

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2020年04月27日**
**市场数据**

目前股价	5.64
总市值（亿元）	31.64
流通市值（亿元）	23.45
总股本（万股）	56,101
流通股本（万股）	41,571
12个月最高/最低	6.70/4.76

**分析师**

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

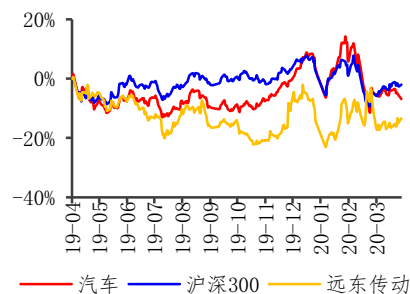
☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 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

## ——远东传动（002406）19年年报点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1720	1754	1971	2273	2702
(+/-%)	12.9%	2.0%	12.4%	15.3%	18.9%
净利润	271	273	294	324	379
(+/-%)	44.9%	0.5%	7.8%	10.3%	17.0%
摊薄 EPS	0.48	0.49	0.52	0.58	0.68
PE	11.7	11.6	10.8	9.8	8.3

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：**公司发布2019年年报，2019年公司实现营收17.54亿元，同比增长2.01%；归母净利润2.73亿元，同比增长0.46%；扣非后归母净利润2.44亿元，同比增长9.73%。其中19Q4营收4.35亿元，同比下降0.06%；归母净利润0.80亿元，同比下降9.01%；扣非后归母净利润0.66亿元，同比增长6.01%。
- 收入端：**全年收入符合预期，整轴收入同比+3.73%，好于商用车行业销量表现，且来源于主要客户的收入增长较快。19年公司营收17.54亿元，同比+2.01%，其中非等速传动轴整轴收入13.82亿元（营收占比78.8%，主要配套商用车和工程机械），同比+3.73%，收入增速强于商用车行业产量-1.9%的增速。2019年公司在主要客户中的收入保持了较快的增长，第一大客户上汽（含上汽依维柯红岩、上汽通用五菱、上汽大通）收入2.73亿元，同比+4.9%；第二大客户陕西重型汽车收入1.70亿元，同比+12.1%；第三大客户北汽福田戴姆勒收入1.65亿元，同比+79.6%；第四大客户中国重汽济南商用车收入0.97亿元，同比+23.6%。
- 利润端：**19年毛利率同比+2.12pct，扣非后归母净利润同比+9.73%，受产品结构改善所致。19年公司整体毛利率32.94%，同比+2.12pct，其中整轴业务毛利率33.32%，同比+1.78pct，配件业务毛利率32.51%，同比+0.82pct。2019年期间费用率15.62%，同比+0.68pct。但是净利率15.54%，同比-0.24pct，主要是18年公司出售老厂区资产增加了资产处置收益3412万元，如果剔除这一项，公司利润总额同比+15.4%（未剔除为2.6%），因此实际上公司盈利能力有所提升，主要是受重型系列和工程机械系列传动轴收入占比增加所致，这两类产品毛利率分别在37%、34%左右，高于公司整体毛利率。
- 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，打开成长空间。**预计该产能3年满产，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，其设备最新、自动化程度高，加工精度高、不良率低。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。

- **中长期来看，受益于电动汽车渗透率提升以及乘用车传动轴国产替代。**  
电动汽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。由于电机的工作特性决定了电机在汽车启动的瞬间其扭矩就达到最大扭矩，而燃油发动机在启动的时候是从低转速逐步提升，扭矩是从小到大逐渐升高，因此电动车的传动轴承受的扭矩的冲击会更大，产品单价和毛利率会更高。乘用车驱动轴国内市场主要被上海纳铁福和日本 NTN 在华的合资公司等合资/外资占据，国产替代空间大。
- **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，**考虑到新冠肺炎对经济的负面冲击，下调盈利预测，保守预计公司 2020-2022 年总营收依次为 19.71、22.73、27.02 亿元，增速依次为 12.4%、15.3%、18.9%，归母净利润依次为 2.94、3.24、3.79 亿元，增速依次为 7.8%、10.3%、17.0%，当前市值 31.6 亿元，对应 PE 依次为 10.8、9.8、8.3 倍。结合公司短中长期基本面，给予公司 2020 年 15 倍 PE，2020 年目标价 7.83 元，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；市占率提升不及预期

## 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	
<b>营业收入</b>	1719.62	1754.20	1971.22	2272.93	2702.22	<b>成长能力</b>					
营业成本	1189.67	1176.40	1342.65	1569.10	1871.67	营业收入增长	12.9%	2.0%	12.4%	15.3%	18.9%
营业费用	100.26	103.28	113.35	129.56	152.68	营业成本增长	11.7%	-1.1%	14.1%	16.9%	19.3%
管理费用	91.74	83.63	92.65	104.55	121.60	营业利润增长	39.7%	2.5%	7.3%	10.3%	17.0%
研发费用	73.33	87.68	94.62	109.10	129.71	利润总额增长	40.4%	2.5%	7.4%	10.3%	17.0%
财务费用	-7.71	-1.31	-3.94	-9.09	-10.81	净利润增长	44.9%	0.5%	7.8%	10.3%	17.0%
其他收益	11.26	27.01	20.00	20.00	20.00	<b>获利能力</b>					
投资净收益	12.25	3.10	3.00	3.00	3.00	毛利率(%)	30.8%	32.9%	31.9%	31.0%	30.7%
<b>营业利润</b>	308.28	315.87	339.01	373.78	437.16	销售净利率(%)	15.8%	15.5%	14.9%	14.3%	14.0%
营业外收支	-1.26	-1.17	-1.17	-1.17	-1.17	ROE(%)	11.1%	9.4%	9.6%	9.8%	10.6%
<b>利润总额</b>	307.02	314.70	337.84	372.61	435.99	ROIC(%)	12.8%	14.2%	13.6%	12.6%	13.7%
所得税	35.59	42.02	43.92	48.44	56.68	<b>营运效率</b>					
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%
<b>净利润</b>	271.34	272.58	293.81	324.05	379.17	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	0.66	0.76
						总资产周转率	0.62	0.51	0.41	0.42	0.47
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	13.1%	28.1%	38.8%	33.8%	25.9%
						流动比率	4.83	7.45	6.65	5.78	6.35
						速动比率	3.41	6.02	5.54	4.63	5.12
						<b>每股指标(元)</b>					
						EPS	0.48	0.49	0.52	0.58	0.68
						每股净资产	4.35	4.78	5.06	5.49	6.03
						每股经营现金流	0.23	0.73	0.54	0.74	0.84
						每股经营现金/EPS	0.47	1.51	1.04	1.29	1.24
						<b>估值比率</b>					
						P/E	11.66	11.61	10.77	9.76	8.34
						PEG	0.27	0.36	0.66	1.60	0.72
						P/B	1.30	1.18	1.12	1.03	0.94
						EV/EBITDA	7.16	5.37	5.40	5.00	4.05
						EV/SALES	1.63	1.34	1.16	1.07	0.86
						EV/IC	1.14	0.65	0.55	0.56	0.52
						ROIC/WACC	1.38	1.53	1.46	1.33	1.43
						REP	0.82	0.42	0.37	0.42	0.36

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1599.63	2768.64	3550.05	3298.93	3801.24
货币资金	388.23	961.77	1408.07	1147.59	1152.78
应收票据及应收账款合计	738.44	679.01	952.02	898.13	1316.81
其他应收款	1.95	3.39	2.30	4.43	3.47
存货	252.77	250.67	306.52	354.66	428.00
<b>非流动资产</b>	1206.30	1256.26	1934.83	2104.05	2358.93
固定资产	756.49	753.91	1034.79	1165.44	1344.90
<b>资产总计</b>	2805.93	4024.91	5484.88	5402.98	6160.17
<b>流动负债</b>	331.37	371.61	533.56	570.44	598.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	254.52	261.50	268.83	262.44	270.60
<b>非流动负债</b>	35.01	759.23	1593.60	1255.73	997.75
长期借款	0.00	678.40	842.77	705.90	588.62
<b>负债合计</b>	366.38	1130.85	2127.16	1826.18	1596.60
<b>股东权益</b>	2439.54	2894.06	3047.73	3291.96	3592.38
股本	561.00	561.00	561.01	561.01	561.01
留存收益	984.93	1229.46	1464.59	1723.93	2027.38
少数股东权益	0.57	0.67	0.78	0.90	1.04
<b>负债和股东权益</b>	2805.93	4024.91	5484.88	5402.98	6160.17

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	149.98	255.73	305.47	416.80	468.91
其中营运资本减少	-187.21	40.95	-73.13	-16.09	-44.61
<b>投资活动现金流</b>	-198.47	-530.90	-767.19	-287.02	-399.89
资本支出	100.68	72.85	5.57	367.22	392.58
<b>筹资活动现金流</b>	-178.52	849.99	908.02	-390.26	-298.09
<b>现金净增加额</b>	-227.08	574.61	446.30	-260.49	-229.08

### 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>