

2014年8月25日

华懋新材 (603306.SH)

公司新股定价

证券研究报告

安全气囊布行业先行者

■ **汽车零部件子行业先驱者**：公司主要销售安全气囊布和安全气囊，是国内目前主要的安全气囊布和安全气囊供应商之一。公司目前已进入国内外主流车型供应链体系，下游客户主要为世界知名汽车零部件厂商，客户主要为大众、通用、奥迪、沃尔沃、菲亚特等整车厂商提供配套服务。募投项目实施后，行业市场占有率有望达到50%以上。

■ **市场容量有望提高**：近十年来中国汽车行业呈现出蓬勃发展的局面，安全气囊作为一种能够有效保护司乘人员安全的被动防护装置，也保持了与汽车行业同样的高速增长。目前我国安全气囊产业已经摆脱了完全由国外厂商垄断的态势，安全气囊从进口组装逐渐向本土化生产和采购发展，安全气囊组件国内配套生产的能力逐步增强。随着国内自主品牌汽车市场的发展，安全气囊国产化率将进一步提升。

■ **历史业绩表现稳健**：报告期内，公司营业收入逐年稳步提升，净利润有所增加。2011-2013年，公司收入和净利润复合增速分别为21%和14%。2013年，公司收入约为4亿元，同比增长34%，净利润约为8900万元，同比增长73%。

■ **募投项目将进一步夯实行业地位**：项目预计总投资3.3亿元，其中建设投资2.97亿元，流动资金3241万元，达产后预计实现年均新增营业收入4.6亿元，年均新增利润总额1.18亿元。项目设计产能为平织气囊布1710万米/年，OPW高档气囊布58万米/年。根据行业经验，该项目全部达产后可实现最大产量预计为设计产能的80%，即平织气囊布1368万米/年，OPW高档气囊布46.4万米/年。

■ **盈利预测与估值**：我们预计公司14-16年实现收入4.56/5.2/5.9亿元，实现归母净利润0.997/1.13/1.24亿元，对应摊薄后EPS分别为0.71/0.8/0.88元。根据可比上市公司2014年PE估值的对比，我们认为给予公司2014年PE为18-20倍相对合理，建议询价区间为11元-13元，定价区间为12.78-14.20元。

■ **风险提示**：1) 下游汽车行业景气度能否持续的风险；2) 可替代材料的风险

询价区间：11.00—14.00元

定价区间：12.78—14.20元

发行数据

总股本(万股)	10,500
发行数量(万股)	3,500
网下发行(万股)	2,100
网上发行(万股)	1,400

保荐机构

发行日期	2014-8-28
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

金威国际有限公司	80.50%
厦门懋盛投资管理有限公司	7.00%
上海祥禾股权投资合伙企业(有限合伙)	6.88%
厦门懋胜投资管理有限公司	3.00%
厦门天资祥有限公司	2.63%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

衡昆

分析师
SAC 执业证书编号: S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

苏林洁

021-68763865
sulj@essence.com.cn

相关报告

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	296.9	396.4	456.5	520.5	590.6
净利润	51.4	89.0	99.7	112.5	123.5
每股收益(元)	0.49	0.85	0.71	0.80	0.88
每股净资产(元)	2.99	3.84	6.81	7.29	7.82

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	35.4%	38.1%	37.0%	37.0%	36.5%
净利润率	17.3%	22.5%	21.8%	21.6%	20.9%
净资产收益率	16.4%	22.1%	10.5%	11.0%	11.3%
ROIC	21.1%	28.0%	26.1%	16.6%	12.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

1. 公司概况

1.1. 安全气囊布行业先行者

公司在国内较早实现安全气囊布大规模商业化生产，是国内目前主要的安全气囊布和安全气囊供应商之一。公司主营产品安全气囊布属于产业用纺织品领域里一项具有高技术含量的产品，具有较高市场壁垒。

公司 2005 年具备安全气囊布规模化生产能力，是国内较早实现安全气囊布规模商业化生产的企业之一。公司目前已进入国内外主流车型供应链体系。公司下游客户主要为世界知名汽车零部件厂商，客户主要为大众、通用、奥迪、沃尔沃、菲亚特、欧宝、克莱斯勒、福特、马自达、尼桑、荣 1-1-31 威、比亚迪、长城、奇瑞、江淮、吉利等整车厂商提供配套服务。

作为一种安全部件，安全气囊布的性能要求高，织造难度大。目前公司已获得 16 项专利授权，拥有非专利技术 12 项，已形成完整的技术体系。2009 年 9 月，公司被认定为高新技术企业。2012 年公司顺利通过高新技术企业复审。

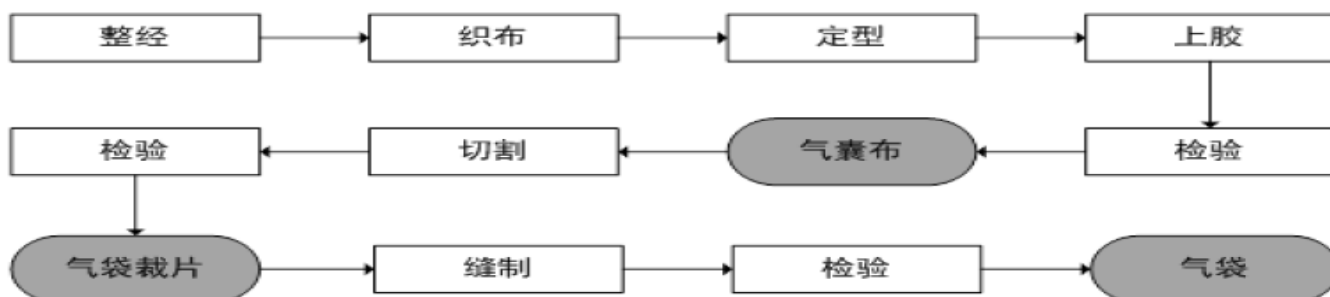
除主营产品安全气囊布外，公司目前凭借技术及产能优势，开始向下游安全气囊缝制价值链延伸，力求为客户提供更优质的服务和产品。上述产品均为产业用纺织品中的高端产品，具有较高的进口替代价值。

图 1：公司产品示意图



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 2：主要产品的工艺流程图



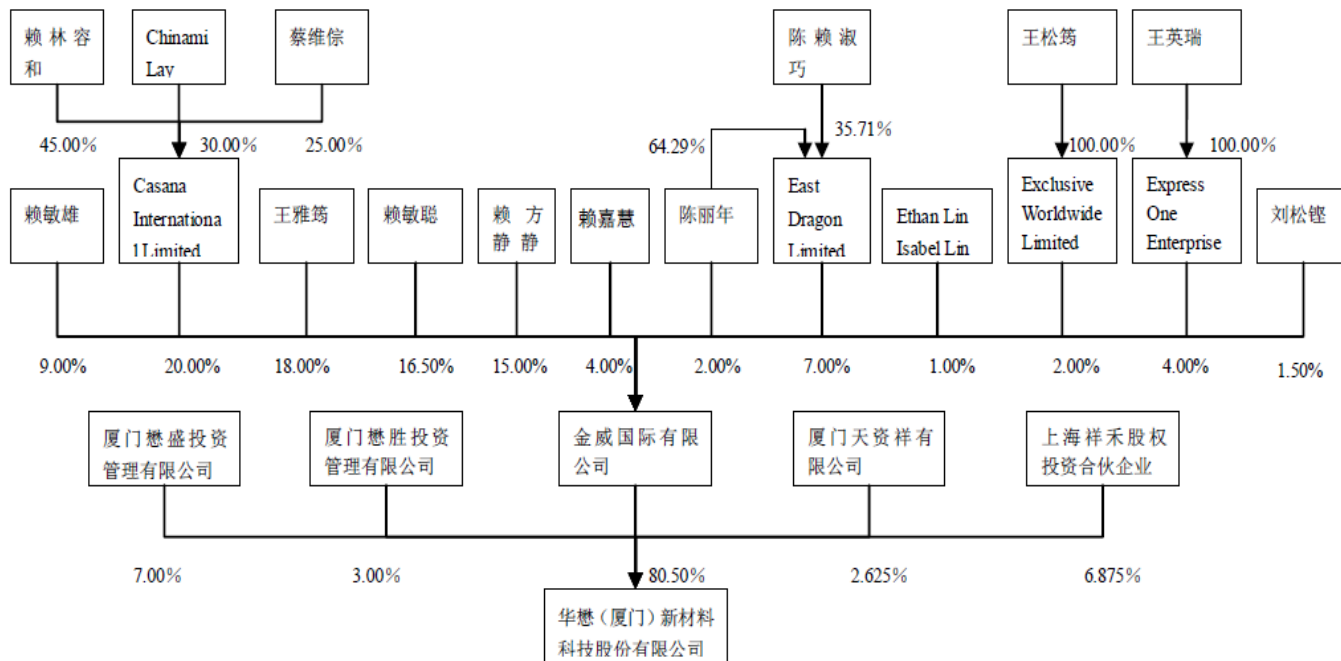
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 股权结构

金威国际为发行人控股股东，1992 年 5 月 4 日于英属维尔京群岛注册成立。本公司实际控制人为赖敏聪先生、赖方静静女士、王雅筠女士及赖嘉慧女士。其中，赖敏聪先生

与赖方静静女士系夫妻关系，王雅筠女士系赖敏聪及赖方静静之儿媳，赖嘉慧系赖敏聪及赖方静静之女。上述四人合计持有公司控股股东金威国际 53.50%的股权，为本公司实际控制人。

图 3：公司股权结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

目前，华懋新材的股权结构如下：

表 1：股本结构

股东	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
金威国际有限公司	8,452.5000	80.500%
厦门懋盛投资管理有限公司	735.0000	7.000%
上海祥禾股权投资合伙企业 (有限合伙)	721.8750	6.875%
厦门懋胜投资管理有限公司	315.0000	3.000%
厦门天资祥有限公司	275.6250	2.625%
合计	10,500.0000	100.000%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 股权激励

目前公司对高管及核心员工已实施股权激励，有利于公司提升管理效率：厦门懋盛投资管理有限公司持有华懋科技 7%的股权，其股东均为华懋科技的高级管理人员或核心岗位工作人员。因此，公司对核心管理层及核心员工已实施了股权激励，管理层的利益与上市公司一致，这将有利于公司提升管理效率，加快业绩增长。

2. 汽车零部件/安全气囊布行业

本公司所处行业为汽车零部件行业。同时主要产品安全气囊布亦属于国家产业政策支持的产业用纺织品行业。

2.1. 汽车行业相关政策

2012年4月，中汽协发布《“十二五”汽车工业发展规划意见》提出我国汽车产业需要加快国际化发展步伐，掌握关键零部件核心技术，加快零部件产业发展，做大做强企业集团，提高行业集中度。

2009年3月，国务院公布了《汽车产业调整和振兴规划》，提出以扩大内需、结构调整、自主创新和产业升级为原则，实现汽车产销稳定增长，消费环境明显改善，需求结构得到优化，兼并重组取得重大进展和关键零部件技术实现自主化等目标。

2009年9月，经修订的《汽车产业发展政策》正式实施，提出激励汽车生产企业提高研发能力和技术创新能力，积极开发具有自主知识产权的产品，实施品牌经营战略，推动汽车产业结构调整 and 重组，扩大企业规模效益，提高产业集中度，避免散、乱、低水平重复建设，培育一批有比较优势的零部件企业实现规模生产并进入国际汽车零部件采购体系，积极参与国际竞争的政策目标。

2.2. 产业用纺织品行业相关政策

《纺织工业“十二五”科技进步纲要》提出“突破高性能、高档土工合成材料、医疗卫生用、过滤用、交通工具用、安全防护用等产业用纺织品加工技术的产业化研发，掌握一批自主原创的核心技术”作为我国十二五期间产业用纺织品的研发重点；

国家发改委和商务部联合发布的《外商投资产业指导目录（2011年修订）》将“采用非织造、机织、针织及其复合工艺技术的轻质、高强、耐高/低温、耐化学物质、耐光等多功能化的产业用纺织品生产”列为鼓励外商投资产业；

工业和信息化部发布《纺织工业“十二五”发展规划》提出“突出重点发展高性能产业用纺织品，研究安全气囊的纤维、面料、制品加工一条龙产业化技术，实现规模化生产，及安全防护用纺织重点研究采用芳纶、聚酰胺纤维、高强聚乙烯等高性能纤维，开发救生抢险、消防、防刺防弹、防生化等绳带和服装产品。”

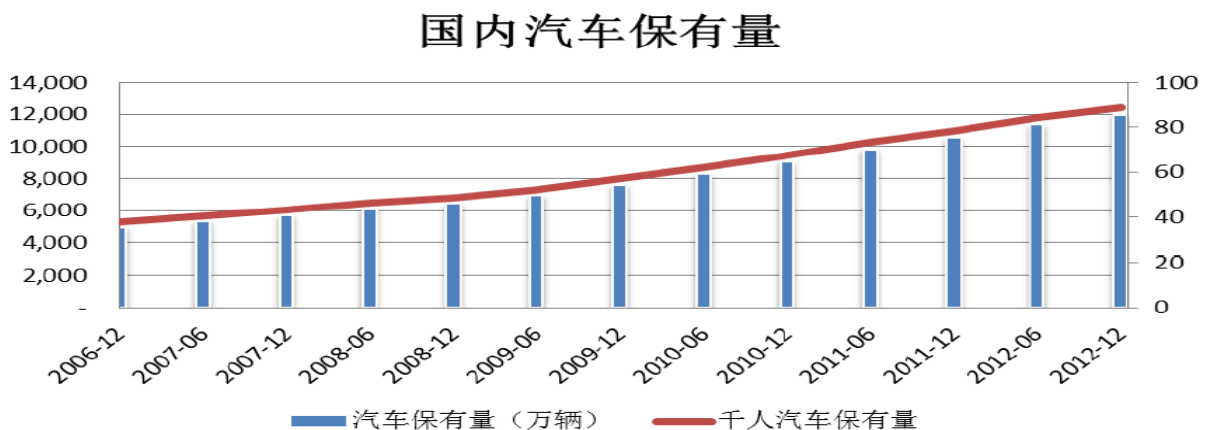
2.3. 国内汽车行业概况

近十年来，受益于国家政策利好和国民经济的持续增长，中国汽车行业呈现出蓬勃发展的局面，2001年我国汽车产销量分别为233.40万辆和235.90万辆，2013年汽车产销量分别为2,211.68万辆和2,198.41万辆，均呈高速增长的趋势。

从生产数据来看，据韩国汽车产业协会发布的“2013年各国汽车生产资料”，2013年全球汽车产量达8738万辆，同比增加2.7%，其中中国汽车产量为2211.7万辆，增长14.8%，在全球总产量中占比达到25.3%，连续5年蝉联全球之首。中国已经在全球汽车产业中占据了举足轻重的位置。

从消费数据来看，受政策推动和居民可支配收入增长的影响，国内汽车保有量自“十一五”以来保持了持续上升的趋势，如下图所示：

图4：国内汽车保有量



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

国内汽车工业虽然经历了十年持续的飞速发展，但相比于发达国家，中国汽车产业的发展前景和市场空间仍然巨大。根据《中国汽车社会发展报告 2012—2013》(中国社会科学院 2013 年发布)，到 2013 年第一季度，中国私家车保有量将超过 1 亿辆，若以 14 亿人口计算，中国千人私家车保有量为 71.42 辆。这一数据不仅低于世界平均水平(千人汽车保有量 140 辆)，更远远低于欧美日发达地区的水平(美国千人汽车保有量为 800 多辆，欧洲为 600 多辆，日本和俄罗斯为 224 辆)。该报告预测，中国私家车保有量在 10 年后有望达到 2.2 亿辆。

2.4. 产业用纺织品行业概况

产业用纺织品在国外被称为技术织物(Technical textiles)，也常被称为功能性纺织品、高性能纺织品或工程纺织品。产业用纺织品涵盖了医卫用纺织品、过滤用纺织品、建筑用纺织品、土工织物、包装用纺织品、特殊装饰用纺织品、交通运输用纺织品、农业用纺织品、安全防护用纺织品等二十几类，与服装用纺织品、家用纺织品并称为纺织品的三大门类。

产业用纺织品是我国战略性新兴产业的重要组成部分，为新能源、环保、生物医药等产业提供基础产品，诸如高铁路基土工布、风力发电机叶片、人工心脏瓣膜、汽车安全气囊等产品均属于产业用纺织品。

根据《产业用纺织品“十二五”发展规划》，至 2015 年末，我国产业用纺织品纤维加工总量将达到 1,290 万吨左右，年均增长 9.5%；高性能纤维用量由目前的 5 万吨提高到 10 万吨；产业用纺织品纤维加工总量占纺织行业纤维加工总量的比重由目前的 20%提高到 25%左右；行业总产值达到 1 万亿元左右，年均增长 15%左右。

2.5. 安全气囊行业概况与发展趋势

安全气囊是一种能够有效保护司乘人员安全的被动防护装置，是汽车被动安全中一项技术含量很高的产品。测试表明，安全气囊在汽车被动安全性方面的作用非常明显，它能够在汽车碰撞时大大减轻乘员受到的伤害，其单独使用可以减少 18%的死亡率，而与安全带配合使用时可以减少 47%的死亡率。安全气囊的保护效果已被人们普遍认识。

有关安全气囊的第一个专利始于 1958 年，1970 年就有厂家开始研制可以减轻碰撞事故中乘员伤害程度的安全气囊，20 世纪 80 年代汽车生产厂家开始逐渐装用安全气囊，进入 90 年代安全气囊的装用量急剧上升。发达国家首先以立法形式强制推广安全气囊的使用，以美国为例，法律规定自 1997 年 12 月 1 日开始所有新型小轿车都必须安装安全气囊，自 1998 年 9 月开始所有新卡车也必须安装安全气囊。

我国从事汽车碰撞安全和军工研究的专家与学者自 20 世纪 80 年代末开始就在关注汽车安全气囊的研究与发展；1995 年前后，我国汽车安全气囊制造业尚属空白，安全气囊只是在高档进口轿车上才有配备；1999 年，我国颁布了第一项汽车被动安全技术法规《关于正面碰撞乘员保护的设计规则》；进入 21 世纪，随着我国汽车保有量的快速提高，由此带来的汽车行驶安全问题也越来越受到交通主管部门、汽车制造厂商和司乘人员的关注，安全气囊需求量快速增长，国外主要安全气囊总成厂商纷纷进入中国投资设厂(2001 年奥托立夫率先在上海投资生产安全气囊，2002 年日本高田在上海投资设厂，2003 年日本 Nihon Plast 在中山投资设厂，2004 年延锋百利得在上海建厂)，同时国内企业开始进入汽车安全气囊生产领域。

目前我国安全气囊产业已经摆脱了完全由国外厂商垄断的态势，安全气囊从进口组装逐渐向本土化生产和采购发展，安全气囊组件国内配套生产的能力逐步增强。伴随着国内自主品牌汽车市场的发展，安全气囊国产化率将进一步提升。

2.5.1. 市场供应情况

安全气囊布属于产业用纺织品领域里一项具有高技术含量的产品，本公司 2005 年具备安全气囊布规模化生产的能力，是国内较早实现安全气囊布大规模商业化生产的企业。目前国内安全气囊布生产厂家主要有本公司、丸井织物(南通)有限公司、江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司、上海博舍纺织科技有限公司、克隆(南京)特种纺织品有限公司、东

洋纺汽车饰件（常熟）有限公司、日岩帝人汽车安全用布（南通）有限公司等。

由于安全气囊布行业进入壁垒较高，认证时间较长，短期内不会出现大量企业进入该细分市场的情况。

2.5.2. 市场需求情况

受益于我国汽车市场快速增长，我国安全气囊的需求快速提高。随着国家对于安全产品相关法规的逐年增多以及中国汽车市场的高速增长，汽车被动安全系统如安全气囊也会像主动安全系统（ABS、倒车雷达等）一样越来越普及，安全气囊会成为中国小型、大型车的标配，主、侧部都会安装，所以我国安全气囊布市场将面临巨大的市场需求。

2.5.3. 行业竞争格局与市场化程度

安全气囊布的生产技术要求高、生产认证周期长、前期投入大，因此进入该产品市场的企业较少，市场集中度较高。除本公司外，国内生产企业主要有丸井织物（南通）有限公司、江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司、上海博舍纺织科技有限公司，可隆(南京)特种纺织品有限公司、东洋纺汽车饰件（常熟）有限公司、日岩帝人汽车安全用布（南通）有限公司等。公司经过多年的发展，在核心技术、客户资源、产品质量和公司管理、环境保护等方面已建立起较大优势，在安全气囊行业中逐步建立领先地位。

表 2：主要竞争对手情况

主要竞争对手	概况
可隆(南京)特种纺织品有限公司	可隆（南京）特种纺织品有限公司是韩国可隆集团（KOLON）在华投资的子公司，主要生产轮胎帘子布及汽车安全气囊。可隆集团拥有国际国内许多知名客户，如普利司通轮胎，锦湖轮胎，TOYO，锦恒，比亚迪，Autoliv 等，韩国可隆集团创立于 1957 年，是一家化学纤维制造的公司。
丸井织物（南通）有限公司	丸井织物株式会社和东丽（中国）投资有限公司共同投资。日本丸井株式会社是日本纺织业龙头企业，主要生产品种主要有运动服面料和空气气囊。东丽（中国）投资有限公司旗下东丽合成纤维（南通）有限公司拥有尼龙切片纺体系，丸井织物（南通）有限公司安全气囊布在成本上具有一定竞争优势。
江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司	江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司为韩国独资企业，成立于 2008 年 1 月，主要从事汽车用安全气囊用面料的开发研制与生产销售。
上海博舍纺织科技有限公司	成立于 2006 年是一家由国外企业独立投资设立的生产型企业，主要生产和销售安全气囊等用尼龙布。母公司为法国 PORCHER 工业集团。
东洋纺汽车饰件（常熟）有限公司	东洋纺织株式会社和丰田通商株式会社于 2011 年共同投资设立，日本东洋纺织株式会社是日本与东丽齐名的纺织业巨头，与丰田旗下综合商社丰田通商合资共同拓展中国汽车安全气囊布市场。
日岩帝人汽车安全用布（南通）有限公司	帝人 FRONTIER 株式会社、旭化成纤维株式会社、中兴化成工业株式会社、岩佐织物株式会社于 2011 年共同投资设立，帝人 FRONTIER 株式会社是日本知名的安全气囊布制造商，旭化成纤维株式会社具备安全气囊布原丝的制造技术，两者共同拓展中国市场。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.5.4. 行业进入壁垒

安全气囊布属于产业用纺织品领域里一项具有高技术含量的产品，因而不论从技术或者人才而言，行业进入壁垒较大。

表 3：行业进入壁垒

壁垒	特征
认证壁垒	安全气囊布和安全气囊是汽车安全部件的原材料，生产厂商必须通过汽车行业质量管理体系 ISO/TS16949 和汽车安全气囊总成厂商或整车厂商的双重认证，准入壁垒非常高。 ISO/TS16949 质量管理体系是由国际汽车工作组与国际标准化组织（ISO）联合制定的国际汽车质量

的技术规范，这项技术规范适用于整个汽车产业生产零部件与服务件的供应链。ISO/TS16949 的核心是以生产过程的管控为导向，要求供应商按照客户的需求设计整个制造过程，并确保整个制造过程受到控制、测量、监控和分析。认证难度非常大。本公司 2005 年具备规模化生产安全气囊布能力，直到 2007 年才获得 ISO/TS16949 质量管理体系的认证。

客户壁垒 基于上述认证体系，供需双方会形成长期稳定的合作关系，构成了较强的市场进入障碍。安全气囊布一旦通过了下游客户的认证，下游的汽车安全气囊总成厂商或整车厂商一般都不愿主动变更供应商，因为变更需要重新进行一系列的实验验证。除变更所花费的切换成本较高外，下游厂商也不愿承担因变更可能产生的质量风险。

技术壁垒 使用者对安全气囊的质量品质要求十分严格，不容许有任何差错产生，故对安全气囊布和安全气囊的生产提出很高的技术要求，如强度高、透气度精准、尺寸精确等，并要求确保其性能可持续稳定十几年，在不同的环境下性能良好，故对工艺和设备具有特殊和严格的要求。

规模壁垒 零库存是汽车产业发展的方向，汽车厂商对零库存的追求，要求上游供应商具有较强的生产能力以随时满足其订单需求。除进口设备价格高昂之外，安全气囊布的原料属于高科技材料，同时也是高单价产品，安全气囊布和安全气囊连续性大批量的生产模式要求企业有充足的流动资金以保证原料的采购；此外，安全气囊布和安全气囊的开发周期长，前期产品开发投入巨大。只有在实现规模化生产后，公司在生产效率、采购成本、管理费用的优势将明显体现。新进入企业若要具备规模化的生产厂房和机器设备等生产要素，以及与之配套的生产管理能力、质量控制能力，均需要大量的资金、管理经验和制造经验，从而形成行业进入壁垒。

人才壁垒 安全气囊行业因其行业特性，要求生产企业拥有专业性较强的技术及操作人才，并且多数人才均需要有多年生产、研究及现场操作经验。企业从事安全气囊行业需要工艺、设备、材料等多方面且相互关联的人才队伍。我国安全气囊行业起步较晚，有成熟经验的管理和技术人员稀缺，许多企业相关人才缺乏，更没有长期现场实践培养的能力。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

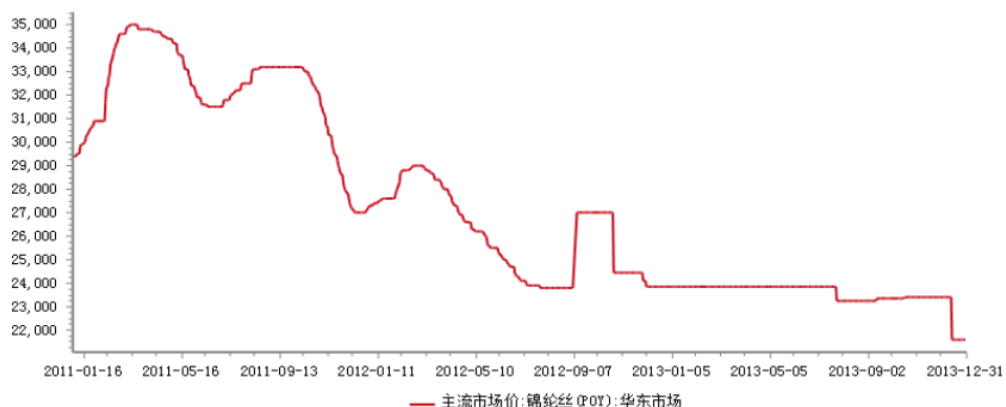
2.6. 行业上下游关系

安全气囊布的上游是化学纤维行业，下游是汽车行业。

安全气囊布主要原材料是锦纶长丝中的安全气囊布专用锦纶 66 工业丝，属于化学纤维行业。锦纶长丝具有强度高、耐磨性、回弹性好的特点。上游行业的发展状况直接关系到发行人产品质量、原材料采购成本及公司正常生产运营。上游锦纶长丝对本行业的影响主要表现在两个方面。

①价格，锦纶长丝价格上涨会导致产品生产制造成本的上升。锦纶长丝的价格主要受原油价格波动的影响。自 2009 年以来，国际原油价格处于上升通道。锦纶长丝的价格在 2009 年达到一个历史低点后开始回升，2011 年出现较大涨幅，2012 年较 2011 年基本稳定，2013 年价格较为平稳。

图 5：锦纶长丝 (POY) 价格走势



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

由于发行人使用的锦纶长丝为安全气囊布专用锦纶 66 工业丝，因此较上述锦纶长丝市场均价高

②生产能力和供应体系，由于全球能够专业生产安全气囊用丝锦纶 66 的厂商仅少数几家顶尖化学纤维企业，如德国 PHP、英威达、东丽等。2008 年之前，我国生产安全气囊布所需的锦纶 66 工业丝几乎全部依赖进口。随着安全气囊国产化率的提高，国外生产商纷纷在国内投资设厂。中国神马集团与德国 PHP 合资建设神马博列麦(平顶山)气囊丝制造有限公司，年产能约 11,000 吨，英威达公司 2008 年成立英威达特种纤维(上海)有限公司，年生产能力预计达 1.1 万吨，2010 年 10 月英威达宣布拟定扩产计划，目标是 2013 年使该厂完成产能翻倍。目前行业内所需安全气囊布专用锦纶 66 工业丝供应能力充足。下游行业方面，安全气囊市场伴随着我国汽车工业稳步发展，市场需求与汽车产量，尤其是乘用车产量具有高度相关性。2001 年我国汽车产销量分别为 233.40 万辆和 235.90 万辆，2013 年汽车产销量分别为 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆，呈高速增长。

3. 历史业绩回顾

3.1. 近年来产量逐步提高

2013 年，中国汽车产销量分别为 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆，同比增长 14.76%和 13.87%（数据来源：中汽协、同花顺行业数据），汽车产销量的持续增长为公司的安全气囊布及安全气囊提供了广阔的市场空间，从而大大促进了公司相关产品的销售。因此，报告期内公司的产销率一直保持在较高水平，具体情况如下：

表 4：报告期安全气囊布的产能、产量及销售情况

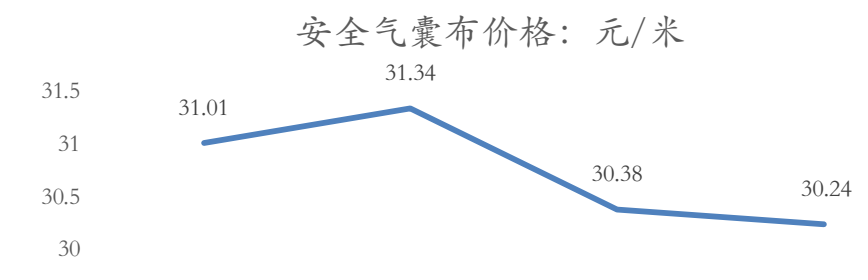
项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
产能：万米	400	1400	1000	1000
合理产量：万米	320	1120	800	800
实际产量：万米	332	1164	870	830
销量：万米	312	1159	869	823
产能利用率	83%	83.41%	87.00%	83.00%
实际产量/合理产量	103.75%	103.93%	108.75%	103.75%
产销率	93.98%	99.57%	99.89%	99.16%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 销售额稳步提升

由于产能的稳定释放与产品价格的相对稳定，公司近年来的销售额稳步提升。

图 6：安全气囊布价格波动较小



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 5：营业收入构成

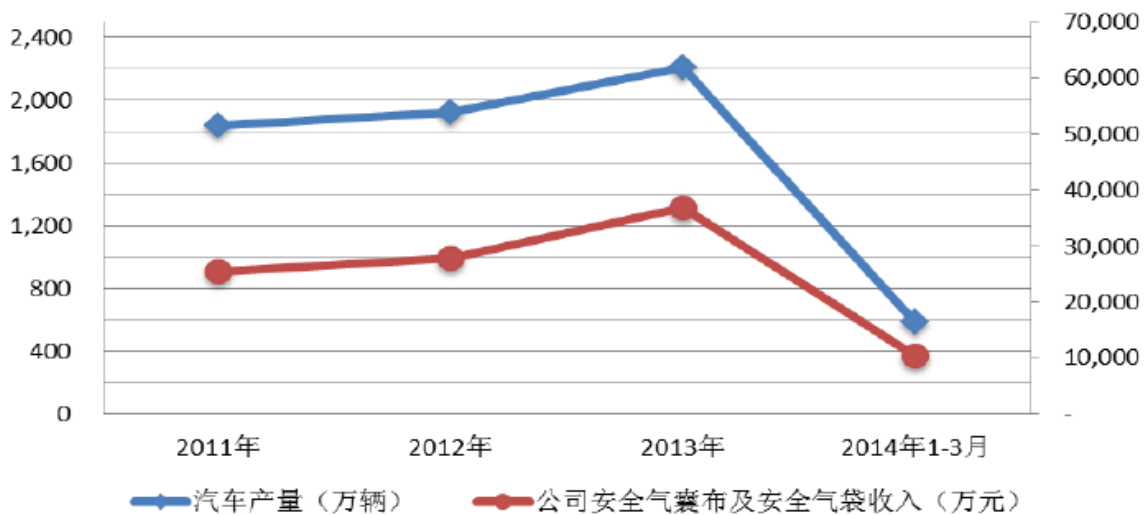
项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
----	--------------	--------	--------	--------

	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
一、主营业务收入								
安全气囊布	10,923.73	98.86%	39,177.53	98.83%	29,450.29	99.19%	27,284.23	99.21%
安全气囊	6,977.25	63.14%	30,204.16	76.20%	26,000.02	87.57%	25,521.92	92.80%
其他	3,516.28	31.82%	6,666.81	16.82%	1,728.46	5.82%		
其他业务收入	430.20	3.89%	2,306.56	5.82%	1,721.81	5.80%	1,762.32	6.41%
营业收入合计	125.99	1.14%	462.82	1.17%	241.63	0.81%	216.46	0.79%
二、其他业务收入								
营业收入合计	11,049.72	100%	39,640.35	100%	29,691.92	100%	27,500.69	100%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

报告期内公司营业收入保持稳定持续增长。一方面是由于公司的产品质量得到了下游主要客户的广泛认可，继续保持着良好的合作关系，巩固了在国内市场的领先地位；另一方面是由于报告期内国内的汽车产销量持续增长和安全气囊单位配置率的上升，安全气囊布和安全气囊的下游市场需求旺盛；另外本公司开始向气囊布下游安全气囊延伸，产品种类增加。报告期内，公司安全气囊布及安全气囊的整体收入变动情况与国内同期汽车产量的变动趋势基本一致：

图 7：国内汽车产量及公司收入变动情况

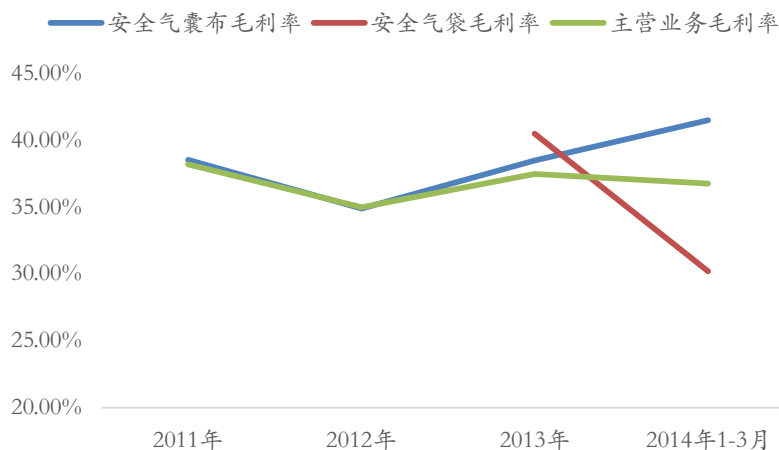


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.3. 毛利率稳中有升

报告期内，公司的产品销售单价基本保持稳定，毛利率变动主要是由于产品单位营业成本的变化造成的。由于锦纶长丝占公司产品成本比例较高，因此，报告期内安全气囊布的成本变动与锦纶长丝的采购单价波动情况基本一致。由于安全气囊袋业务发展势头良好，公司近年来不断提升该业务产能，特别是 2013 年下半年以来，公司在人员储备、设备购置、材料消耗等方面的投入增多，导致产品毛利率出现波动。

图 8：公司毛利率变动情况



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

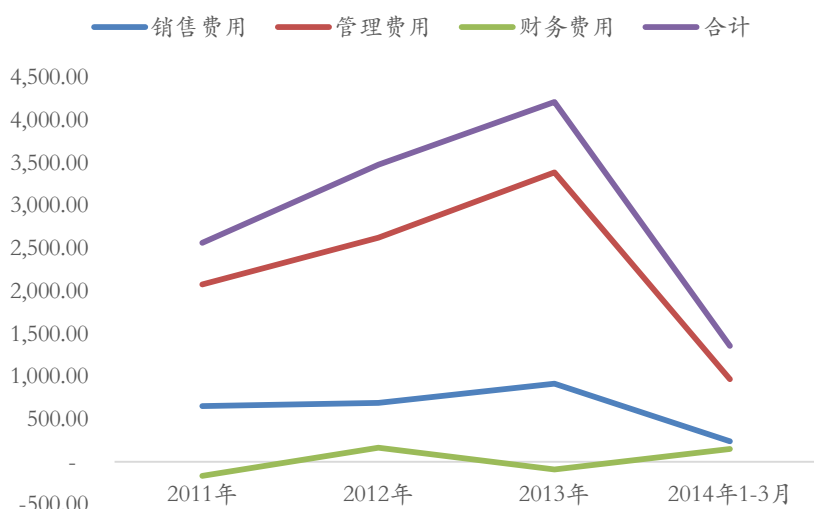
3.4. 期间费用较为平稳

报告期内销售费用主要由运输费、市场开发费、销售人员工资和物料消耗组成，总计约占销售费用的 90%。报告期内销售费用总体呈微幅上升的趋势，主要系公司规模扩大，销售费用 1-1-230 相应有所增加。

报告期内管理费用主要由研发费用、管理人员工资、折旧费、税费、租金、招待费等组成，合计占管理费用的 80% 以上。报告期内管理费用控制较好。公司作为高新技术企业，研发费用的投入一直较高。报告期内，研发费用分别为 932.15 万元、1,004.14 万元、1,363.97 万元和 385.11 万元。

公司融资渠道较单一，主要依赖银行借款。报告期内，公司利息支出与借款金额相匹配。2014 年初以来，欧元、美元对人民币汇率有所上升，导致公司外币借款在 2014 年第一季度形成汇兑损失。

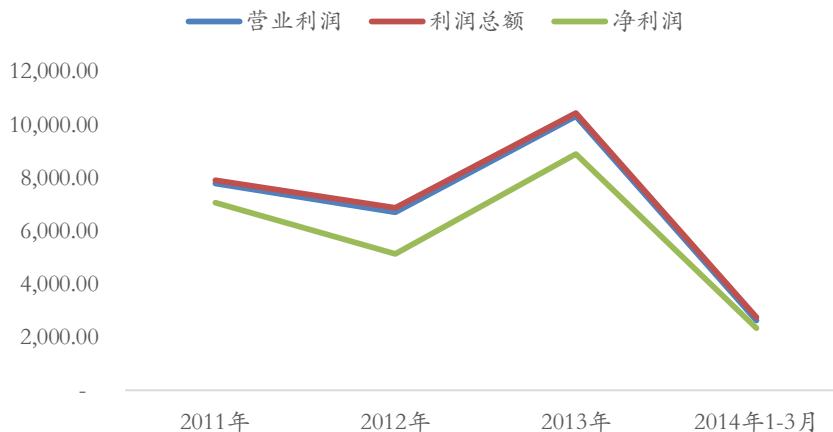
图 9：期间费用变动情况



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

3.5. 净利润波动较大

图 10: 净利润变动情况



数据来源: 招股说明书、安信证券研究中心

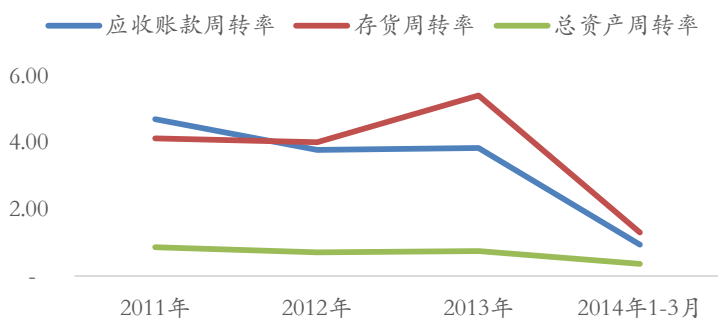
3.6. 存货周转合理, 应收周转偏低

公司客户多具有较强的经济实力, 且与公司有着长期的合作关系, 回款正常, 报告期公司的应收账款周转率有所下滑, 且略低于可比上市公司的平均水平。

公司存货主要为锦纶长丝和涤纶长丝等原材料和库存商品, 公司以销定产, 存货周转率正常。

公司总资产周转率比较平稳, 与可比上市公司基本保持一致。

图 11: 资产周转率变动情况



数据来源: 招股说明书、安信证券研究中心

4. 募集项目分析

本次公开发行 A 股所募集资金的总量扣除发行费用后, 将全部投向与公司主业相关的项目。有利于公司进一步提高安全气囊布的市场占有率, 完善公司产品结构, 提升公司自主研发能力, 拓展新的利润增长点, 增强公司综合竞争实力。公司的募集资金拟用于“安全气囊布新建厂房”项目、“工业用布新建研发中心”项目和补充流动资金, 具体投资金额如下:

表 6: 募集资金投资项目情况

项目名称	项目总投资	建设投资	流动资金
安全气囊布新建厂房项目	32,985.78	29,744.45	3,241.33
工业用布新建研发中心项目	4,079.84	3,979.84	100.00
补充流动资金	3,000.00		3,000.00
合计	40,065.62	33,724.29	6,341.33

资料来源: 招股说明书、安信证券研究中心

4.1. 安全气囊布新建厂房项目分析

本项目预计总投资 32,985.78 万元,其中建设投资 29,744.45 万元,流动资金 3,241.33 万元,达产后预计实现年均新增营业收入 46,076.32 万元,年均新增利润总额 11,768.06 万元。根据市场需求容量及增长趋势的调查,考虑公司的资金情况和发展规划以及国内同类产品厂家的规模效益,本项目设计产能为平织气囊布 1,710 万米/年,OPW 高档气囊布 58 万米/年,OPW 高档气囊布即一次成型式气囊布,在织机上直接加工成袋状,无需缝制。公司最终客户整车制造商零库存的追求,使得公司必须预留部分产能:一方面可满足下游客户突发性的订单需求;另一方面也可保障已有订单的按期生产交货,避免因设备故障等意外原因导致延迟交货,对下游客户造成不利影响。此外,在实际生产过程中,因为国家法定节假日、工人熟练程度、设备检修、生产班次交接、季节性等因素的影响,通常很难完全达到设计产能。因此,根据行业经验,该项目全部达产后可实现最大产量预计为设计产能的 80%,即平织气囊布 1,368 万米/年,OPW 高档气囊布 46.4 万米/年。

表 7: 募投项目设计产能预计达产情况

年份	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
平织气囊布: 万米	-	171	513	1311	1710
OPW 高档气囊布: 万米	-	10	19	38	58

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

公司安全气囊布新建厂房项目建成投产后,公司产能将增至 2,568 万米,产量将增至 2,054.4 万米。

公司募投项目达产后,与公司“进一步提高安全气囊布在国内市场的占有率,以实现国内市场占有率超过 50%为目标;积极开拓国际市场,提升国际市场的市场份额和知名度,以 2015 年实现公司安全气囊布产品国际市场市占率达到 3%为目标”整体经营目标是一致的。

5. 风险分析

5.1. 公司主要产品出现质量问题的风险

公司的收入主要来源于安全气囊布和安全气袋产品,其主要用于生产汽车用安全气囊,是汽车最重要的安全部件之一。汽车行业拥有严苛的质量管理体系和产品认证体系,整车厂商对汽车零部件产品的质量安全要求极高。一旦公司在未来生产经营中出现重大产品质量问题,可能会导致下游整车厂商大规模召回的情况发生,并给公司造成巨大损失。同时,产品质量问题还会给下游整车厂商对其产品的认证带来较大的负面影响,进而阻碍公司主要产品的销售,从而导致公司整体经营情况恶化。

5.2. 汽车行业增速放缓的风险

公司主导产品安全气囊布和安全气袋用于汽车行业。近年来,我国汽车行业保持高位增长态势。2011 年、2012 年中国汽车产销量双双突破 1,800 万辆,2013 年中国汽车产销量分别为 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆,同比增长 14.76%和 13.87% (数据来源:中汽协、同花顺行业数据),不仅蝉联世界第一,且创全球历史新高。受益于我国汽车行业的快速发展,汽车行业对安全气囊保持旺盛的需求,报告期内公司业绩呈增长趋势。如果未来国内汽车行业增速放缓或进入周期性低谷,将会使公司面临业绩下滑的风险。

5.3. 公司向下游安全气囊袋业务延伸可能导致盈利能力下降的风险

2012 年公司开始向下游安全气囊袋缝制延伸,为开展安全气囊袋业务投入了大量的机器设备和人力,若公司生产的安全气囊袋未能达到客户的质量标准,导致客户流失,或者未能迅速提高订单量,提高生产效率和管理能力,及早形成规模效应,公司将面临盈利能力下降的风险。

5.4. 替代材料应用于安全气囊布生产导致发行人收入下滑的风险

未来，随着材料技术的不断革新，低成本涤纶纤维等高性能纱材有可能替代锦纶纤维成为安全气囊布生产的主流原材料。若发行人未能在使用替代材料制造安全气囊布方面储备相应的生产技术，可能会面临产品竞争力下降，客户流失，收入下滑的风险。

5.5. 公司毛利率下滑的风险

由于整车厂商在汽车产业链占据着强势地位，有能力将因市场竞争导致的整车降价的压力转嫁给上游，一般而言整车厂商每年都会要求上游零部件厂商调低原有产品的价格。受整车厂商降价压力的影响，公司下游客户安全气囊系统及安全气囊生产商每年也会要求公司调低原有产品价格，由于公司产品是根据车型定制生产的，本公司单款产品毛利率最高的时候一般是相应车型上市的第一年，如果未来下游汽车厂商放缓新车型上市节奏，本公司原有产品价格将持续下降，公司将面临毛利率持续下滑的风险。

2012年公司凭借技术及产能优势，开始向下游安全气囊缝制延伸，目前公司的气囊业务尚在产能和管理提升阶段，若公司未能有效提高良品率和降低损耗，公司将面临毛利率下滑的风险。

5.6. 下游主要客户集中的风险

公司生产的安全气囊布主要用于制造汽车用安全气囊，安全气囊总成企业将安全气囊、传感器、电控装置等组装成整套汽车安全气囊系统，并销售给整车厂商。因此，公司的下游客户主要为专业的安全气囊系统及安全气囊袋生产商。一直以来，国内该领域的市场份额主要被少数国内外的安全气囊系统及安全气囊袋供应商牢牢占据，如（下列公司按首字母排序）：

- 奥托立夫：Autoliv，全球知名的汽车安全系统供应商；
- 吉丝特：Global Safety Textiles，全球最大的专业安全气囊袋供应商之一；
- 锦州锦恒：国内知名的自有品牌安全气囊系统供应商之一；
- 上海惠太：专业为国内外知名的安全气囊系统供应商生产安全气囊袋的本土企业；
- 上海惠太：专业为国内外知名的安全气囊系统供应商生产安全气囊袋的本土企业；
- 延锋百利得：世界领先的汽车安全系统供应商百利得的在华合资公司；等等。

上述安全气囊系统及安全气囊袋供应商均为本公司的主要客户。2011年、2012年、2013年及2014年第一季度公司对前五名客户的销售收入占营业收入的比例分别为71.15%、70.30%、71.55%和77.40%。如果主要客户的生产经营出现较大波动或对公司产品的需求发生较大不利变化，可能会对公司的产品销售产生较大影响。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年08月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	296.9	396.4	456.5	520.5	590.6	成长性					
减:营业成本	191.9	245.5	287.6	327.9	375.0	营业收入增长率	8.0%	33.5%	15.2%	14.0%	13.5%
营业税费	1.4	2.9	3.2	3.6	4.2	营业利润增长率	-13.9%	54.0%	12.6%	12.8%	9.8%
销售费用	6.9	9.2	10.5	12.0	13.6	净利润增长率	-27.3%	73.0%	12.0%	12.9%	9.8%
管理费用	26.3	33.9	38.8	44.2	50.2	EBITDA 增长率	-4.2%	53.0%	10.1%	12.6%	56.5%
财务费用	1.6	-0.9	-1.0	0.4	2.3	EBIT 增长率	-9.9%	49.0%	12.7%	14.2%	11.3%
资产减值损失	1.7	2.4	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	-24.8%	69.8%	12.5%	14.3%	11.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.9%	20.6%	79.7%	54.5%	-1.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.6%	28.3%	136.3%	7.1%	7.3%
营业利润	67.1	103.3	116.4	131.3	144.2	利润率					
加:营业外净收支	1.8	1.2	0.9	0.9	0.9	毛利率	35.4%	38.1%	37.0%	37.0%	36.5%
利润总额	68.9	104.6	117.3	132.2	145.1	营业利润率	22.6%	26.1%	25.5%	25.2%	24.4%
减:所得税	17.4	15.6	17.6	19.7	21.6	净利率	17.3%	22.5%	21.8%	21.6%	20.9%
净利润	51.4	89.0	99.7	112.5	123.5	EBITDA/营业收入	27.1%	31.0%	29.7%	29.3%	40.4%
						EBIT/营业收入	23.1%	25.8%	25.3%	25.3%	24.8%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	137	173	268	414	458
货币资金	68.3	122.9	454.1	156.2	177.2	流动营业资本周转天数	108	92	86	100	96
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	272	251	377	378	263
应收帐款	83.9	112.1	74.8	168.7	101.3	应收帐款周转天数	90	89	74	84	82
应收票据	39.9	34.1	44.3	57.4	51.6	存货周转天数	58	41	45	48	45
预付帐款	0.3	1.2	0.4	0.7	0.8	总资产周转天数	507	477	712	877	801
存货	41.3	49.0	64.5	73.1	74.6	投资资本周转天数	336	312	414	594	630
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.4%	22.1%	10.5%	11.0%	11.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.2%	15.1%	8.2%	8.5%	9.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	21.1%	28.0%	26.1%	16.6%	12.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	179.1	202.9	477.1	719.6	782.3	销售费用率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
在建工程	14.7	33.1	36.6	56.0	-	管理费用率	8.8%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%
无形资产	27.9	27.5	56.2	84.2	111.6	财务费用率	0.6%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.4%
其他非流动资产	2.6	8.7	6.7	5.7	6.5	三费/营业收入	11.7%	10.6%	10.6%	10.9%	11.2%
资产总额	458.1	591.3	1,214.6	1,321.7	1,305.8	偿债能力					
短期债务	49.2	89.9	-	44.4	96.3	资产负债率	31.4%	31.8%	21.5%	22.8%	16.2%
应付帐款	55.4	62.1	61.3	96.1	77.4	负债权益比	45.7%	46.6%	27.4%	29.5%	19.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.80	1.79	7.77	2.76	2.05
其他流动负债	25.1	26.7	20.7	24.8	23.9	速动比率	1.48	1.51	6.99	2.32	1.67
长期借款	14.0	9.2	179.3	135.6	13.3	利息保障倍数	41.89	-112.09	-117.45	312.37	62.80
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	143.7	187.9	261.4	300.9	211.0	DPS(元)	-	-	0.28	0.32	0.35
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	105.0	105.0	140.0	140.0	140.0	股息收益率					
留存收益	209.4	298.4	813.2	880.7	954.9						
股东权益	314.4	403.4	953.2	1,020.7	1,094.9						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	51.4	89.0	99.7	112.5	123.5	EPS(元)	0.49	0.85	0.71	0.80	0.88
加:折旧和摊销	11.7	20.8	20.0	20.7	92.0	BVPS(元)	2.99	3.84	6.81	7.29	7.82
资产减值准备	1.3	2.1	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	3.0	1.6	-1.0	0.4	2.3	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	9.6	-32.9	9.2	-77.2	51.5	CAGR(%)	29.8%	11.6%	12.1%	29.8%	11.6%
经营活动产生现金流量	61.5	84.6	127.9	56.4	269.4	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-68.4	-66.0	-326.5	-310.6	-126.0	ROIC/WACC	5.5	7.3	6.8	4.3	3.1
融资活动产生现金流量	5.1	31.9	529.8	-43.7	-122.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

