

徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

一级配套比例提升，支持企业快速成长

——双林股份（300100）新股点评报告

新股点评

发布日期: 2010年8月5日

报告关键要素:

公司致力于汽车零部件产品的开发生产，重点发展座椅相关零部件和塑料零部件，同时具有较强的模具开发能力。近几年来一级配套收入逐年上升，支持公司快速成长。

事件:

- **双林股份（300199）发行新股，在创业板上市。**公司于7月26日发行新股2350万股，发行价为20.91元，按2009年摊薄每股收益计算发行市盈率为40倍，募集资金4.91亿元，发行后总股本为9350万股。网上发行的1880万股将于8月6日在创业板上市。

点评:

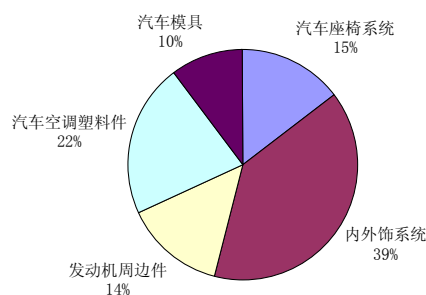
- **汽车零部件产品范围广，市场占有率仍有提升空间。**公司致力于汽车零部件的研发生产，主要产品包括汽车座椅系统零部件、汽车内外饰系统零部件、汽车发动机周边件、汽车空调塑料件和汽车模具。所含细分产品较多，重点发展汽车座椅相关零部件和塑料零部件。部分重点产品的市场占有率在5-9%之间，仍有较大提升空间。

表 1: 产品分类

产品类别	主要产品
汽车座椅系统	驱动器、软轴、电位器、释放器等
内外饰系统	前后保险杠、仪表盘、安全气囊盖等
发动机周边件	点火线圈、电子燃油泵组件等
汽车空调塑料件	空调壳体、控制盒组件等
汽车模具	注塑模具、冲压模具、检具

资料来源: 中原证券, 招股说明书

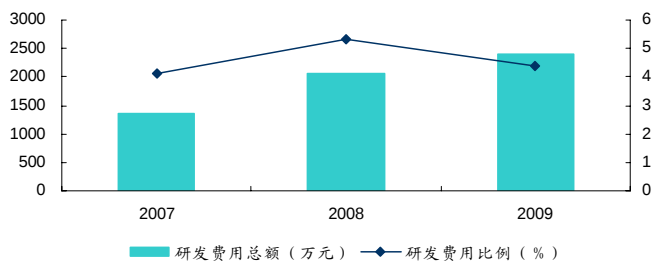
图 1: 分产品类型收入结构



资料来源: 中原证券, 招股说明书

- **高额研发投入，模具优势突出。**公司注重研发投入，历年研发费用占营业收入的比例都在4%以上，高于多数企业。公司拥有的核心技术包括微型减速器设计制造技术、多头蜗杆冷轧技术、梯形螺纹挤压抛光技术、金属软轴表面植绒技术以及各类高精度注塑冲压技术等。核心技术支持的产品占比高达90%。其中高精度注塑冲压技术的实现部分来源于公司自身强大的模具设计制造能力。无论在制造精度、寿命和制造周期等方面，公司模具产品都具有优势。公司制造的模具不仅供自身使用，提升了整体的盈利能力，还有部分直接供给客户，增加了营业收入。

图 2：研发费用及比例



资料来源：中原证券，招股说明书

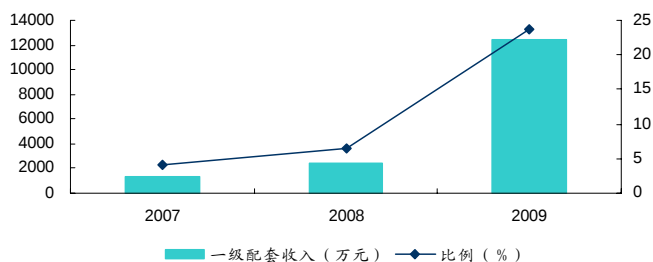
表 2：公司模具制造水平与国内先进水平比较（不完全）

		精度（毫米）	寿命（万次）	周期（月）
注塑模具	国内先进水平	0.005-0.01	50-100	2-4
	公司	0.003-0.01	50-120	1.5-3
冲压模具	国内先进水平	0.005-0.01	50-100	2-4
	公司	0.005-0.01	80-100	1.5-3

资料来源：中原证券，招股说明书

- **一级配套比例逐年上升，新增客户支持快速成长。**近几年公司加大力度开拓一级配套市场。2007年一级配套业务收入仅有1355万元，占比为4.14%。到2009年，一级配套收入已经上升到1.24亿元，占比也达到23.6%。一级配套客户从无到有，目前客户包括通用五菱、长安汽车、青年莲花、长安福特等。预计上述几个客户在2010-2011年的预期配套收入分别为2.65亿元和4.24亿元，是公司未来增长的重要来源。公司在荆州、武汉、柳州、天津、重庆、上海、青岛等地有设立了分公司，在深耕二级配套市场的同时，有利于进一步开拓一级配套市场。

图 3：一级配套收入与比例



资料来源：中原证券，招股说明书

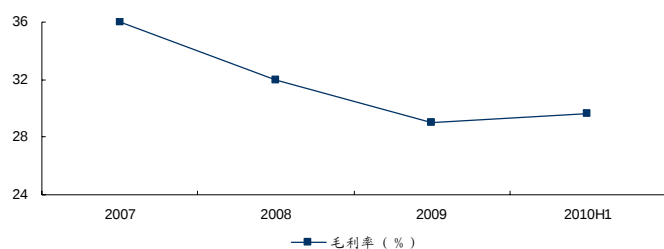
表 3：一级配套主要客户与预期配套收入

厂商	车型	预期配套收入（万元）	
		2010 年	2011 年
通用五菱	五菱荣光、兴旺、乐驰、N109、CN100、GP50	12366	13530
重庆长安	长安悦翔、F202	9652	10713
青年莲花	竞速、竞悦	4500	14162
长安福特	福克斯	0	1000
合计		26518	42405

资料来源：中原证券，招股说明书

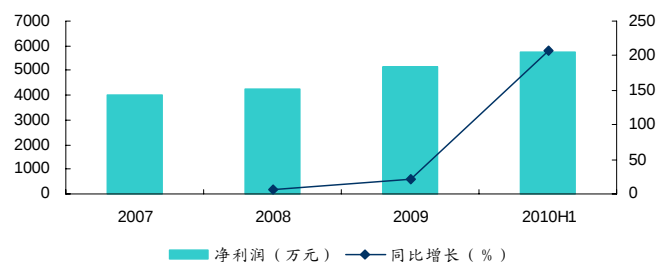
- **盈利能力将趋于稳定，中期业绩超出预期。**虽然2007年以来综合毛利率有所下降，但今年以来已经有所回升，2010年上半年毛利率为29.64%，比2009年上升0.66个百分点，主要是产品结构变化以及原材料价格低位运行所致。预计随着一级配套业务比例的上升，毛利率将进一步趋于稳定。由于2010年上半年业务规模的扩大（收入同比增长84%）、毛利率的回升以及规模扩大后期间费用率的下降（期间费用率同比下降近3个百分点），因此今年中期业务表现突出，净利润为5732万元，同比增长207%，按发行后总股本摊薄计算的每股收益为0.61元，超出预期。

图 4：综合毛利率



资料来源：中原证券，招股说明书等

图 5：近三年一期净利润



资料来源：中原证券，招股说明书等

- **募投项目将于2011年开始逐步达产。**本次募集资金将主要用于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，公司预计投资总额为3.28亿元。公司在座椅相关产品领域具有较强竞争实力，部分产品在国内处于领先水平，进一步加强这一领域的投入有利于扩大竞争优势、缓解产能瓶颈、增加收益。公司预计项目投产后可以新增收入22980万元。对精密塑料模具的技术改造，可以进一步提升公司的模具开发能力，满足汽车零部件开发生产需求，项目投产后可以新增收入22463万元。上述两个项目的建设期均为1年，预计2011年开始逐步达产。

表 4：募投项目投资计划

项目	投资额 (万元)				
	合计	第一年	第二年	第三年	第四年
汽车座椅及摇窗核心技术研发及产业化项目	20022	12028	5838	1400	756
汽车精密塑料模具技术改造项目	12781	6900	3549	1225	1,107

资料来源：中原证券，招股说明书

表 5：募投项目投资效益

	第一年	第二年	第三年
新增收入 (万元)	8879	28616	45443
新增利润总额 (万元)	-902	3868	9534
新增净利润 (万元)	-685	3185	7660

资料来源：中原证券，招股说明书

- **盈利预测。**我们预计公司2010年-2011年每股收益分别为1.08元和1.37元（按发行后总股本摊薄），发行价对应的2010年动态市盈率为19.36倍。鉴于公司未来三年超过30%的复合增长率，我们认为给予公司2010年25-30倍的动态市盈率是合理的，按此计算合理价值区间为27-32元。
- **风险提示。**（1）一级配套客户增长达不到预期；（2）原材料价格波动，盈利能力下降；（3）募集资金投资项目进展不顺利。

盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	3.91	5.43	8.00	9.95
增长比率 (%)	16.60	38.82	47.13	24.46
净利润 (亿元)	0.43	0.52	1.01	1.28
增长比率 (%)	7.15	21.35	94.28	27.14
每股收益 (元)	0.46	0.55	1.08	1.37
市盈率 (倍)				

发行数据

发行价 (元)	20.91
发行数量 (万股)	2350
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	7 月 26 日
上市日期	8 月 6 日

基础数据 (2010年6月30日)

每股净资产 (元)	4.01
每股经营现金流 (元)	0.14
毛利率 (%)	29.64
净资产收益率 (%)	22.18
资产负债率 (%)	58.03
总股本/流通股 (万股)	7000/
B 股/H 股 (万股)	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。