

日期: 2014年8月29日

行业: 汽车零部件



潘贻立
021-53519888*1909
Panyili@shzq.com
执业证书编号: S0870514060001

国内安全气囊布龙头企业

IPO 发行价 RMB 12.08 元
合理估值区间 RMB 17.00-20.40 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 105.00
发行后总股本 (百万股) 140.00
发行方式 网下询价网上定价
保荐机构 国金证券

主要股东 (IPO 前)

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) 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%

收入结构 (Y13)

安全气囊布 77.10%
气袋 17.02%
其他 5.89%

报告编号:PYL14-NSP07

首次报告日期: 2014年8月29日

■ 投资要点:

主营产品收入稳定增长, 市场需求旺盛

公司是国内目前主要的安全气囊布和安全气囊供应商之一, 市场占有率位居前列。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。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。报告期内, 公司营业收入保持稳定持续增长, 主营业务安全气囊布和安全气囊的下游市场需求旺盛。

募投项目扩充产能, 提高市场占有率

发行前公司股本 10,500 万股, 此次拟公开发行新股不超过 3,500 万股。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。将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。

给予上市 6 个月内的估值区间为 17.00-20.40 元

随着未来公司在主营业务安全气囊布、安全气囊领域以及海外市场的持续拓展, 公司营业收入的增长和运营效率的提高将有助于公司的盈利能力进一步提高。初步预计公司 2014 可实现每股收益 (按上市后股本摊薄) 0.85 元。根据同行业可比上市公司估值水平, 公司属于汽车零部件行业, 对应 2014 年动态市盈率可达 20-24 倍, 我们判断公司上市后股价将逐步回归到较为合理的估值区间为 17.00-20.40 元/股。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	396.40	531.97	720.82	981.76
年增长率	33.51%	34.20%	35.50%	36.20%
归属于母公司的净利润	89.00	119.27	163.02	221.97
年增长率	73.00%	34.01%	36.68%	36.16%
按最新股本摊薄后的每股收益 (元)	0.64	0.85	1.16	1.59

注: 按发行后总股本 140.00 百万股计算

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

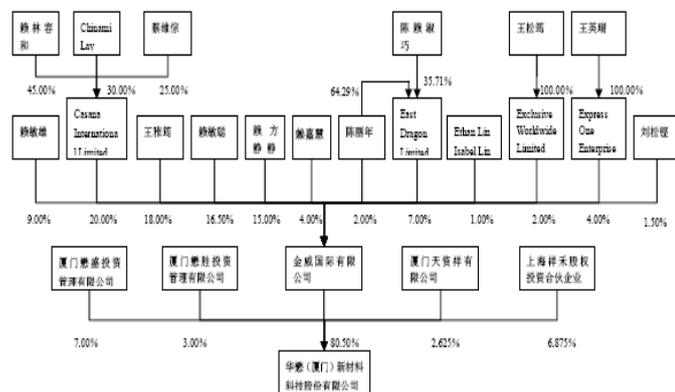
公司较早实现了安全气囊布大规模商业化的研发、生产及销售，是国内目前主要的安全气囊布和安全气袋供应商之一。公司所处行业为汽车零部件行业。同时主要产品安全气囊布亦属于国家产业政策支持的产业用纺织品行业。

1.2 公司简介

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。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。

公司是由华懋（厦门）新材料科技有限公司整体变更设立的股份有限公司。金威国际有限公司为公司控股股东，持有公司 8,452.50 万股股份，占总股份的 80.5%。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。

图 1 发行人股权结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

1.3 所属汽车行业增长前景概况

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

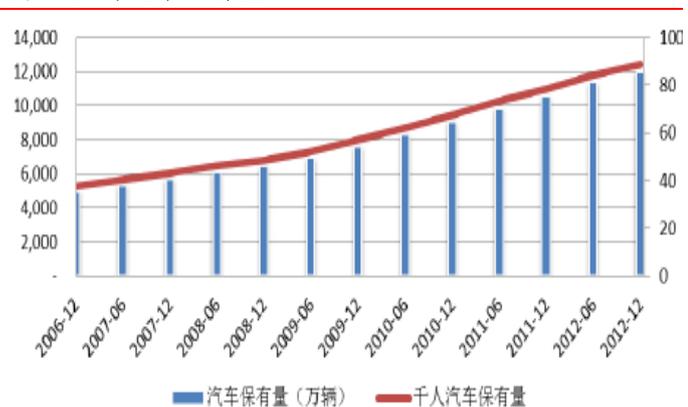
出以扩大内需、结构调整、自主创新和产业升级为原则，实现汽车产销稳定增长，消费环境明显改善，需求结构得到优化，兼并重组取得重大进展和关键零部件技术实现自主化等目标。2009年9月，经修订的《汽车产业发展政策》正式实施。

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。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。

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2 国内汽车保有量



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

1.4 安全气囊行业概况和发展趋势

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，它的保护效果已被人们普遍认识。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。

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。

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。按照国内乘用车安全气囊配置率 80%，平均每辆汽车大约耗用安全气囊布 2 米，不考虑商用车的用量，测算 2008 年以来我国安全气囊布市场规模如下图所示：

图3 中国安全气囊布市场规模



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

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。

1.5 行业竞争结构及公司地位

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。安全气囊布和安全气囊是汽车安全部件的原材料，上游是化学纤维行业，下游是汽车行业，其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。

公司是国内较早进入安全气囊布行业的公司之一，作为国内安全气囊布和安全气囊的主要供应商，国内市场占有率位居前列。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。除公司外，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。

1.6 公司的竞争优势

公司的核心竞争优势：（1）技术优势：公司始终坚持跟踪行业国际先进技术的发展方向，秉承“以技术换市场”的理念，自设立以来一直将自主技术创新作为提升公司核心竞争力的关键所在；（2）客户优势：整车制造商或安全气囊制造商在选择安全气囊布和安全气囊生产企业的时候一般需要经过严格的认证，安全气囊布和安全气囊生产企业一旦获得正式认可就很少被更换；（3）质量优势：公司下游客户对安全气囊布和安全气囊的质量要求十分严格。公司自成立以来，在质量检验体系及其设备上投入了大量的资源和资金，在生产过程控制、生产工艺技术、生产装备水平、检验测试手段、清洁生产等方面都在行业处于领先地位，建立了符合国际标准的质量管理和品质保证体系。

公司的竞争劣势：（1）国际市场的营销能力：目前公司安全气囊布和安全气囊的销售基本以国内市场为主，出口所占比例低。公司需提升国际市场的营销能力，对于国际市场发展的动向需要进一步的了解以及把握，努力开拓国外新客户，提高国际市场份额，力争成为全球性的安全气囊布和安全气囊供应商；（2）资本实力有待提高：尽管公司在国内市场的业务规模具有一定优势，但在国际竞争中，公司资本实力与国际大型厂商差距较大。技术研发、业务扩张、提高产能等方面都需要以雄厚的资本为基础。公司需要进一步提升公司资本实力，以增强国际竞争力。

1.7 公司主要经营模式

安全气囊布主要用于汽车用安全气囊的生产。安全气囊布首先通过切割、缝纫，加工为安全气囊；然后由安全气囊总成企业将安全气囊，以及传感器、电控装置、微型炸药组成汽车安全气囊，并将安全气囊销售给整车制造商；最终由整车制造商用于汽车生产。

采购模式：公司采购处根据业务部和产销部下达的需求和生产计划采取循环采购的方式，正常情况下，针对主要生产原材料原丝和化工原料，本公司保证有一至两个月的安全库存。

生产模式：公司采取“以销定产”的销售模式。本公司业务部门根据客户需求计划制定业务需求给产销部门，产销部门根据业务需求及库存状况制定出月生产计划及周生产计划，生产单位根据生产计划和工艺指令实施生产。

销售模式：公司与客户签订销售合同时，主要采取两种合同方式：一种是与顾客签订开口合同，订单期限一般为一年，先行确定一年内的供货品种和总供货量，具体交货时，根据客户提供的出货计划以及预估信息作为生产安排的基础，根据顾客提供的出货计划进行出货；另外一种接收到顾客的订单，对于订单进行评审，双方签订合同后，通知产销部门安排生产，最后根据合同或者顾客要求进行安排出货。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司由华懋（厦门）新材料科技有限公司整体变更设立。公司股份总数为 10,500 万股，本次拟发行及发售不超过 3,500 万股，发行后公司股份总数为 14,000 万股，本次发行前后公司股本结构如下：

表 1：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	金威国际有限公司	8,452.5000	80.500	8,452.5000	60.375
2	厦门懋盛投资管理有限公司	735.0000	7.000	735.0000	5.250
3	上海祥禾股权投资合伙企业	721.8750	6.875	721.8750	5.156
4	厦门懋胜投资管理有限公司	315.0000	3.000	315.0000	2.250
5	厦门天资祥有限公司	275.6250	2.625	275.6250	1.969
6	本次发行流通股	-	-	3,500.0000	25.000
	合计	10,500.0000	100.000	14,000.0000	100.000

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.2 公司主要经营模式

采购模式

公司采购处根据业务部和产销部下发的需求和生产计划采取循环采购的方式，正常情况下，针对主要生产原材料原丝和化工原料，本公司保证有一至两个月的安全库存。

生产模式

公司采取“以销定产”的销售模式。本公司业务部门根据客户需求计划制定业务需求给产销部门，产销部门根据业务需求及库存状况制定出月生产计划及周生产计划，生产单位根据生产计划和工艺指令实施生产。

销售模式

公司与客户签订销售合同时，主要采取两种合同方式：一种是与顾客签订开口合同，订单期限一般为一年，先行确定一年内的供货品种和总供货量，具体交货时，根据客户提供的出货计划以及预估信息作为生产安排的基础，根据顾客提供的出货计划进行出货；另外一种接收到顾客的订单，对于订单进行评审，双方签订合同后，通知产销部门安排生产，最后根据合同或者顾客要求进行安排出货。

2.3 报告期内公司主营业务收入构成情况

由于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等因素的影响，通常很难完全达到设计产能。根据行业经验，安全气囊布企业合理产量为设计产能的80%左右。

表 2：公司报告期内主营业务收入构成

项目	2014年1-3月		2013年度		2012年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
安全气囊布	6,977.25	63.87%	30,204.16	77.09%	26,000.02	88.28%
安全气囊	3,516.28	32.19%	6,666.81	17.02%	1,728.46	5.87%
其他	430.21	3.94%	2,306.56	5.89%	1,721.82	5.85%
合计	10,923.73	100.00%	39,177.53	100.00%	29,450.30	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 3：公司安全气囊布的产能、产量及销售情况

项目	2014年1-3月	2013年度	2012年度
产能	400	1,400	1,000
合理产量(万米)	320	1,120	800
实际产量(万米)	332	1,164	870
销量	312	1159	869
产能利用率	83.00%	83.41%	87.00%

实际产量/合理产量	103.75%	103.93%	108.75%
产销率	93.98%	99.57%	99.89%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 4：公司主要产品销售价格情况

产品	2014年1-3月 (元/米)	2013年度 (元/米)	2012年度 (元/米)
安全气囊布	30.24	30.38	31.34

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.4 募资项目

发行前公司股本 10,500 万股，根据公司 2013 年年度股东大会决议，此次拟向社会发行及发售不超过 3,500 万股普通股，且发行及发售数量占公司发行后总股本的比例不低于 25%，其中：公开发行新股不超过 3,500 万股、公司股东公开发售不超过 1,750 万股。

此次发行及发售中公开发行 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。

表 5：募集资金使用情况

项目名称	项目总投资额 (万元)	建设投资 (万元)	建设期	流动资金 (万元/年)
1 安全气囊布新建厂房项目	32,985.78	29,744.45	4 年	21,681.40
2 工业用布新建研发中心项目	4,079.84	3,979.84	2 年	-
3 补充流动资金	10,000.00	-		-
合计	47,065.62	33,724.29		21,681.40

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

安全气囊布新建厂房项目

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。

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。

项目主要经济效益指标：项目建设投产后实际产量预计可达设计生产能力的 80%。项目达产后，年均可实现新增营业收入 46,076.32 万元，年均新增利润总额 11,768.06 万元，项目税后财务内部收益率为 21.92%，税后财务净现值为 17,100.72 万元，税后投资回收期为 6.52 年（含建设期）。

新建工业布研发中心

为进一步提高行业竞争力，公司将产业资源和科技资源相结合，优势互补，构建产、学、研紧密结合的自主创新体系，不断提高科技创新水平，提升公司的整体生产实力。该项目用地面积为 2,400 平方米，建筑占地面积为 1,200 平方米，建筑面积为 7,200 平方米。

项目总投资为 4,079.84 万元，其中工程费用为 1,455.35 万元，设备费用为 2,253.65 万元，工程建设其他费用 111.84 万元，工程建设预备费 78.36 万元，土地费用为 80.64 万元，流动资金为 100 万元。

项目主要经济效益指标：研发中心通过新产品、新技术、新工艺、新装备研究开发，可不断改进现在的工艺技术、设备等，从而不断提升公司产品的质量和技术含量，同时满足产品越来越高的技术、质量要求，进而提高市场竞争力。

补充流动资金

公司所在产业链的特点决定了公司业务规模的持续扩大需要大量流动资金做支撑。公司拟募集资金 10,000 万元用于补充流动资金。

三、财务状况分析及盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

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，公司主营业务收入占营业收入的比例约为 99%，主营业务突出，其他业务收入主要是销售下脚料收入。安全气囊布及安全气囊收入占当期营业收入的比重均在 90% 以上，公司主营业务

收入的增长主要来源于安全气囊布和安全气囊整体销售的增加。报告期内，公司安全气囊布的产品单价基本保持稳定，毛利率的变化主要是由成本的变动导致的。

表 6：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014 年度 1-3 月	2013 年度	2012 年度
营业收入	11,049.72	39,640.35	29,691.92
营业利润	2,628.05	10,331.91	6,709.18
利润总额	2,742.58	10,455.37	6,886.99
归属于母公司所有者的净利润	2,344.27	8,899.99	5,144.64

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

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基本稳定。可比上市公司的主营业务均与本公司存在较大差异，主营业务不同，各公司的收款情况也不尽相同，造成了各公司应收账款周转率差异较大。

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。

表 7：最近一年公司和相关公司的周转能力比较（单位：%）

股票代码	股票名称	应收账款 周转率	存货周转率	总资产周转率
002206	海利得	8.01	4.25	0.68
002516	江苏旷达	3.79	5.62	0.59
	算术平均	5.90	4.94	0.64
	华懋新材	3.85	5.43	0.76

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 行业需求持续稳步增长，主营业务发展稳定；
- 2) 公司竞争实力的加强和运营效率的提高；
- 3) 主要原材料价格不出现大幅波动；
- 4) 国家宏观经济不出现在目前背景下无法预期的剧烈动荡；
- 5) 募投项目进展顺利，按时投产、达产，并取得预期收益；

3.3 公司盈利预测

公司核心产品安全气囊布、安全气囊等产品，符合国家纺织行业产业发展政策，符合“节能、清洁能源和低碳经济”的发展方向，同时顺应我国工业水平和技术水平的发展趋势，市场前景广阔。未来随着公司利用自身的优势，在主营业务安全气囊布、安全气囊领域以及海外市场的持续拓展，公司营业收入未来仍有望持续增长，营业成本也将随之增长，但随着公司业务发展，采购规模的扩大也将促使公司与供应商的议价能力进一步提升，从而降低公司的营业成本。

基于以上假设，初步预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入 531.97 百万元、720.82 百万元和 981.76 百万元，同比增长 34.20%、35.50% 和 36.20%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 119.27 百万元、163.02 百万元和 221.97 百万元，同比增长 34.01%、36.68% 和 36.16%；分别实现每股收益（按上市后股本摊薄）0.85 元、1.16 元和 1.59 元。

表 8：公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	396.40	531.97	720.82	981.76
增长率	33.51%	34.20%	35.50%	36.20%
营业成本	245.54	329.82	445.47	603.78
二、营业毛利	150.86	202.15	275.35	377.98
毛利率	38.06%	38.00%	38.20%	38.50%
营业税金及附加	2.93	3.72	5.19	7.07
销售费用	9.16	12.34	16.94	23.07
管理费用	33.93	46.55	63.07	85.71
财务费用	-0.91	-4.15	-3.75	-2.36
资产减值损失	2.44	3.62	4.54	6.19
三、主营业利润	103.32	140.07	189.36	258.30
增长率	54.00%	35.57%	35.19%	36.41%
收入比	26.06%	26.33%	26.27%	26.31%
四、营业利润	103.32	140.07	189.36	258.30
营业外净收益	1.23	1.25	1.31	1.31
五、利润总额	104.55	141.32	190.67	259.61
减：所得税	15.55	22.05	27.65	37.64
六、净利润	89.00	119.27	163.02	221.97
少数股东损益	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	89.00	119.27	163.02	221.97
增长率	73.00%	34.01%	36.68%	36.16%
收入比	22.45%	22.42%	22.62%	22.61%
七、每股收益：				

按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.64	0.85	1.16	1.59
------------------	------	------	------	------

资料来源：Wind 上海证券研究所；每股收益按 140.00 百万股摊薄

四、风险因素

4.1 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，将给公司造成巨大损失，并且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。

4.2 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囊用于汽车行业。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。

4.3 替代材料应用于安全气囊布生产导致公司收入下滑的风险

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。

4.4 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。

4.5 下游主要客户集中的风险

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。

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。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应2014-2016年的动态市盈率均值分别为19倍、14倍和11倍。

表9：同行业可比上市公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
002206	海利得	7.75	0.23	0.40	0.54	0.69	34	19	14	11
002516	江苏旷达	15.28	0.57	0.78	1.08	1.41	27	20	14	11
样本均值							31	19	14	11

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

5.2 股票估值

随着未来公司在主营业务安全气囊布、安全气囊领域以及海外市场的持续拓展，公司营业收入的增长和运营效率的提高将有助于公司的盈利能力进一步提高。初步预计公司 2014 可实现每股收益（按上市后股本摊薄）0.85 元。根据同行业可比上市公司估值水平，公司属于汽车零部件行业，对应 2014 年动态市盈率可达 20-24 倍，我们判断公司上市后股价将逐步回归到较为合理的估值区间为 17.00-20.40 元/股。

5.3 发行价格

公司此次发行的初步询价工作已经完成，拟定的 IPO 发行价格为 12.08 元/股，对应的 2013 年摊薄后市盈率为 19.24 倍。预计发行人募集资金总额为 42,280 万元，扣除发行费用 2,240 万元后，预计募集资金净额为 40,040 万元。项目预计投资总额为 47,066 万元。

分析师承诺

分析师 潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。