

## 集团投资车联网，进军汽车后市场

- 事件:** 2月4日，公司控股股东双林集团与上海天奕达电子科技有限公司签署《合资协议书》，拟与天奕达在宁波共同出资成立“宁波鹰眼网络科技有限公司”，合资公司注册资本不低于2000万元，其中双林集团出资占注册资本的60%。
- 天奕达是国内领先的移动设备开发商。**上海天奕达是一家专业从事手机、平板、智能穿戴产品软硬件设计、移动互联网和物联网产品开发、系统搭建和云计算服务的开发商。天奕达独立运营的卓易市场和FreeMe OS，建立了从移动终端到移动互联网及云端服务的闭环生态链，目前累计用户已经过5000万，并与百度、阿里等进行资源共享等方面的合作。
- 天奕达技术与双林产业化的强强联合。**双林集团在汽车行业有着多年生产经验，具备较强的产品制造能力、广泛的营销网络及售后市场渠道。天奕达具有互联网技术优势(Freeme OS)和互联网行业经验及资源。合资公司未来将以“具有驾驶辅助及预警系统功能”的智能化车载产品为切入口，不断拓展信息服务范围，有望在汽车电子、智能汽车领域不断深化，丰富产品种类，并积极将业务延伸至汽车后市场。
- 集团培育成熟有望注入上市公司。**此次与天奕达的合作之所以双林集团为主体进行，我们判断仍是管理层谨慎务实的考虑，因合资公司即将推出的车联网电子产品盈利能力尚存在不确定性，由集团层面进行培育并实现稳定盈利后择机注入上市公司更有效的保护投资者利益。我们判断未来会通过股权收购、资产收购、换股吸收合并、共建新合资企业等措施将合资公司注入上市公司中。
- 外延式扩张战略再次得以印证，后续仍可期待。**半年时间，四次布局。上市公司全资收购新火炬、参股吉利新大洋电动车，集团拟收购DSI自动变速箱、与天奕达合作进军车联网，公司外延式发展战略的高效执行逐步验证了我们关于公司“小公司，大格局”的投资逻辑，我们判断公司后续外延式发展仍会稳步推进，新项目陆续落地值得期待。
- 业绩预测与估值:** 我们预测公司2014-2016年EPS分别为0.34、0.77、0.91元，对应动态PE为41倍、18倍、15倍。维持“买入”评级，15年目标价20元。
- 风险提示:** 新火炬客户开拓进度或低于预期，DSI业绩或低于预期。

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%	27.0%	128.9%	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%	7.0%	14.6%	15.7%
PE	55	41	18	15
PB	5.6	3	3	2.4

数据来源：公司公告，西南证券

### 西南证券研究发展中心

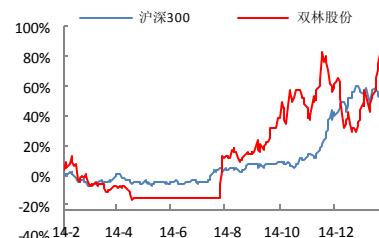
分析师：徐永超  
执业证号：S1250512110002  
电话：010-57631186  
邮箱：xychao@swsc.com.cn

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)	54.84
总资产(亿元)	20.10
每股净资产(元)	3.76

### 相关研究

- 双林股份(300100): 与吉利深化合作，DSI与新大洋电动将大有可为 (2015-01-30)
- 双林股份(300100): 业绩预告高增，对外投资有新进展 (2015-01-12)
- 双林股份(300100): 外延式扩张战略坚定，小公司也有大格局 (2015-01-06)

## 一、天奕达是国内领先的移动设备服务商

上海天奕达电子科技有限公司（以下简称“天奕达”）于 2008 年设立，是一家集研发、设计、服务的现代化高新技术企业，专业从事手机、平板、智能穿戴产品软硬件设计、移动互联网和物联网的产品开发、系统搭建和云计算服务提供。

**研发实力雄厚：**公司拥有上海研究院的研发总部，深圳设立研发分机构，具备 TD-LTE, FDD-LTE, WCDMA, TD-SCDMA、EVDO、GSM、CDMA 等 4G、3G、2G 产品研发实力。

**客户(供应商)优质：**公司在坚持自主研发的基础上进行开放合作，已与联发科(MTK)、高通(Qualcomm)、展讯(Spreadtrum)、威盛(VIA)、三星(Samsung)、东芝(Toshiba)、索尼(Sony)等世界著名芯片公司及器件供应商建立了战略性合作伙伴关系。

### (一) 智能手机设计服务

**国内：**面对手机市场从功能机转型进入到智能机的时代大变革，公司在 2010 提前行业 1 年战略布局，顺利转型并完成了弯道超车，逐步确立了公司在国内中小品牌手机设计服务的市场龙头地位

**海外：**2012 年公司成立了海外手机和平板的 ODM 团队，专业服务海外不同国家地区的运营商及当地最大品牌。在国内市场逐渐饱和，成长趋缓之后，公司抢占海外先机，目前已经与俄罗斯、印度、泰国、印尼、法国、美国、巴西等国家的客户展开了深入广泛的合作，尤其是通信平板业务已经成为行业品质和创新标杆。

### (二) 移动互联业务

智能手机快速普及，Android 手机份额不断攀升，天奕达利用自己在移动设备入口的分发优势积极开展移动互联网业务，于 2012 年成立了上海卓悠网络科技有限公司，独立运营了卓易市场和 FreeMe OS，打造了从移动终端到移动互联网及云端服务的闭环生态链。目前累计用户已经过 5000 万，并与百度、阿里等进行资源共享等方面的合作。

表 1：卓易市场和 FreeMe OS 介绍

	推出时间	介绍	图标
卓易市场	2014 年 8 月	基于 android 系统的本土化应用商店，产品分为聊天通讯、生活地图、阅读学习、系统输入、办公商务、网络邮件、壁纸主题、影音图像八大类。	
FreeMe OS	2012 年 10 月	基于 Android 系统深度定制、优化、开发的智能操作系统。主要内容：安全、桌面、影音、通信、操作。	 FreeMe OS

数据来源：公开资料，西南证券

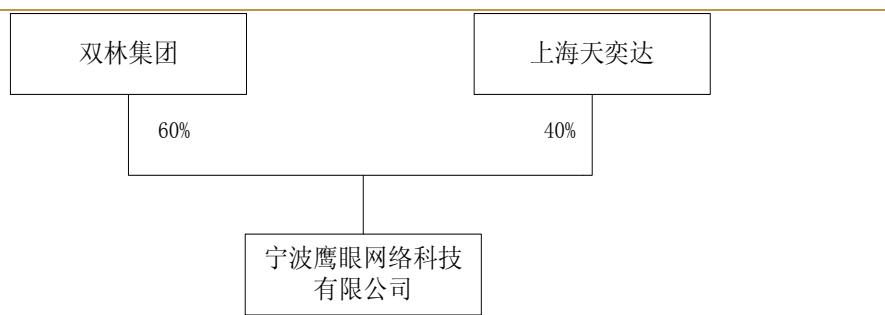
### (三) 智能穿戴及大数据分析

互联网即将进入3.0时代即物联网(IOT)，未来的互联网在规模、形态等各方面都将远远超出互联计算的范畴。天奕达依靠丰富的行业经验和敏锐的嗅觉，2014年正式启动了智能穿戴及大数据分析的业务，成立天奕达深圳分公司作为ID/MD的设计中心，规划设立台北分公司作为未来东南亚辐射带的区域核心。预计投入1个亿以上的资金布局移动互联网、物联网及大数据运营。

## 二、天奕达技术研发与双林集团产业化的强强联合

双林集团与天奕达签署《合资协议书》，公司拟与天奕达在宁波共同出资成立“宁波鹰眼网络科技有限公司”，合资公司注册资本不低于2000万元，其中双林集团出资占注册资本的60%。

图1：宁波鹰眼网络科技有限公司股权结构



数据来源：公司年报，西南证券

双林集团在汽车行业有着多年生产、经营经验，旗下有上市公司双林股份(300100)主业即汽车零部件的制造与销售，具备较强的产品制造能力、广泛的营销网络及售后市场渠道。而天奕达独立运营卓易市场和FreeMe OS平台，具备丰富的互联网技术优势和互联网行业经验及资源。合资公司的成立正是天奕达技术研发与双林集团产业化的强强联合。

以车联网硬件为入口，打造汽车后市场闭环生态圈。

合资公司未来将以“具有驾驶辅助及预警系统功能”的智能化车载产品为切入口，不断拓展信息服务范围，有望在汽车电子、智能汽车领域不断深化，丰富产品种类，并积极将业务延伸至汽车后市场，公司中短期目标市场为国内和国外汽车售后市场；长期目标市场方向为国内外汽车售后市场+OEM配套业务。

- (1) 用户硬件实现功能：导航、胎压监测提醒、故障预警、碰撞预警等；
- (2) 综合信息服务功能：紧急救援、自动报警；车辆状态自动诊断；远程故障诊断；语音导航；蓝牙电话转接；远程开门或者声光服务；被盗追踪；话务员服务；新闻娱乐；综合信息服务；E-Mail提醒服务等；
- (3) 广告资讯主动推送服务：如金融服务、汽车租赁、保险、广告、装潢、维护、维修与保养以及驾校、停车场、车友俱乐部、二手车等。

图 2: 奥迪 A6 辅助驾驶系统



数据来源：百度图片，西南证券

图 3: 行车记录仪



数据来源：百度图片，西南证券

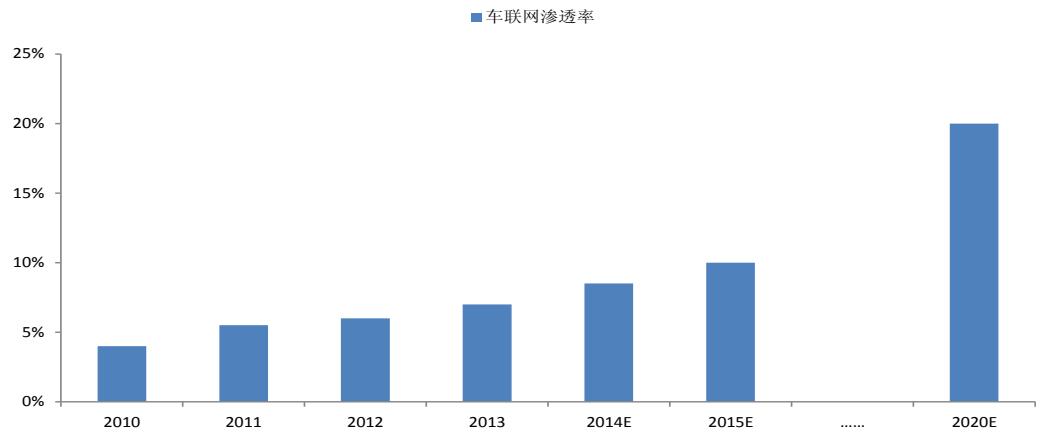
### 三、车联网以及派生的汽车后市场空间广阔

根据车联网产业技术创新战略联盟的定义，车联网是以车内网、车际网和车载移动互联网为基础，按照约定的通信协议和数据交互标准，在车-X（X：车、路、行人及互联网等）之间，进行无线通讯和信息交换的大系统网络，是能够实现智能化交通管理、智能动态信息服务和车辆智能化控制的一体化网络，是物联网技术在交通系统领域的典型应用。

据调研公司 SBD 预测，全球联网汽车市场作为一个新兴产业，将在 2018 年成长为一个份额接近 530 亿美元的市场。

在我国，车联网技术起步于 2010 年。总体来说，我国目前的智能交通与车联网产业发展进程还处于导入期，主要是透过物联网技术，加载车载信息终端，高速公路、城市交通的感知设备应用。可以说我国的车联网才刚刚开始普及，一些基本的车载信息服务如导航、定位、娱乐等功能开始进入人们的生活。

目前我国车联网的渗透率在 7%左右，低于发达国家水平。现有的车联网设备功能较为简单。若依照空间分布将车联网分为两个维度，即车内联网和车与外部联网，当前我国车联网的相关产品已经很好地解决了车内的问题，即车与人之间的问题目前已得到比较好的解决。可是当走出车门后，我们就会发现车与车，车与道路，或者车与环境的问题还没有很好的解决。

**图 4：我国车联网渗透率**


数据来源：公开资料，西南证券

GSMA 与市场研究公司 SBD 联合发布《车联网预测：未来 5 年内，全球车联网市场将增 3 倍》报告，预计到 2018 年，全球的汽车销量有望达到 1 亿辆，其中的 31%（超过 3100 万辆）将内置嵌入式移动通信系统，相关数值远远超过其他车联网实现方式（内置集成型智能手机的联网汽车占比为 18%，即 2100 万辆；内置 tethered 解决方案的联网汽车占比为 9%，即 1000 万辆）全球车联网的市场总额将达 390 亿欧元，较 2012 年的数值（130 亿欧元）增长 3 倍。据易观智库分析，预计到 2015 年，中国汽车产量规划将达到 2500 万辆，车联网应用和服务渗透率或接近 10% 的临界点，市场规模有望突破 1500 亿元人民币。

## 四、合资公司存在注入上市公司预期

此次与天奕达的合作之所以以双林集团为主体而非上市公司为主体进行，仍然是管理层出于谨慎务实的考虑，因合资公司即将推出的车联网电子产品盈利能力尚存在不确定性，由集团层面进行培育并实现稳定盈利后择机注入上市公司更有效的保护投资者利益。我们判断未来会通过股权收购、资产收购、换股吸收合并、共建新合资企业等措施将合资公司注入上市公司中。

## 五、外延式扩张战略再次得以印证，后续仍可期待

我们在此前报告中一直强调外延式扩张将是公司未来重要的发展战略。半年时间，四次布局：上市公司全资收购新火炬、参股吉利新大洋电动车，集团拟收购 DSI 自动变速箱、与天奕达合作进军车联网，公司外延式发展战略的高效执行逐步验证了我们关于公司“小公司，大格局”的投资逻辑，我们判断公司后续外延式发展仍会稳步推进，新项目陆续落地值得期待。

**表 2：双林股份及集团外延式扩张进程**

时间	推出时间
2014 年 8 月	双林股份公告全资收购新火炬
2014 年 10 月	双林股份公告全资收购新火炬
2014 年 11 月	双林股份公告双林集团拟收购 DSI 公司 61% 股权
2015 年 2 月	双林股份公告集团拟统一上海天奕达成立合资公司

数据来源：公司公告，西南证券

**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	132.95	304.27	359.63
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	18.97	29.81	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	-133.80
资产减值损失	12.30	10.00	15.00	20.00	经营活动现金流净额	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	-1137.40	-158.00	-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	投资活动现金流净额	-263.35	-1129.12	-159.96	-96.96
<b>营业利润</b>	<b>121.16</b>	<b>153.49</b>	<b>348.75</b>	<b>412.78</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>124.49</b>	<b>160.18</b>	<b>358.44</b>	<b>422.47</b>	股权融资	0.00	806.00	0.00	0.00
所得税	21.91	27.23	54.17	62.84	支付股利	-70.13	-61.24	-119.31	-141.02
<b>净利润</b>	<b>102.58</b>	<b>132.95</b>	<b>304.27</b>	<b>359.63</b>	其他	-22.30	-30.44	-25.37	-37.03
少数股东损益	-0.06	2.62	5.99	7.08	筹资活动现金流净额	80.57	844.32	135.31	103.95
归属母公司股东净利润	102.64	130.33	298.28	352.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-68.14</b>	<b>-120.68</b>	<b>263.55</b>	<b>345.73</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
货币资金	290.22	169.54	433.09	778.82	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	509.52	540.93	991.42	1068.22	销售收入增长率	12.25%	21.85%	84.71%	20.60%
存货	271.63	316.01	370.07	457.66	营业利润增长率	-4.45%	26.69%	127.21%	18.36%
其他流动资产	0.00	20.00	20.00	20.00	净利润增长率	-8.14%	29.61%	128.86%	18.19%
长期股权投资	0.00	0.00	39.80	92.60	EBITDA 增长率	3.39%	15.04%	103.91%	19.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	475.37	725.64	836.43	826.84	毛利率	26.82%	26.00%	26.68%	26.65%
无形资产和开发支出	221.51	1033.47	700.54	692.50	三费率	15.26%	14.39%	14.40%	14.69%
其他非流动资产	52.48	59.08	62.87	55.00	净利率	8.51%	9.05%	11.21%	10.99%
<b>资产总计</b>	<b>1820.74</b>	<b>2864.68</b>	<b>3454.23</b>	<b>3991.64</b>	ROE	10.40%	7.00%	14.62%	15.65%
短期借款	332.80	462.80	722.80	982.80	ROA	7.50%	6.17%	11.11%	11.51%
应付和预收款项	440.89	505.00	683.00	793.00	ROIC	13.84%	13.34%	14.50%	15.91%
长期借款	0.00	0.00	20.00	42.00	EBITDA/销售收入	16.87%	15.93%	17.59%	17.42%
其他负债	43.87	16.00	85.00	85.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>817.56</b>	<b>983.80</b>	<b>1510.80</b>	<b>1902.80</b>	总资产周转率	0.66	0.51	0.79	0.82
股本	280.50	393.70	393.70	393.70	固定资产周转率	3.69	5.30	4.26	4.50
资本公积	293.85	986.65	986.65	986.65	应收账款周转率	2.52	2.94	3.02	3.27
留存收益	412.22	481.31	660.28	871.81	存货周转率	3.25	3.44	5.38	5.25
归属母公司股东权益	986.57	1861.66	2040.63	2252.16	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	0.89	—	—	—
少数股东权益	16.61	19.22	25.21	32.28	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1003.18</b>	<b>1880.88</b>	<b>2065.84</b>	<b>2284.44</b>	资产负债率	44.90%	34.34%	43.74%	47.67%
负债和股东权益合计	1820.74	2864.68	3576.64	4187.24	带息债务/总负债	40.71%	47.04%	49.17%	53.86%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	流动比率	1.34	1.07	1.26	1.29
EBITDA	203.46	234.26	440.03	520.86	速动比率	1.00	0.73	0.99	1.02
PE	53.46	41.25	18.02	15.25	股利支付率	68.32%	46.99%	40.00%	40.00%
PB	5.56	2.95	2.69	2.44	<b>每股指标</b>				
PS	2.73	2.24	1.21	1.01	每股收益	0.26	0.34	0.77	0.91
EV/EBITDA	16.55	15.41	11.3	9.41	每股净资产	2.51	4.73	5.18	5.72
股息率	2.13%	1.86%	3.18%	3.69%	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