

下半年投资加速，期待座椅产品产业化

公司研究简报

◆半年报完全符合预期，净利润同比增长 22.3%

公司发布 2011 年半年报：上半年实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 15.2%；实现归属于母公司股东的净利润 7011 万元，同比增长 22.3%，折合全面摊薄后每股收益 0.50 元。其中 2011 年第二季度公司实现营业收入 2.18 亿元，环比下降 9.1%；实现归属于母公司股东的净利润 3565 万元，环比增长 3.3%。我们在今年 1 月 10 日的报告中预计公司全年净利润 1.40 亿元，业绩完全符合我们之前的预期。

◆出口业务拉高营业收入增速，主要子公司进入平稳运营期推高净利率

今年上半年国内市场广义乘用车销售 495.8 万辆，同比增长 8.1%；同期公司主营业务国内营业收入 3.78 亿元，同比增长 10.2%，基本与市场同步。但公司上半年出口收入 6440 万元，同比增长 63.3%，拉高了公司整体营业收入增速 5 个百分点。公司的产品特点决定了公司需要在客户附近建厂，公司的 9 个主要子公司分布在全国 7 个城市，其中除新设立的上海崇林河、杭州湾双林和柳州双林 3 家子公司尚未正式经营生产而出现小额亏损外，其余 6 家子公司均盈利良好，净利率在 11.8%~19.8% 之间。随着主要子公司进入平稳经营期，公司期间费用率较 2010 年全年下降 2.1 个百分点，推高公司净利率至 15.3%，创公司历史新高。

◆下半年投资进度将明显加快，期待汽车座椅核心零部件尽快实现产业化

此前由于公司将募投项目实施地点由宁海转移到各种条件都更好的杭州湾汽车产业园，截止上半年计划投资 3.28 亿元的募投项目仅完成投资 1451 万元。随着公司于 2011 年 5 月 20 日成功竞得杭州湾甬新 G-5# 工业用地，7 月 15 日成功竞得柳州柳北区 G (2011) 20 号地块工业用地，公司下半年在杭州湾、重庆和柳州三个新工厂的投资进度将明显加快，因而我们预计公司在下半年的期间费用率将会有所反弹。在产品研发方面，通过近几年的努力，公司已基本完成汽车座椅核心零部件产品研发工作，市场导入取得突破性进展，下半年公司将进一步加强与客户的技术合作，尽快实现研发产品产业化，这将成为公司未来新业务的增长点。

◆估值水平将随座椅产品产业化提升，上调至“买入”评级

我们预计，公司今年下半年的大量投资必将产生较多当期费用，下半年业绩将基本与上半年持平。而如果公司的座椅核心零部件成功实现产业化，新增产能将使得公司在未来 3 年将迎来新一轮高速发展。因而我们认为，今年下半年公司的估值水平将随着公司座椅产品产业化的进展而上升。维持 1 月报告中的盈利预测，上调目标价至 25 元，上调至“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	543	776	904	1,283	1,828
营业收入增长率	38.82%	42.78%	16.47%	42.02%	42.43%
净利润 (百万元)	52	104	140	188	254
净利润增长率	21.35%	101.20%	34.75%	34.11%	34.99%
EPS (元)	0.37	0.74	1.00	1.34	1.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.52%	13.06%	15.75%	17.92%	19.77%
P/E	53	26	19	14	11

买入 (上调)

当前价/目标价：19.42/25.00 元

目标期限：6 个月

分析师

于特 (执业证书编号：S0930510120015)

021-22169158

yute@ebcn.com

联系人

奉玮

021-22169320

fengw@ebcn.com

市场数据

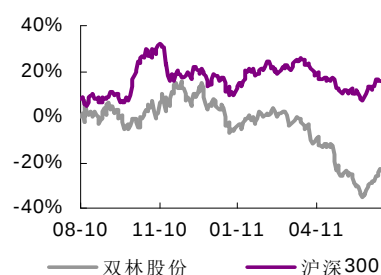
总股本(亿股)：1.40

总市值(亿元)：27.24

一年最低/最高(元)：15.76/45.00

近 3 月换手率：30.34%

股价表现(一年)



收益表现

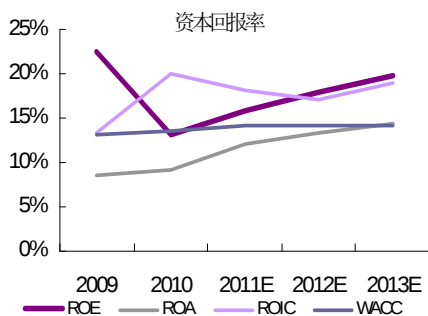
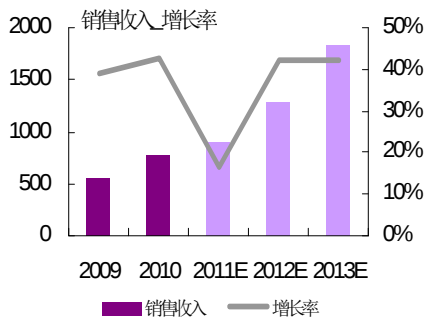
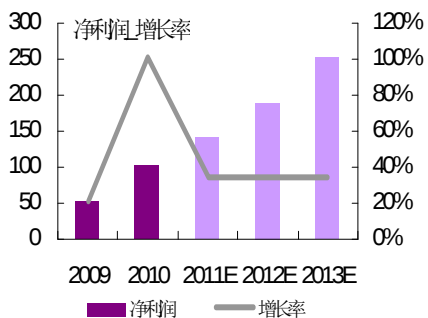
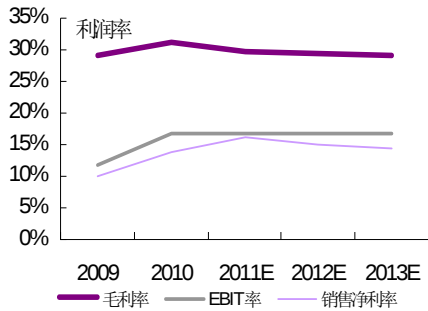
%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.17	-9.32	0.00
绝对	20.19	-17.18	0.00

相关研报

销售净利率大幅提升，实现更有质量的发展
..... 2011-01-10

业绩略低于预期，毛利率探底回升
..... 2010-11-02

内外饰产品迅速做大，座椅系统产品徐图做强
..... 2010-08-05



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	543	776	904	1,283	1,828
营业成本	386	533	636	906	1,294
折旧和摊销	38	44	31	42	52
营业税费	3	4	5	8	12
销售费用	18	26	28	39	55
管理费用	65	72	83	110	154
财务费用	10	10	-6	-7	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	54	121	157	222	310
利润总额	62	128	171	234	323
少数股东损益	2	4	5	6	8
归属母公司净利润	51.76	104.13	140.32	188.18	254.03

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	632	1,170	1,205	1,460	1,829
流动资产	385	909	791	845	1,139
货币资金	48	472	284	145	173
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	161	185	238	326	447
应收票据	21	47	38	54	77
其他应收款	4	4	12	15	20
存货	142	187	203	281	388
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	171	170	297	462	530
无形资产	54	52	50	47	45
总负债	384	348	285	375	501
无息负债	214	208	285	375	501
有息负债	170	140	0	0	0
股东权益	247	822	921	1,086	1,328
股本	70	94	140	140	140
公积金	53	500	468	486	504
未分配利润	107	204	283	424	640
少数股东权益	17	25	29	35	43

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	45	92	182	128	169
净利润	52	104	140	188	254
折旧摊销	38	44	31	42	52
净营运资金增加	83	125	4	132	184
其他	-128	-181	7	-235	-321
投资活动产生现金流	-23	-65	-189	-244	-126
净资本支出	23	65	189	244	126
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-47	-129	-379	-488	-253
融资活动现金流	-49	403	-181	-22	-15
股本变化	0	24	47	0	0
债务净变化	-9	-30	-140	0	0
无息负债变化	39	-7	77	90	126
净现金流	-27	430	-188	-139	28

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	38.82%	42.78%	16.47%	42.02%	42.43%
净利润增长率	21.35%	101.20%	34.75%	34.11%	34.99%
EBITDA 增长率	9.74%	70.65%	4.29%	41.50%	38.71%
EBIT 增长率	21.95%	104.48%	15.02%	43.08%	41.84%
估值指标					
PE	53	26	19	14	11
PB	12	3	3	3	2
EV/EBITDA	15	9	14	11	8
EV/EBIT	24	12	17	13	9
EV/NOPLAT	28	14	20	15	11
EV/Sales	3	2	3	2	2
EV/IC	4	3	4	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	28.98%	31.25%	29.64%	29.44%	29.19%
EBITDA 率	18.83%	22.50%	20.15%	20.08%	19.55%
EBIT 率	11.79%	16.88%	16.67%	16.79%	16.72%
税前净利润率	11.46%	16.44%	18.88%	18.22%	17.69%
税后净利润率 (归属母公	9.52%	13.42%	15.53%	14.66%	13.90%
ROA	8.53%	9.22%	12.03%	13.29%	14.32%
ROE (归属母公司) (摊	22.52%	13.06%	15.75%	17.92%	19.77%
经营性 ROIC	13.42%	20.04%	18.06%	17.15%	19.03%
偿债能力					
流动比率	1.00	2.61	2.78	2.25	2.27
速动比率	0.63	2.08	2.07	1.51	1.50
归属母公司权益/有息债务	1.35	5.70	-	-	-
有形资产/有息债务	3.28	7.82	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.37	0.74	1.00	1.34	1.81
每股红利	0.00	0.33	0.21	0.14	0.19
每股经营现金流	0.32	0.65	1.30	0.91	1.20
每股自由现金流(FCFF)	-0.04	-0.18	-0.23	-1.07	-0.02
每股净资产	1.64	5.69	6.35	7.49	9.16
每股销售收入	3.87	5.53	6.44	9.15	13.03

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

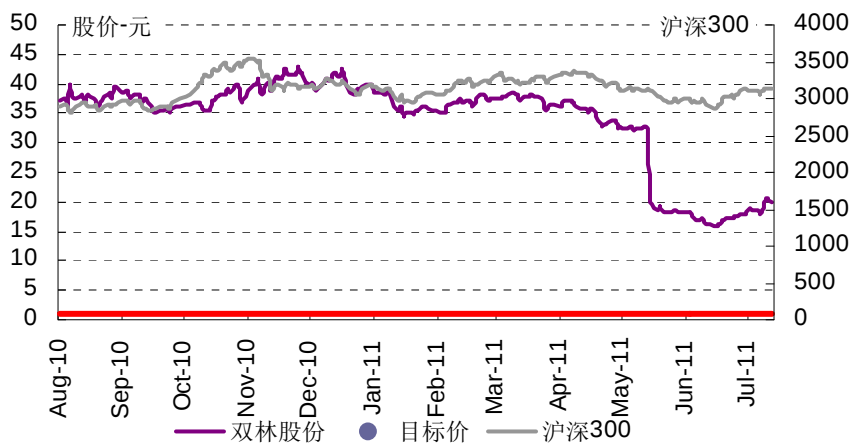
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，2004年-2005年供职于福田汽车公司，2007年进入证券行业从事汽车行业研究工作。

投资建议历史表现图

双林股份（300100）



日期	股价	目标价	评级
2010-08-05	37.15	39.04	增持
2010-11-02	39.87	41.30	增持
2011-01-10	38.58	44.70	增持
2011-06-13	38.58	20.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com