

谨慎申购

双林股份（300100）

2010 年 7 月 26 日

随自主品牌车厂共同成长的供应商

汽车行业分析师：赵晨曦
SAC 执业证书编号：S0850208120586
zhaocx@htsec.com

合理价值区间：16.80 元-21.00 元

021-23219473

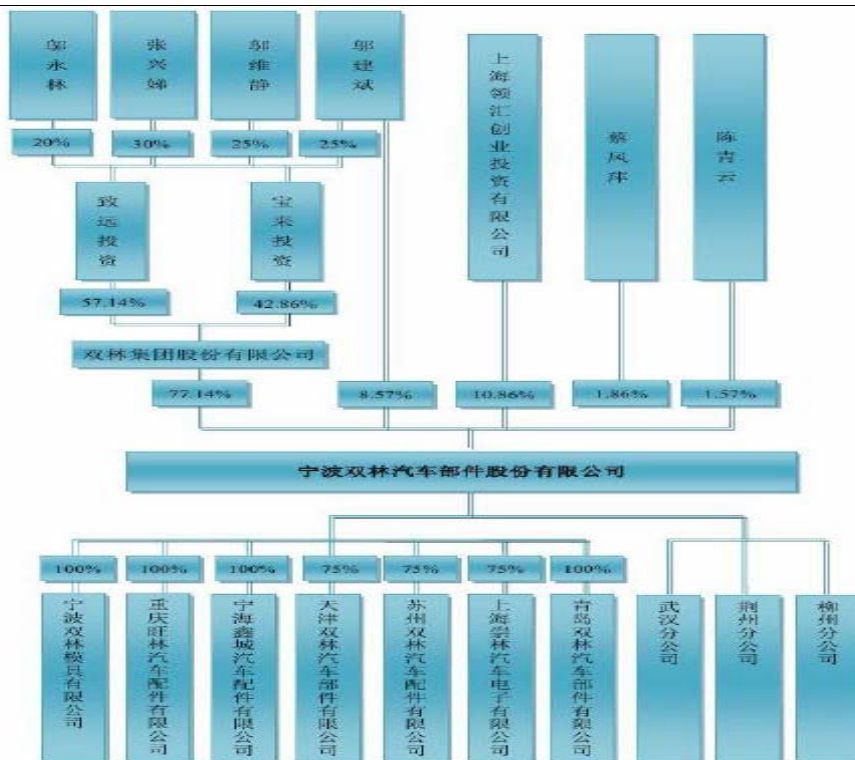
投资建议：发行人主要产品包括汽车座椅系统零部件、汽车内外饰系统零部件、汽车发动机周边件、汽车空调塑料件和汽车模具等产品。近年来，公司依托模具和产品的开发实力，通过与整车厂的同步开发，提高一级配套业务的比例，提升发行人在汽车产业链中的地位，2009 年公司一级配套收入已经占到主营业务收入的 23.60%。

我们预计 2010-2012 年公司摊薄后 EPS 分别为 0.84 元、0.92 元和 1.08 元。公司发行价格为 20.91 元，对应 2010 年和 2011 年 PE 分别为 24.9 倍和 22.7，我们认为公司股价已基本反映公司价值，但考虑到最近新股的发行价偏高，且新股上市后还往往出现溢价效应，使得公司上市初期估值水平可能会明显高于公司应有价值，我们建议投资者谨慎申购。

1. 公司股权结构分析

双林股份控股股东为双林集团股份有限公司，公司实际控制人是郭建斌家庭成员。本次发行前，公司总股本为 7000 万股，本次公司拟发行 2350 万股，占发行后股本的 25.13%，发行后总股本 9350 万股。

图 1 发行人股权结构

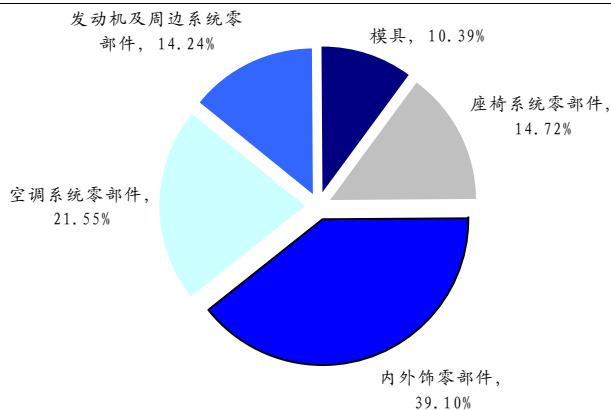


资料来源：招股说明书、海通证券研究所

2. 公司主营业务介绍

公司主要产品包括汽车座椅系统零部件、汽车内外饰系统零部件、汽车发动机周边件、汽车空调塑料件和汽车模具等产品，2009 年公司主营业务收入中内外饰系统零部件占到收入的 39.10%，空调系统零部件占到收入的 21.55%。目前公司正依托模具和产品的开发实力，通过与整车厂的同步开发，进一步提高一级配套业务的比例，提升发行人在汽车产业链中的地位。

图 2 公司各产品占收入的分布

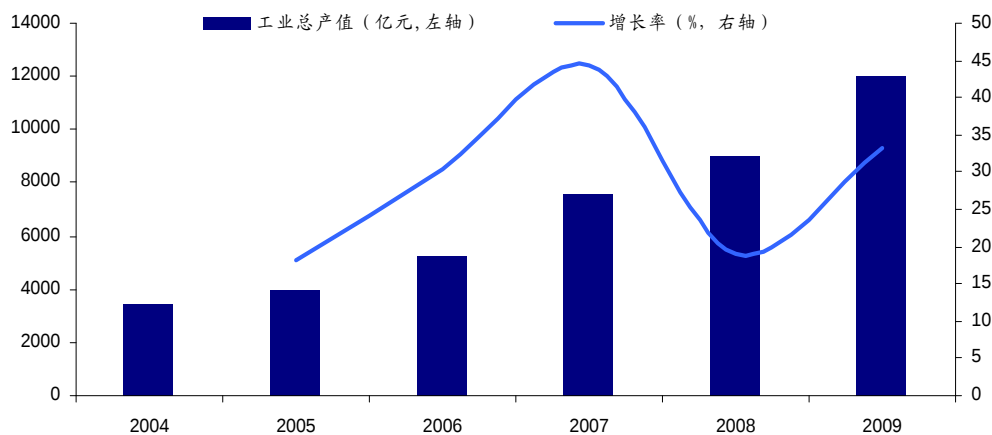


资料来源：招股说明书、海通证券研究所

3. 汽车整车业持续快速发展，零部件前景广阔

从 2002 年以来，我国汽车零部件行业出现快速增长，2009 年汽车零部件行业收入达到 1.2 万亿元较 2001 年增长 414%，年复合增长率超过 26%。目前我国汽车摩托车整车与汽车摩托车配件年产值规模比例约为 1:0.3，而国际水平为 1:1.7，我国汽车零部件市场前景仍然广阔。

图 3 2004-2009 年我国汽车零部件行业工业总产值及增速



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

4. 公司正逐渐由二级供应商向一级供应商转型

近 2 年公司大力拓展自主品牌车厂的配套业务，目前公司已经成功为通用五菱、长安汽车提供仪表盘和保险杠等内外饰件，已经成为这 2 家车厂重要的一级配套供应商，在此过程中公司的一级配套收入比重也从 2007 年的 4.14% 提升到 2009 年的 23.60%。

表 1 各级配套收入占比(%)

	2007	2008	2009
一级配套收入占比	4.14	6.46	23.6
二级配套收入占比	95.86	93.54	76.4

资料来源:招股说明书、海通证券研究所

在与自主品牌车厂合作的过程中公司积累了经验,并开始同合资企业开始接触,目前公司已经与青年莲花和长安福特展开合作,我们预计在 2011 年就会有产品进入批量供货阶段。

5. 募集资金项目有助于公司提升产品竞争力

公司拟发行 2350 万股,拟投资以下两个项目,募投项目完成后公司年产能将新增大型精密级进模、传递模 100 套;座椅系统类冲压件 1430 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;座椅位置记忆模块 10 万件、座椅和摇窗电机 115 万件;及 267 副精密塑料模具。

国内座椅市场主要由博泽、江森、李尔、佛吉亚等少数几家国际汽车零部件企业控制,国内本土企业技术研发能力还比较低,更多的是在二级或三级配套市场。公司的座椅水平驱动器、座椅位置记忆电位器、座椅侧板和释放器等产品已进入佛吉亚、博泽等公司的全球采购体系,随着募投项目的完成,公司无论是研发能力还是产能都会有长足的进步,为公司产品打开座椅这一高壁垒市场打下基础。

表 2 募集资金项目情况(万元)

	项目	总投资额	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

资料来源:招股说明书、海通证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们预计公司未来 2 年的增长主要来源于自主品牌车厂配套车型的增加而带来的收入增长,以及公司座椅系统开始直接进入国内自主品牌车厂而带来市场空间的迅速增长。我们预计 2010-2012 年公司摊薄后 EPS 分别为 0.84 元、0.92 元和 1.08 元。公司发行价格为 20.91 元,对应 2010 年和 2011 年 PE 分别为 24.9 倍和 22.7,我们认为公司股价已基本反映公司价值,但考虑到最近新股的发行价偏高,且新股上市后还往往出现溢价效应,使得公司上市初期估值水平可能会明显高于公司应有价值,我们建议投资者谨慎申购。

表 3 公司利润表盈利假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
驱动器(万元)	5500.02	4558.47	3132.92	4135.45	5045.25	6407.47
增速(%)		-17.12	-31.27	32.00	22.00	27.00
毛利率(%)	51.19	44.29	31.36	31.00	30.5	30
门板(万元)	2210.04	2298.20	4611.41	5625.92	6638.59	7833.53
增速(%)		3.99	100.65	22.00	18.00	18.00
毛利率(%)	23.46	21.85	22.40	22.30	22	21.5
仪表盘(万元)		709.90	4903.52	6227.47	7223.87	8740.88
增速(%)			590.73	27.00	16.00	21.00

毛利率(%)		21.45	21.33	21.10	22	22
空调壳体(万元)	4977.22	5696.00	5614.02	6680.68	7682.79	9296.17
增速(%)		14.44	-1.44	19.00	15.00	21.00
毛利率(%)	41.18	39.32	35.49	33.00	33	32
点火线圈(万元)	2134.55	3279.80	5177.27	6989.31	8596.86	10316.23
增速(%)		53.65	57.85	35.00	23.00	20.00
毛利率(%)	20.60	18.40	21.86	21.00	21	21
模具(万元)	3945.37	5834.36	5133.14	5441.13	5876.42	6464.06
增速(%)		47.88	-12.02	6.00	8.00	10.00
毛利率(%)	41.54	28.5	33.63	33	35	35

资料来源:招股说明书、海通证券研究所

表4 2010-2012年公司利润表预测(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	33573	39147	54342	69014	81437	97724
营业成本	21392	26349	38593	49013	58326	69991
营业税金及附加	171	300	285	300	350	390
销售费用	1063	1758	1798	2200	2500	3100
管理费用	4539	5204	6491	7300	8500	10000
财务费用	1580	1783	1025	1000	1200	1300
资产减值损失	-57	283	771	500	600	600
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业外收入	958	2208	984	1200	1200	900
营业外支出	85	230	135	230	390	300
所得税	1543	989	841	1300	1700	1800
净利润	4216	4458	5388	8371	9071	11144
归属于母公司所有者的净利润	3980	4265	5176	7810	8630	10100
完全摊薄每股收益(元)	0.43	0.46	0.55	0.84	0.92	1.08

资料来源:招股说明书、海通证券研究所

7. 风险提示

汽车需求如果下滑,将导致汽车产能扩张减缓,从而影响公司产品需求;

募集项目实施后产能大幅扩张,需求能否跟上存在不确定性。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵晨曦：汽车行业

重点研究上市公司：上海汽车、长安汽车、威孚高科、一汽轿车、中国重汽、潍柴动力、江铃汽车。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。