

## 德洋电子收购落地，深化合作刚刚开始

- 事件:** 双林股份对电机电控公司股权收购项目进展: 双林股份拟以3.57亿元收购山东德洋电子科技有限公司(下称“德洋电子”)51%股权。
- 为知豆配套，业绩承诺超预期。** 目前德洋电子90%以上的收入来自于电机、电控业务。客户主要是吉利知豆和众泰知豆。德洋电子2015年1-10月份净利润近1400万元，我们预计全年净利润2500万元左右。公司给出的业绩承诺是2016年扣非后净利润为8000万元，2017年12000万元，增速分别达到220%、50%。相较于方正电机收购的德沃仕和大洋电机收购的上海电驱动，德洋电子16、17年业绩增长显示出明显的高成长性，业绩承诺超预期。
- 吉利知豆热销，明年预计产销达6万辆。** 1-10月份，吉利知豆D1和知豆D2合计产量约1.7万辆，D3将于2016年上市，我们预计2016年吉利知豆系列产、销量达到6万辆以上的水平。此外，德洋电子还配套众泰知豆E20，1-10月份其产量达到7600辆。产能方面，兰州基地目前已具备年产10万辆整车的生产能力，未来逐步形成年产30万辆的整车生产能力；新建的宁海生产基地一期项目将于明年陆续投产。兰州和宁海两地布局，分别打通西部和东部沿海市场。
- 双林收购德洋电子，加深与吉利的合作。** 此次收购是公司与新大洋的第二次合作，收购德洋电子，获取新能源汽车核心零部件资源，丰富其在新能源产业链上的布局。我们认为公司参股吉利新大洋合资公司、集团收购DSI、此次公司在吉利发布新能源战略第二天，即宣布收购电机电控公司，从公司近期与吉利汽车的一系列互动来看，我们推断双林股份与吉利汽车在战略层面深入合作的意图明显，后续可期待空间极大。
- 双林股份看点重申:** 新火炬业绩超预期，预计全年净利润1.5亿元左右，大幅超业绩承诺，明年多款新/改款车型配套订单在手，高增长可期；双林自身主业逐步回暖；DSI主配车型博瑞大卖，明年上市的SUV博越锦上添花，16年注入上市公司概率大；公司管理层执行效率高，高端零部件制造平台逐步搭建，后续项目落地可期。
- 业绩预测与估值:** 假设德洋电子16年并表，我们分别上调公司16、17年EPS 0.09元和0.10元，修正后预计2015-2017年EPS分别为0.7元、0.93元、1.15元，对应动态PE39倍、29倍、24倍，强烈推荐，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 汽车市场景气度或下行、被收购公司业绩或不达预期。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1497.24	2650.45	3996.25	4966.47
增长率	24.18%	77.02%	50.78%	24.28%
归属母公司净利润(百万元)	132.96	277.26	369.20	456.63
增长率	29.54%	108.53%	33.16%	23.68%
每股收益EPS(元)	0.34	0.70	0.93	1.15
净资产收益率ROE	7.05%	13.13%	15.59%	17.05%
PE	80.97	38.83	29.16	23.58
PB	5.63	5.04	4.51	3.99

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

分析师: 简洁

执业证号: S1250515090001

电话: 0755-23605294

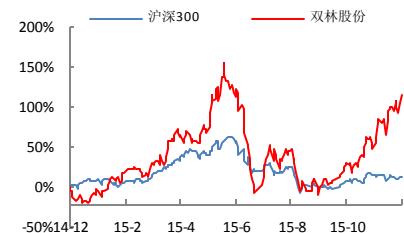
邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

邮箱: zyx@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)	3.96
流通A股(亿股)	2.69
52周内股价区间(元)	9.83-32.68
总市值(亿元)	107.65
总资产(亿元)	38.14
每股净资产(元)	5.15

### 相关研究

- 双林股份(300100): 进军新能源核心零部件领域，大格局正逐步成型 (2015-11-20)
- 双林股份(300100): 主业恢复性增长，新火炬四季度有望再续辉煌 (2015-10-22)
- 双林股份(300100): 新火炬业绩靓丽，原主业改善可期 (2015-08-18)
- 双林股份(300100): 新火炬业绩超预期，百亿年产值显雄心 (2015-04-21)

事件：双林股份对电机电控公司股权收购项目进展：收购标的为山东德洋电子科技有限公司（下称“德洋电子”），双林股份拟以 3.57 亿元收购德洋电子 51% 股权。

收购标的重要信息简述：

**主营业务：**电动车辆用电机、电子控制、管理系统及相关零部件的研发、生产、销售。

**财务状况：**14 年全年收入 9440 万元，净利润 -2.62 万元；15 年 1-10 月份收入 25836 万元，净利润 1398 万元。

**业绩承诺：**2016 年净利润（经审计扣非后净利润，下同）为 8000 万元，2017 年净利润为 12000 万元。

## 1. 为知豆配套，业绩承诺超预期

德洋电子产品有电动车辆用电机、电子控制、管理系统及相关零部件，但目前公司 90% 以上的收入来自于电机电控业务。客户主要是吉利知豆和众泰知豆。

德洋电子 2015 年 1-10 月份净利润近 1400 万元，我们预计全年净利润 2500 万元左右。公司给出的业绩承诺是 2016 年扣非后净利润为 8000 万元，2017 年净利润为 12000 万元，增速分别达到 220%、50%。相较于方正电机收购的德沃仕和大洋电机收购的上海电驱动，德洋电子 16、17 年业绩增长显示出明显的高成长性，业绩承诺超预期。

表 1：德洋电子财务状况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年 1-10 月
总资产	18915.98	16552.04
净资产	789.08	476.22
主营业务收入	9440.1	25836.2
净利润	-2.62	1398.54

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：可比公司收购扣非后净利润承诺对比（万元）

被收购方	收购方	2015	2016	2017
德沃仕	方正电机	1650	2400	3500
上海电驱动	大洋电机	9400	13800	18900
德洋电子	双林股份	无	8000	12000

数据来源：各公司公告，西南证券

## 2. 吉利知豆热销，明年预计产销达 6 万辆

2015 年 1 月 10 日，吉利控股集团与新大洋机电集团在甘肃兰州正式宣布成立合资公司——新大洋电动车科技有限公司，致力于生产微型电动车。1 月 11 日，新大洋电动车科技有限公司首款车型知豆 D1 在兰州正式下线。6 月，吉利知豆 D2 上市。

图 1：知豆 D1

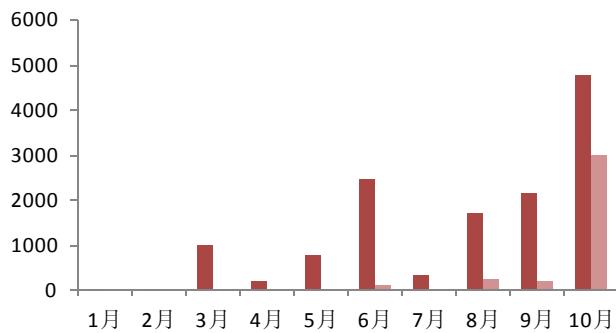


数据来源：Wind, 西南证券

吉利知豆上市后市场表现抢眼，1-10 月份，知豆 D1 和知豆 D2 合计产量约 1.7 万辆。此外，德洋电子还配套众泰知豆 E20，1-10 月份其产量达到 7600 辆。

图 3：知豆 D1、D2 产量 (辆)

■ 知豆 D1 ■ 知豆 D2



数据来源：第一电动车网，西南证券

吉利知豆 D3 将于 2016 年上市，我们预计 2016 年吉利知豆系列产、销量达到 6 万辆以上的水平，加上众泰知豆以及其他品牌车型少量配套，德洋电子全年有望实现 9 万辆车的配套。我们判断“微公交”及私人领域销售效应叠加，16 年微型电动车将延续 15 年的高增长态势。

产能方面，兰州基地是新大洋电动车科技有限公司在西部的重要生产基地，目前已具备年产 10 万辆整车的生产能力。未来逐步形成年产 30 万辆的整车生产能力；此外，新建的宁海生产基地一期项目将于明年陆续投产。兰州和宁海两地布局，分别打通西部和东部沿海市场。

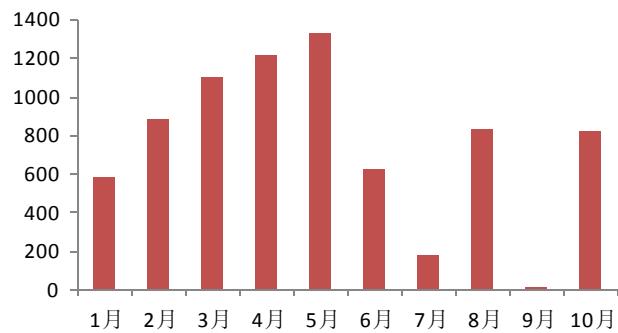
图 2：知豆 D2



数据来源：Wind, 西南证券

图 4：众泰知豆 E20 产量 (辆)

■ 众泰 E20



数据来源：第一电动车网，西南证券

### 3. 双林收购德洋电子，加深与吉利的合作

此次收购是公司与新大洋的第二次合作，收购德洋电子，获取新能源汽车核心零部件资源，丰富其在新能源产业链上的布局。我们认为双林股份参股吉利新大洋合资公司、双林集团收购DSI、此次公司在吉利发布新能源战略第二天，即宣布收购电机电控公司，从公司近期与吉利汽车的一系列互动来看，我们推断双林股份与吉利汽车在战略层面深入合作的意图明显，后续可期待空间极大。

### 4. 双林股份看点重申

新火炬业绩超预期，预计全年净利润 1.5 亿元左右，大幅超 1.1 亿元业绩承诺，明年多款新/改款车型配套订单在手，高增长可期；双林自身主业逐步回暖；DSI 主配车型吉利博瑞大卖，明年上市的 SUV 博越锦上添花，16 年注入上市公司概率大；公司管理层执行效率高，高端零部件制造平台逐步搭建，后续项目落地可期。

### 5. 业绩预测与估值

假设德洋电子 16 年并表，我们分别上调公司 16、17 年 EPS 0.09 元和 0.10 元，修正后预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.7 元、0.93 元、1.15 元，对应动态 PE 39 倍、29 倍、24 倍，强烈推荐，维持“买入”评级。

**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	2650.45	3996.25	4966.47	净利润	134.72	280.26	372.20	459.63
营业成本	1093.14	1931.29	2960.12	3678.43	折旧与摊销	90.29	119.99	142.42	161.32
营业税金及附加	7.10	7.95	13.19	16.39	财务费用	29.30	61.06	96.12	116.22
销售费用	47.40	109.99	167.84	208.59	资产减值损失	2.85	-13.87	20.01	15.08
管理费用	171.25	214.69	323.70	402.78	经营营运资本变动	-263.70	-538.10	-502.12	-368.12
财务费用	29.30	61.06	96.12	116.22	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	-90.68	128.64	384.11
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
<b>营业利润</b>	<b>146.20</b>	<b>321.47</b>	<b>427.28</b>	<b>529.06</b>	短期借款	247.15	483.89	441.24	96.36
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
<b>利润总额</b>	<b>153.60</b>	<b>329.10</b>	<b>435.08</b>	<b>535.84</b>	股权融资	806.83	0.00	0.00	0.00
所得税	18.88	48.85	62.88	76.21	支付股利	-33.66	-56.94	-119.17	-152.23
<b>净利润</b>	<b>134.72</b>	<b>280.26</b>	<b>372.20</b>	<b>459.63</b>	其他	-710.97	-58.06	-81.12	-101.22
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	388.89	265.94	-127.09
归属母公司股东净利润	132.96	277.26	369.20	456.63	<b>现金流量净额</b>	<b>-46.61</b>	<b>-41.78</b>	<b>134.58</b>	<b>97.02</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
货币资金	306.83	265.05	399.62	496.65	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	878.12	1430.38	2199.89	2747.19	销售收入增长率	24.18%	77.02%	50.78%	24.28%
存货	474.80	856.59	1316.71	1638.09	营业利润增长率	20.67%	119.88%	32.91%	23.82%
其他流动资产	22.71	40.21	60.63	75.35	净利润增长率	31.33%	108.03%	32.81%	23.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.26%	89.06%	32.50%	21.14%
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	1019.44	1286.08	1430.28	1455.60	毛利率	26.99%	27.13%	25.93%	25.93%
无形资产和开发支出	751.29	729.08	706.87	684.66	三费率	16.56%	14.55%	14.71%	14.65%
其他非流动资产	188.93	184.51	180.09	175.67	净利率	9.00%	10.57%	9.31%	9.25%
<b>资产总计</b>	<b>3642.12</b>	<b>4771.90</b>	<b>6274.10</b>	<b>7253.21</b>	ROE	7.05%	13.13%	15.59%	17.05%
短期借款	579.95	1063.84	1505.08	1601.44	ROA	5.56%	3.70%	8.00%	8.33%
应付和预收款项	794.51	1147.54	1835.86	2313.94	ROIC	8.69%	11.33%	12.15%	12.97%
长期借款	126.00	146.00	171.00	201.00	EBITDA/销售收入	17.75%	18.96%	16.66%	16.24%
其他负债	229.98	279.53	374.14	441.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1730.44</b>	<b>2636.91</b>	<b>3886.08</b>	<b>4557.80</b>	总资产周转率	0.55	0.63	0.72	0.73
股本	393.70	395.78	395.78	395.78	固定资产周转率	1.89	2.59	3.33	3.85
资本公积	987.48	987.48	987.48	987.48	应收账款周转率	3.22	3.65	3.57	3.22
留存收益	511.43	731.74	981.77	1286.16	存货周转率	2.86	2.85	2.70	2.47
归属母公司股东权益	1892.61	2112.92	2362.95	2667.35	销售商品提供劳务现金营业收入	83.20%	--	--	--
少数股东权益	19.06	22.06	25.06	28.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1911.67</b>	<b>2134.99</b>	<b>2388.01</b>	<b>2695.41</b>	资产负债率	47.51%	55.14%	61.84%	62.75%
负债和股东权益合计	3642.12	4771.90	6274.10	7253.21	带息债务/总负债	46.53%	49.64%	45.68%	41.72%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	1.14	1.11	1.12	1.19
EBITDA	265.79	502.52	665.82	806.60	速动比率	0.82	0.74	0.75	0.79
PE	80.97	38.83	29.16	23.58	股利支付率	25.32%	20.54%	32.28%	33.34%
PB	5.63	5.04	4.51	3.99	<b>每股指标</b>				
PS	7.19	4.06	2.69	2.17	每股收益	0.34	0.70	0.93	1.15
EV/EBITDA	41.66	23.00	17.86	14.78	每股净资产	4.83	5.39	6.03	6.81
股息率	0.31%	0.53%	1.11%	1.41%	每股经营现金	0.22	-0.23	0.33	0.97
					每股股利	0.09	0.14	0.30	0.38

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 15 楼  
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 楼  
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

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼  
邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn