

投资评级：买入(维持)

双环传动(002472)

目标价:12.2元

打开采埃孚8AT配套, 齿轮龙头再上台阶

## 市场数据 2018-01-16

收盘价(元)	8.95
一年内最低/最高(元)	8.87/11.89
市盈率	26.6
市净率	2.03

## 基础数据

净资产收益率(%)	5.93
资产负债率(%)	46.1
总股本(亿股)	6.84

## 最近12月股价走势



## 联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
吴鹏	联系人
wupeng@ctsec.com	

## 相关报告

## 事件:

公司全资子公司双环嘉兴近日收到上海采埃孚变速器有限公司关于8HP50变速器国产化的定点信, 双方就8HP50变速器齿轮部件批量供应达成合作意向。

## ● 配套采埃孚核心8AT变速器, 自动变齿轮龙头再下一城

面临国内手动变升级自动变浪潮, 德国变速器巨头采埃孚加速推进国产化以巩固其国际变速器核心供应商地位。此次双环嘉兴作为唯一供应商进入的8HP50变速器为采埃孚核心变速器产品, 主要配套宝马X系统、奥迪Q系统、捷豹路虎揽胜等高端车型, 足以显示公司已在自动变齿轮领域形成较强国际竞争力。双环嘉兴将为8HP50变速器供应共13种齿轮中的10种, 共23个齿轮件中的20个, 配套价值量较高, 预计近2000元。按照项目初期规划产能21万台, 预计形成产值4.2亿元。我们预计, 在自动变加速替换手动变的产业趋势下, 采埃孚等其他国际变速器供应商后续仍将加大国内产能布局, 公司作为国内自动变齿轮龙头将全面受益。

## ● 主机厂齿轮生产转移, 产业链分工打开巨大空间

双环嘉兴本次进入采埃孚8HP50变速器齿轮, 供应23个齿轮件中的20个, 建立起“整模块”的产业链分工合作模式, 连同此前为上汽变DCT 360供应共13个齿轮件中的11个, 公司“整模块”供货模式取得较大进展。我们认为, “整模块”供货下, 生产协调性更强, 配套价值量更高, 对公司收入提振以及成本控制效果更为显著。预计在公司对上汽变、采埃孚、盛瑞传动等“整模块”供货的示范效应下, 变速器产业链分工持续推进, 为第三方齿轮供应商配套打开巨大空间。

## ● 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为0.37元、0.47元、0.58元, 对应2017~2019年PE分别为24.2倍、19.2倍、15.5倍, 维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 国内汽车市场景气度下滑; 公司客户拓展不及预期; 采埃孚国产化不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1397	1743	2424	3139	3898
增长率	10.3%	24.7%	39.1%	29.5%	24.2%
归属母公司股东净利润(百万)	137	186	252	319	394
增长率	11.8%	35.8%	35.9%	26.4%	23.4%
每股收益(元)	0.20	0.27	0.37	0.47	0.58
市盈率(倍)	44.7	32.9	24.2	19.2	15.5

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1397</b>	<b>1743</b>	<b>2424</b>	<b>3139</b>	<b>3898</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1047	1351	1862	2403	2980	营业收入增长率	10.3%	24.7%	39.1%	29.5%	24.2%
营业税费	6	13	18	23	28	营业利润增长率	10.0%	29.1%	37.9%	27.8%	24.1%
销售费用	57	68	93	120	148	净利润增长率	11.8%	35.8%	35.9%	26.4%	23.4%
管理费用	116	127	177	230	285	EBITDA 增长率	7.6%	12.0%	42.1%	28.0%	22.7%
财务费用	26	1	23	42	53	EBIT 增长率	5.7%	10.5%	48.7%	32.4%	24.3%
资产减值损失	14	19	20	21	26	NOPLAT 增长率	9.3%	10.5%	48.7%	32.4%	24.3%
加: 公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	投资资本增长率	6.7%	50.5%	32.7%	16.2%	10.8%
投资和汇兑收益	15	26	30	35	38	净资产增长率	83.7%	5.7%	6.7%	7.1%	8.1%
<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>190</b>	<b>262</b>	<b>334</b>	<b>415</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5	17	19	20	23	毛利率	25.1%	22.5%	23.2%	23.4%	23.6%
<b>利润总额</b>	<b>152</b>	<b>206</b>	<b>281</b>	<b>355</b>	<b>438</b>	营业利润率	10.5%	10.9%	10.8%	10.7%	10.6%
减: 所得税	15	21	28	36	44	净利润率	9.8%	10.7%	10.4%	10.2%	10.1%
<b>净利润</b>	<b>137</b>	<b>186</b>	<b>252</b>	<b>319</b>	<b>394</b>	EBITDA/营业收入	22.0%	19.8%	20.2%	20.0%	19.8%
						EBIT/营业收入	12.4%	11.0%	11.7%	12.0%	12.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1,306	220	291	314	351	固定资产周转天数	252	221	191	164	135
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	206	224	213	184	169
应收帐款	369	418	677	718	928	流动资产周转天数	455	450	316	283	263
应收票据	65	104	132	174	179	应收帐款周转天数	90	81	81	80	76
预付帐款	33	53	66	86	96	存货周转天数	161	130	118	119	107
存货	625	638	955	1,114	1,203	总资产周转天数	799	796	671	637	584
其他流动资产	1	523	181	235	287	投资资本周转天数	524	544	547	520	475
可供出售金融资产	22	22	23	25	26	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.8%	6.2%	7.8%	9.3%	10.6%
长期股权投资	114	114	116	119	124	ROA	3.6%	4.8%	4.9%	5.3%	5.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	7.9%	8.2%	8.1%	8.1%	8.6%
固定资产	966	1,172	1,404	1,450	1,482	<b>费用率</b>					
在建工程	218	455	1,044	1,444	1,644	销售费用率	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
无形资产	70	158	219	270	322	管理费用率	8.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
其他非流动资产	17	27	24	23	23	财务费用率	1.9%	0.1%	0.9%	1.3%	1.4%
<b>资产总额</b>	<b>3,806</b>	<b>3,905</b>	<b>5,132</b>	<b>5,972</b>	<b>6,665</b>	三费/营业收入	14.2%	11.2%	12.1%	12.5%	12.5%
短期债务	464	259	719	855	1,017	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	152	244	303	404	473	资产负债率	25.1%	22.8%	37.3%	42.3%	44.1%
应付票据	56	48	93	101	125	负债权益比	33.4%	29.6%	59.6%	73.4%	79.0%
其他流动负债	167	120	161	173	199	流动比率	2.86	2.92	1.80	1.72	1.68
长期借款	31	130	545	891	1,015	速动比率	2.11	1.97	1.06	1.00	1.02
其他非流动负债	83	90	95	105	114	利息保障倍数	6.66	129.74	12.51	8.94	8.82
<b>负债总额</b>	<b>954</b>	<b>891</b>	<b>1,916</b>	<b>2,528</b>	<b>2,941</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.06	0.08	0.11	0.14	0.17
股本	338	677	684	684	684	分红比率	29.7%	29.1%	29.2%	29.2%	29.2%
留存收益	2,543	2,353	2,532	2,760	3,040	股息收益率	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%
<b>股东权益</b>	<b>2,852</b>	<b>3,014</b>	<b>3,216</b>	<b>3,444</b>	<b>3,724</b>						
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	137	186	252	319	394	EPS(元)	0.20	0.27	0.37	0.47	0.58
加: 折旧和摊销	136	155	206	251	302	BVPS(元)	4.17	4.41	4.70	5.04	5.45
资产减值准备	14	19	20	21	26	PE(X)	44.7	32.9	24.2	19.2	15.5
公允价值变动损失	1	-	-	-	-	PB(X)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
财务费用	27	2	23	42	53	P/FCF	50.8	-5.8	50.3	51.8	39.3
投资收益	-15	-26	-30	-35	-38	P/S	4.4	3.5	2.5	1.9	1.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	7.4	18.0	14.5	12.0	10.1
营运资金的变动	15	-632	-152	-185	-247	CAGR(%)	32.6%	28.4%	27.3%	32.6%	28.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>283</b>	<b>208</b>	<b>319</b>	<b>414</b>	<b>489</b>	PEG	1.4	1.2	0.9	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-266	-1,051	-1,079	-737	-576	ROIC/WACC	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
融资活动产生现金流量	1,239	-244	830	346	123	REP	1.2	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。