

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年08月27日
市场数据

目前股价	7.08
总市值（亿元）	41.51
流通市值（亿元）	31.22
总股本（万股）	58,624
流通股本（万股）	44,094
12个月最高/最低	8.55/4.59

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

分析师：刘佳 S1070520050001

☎ 021-31829693

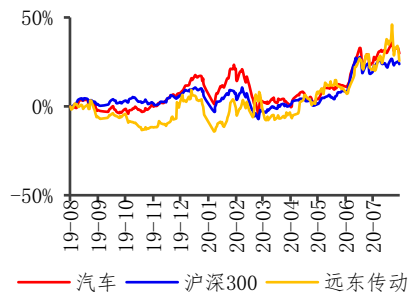
✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q2 重卡销量大涨 62%，公司重卡传动轴供不应求>> 2020-07-04

<<4月和5月重卡销量增速皆超60%，公司重卡传动轴供不应求，快速增长>> 2020-06-03

<<产品结构改善毛利率提升，期待乘用车业务和电动化产品放量>> 2020-04-27

受益于重卡销量高增长，2020Q2 业绩大幅超预期

——远东传动（002406）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1720	1754	1975	2161	2617
(+/-%)	12.9%	2.0%	12.6%	9.4%	21.1%
净利润（百万元）	271	273	306	323	375
(+/-%)	44.9%	0.5%	12.2%	5.5%	16.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.46	0.46	0.52	0.55	0.64
PE	16.0	15.9	14.2	13.4	11.6

资料来源：长城证券研究所

- **事件：**公司发布 2020 年中报，2020 年上半年公司实现营收 10.2 亿元，同比增长 9.1%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 17.6%；扣非后归母净利润 1.45 亿元，同比增长 11.3%。其中 20Q2 实现营收 6.8 亿元，同比增长 46.4%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 51.9%；扣非后归母净利润 1.1 亿元，同比增长 44.1%。

对此我们点评如下：

- **收入端：**受益 20Q2 重卡销量高速增长，公司 Q2 营收大幅增长。按 2018 年口径，公司 40% 的收入、49% 的毛利润来自重卡传动轴，重卡传动轴是公司第一大收入和毛利润贡献产品，并且公司在重卡传动轴市场的市占率已经接近 50%。20Q2 重卡销量同比增速达 63%，直接带动公司重卡传动轴业务增长，这是公司第二季度同比大幅增长的主要原因。
- **毛利率：**20H1 公司整轴毛利率同比增加 0.81pct，预计是因为重卡传动轴占比提升所致。上半年公司主营业务（整轴+配件）毛利率同比+0.74pct，其中整轴毛利率同比+0.81pct，配件毛利率同比+0.4pct，整轴毛利率上升主要是受重卡传动轴收入占比提升影响，因为重卡传动轴毛利率在 37% 附近，高于公司其他产品。分季度来看，20Q2 公司整体毛利率同比-0.78pct，主要是因为 2020H1 其他业务（销售钢材等原料）的毛利率比去年同期相比大幅下滑，从 32.00% 下滑至 26.87%。
- **利润端：**20Q2 费用管控效果显著，期间费用率是 18 年以来单季度最低值。20Q2 公司期间费用率 11.21%，同比-2.1pct，环比-8.1pct，主要原因为公司第二季度产能利用率大幅提升，销售收入大幅增长 46.4%，部分费用被明显摊薄。虽然 20Q2 公司毛利率同比略有下降 0.78pct，但是公司期间费用率同比-2.1pct，最终 Q2 公司净利率同比+0.62pct，Q2 公司归母净利润高于收入增速。

- **展望下半年，虽然重卡销量增速会明显回落，但是公司国外市场会环比改善，并且新客户订单会陆续量产，所以下半年的增长也值得期待。**目前国际疫情的不确定性依然存在，海外市场需求还未完全恢复，公司海外项目正在逐步推进中，预计将在下半年陆续开始批量生产供货。市场开拓方面，随着资源市场化配置的体现，国内各大主机厂均与公司靠拢，上半年新产品开发如飞猛进，市场订单供不应求。
- **新产品、新市场、大空间：200 万套乘用车等速驱动轴在 19 年年底陆续投产，切入乘用车领域，打开更大的成长空间。**19 年年底公司开始投产 200 万套乘用车等速驱动轴全新产能，正式从商用车领域进入乘用车领域，该产能预计 3 年满产，满产后预计每年贡献收入约 10 亿元，利润约 1.2 亿元。根据测算，乘用车驱动轴市场空间是商用车的 5 倍以上，是工程机械的 20 倍以上，并且主要市场被外资/合资占据，国产替代空间大。公司的乘用车驱动轴产能是 19 年底投产，所以说相对于对手，设备最新、自动化程度高，加工精度高、不良率低，具备后发优势。另外，乘用车驱动轴巨头 GKN（其合资子公司上海纳铁福在国内市占率高达 45%）在 18 年被股权投资公司收购，资本开支受限，这有利于远东抢占其市场份额。
- **远东是被忽视的重卡产业链重要标的，当前估值偏低，三大驱动因素有望推升公司估值：**

 - ①**新产品新市场，周期性减弱成长性增长。**乘用车驱动轴市场空间是商用车的 5 倍以上，是工程机械的 20 倍以上，并且主要市场被外资/合资占据，国产替代空间大。2022 年公司乘用车业务占比将提升至 30%，未来对商用车的依赖性会减弱，公司整体的周期属性下降，成长属性加强。
 - ②**重卡行业结构优化，物流重卡占比较高行业波动性减弱成长性增强。**当前物流重卡占比提升至 60-70%，工程重卡占比持续下行，这将有效降低重卡行业的波动性。持续深化的治理超载等规范化整治将带来单车运力下降，同时，物流需求持续增长，我国公路货运量中枢持续提升，二者共同推动重卡销量中枢提升，提升了重卡行业的成长性。
 - ③**符合汽车电动化趋势。**公司全新产品乘用车驱动轴产品受益于电动汽车的发展，因为该产品除了燃油车之外还能够应用于新能源乘用车，并且电动车对传动轴的扭矩要求更高，传动轴扭矩要求越高，产品单价越高，毛利率也更高。
- **投资建议：考虑到公司受益于重卡和工程机械的高景气度，以及全新产品乘用车驱动轴的投产，中长期受益于电动汽车渗透率提升以及乘用车传动轴国产替代。考虑到重卡销量超预期以及疫情对乘用车客户开拓的负面影响，小幅上调公司盈利预测，保守预计公司 2020-2022 年总营收依次为 19.75、21.61、26.17 亿元，增速依次为 12.6%、9.4%、21.1%，归母净利润依次为 3.06、3.23、3.75 亿元，增速依次为 12.2%、5.5%、16.3%，当前市值 42 亿元，对应 PE 依次为 14.2、13.4、11.6 倍，给予“强烈推荐”评级。**
- **风险提示：汽车销量不及预期；新产品推广不及预期；产能爬坡不及预期；新产品开发不及预期。**

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元						会计年度					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	1719.62	1754.20	1975.47	2160.76	2617.35	成长能力					
营业成本	1189.67	1176.40	1332.34	1475.96	1804.37	营业收入增长	12.9%	2.0%	12.6%	9.4%	21.1%
营业费用	100.26	103.28	113.59	123.16	147.88	营业成本增长	11.7%	-1.1%	13.3%	10.8%	22.3%
管理费用	91.74	83.63	92.85	99.39	117.78	营业利润增长	39.7%	2.5%	11.7%	5.5%	16.2%
研发费用	73.33	87.68	94.82	103.72	125.63	利润总额增长	40.4%	2.5%	11.8%	5.5%	16.3%
财务费用	-7.71	-1.31	-3.95	-8.64	-10.47	净利润增长	44.9%	0.5%	12.2%	5.5%	16.3%
其他收益	11.26	27.01	20.00	20.00	20.00	获利能力					
投资净收益	12.25	3.10	3.00	3.00	3.00	毛利率(%)	30.8%	32.9%	32.6%	31.7%	31.1%
营业利润	308.28	315.87	352.88	372.37	432.79	销售净利率(%)	15.8%	15.5%	15.5%	14.9%	14.3%
营业外收支	-1.26	-1.17	-1.17	-1.17	-1.17	ROE(%)	11.1%	9.4%	10.0%	9.8%	10.5%
利润总额	307.02	314.70	351.71	371.20	431.62	ROIC(%)	12.8%	14.2%	14.3%	12.7%	13.4%
所得税	35.59	42.02	45.72	48.26	56.11	营运效率					
少数股东损益	0.10	0.10	0.11	0.12	0.14	销售费用/营业收入	5.8%	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%
净利润	271.34	272.58	305.87	322.83	375.37	管理费用/营业收入	5.3%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%
						研发费用/营业收入	4.3%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%
						财务费用/营业收入	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
						投资收益/营业利润	4.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
						所得税/利润总额	11.6%	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%
						应收账款周转率	2.26	2.48	2.42	2.46	2.44
						存货周转率	4.97	4.67	4.82	4.75	4.78
						流动资产周转率	1.05	0.80	0.62	0.64	0.75
						总资产周转率	0.62	0.51	0.41	0.40	0.46
						偿债能力					
						资产负债率(%)	13.1%	28.1%	38.5%	34.4%	25.9%
						流动比率	4.83	7.45	6.72	5.62	6.34
						速动比率	3.41	6.02	5.62	4.54	5.10
						每股指标 (元)					
						EPS	0.46	0.46	0.52	0.55	0.64
						每股净资产	4.16	4.58	4.86	5.27	5.77
						每股经营现金流	0.22	0.70	0.54	0.71	0.79
						每股经营现金/EPS	0.47	1.51	1.04	1.29	1.24
						估值比率					
						P/E	15.99	15.92	14.18	13.44	11.56
						PEG	0.37	0.49	0.80	2.25	1.03
						P/B	1.78	1.62	1.52	1.40	1.28
						EV/EBITDA	10.15	8.06	7.84	7.40	6.21
						EV/SALES	2.32	2.01	1.73	1.65	1.35
						EV/IC	1.61	0.97	0.82	0.83	0.79
						ROIC/WACC	1.38	1.53	1.54	1.34	1.39
						REP	1.17	0.64	0.53	0.62	0.56

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1599.63	2768.64	3586.80	3195.23	3798.94
货币资金	388.23	961.77	1445.37	1180.06	1116.58
应收票据及应收账款合计	738.44	679.01	955.53	803.32	1342.06
其他应收款	1.95	3.39	2.32	4.09	3.57
存货	252.77	250.67	302.24	319.69	434.83
非流动资产	1206.30	1256.26	1934.83	2104.05	2358.93
固定资产	756.49	753.91	1034.79	1165.44	1344.90
资产总计	2805.93	4024.91	5521.64	5299.28	6157.87
流动负债	331.37	371.61	533.50	568.94	599.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	254.52	261.50	268.78	262.00	270.68
非流动负债	35.01	759.23	1593.60	1255.73	997.75
长期借款	0.00	678.40	842.77	705.90	588.62
负债合计	366.38	1130.85	2127.10	1824.67	1597.02
股东权益	2439.54	2894.06	3059.80	3299.20	3592.27
股本	561.00	561.00	586.24	586.24	586.24
留存收益	984.93	1229.46	1474.24	1732.60	2033.01
少数股东权益	0.57	0.67	0.79	0.91	1.04
负债和股东权益	2805.93	4024.91	5521.64	5299.28	6157.87

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	149.98	255.73	317.53	416.02	465.45
其中营运资本减少	-187.21	40.95	-73.13	-16.09	-44.61
投资活动现金流	-198.47	-530.90	-767.19	-287.02	-399.89
资本支出	100.68	72.85	5.57	367.22	392.58
筹资活动现金流	-178.52	849.99	933.26	-394.31	-301.98
现金净增加额	-227.08	574.61	483.60	-265.31	-236.43

研究员承诺

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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）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。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 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：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>