

传统业务保持优势, 战略平台不断完善

投资要点

- **受益“进口替代+产品结构升级+人民币贬值”, 轮毂轴承快速扩张。**轮毂轴承业务15年贡献净利润约1.6亿元(同比+40%)。我们预计未来2-3年内将维持25%以上高增速。1、进口替代成效显著(16年长安福特小批量供货); 2、产品结构升级(三代产品占比近50%); 3、人民币贬值(公司50%以上业务出口)。
- **德洋电子是中低压电机行业领先者, 客户开拓成重点。**德洋电子目前电机电控在国内中低压平台中处于领先水平, 公司15年共销售3万台左右。16年增长主要来自于吉利知豆的放量(D1+D2+16年上市的D3), 全年预计配套量达6万套以上。未来, 公司将逐步摆脱依靠单一客户的束缚, 16年公司有望在低速电动车配套上实现量产。17年后, 公司积极研发的高压平台产品有望实现批量供货。未来不排除参与到吉利新能源汽车的配套中, 共享吉利新能源增长收益。
- **“动力总成+无人驾驶+车联网”, 搭建高端战略体系。**1、动力总成: 传统+新能源动力总成。依托公司现有的自动变速箱生产企业DSI、电机、电控生产企业德洋电子, 公司未来有望继续整合行业先进技术资源, 在发动机、电池等领域进行整合, 以实现“传统汽车+混合动力+纯电动”动力总成的全方位布局。2、无人驾驶: 引进优秀团队, 与主机厂合作。智能汽车、无人驾驶是公司构建高端制造平台的重要一环。未来有望通过引进人才、与主机厂合作开发的方式切入这一领域。3、车联网: “前装(德洋电子)+后装(鹰眼)”模式。目前鹰眼公司第一代产品已下线, 主要是后视镜, 胎压监测, 导航等产品, 已实现40余辆车的配套。未来有望和汽车维保、分时租赁企业进行合作。德洋电子VMS主要客户为知豆, 未来有望借助双林优势, 实现吉利、上汽通用五菱等客户的配套。
- **DSI产销迅速提升, 今年注入确定性大。**15年下半年, 受益于吉利博瑞的热销, DSI出货量明显提升, 月均销量在6-7千台, 最高月份出货量过万台。我们预计16年DSI出货量有望达到15万台, 17年出货量有望达到30万台, 若假设16年下半年实现合并报表, DSI16年预计给公司带来的净利润在8000万左右
- **业绩预测与估值:**因DSI注入时间点不确定, 我们维持对双林股份的业绩预测, 预计15-17年的EPS分别为0.65元、0.91元、1.13元, 对应动态PE分别为47倍、34倍、27倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:**汽车市场景气度或下行, 子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	2621.12	4242.56	5375.02
增长率	24.18%	75.06%	61.86%	26.69%
归属母公司净利润(百万元)	132.96	258.93	359.98	446.71
增长率	29.54%	94.74%	39.03%	24.09%
每股收益EPS(元)	0.34	0.65	0.91	1.13
净资产收益率ROE	7.05%	12.37%	16.73%	18.40%
PE	90.88	46.67	33.57	27.05
PB	6.32	5.71	5.02	4.36

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: gaiox@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

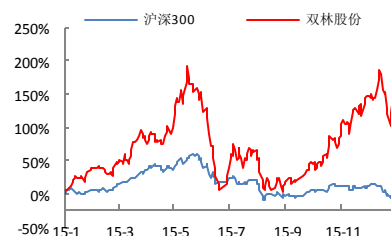
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川

电话: 023-67898871

邮箱: sc@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)	10.8-32.88
总市值(亿元)	120.83
总资产(亿元)	38.14
每股净资产(元)	5.15

相关研究

1. 双林股份(300100): 业绩高速增长, 平台逐渐成型 (2016-01-07)
2. 双林股份(300100): 德洋电子收购落地, 深化合作刚刚开始 (2015-12-16)
3. 双林股份(300100): 进军新能源核心零部件领域, 大格局正逐步形成 (2015-11-20)

1 受益“进口替代+产品结构升级+人民币贬值”，轮毂轴承快速扩张

公司 14 年底收购湖北新火炬公司，收购时给出的业绩承诺为 14-17 年，扣非后归母净利润 9000 万、11000 万、13000 万、13000 万。而实际业绩远超此业绩承诺，15 年 1-9 月份预计实现净利润 1.1 亿元，全年我们预计净利润 1.6 亿元左右，同比增长 40%。增长主要来自于五菱宏光的全年配套以及宝骏 560 的下半年配套，16 年公司还将为上汽通用五菱、北汽银翔、长安、吉利等主机厂配套新车型及改款车型，我们预计未来 2-3 年将维持 25%以上的高增速。

1) 进口替代成效显著。公司产品价格较国际竞争者有明显优势，且质量满足三年十万公里质保要求。随着主机厂竞争加剧，压缩成本动力足，进口替代进程将加快，新火炬已经向东风日产、神龙、广汽菲亚特等合资品牌主机厂供货，16 年还将实现长安福特的小批量供货。

2) 产品结构升级。三代轮毂轴承渐成行业主流，逐步替代一、二代轮毂轴承市场。三代产品毛利率 30%以上，显著高于一、二代产品。15 年，新火炬目前三代产品产销占比已经近 50%（2013 年占比 36%），产品结构改善带来利润率提升效果显现。

表 1：新火炬各产品产能情况（万只）

	产能
一代	450
二代	200
三代	600
合计	1250

数据来源：公司公告，西南证券整理

3) 人民币贬值。新火炬出口业务收入占比超 50%，主要出口北美售后市场。人民币近期贬值幅度大，公司出口受益。且在国内经济还未出现明显回升、美国持续加息的背景下，人民币预计中短期维持稳定且偏弱的局面。

2 德洋电子是中低压电机行业领先者，客户开拓成重点

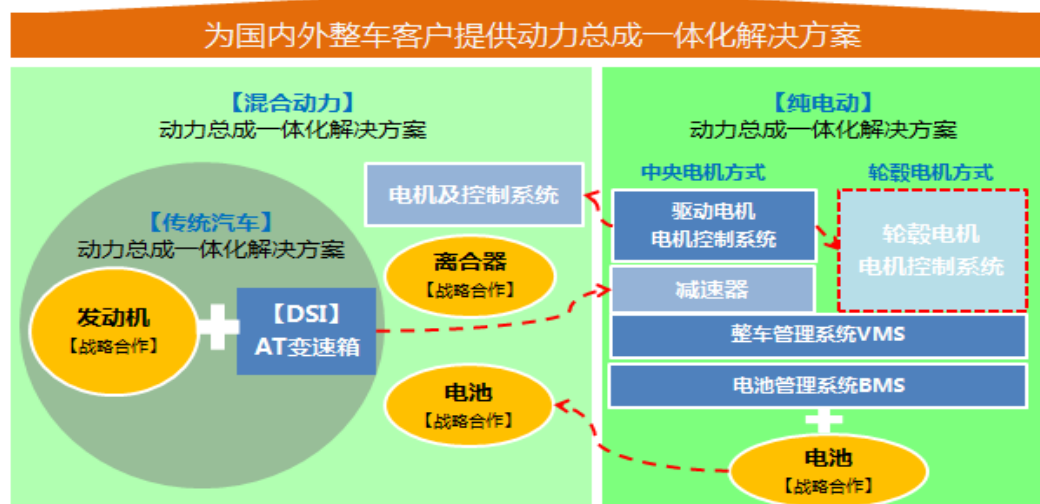
德洋电子目前电机电控在国内中低压平台中处于领先水平，目前主要配套吉利知豆、众泰知豆 E20 等车型，公司 15 年共销售 3 万台左右。16 年增长主要来自于吉利知豆的放量（D1+D2+16 年上市的 D3），全年预计配套量达 6 万套以上。

未来，公司将逐步摆脱依靠单一客户的束缚，16 年公司有望在低速电动车配套上实现量产。17 年后，公司积极研发的高压平台产品有望实现批量供货，目前已和部分主机厂进行了接洽。被双林股份收购后，德洋电子有望打开市场空间，未来不排除参与到吉利新能源汽车的配套中，共享吉利新能源增长收益。

3 “动力总成+无人驾驶+车联网”，搭建高端战略体系

动力总成：传统+新能源动力总成。依托公司现有的自动变速箱生产企业 DSI、电机、电控生产企业德洋电子，公司未来有望继续整合行业先进技术资源，在发动机、电池等领域进行整合，以实现“传统汽车+混合动力+纯电动”动力总成的全方位布局。

图 1：动力总成战略布局



数据来源：公司资料，西南证券整理

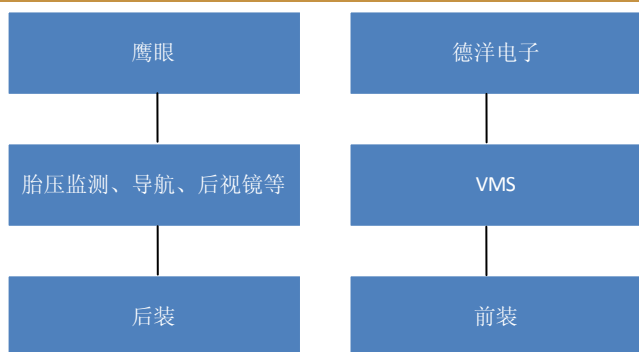
无人驾驶：引进优秀团队，与主机厂合作。无人驾驶汽车目前还处于产业化的初级阶段，市场空间巨大。据波士顿咨询公司（BCG）预测，2025 年，首批全自动驾驶汽车将正式上路。届时，半自动驾驶技术的市场渗透率将达到 12.4%。到 2035 年，半自动和全自动驾驶汽车的渗透率将达到 25%，其中，全自动驾驶汽车将占到 10%，大概 1,200 万辆新车。与其相关的市场总值也将从 2025 年的 420 亿美元增至 2035 年的 770 亿美元。

智能汽车、无人驾驶是公司构建高端制造平台的重要一环。但公司目前在此领域涉及仍较少，未来有望通过引进人才、与主机厂合作开发的方式切入这一领域。

车联网：“前装（德洋电子）+后装（鹰眼）”模式。公司于 15 年 2 月与上海天奕达合资成立宁波鹰眼网络科技有限公司，拟为客户提供“具有驾驶辅助及预警系统功能”的智能化车载产品，并依托 FreeMe OS 平台及应用程序为客户提供更加便捷及舒适的移动互联服务。目前鹰眼公司第一代产品已下线，主要是后视镜，胎压监测，导航等产品，已实现 40 余辆车的配套，主要销往售后市场。未来有望和汽车维保、分时租赁企业进行合作。德洋电子 VMS 主要客户为知豆，未来有望借助双林优势，实现吉利、上汽通用五菱等客户的配套。

此外，山东德洋电子除电机、电控产品外，还拥有整车管理系统(VMS)技术。VMS 负责整车的运行管理及对各个相关 ECU 电控单元的控制。通过整车低压硬线和 CAN 网络实时采集驾驶信号和电控部件信息，实现整车集成电控系统的弱电控制、强电管理、整车运行状态控制、制动能量回馈、整车故障保护和仪表显示等功能。基于整车控制系统性能的全面提高，让驾乘者能够随时了解座驾工况，并在出现问题时做出相应处理，以保证车辆及驾驶员的安全。目前，其 VMS 主要前装配套知豆电动车，未来有望对双林传统合作伙伴——吉利、上汽通用五菱等进行配套。

图 2：公司车联网布局



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 3：VMS 功能介绍



数据来源：公司资料，西南证券整理

4 DSI 产销迅速提升，今年注入确定性大

双林集团于 15 年 6 月份完成了对 DSI 公司（含下属湖南吉盛国际动力传动系统有限公司等）的收购项目交割，项目收购后由双林股份进行托管。15 年下半年，受益于吉利博瑞的热销，DSI 出货量明显提升，月均销量在 6-7 千台，最高月份出货量过万台。

目前集团拥有湘潭、济宁两个工厂和澳大利亚研发中心，已搭载投产的有吉利汽车的 EC8、SC7、GX7、GC7 和博瑞、力帆 820 等车型。我们预计 16 年上半年启动注入上市公司流程，若假设下半年能实现合并报表，DSI16 年预计给公司带来的净利润在 8000 万左右。

表 2：DSI 产能（万台）

时间	湘潭工厂	济宁工厂	合计
2015 年	25	0	25
2016 年	25	25	50

数据来源：公司资料，西南证券整理

表 3：DSI 业绩预测

		2015	2016	2017
销量（万辆）	吉利	6	13	20
	其他	1	2	10
	合计	7	15	30
单价（万元）		1.1	1.1	1.1
收入（亿元）		7.7	16.5	33
净利润（亿元）		-	2.48	5.61

数据来源：公司资料，西南证券整理

5 业绩预测与估值

因 DSI 注入时间点不确定，我们维持对双林股份的业绩预测，预计 15-17 年的 EPS 分别为 0.65 元，0.91 元，1.13 元，对应动态 PE47 倍，34 倍，27 倍。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	2621.12	4242.56	5375.02	净利润	134.72	261.93	402.98	509.71
营业成本	1093.14	1927.19	3135.38	3968.43	折旧与摊销	90.29	119.99	142.42	161.32
营业税金及附加	7.10	7.86	14.00	17.74	财务费用	29.30	61.04	100.09	124.74
销售费用	47.40	108.78	178.19	225.75	资产减值损失	2.85	-14.13	22.91	17.17
管理费用	171.25	212.31	343.65	435.91	经营营运资本变动	-263.70	-523.18	-615.92	-432.18
财务费用	29.30	61.04	100.09	124.74	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	-94.36	52.48	380.75
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	299.95	463.26	587.45	短期借款	247.15	484.63	541.04	120.66
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	307.58	471.07	594.23	股权融资	806.83	0.00	0.00	0.00
所得税	18.88	45.65	68.08	84.52	支付股利	-33.66	-56.94	-111.29	-148.43
净利润	134.72	261.93	402.98	509.71	其他	-710.97	-58.04	-85.09	-109.74
少数股东损益	1.76	3.00	43.00	63.00	筹资活动现金流净额	435.36	389.65	369.66	-107.51
归属母公司股东净利润	132.96	258.93	359.98	446.71	现金流量净额	-46.61	-44.72	162.14	113.25
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	262.11	424.26	537.50	成长能力				
应收和预付款项	878.12	1414.83	2335.37	2972.97	销售收入增长率	24.18%	75.06%	61.86%	26.69%
存货	474.80	854.75	1395.21	1767.98	营业利润增长率	20.67%	105.16%	54.45%	26.81%
其他流动资产	22.71	39.77	64.36	81.54	净利润增长率	31.33%	94.43%	53.85%	26.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.26%	80.96%	46.74%	23.77%
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	1286.08	1430.28	1455.60	毛利率	26.99%	26.47%	26.10%	26.17%
无形资产和开发支出	751.29	729.08	706.87	684.66	三费率	16.56%	14.58%	14.66%	14.63%
其他非流动资产	188.93	184.51	180.09	175.67	净利率	9.00%	9.99%	9.50%	9.48%
资产总计	3642.12	4751.13	6516.44	7655.94	ROE	7.05%	12.37%	16.73%	18.40%
短期借款	579.95	1064.58	1605.62	1726.28	ROA	5.56%	3.70%	7.58%	8.63%
应付和预收款项	794.51	1144.64	1944.76	2496.73	ROIC	8.69%	10.72%	12.90%	13.80%
长期借款	126.00	146.00	171.00	201.00	EBITDA/销售收入	17.75%	18.35%	16.64%	16.25%
其他负债	229.98	279.25	386.72	462.30	营运能力				
负债合计	1730.44	2634.47	4108.10	4886.31	总资产周转率	0.55	0.62	0.75	0.76
股本	393.70	395.78	395.78	395.78	固定资产周转率	1.89	2.56	3.54	4.17
资本公积	987.48	987.48	987.48	987.48	应收账款周转率	3.22	3.64	3.66	3.25
留存收益	511.43	713.41	962.10	1260.38	存货周转率	2.86	2.85	2.77	2.49
归属母公司股东权益	1892.61	2094.60	2343.28	2641.56	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	65.06	128.06	资本结构				
股东权益合计	1911.67	2116.66	2408.35	2769.63	资产负债率	47.51%	55.33%	62.95%	63.74%
负债和股东权益合计	3642.12	4751.13	6516.44	7655.94	带息债务/总负债	46.53%	49.72%	45.66%	41.47%
					流动比率	1.14	1.10	1.12	1.19
					速动比率	0.82	0.73	0.75	0.80
					股利支付率	25.32%	21.99%	30.92%	33.23%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	265.79	480.97	705.77	873.50	每股收益	0.34	0.65	0.91	1.13
PE	90.88	46.67	33.57	27.05	每股净资产	4.83	5.35	6.09	7.00
PB	6.32	5.71	5.02	4.36	每股经营现金	0.22	-0.24	0.13	0.96
PS	8.07	4.61	2.85	2.25	每股股利	0.09	0.14	0.28	0.38
EV/EBITDA	46.60	26.76	18.81	15.24					
股息率	0.28%	0.47%	0.92%	1.23%					

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 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

蒋诗峰（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

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn