

双林股份(300100)调研报告

收购新火炬, 开启发展新篇章

投资要点

- **大规模投资拖累业绩, 长期贡献利润可期。**公司近几年投资力度加大, 3年内新建了6个子公司, 较高的费用影响利润水平, 导致近几年公司出现“增收不增利”的现象。新建生产类公司一般产能建设需要2-3年时间, 我们认为随着新建子公司的陆续投产, 子公司的盈利水平将逐步释放, 业绩贡献也将体现。
- **收购湖北新火炬, 业绩大幅提升。**公司收购湖北新火炬100%股权, 湖北新火炬的轮毂轴承在北美市场开拓已经成熟, 近几年国内开发客户也较顺利, 两公司虽业务不同, 产品不同, 但有望在客户、渠道等方面形成优势互补。且新火炬业绩增长稳定, 承诺14、15、16年扣非后归母净利润不低于9000万元、1.1亿元和1.3亿元, 收购将显著提升双林股份的盈利能力。
- **估值偏低, 集团支持力度大。**公司估值水平(14年20倍、15年15.6倍)低于创业板汽车零部件上市公司平均市盈率水平。且公司为双林集团旗下唯一的上市公司。此次收购新火炬采用“股权+现金”方式, 35%的现金支付对应的定向增发中, 向控股股东增发的股份占比80%, 集团对公司未来发展信心十足。
- **估值与评级:**假设新火炬从15年年初开始并表, 我们预测14年、15年、16年收入达到14.9亿元、26.4亿元、31.2亿元, 归属于上市公司股东的净利润达到1.31亿元、2.38亿元、2.65亿元, 每股收益为0.47元、0.6元、0.67元, 对应于9月23日收盘价9.38元, 动态PE分别为20倍、15.6倍、14倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**并购进度不达预期; 新火炬公司业绩不达预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1205.67	1488.70	2636.89	3120.88
增长率	12.25%	23.47%	77.13%	18.35%
归属母公司净利润(百万元)	102.64	130.84	238.12	265.18
增长率	-6.58%	27.47%	82.00%	11.36%
每股收益EPS(元)	0.37	0.47	0.6	0.67
净资产收益率ROE	10.40%	11.19%	11.33%	11.83%
PE	24.7	20	15.6	14
PB	2.57	2.26	1.75	1.64

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

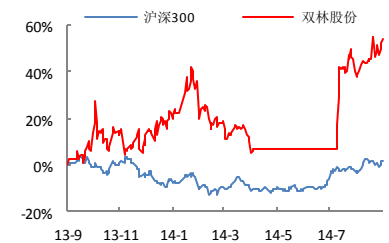
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

研究助理: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@swsc.com.cn

研究助理: 梁超
电话: 023-67791327
邮箱: lchao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.81
流通A股(亿股)	2.67
52周内股价区间(元)	6.21-9.94
总市值(亿元)	27.01
总资产(亿元)	20.39
每股净资产(元)	3.67

相关研究

一、大规模投资拖累业绩，长期贡献利润可期

双林股份的主营业务为：汽车零部件及配件、塑料件、五金件、模具的设计、开发、制造、加工。公司现有浙江宁波/宁海、湖北武汉/荆州、重庆、广西柳州、江苏苏州、天津及山东青岛 7 大制造基地，以及上海、北美、欧洲、墨西哥四处销售和售后服务网点及一个博士后科研工作站。

公司业务分为四大部分——座椅零部件、内外饰件、精密注塑件、空调零配件。精密注塑和座椅零部件贡献公司 60% 以上的利润。在座椅零部件中，公司自主研发的汽车座椅驱动器在国内市场优势明显，虽然有部分厂商也有该产品，但是规模较小，工艺尚不稳定，无法与双林竞争。

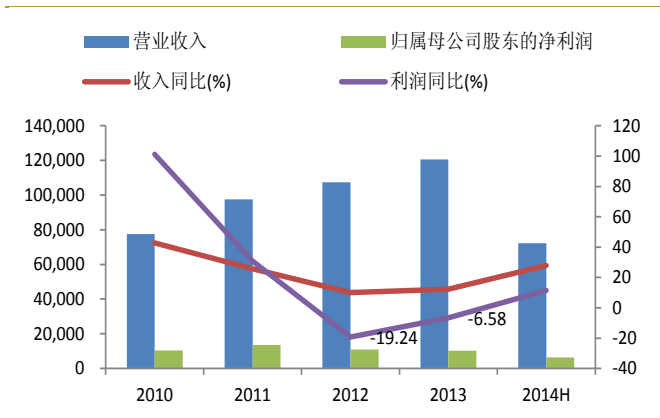
投资 3 年投资 6 个子公司。公司近几年加大投资力度，2011 年公司新建宁波杭州湾新区双林汽车部件有限公司和柳州双林汽车部件科技有限公司。2012 年新建柳州双林汽车部件制造有限公司。2013 年新建上海裕林投资有限公司和宁波双林汽车电器有限公司 2 个子公司。2014 年新建天津双林汽车部件科技有限公司。从 2011 年至今，公司投资 6 个子公司，投资规模加大。

6 个子公司中，杭州湾双林、柳州双林科技、柳州双林制造、天津双林科技主要业务是公司传统主业——汽车座椅零部件及汽车内外饰件。2013 年设立的宁波双林电器主要是从事汽车电子业务，产品有传感器、摇窗控制器，点火线圈等。

新建子公司短期内盈利能力差，长期将贡献利润。新建子公司目前均未能为公司贡献利润。主要原因有：项目实施主体/地点变更、项目处于前期建设中、受制于近年汽车行业行情及客户结构的调整。IPO 募投资项目——汽车座椅及摇窗核心技术研发及产业化项目实施主体改为杭州湾双林，实施地点也相应更改，造成投产滞后。现项目于 2013 年启动，预计 2015 年 5 月份正式投产。主要客户有华泰，吉利，福特等。此项目产能爬坡完成后，正常年份年销售收入将达到 5 亿元的水平。

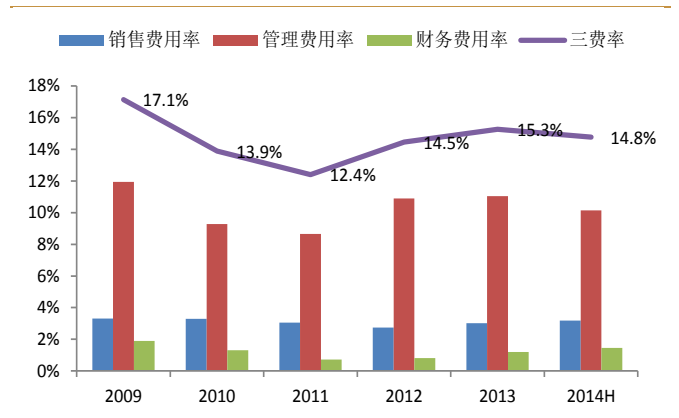
近几年，公司业绩表现欠佳，尤其是 2012 年、2013 年 2 年，公司的营业收入 10.1%、12.3%，但是归母净利润增速却为 -19.2% 和 -6.6%。主要原因是公司三费增速远高于收入增速，尤其管理费用率近几年一直维持在 10% 左右的水平。费用畸高主要源于近年来投资增速，投资建设前期高昂的费用吞噬了利润。子公司的建设多为靠近主机厂配套考虑，在经历 2-3 年的建设期后，我们认为产能投产及产量的提升将带来利润增长。

图 1: 公司收入与归母净利润 (万元)

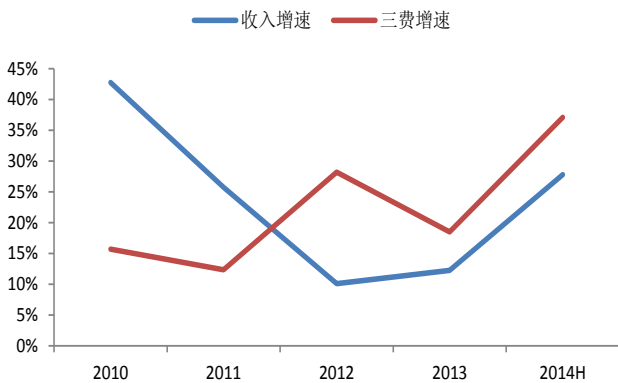


数据来源: Wind, 西南证券

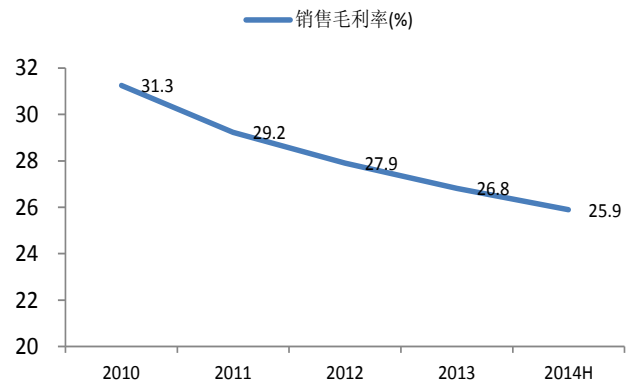
图 2: 公司三费率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券

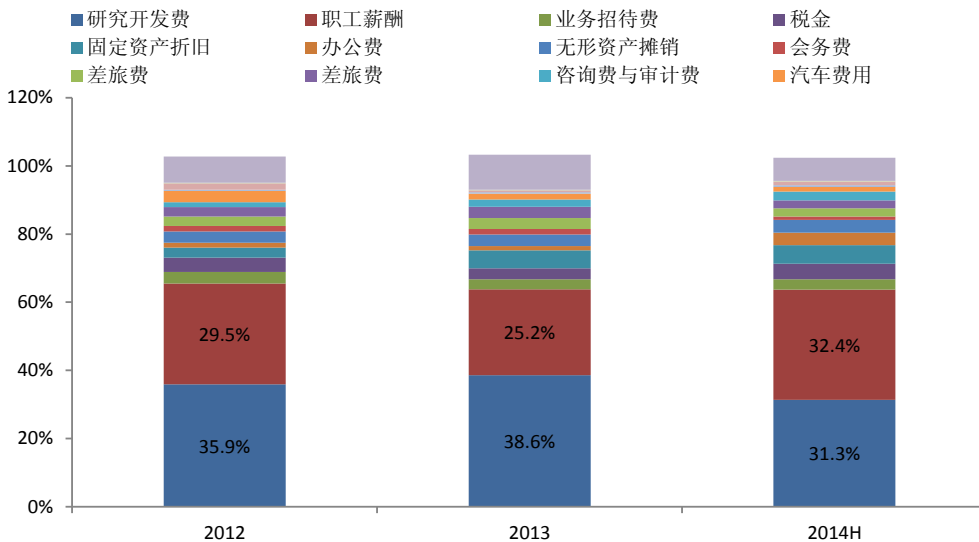
图 3: 收入增速和三费增速 (%)


数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 公司销售毛利率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券

管理费用拆分: 管理费用中, 研发支出占比最高, 职工薪酬次之。两者之后占管理费用 65%左右。2014 年上半年职工薪酬同比增长 105.7%。

图 5: 管理费用中各项占比


数据来源: 公司公告, 西南证券

二、收购湖北新火炬, 业绩大幅提升

公司拟以发行股份及支付现金的方式向襄阳新火炬科技有限公司、襄阳兴格润网络科技有限公司购买其持有的湖北新火炬科技股份有限公司 (以下简称“新火炬”) 100% 股权, 同时拟向双林集团股份有限公司、拉萨智度德诚创业投资合伙企业 (有限合伙) 共 2 名特定投资者发行股份募集配套资金, 配套资金总额不超过本次交易总额的 25%。募集配套资金以发行股份及支付现金购买资产为前提条件。

此次新火炬 100% 股权作价 82,000 万元, 溢价率为 296.93%。双林股份将以发行股份方式支付交易对价中的 53,300 万元, 以现金方式支付交易对价中的 28,700 万元。按 7.12 元/股的发行价格计算, 发行股份及支付现金数量如下表所示:

图 6: 发行股份及支付现金数量

交易对方	持有新火炬股权比例	交易对价 (万元)	支付方式	
			股份 (股)	现金 (万元)
襄阳新火炬	91%	74,620	68,122,191	26,117
兴格润	9%	7,380	6,737,359	2,583
合计	100%	82,000	74,859,550	28,700

数据来源: 公司公告, 西南证券

本次增发收购后, 双林集团股权占比下降 9.1 个百分点。襄阳新火炬因本身持有新火炬 91% 的股份而成为双林股份的第二大股东, 持股比例 17.3%。本次交易后, 公司的实际控制人仍为邬建斌家族。

表 1: 权益变动前后公司前五大股东

	本次交易前		本次交易后	
	股东名称	占总股本比例 (%)	股东名称	占总股本比例 (%)
1	双林集团股份有限公司	58.75	双林集团股份有限公司	49.65
2	邬建斌	6.42	襄阳新火炬	17.30
3	高明震	0.84	邬建斌	4.57
4	毛卫华	0.73	智度德诚	1.95
5	曲殿海	0.42	兴格润	1.71

数据来源: 公司公告, 西南证券

1、业务延伸, 客户优势互补

新火炬公司主要业务: 汽车轴承、轿车轮毂轴承单元、ABS 传感器等汽车关键零部件 (不含发动机) 的研发、生产与销售; 货物及技术进出口。双林股份收购新火炬 100% 股权, 将由原本的座椅系统零部件、内外饰系统零部件、空调系统周边零部件、发动机周边零部件、精密注塑零部件业务延伸至汽车轮毂轴承领域。

双林股份主要客户包括法雷奥、博泽、博世、佛吉亚、联合电子、贝洱、丰田纺织等全球知名零部件一级配套供应商和通用五菱、重庆长安、长安福特、青年莲花等国内主流整车厂, 自 2013 年来, 公司与吉利、北汽、众泰等一级厂家逐步建立合作。

新火炬是中国前两大轿车轮毂单元生产企业, 公司研发的第三代轿车轮毂轴承单元处于国内领先水平。新火炬的外销市场主要是针对国外的 AM 客户, 内销市场主要是针对 OEM 客户。①目前外销三大客户 (AAP、NAPA、O'Reilly) 均系排名美国前五大的汽车配件零售连锁企业。2013 年开始实现对美国大型汽车配件零售连锁企业 O'Reilly 批量供货, 当年实现销售收入 8,352.93 万元。②针对国外整车市场的一级供应商, 新火炬目前已经成功开发的客户主要有 FAG 公司、斯凯孚 (SKF) 集团、德科 (AC DELCO) 公司。③针对整车供应商, 在已有的客户菲亚特 (FIAT) 和福特 (FORD, 新火炬为通过 TRW 供应的二级配套商) 中维护并拓展新的项目湖北新火炬主机配套企业。④OEM 包括福特、克莱斯勒、菲亚特、标志雪铁龙、东风日产、广汽菲亚特、上汽通用五菱、神龙、东风、北汽、长安、吉利、华晨、长城、比亚迪、华泰、奇瑞等, 也是美国售后市场排名第一、二位公司 NAPA、ADVANCE 的优质供应商。

新火炬目前已经形成稳定的客户群，北美市场开拓已经十分成熟。且由于其产品进入配套供应商名单往往需要持续 3-4 年时间，客户稳定度大。此次双林股份收购湖北新火炬，将新火炬变为其全资子公司，有利于在客户资源上进行整合，拓宽上市公司销售渠道。

图 7: 新火炬产品主机配套企业 OEM

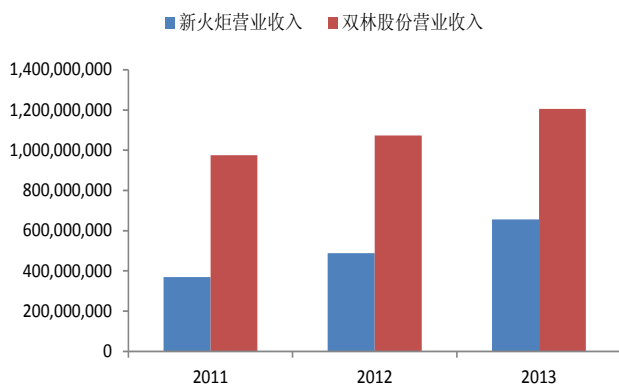


数据来源: 公司网站, 西南证券

2、新火炬发展势头良好，业绩增长确定性高

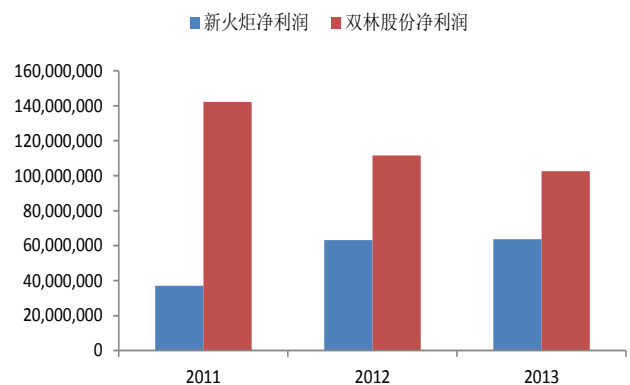
从 2013 年的数据看，双林股份 13 年营业收入 12.06 亿元，净利润 1.03 亿元，新火炬同年营业总收入 6.4 亿元，净利润 0.66 亿元。新火炬营业收入和净利润分别是是双林股份的 53%、64%。从新火炬业绩发展可看出，其近三年收入与净利润都处于稳定增长阶段，业绩增长趋势好于双林股份。

图 8: 双林股份与新火炬公司营业收入 (元)



数据来源: Wind, 西南证券

图 9: 双林股份与新火炬公司净利润 (元)



数据来源: Wind, 西南证券

根据立信会计师事务所审计报告,新火炬 14、15 年营业收入将实现 7.4 亿元(+15.6%)、8.95 亿元(+20.9%)。净利润 0.99 亿元(+48.4%)、1.17 亿(+18.6%)。公司收购双林股份 100% 股权,将显著提升公司的盈利能力。

表 2: 湖北新火炬科技股份有限公司合并盈利预测数据

	2013 年实际数	2014 年预测数			2015 年度预测
		1-5 月实际数	6-12 月预测数	合计数	
营业总收入	639,642,188.65	305,175,439.28	435,032,467.61	740,207,906.89	895,103,544.32
营业总成本	568,476,278.39	263,286,822.68	371,720,733.51	635,007,556.19	766,094,480.92
营业利润	71,106,230.69	43,727,690.85	63,311,734.10	107,039,424.95	129,009,063.40
利润总额	76,784,700.72	47,199,967.70	68,298,044.30	115,498,012.00	137,557,023.74
净利润(净亏损以“-”号填列)	66,426,585.53	40,507,308.72	58,053,337.65	98,560,646.37	116,923,470.18
归属于母公司所有者的净利润	66,131,144.27	40,410,045.58	58,053,337.65	98,463,383.23	116,923,470.18

数据来源:《湖北新火炬科技股份有限公司盈利预测审核报告》,西南证券

3、新火炬业绩承诺,不达标“股权+现金”补偿

双林股份和新火炬约定,除非发生《购买资产协议》约定的不可抗力事件,交易对方应按本协议的约定计算盈利承诺期限内应补偿的股份数额。襄阳新火炬和兴格润承诺,湖北新火炬 2014 年度、2015 年度和 2016 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 9000 万元、1.1 亿元和 1.3 亿元。如果实际利润低于上述承诺利润,将采用股权和现金方式进行补偿。

业绩承诺未达预期补偿措施:

- 1、股份补偿: 当年应补偿股份数 = (截至当期期末累计承诺盈利数 - 截至当期期末累计实际盈利数) ÷ 补偿期限内各年的承诺盈利数总和 × (拟购买资产作价/本次发行股份价格) - 已补偿股份数

若因补偿期内双林股份以公积金转增或送红股方式进行分配而导致交易对方持有的双林股份股份数发生变化时,则补偿股份的数量应调整为:按照上述确定的公式计算的应补偿股份数量 × (1 + 转增或送股比例)。

- 2、减值补偿: 如果 (拟购买资产期末减值额/拟购买资产作价) > [补偿期限内已补偿股份总数/(拟购买资产作价/本次发行股份价格)],则交易对方应向上市公司另行补偿: 另行补偿股份数 = 新火炬期末减值额/每股发行价格 - 补偿期限内已补偿股份总数。若因补偿期内双林股份以公积金转增或送红股方式进行分配而导致交易对方持有的双林股份股份数发生变化时,则补偿股份的数量应调整为:按照上述确定的公式计算的应补偿股份数量 × (1 + 转增或送股比例)。

此次收购新火炬股权收购占比 65%,因此存在业绩不达预期股权无法完全补足的风险。在这种情况下,新火炬将以现金方式继续进行补偿,另行补偿的现金金额 = (拟购买资产期末减值额/本次发行股份价格 - 补偿期限内已补偿股份总数) × 本次发行股份的发行价格。

三、估值偏低，集团支持力度大

1、估值偏低，安全边际高

公司收购新火炬后，业绩将显著提升。假设湖北新火炬明年年初完全并表，我们预计 14、15 年公司每股收益为 0.47 元、0.6 元，动态 PE 为 20 倍、15.6 倍。公司是创业板上市公司，我们测算汽车零部件在创业板上市的公司平均市盈率 45 倍，公司估值水平明显低于创业板汽车零部件公司平均市盈率。

公司业绩增长确定性高，子公司建设期的陆续结束将为公司贡献利润，新火炬近几年业务发展稳定，业绩增长确定性高，业绩有超预期可能。我们认为即使不存在超预期因素，公司目前的估值水平较低，安全边际高。

2、集团下唯一上市公司，支持力度大

控股股东双林集团旗下拥有汽配、家电、旅业三大事业部，双林股份为集团下唯一的上市公司。此次收购新火炬采用“股权+现金”方式，35%的现金支付对应的定向增发中，向双林集团发行 30,674,156 股、向智度德诚发行 7,668,540 股。增发中控股股东股份占比 80%，对公司未来发展信心十足。

集团的支持还体现在股权激励上，2013 年底，公司推出股权激励计划，对公司董事（不包括独立董事）、高级管理人员，以及核心业务、技术和管理岗位的骨干员工 59 人进行股权激励。而根据股权激励的行权条件之一——2014 年净利润较 2012 年增长率不低于 18%，加上激励成本，公司 14 年扣非后归属于母公司净利润将达到 1.3 亿元。我们认为通过下半年的努力，公司有能力和这一行权条件。

图 10: 激励计划业绩考核标准

项目	2014E	2015E	2016E
净利润增幅考核指标	18.00%	42.00%	75.00%
根据行权条件计算的净利润目标值	12,644.68	15,216.48	18,752.70
激励成本（预计）	420.42	524.37	816.20
加上激励成本实际应达到的净利润	13,065.10	15,740.85	19,568.90
实际需实现的净利润增长率（定比 2012 年）	21.92%	46.89%	82.62%

数据来源：公司网站，西南证券

四、盈利预测

假设新火炬从 15 年年初开始并表，我们预测 14 年、15 年、16 年收入达到 14.89 亿元、26.37 亿元、31.21 亿元，归属于上市公司股东的净利润达到 1.31 亿元、2.38 亿元、2.65 亿元，每股收益为 0.47 元、0.6 元、0.67 元，对应于 9 月 23 日收盘价 9.38 元，动态 PE 分别为 20 倍、15.6 倍、14 倍，给予“增持”评级。

表 3: 财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	290.22	14.89	26.37	31.21	营业收入	1205.6	1488.70	2636.89	3120.88
应收和预付款项	509.52	536.15	1315.86	876.17	减:营业成本	882.28	1101.64	1947.12	2307.13
存货	271.63	321.82	727.09	515.76	营业税金及附加	5.97	7.44	10.02	11.86
其他流动资产	0.00	20.00	20.00	20.00	营业费用	36.26	47.64	129.21	156.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	133.20	155.27	213.06	255.91
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	14.50	13.11	48.26	70.52
固定资产和在建工程	475.37	747.64	1184.51	1646.76	资产减值损失	12.30	8.00	12.00	12.00
无形资产和开发支出	221.51	197.39	173.27	149.15	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	52.48	61.81	55.00	55.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1820.74	1899.71	3502.10	3294.06	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	332.80	198.78	1452.45	968.84	营业利润	121.16	155.60	277.22	307.41
应付和预收款项	440.89	505.00	683.00	793.00	加:其他非经营损益	3.34	4.69	12.69	15.69
长期借款	0.00	0.00	20.00	42.00	利润总额	124.49	160.29	289.91	323.10
其他负债	43.87	8.00	30.00	30.00	减:所得税	21.91	27.25	49.28	54.93
负债合计	817.56	711.78	2185.45	1833.84	净利润	102.58	133.04	240.62	268.18
股本	280.50	280.50	393.70	393.70	减:少数股东损益	-0.06	2.20	2.50	3.00
资本公积	293.85	407.05	1099.85	1099.85	归属母公司股东净利润	102.64	130.84	238.12	265.18
留存收益	412.22	481.57	607.79	748.35	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	986.57	1169.12	2101.35	2241.91	经营性现金净流量	114.63	175.29	-611.86	1193.46
少数股东权益	16.61	18.81	21.31	24.31	投资性现金净流量	-263.3	-343.78	-494.47	-536.98
股东权益合计	1003.18	1187.93	2122.65	2266.21	筹资性现金净流量	80.57	-106.85	1117.81	-651.64
负债和股东权益合计	1820.74	1899.71	4308.10	4100.06	现金流量净额	-68.14	-275.34	11.48	4.84

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn