

新火炬业绩超预期, 百亿年产值显雄心

- **业绩高增, 利润率提升:** 2014年全年, 公司实现营业收入近15亿元, 同比增长24.2%, 实现净利润1.35亿元, 同比增长31.1%, 实现归属于上市公司股东的净利润1.33亿元, 同比增长29.5%。业绩实现高增, 主要原因是整机厂销售供货量提升, 及相应二三级配套产品项目增量, 另新火炬公司部分销售合并报表带来的业绩增长。
- **双林主业净利润高增 22%, 新火炬业绩大幅超预期。** 2014年扣除新火炬的并表带来的业绩, 双林自身业务实现营业收入14.4亿元, 同比增长19.6%, 实现净利润1.26亿元, 同比增长22.3%, 实现高增长。2014年全年, 新火炬实现1.1亿元的净利润, 大幅超业绩承诺, 新火炬业绩高成长性确定。
- **外延式发展战略明确, 三年 100 亿年产值目标空间大。** 年报中对于15年经营规划中的最后一点明确提到, 公司将坚定不移的通过外延式战略拓展发展空间, 包括在新兴领域的进一步尝试。我们认为公司外延式发展战略已十分明确, 且公司作为民企, 管理层执行高效。集团资产注入与外延式发展所带来的增长空间巨大, 三年后达到100亿年产值的目标显示公司做大做强的壮志雄心, 而我们预计15年双林自身加新火炬营业收入仅27亿元左右, 距离100亿元产值目标还有大幅提升空间, 未来外延式发展值得期待。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司15-17年每股收益分别为0.75元、0.88元、1.05元, 对应4月20日收盘价的动态PE分别为26倍、22倍、19倍, 估值具备安全边际且公司外延式发展预期强烈, 新项目落地可期, 维持“买入”评级, 6个月目标价26.6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	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1497.24	2685.20	3222.24	3809.44
增长率	24.18%	79.34%	20.00%	18.22%
归属母公司净利润(百万元)	132.96	293.33	347.01	415.15
增长率	29.54%	120.62%	18.30%	19.64%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.75	0.88	1.05
净资产收益率 ROE	7.05%	13.64%	14.27%	14.94%
PE	58.19	26.37	22.29	18.63
PB	4.05	3.56	3.15	2.76

数据来源: WIND, 西南证券

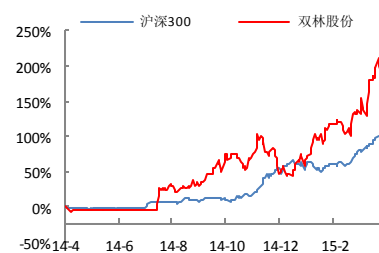
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@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)	6.48-22.94
总市值(亿元)	77.36
总资产(亿元)	36.42
每股净资产(元)	4.81

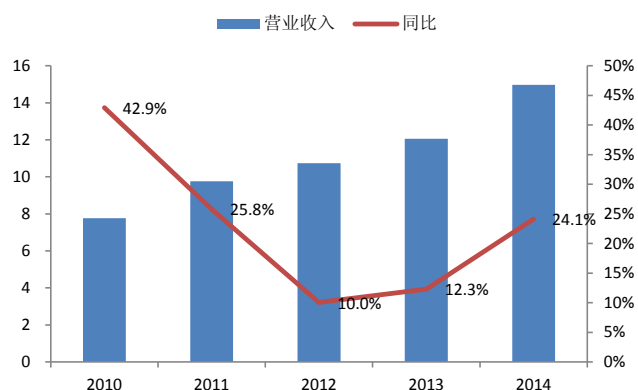
相关研究

1. 双林股份(300100): 一季度业绩符合预期, 全年增长无忧 (2015-04-10)
2. 双林股份(300100): 集团投资车联网, 进军汽车后市场 (2015-02-06)
3. 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)
4. 双林股份(300100): 业绩预告高增, 对外投资有新进展 (2015-01-12)

一、业绩高增，利润率提升

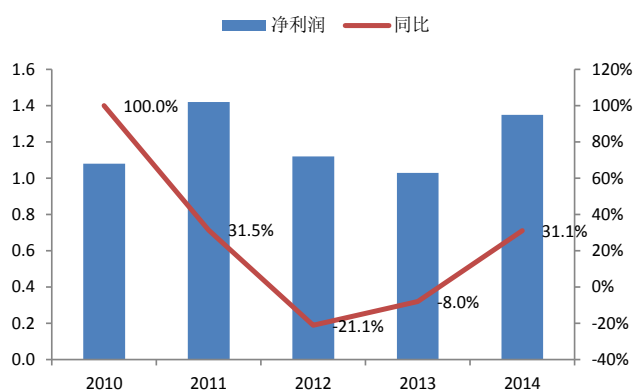
2014 年全年，公司实现营业收入近 15 亿元，同比增长 24.2%，实现净利润 1.35 亿元，同比增长 31.1%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.33 亿元，同比增长 29.5%。业绩实现高增，主要原因是整机厂销售供货量提升，及相应二三级配套产品项目增量，另新火炬公司部分销售合并报告带来的业绩增长。

图 1：2010-2014 年营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券

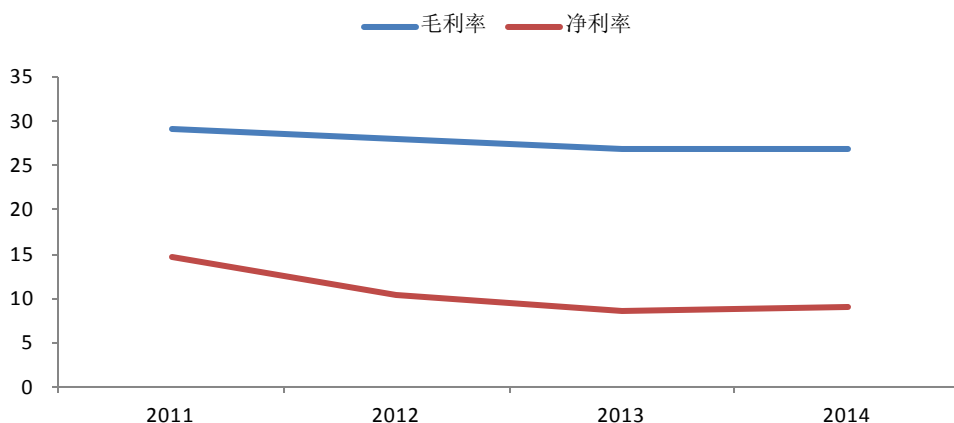
图 2：2010-2014 年净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券

利润率方面，14 年因新火炬的部分时间段并表带来公司整体毛利率和净利率的提升，全年综合毛利率 26.99%，较 2013 年增长 0.17 个百分点，净利润率 9%，较 2013 年提升 0.49 个百分点。新火炬产品的毛利率和净利率显著高于双林原本汽车零部件的利润率，15 年新火炬完全并表，我们预计利润率将有大幅提升。

图 3：毛利率和净利率（%）

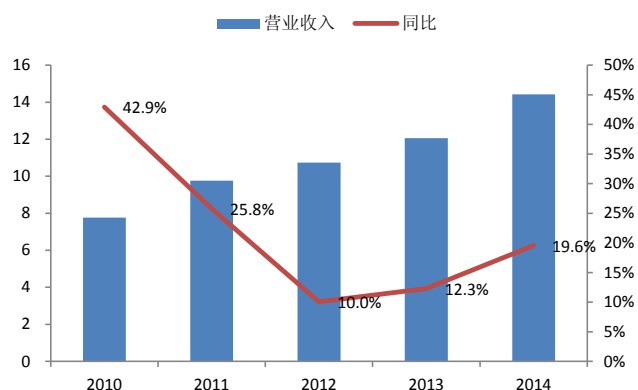


数据来源：WIND，西南证券

二、双林主业净利润高增 22%，新火炬业绩大幅超预期

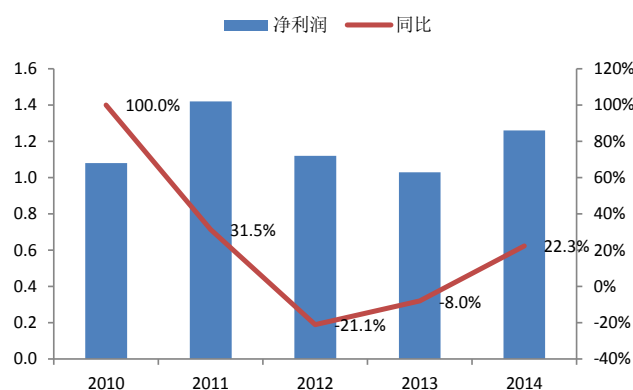
公司业务分为四大部分——座椅零部件、内外饰件、精密注塑件、空调零配件。2014 年扣除新火炬的并表带来的业绩，双林自身业务实现营业收入 14.4 亿元，同比增长 19.6%，实现净利润 1.26 亿元，同比增长 22.3%，实现高增长。

图 4：2010-2014 年双林自身业务营业收入（亿元）及增速



数据来源：WIND，西南证券

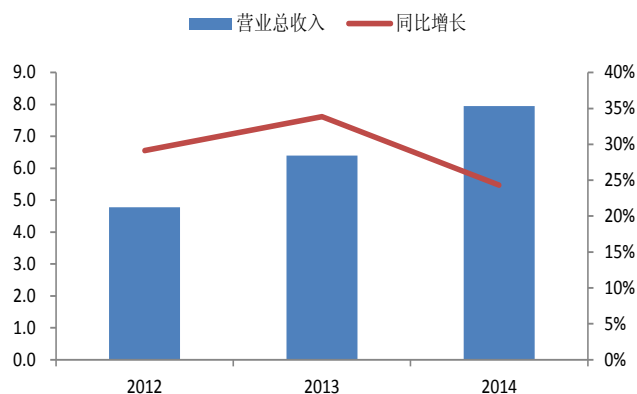
图 5：2010-2014 年双林自身业务净利润（亿元）及增速



数据来源：WIND，西南证券

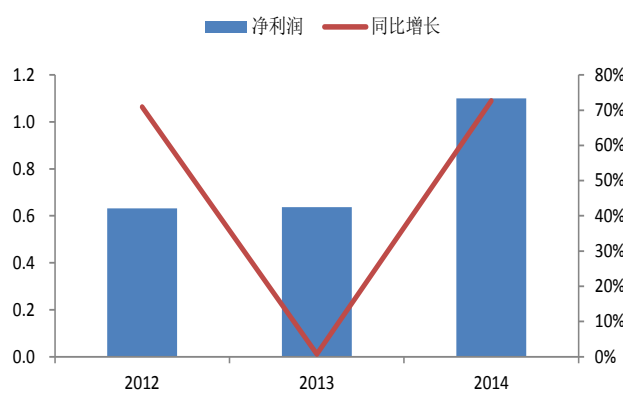
2014 年，湖北新火炬公司的成功并购，为公司快速扩张，跳跃式发展奠定基础。且此次交易附有业绩承诺条款，湖北新火炬承诺 2014 年度-2017 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 9000 万元、1.1 亿元、1.3 亿元和 1.3 亿元。如果实际利润低于上述承诺利润，将采用股权和现金方式进行补偿。2014 年全年，新火炬实现近 8 亿元的收入、1.1 亿元的净利润，大幅超业绩承诺。因其实现了 12 月份部分时间段的并表，最终为双林股份带来收入贡献为 5461.6 万元，对净利润贡献为 934 万元。

图 6：新火炬 2012-2014 年收入（亿元）及增速



数据来源：WIND，西南证券(注：新火炬 14 年收入数据为根据净利润估计出的数值)

图 7：新火炬 2012-2014 年净利润（亿元）及增速



数据来源：WIND，西南证券

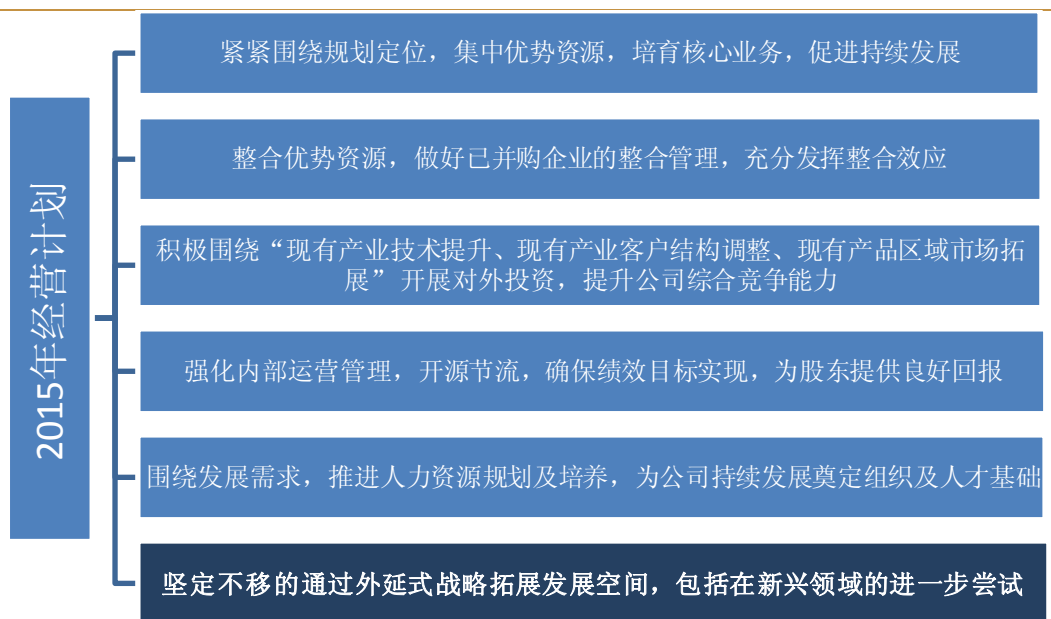
新火炬业绩高成长性确定。新火炬主要产品为汽车轮毂轴承。此产品属于汽车安全件，具有较高的进入壁垒。且新火炬目前是行业内唯一专注于汽车轮毂轴承这一产品的企业，专业性强。公司产品将显著受益于进口替代加速，逐步切入合资品牌，最终进入主机厂全球采购体系，实现量价齐升。且新火炬具备多年国外 AM 市场配套经验，未来随着国内汽车后市场规范的逐步建立，公司有望快速切入国内 AM 市场。

我们认为 15 年新火炬的实际业绩也将大概率超过其业绩承诺的 1.1 亿元扣非后归母净利润。公司发展战略明确，产品优势突出，业绩高增长确定性大。

三、外延式发展战略明确，三年 100 亿年产值目标空间大

战略规划上，公司以创新为动力，在不断提升现有产品竞争力，开发适应市场需要的新产品的同时明确提出将借助上市公司资本平台，积极通过资本工具通过收购、合作等模式加快企业发展步伐，多产品领域提升公司综合实力，力求三年后达到 100 亿年产值的规模化零部件厂商。且年报中对于 15 年经营规划中的最后一点明确提到，公司将坚定不移的通过外延式战略拓展发展空间，包括在新兴领域的进一步尝试。

图 8：公司 2015 年经营计划



数据来源：公司公告，西南证券

我们认为公司外延式发展战略已十分明确，且公司作为民企，管理层执行高效。14 年公司在对外扩张方面分别完成了上市公司收购新火炬、参股新大洋进军新能源汽车行业、集团收购 DSI 公司 61% 股权，管理层决策高效显而易见。且集团层面收购的 DSI 是国内唯一实现自动变速箱量产的企业，也是全球具备该能力为数不多的企业之一，搭载 DSI6AT 的吉利全新中高级轿车博瑞也于 4 月 9 日以互联网模式发布上市，定价合理，市场关注度极高。我们预计 16-17 年 DSI 将注入上市公司，按照我们此前的估算 2016 年、2017 年 DSI 预计实现净利润 1.63 亿元、2.95 亿元。我们认为公司未来两年还有在其他领域寻求突破，集团资产注入与外延式发展所带来的增长空间巨大，三年后达到 100 亿年产值的目标显示公司做大

做强的壮志雄心，而我们预计 15 年双林自身加新火炬营业收入仅 27 亿元左右，距离 100 亿元产值目标还有大幅提升空间，未来外延式发展值得期待。

表 1：DSI 盈利能力预测

	2015E	2016E	2017E
吉利汽车产量（万辆）	47.2	51.9	57.1
DSI 对吉利的渗透率	15%	20%	30%
DSI 配套吉利销售量（万台）	7.1	10.4	17.1
DSI 配套其他主机厂车型销量（万台）	0.3	1	2
DSI 产品平均单价（万元）	1.1	1.1	1.1
DSI 配套吉利销售收入（亿元）	7.8	11.4	18.8
DSI 配套其他主机厂车型收入（亿元）	0.33	1.1	2.2
合计销量（万台）	7.4	11.4	19.1
合计收入（亿元）	8.1	12.5	21.0
销量盈亏平衡点（万辆）	6	6	6
预计 DSI 利润（亿元）	0.89	1.63	2.95

数据来源：西南证券

四、估值与盈利预测

我们预测公司 15-17 年每股收益分别为 0.75 元、0.88 元、1.05 元，对应 4 月 20 日收盘价的动态 PE 分别为 26 倍、22 倍、19 倍，估值具备安全边际且公司外延式发展预期强烈，新项目落地可期，维持“买入”评级，6 个月目标价 26.6 元。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1497.24	2685.20	3222.24	3809.44	净利润	134.72	296.33	350.01	418.15
营业成本	1093.14	1925.29	2303.90	2723.75	折旧与摊销	90.29	119.99	142.42	161.32
营业税金及附加	7.10	8.59	10.63	12.95	财务费用	29.30	60.58	79.47	77.23
销售费用	47.40	128.89	157.89	190.47	资产减值损失	2.85	-13.57	11.41	9.96
管理费用	171.25	217.50	261.00	309.33	经营营运资本变动	-263.70	-557.66	-193.00	-223.96
财务费用	29.30	60.58	79.47	77.23	其他	94.83	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.85	4.00	8.00	15.00	经营活动现金流净额	88.29	-94.32	390.32	442.70
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1167.91	-350.00	-260.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	597.66	10.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-570.25	-340.00	-260.00	-160.00
营业利润	146.20	340.35	401.34	480.71	短期借款	247.15	468.74	32.82	-119.79
其他非经营损益	7.40	7.63	7.80	6.77	长期借款	126.00	20.00	25.00	30.00
利润总额	153.60	347.98	409.15	487.49	股权融资	806.83	0.00	0.00	0.00
所得税	18.88	51.65	59.13	69.33	支付股利	0.00	-35.14	-69.97	-71.96
净利润	134.72	296.33	350.01	418.15	其他	-744.63	-57.58	-64.47	-62.23
少数股东损益	1.76	3.00	3.00	3.00	筹资活动现金流净额	435.36	396.02	-76.62	-223.98
归属母公司股东净利润	132.96	293.33	347.01	415.15	现金流量净额	-46.61	-38.31	53.70	58.72
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	306.83	268.52	322.22	380.94	成长能力				
应收和预付款项	878.12	1448.64	1772.50	2105.64	销售收入增长率	24.18%	79.34%	20.00%	18.22%
存货	474.80	853.90	1022.79	1210.49	营业利润增长率	20.67%	132.79%	17.92%	19.78%
其他流动资产	22.71	40.74	48.88	57.79	净利润增长率	31.33%	119.97%	18.12%	19.47%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.26%	95.99%	19.64%	15.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1019.44	1276.08	1420.29	1445.60	毛利率	26.99%	28.30%	28.50%	28.50%
无形资产和开发支出	751.29	729.08	706.87	684.66	三费率	16.56%	15.16%	15.47%	15.15%
其他非流动资产	188.93	174.51	170.09	165.67	净利率	9.00%	11.04%	10.86%	10.98%
资产总计	3642.12	4791.47	5463.64	6050.81	ROE	7.05%	13.64%	14.27%	14.94%
短期借款	579.95	1048.69	1081.51	961.72	ROA	5.56%	3.70%	8.37%	8.80%
应付和预收款项	794.51	1144.80	1431.18	1716.26	ROIC	8.69%	11.85%	11.73%	12.56%
长期借款	126.00	146.00	171.00	201.00	EBITDA/销售收入	17.75%	19.40%	19.34%	18.88%
其他负债	229.98	279.12	327.04	372.72	营运能力				
负债合计	1730.44	2618.61	3010.73	3251.70	总资产周转率	0.55	0.64	0.63	0.66
股本	393.70	393.70	393.70	393.70	固定资产周转率	1.89	2.65	2.71	2.98
资本公积	987.48	987.48	987.48	987.48	应收账款周转率	3.22	3.67	3.24	3.15
留存收益	511.43	769.62	1046.66	1389.85	存货周转率	2.86	2.85	2.43	2.42
归属母公司股东权益	1892.61	2150.80	2427.85	2771.04	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	83.20%	--	--	--
少数股东权益	19.06	22.06	25.06	28.06	资本结构				
股东权益合计	1911.67	2172.86	2452.91	2799.10	资产负债率	47.51%	54.65%	55.10%	53.74%
负债和股东权益合计	3642.12	4791.47	5463.64	6050.80	带息债务/总负债	46.53%	49.41%	44.90%	38.81%
					流动比率	1.14	1.12	1.18	1.31
					速动比率	0.82	0.76	0.80	0.89
					股利支付率	0.00%	11.98%	20.16%	17.33%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.75	0.88	1.05
					每股净资产	4.86	5.52	6.23	7.11
					每股经营现金	0.22	-0.24	0.99	1.12
					每股股利	0.00	0.09	0.18	0.18
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	265.79	520.92	623.24	719.26					
PE	58.19	26.37	22.29	18.63					
PB	4.05	3.56	3.15	2.76					
PS	5.17	2.88	2.40	2.03					
EV/EBITDA	30.48	16.45	13.75	11.71					
股息率	--	0.45%	0.90%	0.93%					

数据来源：WIND，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

地址：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

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

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

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn