

天成自控 (603085.SH)

专业的车辆座椅供应商

● 公司是专业的车辆座椅供应商

公司是国内专业从事车辆座椅研发、生产和销售的企业之一，主要产品有工程机械座椅、商用车座椅、农用机械座椅等。公司 2014 年实现营业收入 3.10 亿元，同比增长 12.87%，实现净利润 3225 万元，同比增长 33.78%。公司的主营业务收入主要来自三大系列产品：工程机械座椅、商用车座椅和农用机械座椅。整体来看，公司具有较强的盈利能力，财务状况较为健康，营运能力仍有提升空间。同时，公司积极开拓乘用车座椅市场，乘用车座椅或成为公司未来新的增长点。

● 行业竞争格局及公司主要优势

在车辆座椅行业，规模小、实力弱的企业众多，由于缺乏核心竞争力，在普通和低端市场竞争激烈。车辆座椅产品大多数分布于主机配套市场和售后维修市场，其市场容量分别取决于下游主机的产量和保有量。公司主要竞争对手是国内外座椅生产商，包括德国格拉默股份公司、美国商用汽车集团、德国伊思灵豪森集团、美国希尔思公司、东风李尔汽车座椅有限公司、江苏裕华汽车零部件有限公司、北京光华荣昌汽车部件（集团）有限公司等。公司在国内车辆座椅市场占据较大份额，其主要竞争优势体现在研发、生产工艺、客户、品牌、品牌等方面。

● 募投项目分析

公司拟发行 2500 万股，占发行后总股本的 25%，计划募集资金净额约 1.506 亿元，其中 1.385 亿元用于年产 80 万席座椅项目，0.121 亿元用于研发检测中心改造项目。项目建成后能新增公司产能、提升市场占有率，开拓新客户和新市场，有利于长期发展。

● 盈利预测

公司拟发行 2500 万股，以公司 IPO 后总股本 10000 万股计算，我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.4 元、0.49 元、0.59 元。

● 风险提示

下游行业景气度下滑；公司产品销量不及预期。

盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	274.61	309.94	353.21	410.99	482.45
增长率(%)	23.65%	12.87%	13.96%	16.36%	17.39%
EBITDA(百万元)	42.21	52.00	56.73	67.13	79.21
净利润(百万元)	24.11	32.25	40.09	48.53	58.80
增长率(%)	-14.53%	33.78%	24.29%	21.05%	21.17%
EPS(元/股)	0.321	0.430	0.401	0.485	0.588

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

报告日期 2015-06-16

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.92
资产负债率(%)	45.65
ROE(%) -摊薄	14.73
ROA(%)	8.52
流动比率(倍)	1.28
速动比率(倍)	1.00

发行资料

发行股数(万股)	2500
发行前股本(万股)	7500
发行日期	2015-06-19
主承销商	东方花旗证券有限公司
主要股东	天成科投
发行方式	采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式

分析师：张乐 S0260512030010



021-60750618

gfzhangle@gf.com.cn

联系人：闫俊刚 021-60750621
yanjungang@gf.com.cn

联系人：唐哲 021-60750618
tangzhe@gf.com.cn

目录索引

国内专业的车辆座椅供应商	4
行业竞争格局及公司主要优势	10
行业发展情况	10
行业竞争格局	11
公司主要竞争优势	12
募投项目分析	14
年产工程机械、商用车、农业机械 80 万席座椅项目	14
研发检测中心改造项目	15
盈利预测	16
风险提示	16

图表索引

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 公司产品具体零部件分布示意图	6
图 3: 公司营业收入(百万)、净利润(百万)及增速情况	8
图 4: 公司盈利能力情况	8
图 5: 公司营业收入(百万元)构成情况	8
图 6: 公司毛利润(百万元)构成情况	8
图 7: 分地区公司收入(百万元)及增速情况	9
图 8: 公司分地区毛利率情况	9
图 9: 公司期间费用率变化情况	9
图 10: 公司存货周转率、应收账款周转率变化情况	10
表 1: 公司车辆座椅产品展示	5
表 2: 公司座椅产品部件构成	6
表 3: 2014 年公司前五大客户及销售金额	6
表 4: 公司工程机械座椅和商用车座椅市场占有率估计	7
表 5: 公司主要竞争对手及配套市场情况	11
表 6: 工程机械和农用机械座椅行业中国内有代表性的合资或外商独资企业	11
表 7: 商用车座椅行业中三类参与主体模式的代表企业	12
表 8: 公司核心技术	12
表 9: 公司正在从事的部分研发项目情况	13
表 10: 公司募投项目情况	14
表 11: 年产工程机械、商用车、农业机械 80 万席座椅项目建设投资概算	14
表 12: 研发检测中心改造项目建设投资概算	15
表 13: 研发检测中心改造项目研发方向和目标	15

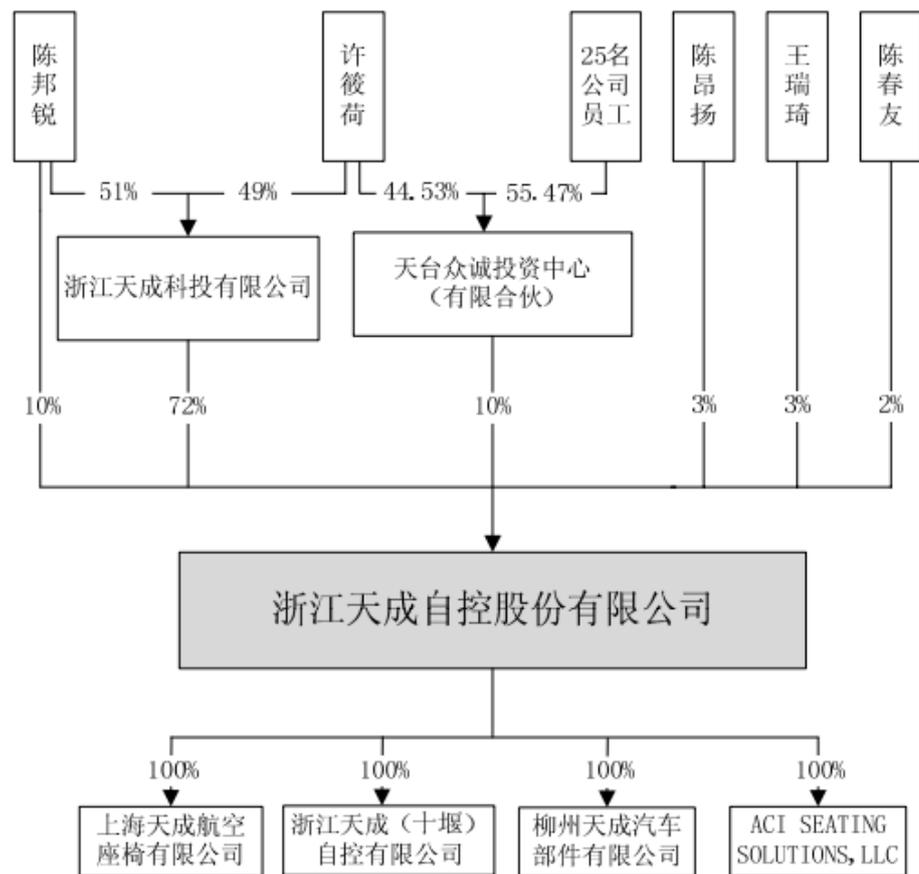
国内专业的车辆座椅供应商

公司由天成座椅整体变更设立，于2010年10月21日整体变更为浙江天成自控股份有限公司。

公司的控股股东是浙江天成科投有限公司，发行前持有公司72%股权，陈邦锐和许筱荷夫妇合计持有公司86.45%股权，为公司的实际控制人。

公司本次拟公开发行2500万股，占发行后总股本的25%。发行完成后公司总股本为10000万股，浙江天成科投有限公司持股比例为54%，仍为公司控股股东，陈邦锐和许筱荷夫妇持股比例为86.45%，仍为公司的实际控制人，公司股权结构未发生重大变化。

图1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司是国内专业的车辆座椅供应商，从事车辆座椅的研发、生产和销售活动，主要产品有工程机械座椅、商用车座椅、农用机械座椅等，同时，公司还积极开拓乘用车市场，拓宽市场覆盖面。

表1: 公司车辆座椅产品展示

产品类别	产品名称	产品图片	主要客户
工程机械座椅	挖掘机座椅		CATERPILLAR SANY XCMG 徐工集团
	装载机座椅		LONKING 龙工 LIUGONG 柳工 厦工 XGMA
	叉车座椅		TOYOTA 丰田叉车 HEU SAC HANGCHA
	推土机座椅		SHANTUI LIUGONG 柳工 上海彭浦 SHANGHAI PENGPU
商用车座椅	重卡座椅		DFM 东风汽车 JAC 江淮汽车 CAMC
	大中客座椅		宇通客车 申沃客车 SUNWIN 青年汽车 YOUNGMAN
农用机械座椅	拖拉机座椅		YTO 中国一拖集团有限公司 YTO GROUP CORPORATION LOVOL 福田雷沃重工 YANMAR Solutioneering Together
	收割机座椅		JOHN DEERE EBLO concentric

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司产品以人体工程学为基础, 体现驾驶安全性和舒适性。工程机械和农用机械载重大、工作环境复杂、行驶时间长, 对座椅产品的性能要求很高。故座椅的人性化和智能化设计逐渐受到主机厂的重视。

表2: 公司座椅产品部件构成

部件类型	主要零部件	主要功能
升降机构	升降器、控制阀组件	用于调节座椅的高度
减振系统	气囊、阻尼杆、气阀、结构件	用于减少振动的传递
座垫总成	骨架、海绵座垫、通风加热模块	用于直接承接人体的重力, 提高舒适性
靠背总成	骨架、腰托、海绵靠垫	适用不同操作者的体姿
功能部件	滑轨、调角器	用于调节座椅的位置和靠背的角度
附件	头枕、扶手、安全带、文件盒	起到安全及辅助作用

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图2: 公司产品具体零部件分布示意图



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

经过多年的市场开拓与积累, 公司三大产品系列均拥有一批稳定的高端客户群。公司已成为卡特彼勒、三一重工、龙工、徐工、厦工、柳工、山推、杭叉、合力叉车、宇通客车、青年汽车、中国一拖、福田雷沃和丰田叉车等主机厂的座椅配套商, 客户覆盖国内乃至全球范围内的主要主机厂商。

以公司各产品当年销量/(当年主机产量*每辆主机该类产品装配数量)来计算公司的市场份额, 在国内市场, 公司在装载机、压路机、推土机等工程机械座椅行业占据较大份额, 市场份额均高于30%。

表3: 2014年公司前五大客户及销售金额

公司名称	销售金额 (万元)	销售占比
东风	5,295.86	17.16%
卡特彼勒	2,336.87	7.57%
美国 CONCENTRIC	2,335.01	7.57%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

徐工	1,725.67	5.59%
荷兰 EBLO	1,551.00	5.03%
合计	13,244.41	42.92%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表4：公司工程机械座椅和商用车座椅市场占有率估计

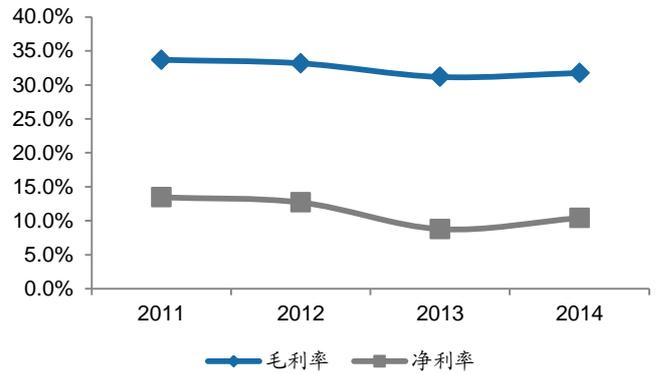
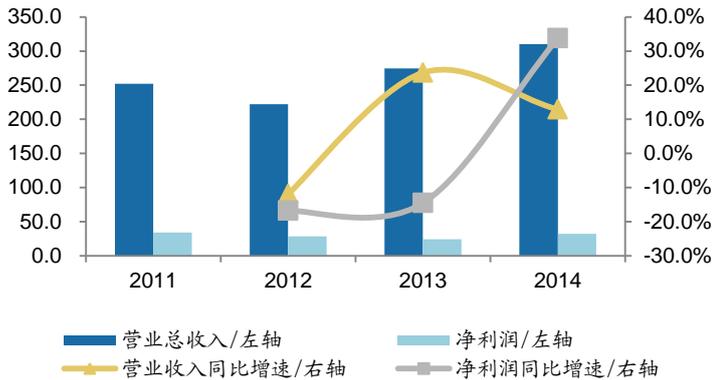
产品类别	产品名称	部件类型	2012年	2013年
工程机械座椅 市场	装载机	公司产品销量（席）	53096	54379
		行业主机产量（台）	134129	149396
		公司市场占有率	39.59%	36.40%
	叉车	公司产品销量（席）	42753	43194
		行业主机产量（台）	209291	244369
		公司市场占有率	20.43%	17.68%
	挖掘机	公司产品销量（席）	16493	26411
		行业主机产量（台）	105711	106073
		公司市场占有率	15.60%	24.90%
	起重机	公司产品销量（席）	10956	8035
		行业主机产量（台）	23424	17940
		公司市场占有率	46.77%	44.79%
压路机	公司产品销量（席）	7741	10300	
	行业主机产量（台）	11298	13439	
	公司市场占有率	68.52%	76.64%	
推土机	公司产品销量（席）	4617	4553	
	行业主机产量（台）	8563	8415	
	公司市场占有率	53.92%	54.11%	
商用车座椅	重卡	公司产品销量（席）	38563	105006
		行业主机产量（万台）	58.90	76.06
		公司市场占有率	3.27%	6.90%
	客车	公司产品销量（席）	34545	30867
		行业主机产量（万台）	47.59	53.02
		公司市场占有率	7.26%	5.82%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

业绩方面，公司2014年实现营业收入3.10亿元，同比增长12.87%，实现净利润3225万元，同比增长33.78%。

盈利能力方面，公司2012、2013和2014年毛利率分别为33.2%、31.2%和31.8%，14年公司毛利率高于行业均值（为19.3%）及行业中值（为23.7%），处于较高水平。公司三类主营产品均有较高的毛利率水平，2014年公司工程机械座椅、商用车座椅、农用机械座椅的毛利率分别为32.6%、30.7%、26.8%。公司农用机械座椅毛利率相对较低，与公司农用机械座椅主要供应国外售后维修市场有关。12-14年公司净利率分别为12.7%、8.8%、10.4%，14年公司净利率高于行业均值（为6.2%）及行业中值（为7.5%）。（其中，行业均值和中值取wind四级行业公司数据）

图 3: 公司营业收入 (百万)、净利润 (百万) 及增速情况 图 4: 公司盈利能力情况

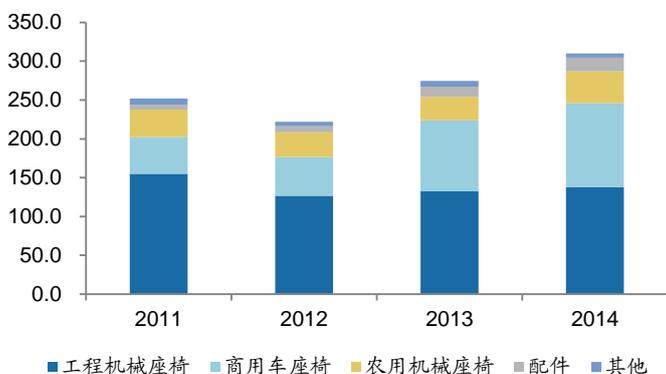


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

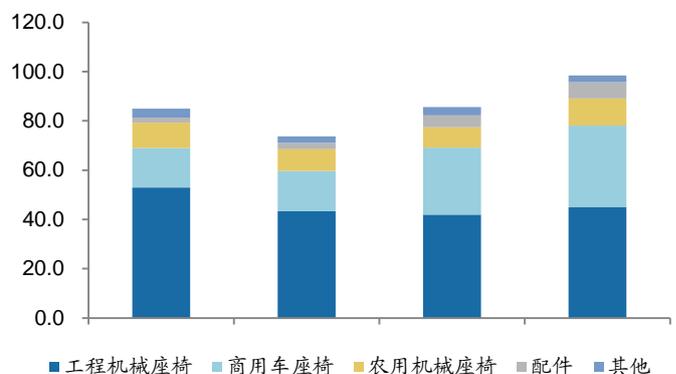
分产品来看, 工程机械座椅、商用车座椅和农用机械座椅是公司营业收入和毛利润的主要来源, 2014年三项业务合计贡献公司营业收入的92.6%, 贡献公司毛利润的90.6%。近三年, 公司商用车座椅销售增长较为明显, 主要由于公司2012年开始陆续开拓了东风柳汽等商用车座椅客户所致。未来几年, 公司将重点开拓商用车司机座椅市场和工程机械座椅中的高端座椅产品市场, 商用车司机座椅、高端工程机械座椅有望成为公司未来收入增长的重要贡献点。

图 5: 公司营业收入 (百万元) 构成情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

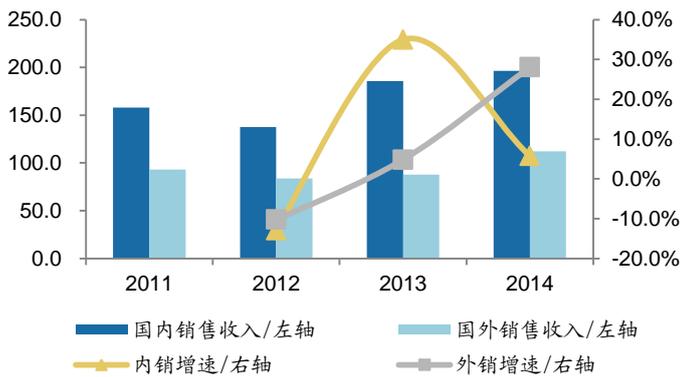
图 6: 公司毛利润 (百万元) 构成情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

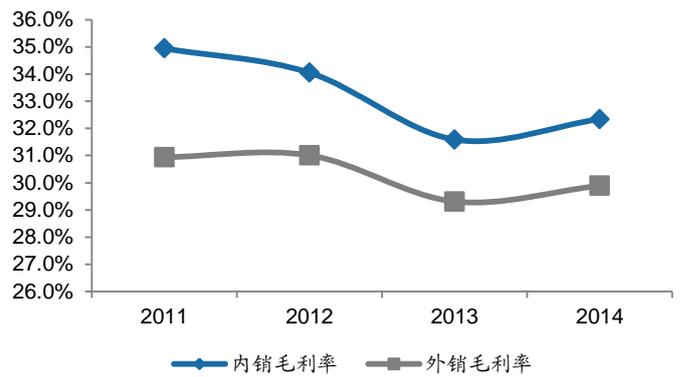
分地区来看, 公司产品销售主要以国内主机配套市场和国外售后维修市场为主, 2014年公司实现内销收入1.96亿元, 占比为63.62%, 实现外销收入1.12亿元, 占比为36.38%。2013年公司主营业务收入的增加主要来自公司12年成功开发了东风柳汽、安徽华菱以及江淮汽车等商用车座椅客户并与2013年实现批量供货所致, 2014年公司主营业务收入增长主要由于公司出口俄罗斯RIAT、美国CONCENTRIC等客户的销售增长有关。

图 7: 分地区公司收入 (百万元) 及增速情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 8: 公司分地区毛利率情况

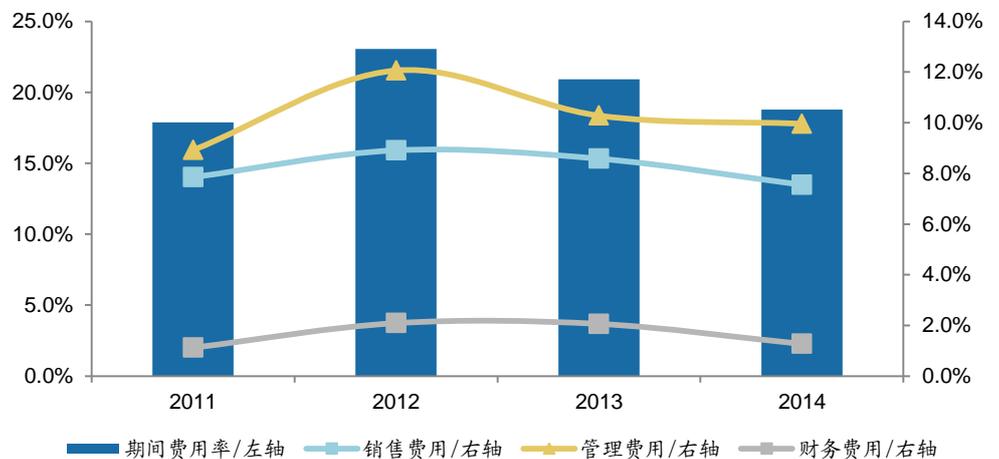


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

近年来, 公司期间费用率有所下降, 2012、2013 和 2014 年公司期间费用率分别是 23.1%、20.9% 和 18.8%, 公司期间费用率下降主要与管理费用率、销售费用率下降有关, 公司管理费用率下降主要由于公司研发费用增速低于收入增速所致。

公司 2012 年、2013 年和 2014 年研发费用率分别是 5.58%、5.04% 和 4.52%, 高于行业平均水平 (13 年 wind 机动车零配件与设备行业研发费用/营业收入平均值为 3.4%, 中值为 3.5%), 公司研发费用计提比较充分。

图 9: 公司期间费用率变化情况



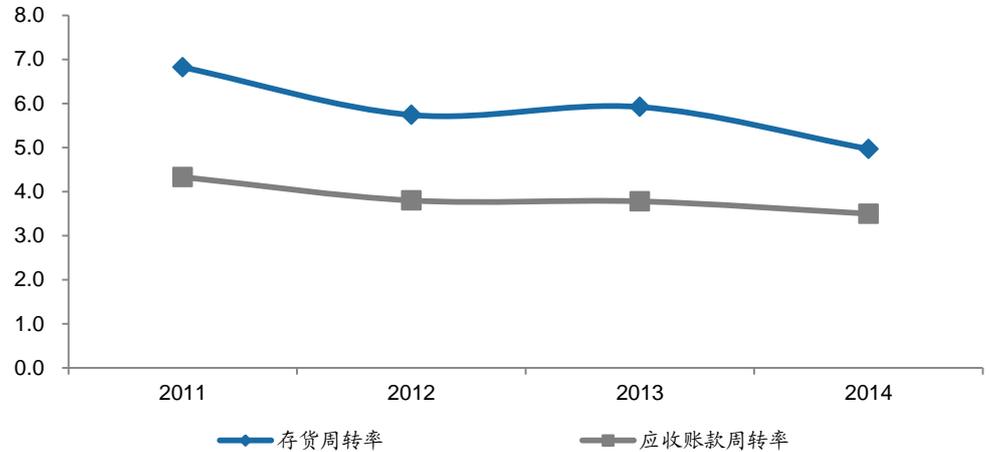
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司存货周转率近三年有所下降, 主要是由于 2014 年公司业务继续保持良好的发展势头, 公司 2013 年新设立的柳州子公司业务发展较快, 新增存货较多所致。公司应收账款周转率近三年有所下降, 但公司对应收账款的回收风险进行了有效控制, 在经营资金周转、货款回笼等方面拥有较好的管理能力。

与行业 14 年数据相比, 公司 14 年存货周转率为 4.97, 低于行业均值 (为 5.94), 高于行业中值 (为 4.14), 公司应收账款周转率为 3.5, 低于行业均值 (为 5.90) 和

行业中值（为4.72）。公司存货周转率和应收账款周转率仍有一定提升空间。（其中，行业均值和中值取wind四级行业公司数据）

图10: 公司存货周转率、应收账款周转率变化情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

整体来看，公司具有较强的盈利能力，财务状况较为健康，营运能力仍有提升空间。

行业竞争格局及公司主要优势

公司是国内专业从事车辆座椅研发、生产与销售的重点企业之一，主要生产工程机械座椅、商用车座椅、农用机械座椅及配件。公司所处行业主要为工程机械、商用车、农用机械汽车座椅行业，不包括乘用车座椅行业。

行业发展情况

我国车辆座椅行业经过长期发展已形成一定的市场规模，支撑主机制造行业做大做强。目前我国车辆座椅生产企业整体实力不强，市场分布较为分散。工程机械、商用车及农用机械等车辆座椅行业尚未形成全方位的行业龙头企业，行业集中度有待提高，大多数企业在普通和低端产品市场的激烈竞争，高端座椅产品大部分依赖进口。

这一状况近年来得到改善。我国企业凭借较好的性价比优势、市场区域优势、对本土客户的理解和服务优势，在国内市场实现了较快发展，市场份额不断扩大。而跨国性车辆座椅生产企业也在国内设厂，一定程度上加剧了行业竞争。

车辆座椅产品大多数分布于主机配套市场和售后维修市场，其市场容量分别取决于下游主机的产量和保有量。其中，主机配套市场上，单位工程机械、客车、农用机械所配备的司机座椅数量均为1个，卡车单车所配备的司机座椅数量为2个。

行业竞争格局

公司主要竞争对手是国内外座椅生产商，包括德国格拉默股份公司、美国商用汽车集团、德国伊思灵豪森集团、美国希尔思公司、东风李尔汽车座椅有限公司、江苏裕华汽车零部件有限公司、北京光华荣昌汽车部件（集团）有限公司等。

表5：公司主要竞争对手及配套市场情况

公司名称	配套市场
德国格拉默	工程机械、农用机械、商用车
美国 CVG	工程机械、农用机械、商用车
德国伊思灵豪森	商用车、工程机械
美国希尔思	工程机械、农用机械
东风李尔汽车座椅有限公司	商用车
江苏裕华汽车零部件有限公司	乘用车、商用车
北京光华荣昌汽车部件（集团）有限公司	商用车

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

1. 工程机械座椅和农用机械座椅行业

工程机械和农用机械座椅的市场参与主体包括跨国公司的子公司和本土厂商。跨国性车辆座椅生产企业如德国格拉默、德国伊思灵豪森、美国商用汽车集团和美国希尔思，发展历史较长，资金和技术实力雄厚。他们在我国建立的合资或独资公司占据了国内大部分高端市场。本土企业是以公司为代表的规模较大、跨地区的生产厂商，主要在中低端座椅市场占据了重要份额，同时致力于进军高端座椅市场，已具备一定市场份额。

表6：工程机械和农用机械座椅行业中国内有代表性的合资或外商独资企业

企业名称	行业地位	国内建立的合资或独资公司
德国格拉默股份公司	全球非路面机械座椅品种领导者及卡车、客车和火车等座椅品种的最大供应商之一	格拉默车辆内饰（天津）有限公司
美国商用汽车集团	占据着北美重卡市场第一的份额	仕驰汽车配套部件（上海）有限公司
德国伊思灵豪森集团	在欧洲市场有明显竞争优势	西安伊思灵华泰汽车座椅有限公司
美国希尔思公司	在北美市场有明显竞争优势	廊坊全兴希尔思交通器材有限公司

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2. 商用车座椅行业

商用车座椅市场的参与主体主要有三类：①主机厂的下属座椅生产企业；②主机厂的合资子公司；③独立的座椅供应商，包括跨地区的大型企业和规模较小的生产企业。公司属于第三类企业。

与工程机械和农用机械座椅行业相似，商用车座椅市场主要是由美国江森自控有限公司、日本丰田纺织株式会社、美国李尔公司、美国商用汽车集团、美国希尔思公司和德国格拉默股份公司等欧美日大型汽车座椅生产企业占据。目前，国内重卡高端座椅配套市场的供应商主要是东风李尔汽车座椅有限公司、西安伊思灵华泰汽车座椅有限公司和天成自控等。

表7: 商用车座椅行业中三类参与主体模式的代表企业

参与主体类别	公司名称
主机厂的下属座椅生产企业	中国重汽集团济南商用车公司（中国重型汽车集团有限公司的全资子公司）
主机厂的合资子公司	东风李尔汽车座椅有限公司
	柳州东风李尔方盛汽车座椅有限公司
独立的座椅供应	浙江天成自控股份有限公司
	西安伊思灵华泰汽车座椅有限公司
	北京光华荣昌汽车部件（集团）有限公司
	江苏裕华汽车零部件有限公司

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司主要竞争优势

公司在装载机、压路机、推土机和叉车等工程机械座椅行业国内市场占据较大的份额，公司产品配套于卡特彼勒、龙工、徐工、厦工、柳工和三一重工等行业内标杆企业。公司市场占有率较高，主要由于公司拥有研发技术平台优势、生产工艺优势、客户资源优势、品牌优势、服务优势等主要竞争优势。

➤ 研发技术平台优势

公司是国家高新技术企业，拥有省级高新技术企业研究开发中心，多年来专注于车辆座椅领域，拥有强大的研发优势，获得了29项专利授权。公司承担了多功能空气悬挂式减振座椅、重卡用气囊减振座椅、智能记忆电动座椅和汽车驾座自控气囊减振座椅等多个国家火炬计划项目；汽车座椅靠背角度无级调节器和汽车驾座自控气囊减振座椅等项目获得了科技部科技型中小企业技术创新基金的支持。

表8: 公司核心技术

核心技术名称	所属领域	先进性
半主动控制减振技术	工程机械、商用车	国内领先水平
气囊悬浮减振技术	工程机械、商用车	国内同类产品领先水平
独立机械减振技术	工程机械	国内同类产品领先水平
座椅舒适性测试、分析、评价方法及优化设计方法	所有车辆座椅	取得发明专利
智能记忆电动座椅技术	商用车	国家火炬计划项目

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表9: 公司正在从事的部分研发项目情况

项目名称	研究方式	进展情况
挖掘机气囊减振座椅	独立开发	主要面向挖掘机主机厂，已完成平台开发工作，目前正在进行针对不同客户的二次开发
SC29 平台化开发	独立开发	主要为叉车及小型工程机械开发的高端座椅，目前正在进行工装模具开发
重卡用多功能气囊减振座椅	独立开发	主要面向商用车主机厂，已完成平台开发工作，目前正在进行针对不同客户的二次开发
轻卡座椅	独立开发	主要面向轻卡车型主机厂，目前已完成方案设计，准备开发工装模具
电动轿车座椅	独立开发	用于电动轿车，目前正进行工装模具开发
儿童安全座椅	独立开发	目前设计方案已经完成，正进行样件创作
乘用车座椅平台开发	独立开发	主要面向主机厂的国产品牌SUV 产品，正在进行立项

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

➤ 生产工艺优势

公司从2008年开始实施“精益生产管理”和“6Sigma”项目管理，采用新型生产设备和先进生产工艺，推行精益生产，通过平衡生产节拍、减少等待浪费、培养多能工和一人多机等环节提高生产效率。

➤ 客户资源优势

经过多年的市场开拓与行业积累，发行人三大产品系列均已经拥有一批稳定的高端客户群，同时积极拓展市场覆盖面，形成了一批全球性的成长性的客户。公司已成为卡特彼勒、三一重工、龙工、徐工、厦工、柳工、山推、杭叉、合力叉车、宇通客车、青年汽车、中国一拖、福田雷沃和丰田叉车等主机厂的座椅配套商，客户覆盖国内乃至全球范围内的主要主机厂商。

➤ 品牌优势

公司是较早进入国内车辆座椅行业的本土企业，凭借技术优势和产品质量优势，形成了业内知名的“天成”品牌。

➤ 服务优势

公司拥有较为完善的销售、服务网络，在全国范围内设立了六大销售区域，每个销售区域配备销售人员和专业的售后服务人员，为主机厂商提供良好的沟通渠道和售后服务。销售人员会与研发技术人员一起参与客户新产品的开发，维系、改进与客户之间的长期稳定合作关系。

针对重点市场和重点客户，公司采取在主机厂周围设立仓储服务中心或子公司的方式，及时跟进客户的生产计划和安排，提高了配套和服务的快速反应能力。

募投项目分析

本次公司拟公开发行2500万股，占发行后总股本的25%，新股募集资金总额扣除发行费用后，将用于年“年产工程机械、商用车、农业机械80万席座椅项目”和“研发检测中心改造项目”。

表10: 公司募投项目情况

项目名称	投资总额(万元)	拟使用募集资金(万元)	计划建设期
年产工程机械、商用车、农业机械 80 万席座椅项目	21406	13850	24 个月
研发检测中心改造项目	1990	1210	24 个月
合计	23396	15060	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

年产工程机械、商用车、农业机械 80 万席座椅项目

经过多年发展，公司现有的产能、产量已不能和日益增大的市场需求相匹配，制约了公司的进一步发展。为进一步优化产品结构，提高对主机厂的配套能力，巩固和增强公司现有的市场地位，需要不断开发新品、加大投入、增强生产能力。本项目旨在进一步优化企业产品结构，提高产品质量及成本竞争力，增强企业自身实力，提升工程机械和商用车、农用机械的国际竞争力。

项目总投资21406万元，其中建设投资19068万元，铺底流动资金2338万元。在建设投资中，建筑工程投资为6536万元，设备及安装工程投资为7490万元，其他费用为5042万元（其中含征地费3534万元）。

项目计划建设期2年，完全达产后，预计每年可增加销售收入38593万元，可增加利润总额6663万元，税后利润5664万元。全部投资财务内部收益率（所得税后）为22.00%，静态投资回收期（所得税后）为6.13年（含建设期2年）。

表11: 年产工程机械、商用车、农业机械80万席座椅项目建设投资概算

建设投资各项费用	金额(万元)
工程费用	
一般土建投资	5588.00
工艺设备投资	7140.00
其他	1298.00
其他费用	
征地费	3534.00
前期工作费	50.00
勘查设计费等	550.00
预备费	
基本预备费	908.00
合计	19068.00

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

研发检测中心改造项目

公司当前不断研发推出的大型工程机械座椅、商用车座椅及大型农机座椅均需要更加先进的工艺技术、检测设备和后续资金来支持，现有的技术条件不能满足将来在高端产品市场上的竞争要求。

公司研发检测中心亟待提升的四个方面包括：1、扩大研发技术人员队伍，引进高层次专业人才；2、提升研发软件平台；3、提升检测能力；4、提升产品试制能力。

本项目将对公司现有汽车座椅研究开发中心进行升级改造，建成一个集科研、开发、检测、信息功能、新产品试制生产于一体的研发技术中心。研发技术中心将设立产品研发部、技术服务部、工艺装备部和检测中心。研发技术中心还将大力搭建产学研共建平台，进行人才培养和共性技术的研发工作。

研发技术中心升级改造完成后，能为引进和培养高级技术人才创造良好环境，加强企业研制开发能力，保持自身技术优势，为企业持续发展提供有力保证。

本项目预计投资规模为1,990万元。其中，建筑工程投资270万元，设备及安装工程投资1387万元，其他费用（包括预备费）333万元，计划建设期2年。

本项目实施后，重点研发方向包括高端叉车座椅的开发、大型挖掘机气囊减振座椅的开发、半主动控制高端气囊减振司机座椅、主动控制减振座椅的研发。

表12: 研发检测中心改造项目建设投资概算

建设投资各项费用	金额（万元）
工程费用	
办公、检测及试验场所改建	270.00
办公设备及试制设备	177.00
检测中心设备	1210.00
其他费用	
软件费	205.00
前期工作费等	33.00
预备费	
基本预备费	95.00
合计	1990.00

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表13: 研发检测中心改造项目研发方向和目标

研发方向名称	主要研究内容	研究目标
高端叉车座椅的开发	加入独立机械减振器；在设计结构中强化安全性；对造型及外饰件进行轿车化改造	在舒适性、安全性和外饰件轿车化方面取得突破
大型挖掘机气囊减振座椅的开发	以气囊悬浮减振系统替代机械弹簧减振机构；增加了腰部支撑功能、可变阻尼功能、控制箱支架高度调节功能、加热通风功能等	提高座椅的动态舒适性、安全性及驾驶员的操作便利性。

半主动控制高端气囊减振司机座椅

可变阻尼功能；带有气动调节高度的高度阀；快速放气功能（速降功能）；可调节的气袋式腰部支撑；前后减振功能、座深调节功能、座垫俯仰角度调节功能、座椅电加热功能、通风排汗功能等多种附加功能

提高驾驶的舒适性和安全性和便利性。

主动控制减振座椅的研发

在座椅上配有由计算机芯片组成的控制器以及加速度传感器、位移传感器、磁流变阻尼器、遥控气罐等。

提高座椅的减振效果

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测

公司拟发行2500万股，以公司IPO后总股本10000万股计算，我们预计公司2015-2017年的EPS分别为0.4元、0.49元、0.59元。

风险提示

下游行业景气度下滑；公司产品销量不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	182	220	355	419	497
货币资金	20	24	158	186	223
应收及预付	125	146	151	178	210
存货	37	48	44	52	61
其他流动资产	0	2	2	2	2
非流动资产	172	183	189	195	200
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	82	79	71	62	53
在建工程	1	15	22	30	39
无形资产	86	83	91	98	103
其他长期资产	4	5	5	5	5
资产总计	354	403	544	613	696
流动负债	168	172	119	139	164
短期借款	68	49	0	0	0
应付及预收	100	123	118	139	164
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	12	12	12	12
长期借款	0	12	12	12	12
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	168	184	130	151	175
股本	75	75	100	100	100
资本公积	17	17	147	147	147
留存收益	95	127	167	216	275
归属母公司股东权	187	219	414	462	521
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	354	403	544	613	696

现金流量表

单位: 百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	26	36	43	43	51
净利润	24	32	40	49	59
折旧摊销	10	10	10	10	10
营运资金变动	-14	-11	-7	-15	-18
其它	5	4	0	-1	-1
投资活动现金流	-44	-21	-13	-14	-13
资本支出	-44	-21	-13	-14	-13
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	6	-15	104	-1	-1
银行借款	108	70	-49	0	0
债券融资	-97	-78	0	0	0
股权融资	0	0	155	0	0
其他	-4	-7	-2	-1	-1
现金净增加额	-12	0	134	28	37
期初现金余额	35	20	24	158	186
期末现金余额	23	20	158	186	223

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	23.6	12.9	14.0	16.4	17.4
营业利润增长	18.6	40.7	19.4	24.6	22.0
归属母公司净利润增长	-14.5	33.8	24.3	21.1	21.2
获利能力(%)					
毛利率	31.2	31.8	32.4	32.8	33.2
净利率	8.8	10.4	11.3	11.8	12.2
ROE	12.9	14.7	9.7	10.5	11.3
ROIC	12.1	14.2	15.2	17.2	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	47.3	45.6	23.9	24.6	25.2
净负债比率	0.3	0.2	-0.4	-0.4	-0.4
流动比率	1.09	1.28	3.00	3.00	3.03
速动比率	0.85	0.99	2.60	2.61	2.64
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.82	0.75	0.71	0.74
应收账款周转率	3.78	3.50	3.64	3.61	3.60
存货周转率	5.92	4.97	5.38	5.31	5.27
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.43	0.40	0.49	0.59
每股经营现金流	0.35	0.48	0.43	0.43	0.51
每股净资产	2.49	2.92	4.14	4.62	5.21
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	275	310	353	411	482
营业成本	189	212	239	276	322
营业税金及附加	2	2	2	3	3
销售费用	24	23	29	33	38
管理费用	28	31	37	42	49
财务费用	6	4	2	2	2
资产减值损失	2	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-1	0	0	0
营业利润	26	36	43	54	66
营业外收入	2	2	4	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	28	38	47	56	68
所得税	4	6	6	8	10
净利润	24	32	40	49	59
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	24	32	40	49	59
EBITDA	42	52	57	67	79
EPS(元)	0.32	0.43	0.40	0.49	0.59

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企业管理专业硕士，5年半汽车相关产业工作经历，5年卖方研究经验。2014年新财富最佳汽车行业分析师第五名，2011、2012、2013年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名；水晶球公募基金最佳汽车行业分析师2012年、2014年第五名、2013年第四名；2013年、2014年金牛奖第三名；2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联系人，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：联系人，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，2014年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。