



2015 年 10 月 13 日

公司调研

华懋科技（603306）汽车/汽车配件

——汽车安全气囊上游龙头企业

投资评级 增持

评级变动 首次关注

当前股价 31.10 元

总股本 1.40 亿股

流通股本 0.35 亿股

每股净资产 6.96 元

EPS (TTM) 1.00 元

投资要点：

华懋科技在国内较早实现安全气囊布大规模商业化生产，是目前国内主要的安全气囊布和安全气囊袋的供应商之一。

行业壁垒高，竞争格局特殊，短期内不会有大量企业进入该细分市场的情况，公司经营稳定性高。公司主营产品上游是锦纶 66 工业丝，国内产能供应充足，公司主营产品下游是汽车安全气囊总成厂，由于行业壁垒的特殊性，总成厂商或整车厂主动变更供应商的可能性小。

公司有突出的核心竞争力，能维持良好的盈利水平和成长性。自 2011 年以来，公司毛利率持续维持在 35% 以上，2013-2014 年度，公司营业收入增长率分别为 33.51%、33.99%。2015 年半年报显示，公司营业收入增长率继续提高至 36.83%，毛利率提高至 39.89%。

依托公司原有安全气囊布的优势，随着 2014 年四季度生产规模的扩大，安全气囊产品成为公司营业收入和营业利润的新增长点。2015 年半年报显示，公司安全气囊收入同比增长 45.67%。

首次关注，给予“增持”评级。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.078、1.205、1.349 元，对应当前股价 PE 分别为 28.85 倍，25.81 倍，23.05 倍。

风险提示：汽车行业增速放缓；公司毛利率下滑的风险；下游主要客户集中的风险。

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@xmzq.com.cn

执业证书编号：

S0200514120001

联系电话：0592-5169081

地址：厦门市莲前西路 2 号

莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



目录

1 受益于国内安全气囊产业国产化进程的领军企业.....	3
1.1 国内安全气囊产业概况及发展趋势.....	3
1.2 华懋科技已成为国内安全气囊布和气袋的主要供应商之一.....	3
2 安全气囊行业技术壁垒为公司稳定经营奠定坚实的基础.....	3
2.1 安全气囊的技术特性.....	3
2.2 双重认证体系形成强大的行业技术壁垒.....	4
2.3 特殊的行业竞争格局产生较为稳定的上下游关系.....	4
2.3.1 上游产能充足，原材料价格处于历史低位.....	4
2.3.2 下游客户业务量大且稳定，奠定公司持续发展的坚实基础.....	5
3 突出的核心竞争力使公司保持良好的盈利水平和成长性.....	6
3.1 自主技术创新能力.....	6
3.2 人才优势.....	7
3.3 客户资源优势.....	7
4 盈利预测与投资评级.....	7
5 风险提示.....	8
6 盈利预测摘要.....	8



1 受益于国内安全气囊产业国产化进程的领军企业

1.1 国内安全气囊产业概况及发展趋势

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，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。安全气囊的第一个专利始于 1958 年，发达国家首先以立法形式强制推广安全气囊的使用，推动了 90 年代安全气囊的装用量急剧上升。

我国于 1999 年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》，随着我国汽车保有量的快速提高，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，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。

1.2 华懋科技已成为国内安全气囊布和气袋的主要供应商之一

公司于 2005 年在国内较早实现安全气囊布大规模商业化生产，目前已成为国内主要的安全气囊布和安全气囊袋供应商，国内市场占有率位居前列，也是该细分行业中唯一的一家上市公司。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、欧宝、克莱斯勒、福特、马自达、尼桑、荣威、比亚迪、长城、奇瑞、江淮、吉利等整车厂商提供配套服务。

2 安全气囊行业技术壁垒为公司稳定经营奠定坚实的基础

2.1 安全气囊的技术特性

安全气囊充气系统与固体火箭助推器的原理相同，安全气囊系统点燃的是“固体推进剂”，后者的燃烧极为迅速，可产生大量气体为气囊充气；随后气囊爆炸般地冲出原始安装位置，时速高达 322



公里；1秒之后气体通过气囊上的小孔迅速消散，气囊收缩，以使乘客又可以自由移动。

安全气囊系统的工作原理及特殊工作环境对安全气囊面料提出了很高的性能要求，由此，也形成了安全气囊特殊的行业技术壁垒。

2.2 双重认证体系形成强大的行业技术壁垒

安全气囊布和安全气囊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，适用于整个汽车产业生产零部件与服务件的供应链，企业通过认证的难度非常大。除此之外，安全气囊布和安全气囊生产企业还必须获得汽车安全气囊总成厂商或整车厂商的认证才得以实现向其大规模供货，并且生产要素不能任意变更。

①生产要素变更均需要客户批准。

ISO/TS16949 规定汽车零部件供应商必须向每个客户提交 PPAP（生产件批准程序）供客户评审和批准。在递交的文件中对产品各项技术指标、原材料、原材料供应商、生产设备、制造过程、场地和相应的监测手段和设备等各类生产要素都做了明确的说明和约定。任何生产制造计划中生产要素的制定与更改都需重新经客户批准。若私自变更而未经客户批准的，产品会被拒收且很可能会被剥夺供货商的资格。

②质量追溯体系要求不能任意变更生产要素。

由于汽车行业有严格的质量追溯体系，气囊布和安全气囊厂商都必须建立严格的 15 年以上的可追溯记录，在整个产品生产过程中对每一个产品进行标识，对每个产品的各项生产要素包括人员、原材料、设备、场所、生产时间等建立起完整记录，以保证每一个产品的可追溯性。质量追溯体系与 PPAP 紧密相关。供应商擅自变更生产要素而未经客户批准的，一旦发生产品责任，只要产生无法追溯的情况，不管是否为公司的责任，都需要承担产品的所有相关责任。

2.3 特殊的行业竞争格局产生较为稳定的上下游关系

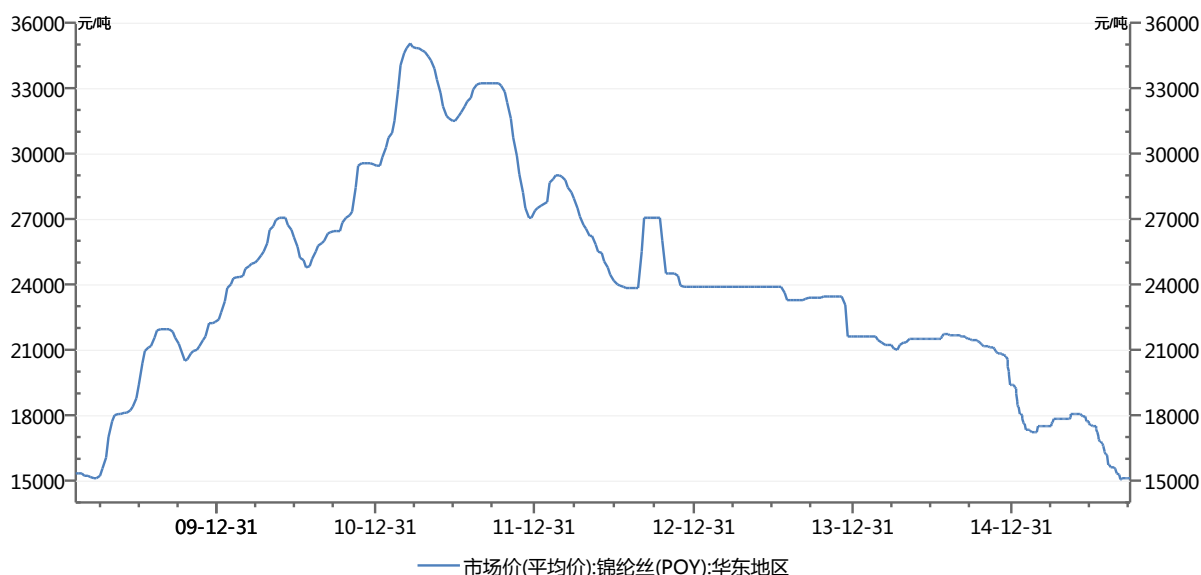
2.3.1 上游产能充足，原材料价格处于历史低位

安全气囊布主要原材料是锦纶长丝，价格受石油价格波动影响。目前，锦纶长丝价格已基本回落



至 2009 年历史低点水平。公司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。

锦纶长丝（POY）价格走势



数据来源:Wind资讯

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。目前，国外生产商已经纷纷在国内投资设厂，并已成为公司的主要供应商。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，公司所需原材料供应有保障。

2.3.2 下游客户业务量大且稳定，奠定公司持续发展的坚实基础

公司直接下游客户包括世界一线汽车零部件厂商延锋百利得、瑞典奥托立夫、吉丝特、日本丰田通商、韩国可隆以及整车厂商比亚迪等。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。



2014 年		2013 年		2012 年		2011 年	
客户	占比(%)	客户	占比(%)	客户	占比(%)	客户	占比(%)
第一名	29.67	延锋百利得	23.95	延锋百利得	20.93	延锋百利得	23.46
第二名	28.24	吉丝特汽(常数)	15.26	吉丝特汽(常数)	18.59	吉丝特汽(常数)	18.80
第三名	10.30	上海惠太	13.24	上海惠太	12.09	锦州锦恒	13.65
第四名	6.66	上海奥托立夫	9.92	锦州锦恒	11.37	上海惠太	8.83
第五名	3.12	锦州锦恒	7.90	上海奥托立夫	6.99	上海东方久乐	6.41
小计	77.99		70.27		69.97		71.15

来源：华懋科技招股说明书，长城国瑞证券研究所

3 突出的核心竞争力使公司保持良好的盈利水平和成长性

公司 2011 年至 2015 年中报显示，公司毛利率水平分别为：38.66%、35.37%、38.06%，38.34%，39.89%，公司主营收入增长率分别为 7.97%、33.51%，33.99%，36.83%，在汽车配件行业位居前列。这一方面是因为行业壁垒的特殊性，另一方面原因是公司突出的核心竞争力。

3.1 自主技术创新能力

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。

2015 年上半年，公司新增三项实用新型专利，公司现已拥有 21 项专利授权，已形成完整的技术体系。新产品开发方面：根据汽车各个位置的安全需求，设计开发出适用于驾驶座主气囊、副驾驶座气囊、侧气囊、膝部气囊、帘式气囊等不同位置气囊的多种规格的气囊布面料，如“非涂层气囊面料”、“低涂层气囊面料”、“高涂层气囊面料”、“复式高涂层气囊面料”、“高性能双层双面涂层气囊面料”、“高性能聚酯安全气囊面料”等。

2009 年 9 月 27 日，本公司被厦门市科学技术局、厦门市财政厅、福建省厦门市国家税务局和福建省厦门市地方税务局等联合认定为“高新技术企业”。2012 年公司已顺利通过高新技术企业复审。2015 年公司已申请重新评定“高新技术企业”，目前正待批复。



3.2 人才优势

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。我国安全气囊行业起步较晚，有成熟经验的管理人员和技术人员稀缺，许多企业相关人才缺乏，更没有长期现场实践培养的能力。

经过多年的发展，公司汇集了一批具备先进管理理念的管理人才，形成了具有较强凝聚力和战斗力的管理团队，对国际国内市场发展现状、趋势和竞争对手情况有着非常深刻的了解，能够根据国内外产业政策动向、行业发展趋势和本公司的具体情况，及时制订和调整公司的发展战略和规划，使本公司能够在市场竞争中抢得先机。

公司于 2015 年 6 月份实施股权激励，以 19.437 元授予公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心业务（技术）人员限制性股票，激励对象共 79 人，280 万股，占总股本 2%。公司股权激励对象范围广，有助于经营团队稳定，发挥核心人员的积极性。

3.3 客户资源优势

基于行业双重认证体系的技术壁垒，供需双方会形成长期稳定的合作关系，安全气囊布厂商一旦通过了下游汽车安全气囊总成厂商或整车厂商的认证，下游客户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，下游厂商将面临因变更可能产生的质量风险。

公司通过下游客户（延锋百利得、瑞典奥托立夫、吉丝特等）已进入各类汽车品牌整车厂商供应链体系，包括大众、通用、奥迪、沃尔沃、欧宝、克莱斯勒、别克、福特、马自达、尼桑、荣威、比亚迪、长城、奇瑞、江淮、吉利等。公司进入上述供应链后，不仅可获得稳定的业务量，同时可借助这些优质客户在行业内的影响拓展业务。另一方面，客户高标准的要求带动公司在生产制造、产品研发、内部管理等方面不断提高，始终处于行业领先地位。

4 盈利预测与投资评级

核心假设：公司业绩的与汽车行业销量及公司在行业中的市场份额相关程度高，预计在乘用车行业汽车销量今年开始增速放缓，增速分别为 6.38%、10.83%、9.86%，将影响公司主营业务收入的增速，



但鉴于公司在行业内的核心竞争力优势明显，预计公司市场份额仍将进一步提高，业绩增速将继续高于汽车行业增速。

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.078、1.205、1.349 元，对应当前股价 PE 分别为 28.85 倍，25.81 倍，23.05 倍，估值处于汽车配件行业平均水平，尚未体现细分行业龙头的估值优势，首次关注，给予增持评级。

5 风险提示

汽车行业增速放缓；公司毛利率下滑的风险；下游主要客户集中的风险。

6 盈利预测摘要

盈利预测摘要				
单位:百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	531.12	606.14	665.37	725.77
增长率(%)	33.99%	14.12%	9.77%	9.08%
归属母公司股东净利润	118.51	150.98	168.65	188.86
增长率(%)	33.15%	27.40%	11.70%	11.99%
每股收益(EPS)	0.846	1.078	1.205	1.349
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	1.074	1.057	1.235	1.273
销售毛利率	38.34%	40.48%	40.49%	40.94%
销售净利率	22.31%	24.91%	25.35%	26.02%
净资产收益率(ROE)	12.85%	14.06%	13.58%	13.20%
投入资本回报率(ROIC)	28.73%	23.53%	24.85%	26.97%
市盈率(P/E)	36.45	28.61	25.61	22.87
市净率(P/B)	4.68	4.02	3.48	3.02
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000



投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。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作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。