

外延式扩张战略坚定，小公司也有大格局

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司外延扩张战略坚定，具备通过合作并购不断增强公司竞争力的大格局。1、主业稳定。部分子公司明年中期进入投产期，将为公司带来业绩贡献。2、收购新火炬，提升业绩、有助协同。新火炬是汽车轮毂轴承领域的龙头。公司发展目标为进入跨国公司全球采购体系，新建产能投产后销售将有大幅度的提升。且新火炬与双林的联合，有利于双方在销售渠道、客户资源方面形成协同效应。3、投资新大洋，切入新能源汽车领域。双林以5000万投资新大洋电动汽车公司，占股比10%，切入新能源领域，未来空间广阔。
- 双林: 子公司投产将带来业绩贡献。**公司有座椅零部件、内外饰件、精密注塑件、空调零配件四大业务板块。杭州湾、重庆旺林、青岛双林等子公司于15年中期进入投产期，届时将为公司贡献业绩。13年底公司重启股权激励计划，按业绩要求14年四季度业绩压力较大，我们分析四季度的采购成本及管理费用会有一定幅度的下降，且销售回款政策有所调整，全年仍有望实现股权激励考核目标。我们预计14-16年双林传统业务贡献利润为1.3亿、1.5亿、1.7亿。
- 新火炬: 国内轮毂轴承龙头，显著受益进口替代。**轮毂轴承属于汽车安全件，行业进入壁垒高。目前我国配套市场80%的份额控制在外资品牌手中，但近几年进口替代趋势明显，我们认为在此大趋势下，获益最大的是既有质量保证又有价格优势的龙头企业。新火炬国内市场占有率排名第二，未来有望切入合资甚至外资品牌的采购体系，实现量价齐升。我们预计14-16年新火炬贡献利润0.9亿、1.2亿、1.4亿。
- 新大洋篇: 参股新大洋进军新能源汽车领域。**公司通过5000万投资获得了新大洋电动汽车公司10%的股权，股比不高，但是双林挺进新能源汽车的第一步，意义重大。新大洋是国内微型电动车领先企业，具备电机与电控的核心设计开发能力，“知豆”产品在上市短短5个月实现销量4千余台，我们看好新大洋微型电动车的市场空间，预计15-16年为双林贡献投资收益0.4亿元、0.5亿元。
- 盈利预测与投资建议。**按最新股本摊薄后，预计2014-2016年EPS分别为0.34元、0.77元、0.91元。考虑到新火炬业绩有超预期可能、公司与新大洋合作有望深入以及公司具备未来通过持续并购合作提升公司竞争实力的大格局，我们给予公司2015年25倍的估值，对应目标价20元，给予“买入”评级。

| 指标年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1205.7 | 1469.1 | 2713.5 | 3272.4 |
| 增长率 | 12.3% | 21.9% | 84.7% | 20.6% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 102.6 | 130.3 | 298.3 | 352.6 |
| 增长率 | -6.6% | 27% | 129% | 18.2% |
| 每股收益EPS(元) | 0.26 | 0.34 | 0.77 | 0.91 |
| 净资产收益率ROE | 10.4% | 7% | 14.6% | 15.7% |
| PE | 39 | 30 | 13 | 11 |
| PB | 5.4 | 2.9 | 2.6 | 2.4 |

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

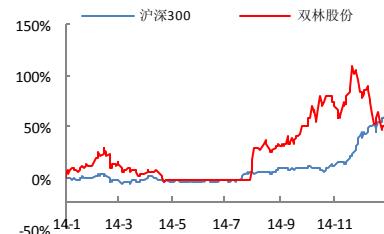
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xychao@swsc.com.cn

联系人: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 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) | 3.94 |
| 流通A股(亿股) | 2.67 |
| 52周内股价区间(元) | 6.48-15.1 |
| 总市值(亿元) | 40.00 |
| 总资产(亿元) | 20.10 |
| 每股净资产(元) | 3.76 |

相关研究

- 双林股份(300100): 集团拟收61%DSI股权，外延式扩张再下一城 (2014-12-01)
- 双林股份(300100): 转股方案落地，想象空间打开 (2014-11-25)
- 双林股份(300100): 三季度平淡，四季度有望回升 (2014-10-27)

投资要件

关键假设

1、根据双林未来子公司投产进度以及配套客户订单增长情况，我们预计 14-16 年座椅零部件和内外饰件业务收入增长分别为 15%、20%、20%。精密注塑板块目前订单十分饱满，预计 14-16 年收入高速增长，增速分别达到 35%、30%、25%。空调零部件和综合板块相对稳定，收入小幅增长。假设汽车空调零部件和综合板块 14-16 年收入增长均为 10%。

2、我国三代轮毂轴承占比提升，新火炬新产能投产也将带来第三代轮毂轴承占比提升。根据公司的产能推进进度，我们预计 14-16 年新火炬一代、二代、三代轮毂轴承的销量分别为一代产品 410 万套、450 万套、470 万套；二代产品 180 万套、230 万套、250 万套；三代产品 320 万套、420 万套、520 万套。假设 14-16 年各代产品均价不变，根据目前市场价格，第一、二、三代轮毂轴承的平均售价分别为：28 元/套、57 元/套，138 元/套。

3、新大洋“知豆”产品 2014 年 5 月上市，15-16 年相继有新款微型电动车与商用车上市，我们预计 14-16 年新大洋电动车销量分别为：1 万辆、3.6 万辆、5.4 万辆，产品的平均售价为 10 万元，14-15 年单车的国家补贴在 13 年 3.5 万元的基础上分别降低 5%、10%。根据《2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策方案》，16 年对纯电续驶里程在 100 公里至 150 公里的纯电动乘用车补贴提高至 3.2 万元/辆。

我们区别于市场的观点

市场认为新火炬业务过于传统，未来增长缓慢。但我们认为轮毂轴承行业的进口替代趋势已经十分明显。新火炬产能的提升直接对应订单的增长。公司行业竞争优势明显，发展目标明确，目前在合资品牌客户拓展上已经取得一定的突破，未来高增长可期。

对于新大洋，市场认为 5000 万 10% 的股权占比较少，无论从双林股份在新大洋的话语权以及实际的业绩贡献上都比较有限。我们认为双林 10% 的股份占比虽然不多，但该笔投资却是公司进军电动车领域的重要一步，意义重大，且双林股份与金沙江创投等其他投资方结成一致行动人在新大洋公司的话语权上形成合力。我们认为新大洋电动车的市场空间广阔，按照我们的假设测算，双林股份在新大洋项目上的投资收益对业绩贡献不小。

股价上涨的催化因素

1、新火炬合资品牌客户开拓成功，获取大量利润率更高的三代轮毂轴承订单；2、新大洋合作继续深化，后续项目规划落地；3、外延式拓展战略带来的后续项目落地。

估值和目标价格

按最新股本摊薄后，我们预测 14 年、15 年、16 年每股收益为 0.26 元、0.77 元、0.91 元，动态 PE 为 30 倍、13 倍、11 倍。我们认为给予 2015 年 25 倍的 PE 估值更为合理，目标价 20 元，维持“买入”评级。

投资风险

费用控制不当，导致业绩下滑；新火炬客户开拓失败。

目 录

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 双林篇：子公司投产将带来业绩贡献 | 1 |
| 一、家族式企业，集团下唯一上市公司 | 1 |
| 二、布局四大业务板块，子公司 15 年中期投产 | 2 |
| 三、客户优质，一级配套占比有望提升 | 5 |
| 四、股权激励计划 | 7 |
| 新火炬篇：国内轮毂轴承龙头，显著受益进口替代 | 8 |
| 一、行业进入壁垒高，集中度高 | 8 |
| 二、进口替代趋势明显，国内龙头抢占市场 | 10 |
| 三、产品结构改善，产能扩张加速 | 12 |
| 四、战略清晰，成长加速 | 14 |
| 五、收购新火炬，发挥协调效用 | 16 |
| 新大洋篇：参股新大洋进军新能源汽车领域 | 18 |
| 一、转股占比 10%，深化合作具备想象空间 | 18 |
| 二、依托新大洋机电集团，做微型电动车领跑者 | 19 |
| 三、知豆产品性价比高，上市以来销量领先 | 20 |
| 四、电动车准入新政出台，新大洋获批可期 | 23 |
| 盈利预测 | 24 |
| 一、关键假设 | 24 |
| 二、盈利预测 | 24 |
| 估值水平与投资评级 | 25 |
| 风险提示 | 26 |

图 目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 增发前股权结构 | 1 |
| 图 2: 四大业务板块收入 (亿元) | 2 |
| 图 3: 四大业务板块净利润 (亿元) | 2 |
| 图 4: 座椅系统产品 | 3 |
| 图 5: 内饰件系统产品 | 3 |
| 图 6: 外饰件系统产品 | 3 |
| 图 7: 汽车空调系统产品 | 3 |
| 图 8: 精密注塑件-电喷系统产品 | 3 |
| 图 9: 精密注塑件-安全系统产品 | 3 |
| 图 10: 一、二级配套收入占比 | 6 |
| 图 11: 国内、外销售收入 (亿元) 及占比 | 6 |
| 图 12: 新火炬历年净利润 (百万元) | 11 |
| 图 13: 新火炬轮毂轴承产品国内外销售收入占比 | 11 |
| 图 14: 一、二、三代轮毂轴演变进程 | 12 |
| 图 15: 一、二、三代轮毂轴承毛利率 | 13 |
| 图 16: 一、二、三代轮毂轴承销售量 (万套) | 13 |
| 图 17: 一、二、三代轮毂轴承销售收入 (亿元) | 13 |
| 图 18: 三代轮毂轴承销量占比变化 | 14 |
| 图 19: 三代轮毂轴承收入占比变化 | 14 |
| 图 20: 双林股份与新火炬公司营业收入 (亿元) | 16 |
| 图 21: 双林股份与新火炬公司净利润 (亿元) | 16 |
| 图 22: 山东新大洋厂区鸟瞰 | 19 |
| 图 23: 新大洋厂区视图 | 19 |
| 图 24: 知豆车型外观 | 21 |
| 图 25: 知豆产品内饰 | 21 |
| 图 26: 1-9 月新能源车月度销量 (辆) | 21 |
| 图 27: 1-9 月主要新能源车企销售排名 | 21 |

表 目 录

| | |
|--|----|
| 表 1: 公司四大业务板块主要产品及主要客户 | 2 |
| 表 2: 预计新建子公司投产后正常年份收入规模 (亿元) | 4 |
| 表 3: 其他子公司情况 | 4 |
| 表 4: 分公司情况 | 5 |
| 表 5: 股权激励考核目标 (万元) | 7 |
| 表 6: 国外汽车轮毂轴承主要生产企业 | 9 |
| 表 7: 国内汽车轮毂轴承主要生产企业 | 9 |
| 表 8: 国内 OEM 市场规模测算 | 10 |
| 表 9: 国内 AM 市场规模测算 | 10 |
| 表 10: 一、二、三代轮毂轴特点及应用实例 | 12 |
| 表 11: 产能规划 | 14 |
| 表 12: 前三大客户收入占比 | 15 |
| 表 13: 发行股份及支付现金数量 | 16 |
| 表 14: 山东新大洋财务状况 (百万元) | 18 |
| 表 15: 新大洋 SWOT 分析 | 20 |
| 表 16: 目前主流电动车参数比较 | 22 |
| 表 17: 《新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理的暂行规定》要点 | 23 |
| 表 18: 业绩预测 (百万元) | 24 |
| 表 19: 相对估值表 | 25 |
| 附表: 财务预测与估值 | 27 |

双林篇：子公司投产将带来业绩贡献

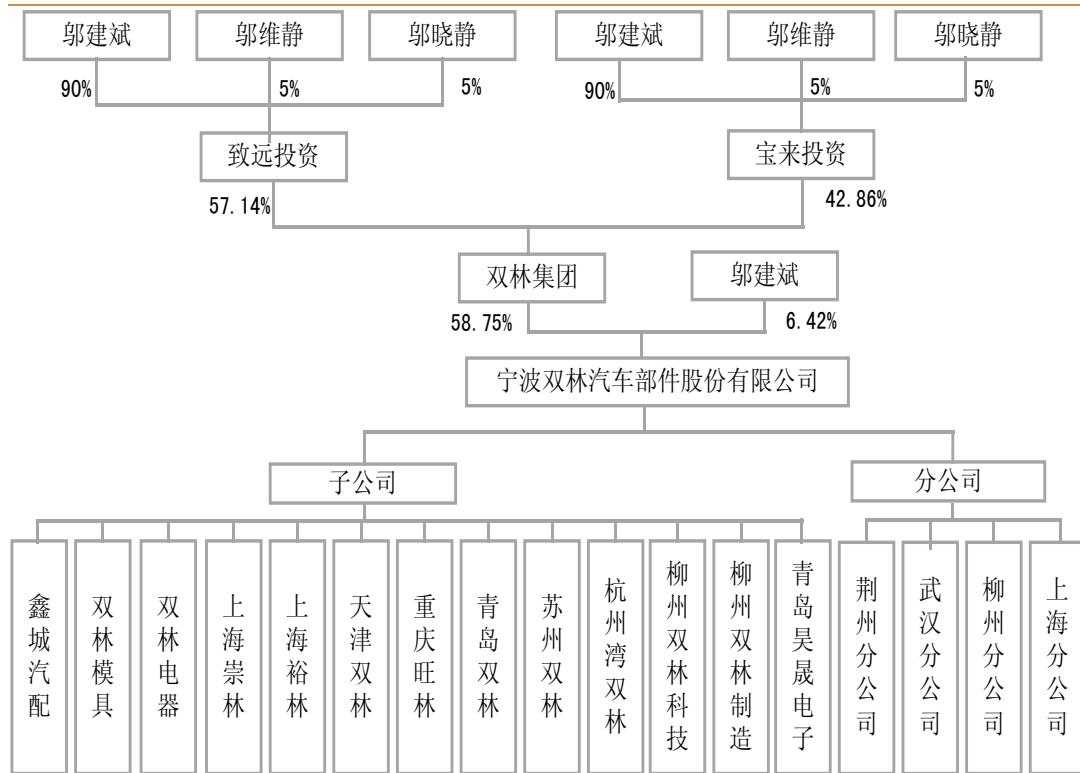
要点概括：1、双林股份为双林集团旗下唯一上市公司，集团对上市公司支持力度大。2、子公司杭州湾双林、重庆旺林新生产线、青岛双林新生产线及宁海科技园区搬迁项目将于明年中期投产，其他新建子公司也会在明后年陆续投产，待这些新产能爬坡完成后，预计 17 年以后将为公司带来 10 亿元/年左右的收入。3、客户稳定优质，主要客户为全球知名零部件一级配套供应商及国内主流整车厂，未来一级配套占比增加提升公司在产业链中的话语权。4、重启股权激励，四季度采购成本及管理费用有望下降，全年仍有望实现股权激励考核目标。

业绩预测：预计 14-16 年收入分别达到 14.7 亿元、18 亿元、21.9 亿元，增速为 22%、23%、22%。净利润 1.3 亿元、1.5 亿元、1.7 亿元，增速为 29%、10%、13%。（详细分析请见“盈利预测”章节）

一、家族式企业，集团下唯一上市公司

双林集团旗下有汽配、家电、旅业、综合、建设五大业务范畴。截至 2010 年底，集团拥有总资产 22 亿人民币。双林股份是双林集团旗下唯一上市公司。邬建斌、邬维静、邬晓静为公司的实际控制人。

图 1：增发前股权结构



数据来源：公司网站，西南证券

双林股份于2014年8月4日发布重组预案，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3067万股、向智度德诚发行767万股。增发中控股股东股份占比80%，显示其对公司未来发展信心十足。实际控制人本次发行前合计直接和间接持有双林股份65.2%的股份，本次增发后，实际控制人直接和间接持有公司54.2%的股份，公司的控制权未发生变化。

二、布局四大业务板块，子公司15年中期投产

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。

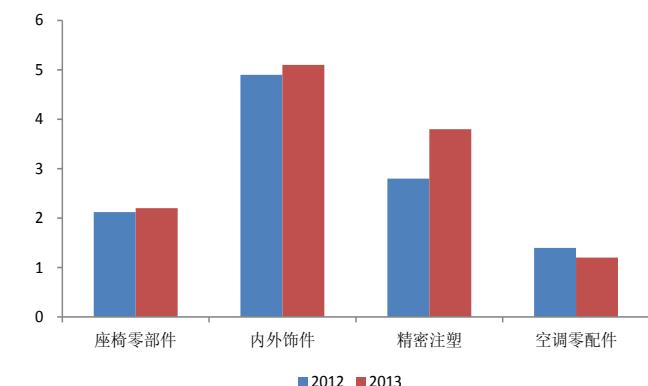
公司业务分为四大部分——座椅零部件、内外饰件、精密注塑件、空调零配件。精密注塑和内外饰件贡献公司70%以上的收入，座椅零部件利润率相对较高，在汽车座椅系统零部件领域，公司与国内处于该领域优势地位的博泽、佛吉亚等公司建立了战略合作伙伴关系，市场前景良好，在国外市场上，公司自主研发的汽车座椅驱动器，已在北美市场占据了较大的市场份额。

表1：公司四大业务板块主要产品及主要客户

| 类别 | 主要产品 | 主要客户 |
|-------|-------------|----------------------|
| 座椅零部件 | 驱动器、软轴等 | 博泽、佛吉亚 |
| 内外饰件 | 门板、前后保险杠等 | 上汽通用五菱、重庆长安 |
| 精密注塑件 | 安全气囊盖、点火线圈等 | 联合汽车电子、佛吉亚、博泽、法雷奥、博世 |
| 空调零部件 | 空调壳体、控制盒组件等 | 法雷奥和上海贝洱 |

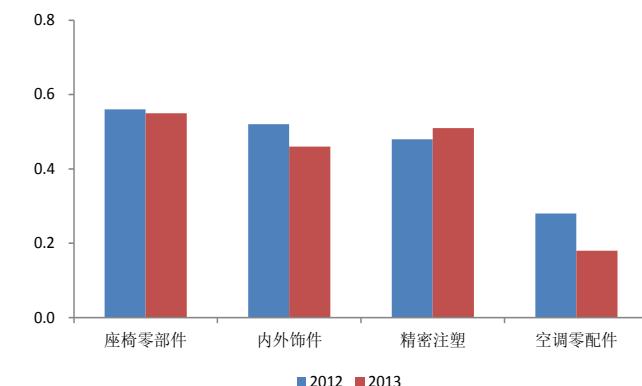
数据来源：公司资料，西南证券

图2：四大业务板块收入（亿元）



数据来源：公司资料，西南证券（注：各业务板块的收入情况，未核算内部抵消部分）

图3：四大业务板块净利润（亿元）



数据来源：公司资料，西南证券（注：费用放在综合板块统计）

图 4: 座椅系统产品



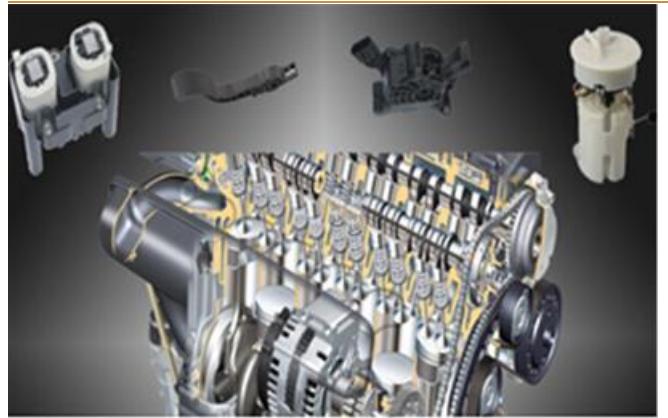
数据来源: 公司网站, 西南证券

图 6: 外饰件系统产品



数据来源: 公司网站, 西南证券

图 8: 精密注塑件-电喷系统产品



数据来源: 公司网站, 西南证券

图 5: 内饰件系统产品



数据来源: 公司网站, 西南证券

图 7: 汽车空调系统产品



数据来源: 公司网站, 西南证券

图 9: 精密注塑件-安全系统产品



数据来源: 公司网站, 西南证券

公司四大业务板块中，竞争力最强的是座椅零部件和精密注塑件产品。座椅零部件产品为公司的传统产品，业务开展时间长具有先发优势且技术积累久，自主研发的座椅驱动器竞争优势明显，目前国内自主品牌尚无与双林座椅驱动器实力相当的产品。且在座椅板块，公司与国内处于该领域优势地位的博泽、佛吉亚等公司建立了战略合作伙伴关系，市场前景良好。

双林的精密注塑件产品发展很快，目前其规模在国内排名前三，主要配套乘用车。精密注塑件业务客户优质，主要有联合汽车电子、佛吉亚、博泽、法雷奥、博世。依靠联合电子和子公司鑫城汽配合作的基础，新建子公司宁波双林电器打开汽车电子市场的大门。总之，座椅零部件和精密注塑件优势明显，是双林未来发展的重点。

此外，内外饰件业务近年来也为公司带来了较大的收入贡献，公司在柳州、重庆等地建立了生产基地，主要配套上汽通用五菱、重庆长安等。

双林股份母公司主要从事座椅零部件的生产，内外饰件、精密注塑件、空调零部件主要是在各分、子公司完成生产。目前对于公司业绩贡献最大的子公司有鑫城汽配、双林模具和青岛双林，13年净利润分别3006万元、2790万元、1905万元，分别占合并利润报表中净利润的29.3%、27.2%、18.6%。

公司近年来新建子公司力度大，3年投资建设了6个子公司，杭州湾双林、柳州双林科技、柳州双林制造、天津双林科技、双林电器还未能为公司贡献利润，根据各项目规划，待这些子公司产能爬坡完成后，我们预计17年以后将为公司带来10.5亿元/年左右的收入。此外公司在重庆以及青岛为配套博泽、上汽通用五菱新建设了生产线扩大产能，明年中期开始陆续投产。

表2：预计新建子公司投产后正常年份收入规模（亿元）

| 子公司 | 预计投产时间 | 主要产品 | 主要客户 | 预计产能爬坡完成后收入规模 |
|-----------|------------|----------------|-----------|---------------|
| 杭州湾双林 | 2015年5月 | 内外饰，座椅 | 华泰，吉利，福特 | 2.5 |
| 柳州双林科技 | 2014年底 | 内外饰件 | 上海通用五菱 | 2.5 |
| 柳州双林制造 | 2014年底 | 内外饰件 | 上海通用五菱 | 2.0 |
| 天津双林科技 | 2015-2016年 | 内外饰件 | 天津英泰，丰田纺织 | 1.5 |
| 双林电器 | 2014年底 | 传感器、摇窗控制器，点火线圈 | 联合电子 | 2.0 |
| 共计 | | | | 10.5 |

数据来源：公司资料，西南证券

表3：其他子公司情况

| | 子公司 | 主要业务、产品 | 主要客户 | 2013年收入 (百万元) | 2013年净利润 (百万元) |
|---|--------------|--------------------------|--|------------------|-------------------|
| 1 | 重庆旺林汽车配件有限公司 | 内外饰件，新建产能配套博泽 (供应冲压件) | 长安、博泽 | 126.3 | 7.3 |
| 2 | 宁波双林模具有限公司 | 模具 | 佛吉亚、博泽、法雷奥、博世， 目前公司超过70%的业务均 依托自主开发的模具来实现。 模具一半自用一般外供 | 226.2 | 27.9 |

| | 子公司 | 主要业务、产品 | 主要客户 | 2013年收入 (百万元) | 2013年净利润 (百万元) |
|---|---------------------------|---|---------------|------------------|-------------------|
| 3 | 苏州双林汽车配件有限公司 | 发动机排放控制装置、组合仪表、汽车电子装置制造(含发动机控制系统、底盘控制系统、车身电子控制系统) | 恩坦华、上海贝洱 | 63.4 | 9.6 |
| 4 | 上海崇林汽车电子有限公司 ¹ | —— | / | 0.0 | -10.6 |
| 5 | 青岛昊晟电子科技有限公司 ² | —— | / | 0.0 | 0.0 |
| 6 | 上海裕林投资有限公司 | 实业投资, 投资管理, 房地产营销策划等 | | 0.0 | 0.0 |
| 7 | 宁海鑫城汽车配件有限公司 | 精密注塑 | 博泽, 联合电子, 伟世通 | 230.2 | 30.1 |
| 8 | 青岛双林汽车部件有限公司 | 内外饰件 | 上汽通用五菱 | 129.2 | 19.0 |

数据来源: 公司资料, 西南证券 (注 1: 上海崇林目前无生产规划, 未来拟打造成研发中心及核心汽配产品的制造基地; 注 2: 青岛昊晟目前无生产规划)

表 4: 分公司情况

| | 分公司 | 主要业务 | 主要客户 |
|---|----------------------------------|---------------|----------|
| 1 | 宁波双林汽车部件股份有限公司荆州分公司 | 汽车空调系统周边零部件领域 | 法雷奥 |
| 2 | 宁波双林汽车部件股份有限公司武汉分公司 | 车灯, 小的注塑件 | 佛吉亚, 法雷奥 |
| 3 | 宁波双林汽车部件股份有限公司柳州分公司 | 内外饰件 | 上汽通用五菱 |
| 4 | 宁波双林汽车部件股份有限公司上海分公司 ³ | —— | —— |

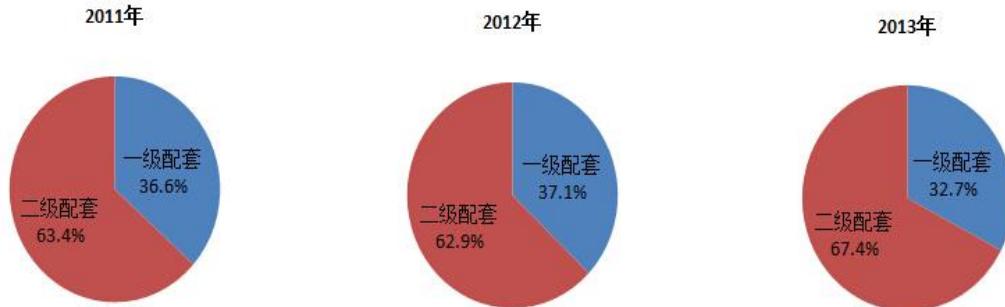
数据来源: 公司资料, 西南证券 (注 3: 上海分公司目前无生产规划, 拟与子公司上海崇林一起打造成研发中心及核心汽配产品的制造基地)

三、客户优质, 一级配套占比有望提升

公司客户包括法雷奥、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、北汽银翔、众泰等一级厂家逐步建立合作。

国内市场: 公司产品在国内主要以二级配套为主, 如博泽、佛吉亚等。二级市场收入占比 65%左右。子公司青岛双林、重庆旺林、分公司柳州双林主要从事内外饰件一级配套业务, 重点配套上汽通用五菱、重庆长安。一级配套收入占比约 35%。2013 年一级配套占比下降主要是由于公司重点配套的长安汽车微车产销下滑。随着 2012~2013 年期间承接的新业务逐步量产及 N310 等项目迅速上量, 公司一级配套业务的占比预计会进一步提升。一级配套占比增加将提升公司在产业链中的话语权。

图 10: 一、二级配套收入占比

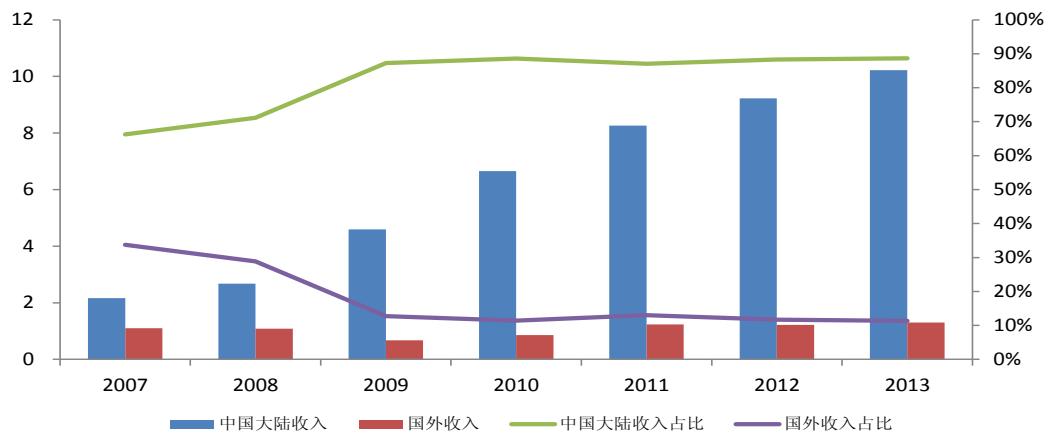


数据来源: 公司资料, 西南证券

国外市场: 双林在国外市场的销售全部来自于 OEM 市场, 主要是座椅零部件产品, 毛利率较高, 在 35% 左右的水平。2013 年度国外销售收入占比为 10.8%。在国外市场的销售模式为根据出口销售合同或订单需求, 安排生产备货。

国外销售在 09 年时候出现下滑, 主要是受到国际金融危机影响。由于公司在 08、09 年以前已经开始布局国内市场, 金融危机时期公司加大了依附国内主机厂区域的产业布局力度, 才避免了业绩的下滑, 国内市场仍将是未来公司发展的重点。

图 11: 国内、外销售收入 (亿元) 及占比



数据来源: 公司网站, 西南证券

四、股权激励计划

2010年底，公司二届十次董事会审议通过了《关于〈宁波双林汽车部件股份有限公司限制性股票股权激励计划（草案）〉及其摘要的议案》，拟以定向发行新股的方式向激励对象授予218万股限制性股票，授予数量占本股权激励计划提交股东大会审议前公司股本总额的2.3%，该计划最终未能实施。

2013年年底，公司重新推出股权激励计划，主要采用股票期权的形式对公司董事（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。

表5：股权激励考核目标（万元）

| | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| 净利润增幅考核指标 | 18% | 42% | 75% |
| 根据行权条件计算的净利润目标值 | 12645 | 15217 | 18753 |
| 激励成本 | 420 | 524 | 816 |
| 加上激励成本实际应达到的净利润 | 13065 | 15741 | 19569 |
| 实际需实现的净利润增长率（定比2012年） | 21.9% | 46.9% | 82.6% |

数据来源：公司公告，西南证券

双林股份前三季度实现扣非后净利润8833万元，距离1.3亿元的目标还差4544万元，第四季度压力较大。但我们分析公司四季度的采购成本及管理费用会有一定幅度的下降，同时调整回款政策，全年仍有望实现股权激励考核目标。

至于2015年及2016年的考核目标，由于公司收购新火炬后业绩大幅提升（新火炬业绩承诺14-17年扣非后净利润不低于0.9亿元、1.1亿元、1.3亿元和1.3亿元），因此实现股权激励目标难度较小。

新火炬篇：国内轮毂轴承龙头，显著受益进口替代

要点概括：1、轮毂轴承属汽车安全件，行业进入壁垒高。2、国内市场 80%被外资品牌垄断，进口替代大势所趋，国内龙头企业受益。3、新火炬目标为通过合资品牌配套进入跨国公司全球配套体系，实现量价齐升。目前已经为东风日产、广汽菲亚特、神龙等合资品牌小规模配套。4、产能不足现象即将改善，新建产能 14 年投产，15 年年底产能翻番，且新建产能增加了利润率更高的第三代轮毂轴承的数量，产品结构改善。

业绩预测：预计 14-16 年收入分别达到 7.2 亿元、9.1 亿元、10.8 亿元，增速为 65%、27%、19%。净利润 0.9 亿元、1.2 亿元、1.4 亿元，增速为 39%、28%、20%。（详细分析请见“盈利预测”章节）

一、行业进入壁垒高，集中度高

（一）资金、技术密集型行业，进入壁垒高

汽车轮毂轴承与汽车的三大系统相关，既承受径向载荷又承受轴向载荷，是汽车零部件中非常重要的安全件。从受力分析看，汽车轮毂轴承主要承受通过悬架系统传递而来的汽车的重量；从装配关系看，轮毂轴承与制动系统链接装配；从传动系统看，轮毂轴承的功能之一是为轮毂的传动提供精确的向导。

轮毂轴承作为汽车零部件中的安全件，具有极高的进入壁垒。

首先，技术壁垒。汽车轮毂轴承对产品的技术含量、性能和可靠性方面具有较高的要求，能够根据客户需求持续性地改进工艺技术，且往往要求轮毂轴承生产企业具备与整车进行同步开发的能力。

其次，资金壁垒。汽车轮毂轴承行业是资金密集型行业和技术密集型行业。高端轮毂轴承市场尤其是 OEM 市场对产品的精度提出了更高的要求，国产加工设备往往无法满足主机厂的要求，生产企业必须引进国外先进加工和检验设备。同时，生产企业还要在研发上加大投入，以适应客户不断提高的质量和技术要求。这些投入对国内广大的中小型轴承生产企业而言难以承担；即使能够承担，如产销量不能达到一定规模，也很难在成本方面具有竞争优势。大型轮毂轴承企业达到一定的生产规模后，边际生产成本将不断降低，增强了企业的抗风险能力。

再次，准入壁垒。在 OEM 市场，汽车零部件供应商与整车制造商之间建立的配套合作关系一般是长期稳定的。新供应商必须经过整车制造商较长时间的考察认证程序，一般 3-5 年的周期。新供应商在保证产品质量的前提下，还要具备一定的成本优势，才能被整车制造商纳入供应体系。整车制造商希望供应商具有较强实力，具有持续供应的能力并能保持产品的一致性，因此整车制造商更青睐大型的轮毂轴承生产企业。

(二) 行业集中度高

由于汽车轮毂轴承具有相对较高的技术标准和质量要求，汽车轮毂轴承行业相对于通用轴承行业的市场集中度更高，一般只有达到一定技术水平的企业才能进入该行业。

国际轮毂轴承巨头。世界八大跨国轴承集团中，除了日本不二越公司和美蓓亚公司外，其他公司均将汽车轮毂轴承作为其汽车轴承业务中的一类重要产品。我国是全球第四大轴承市场，也是主要的轴承生产国，且近几年随着我国汽车工业的崛起，国际轴承巨头都已经在我国合资或者独资建厂。

表 6: 国外汽车轮毂轴承主要生产企业

| 企业 | 介绍 | 在中国部分地区的布局 |
|----------|---|--------------------------------------|
| 瑞典斯凯孚集团 | 全球最大的轴承集团 | 2013年末，在上海嘉定的新工厂建设完成 |
| 德国舍弗勒集团 | 世界第二，全球滚子轴承工业领域的领先供应商 | FAG汽车轴承(上海)有限公司 |
| 日本恩斯克集团 | 日本最大的轴承制造商，市场份额在全球排名第三 | 在中国的总部位于上海，在全国有12个生产基地，18个销售点和1个研发中心 |
| 日本恩梯恩集团 | 一家以轴承业务为主的跨国集团，其中在汽车轮毂轴承领域居世界第一 | 在上海建立技术中心 |
| 日本捷太格特集团 | 通过光洋精工和丰田工机的合并，使新公司JTEKT拥有了世界第一的转向系统行业市场份额，并结合轴承、机床、传动成为主要的4大行业，成为了能够综合提供世界顶级水平的系统的制造厂商 | 捷太格特集团与瓦房店轴承集团合资设立大连光洋瓦轴汽车轴承有限公司 |
| 美国铁姆肯集团 | 已发展成为全球最大的圆锥滚子轴承制造商 | 烟台铁姆肯有限公司 |
| 韩国日进集团 | 一家主要生产汽车轮毂轴承及其它汽车零部件的大型跨国企业 | 北京日进汽车系统有限公司 |

数据来源：公开资料，西南证券

我国本土的轮毂轴承企业中，上规模的主要有四家企业——万向钱潮、上海人本、重庆长江和新火炬。从规模来看，万向钱潮13年全年销售汽车轮毂轴承1154万套，行业排名第一。新火炬市场规模排名第二，13年全年销售轮毂轴796万套。从技术水平看，万向钱潮和新火炬技术领先，开拓合资品牌客户能力强。而与万向钱潮及其他竞争对手最大的不同点在于新火炬专注做汽车轮毂轴承及轮毂轴承单元，而非多品类轴承系列，专注一类产品有助于公司在这一细分领域做大做强。

表 7: 国内汽车轮毂轴承主要生产企业

| 企业 | 生产能力 | 配套主机厂 |
|-------------------|---------------------------------|--|
| 万向钱潮 | 13年全年销售轮毂轴承1154万套 | 长安汽车、上海大众、一汽大众等 |
| 湖北新火炬 | 13年年底产能：700万套/年，13年全年销售轮毂轴796万套 | NAPA、AAP、O'Reilly、东风日产、神龙、广汽菲亚特、长安、吉利等 |
| 上海人本 ⁴ | 年生产轴承1.2亿套 | 一汽、二汽、上海大众、哈尔滨变速箱厂、江铃江齿等 |
| 重庆长江 ⁵ | 具备年产1.5亿套轴承及汽车零部件的能力 | 长安汽车等 |

数据来源：公开资料，西南证券。（注4、5：上海人本与重庆长江为非上市公司且产品种类多，生产能力的数据及配套主机厂名单是以其全部产品统计，非轮毂轴承细分行业统计）

二、进口替代趋势明显，国内龙头抢占市场

(一) 轮毂轴承进口替代趋势明显

与整车不同的是，我国汽车零部件行业未实行股比限制，外资控制了汽车零部件的绝大部分市场份额，国产零部件销售收入仅占全行业的 20%-25%，拥有外资背景的汽车零部件厂商占整个行业的 75%以上。而在外资供应商中，独资企业占比也超过 50%。本土零部件主要应用于自主品牌汽车，市场占有率低。

国内 OEM 市场规模测算

2014 年 1-9 月份我国乘用车产量同步增速 11%，假设 14 年全年乘用车产量增速 10%，2015-2020 年，我们假设每年 6% 的产量增长。预测结果：2014 年我国 OEM 市场轮毂轴承需求量近 8000 万套，2020 年达到 11288 万套。在对销售额的预测中，取一、二、三代产品平均市场售价，并假设我国未来三代轮毂轴承的市占率每年增长 5%，第一代、第二代轮毂轴承占比逐步降低，加权算出平均每车轮毂轴承销售额，最终得到全国 OEM 市场销售额的数据，预测结果：2014 年我国轮毂轴承市场规模约 76 亿元，2020 年达到 135 亿元。

表 8：国内 OEM 市场规模测算

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 乘用车产量 (万辆) | 1552 | 1809 | 1989 | 2109 | 2235 | 2369 | 2512 | 2662 | 2822 |
| 轮毂轴承需求量/销量 (万套) | 6209 | 7234 | 7957 | 8435 | 8941 | 9478 | 10046 | 10649 | 11288 |
| 平均每车轮毂轴承销售额(元) | 83 | 87 | 95 | 97 | 100 | 104 | 113 | 114 | 119 |
| 销售额(亿元) | 52 | 63 | 76 | 81 | 90 | 99 | 113 | 121 | 135 |

数据来源：WIND，西南证券

以 2014 年为例，国内 OEM 市场近 8000 万套的销量，国产品牌约 2500 万套，约占 31%，其余近 70% 的市场产品均被外国品牌占据。从销售额看，14 年全国约 76 亿元的销售额，国产品牌仅有 15-16 亿的市场份额，占比 20% 左右。销售额占比低于销售量占比的原因是国内品牌主要销售附加值低的第一、二代产品。

国内 AM 市场规模测算

14 年 1-9 月份我们乘用车销量同步增速 9.7%，假设 14 年全年乘用车销量增速 9%，2015-2020 年增速为每年 6%。且我们认为市场所有产品都满足三年十万公里质保要求，例如计算 2014 年售后市场轮毂轴承销量时，往前倒退三年，即假设 14 年的售后市场需求来自两部分——2009 年乘用车销量的 60%、2010 年销量的 30%，以后年份以此类推。最终计算出 14 年全年售后市场轮毂轴承需求量 5124 万套，2020 年增长到 8221 万套。对销售额的预测，价格同样采取加权平均法，各代产品所占比重使用三年前销售时的产品结构。最终得出 14 年国内轮毂轴承售后市场规模约 36 亿元，2020 年增长到 83 亿元。

表 9：国内 AM 市场规模测算

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 乘用车销量 (万辆) | 1033.1 | 1376 | 1447 | 1550 | 1793 | 1954 | 2072 | 2196 | 2328 | 2467 | 2615 | 2772 |
| 更换轮毂轴承数量/销量 (万套) | --- | --- | --- | --- | --- | 5124 | 5456 | 6162 | 6842 | 7317 | 7756 | 8221 |
| 平均每车轮毂轴承销售额(元) | --- | --- | --- | --- | --- | 71 | 75 | 83 | 87 | 95 | 97 | 100 |

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 销售额(亿元) | -- | -- | -- | -- | -- | 36 | 41 | 51 | 60 | 69 | 75 | 83 |

数据来源: WIND, 西南证券

我国轮毂轴承行业外资品牌独大的现状正在逐步改变。迫于成本压力,越来越多的合资品牌以及自主中高端品牌开始转向国内轮毂轴承供应商,如东风日产、神龙、华晨汽车、广汽乘用车、东风乘用车等主机厂以前主要采用SKF、NTN等轮毂轴承产品,但近几年,万向钱潮、新火炬等国内企业开始逐步进入其轮毂轴承配套体系,替换部分外资品牌的市场。我们认为,进口替代的趋势会越来越明显,主要因为随着近年来国内企业与国际企业的合作加强,产品质量有了明显的提升,优质企业产品完全能达到三年十万公里的质保要求,且与外资品牌相比,国产轮毂轴承产品具备成本优势,因此进口替代必然是一大趋势。

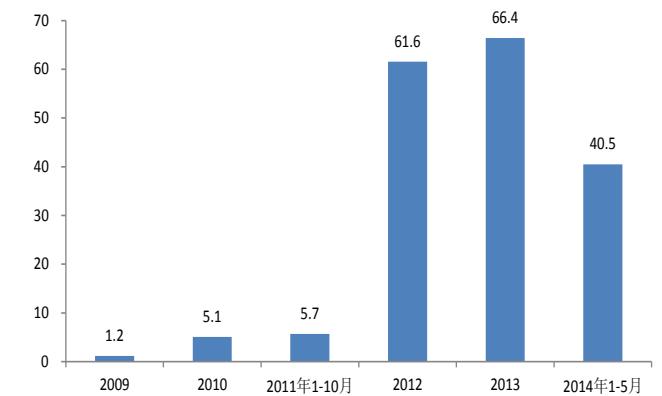
在进口替代的行业大趋势下,由于轮毂轴承属于汽车安全件,主机厂尤其是合资品牌主机厂对其质量要求十分苛刻,因此在同时要求质量高、成本低的情况下,只有龙头企业才有资格充分享受这一大的市场带来的增长。

(二) 国内市场成长空间广阔

相较于轮毂轴承产品在国外AM市场的成熟运营,新火炬的国内配套市场起步相对较晚。金融危机时期,新火炬90%以上的销售市场在国外,金融危机期间公司业绩大幅下滑。此后,从2009年开始国内OEM市场成为新火炬开拓的另一重要市场,由于汽车核心零部件进入主机厂配套需要3-5年时间,因此国内市场从2012年才开始有业绩的表现,这也是新火炬12年后整体业绩大幅提升的主要原因。短短几年时间,新火炬在国内OEM市场的客户开拓上取得了很大进展,已向东风日产、神龙汽车、广汽菲亚特等合资品牌主机厂配套,并向一汽、东风、广汽、北汽、长安、华晨、奇瑞、吉利、比亚迪、华泰、东南、长城等自主品牌主机厂配套。目前,新火炬国内、国外并进,国内市场的销售占公司全部轮毂轴承销售额的35%左右,而在国内市场,目前新火炬产品90%以上供应自主品牌。

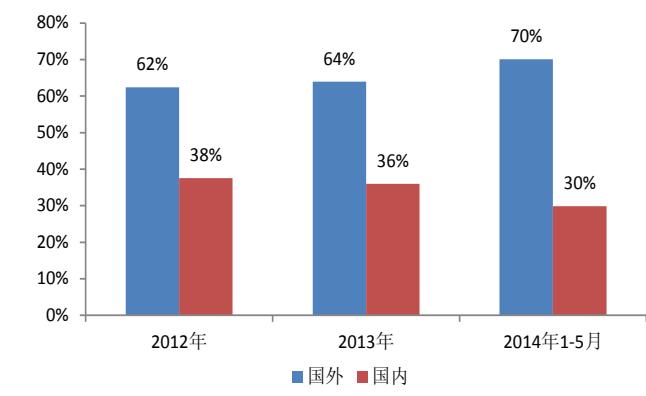
我们认为,轮毂轴承行业进口替代空间很大,目前国内市场80%垄断在外资品牌手中。相较于国内的竞争对手,新火炬是唯一一家专注做汽车轮毂轴承及轮毂轴承单元,而非多品类轴承系列的企业。公司在这一细分行业内力求做精做专,做大做强。未来增长空间巨大。

图 12: 新火炬历年净利润 (百万元)



数据来源: 公司资料, 西南证券

图 13: 新火炬轮毂轴承产品国内外销售收入占比



数据来源: 公司资料, 西南证券

三、产品结构改善，产能扩张加速

(一) 三代轮毂轴承渐成主流

第三代轮毂轴承占比将提升。随着全球汽车工业的发展，汽车轮毂轴承也在发生着代系的变化，已从第一代轮毂轴承发展至第三代轮毂轴承单元。目前，乘用车前轮一般使用第一代轮毂轴承，后轮一般使用第三代轮毂轴承单元，一些高端车型前、后轮均使用第三代轮毂轴承单元。

图 14：一、二、三代轮毂轴演变进程



数据来源：公司网站，西南证券

表 10：一、二、三代轮毂轴特点及应用实例

| 代系 | 设计关键 | 应用 |
|---------|--|--|
| 第一代轮毂轴承 | 把单列圆锥、单列球或双列圆锥、双列球压到法兰盘内 | 旧款桑塔纳轿车、旧款富康轿车、旧款捷达轿车 |
| 第二代轮毂轴承 | 把轮毂的外法兰盘和轴承的外圈设计为一体 | 国内的本田雅阁、海南马自达、中华轿车等采用第二代轮毂轴承单元 |
| 第三代轮毂轴承 | 主要包括法兰盘、齿圈旋转体、密封组件和轮毂，轮毂的内、外法兰盘分别与轴承的内、外圈设计为一体，多数第三代轮毂轴承单元还在轮毂上集成了 ABS 轮速传感器 | 通用、福特、克莱斯勒、奔驰、大众、宝马、本田、现代、丰田、菲亚特、日产、沃尔沃、标志-雪铁龙等乘用车车型 |

数据来源：公开资料，西南证券

三、四代轮毂轴承受政策支持。2010 年 10 月，工信部发布《机械基础零部件产业振兴实施方案》，提出围绕重点领域，突破一批关键零部件发展瓶颈，在高档轿车配套领域发展轿车三代轮毂轴承单元等关键零部件。2011 年 11 月，工信部发布《机械基础件、基础制造工艺和基础材料产业“十二五”发展规划》，明确将长寿命高可靠性汽车轴承及轴承单元列为发展重点，并将使用寿命 25 万公里以上，可靠度 $\geq 99\%$ 的轿车轴承的开发作为 20 种标志性机械基础件开发重点之一。2011 年 12 月，国家发改委、商务部联合发布《外商投资产业指导目录（2011 年修订）》，将第三、四代轿车轮毂轴承（轴承内、外圈带法兰盘和传感器的轮毂轴承功能部件）列入目录，显示了国家对轮毂轴承发展的鼓励与支持。

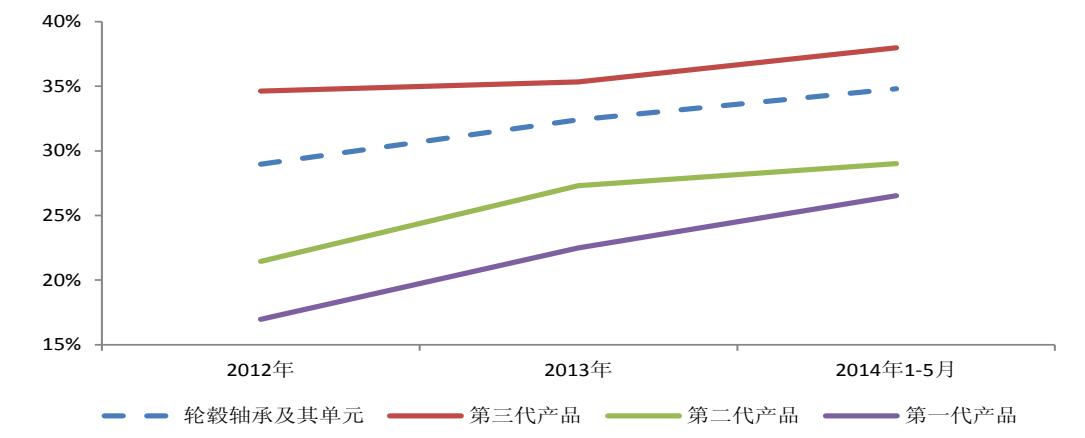
除国家政策支持外，地方政府对轮毂轴承行业也大力支持，如 2013 年 12 月，新火炬收到襄阳市财政局下拨的 2013 年工业转型升级强基工程资金 3000 万元，用于“轿车用第三代轮毂轴承单元工业强基工程实施方案”。

(二) 公司产品结构逐步改善

世界范围内，第三代轮毂轴承的应用比例达到 70%，而 2013 年我国的三代轮毂轴承占比仅在 50% 左右的水平，还有提升空间。第三代轮毂轴承符合国家支持政策，按照目前我国市场的发展趋势，第三代轮毂轴承将会成为主要的配置产品，逐步替代第一代、第二代产品的市场份额。

从毛利率看，第三代轮毂轴承的毛利情况显著好于其他代系产品。近两年，第三代轮毂轴承产品的毛利率在 35% 左右，比第二代产品的毛利率平均高出 7-8 个百分点，比第一代产品毛利率平均高出 11-13 个百分点。

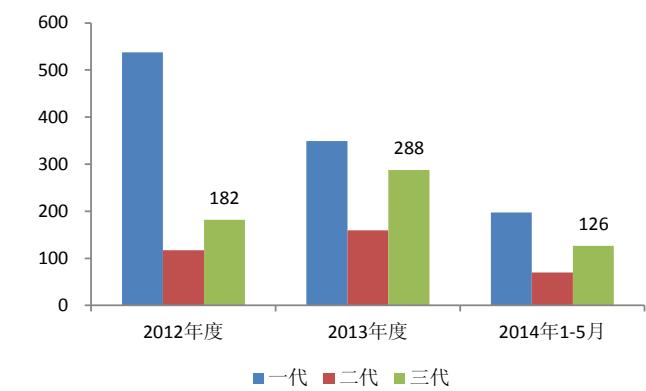
图 15: 一、二、三代轮毂轴承毛利率



数据来源：公司网站，西南证券

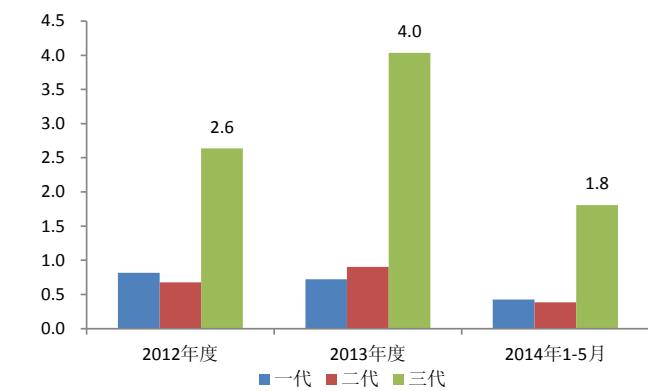
从目前新火炬产品代系来看，三代轮毂轴承单元已经成为公司的主导产品。2013 年新火炬第三代轮毂轴承销量占比 36.1%，收入占比达到 71.3%。12 年、13 年及 14 年前五个月，三代轮毂轴承单元对毛利额的贡献度分别占新火炬主营业务毛利额的 74.6%、75.5% 和 73.8%，是新火炬主要的利润来源。新火炬近年来不断改善产品结构，将产品的重心转移到三代轮毂轴承单元上，逐步舍弃一代轮毂轴承中低端产品的生产与销售。这也是公司销量小幅下滑，收入大幅上升的主要原因。

图 16: 一、二、三代轮毂轴承销售量 (万套)

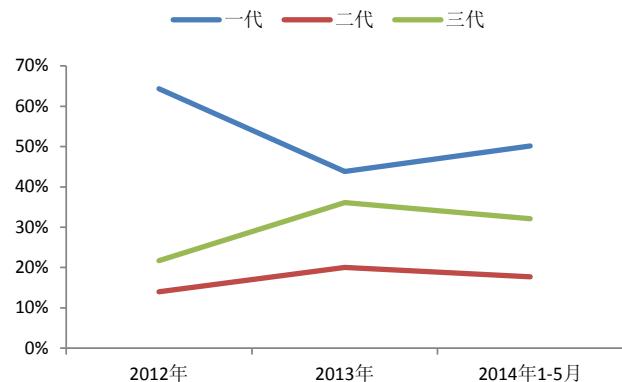


数据来源：公司资料，西南证券

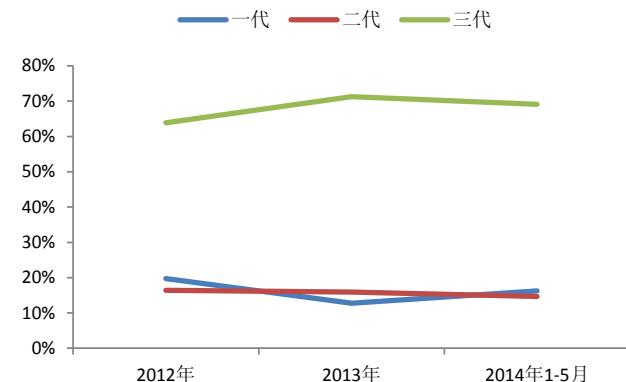
图 17: 一、二、三代轮毂轴承销售收入 (亿元)



数据来源：公司资料，西南证券

图 18: 三代轮毂轴承销量占比变化


数据来源: 公司资料, 西南证券

图 19: 三代轮毂轴承收入占比变化


数据来源: 公司资料, 西南证券

(三) 新建产能逐步投产

新火炬产品国内外销售旺盛, 2013年轮毂轴承及其单元的产量较2012年增长了36.3%, 总体产能利用率已超过100%, 产能严重不足。

因国内客户开拓较为成功, 新火炬产能不足的问题越来越突出。为解决这一问题, 新火炬自2010年底开始建设三期工程。截至2014年5月31日, 该厂区建筑及相关设施已完工, 目前已部分投入生产, 剩余部分正在进行设备购置及安装, 预计2014年末公园一号新厂区投产后产能将提高到1200万套/年, 2015年新增高端生产线开始投产运行, 预计2015年末产能将达到1500万套/年, 新增产能全部供应国内OEM市场。

新增的800万套产能中, 400万套为第三代轮毂轴承产能。产品结构的改善有利于显著提升公司的盈利能力。新建产能完全投产后, 能满足13亿元销售收入的生产供应。

表 11: 产能规划

| | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 产能(万套/年) | 715 | 735 | 1200 | 1500 |

数据来源: 公司资料, 西南证券

四、战略清晰, 成长加速

(一) 国外、国内齐布局

国外市场起步早: 目前新火炬海外销售市场主要面向美国、加拿大等北美汽车售后市场, 新火炬在美国的客户主要是美国最大的汽配零售连锁企业NAPA和第三大汽配零售连锁企业AAP、大型零售连锁企业O'Reilly。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。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。

表 12: 前三大客户收入占比

| | 2013 | 2014 年 1-5 月 |
|-------------|-------|--------------|
| NAPA | 19.6% | 17.5% |
| AAP | 17.5% | 17.2% |
| O'Reilly | 14.8% | 17.0% |
| 占国外收入比重 | 81.1% | 73.7% |
| 占新火炬母公司收入比重 | 51.9% | 51.7% |

数据来源: 公司资料, 西南证券

国内 OEM 市场客户开拓进展快: 国内市场以 OEM 市场为主。新火炬自 2007 年开始与国内整车制造商洽谈, 2009 年开始对吉利汽车、长安汽车、东风汽车实现销售, 整体来说公司这几年在国内主机厂客户开拓较为顺利, 已经成功实现了对多家自主车企的产品配套, 这其中大部分是进口替代带来的零部件国产化替换。

合资品牌对产品质量的要求高, 考察周期长, 我国企业很难进入其采购体系。但在进口替代趋势下, 有能力的国内轮毂轴承企业越来越多的切入合资品牌主机厂。新火炬经过与多家整车制造商的接洽, 目前已为东风日产、神龙、广汽菲亚特等合资品牌乘用车配套。

国内售后市场潜力大: 目前我国汽车售后市场正进入改革转型期, 维修及配件市场被 4S 店垄断的格局将被打破。今年以来汽车行业反垄断持续升级, 交通部联合发改委、公安部等 10 部委联合发布了《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》。《意见》第十四条鼓励汽车维修配件自由流通, 鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自有品牌、商标或标识的独立售后配件, 也就是鼓励原厂配件企业将自己的配件卖向独立售后市场。而我国目前的独立售后市场规模小, 市场内劣质产品多, 维修市场仍以 4S 店为主。我们认为, 我国售后服务垄断格局已无法持续, 行业变革迫在眉睫。而新火炬产品已经成功打入国外售后市场, 未来待国内售后市场逐步建立起规范后, 其产品进入售后领域希望较大。

(二) 进入主机厂全球采购体系

国外 AM 市场与国内自主品牌 OEM 市场均不是公司战略发展的最终目标, 新火炬战略目标是进入大汽车集团的全球采购体系, 做到量与价的全面提升。

量提升: 拿到合资品牌相关车型配套后, 公司便可进入外资品牌的全球供应链体系, 未来就有机会获得全球车型的订单。新火炬未来的发展思路是通过合资品牌打开全球采购体系的大门。公司目前已经开拓了东风日产、神龙、广汽菲亚特等合资品牌主机厂, 未来还会在合资品牌客户上继续努力开拓。

价提升: 目前公司配套合资品牌 OEM 市场仍以一代产品为主, 原因是主机厂对汽车安全零部件的替换十分谨慎, 尤其是合资品牌厂商, 关键零部件供应商的选择主动权掌握着外企手中。因此在切入初始阶段, 合资厂商并不会将技术难度更高的第三代轮毂轴承直接转移给新供货商, 而是会采取逐步替换的策略, 先以第一代产品配套为主, 未来随着合作的深入才会加大三代产品的订单。新火炬对部分合资品牌客户已经有小批量供应第三代轮毂轴承产品, 未来随着合作的不断深化, 第三代轮毂轴承配套量将逐步增加。

五、收购新火炬，发挥协调效用

双林股份采用“股权+现金”方式收购新火炬 100% 股权，新火炬 100% 股权作价 8.2 亿元，溢价率为 296.9%。双林股份将以发行股份方式支付交易对价中的 5.3 亿元。以现金方式支付交易对价中的 2.9 亿元 (35% 的现金支付对应的定向增发中，向双林集团发行 3067.4 万股、向智度德诚发行 766.9 万股)。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：

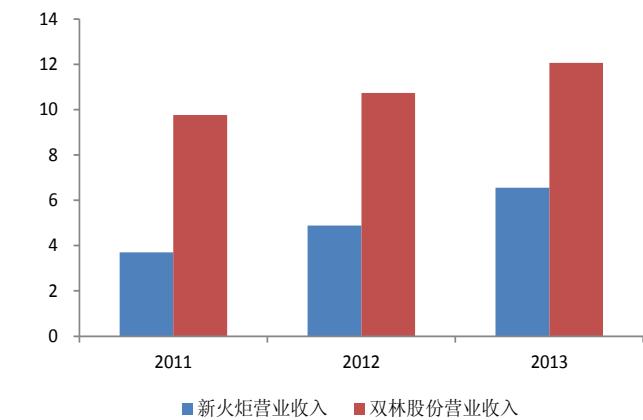
表 13：发行股份及支付现金数量

| 交易对方 | 持有新火炬股权比例 | 交易对价 (百万元) | 支付方式 | |
|-------|-----------|------------|--------|----------|
| | | | 股份 (股) | 现金 (百万元) |
| 襄阳新火炬 | 91% | 746.2 | 68.1 | 261.2 |
| 兴格润 | 9% | 73.8 | 6.7 | 25.8 |
| 合计 | 100% | 820 | 74.9 | 287 |

数据来源：公司资料，西南证券

1、增厚业绩。新火炬订单饱满，国内 OEM 客户开拓成功。随着新建产能的逐步投产，业绩将有大幅度提升。且从以往年份看，新火炬收入、利润均呈现稳步增长态势。

图 20：双林股份与新火炬公司营业收入 (亿元)

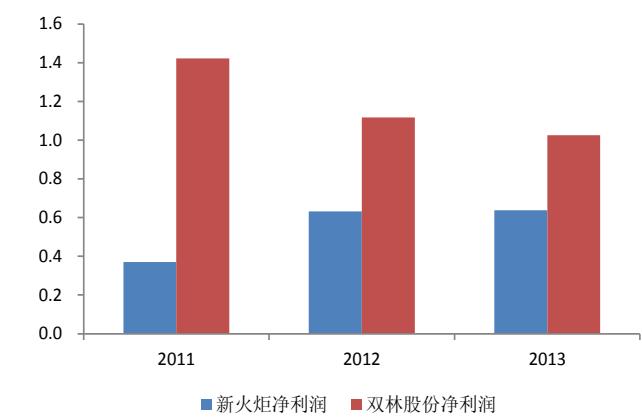


数据来源：公司资料，西南证券

且此次交易附有业绩承诺条款。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-2017 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、1.3 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。

因此，收购新火炬完成并表将显著提升公司的业绩水平。

图 21：双林股份与新火炬公司净利润 (亿元)



数据来源：公司资料，西南证券

2、业务延伸，客户优势互补。虽然双林股份与新火炬在产品、技术、设备、工艺流程等方面有一定的差异，在生产和研发等方面的整合空间不大，但双方仍可在经营管理、销售及客户资源、采购及供应链管理、资金运用等方面进行整合，发挥双方的协同效应。

客户方面，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。双林股份将积极借鉴新火炬在国外 AM 市场的供货经验，搭建客户共享平台，充分利用新火炬已拓展的国外大型汽车配件零售连锁企业等客户资源，拓展部分产品（如传动冲压类产品和精密零部件产品）的国外售后市场，提高市场份额及盈利空间。除国外市场外，新火炬在国内 OEM 市场开拓成效显著，也有望为双林自身的产品拓展打下基础。

而双林近几年在国内投资建设多个子公司，较新火炬在全国有范围更广的布局。新火炬在国内 OEM 市场的拓展才刚刚起步，未来可以借助双林更贴近主机厂的生产基地布局快速扩大其产品在国内市场的份额。

新大洋篇：参股新大洋进军新能源汽车领域

要点概括：1、5000 万可转债投资新大洋转股，占总股本的 10%，此次投资是双林股份进军新能源汽车领域的第一步，双方在新能源领域的后续深入合作提供了较大的想象空间；2、新大洋电动车依托新大洋机电集团，其产品知豆牌微型电动车销量领先；3、电动车准入出台新政，放开资质门槛，提高技术与制造要求，有利于促进行业有序竞争。新大洋电动车符合准入要求，获批可期。

业绩预测：新大洋电动车公司 14-16 年收入分别为 6.68 亿元、24.7 亿元、36.7 亿元，净利润分别为 0.1 亿元、4 亿元、5.3 亿元。双林股份占其股本的 10%，则双林股份投资收益分别为 0.01 亿元（对公司 EPS 无影响，忽略不计）、0.4 亿元和 0.5 亿元。（详细分析请见“盈利预测”章节）

一、转股占比 10%，深化合作具备想象空间

2014 年 10 月 10 日，公司与新大洋机电集团有限公司、鲍文光、山东新大洋电动车有限公司签署《可转债投资协议》，双林股份以自有资金并以可转债方式向新大洋电动车投资 5000 万元人民币用于新大洋电动车运营及业务扩展，可转债期限为 3 个月，年化利率 10%。

2014 年 11 月 24 日，双林股份第三届董事会第三十次会议审议通过了《关于公司所持山东新大洋电动车有限公司债权转为股权的和议案》和《关于公司与金沙江联合创业投资企业及相关投资方签署<新大洋电动车项目一致行动协议>的议案》。最终确定 5000 万投资转化为新大洋电动车增资后总股本 5 亿元的 10%。我们认为股权比例虽然不高，但方案的落地代表公司在新能源领域的拓展更进一步，打开未来想象空间。而双林依托金沙江联合创投在电动车领域的成熟经验及产业配套优势，公司计划与金沙江及相关投资方，在新大洋电动车项目中建立一致行动人关系。我们认为一致行动协议的签署有助于提升双林在新大洋电动车项目中的话语权。目前，增资后的新大洋电动车公司的实际控制人仍为鲍文光，预计双林股份、金沙江及其他投资方建立的一致行动人为第二大股东。

双林股份通过此次投资介入新能源电动汽车市场，短期看仅仅带来公司的投资收益增加，长远看双林自身的座椅零部件、内外饰件产品及新火炬的轮毂轴承产品有望应用到新大洋的电动车产品上，公司此次投资不仅是针对新能源汽车带来的发展机遇做出合理尝试，也对公司现有产品的结构升级和市场开拓产生积极作用，对实现公司战略及享受政策红利也不无益处。我们判断双林股份该笔投资是进军新能源汽车领域的第一步，双方在新能源领域的后续深入合作提供了较大的想象空间。

此外，据媒体信息显示，新大洋与吉利已建立合资公司，发展城市微行纯电动车项目，将有利于双林所投资的新大洋公司借助主机厂资源进一步扩大规模和行业影响力。

表 14：山东新大洋财务状况（百万元）

| 项目 | 2014 年 1-9 月 | 2013 年 |
|--------|--------------|--------|
| 总资产 | 433.2 | 174.3 |
| 主营业务收入 | 253.9 | 35.6 |
| 主要业务利润 | 6.9 | -61.5 |

| 项目 | 2014年 1-9月 | 2013年 |
|------|------------|-------|
| 利润总额 | 6.9 | -61.1 |
| 净利润 | 6.9 | -61.1 |

数据来源：公开资料，西南证券

二、依托新大洋机电集团，做微型电动车领跑者

山东新大洋电动车有限公司成立于 2011 年，隶属于新大洋机电集团（实际控制人同样为鲍文光），拥有自主创新的电机及电控系统核心技术，在此基础上进入并发展新能源整车制造产业，致力于绿色、智能生态交通工具的研发、制造、销售与服务。公司设计年生产能力为 30 万辆台电动微型汽车，项目分为三期建设。一期建设面积为 19 万平方米，将建成办公楼、焊装，涂装、总装三大工艺厂房建设和设备安装。二期建设项目包括冲压车间、电动汽车研发中心、试验中心、试制车间、电子控制器、电机、线束、物流中心等设施或零部件制造工厂，最终将形成集产品研发，汽车生产，关键总成零部件制造为一体的综合性电动汽车制造基地。

图 22：山东新大洋厂区鸟瞰



数据来源：公司网站，西南证券

图 23：新大洋厂区视图



数据来源：公司网站，西南证券

新大洋机电集团公司成立于 2001 年 3 月 5 日，注册地在浙江省台州市，注册资本 1.06 亿，法人代表鲍文光。集团在浙江、山东、天津建有三个大规模、现代化的生产基地，下属有：台州新大洋模具有限公司、台州新大洋电动车有限公司、山东新大洋机电科技有限公司、山东德洋电子科技有限公司、山东新大洋电动车有限公司、天津新大洋模具有限公司等六个子公司，现有各类技术人员 600 多人，员工 2000 多人。新大洋机电集团为国家级火炬计划重点高新技术企业，山东新大洋机电公司为山东省高新技术企业。公司采用电磁转换设计方案和控制方式，结合电动车的功能特点，创造了一种全新的无刷交換驱动模式，使无刷直流电机的力矩特征和效率曲线明显得到优化。新大洋电机具有启动力矩大、系统效率高且平台宽、机械特性硬、噪音低、可靠性好等特点，其综合性能优于传统的有刷电机或有刷高速机，同时也远远超越一般的无刷电机。

我们对新大洋电动车公司进行 SWOT 分析后认为，在国家重点城市逐渐限购的大趋势下，政府对新能源电动车力挺，从牌照、补贴、充电设施等方面给予大力扶持，新大洋具备电动车领域的先发优势以及电机电控的核心技术，其生产的微型电动车产品，能很好的

解决城镇居民的日常交通问题，购置成本与使用成本都很低，且对专用充电桩依赖度小，具有较强的产品竞争力。公司也在快速推广该产品，市场空间广阔。

表 15：新大洋 SWOT 分析

| 外部环境 | 内部要素 | 优势-S | 劣势-W |
|---------------------------------------|------|--|--|
| 机会-O | | 优势-S <ul style="list-style-type: none"> 1、进入早具备先发优势 2、电机电控核心技术优势 3、产品定位合理 4、品牌影响力优势 | 劣势-W <ul style="list-style-type: none"> 1、不具备乘用车生产资质 2、整车设计开发能力较弱 3、民营企业资金实力不强 |
| 1、节能环保大趋势 2、政府扶持力度大 3、发放电动车生产牌照 | | SO 战略 <ul style="list-style-type: none"> 1、快速推产品抢占市场 2、凸显技术优势增强产品竞争力 3、控制成本合理定价 4、积极申请国家电动车牌照 | WO 战略 <ul style="list-style-type: none"> 1、与传统乘用车企业合作 2、向合作伙伴学习开发能力 3、争取国家补贴，引入战略投资者补充资本金 4、争取政府补贴，适时扩产 |
| 威胁-T | | ST 战略 <ul style="list-style-type: none"> 1、与政府合作推广电动汽车 2、快速提高销量，利用规模化降低成本，提升议价能力 3、做大做强提升公司的行业地位 | WT 战略 <ul style="list-style-type: none"> 1、与传统车企深度合作，共同开发电动车 2、利用合作伙伴的技术能力与资源推广电动车 3、与传统车企实现并购整合 |

数据来源：公司资料，西南证券

三、知豆产品性价比高，上市以来销量领先

新大洋电动汽车主要面向价格敏感者和绿色先行者，打造城市微行电动汽车，目标市场为家庭的第二辆配车，大交通的最后一公里，作为传统交通模式的有益补充。通过创新的城市微行电动汽车，通过采用锂电池实现微车的电动化或通过升级为汽车标准实现低速电动车的汽车化。公司以智能交通生态系统变革引领者为愿景，以电动车技术和智能化信息系统，致力于清洁能源的智能生态交通产业，并将整合云计算技术、移动互联网技术、物联网技术、GPRS 技术及独创的远程无线支持服务技术，打造大交通的最后一公里，形成“大交通+小交通”的智能生态交通系统，改变出行观念和出行方式；积极倡导高品质、高效率、低能耗、低成本、生态智能的新型公共交通模式，引领智能交通生态系统的变革。

从 2006 年开始，新大洋电动汽车历经七年时间研究开发，整合海内外资源，研制出拥有完全自主知识产权的城市微行纯电动汽车产品“知豆”。该产品整车制动、转向性能、EMC 等各项指标均满足欧洲 EEC 法规要求，拥有 6 项发明专利、19 项实用新型专利、4 项外观专利、3 项欧盟专利，已获得欧盟 E-MARK、CE 认证，并已进入意大利、法国、西班牙、卢森堡、美国、瑞士、土耳其、斯洛文尼亚等欧美国家市场。“知豆”城市微行纯电动汽车荣获 2013 年度绿色汽车评选微车大奖，并进入中国工信部新能源目录。

新大洋电动汽车产品优势主要体现在**操控性好、节能环保、灵活便捷、成本低廉**方面，轻量化车身和电动汽车专用底盘符合电动车特性，使得电动车在保障安全的前提下拥有更长的续航里程和更好的操控性。立体化智能平台将 IT 技术融入到电动车使用，满足驾驶者全方位需求的智能化移动生活平台。

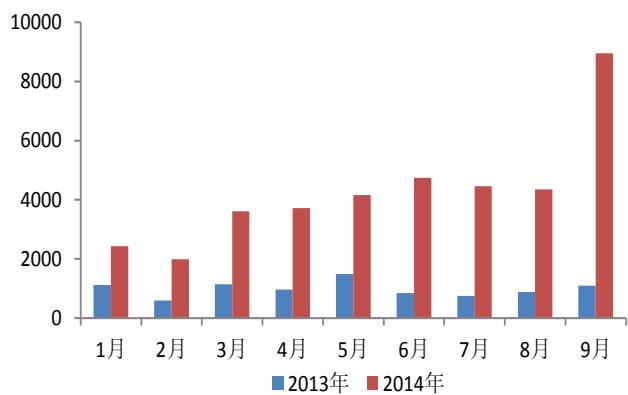
图 24: 知豆车型外观


数据来源: 汽车之家, 西南证券

作为纯电动汽车, 公司产品完全实现“0”排放, 做到无污染, 高度切合国家生态环境发展战略, 同时现有产品“知豆”微型车, 一个标准车位可停放两辆“知豆”, 可成倍降低公用空间占有率, 操控灵活, 3.8米转弯半径, 0-50KM 加速仅需 7 秒; 同时可使用家用 220V 插座充电, 无需专用充电设施, 低能耗配合家用充电模式 6 小时即可充满, 充电灵活, 使用便捷。最高时速 85 公里, 续航里程 160 公里, 百公里成本仅 4 元, 在保障消费者日常出行需求的基础上, 相比于传统燃油汽车 (1.6T) 百公里成本 50 元, 更加贴近民生需求, 大大降低了车辆的综合使用成本, 易于市场普及应用。

据《第一电动网》最新数据显示, 我国 1-7 月共生产纯电动乘用车 1.7 万辆, 其中“知豆”电动车累计销量 3029 辆, 排名纯电动乘用车行业前三, 1-9 月份知豆电动车销售 4455 辆, 销量排在比亚迪和奇瑞后, 知豆产品是新能源汽车排名前八位中唯一的“微型电动车”产品。

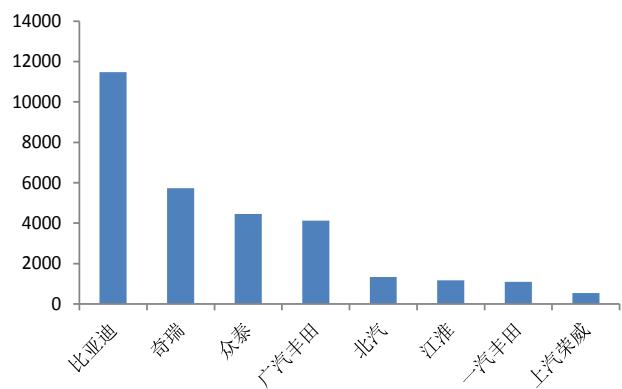
我们认为, 充电桩等基础设施建设滞后仍是新能源汽车推广的最大阻力, 且国家补贴的逐年减少以致最终退出也是新能源汽车未来将面临的压力。但同时国家对新能源汽车推广的大力支持, 从优惠电价到免购置税再到充电桩补贴等等。

图 26: 1-9 月新能源车月度销量 (辆)


数据来源: 电动汽车时代网, 西南证券

图 25: 知豆产品内饰


数据来源: 汽车之家, 西南证券

图 27: 1-9 月主要新能源车企销售排名


数据来源: 电动汽车时代网, 西南证券

表 16: 目前主流电动车参数比较

| 指标 | 知豆 | smart | 康迪 | 奇瑞 |
|--------------|------------|--------------|-------------------|-------------|
| 车型 | 知豆 | smart fortwo | 小电跑 | 和悦 eQ |
| 厂商指导价 | 10.88 万 | 23.50 万 | — | 6.98 万 |
| 厂商 | 众泰知豆 | smart | 吉利康迪 | 奇瑞新能源 |
| 级别 | 微型车 | 微型车 | 微型车 | 微型车 |
| 发动机 | 纯电动 24 马力 | 纯电动 74 马力 | 纯电动 | 电动机 57 马力 |
| 变速箱 | 电动车单速变速箱 | 电动车单速变速箱 | 电动车单速变速箱 | 电动车单速变速箱 |
| 车身结构 | 3 门 2 座两厢车 | 3 门 2 座两厢车 | 3 门 2 座两厢车 | 5 门 4 座两厢车 |
| 最高车速(km/h) | 80 | 125 | 80 | 100 |
| 长度(mm) | 2765 | 2695 | 2900 | 3564 |
| 宽度(mm) | 1540 | 1559 | 1545 | 1620 |
| 高度(mm) | 1555 | 1565 | 1590 | 1527 |
| 轴距(mm) | 1765 | 1867 | 2080 | 2340 |
| 整备质量(kg) | 670 | - | 1160 | 1128 |
| 车身结构 | 两厢车 | 两厢车 | 两厢车 | 两厢车 |
| 最大马力(ps) | 24 | 74 | 27 | 57 |
| 最大功率(kW) | 18 | 55 | 20 | 41.8 |
| 最大功率转速(rpm) | 5000 | - | - | - |
| 最大扭矩(N·m) | 82 | 130 | 100 | 150 |
| 燃料形式 | 纯电动 | 纯电动 | 纯电动 | 纯电动 |
| 电动机最大功率(kW) | 18 | 55 | 20 | 41.8 |
| 电动机最大扭矩(N·m) | 82 | 130 | 100 | 150 |
| 最高续航里程(km) | 120 | 145 | | 200 |
| 电池容量(kWh) | - | 17.6 | | 22.3 |
| 简称 | 电动车单速变速箱 | 电动车单速变速箱 | 电动车单速变速箱 | 电动车单速变速箱 |
| 挡位个数 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 变速箱类型 | 固定齿比变速箱 | 固定齿比变速箱 | 固定齿比变速箱 | 固定齿比变速箱 |
| 驱动方式 | 前置前驱 | 后置后驱 | 后置后驱 | 前置前驱 |
| 前悬架类型 | 麦弗逊式独立悬架 | 麦弗逊式独立悬架 | 麦弗逊式独立悬架 | 麦弗逊式独立悬架 |
| 后悬架类型 | 螺旋弹簧式非独立悬架 | 拖曳臂式非独立悬架 | 单纵臂螺旋弹簧带双向作用筒式减振器 | 纵向拖曳臂式非独立悬架 |
| 助力类型 | 无助力 | 电动助力 | - | 电动助力 |
| 车体结构 | 承载式 | 承载式 | 承载式 | 承载式 |

数据来源: 汽车之家, 西南证券

四、电动车准入新政出台，新大洋获批可期

发改委 11月 26日发布《新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理的暂行规定》(以下简称“准入规定”)征求意见稿，明确新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理。

表 17:《新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理的暂行规定》要点

| 序号 | 准入规定要点 |
|----|---|
| 1 | 3年以上纯电研发基础，具有整车正向研发能力，掌握整车控制、动力电池、整车集成和轻量化的技术，拥有纯电动自主知识产权和已授权的相关发明专利；整车试制能力，具备完整的试制条件，包括车身制造、动力电池集成、整车装配等主要工艺和装备。 |
| 2 | 样车检测要求：试制数量不少于 15 辆。经过检测机构检验，符合现行标准，并在安全性、可靠性、动力性、轻量化、经济性等方面达到技术要求。 |
| 3 | 项目基本要求：自有资金规模和融资能力；必须使用自有品牌，产品水平不低于样车，只能生产纯电动轿车和纯电动其他乘用车；履行提供担保企业和经公证的担保期不低于 5 年的担保合同。 |
| 4 | 投资内容要求：纯电整车正向开发能力的研发机构；具备整车四大工艺，关键部件的生产能力；销售和售后能力 |

数据来源：公开信息，西南证券

电动车生产资质的全面放开，准入规定通篇未提纯电车生产企业必须具备乘用车生产资质，我们认为新能源汽车行业有望引入更多非汽车生产商进入电动汽车行业。

我们认为：首先，“严进宽出”到“宽进严出”，放开资质门槛，不代表降低技术与制造要求，规定中明确了申请企业必须具备的能力，要求较高。其次，规定中明确了所申报企业只能生产电动车产品，杜绝部分投机取巧的可能性。总体来看，该规定在放开门槛的基础上对准入要求进行了明确规定，促进了目前新能源汽车领域的有序竞争，也防止了部分行业乱象的发生，对新能源产业的健康有序发展有十分积极的作用。

我们认为电动车准入政策的出台显著利好新大洋这一微型电动车龙头企业。主要体现在以下几点：

1、行业规范，优质企业受益。新能源汽车代表未来行业发展方向，这一市场不乏有传统汽车主机厂及非汽车制造企业的参与者及潜在竞争者。电动汽车准入政策出台后，对新建企业的技术与制造要求提高，竞争形势有利于具备技术优势、制造能力、产品符合标准的优质龙头企业，如新大洋。

2、技术上，新大洋拥有自主创新的电机及电控系统核心技术，在此基础上进入并发展新能源整车制造产业，具有准入规则要求的“3年以上纯电研发基础、整车轻量化、多项发明专利”等要求，且新大洋具有准入规则要求的“整车正向研发能力”，而非某些行业参与者的逆向研发，完全符合政策导向。

3、准入规则要求新建纯电动乘用车生产企业试制纯电动乘用车样车数量不少于 15 辆。而新大洋已经有成熟的微型电动汽车产品，在安全性、可靠性、动力性、整车轻量化、经济性等方面达到规定的技术要求。

我们认为新大洋电动车具备丰富的电动汽车研发、制造、销售经验。准入规则未提纯电车生产企业必须具备乘用车生产资质，正是给新大洋电动车这类的非汽车厂商更好的进入行业机会。我们看好新大洋这一微型电动车龙头在新的行业规则下竞争实力的提升。

盈利预测

一、关键假设

我们对双林股份按双林自身和新火炬两部分进行收入拆分：

双林：分板块看，座椅零部件和内外饰件 13 年收入增速 4% 左右，但考虑到明年两业务板块均有产能投产，根据产能投产进度我们预计 14-16 年座椅零部件和内外饰件业务收入增长均分别为 15%、20%、20%。精密注塑板块 13 年收入增长已经达到 35%，目前订单十分饱满，预计 14-16 年收入高速增长，增速分别达到 35%、30%、25%。空调零部件和综合板块相对稳定，收入小幅增长。假设 14-16 年两个板块的收入增速均为 10%。

加总起来，双林股份自身业务 14-16 年收入分别达到 14.7 亿元、18 亿元、21.9 亿元，增速为 22%、23%、22%。

新火炬：双林并购新火炬 14 年 11 月份获得证监会并购重组委员会审核通过，已于 12 月 3 日获得批文，预计 2014 年底或 2015 年初并表。我们做盈利预测假设 2015 年初并表。

根据新建产能投产进度，对一、二、三代产品销量进行预测。一代产品 14-16 年销量预计分别为 410 万套、450 万套、470 万套；二代产品 14-16 年销量预计分别为 180 万套、230 万套、250 万套；三代产品 14-16 年销量预计分别为 320 万套、420 万套、520 万套。三代产品销量增长快的原因是新建 800 万套产能中，其中 400 万套为第三代产品产能。且从行业及公司自身业务发展来说，第三代轮毂轴承占比也在逐渐提高，因此我们预计 14-16 年期间，第三代轮毂轴承的销量增长最快。

价格按照国内外市场各代产品的平均价格计算，假设 14-16 年均价不变。第一、二、三代产品价格分别为 28 元/套、57 元/套，138 元/套。

新大洋：新大洋“知豆”产品今年 5 月上市，15-16 年相继有新款微型电动车与商用车上市，我们预计 14-16 年新大洋电动车销量分别为：1 万辆、3.6 万辆、5.4 万辆，产品的平均售价为 10 万元，14-15 年单车的国家补贴在 13 年 3.5 万元的基础上分别降低 5%、10%。2014 年 12 月 30 日财政部发文，对《2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策方案》（以下简称《方案》）公开征求意见，根据《方案》，16 年对纯电续驶里程在 100 公里至 150 公里的纯电动乘用车补贴提高至 3.2 万元/辆。

二、盈利预测

表 18：业绩预测（百万元）

| | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----|-------|------|-------|-------|-------|
| 双林 | 座椅零部件 | 220 | 253 | 303.6 | 364.3 |
| | 内外饰件 | 510 | 586.5 | 703.8 | 844.6 |
| | 精密注塑 | 380 | 513 | 666.9 | 833.6 |
| | 空调零配件 | 120 | 132 | 145.2 | 159.7 |
| | 综合板块 | 86 | 94.6 | 104.1 | 114.5 |
| | 内部抵消 | 110 | 110 | 120 | 125 |

| | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 新火炬 | 收入合计 | 1206 | 1469.1 | 1803.6 | 2191.7 |
| | 收入增速 | 13% | 22% | 23% | 22% |
| | 净利润 | 102.6 | 133 | 146.1 | 165.3 |
| | 净利润增速 | -8% | 29% | 10% | 13% |
| 新大洋 (非合并报告, 仅有投资收益) | 一代产品销量(套) | 349 | 410 | 450 | 470 |
| | 二代产品销量(套) | 159 | 180 | 230 | 250 |
| | 三代产品销量(套) | 287 | 320 | 420 | 520 |
| | 合计(套) | 796 | 910 | 1100 | 1240 |
| | 轮毂轴承收入合计 | 362.2 | 636.2 | 810.3 | 962.5 |
| | 其他收入 | 73.6 | 81 | 99.7 | 118.2 |
| | 营业收入合计 | 435.8 | 717.2 | 910 | 1080.7 |
| | 收入增速 | 35% | 65% | 27% | 19% |
| | 净利润 | 66.4 | 92.5 | 118.3 | 141.6 |
| | 净利润增速 | 8% | 39% | 28% | 20% |
| 合并报表 | 销量 (辆) | — | 10000 | 36000 | 54000 |
| | 收入 | 35.6 | 667.5 | 2466 | 3672 |
| | 净利润 | -61.1 | 12.9 | 398 | 528.3 |
| | 双林投资收益 | — | 0 | 39.8 | 52.8 |
| 合并报表收入合计 | | 1206 | 1469.1 | 2713.6 | 3272.4 |
| 收入增速 | | 12% | 22% | 88% | 21% |
| 合并报告净利润合计 | | 102.6 | 133 | 304.2 | 359.7 |
| 净利润增速 | | -8.10% | 30% | 129% | 18% |

数据来源：公司资料，西南证券

估值水平与投资评级

因外延式扩张是公司未来几年重点采用的发展战略，公司将持续性的选择合适的并购标的积极稳妥地进行收购兼并。因此我们认为对双林股份的估值，相对估值较绝对估值更合适。

我们选取两个创业板传统汽车零部件公司—精锻科技和云意电气，一只轴承行业公司—南方轴承，一只刹车总成公司—亚太股份作为比较标的。2015-2016年四家公司的平均PE分别为21、16倍。我们预计双林股份2015-2016年EPS分别为0.77元、0.91元，相应PE分别为13、11倍，低于样本平均估值水平。

表 19：相对估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 收盘价 (1月5日) | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 300258 | 精锻科技 | 17 | 0.68 | 0.77 | 1 | 1.39 | 25 | 22 | 17 | 12 |
| 300304 | 云意电气 | 14.35 | 0.94 | 0.48 | 0.58 | 0.74 | 15 | 30 | 25 | 19 |

| 公司代码 | 公司简称 | 收盘价 (1月5日) | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 2553 | 南方轴承 | 11.89 | 0.54 | 0.39 | 0.52 | 0.66 | 22 | 30 | 23 | 18 |
| 2284 | 亚太股份 | 12.92 | 0.48 | 0.52 | 0.67 | 0.88 | 27 | 25 | 19 | 15 |
| 平均 | | | | | | | 22 | 27 | 21 | 16 |
| 300100 | 双林股份 | 10.16 | 0.26 | 0.34 | 0.77 | 0.91 | 39 | 30 | 13 | 11 |

数据来源: WIND, 西南证券(注:双林股份 EPS 为根据最新股本计算出来的每股收益)

我们选取的四只标的股票均为传统零部件行业, 而双林股份除传统零部件外, 正在涉足新能源汽车领域, 新能源汽车板块的当前平均 PE 达到 50 倍以上, 显著高于传统汽车行业。

我们认为双林股份未来具有高成长性, 理应享受更高的估值水平, 理由如下:

新火炬未来业绩有超预期可能, 产能爬坡完成后将进入高增长期;

公司已经在新能源汽车领域有所涉足, 未来与新大洋的合作有望继续深入;

公司外延式扩张战略坚定, 我们认为公司具备未来通过持续并购合作提升公司竞争实力的大格局。

综合考虑, 我们认为给予公司 2015 年 25 倍的估值较为合理, 对应目标价 20 元, 给予“买入”评级。

风险提示

1、费用控制不当, 无法达到 14 年股权激励业绩考核目标;

双林自身费用率较高, 尤其是管理费用率已经高达 11%。公司试图在四季度对采购成本、人员工资等方面嫁衣控制, 以提升利润水平。但若控制效果不达预期, 四季度业绩可能仍无法显著增长。全年业绩有可能无法达到股权激励目标。

2、新火炬客户开拓进度慢

新火炬是轮毂轴承行业的龙头, 市场开拓能力强。目前正在逐步切入部分合资品牌, 但合资品牌对质量要求是否苛刻, 存在未能如期成功开拓客户的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 现金流量表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 1205.67 | 1469.10 | 2713.52 | 3272.40 | 净利润 | 102.58 | 132.96 | 304.28 | 355.75 |
| 营业成本 | 882.28 | 1087.13 | 1989.64 | 2400.42 | 折旧与摊销 | 66.83 | 57.31 | 93.46 | 110.51 |
| 营业税金及附加 | 5.97 | 7.05 | 9.23 | 11.13 | 财务费用 | 14.50 | 18.95 | 29.79 | 42.37 |
| 销售费用 | 36.26 | 45.54 | 135.68 | 163.62 | 资产减值损失 | 12.30 | 10.00 | 15.00 | 20.00 |
| 管理费用 | 133.20 | 146.91 | 225.22 | 274.88 | 经营营运资本变动 | -35.93 | -49.79 | -57.00 | -59.98 |
| 财务费用 | 14.50 | 18.97 | 29.81 | 42.37 | 其他 | -45.65 | -5.32 | -97.34 | -129.92 |
| 资产减值损失 | 12.30 | 10.00 | 15.00 | 20.00 | 经营活动现金流量净额 | 114.63 | 164.12 | 288.19 | 338.73 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 39.80 | 52.80 | 资本支出 | -255.58 | -317.40 | -978.00 | -105.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -7.77 | 8.29 | -1.96 | 8.04 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流量净额 | -263.35 | -309.12 | -979.96 | -96.96 |
| 营业利润 | 121.16 | 153.49 | 348.75 | 412.78 | 短期借款 | 173.00 | 130.00 | 260.00 | 260.00 |
| 其他非经营损益 | 3.34 | 6.69 | 9.69 | 9.69 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 20.00 | 22.00 |
| 利润总额 | 124.49 | 160.18 | 358.44 | 422.47 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 806.00 | 0.00 |
| 所得税 | 21.91 | 27.23 | 54.17 | 62.84 | 支付股利 | -70.13 | -61.25 | -119.32 | -139.50 |
| 净利润 | 102.58 | 132.95 | 304.27 | 359.63 | 其他 | -22.30 | -30.42 | -25.35 | -37.02 |
| 少数股东损益 | -0.06 | 2.62 | 5.99 | 7.08 | 筹资活动现金流量净额 | 80.57 | 38.33 | 941.33 | 105.48 |
| 归属母公司股东净利润 | 102.64 | 130.33 | 298.28 | 352.55 | 现金流量净额 | -68.14 | -106.67 | 249.56 | 347.25 |
| 资产负债表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | | | | |
| 货币资金 | 290.22 | 169.54 | 433.09 | 778.82 | | | | | |
| 应收和预付款项 | 509.52 | 540.93 | 991.42 | 1068.22 | | | | | |
| 存货 | 271.63 | 316.01 | 370.07 | 457.66 | | | | | |
| 其他流动资产 | 0.00 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | | | | | |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 39.80 | 92.60 | | | | | |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 475.37 | 725.64 | 836.43 | 826.84 | | | | | |
| 无形资产和开发支出 | 221.51 | 1033.47 | 700.54 | 692.50 | | | | | |
| 其他非流动资产 | 52.48 | 59.08 | 62.87 | 55.00 | | | | | |
| 资产总计 | 1820.74 | 2864.68 | 3454.23 | 3991.64 | | | | | |
| 短期借款 | 332.80 | 462.80 | 722.80 | 982.80 | | | | | |
| 应付和预收款项 | 440.89 | 505.00 | 683.00 | 793.00 | | | | | |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 20.00 | 42.00 | | | | | |
| 其他负债 | 43.87 | 16.00 | 85.00 | 85.00 | | | | | |
| 负债合计 | 817.56 | 983.80 | 1510.80 | 1902.80 | | | | | |
| 股本 | 280.50 | 393.70 | 393.70 | 393.70 | | | | | |
| 资本公积 | 293.85 | 986.65 | 986.65 | 986.65 | | | | | |
| 留存收益 | 412.22 | 481.31 | 660.28 | 871.81 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 986.57 | 1861.66 | 2040.63 | 2252.16 | | | | | |
| 少数股东权益 | 16.61 | 19.22 | 25.21 | 32.28 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1003.18 | 1880.88 | 2065.84 | 2284.44 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 1820.74 | 2864.68 | 3576.64 | 4187.24 | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | | | | |
| EBITDA | 203.46 | 234.06 | 477.27 | 570.01 | | | | | |
| PE | 51.63 | 40.66 | 17.77 | 15.03 | | | | | |
| PB | 5.37 | 2.85 | 2.60 | 2.35 | | | | | |
| PS | 4.40 | 3.61 | 1.95 | 1.62 | | | | | |
| EV/EBITDA | 18.91 | 24.04 | 11.86 | 9.84 | | | | | |
| 股息率 | 1.32% | 1.16% | 2.25% | 2.66% | | | | | |
| 财务分析指标 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | | | | |
| 成长能力 | | | | | | | | | |
| 销售收入增长率 | 12.25% | 21.85% | 84.71% | 20.60% | | | | | |
| 营业利润增长率 | -4.45% | 26.69% | 127.21% | 18.36% | | | | | |
| 净利润增长率 | -8.14% | 29.61% | 128.86% | 18.19% | | | | | |
| EBITDA 增长率 | 3.39% | 15.04% | 103.91% | 19.43% | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 26.82% | 26.00% | 26.68% | 26.65% | | | | | |
| 三费率 | 15.26% | 14.39% | 14.40% | 14.69% | | | | | |
| 净利率 | 8.51% | 9.05% | 11.21% | 10.99% | | | | | |
| ROE | 10.40% | 7.00% | 14.62% | 15.65% | | | | | |
| ROA | 7.50% | 6.17% | 11.11% | 11.51% | | | | | |
| ROIC | 13.84% | 13.34% | 14.50% | 15.91% | | | | | |
| EBITDA/销售收入 | 16.87% | 15.93% | 17.59% | 17.42% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.66 | 0.51 | 0.79 | 0.82 | | | | | |
| 固定资产周转率 | 3.69 | 5.30 | 4.26 | 4.50 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.52 | 2.94 | 3.02 | 3.27 | | | | | |
| 存货周转率 | 3.25 | 3.44 | 5.38 | 5.25 | | | | | |
| 销售商品提供劳务现金营业收入 | 0.89 | — | — | — | | | | | |
| 资本结构 | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 44.90% | 34.34% | 43.74% | 47.67% | | | | | |
| 带息债务/总负债 | 40.71% | 47.04% | 49.17% | 53.86% | | | | | |
| 流动比率 | 1.34 | 1.07 | 1.26 | 1.29 | | | | | |
| 速动比率 | 1.00 | 0.73 | 0.99 | 1.02 | | | | | |
| 股利支付率 | 68.32% | 46.99% | 40.00% | 40.00% | | | | | |
| 每股指标 | | | | | | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 0.33 | 0.76 | 0.90 | | | | | |
| 每股净资产 | 2.51 | 4.73 | 5.18 | 5.72 | | | | | |
| 每股经营现金 | 0.29 | 0.42 | 0.73 | 0.86 | | | | | |
| 每股股利 | 0.18 | 0.16 | 0.30 | 0.36 | | | | | |

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

| 北京地区 | 上海地区 | 深圳地区 | |
|-----------------------|-----------------|--------------------|--------------------|
| 王亚楠 | 罗月江 | 刘娟 (地区销售总监) | 易芳 |
| 010-57631295 | 021-50755210 | 0755-83288793 | 0755-88285458 |
| 13716334008 | 13632421656 | 18665815531 | 18610942879 |
| wangyanan@swsc.com.cn | lyj@swsc.com.cn | liuj@swsc.com.cn | yifang@swsc.com.cn |
| 陆铂锡 | | 张婷 | 罗聪 |
| 010-57631175 | | 0755-88286971 | 0755-88286972 |
| 13520109430 | | 13530267171 | 15219509150 |
| lbx@swsc.com.cn | | zhangt@swsc.com.cn | luoc@swsc.com.cn |