

双林股份（300100） 汽车零部件

—拥有完整汽车零部件产业链的优势公司

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

投资要点:

●公司是一家拥有完整汽车零部件产业链的优势公司

公司的主营为汽车零部件的生产与销售。公司的优势在于具有产品开发——模具开发——零部件生产——总成装配的完整的汽车零部件产业链。

●公司核心竞争力分析

公司具有的整车同步开发能力、强大的模具开发能力。公司顺应汽车零部件行业的平台化、模块化发展趋势，加大对两化的投入力度，公司目前模块化、平台化配套模式已能够满足整车发展需要，与其他零部件企业相比，有效的降低了生产成本，扩大了市场份额，提高了公司竞争力。合理战略布局、优质的客户资源有效推动了公司新业务开展，降低了物流成本，提高了公司的竞争能力。公司具有强大的研发团队和权威的实验能力，公司目前已完成多项技术储备，这些储备将在未来 2-3 年逐步实现产业化。

●公司经营分析

一级配套占比提高。公司依托模具和产品的开发实力，通过与整车厂的同步开发，提高一级配套业务的比例，提升在汽车产业链中的地位。

国内销售大幅增长。在国内汽车行业快速发展为的背景下，公司销售策略调整为：大力拓展境内销售。

营业收入稳步增长。营业收入的增长主要得益于汽车配件-国内销售收入的增长。2008 年、2009 年公司营业收入的增幅分别为 14.94%和 39.90%，2010 年 1-6 月已实现营业收入为 3.94 亿元，全年营业收入将达到 8 亿元，增长 50%多。

综合毛利率趋于稳定。2007-2009 年公司产品的综合毛利率有所下降，主要是由于低毛利率的内外饰件系统占比提高所致，2010 年上半年公司的综合毛利率为 29.6%，趋于稳定。

●募投项目分析

公司的募投项目为汽车座椅及摇窗核心技术研发及产业化项目、汽车精密塑料模具技术改造项目和其他与主营业务相关的营运资金。达产后，本项目完成后将新增以下老产品产能：大型精密级进模、传递模 100 套；座椅系统类冲压件 1,430 万套；摇窗系统类冲压件 120 万套；植绒软轴 389 万件；座椅驱动器 230 万件。本项目完成后将形成以下新产品产能：座椅位置记忆模块 10 万件、座椅和摇窗电机 115 万件。注塑中心的产能将达到 301.16 万件。

●盈利预测与估值

预测公司2010-2012年摊薄后的EPS分别为0.97/1.19/1.59元，给予公司2010年23-28倍的PE估值较为合理，对应的合理估值区间为22.31元—27.16元。

2010 年 7 月 20 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)
 上证指数/深圳成指
 50 日均成交额(百万元)
 市净率(倍)
 股息率

基础数据

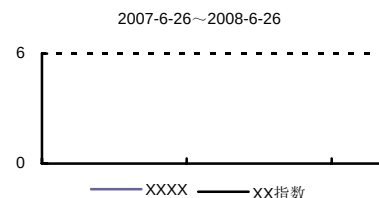
流通股(百万股)
 总股本(百万股)
 流通市值(百万元)
 总市值(百万元)
 每股净资产(元)
 净资产负债率

股东信息

大股东名称

持股比例

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 闻祥
 执业证书编号: S0020209020737
 电话: 021-51097188-1870
 电邮: wenxiang@gyzq.com.cn
 联系人: 赵喜娟
 电话: 021-51097188-1952
 电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路
 179 号 (230001)

第 1 部分 公司概况

1.1 公司是一家拥有完整汽车零部件产业链的优势公司

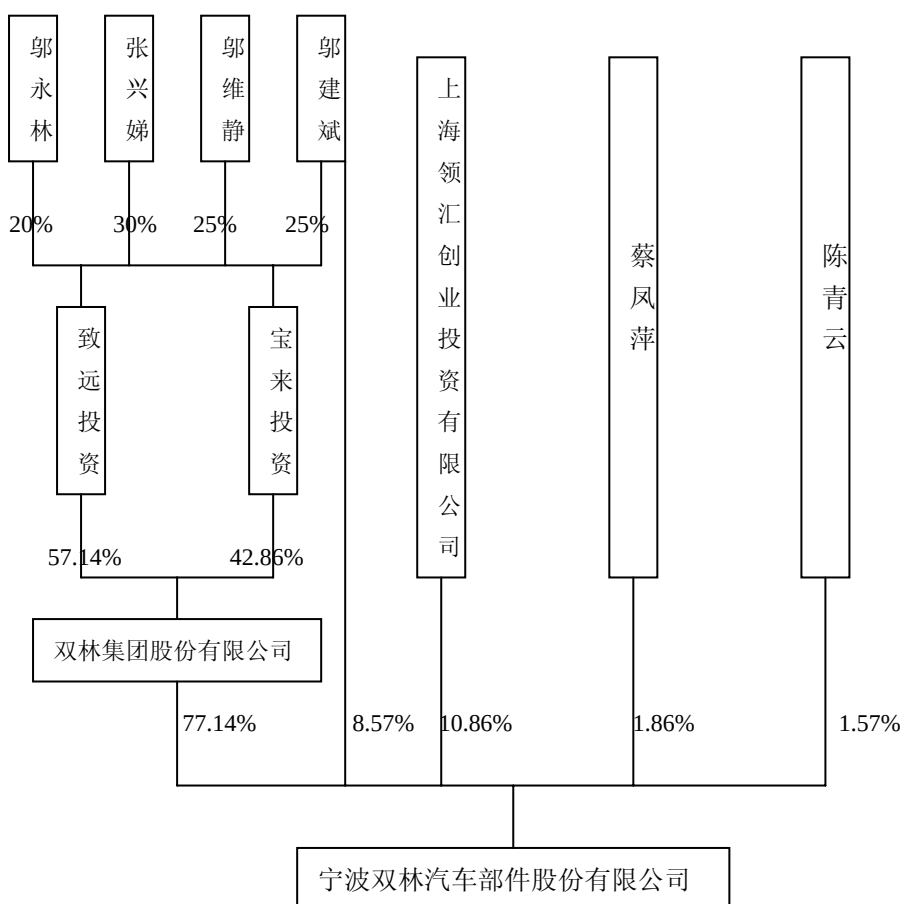
公司的主营为汽车零部件的生产与销售，包括汽车座椅系统、内外饰系统、发动机周边件、汽车空调塑料件四大类和汽车零部件模具。公司的优势在于具有产品开发——模具开发——零部件生产——总成装配的完整的汽车零部件产业链，是一家致力于以自主创新、产品研发、模具开发为基础实现汽车零部件模块化、平台化供应的国家级高新技术企业。

公司依托模具和产品的开发实力，通过与整车厂的同步开发，提高一级配套业务的比例，提升在汽车产业链中的地位。公司通过自主研发，提高产品的标准化程度，支持客户的平台化战略，提升发行人在国际知名零部件供应商全球采购体系的市场份额。

1.2 发行前后股东结构与实际控制人

公司的控股股东为双林集团股份有限公司，法定代表人为邬建斌，主要从事股权投资及其管理业务，发行前持有公司77.14%股权。

公司实际控制人为邬建斌家庭成员，包括邬永林、张兴娣夫妇及其子女邬建斌、邬维静。本次发行前公司总股本为7000万股，拟公开发行人民币普通股2350万股，占发行后总股本的25.13%，发行前公司股本结构如下：

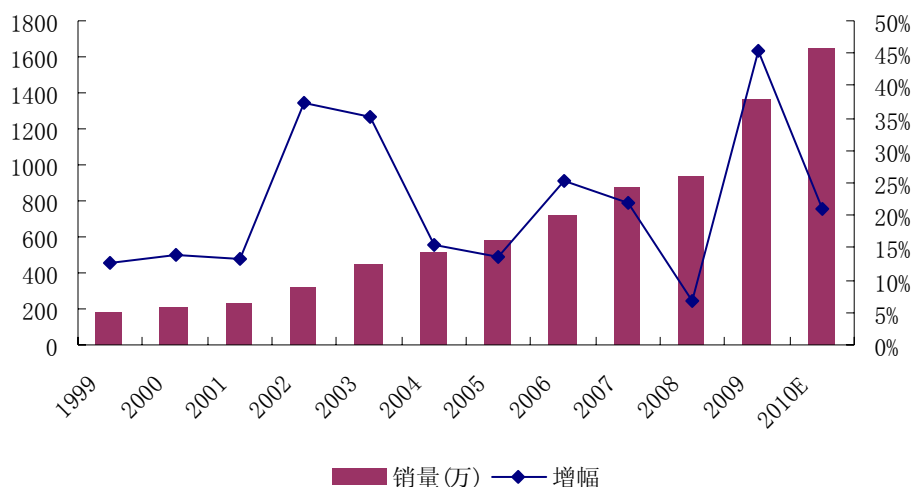


第 2 部分 行业发展分析

2.1 汽车行业持续快速增长

中国汽车行业持续增长，2009年我国汽车销量为1364.5万辆，增幅为45.5%，成为超越美国的世界第一大汽车产销国。2010年上半年，我国实现汽车销量为901.6万辆，增幅为47.7%，保持高速增长。汽车产业作为我国重要的支柱产业之一，有着国家系列产业政策的支持；国家经济的发展，人均GDP达到3000美元，而较低的人均汽车保有量，使我国各地区逐步迈入汽车消费时代；汽车消费的市场结构也有所调整，从一线城市向二三线城市甚至广大农村转移，使汽车消费群体不断扩大，这些因素促使我国汽车行业持续快速增长。

图1：我国汽车行业持续快速增长（万辆，%）



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

在国家政策导向及市场结构调整下，未来1.6升以下小排量汽车、新能源汽车、微型汽车将成为主流，是今后若干年的汽车行业的新兴市场。

汽车行业的持续增长给公司带来巨大发展空间，特别是公司目前一级配套的长安、五菱系列车型将是未来若干年的主流汽车车型，未来公司仍将以经济型车型为主，公司的发展战略符合汽车市场的发展要求。

2.2 汽车零部件行业的发展趋势

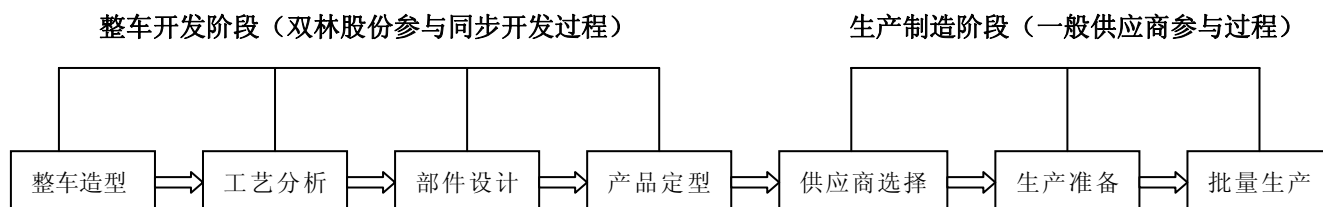
模块化和平台化的发展趋势。模块化是指汽车零部件供应商应采购商要求，将多种不同的零配组件装配在一起，便于主机厂直接在总装配线上安装。平台化是近年来整车厂商追求的产品开发战略，通过实现平台化整车厂商可以提高不同车型间零部件通用性，将该平台的优良基因扩展至多款车型从而实现性能总体提升。模块化和平台化可以提高汽车产业的生产效率，缩短开发时间，降低制造成本。

汽车零部件行业向亚太区域转移的趋势。我国汽车零部件行业经过几十年的技术积累，技术水平已有很大提升，依托我国制造成本较发达国家低廉的优势，我国汽车零部件行业逐渐参与到国际汽车配件的工业体系中，全球的汽车零部件供应体系向亚太区域转移的趋势明显。

第3部分 公司核心竞争力分析

3.1 同步开发+模具+零部件

公司具有的整车同步开发能力、强大的模具开发能力，使公司具有从产品开发-模具开发-零部件生产-总成装配的完整的汽车零部件产业链，有利于其掌握技术开发及市场开拓的先机，缩短开发周期。在反应速度、生产周期、成本控制、订单获取等方面的行业竞争中取得了先行优势。



与一般汽车零部件供应商不同，由于公司具有强大的模具开发能力，公司参与整车厂的同步开发过程，包括产品结构分析、产品工艺分析、模具工艺分析。

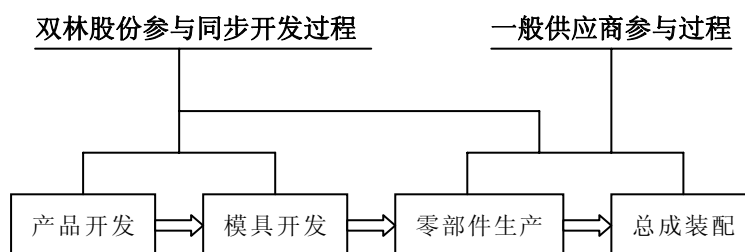
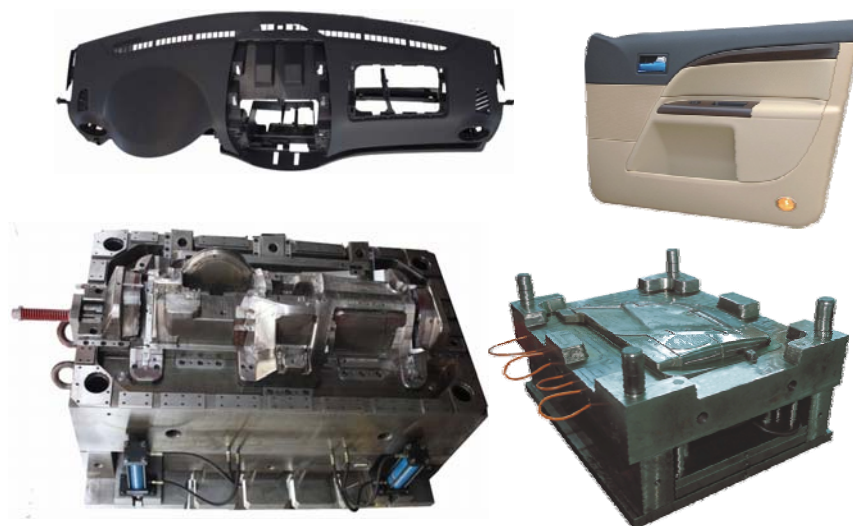
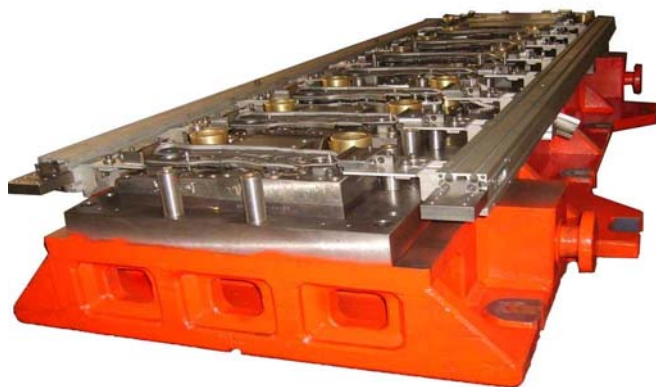


图2：大型注塑模具



资料来源：国元证券研究中心

图3：大型传递模具



资料来源：国元证券研究中心

3.2 平台化、模块化配套

公司顺应汽车零部件行业的平台化、模块化的发展趋势，加大对两化的投入力度，公司目前模块化、平台化配套模式已能够满足整车发展需要，与其他零部件企业相比，有效的降低了生产成本，扩大了市场份额，提高了公司竞争力。

平台化配套。整车企业为了缩短开发周期，降低制造成本，整车开发实现平台化，这样有利于汽车零部件标准化，实现零部件通用性。公司成功开发并批量供应多项平台产品，主要有：大众 PQ35 平台项目、B8 平台项目、MOEDL-Z 平台项目；通用 EPSILON2 平台项目；雪铁龙 T73 平台项目。

公司现主要 PQ35 项目平台的座椅系统零部件和空调系统零部件；EPSILON2 平台项目的座椅系统零部件和发动机系统零部件。

模块化配套。随着整车企业将零部件总成及模块外包的发展趋势，公司顺应整车发展需要，加大同步开发力度，成功开发并批量的有中控系统、仪表台总成、门板总成和保险杠。

图4：模块化系统



中控系统



仪表台总成



门板总成



保险杠

平台化配套向模块化配套过渡。公司将结合自身研发产品将二级平台化配套产品向一级

模块化配套产品过渡，从而促进产品升级。

3.3 战略布局及客户资源

合理战略布局、优质的客户资源有效推动了公司新业务开展，降低了物流成本，提高了公司的竞争能力。

我国的汽车整车厂主要分布在华东区、华中区、华南区、西南区、华北区和东北区共六大区域。目前公司已完成十个子分公司除东北区五大区域的布局，覆盖的公司主要优质的一二级配套客户：（1）一级配套：重庆长安、通用五菱、青年莲花、长安福特马自达；（2）二级配套：博世、法雷奥、佛吉亚、博泽、上海贝尔、联合电子、丰田纺织、博格华纳、英提尔、天合、天津英泰等。

凭借毗邻主机厂就近配套的优势，各分子公司主要产品业务开始上量，特别是以重庆、青岛、苏州为代表的子公司销售规模呈现出明显的增长态势，多个地区的市场开拓实现了从无到有的突破，市场占有率稳步提升。

3.4 技术创新

公司具有强大的研发团队和权威的实验能力。公司的研发团队包括研发人员89人，其中美籍博士2人，中籍博士1人，德国籍工程师1人；拥有国家CNAS认证实验室、能够提供6大系列产品近51项测试标准，检测报告得到国际联合互认组织成员国的承认。

公司的研发费用占公司营业收入的比重2007-2009年分别为4.06%、5.29%和4.40%，年复合增长率达33%，实现“以研带产，以产促研”。公司本部已荣获“高新技术企业”，拥有“浙江省博士后科研工作站”、公司研发中心荣获“省级高新技术研究开发中心”。子公司模具公司荣获“高新技术企业”、“省级高新技术研究开发中心”称号。

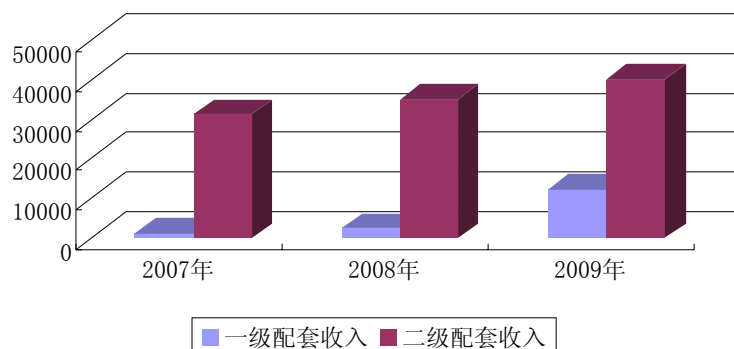
公司目前已完成多项技术储备。公司围绕汽车座椅核心零部件开展研发工作，目前技术储备的项目主要有座椅系统的调角器、电机、记忆模块和座椅滑轨，这些储备将在未来2-3年逐步实现产业化。

第4部分 公司经营分析

4.1 一级配套占比提高

公司产品的销售以一级配套和二级配套的方式向整车企业和零部件供应商提供产品和完成服务。近年来，一二级配套销售收入保持增长，其中一级配套收入2007-2009年年均复合增长率为202.61%，二级配套收入2007-2009年年均复合增长率为13.21%，

图5：一二级配套收入保持增长（万元）



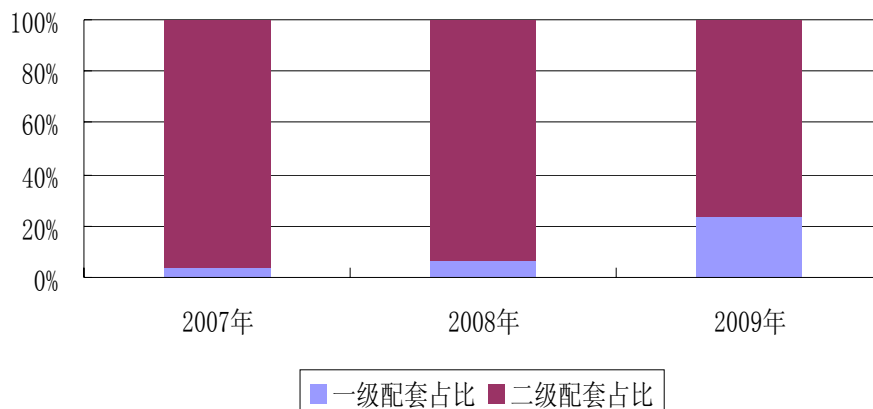
资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

公司依托模具和产品的开发实力，通过与整车厂的同步开发，提高一级配套业务的比例，提升在汽车产业链中的地位。目前公司一级配套主要有通用五菱spark乐驰门装饰板总

成、立柱装饰板总成、轮罩装饰板总成的独家供应商；通用五菱N708（五菱兴旺改进版）仪表板总成独家供应商；五菱荣光基本型前后保险杠总成独家供应商；长安悦翔仪表盘总成、全包内饰总成的独家供应商；莲花竞速门护板、立柱等。

公司通过自主研发，提高产品的标准化程度，支持客户的平台化战略，提升公司在国际知名零部件供应商全球采购体系的市场份额。公司二级配套的客户主要有法雷奥、佛吉亚、联合电子、奥托立夫、博泽、贝洱等国内外知名汽车零部件供应商。公司对二级配套产品细分生产，以产品定位合并或分立不同生产线，最大限度提高生产线的产能，从而以内部挖潜的方式提升了二级配套业务的增长速度。

图6：一级配套收入占比提高（%）



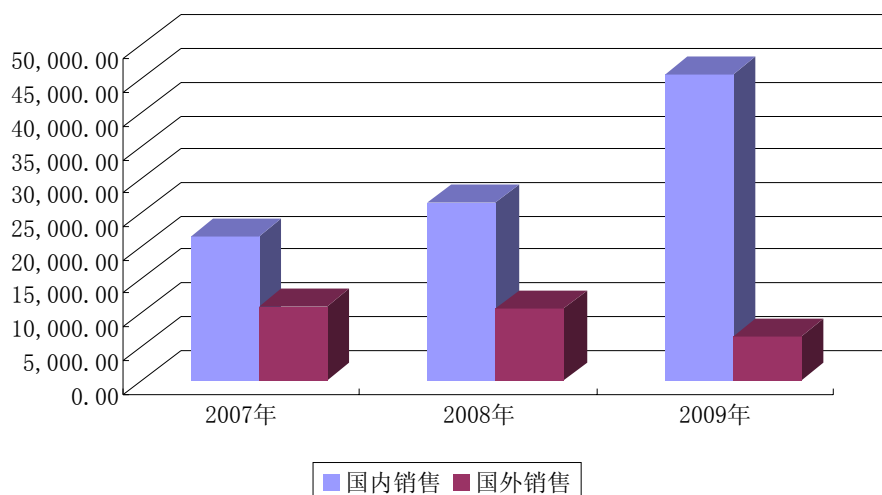
资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

公司一级配套收入的占比不断提高，2007-2009年一级配套收入占主营业务收入的比重分别为4.14%、6.46%和23.60%。主要原因是公司取得了五菱、长安等经济型轿车的一级配套，由于2009年汽车振兴调整规划刺激的小排量轿车和交叉型乘用车的火爆，使得五菱、长安车取得接近翻番的增长，因此与之销售相应的一级配套占比迅速提高。2010年受益于长安悦翔的火爆和青年莲花的竞速车型批量销售，2010年一级配套收入的占比提升为29.6%；下半年受益于青年莲花的竞悦车型的上市，预计全年一级配套收入占比还将提升。目前，公司还获得了长安福特福克斯车型的内外饰件一级配套业务，目前正在进行模具设计，预计2011年量产；公司还在积极开拓上汽、一汽、二汽等大型车企的一级配套业务，未来若干年，公司的一级配套占比还将持续提高，提升其在汽车产业链中的地位。

4.2 国内销售大幅增长

在国内汽车行业快速发展为汽车零部件企业带来巨大发展机遇和人民币升值的背景下，公司销售策略调整为：稳步推进海外销售，大力拓展境内销售。

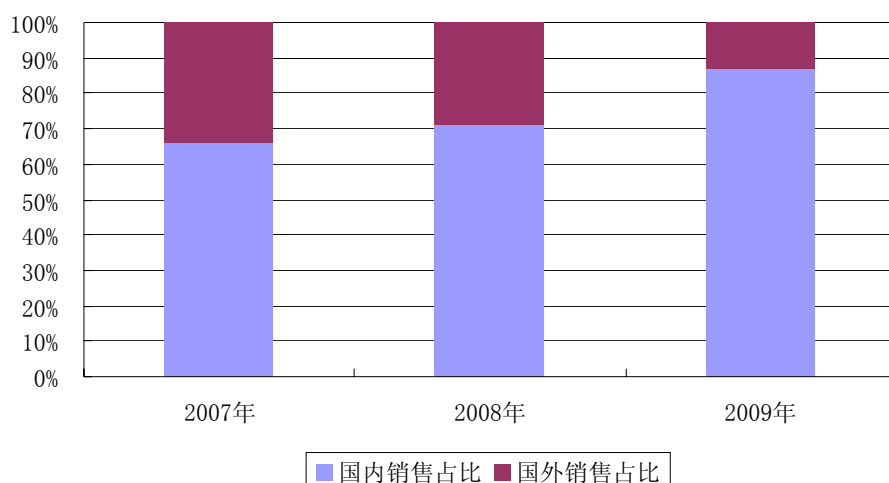
图7：国内销售收入大幅增长（万元）



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

内销收入一直稳步增长，而出口业务收入则在6,600-11,000 万元区间内徘徊。公司外销比例较小，相对于出口型企业，国际金融危机对公司的影响相对较小，目前国外销售业绩已有一定程度的回升，2009 年4 季度外销收入已占全年外销收入的41.17%。

图8：国内销售占比不断增长（%）



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

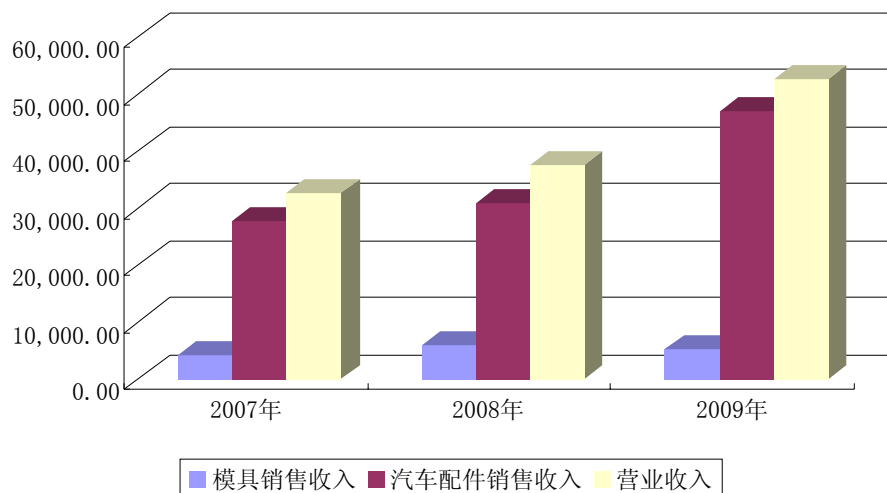
由于内销业务的持续增长，国内销售占比持续增长，2007-2009年国内销售占比分别为66.25%、71.13%和87.27%。随着公司在国内主要乘用车基地周边投资项目的逐步建成投产和国内营销力度的加大，公司国内销售及其占比将会进一步增长。

4.3 营业收入稳步增长

公司的营业收入由汽车配件销售、模具销售、加工费收入三部分构成，其中前两部分占营业收入的比重为99%左右，以2009年为例，此三部分的占营业收入的比重分别为86.26%、9.81%和0.73%。营业收入的增长主要得益于汽车配件-国内销售收入的增长。为了抓住国内汽车快速发展的机会，扩大国内销售，实现公司在国内主要乘用车生产基地周边建设生产基地的目标，公司先后在荆州、武汉、柳州、天津、重庆、上海、青岛等投资设立了荆州分公司、武汉分公司、柳州分公司、天津双林、上海崇林、青岛双林等分子公司，并对重庆旺林原有生产线进行技术改造。目前，围绕整车厂布点的分、子公司陆续进入收获期，公司进行的上述技术改造和投资项目效益逐步显现，是公司业务

收入大幅增长的主要原因之一。

图9：营业收入稳步增长（万元）



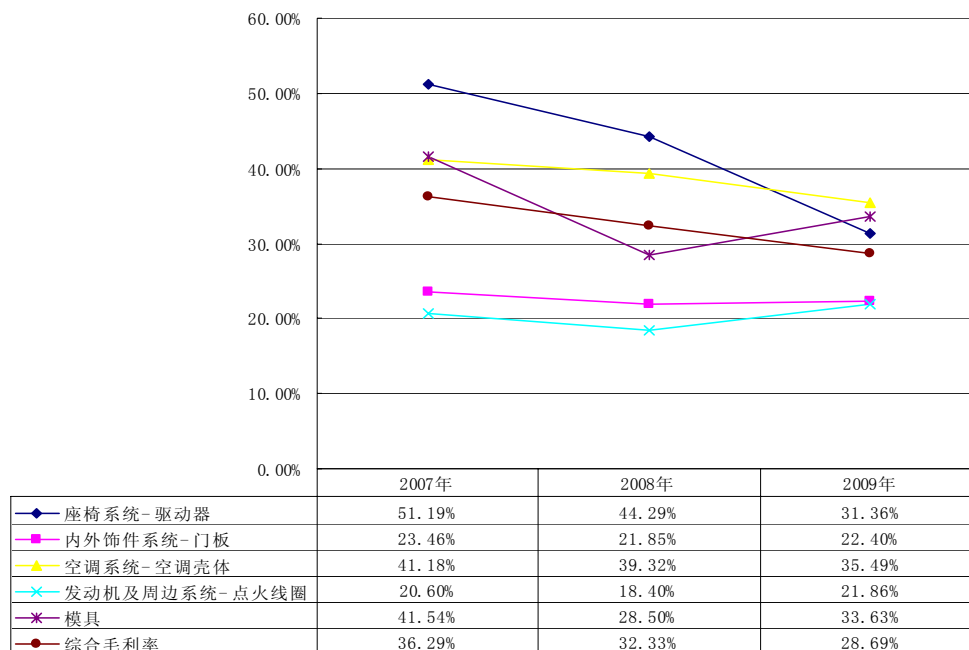
资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

2008年、2009年公司营业收入的增幅分别为14.94%和39.90%，2010年1-6月已实现营业收入为3.94亿元，全年营业收入将达到8亿元，增长50%多。

4.4 综合毛利率趋于稳定

2007-2009 年公司产品的综合毛利率分别为 36.29%、32.33%和 28.69%，主要是由于低毛利率的一级配套销售内外饰件系统占比提高的结构调整所致。虽然内外饰件的销售拉低了公司的综合毛利率，但仍对公司的营业收入和营业利润做出了较大的贡献。2010 年上半年公司的综合毛利率为 29.6%，趋于稳定。

图10：分产品毛利率情况（%）



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

4.5 公司未来经营业绩

一级配套业务：截止 2010 年 6 月，公司现有及未来两年量产的一级配套项目如下：

表1：公司一级配套项目

年度	现有/新增	数量
2009	现有	4
2010	新增	4
2011	新增	4
2012	新增	X

资料来源：国元证券研究中心

公司2009年现有的4个项目为五菱荣光、兴旺、乐驰和长安悦翔，2010年将新增项目CN100、N109、竞速和竞悦，2011年将新增项目GP50、F202、福克斯、G401。同时，公司正在积极开拓新的一级配套项目，有望在2012年实现量产。

二级配套业务：平台化二级配套业务在原有项目逐年增量的同时，未来还将新增平台项目实现量产，主要有：座椅侧板、摇窗导轨、头枕等冲压零部件；非平台化二级配套业务，如安全气囊盖等产品随着工艺技术的不断完善，也将在未来两三年内呈现稳定增长态势。

第5部分 募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 2,350 万股，募集资金将主要三个方向：汽车座椅及摇窗核心技术研发及产业化项目、汽车精密塑料模具技术改造项目和其他与主营业务相关的营运资金。

表2：募投项目情况（万元）

序号	项目	投资额	分期投资额			
			第一年	第二年	第三年	第四年
1	汽车座椅及摇窗核心技术研发及产业化项目	20022	12028	5838	1400	756
2	汽车精密塑料模具技术改造项目	12781	6900	3549	1225	1107
3	其他与主营业务相关的营运资金					

资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

5.1 汽车座椅及摇窗核心技术研发及产业化项目

项目建设内容之一为扩建公司研发中心，对现有研发中心进行升级改造，新增座椅三坐标测量机、汽车座椅疲劳试验台、座椅综合框架式实验台、九通道安全带固定点等检测、试验、试制、造型所需关键设备及计算机软、硬件，同时拟引进研发人员20—30人。在公司已掌握的汽车座椅水平驱动器、软轴、电位器、侧板、释放器、摇窗底板滑块、座椅调角器、座椅电机、座椅位置记忆电位器等技术基础上研发新技术，使工厂的产品不断创新。研究开发的主要方向为乘用车座椅关键核心部件：座椅电机、滑轨、调角器以及记忆模块；摇窗系统核心部件：电动玻璃升降器中的滑轨和摇窗电机。

项目建设内容之二为提高现有产品的产业化生产规模和形成新产品研发成果的产业化生产能力。公司将在充分利用原有设备的基础上，引进国内外先进设备，本项目完成后将新增以下老产品产能：大型精密级进模、传递模100套；座椅系统类冲压件1,430万套；摇窗系统类冲压件120万套；植绒软轴389万件；座椅驱动器230万件。本项目完成后将形成以下新产品产能：座椅位置记忆模块10万件、座椅和摇窗电机115万件。

本项目实施投产后，年均新增销售收入22,980万元，年均新增利润总额5,100万元。项目的所得税前财务内部收益率为22.07%，所得税前投资回收期5.91年，具有较好的盈利能力。

5.2 汽车精密塑料模具技术改造项目

项目建成后新增267副精密塑料模具，达到年产汽车模具873副的生产能力。同时，为了

进一步延伸产业链，促进注塑模具设计开发制造和注塑产品成型的上下游联动，减少中间环节，拟在双林模具试模注塑车间的基础上，建设注塑加工中心，完成后，注塑中心的产能将达到301.16万件。

项目达产后，增量年销售收入22,463万元，增量年利润总额4,434万元，项目的财务内部收益率所得税前为23.65%，所得税前静态投资回收期6.03年，具有较好的盈利能力。

第6部分 盈利预测与估值

假定公司市场开拓顺利、汽车工业平稳增长，毛利率趋于稳定，规模效应导致期间费用降低，我们做出如下的盈利预测：

表3：盈利预测表（万元）

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	54,341.83	80,425.90	101,336.64	129,710.90
营业成本	38,592.86	58,067.50	73,975.75	95,467.22
营业税金及附加	284.79	418.21	526.95	674.50
销售费用	1,797.54	2,010.65	2,330.74	2,723.93
管理费用	6,490.79	8,259.74	10,133.66	11,673.98
财务费用	1,024.80	804.26	608.02	518.84
资产减值损失	771.27	732.71	805.98	846.28
营业利润	5,379.78	10,132.83	12,955.53	17,806.15
加：营业外收入	984.20	885.78	620.05	496.04
减：营业外支出	135.12	141.87	163.15	187.63
利润总额	6,228.86	10,876.74	13,412.43	18,114.56
减：所得税费用	841.23	1,522.74	2,011.86	2,898.33
少数股东损益	212.09	251.07	275.71	358.43
归属于母公司股东的净利润	5,175.54	9,102.92	11,124.85	14,857.80
摊薄 EPS	0.55	0.97	1.19	1.59

资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

通过行业比较，我们认为给予公司2010年23-28倍的PE估值较为合理，对应的合理估值区间为22.31元—27.16元。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn