	5.26	6.12	5.75
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.61	0.75	0.95	1.19
					每股经营现金	0.65	0.81	1.03	1.49
					每股净资产	4.86	5.38	6.05	6.89
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.93	30.94	24.45	19.50
					P/B	4.78	4.32	3.84	3.37
					EV/EBITDA	14.17	21.27	16.53	12.77

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	300	373	478	688
净利润	284	348	440	552
折旧摊销	57	36	48	64
财务费用	(8)	(11)	(12)	(18)
投资损失	(11)	(40)	(25)	(25)
营运资金变动	(34)	55	154	263
其它	13	(15)	(127)	(147)
<b>投资活动现金流</b>	(1096)	(310)	(75)	(75)
资本支出	(74)	(150)	(300)	(300)
长期投资	(23)	0	0	0
其他	(998)	(160)	225	225
<b>筹资活动现金流</b>	803	(96)	(117)	(144)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	803	(96)	(117)	(144)
<b>现金净增加额</b>	7	(32)	286	469

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>