

## 华懋科技 (603306.SH)

## 深度分析

### 被低估的高成长型安全气囊领域“隐形”冠军

#### 投资要点

- ◆ **日本高田陷入危机对公司间接利好，业绩增长有望加速。** 因高田安全气囊问题导致召回的汽车数量累计超过约1亿辆，近期各大汽车厂商在北美和中国市场进行了大规模召回，“质量门”越演越烈。大规模召回事件将对高田的销量和品牌造成严重打击，日系车企均纷纷表示不再与其合作，竞争对手奥托立夫、天合、百利得和国内吉丝特、上海惠太、锦州锦恒等迎来抢占市场的良机。公司前5大客户为奥托立夫、吉丝特、上海惠太、锦州锦恒和百利得，将因此间接受益，业绩增长有望加速。
- ◆ **安全性能要求的提高带来气囊需求的增加，核心零部件进口替代，均对公司形成利好。** 消费者对汽车安全性能的需求提升，标准法规对安全要求的加严，均有利于单车安全气囊装配数量的增加，对行业形成中长期利好。核心零部件中外资公司占比很高，随着国内厂家技术水平的进步和成本优势仍存，未来进口替代的空间仍然较大。行业利好与进口替代叠加，给公司保持中长期业绩高增长提供了保障。
- ◆ **高行业壁垒形成护城河。** 公司所在的安全气囊布和气囊袋细分领域具有很高的技术壁垒和认证壁垒，提供了有效的护城河：新竞争对手进入较难，议价能力较强，有利于市场份额的稳定增长，也有利于价格和盈利的稳定增长。
- ◆ **盈利能力强，估值低于行业 and 同类型公司，价值被低估。** 公司2012年-2015年净利润增长率平均值25.69%，远高于零部件行业平均值8.86%；净利率平均值21.98%，远高于零部件行业平均值7.98%；目前动态市盈率约32倍，远低于行业平均值。与同类型公司比较，公司盈利能力强，估值较低，价值被低估。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2016年-2018年每股收益分别为1.10元、1.49元和1.87元。净资产收益率分别为16.5%、18.3%和18.7%，维持买入-A建议，6个月目标价为44.00元，相当于2016年40倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**国内汽车销量增长乏力；原材料价格大幅上升。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E   | 2018E   |
|-----------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 531.1 | 676.2 | 849.4 | 1,125.5 | 1,462.7 |
| 同比增长(%)   | 34.0% | 27.3% | 25.6% | 32.5%   | 30.0%   |
| 营业利润(百万元) | 135.8 | 199.9 | 271.2 | 368.9   | 463.2   |
| 同比增长(%)   | 31.4% | 47.2% | 35.7% | 36.0%   | 25.5%   |
| 净利润(百万元)  | 118.5 | 174.7 | 234.3 | 318.3   | 399.1   |
| 同比增长(%)   | 33.2% | 47.4% | 34.1% | 35.9%   | 25.4%   |
| 每股收益(元)   | 0.55  | 0.82  | 1.10  | 1.49    | 1.87    |
| PE        | 55.2  | 37.5  | 27.9  | 20.6    | 16.4    |
| PB        | 7.1   | 6.1   | 4.6   | 3.8     | 3.1     |

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

44.00元

股价(2016-07-18)

33.16元

#### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 7,092.92     |
| 流通市值(百万元) | 2,393.74     |
| 总股本(百万股)  | 213.90       |
| 流通股本(百万股) | 72.19        |
| 12个月价格区间  | 25.68/48.85元 |

#### 一年股价表现

资料来源：贝格数据

|      | 1M   | 3M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 升幅%  |      |       |       |
| 相对收益 | 2.87 | 37.43 | 65.67 |
| 绝对收益 | 8.37 | 37.76 | 42.58 |

#### 分析师

林帆  
SAC 执业证书编号：S0910516040001  
linfan@huajinsc.cn

#### 相关报告

华懋科技：日本高田气囊大规模召回，加速业绩腾飞 2016-06-20

## 内容目录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>一、受益于高田召回和行业增长，公司业绩有望加速</b> | <b>4</b>  |
| (一) 日本高田陷入经营危机，间接利好公司          | 4         |
| 1、高田气囊质量问题的主要原因                | 5         |
| 2、高田气囊大规模召回的严重影响               | 6         |
| (二) 安全性能要求的提高将促进安全气囊的需求量增加     | 9         |
| (三) 安全气囊布龙头，行业壁垒提供护城河          | 11        |
| <b>二、具有核心竞争力的高增长型企业</b>        | <b>13</b> |
| (一) 公司主营业务                     | 13        |
| (二) 公司的股权结构                    | 16        |
| (三) 公司的竞争优势及经营比较               | 17        |
| 1、公司竞争力分析                      | 17        |
| 2、公司竞争优势                       | 18        |
| (四) 公司的财务比较                    | 19        |
| (五) 公司的上下游企业                   | 21        |
| <b>三、盈利预测及投资建议</b>             | <b>21</b> |
| 1、对公司两大业务板块的盈利预测和假设            | 21        |
| 2、基于以上预测给予投资建议                 | 23        |
| <b>四、风险提示</b>                  | <b>23</b> |
| 1、汽车行业增速放缓                     | 23        |
| 2、原材料价格大幅上涨                    | 23        |

## 图表目录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 图 1：高田公司气囊召回事件       | 4  |
| 图 2：碰撞后的安全气囊形态       | 6  |
| 图 3：安全气囊组成           | 6  |
| 图 4：装车高田气囊事故弹出后形成的破洞 | 6  |
| 图 5：高田安全气囊测试后弹出的金属碎片 | 6  |
| 图 6：高田气囊导致的美国消费者伤害   | 7  |
| 图 7：国内外安全气囊生产商       | 8  |
| 图 8：全球安全气囊四大巨头       | 8  |
| 图 9：华懋科技主要客户         | 8  |
| 图 10：高田事件对公司利好传导     | 9  |
| 图 11：主要汽车安全气囊产品      | 10 |
| 图 12：车用外部安全气囊产品      | 10 |
| 图 13：安全气囊布的性能要求      | 12 |
| 图 14：行业五大进入壁垒        | 13 |
| 图 15：一次成型气囊袋（OPW）    | 14 |
| 图 16：安全气囊布           | 14 |
| 图 17：公司生产的防弹布产品      | 14 |
| 图 18：公司生产的防弹布产品      | 14 |
| 图 19：安全带产品           | 14 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 20 : 夹网布产品 .....                   | 14 |
| 图 21 : 2015 年营收占比.....               | 15 |
| 图 22 : 2015 年毛利占比.....               | 15 |
| 图 23 : 国内安全气囊布的市场规模 .....            | 15 |
| 图 24 : 锦纶工业丝 .....                   | 16 |
| 图 25 : 涤纶长丝.....                     | 16 |
| 图 26 : 锦纶切片价格-华东地区 .....             | 16 |
| 图 27 : 涤纶长丝(FDY 150D/96F)-国内市场 ..... | 16 |
| 图 28 : 公司股权结构.....                   | 17 |
| 图 29 : 公司竞争力分析 .....                 | 18 |
| 图 30 : 近三年营收及净利润增长 .....             | 19 |
| 图 31 : 近三年销售费用及增长.....               | 19 |
| 图 32 : 近三年管理费用及增长.....               | 20 |
| 图 33 : 近三年财务费用及增长.....               | 20 |
| 图 34 : 近三年三项费用率.....                 | 20 |
| 图 35 : 公司现有规模及成长能力分析.....            | 20 |
| 图 36 : 公司盈利能力分析.....                 | 20 |
| 图 37 : 被动安全系统部件业务营收及增长率 .....        | 22 |
| 图 38 : 被动安全系统部件业务营业利润及增长率 .....      | 22 |
| 图 39 : 其他业务营收及增长率.....               | 22 |
| 图 40 : 其他业务营业利润及增长率 .....            | 22 |
| <br>                                 |    |
| 表 1 : 近期各大车企在北美地区召回数量.....           | 5  |
| 表 2 : 安全气囊布增长空间假设 .....              | 11 |
| 表 3 : 公司盈利预测 ( 单位 : 百万元 ) .....      | 23 |
| 表 4 : 同类型公司估值比较 .....                | 23 |



表 1：近期各大车企在北美地区召回数量

| 汽车生产商   | 召回数量    |
|---------|---------|
| 本田      | 450 万辆  |
| 丰田      | 160 万辆  |
| 大众      | 21.7 万辆 |
| 宝马      | 12 万辆   |
| 日产      | 40.2 万辆 |
| 菲亚特克莱斯勒 | 430 万辆  |
| 通用      | 190 万辆  |
| 斯巴鲁     | 38.3 万辆 |
| 马自达     | 73.1 万辆 |
| 三菱      | 3.8 万辆  |
| 法拉利     | 2800 辆  |
| 戴姆勒     | 5100 辆  |
| 捷豹路虎    | 5.4 万辆  |
| 奔驰      | 20 万辆   |

资料来源：NHTSA，华金证券研究所

## 1、高田气囊质量问题的主要原因

高田气囊问题导致的召回始于 2008 年，其实早在整车厂首次发出召回通知前 1 年，就已经有 3 次安全气囊误触发的事故报告。

除了误触发，2008 年以来的三波全球汽车厂商集中召回均指向高田安全气囊组件中气体发生器的质量问题。高田公司质量保证体系的负责人 Hiroshi Shimizu 先生曾在 2014 年 12 月 3 日美国众议院能源和贸易委员会的听证会前谈到过 2008 年的第一次召回风波，那次召回涉及到的是 2000 年~2001 年为本田汽车生产的安全气囊，主要原因是由于安全气囊总成中的气体发生器出现了问题，出现该问题的原因与生产条件有关；2009 年~2012 年期间发生了第二次召回风波，那一次召回的原因是在 2000 年~2002 年间生产的气体发生器出现了裂纹，可能与生产过程和生产环境有关；第三次召回风波发生在 2013 年~2014 年，这次是气体发生器发生了破裂；到了 2015 年，“高田气囊门”大面积集中爆发，本田、日产、丰田、三菱、菲亚特克莱斯勒、通用汽车等多家厂商因此召回，发生问题的部件还是集中在气体发生器。几年的发酵加之各方压力，高田公司终于首次承认其安全气囊存在缺陷。

2015 年初，由高田的主要客户丰田、本田、菲亚特克莱斯勒、宝马、福特、通用汽车、马自达、三菱、日产以及斯巴鲁联合派出的代表组成独立测试联盟( Independent Testing Coalition, ITC )对高田气囊故障原因展开调查，之后给出的结论为：硝酸铵推进剂的使用、零件组装问题以及暴露在高湿热地区这三个因素的结合最终导致气体发生器容易破裂。ITC 的测试延续了大概一年时间，对召回汽车的约 2,000 个气体发生器进行了测试，不过仍然存在未完善的地方。比如测试的仅是高田去年 5 月份之前同意召回的 1900 万辆车上的零件，对其后扩大召回的零件并未进行测试；也没有对高田后续使用了干燥剂的推进剂配方进行测试；尚不能确定硝酸铵本身作为推进剂在气体发生器中使用是否安全等。ITC 表示将很快开始下一步骤的调查，测试气体发生器替换件的性能以及高田使用了干燥剂的配方是否能够有效杜绝以前发生的问题；同时美国监管机



构也表示，未来如果发现硝酸铵推进剂存在安全问题，现在已经替换的零部件可能需要重新召回替换。

图 2：碰撞后的安全气囊形态



资料来源：百度，华金证券研究所

图 3：安全气囊组成



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 4：装车高田气囊事故弹出后形成的破洞



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 5：高田安全气囊测试后弹出的金属碎片



资料来源：21USCity，华金证券研究所

## 2、高田气囊大规模召回的严重影响

高田气囊案目前在全球至少已经造成 10 人死亡，100 多人受伤。根据彭博社等媒体报道，因高田气囊质量问题导致的汽车召回迄今在美国已超过 2500 万辆，已经成为该国历史上最大、最为复杂的召回案之一；而全球因此召回的汽车已经超过 1 亿辆，预计未来还将有不少数量汽车需要召回。

大规模召回将对高田的销量和品牌声誉造成严重打击，除了需要赔付给整车厂巨额费用，重要客户订单的丢失也在所难免，丰田、本田等日系车企均纷纷表示不再与其合作。我们不难发现，

如今的高田陷入的召回危机不仅仅是承认问题、尽力改正就能解决的了，巨额赔偿金的支付和未来订单的锐减可能会导致其资金链断裂，让其不得不面对被收购甚至破产的艰难局面。

图 6：高田气囊导致的美国消费者伤害



资料来源：NHTSA，华金证券研究所

汽车安全气囊行业集中度非常高，全球能够提供产品的供应商仅十几家左右，而前 4 名供应商占有约 90%左右的市场份额。高田是少数几家掌握安全气囊系统集成的厂家，2015 年全球市场份额约 22%，仅次于第一大的瑞典奥托立夫。高田的主要客户包括日系的本田、日产、马自达、三菱品牌，美系的福特、通用，德系的奔驰、宝马、大众等品牌。高田市场份额的丢失将给竞争对手奥托立夫、天合-采埃孚、百利得及国内锦州锦恒、上海惠太、东方久乐等气囊生产厂家带来较大利好。而且由于汽车新车型的开发周期较长，单款车型上市后销售周期一般要持续 5-6 年，因此高田丢失的市场份额在较长时间内不会恢复。

图 7：国内外安全气囊生产商

|   | 主要安全气囊<br>供应商 | 市场<br>份额 | 面向<br>市场 | 配套客户  |   | 主要安全气囊<br>供应商 | 市场<br>份额 | 面向<br>市场 | 配套客户  |
|---|---------------|----------|----------|---|---|---------------|----------|----------|---|
|    | 奥托立夫          | 50%      | 欧美<br>韩系 | 通用、福特、日产、大众、菲亚特、本田、丰田、宝马、沃尔沃、戴姆勒、现代等。                 |  | 常州昌瑞          |          |          | 丰田、本田、铃木、三菱、富士重工、标致、大发等。  |
|    | 天合            | 12%      | 欧美系      | 大众、通用、克莱斯勒等。  |  | 锦恒            |          |          | 上海大众汽车、一汽、东风、天汽、哈飞汽车、北京汽车、奇瑞汽车、长城汽车、力帆汽车、长安汽车、吉利汽车、日产汽车、江淮汽车、众泰汽车等。 |
|    | 高田            | 22%      | 日系       | 本田、日产、丰田、马自达、三菱、福特、通用、克莱斯勒、宝马、奔驰、大众、奥迪、斯巴鲁等。          |  | 东方久乐          |          |          | 一汽、北汽、长安、东风、江淮、华泰、海马、奇瑞、吉利、江铃、青年、众泰等。                               |
|    | 丰田合成          |          | 日系       | 主要配套丰田  |  | 江苏中翼          |          |          | 一汽红塔、上汽通用五菱、吉利集团、郑州日产、一汽大众、上汽大众等。                                   |
|    | 百利得           | 7-12%    | 欧美系      | 福特、菲亚特、玛莎拉蒂、通用、克莱斯勒、大众、丰田、五十铃、江淮、吉利、奇瑞、北汽、上海大众、上海通用等。 |  | 太航常青          |          |          | 东风集团、重庆力帆、湖南长丰、东风柳汽、众泰、广汽吉奥、一汽集团、安徽扬子、依维柯等。                         |
|    | 摩比斯           |          | 韩系       | 宝马、通用、戴姆勒、双龙、三菱、斯巴鲁、克莱斯勒、现代、起亚、大宇等。                   |  | 全兴            |          |          | 东风裕隆等   |
|    | 富拉司特          |          |          | 本田、日产、铃木等。  |  | 芦森            |          |          | 长安福特马自达、昌河铃木、长安铃木等  |
|  | 爱思恩梯大宇        |          |          | 现代、起亚、大宇、通用、双龙、克莱斯勒、标致等。                              |   |               |          |          |   |

资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

公司主要给安全气囊集成商供应气囊布和气囊袋，属于奥托立夫等一级供应商的上游企业。从招股说明书及以往年报公开信息看，其前 5 大客户均为高田的竞争对手奥托立夫、吉斯特、锦州锦恒、上海惠太和延锋百利得，将间接受益于高田气囊召回事件，未来几年业绩增长有望加速。

图 8：全球安全气囊四大巨头



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 9：华懋科技主要客户

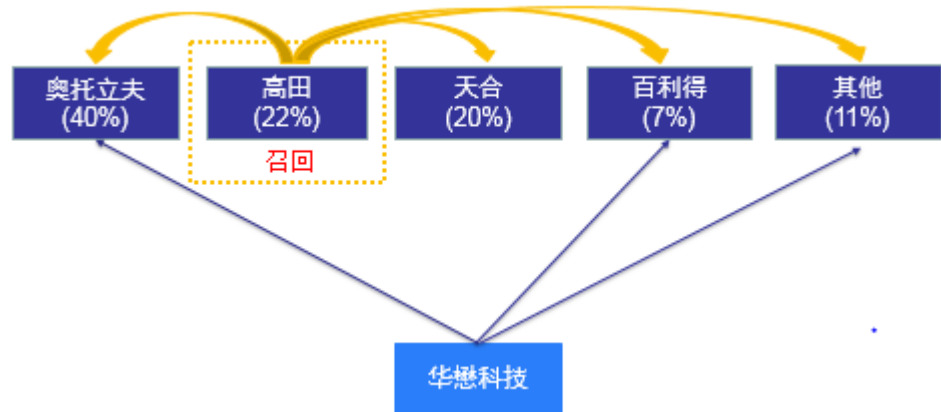
奥托立夫  
吉斯特  
锦州锦恒  
上海惠太  
延锋百利得

前五大客户占公司的营业收入的70%以上

资料来源：公司公告，华金证券研究所



图 10：高田事件对公司利好传导



资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

## （二）安全性能要求的提高将促进安全气囊的需求量增加

汽车安全气囊最早诞生于 1953 年，宗旨是在碰撞事故发生时起到缓冲作用，保护车内乘员生命安全。1980 年，安全气囊设备正式安装在汽车上使用。1998 年，美国规定境内销售的汽车必须配备安全气囊。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》之后，2003 年推出了《乘用车正面碰撞的乘员保护》，将实车正面碰撞试验内容列入汽车新产品强制性检验项目中。从 2004 年开始，我国要求所有 9 排座以下的轻型车主副驾驶座必须备有安全气囊装置。这一政策极大的推动了十多年来我国安全气囊装置的配备率，促进了国内相关行业的快速发展。目前，全球乘用车上安全气囊的装备率基本已达到 100%，但是随着对安全性能要求的提高，单车气囊装备的数量日益增加，气囊的种类也不断丰富。十多年前国内的普通乘用车标准配置仅有 DAB（驾驶员安全气囊），而现在的标准配置为 DAB 和 PAB（乘客安全气囊），中高端乘用车还会额外配备 SAB（侧气囊）、CAB（帘式气囊）及 KAB（膝部气囊），豪华车配备的安全气囊数量更多。膝部安全气囊 KAB、颈部安全气囊 NAB 是近几年新出现的产品，目前仅应用于高端车型，而随着最新的碰撞安全国家标准对装配有这些气囊的车型有加分项，我们预计未来向中低端车型渗透的概率非常大。根据中国汽车技术中心标委会的预测，安全气囊的行业的景气度将持续走高，行业的年均增长水平将到达 10%-15%左右，远高于汽车行业新车销量增长水平。

图 11：主要汽车安全气囊产品



资料来源：百度，华金证券研究所

图 12：车用外部安全气囊产品



资料来源：爱卡汽车，华金证券研究所

安全气囊产品有两种发展方向，一种是从最初的驾驶员防护发展到保护后排乘客和儿童，气囊安全气囊产品对车内乘员防护，另一种是从车内乘员的防护拓展到车外行人的防护，即安全气囊的安装位置发展变化，从车内安置移至车外安置。车外安全气囊是未来大发展的方向，全球各大制造商近几年试制出各种新产品，奥托立夫研发出发动机舱下部的车外气囊，天合开发出在车门下方安装的气囊，还有安装在前后保险杠、四个轮毂位置的气囊及车辆底盘位置的气囊、挡风玻璃接缝处气囊等。根据欧洲汽车安全主管机构的研究，未来的汽车有可能会加装外部安全气囊，以加强对事故后行人生命安全的保护，并因为车身弹性和整车浮力的增加更有利于保护车身和车内乘客的安全。2012 年沃尔沃已经开发出车身前舱引擎盖部位的气囊，并装配于 V40 车型；据称该公司可用于全车外部的安全气囊也已经开发成功，如果客户有需求或政府出台相关政策也可量产供货。如果外部安全气囊的装配成为行业强制性标准，因为其气囊面积可能数倍于车内，将给行业带来非常大的增长空间。

我们对气囊用布的增长情况做了情景假设，如果汽车产销量不变，车内气囊装配数量的增加和车外新型气囊的装配将对用气囊布等上游原材料的需求带来数倍的增长空间。

表 2：安全气囊布增长空间假设

| 安全气囊配备数量增长          | 安全气囊用布面积（平方米） | 用布面积增长率 |
|---------------------|---------------|---------|
| 2 个安全气囊(正负驾驶)       | 2             | -       |
| 4 个安全气囊(正负驾驶+前排侧气囊) | 4             | 100%    |
| 6 个安全气囊(正负驾驶+前后排气囊) | 6             | 200%    |
| 增加 2 个帘式气囊          | 10            | 400%    |
| 增加发动机舱下安全气囊         | 12            | 500%    |
| 增加前后保险杠安全气囊         | 14            | 600%    |
| 增加挡风玻璃安全气囊          | 18            | 800%    |
| 增加车门下方安全气囊          | 22            | 1000%   |
| 增加汽车底盘安全气囊          | 24            | 1100%   |

资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

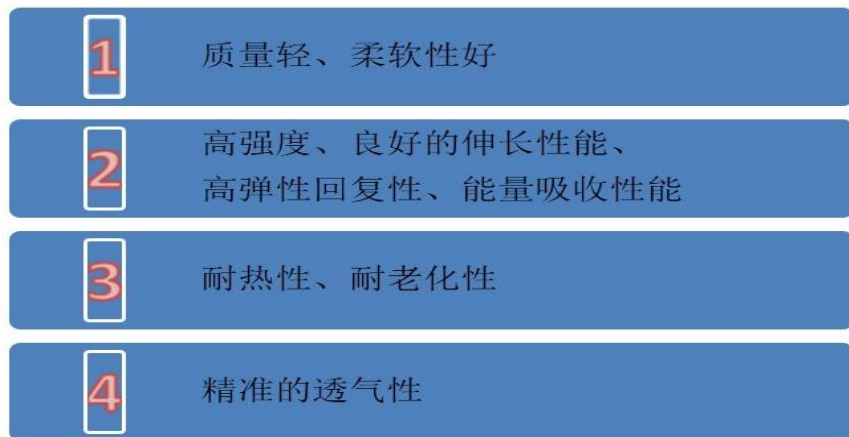
公司为国内最大的安全气囊上游零部件供应商，市场占比约 35%左右，因为规模和技术优势，有望获得高于行业平均的增长。另外，目前国内汽车用安全气囊约 80%为外资品牌垄断，40%左右零部件为国内供应商提供，未来的进口替代需求将为公司业务增长带来有利条件；人民币汇率贬值有利于国内零部件企业的出口，为公司开拓海外业务提供有利帮助。

### （三）安全气囊布龙头，行业壁垒提供护城河

汽车安全行业壁垒非常高的领域，主动安全目前主要由博世、德尔福、大陆、电装等全球零部件巨头垄断，被动安全目前也基本上由奥托立夫、天合-采埃孚、高田和百利得等跨国公司所垄断。因为在事故后弹出后起到挽救乘员生命的关键作用，对安全气囊的可靠性、有效性、一致性有着严苛的要求，气囊布和气囊袋具有极高的技术壁垒和认证壁垒。目前国内有能力生产安全气囊布的企业不超过 9 家，而且绝大部分是国外厂家在国内设立的独资或合资企业，公司是为数不多的国内品牌企业，而且市场份额占比最大。

安全气囊布是工业纺织领域一项具有高科技含量的产品，所处的工作环境对其提出了很高的性能要求：为了使气囊易于折叠安装并能迅速展开，安全气囊布应具有质量轻、柔软性好的特点；为了承受来自高温高速气体的瞬时冲击，安全气囊布不但应具有高强度，同时要有良好的伸长性能、高弹性回复性和能量吸收性能；由于高温气体把热能传给安全气囊布使织物承受热负荷，安全气囊布必须有一定的耐热性和耐老化性；此外，为了使气囊能在短时间内展开以起到保护乘车人员安全的作用，同时又不致于因为织物透气率过小使其中的气体不能及时释放而造成对乘车人员头部的过度撞击，气囊布应有精准的透气性，同时可避免过多过热空气透过灼伤乘车人员。

图 13：安全气囊布的性能要求



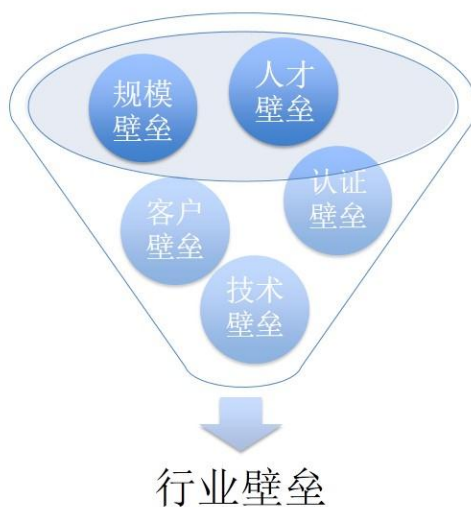
资料来源：中国安全生产网、华金证券研究所

进入安全气囊布行业的壁垒主要包括以下五个方面：

- ◇ 认证壁垒。作为汽车安全部件的元件，生产商必须经过汽车行业质量管理体系 ISO/TS16949 和安全气囊总成厂商或整车厂商双重认证。认证的周期通常短则半年，长达两年。
- ◇ 客户壁垒  
通过较长周期的认证，通常供应商和需求方会形成长期稳定的合作伙伴关系。更换新的供应商不仅要花费更高的切换成本及认证过程，也会给下游厂商带来因变更带来的质量风险。
- ◇ 技术壁垒  
安全气囊布质量具有十分严格的要求，在事故发生后的被动安全措施，不允许安全气囊的部件出现任何质量差错。强度高、透气度精确、尺寸精准、可持续使用十几年是对安全气囊布缺一不可的技术要求。
- ◇ 规模壁垒  
安全气囊布的生产周期长，前期开发产品投入高，所用的原料属于高科技材料，也是高单价产品。只有实现规模生产，才能在生产效率、采购成本和优化管理上产生优势。
- ◇ 人才壁垒  
我国的安全气囊布行业起步较晚，大约是 2007 年才开始有成熟的安全气囊布生产商，有行业经验的管理技术人员和技术人员稀缺。



图 14：行业五大进入壁垒



资料来源：华金证券研究所

高行业壁垒为公司提供强大护城河，新进入者要挤占原有厂家的市场份额非常困难，公司较高的营收增长和高盈利水平能够持续！

2014 年 9 月，公司募集资金新建厂房，经过 27 个月的建设期，预计今年年底将建成投产，设计产能为平织气囊布 1710 万米/年，高档气囊布 58 万米/年。2016 年 5 月，公司拟再度募集资金 7.8 亿元用于气囊布、安全气囊袋等汽车被动安全系统部件的扩产，建成后预计将给公司带来 12.29 亿元/年的营业收入。

## 二、具有核心竞争力的高增长型企业

### （一）公司主营业务

公司成立于 2002 年，2014 年在主板上市。公司经营范围包括纤维织布及后工程染整、人造革、塑料皮、塑料布、各类染整用化学助剂的生产加工，主要产品是安全气囊布、安全气袋、安全带、防弹布、夹网布等，公司主要客户包括大众、通用、奥迪、沃尔沃、菲亚特、欧宝、克莱斯勒、马自达、尼桑、荣威、比亚迪、长城、奇瑞、江淮、吉利等整车厂商。

图 15：一次成型气囊袋（OPW）



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 16：安全气囊布



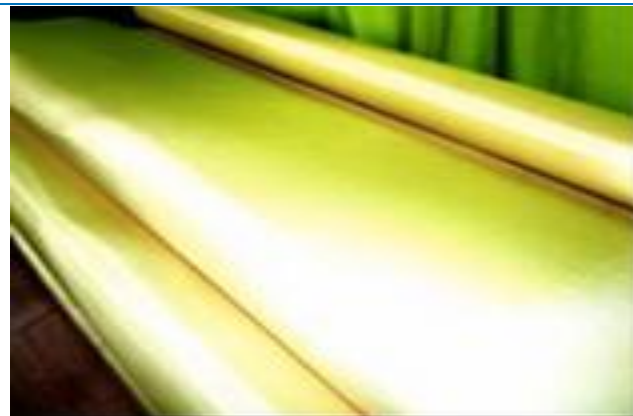
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 17：公司生产的防弹布产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 18：公司生产的防弹布产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 19：安全带产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 20：夹网布产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司是国内安全气囊布龙头企业,2015年生产气囊布1600万米,实现营业收入6.76亿元,同比增长27.3%,归母净利润1.75亿元,同比增长25.8%。2016年第一季度,公司实现营业收入2.24亿元,同比增长31.04%,归母净利润0.69亿元,同比增长71.22%。在近几年营收和净利润高增长的基础上,今年一季度呈现加速增长态势。

从2015年年报数据来看,公司属于被动安全系统部件的气囊布和气囊袋的营收占比88.67%,其他业务板块营收占比11.33%;被动安全系统部件毛利占比为92.39%,其他业务板块毛利占比7.61%。主营业务集中度高。

图 21 : 2015 年营收占比

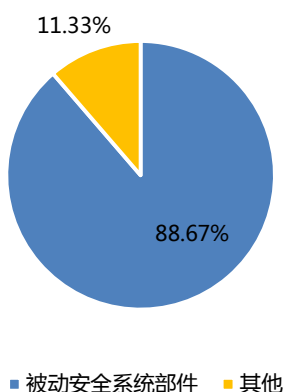
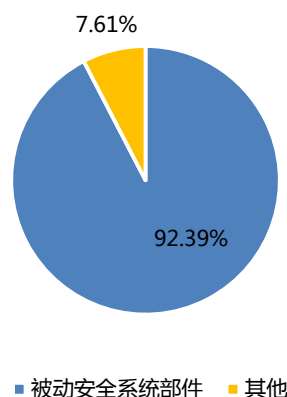


图 22 : 2015 年毛利占比

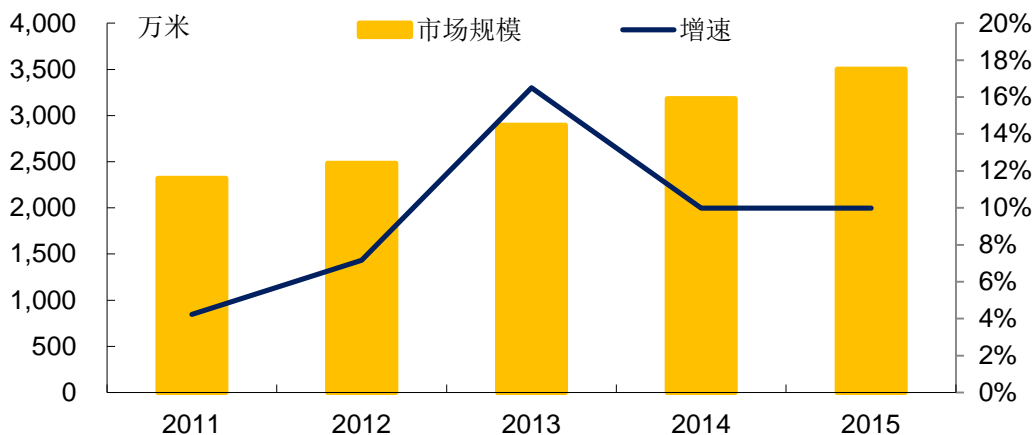


资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

安全气囊布2015年市场需求达3500万米,连续呈现平稳较快增长。产业用纺织品行业协会会长李陵申认为:只要我国国民经济生产总值增长能保持在6.5%—7%之间,基本就能实现工业用纺织品行业主要经济指标以两位数增长。近年来,尤其是交通工具用纺织品呈现出快速增长的势头。纺织业“十三五”规划预计将在今年下半年发布,预计“十三五”期间交通工具用纺织品将被重点培育。

图 23 : 国内安全气囊布的市场规模



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

气囊布的原材料主要为锦纶 66 工业丝和涤纶丝，目前涤纶逐步取代锦纶的趋势比较明显，主要原因有：1.成本优势。锦纶切片价格约 1.1 万元/吨，涤纶丝约 0.76 万元/吨。2.物理优点。通过固向增粘等工艺优化，涤纶具有强度高、耐化学性好、受湿度变化影响不明显等优点。

图 24：锦纶工业丝



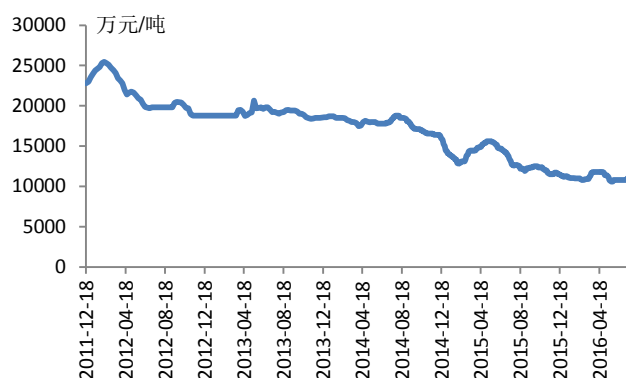
资料来源：百度，华金证券研究所

图 25：涤纶长丝



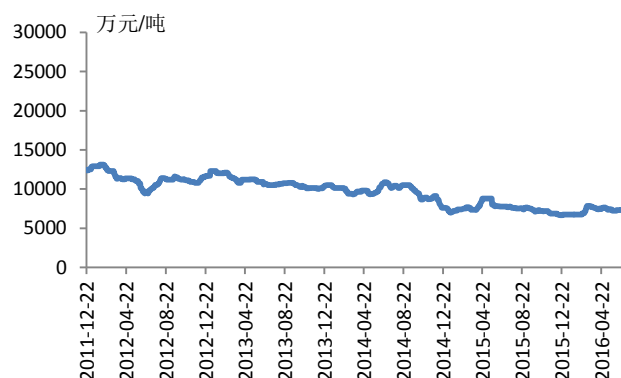
资料来源：百度，华金证券研究所

图 26：锦纶切片价格-华东地区



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 27：涤纶长丝(FDY 150D/96F)-国内市场



资料来源：WIND，华金证券研究所

## (二) 公司的股权结构

公司的第一大股东是金威国际有限公司，赖敏聪家族占有金威国际 53.5%的股权，为公司的实际控制人。



图 28：公司股权结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）公司的竞争优势及经营比较

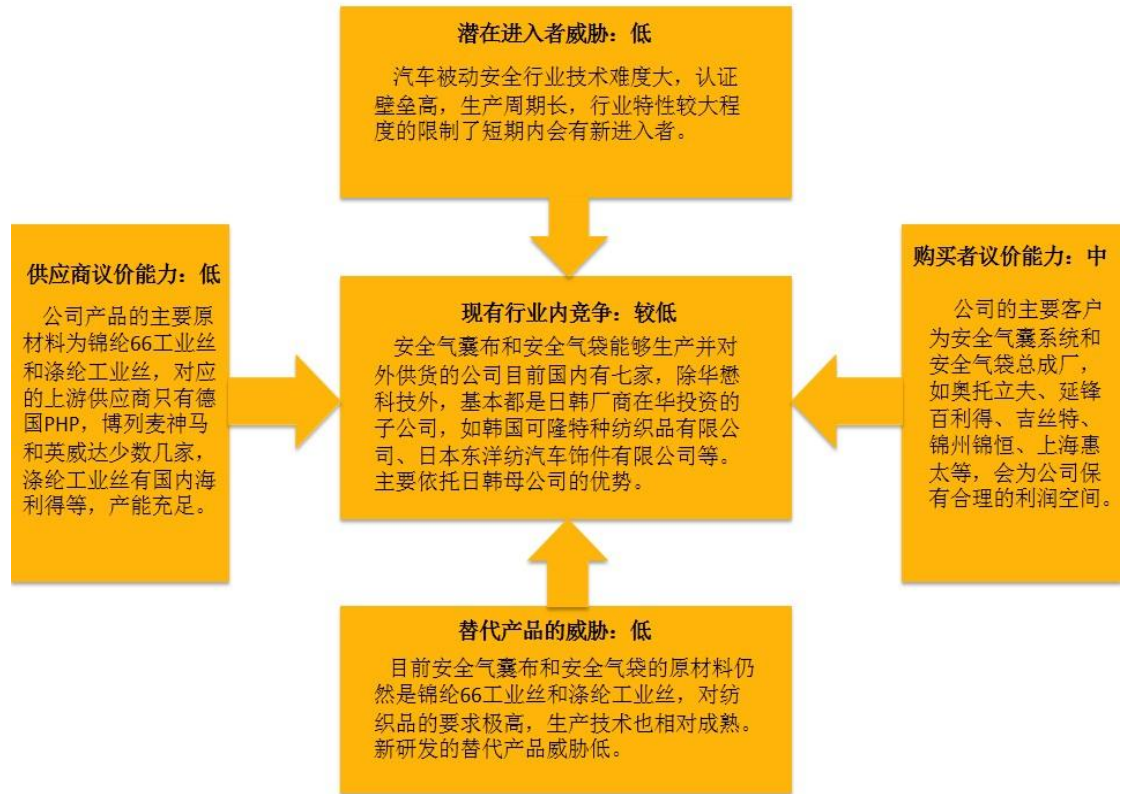
#### 1、公司竞争力分析

公司的竞争对手主要为国际安全气囊总成厂商配套的二级供应商在华设立的子公司：日岩帝人汽车安全用布有限公司（日本帝人）、东洋纺汽车饰件有限公司（日本东洋纺）、可隆特种纺织品有限公司（韩国可隆）、江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司（韩国杜奥尔）、上海博舍纺织科技有限公司（法国博舍工业）和日本丸井织物有限公司等，主要是与日韩在华厂商竞争。

公司在细分领域国内市场份额第一，拥有良好的国内客户优势。因为所在行业的壁垒极高，短期内竞争对手不太可能出现。

与上下游企业的议价能力方面，上游企业数量不多，但产能充足；下游企业为长期稳定合作的安全气囊系统及安全气囊总成厂商，会为公司保留合理的利润空间。

图 29：公司竞争力分析



资料来源：华金证券研究所

## 2、公司竞争优势

### ◇ 技术优势

公司具有极强的自主技术创新能力，保持行业内国际技术领先水平。目前公司已获得二十余项成型安全气囊的核心技术专利，拥有完整的自主技术体系，属于高新技术企业。公司产品具有以下六大技术优势：

- ✓ 精确的透气性。保证安全气囊充胀展开后既有弹性又不至破裂；透气度过高影响安全气囊成形效果；透气度过低会使其中的气体不能及时释放。
- ✓ 高强度、高伸缩性能、高弹性、高回复性。当气体发生碰撞时，安全气囊冲出原始位置的时速高达 322 公里/小时，安全气囊布需要承受来自高温高速气体的瞬间冲击。
- ✓ 质量轻、柔软性好。易于折叠安装并能迅速展开。
- ✓ 长期使用稳定性高。安全气囊的使用寿命通常比汽车使用寿命更长，一般要十年以上，长期安装在汽车上经历恶劣环境后也要保证其稳定性。
- ✓ 抗湿抗温抗老性。方向盘等位置可能因高温气体承受热负荷，环境比较恶劣。
- ✓ 阻燃性和环保性。

◇ 客户优势

公司拥有长期稳定的客户群体，这些企业以汽车零部件总成商为主，如锦恒、百利得。并且公司是奥托立夫、锦恒、延锋百利得的“最佳供应商”。

◇ 质量优势

公司具有完善的质量管理体系，已通过汽车行业的 ISO/TST16949 质量管理认证和汽车零部件总成厂商或整车厂商的双重认证。所在行业具有极高的认证壁垒，为公司的业绩提供了护城河。

◇ 管理优势

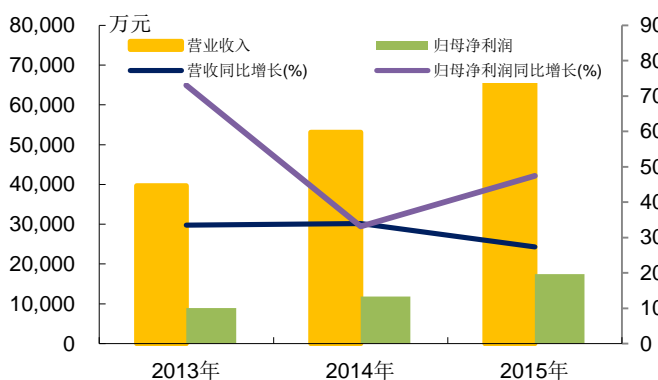
在管理方面，公司采用日台质量管理体系，严格控制产品质量稳定性，不断获得客户的认可并成为客户首选的供应商。

(四) 公司的财务比较

公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 3.96 亿元、5.31 亿元和 6.76 亿元，年均增长率为 31.60%；归母净利润分别为 0.89 亿元、1.19 亿元和 1.75 亿元，年均增长率为 51.18%，均实现了很高的增长水平，在汽车零部件领域比较稀缺。

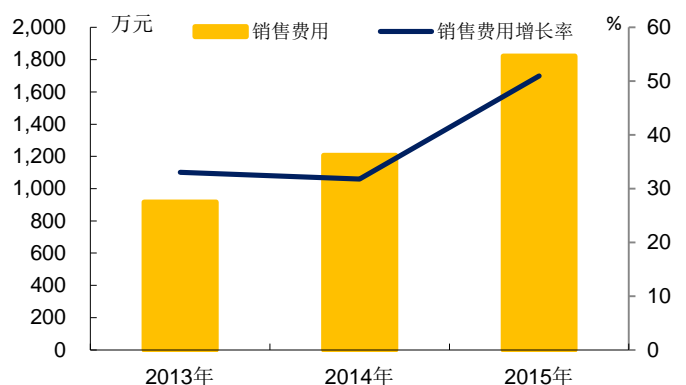
公司 2013 年-2015 年销售费用分别为 915.86 万元、1206.84 万元和 1821.92 万元，年均增长率为 38.59%，年均销售费用率为 2.42%；管理费用分别为 3392.75 万元、4639.15 万元和 5986.92 万元，年均增长率为 31.65%，年均管理费用率为 8.71%；财务费用分别为-91.36 万元、0.43 万元和-739.86 万元，年均增长率为-56914.10%，年均财务费用率为-0.44%。与公司营收和净利润对照，公司的三项费用情况处于非常健康的水平，显示了公司良好的经营能力。

图 30：近三年营收及净利润增长



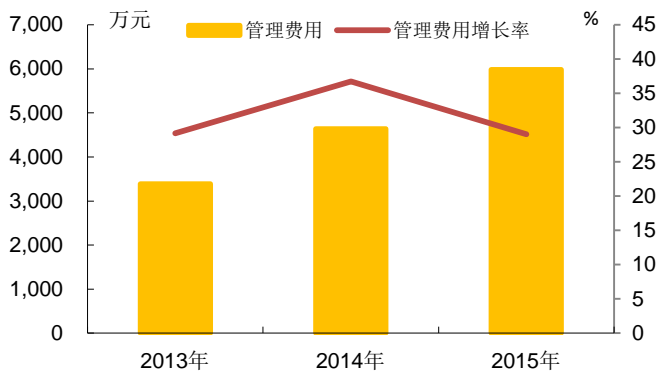
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31：近三年销售费用及增长



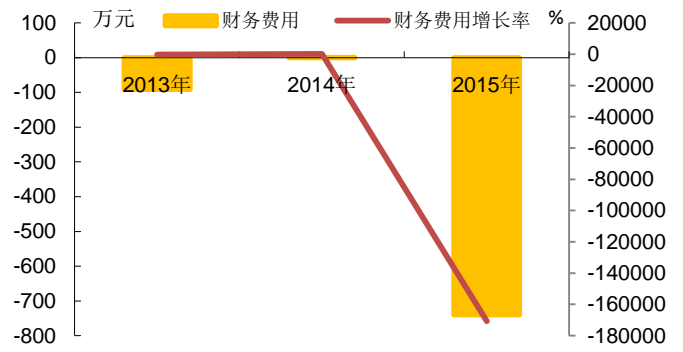
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 32：近三年管理费用及增长



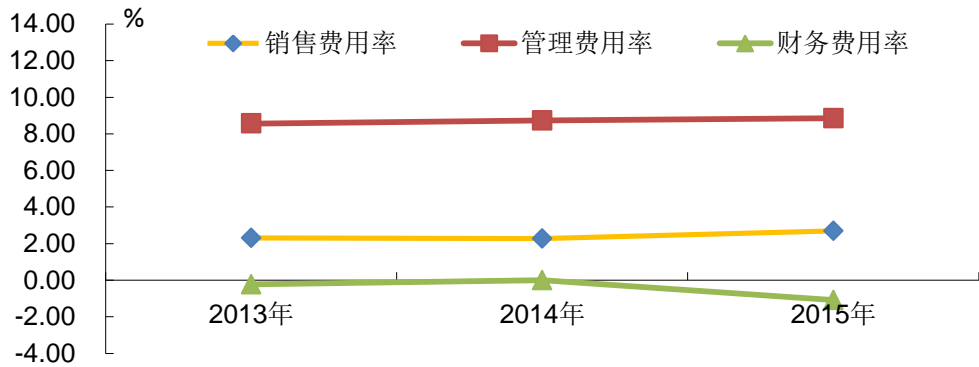
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 33：近三年财务费用及增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

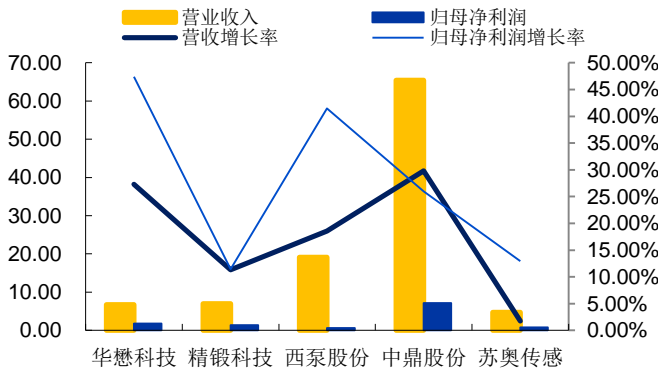
图 34：近三年三项费用率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

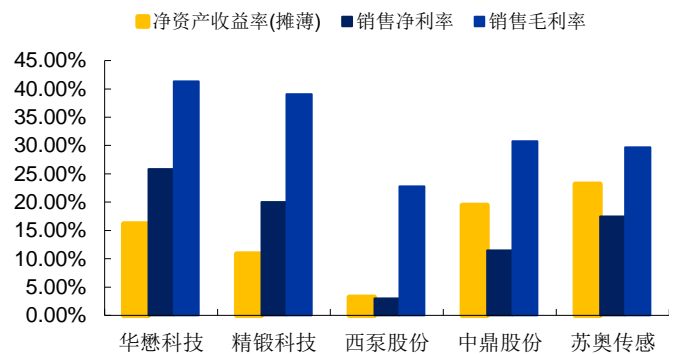
我们选取了其它四家同为细分领域龙头的汽车零部件公司精锻科技、西泵股份、中鼎股份和苏奥传感比较，公司的营收规模虽较小，但是其成长性和盈利能力均远高于其它公司。

图 35：公司现有规模及成长能力分析



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 36：公司盈利能力分析



资料来源：WIND，华金证券研究所



## （五）公司的上下游企业

公司安全气囊布主要原材料为锦纶 66 工业丝和涤纶工业丝，锦纶 66 工业丝对应的上游企业全球只有德国 PHP、博列麦神马和英威达等少数几家供应商，涤纶工业丝对应的供应商国内主要是海利得等。上游供应商相对比较集中，但因为属于化工原料，且可与其它工业用途纺织布共用，所以产能较为充足，公司议价能力相对较强。

公司的下游客户主要为专业的安全气囊系统和安全气囊袋供应商，目前该领域 90% 的市场份额被全球前四大巨头（瑞典奥托立夫、日本高田、美国天合-采埃孚和美国百利得）把控。在国内，目前美系和欧系的安全气囊供应商主要是奥托立夫、天合-采埃孚和延锋百利得，日系的主要供应商是高田和丰田合成，韩系的主要供应商是奥托立夫和摩比斯，而自主品牌除了以上提到的外资供应商，还有锦恒、东方久乐、太航常青、中翼等内资企业。公司前 5 大客户是奥托立夫、吉斯特、锦恒、上海惠太和延锋百利，借助下游客户，间接切入了大众、通用、奥迪、沃尔沃、欧宝、克莱斯勒、别克、福特、马自达、尼桑、荣威、长城、奇瑞、江淮、吉利等各大知名整车企业的供应体系，赢得了竞争优势。

上游的产能充足，不会对公司的原材料采购成本造成威胁；下游的行业集中度很高，且均为国内外知名企业，下游配套的整车企业竞争力也较强，能够保证公司产品订单的持续性和价格的稳定性。公司的营收和利润不会因为上下游企业经营因素带来大幅波动的风险。

## 三、盈利预测及投资建议

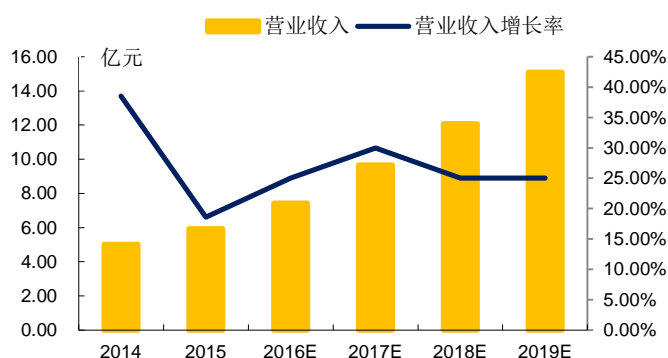
### 1、对公司两大业务板块的盈利预测和假设

基于 2014-2015 年的营业收入和营业利润，及我们对行业未来发展趋势的判断，分别对公司未来几年被动安全系统部件和其他产品两大业务板块进行盈利预测和假设。

◇ 被动安全系统部件业务。公司在安全气囊布和安全气囊业务方面技术成熟、管理精湛、市场占比高。虽然目前国内汽车销量增速有放缓的趋势，但受益于单车安全气囊装配数量的不断增加，进口替代比例的逐年提高，及未来车外气囊有望逐步装配将带来数倍于目前车内气囊的空间，行业实现持续较快增长的概率较大。公司作为国内行业龙头，将显著受益于高田气囊召回事件，市场份额有望逐步提高，公司营收和业绩增速有望超预期。

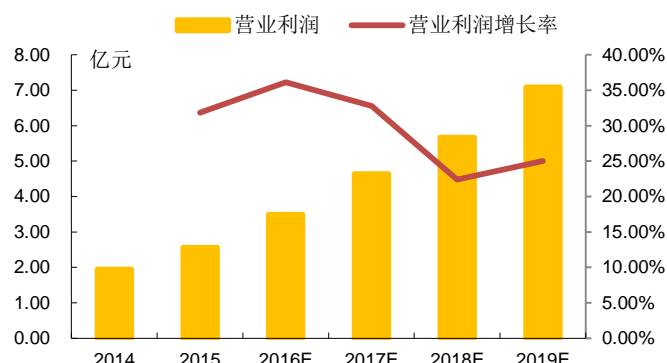
我们假设 2016 年-2019 年被动安全系统部件业务板块的营收分别为 7.43 亿元、9.66 亿元、12.08 亿元和 15.09 亿元，增速分别为 25.00%、30.00%、25.00%、25.00%；营业利润分别为 3.49 亿元、4.64 亿元、5.68 亿元和 7.09 亿元，增速分别为 36.14%、32.77%、22.40%和 25.00%。

图 37：被动安全系统部件业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 38：被动安全系统部件业务营业利润及增长率

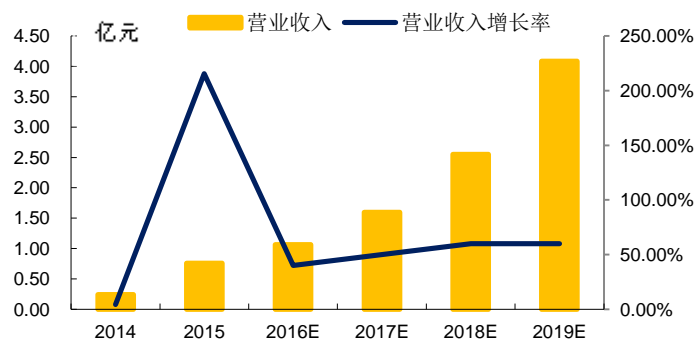


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ 其他业务。主要为安全带、夹网布、防弹布和气体发生器等产品。公司目前安全业务在行业占比比较小，未来增长空间比较大。高田安全气囊气体发生器的质量问题导致大规模召回，使得整车厂商不得不更换高田产品采购其他厂商产品，为公司的气体发生器部件业务带来增长空间。公司其他业务板块因为体量小，行业占比不高，有望获得较快的增长。

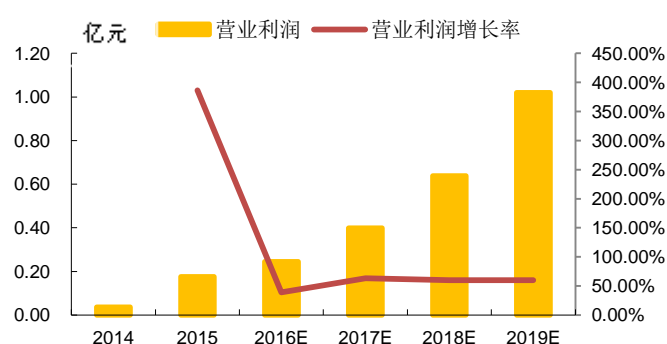
我们假设 2016 年-2019 年其他业务板块的营收分别为 1.06 亿元、1.59 亿元、2.55 亿元和 4.08 亿元，增速分别为 40%、50%、60%和 60%；营业利润分别为 0.24 亿元、0.40 亿元、0.64 亿元和 1.02 亿元，增速分别为 38.88%、63.04%、60.00%和 60.00%。

图 39：其他业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 40：其他业务营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

综上，我们预测公司 2016 年-2019 年营业收入分别为 8.49 亿元、11.25 亿元、14.93 亿元和 19.18 亿元，增速分别为 25.63%、32.50%、29.96%和 31.11%；营业利润分别为 2.71 亿元、3.69 亿元、4.63 亿元和 5.92 亿元，增速分别为 35.7%、36.0%、25.5%和 27.7%。

表 3：公司盈利预测（单位：百万元）

|        | 2014   | 2015   | 2016   | 2017    | 2018    | 2019    |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入   | 531.1  | 676.2  | 849.4  | 1,125.5 | 1,462.7 | 1,917.8 |
| 增速     | 33.99% | 27.31% | 25.63% | 32.50%  | 29.96%  | 31.11%  |
| 单位:百万元 | 2014   | 2015   | 2016   | 2017    | 2018    | 2019    |
| 营业收入   | 531.1  | 676.2  | 849.4  | 1,125.5 | 1,462.7 | 1,917.8 |
| 增速     | 33.99% | 27.31% | 25.63% | 32.50%  | 29.96%  | 31.11%  |
| 毛利率    | 38.3%  | 41.4%  | 44.0%  | 44.7%   | 43.2%   | 42.3%   |
| 净利润率   | 22.3%  | 25.8%  | 27.6%  | 28.3%   | 27.3%   | 26.5%   |
| 销售费用率  | 12.1   | 18.2   | 20.4   | 25.9    | 32.2    | 42.2    |
| 管理费用率  | 46.4   | 59.9   | 73.1   | 96.8    | 124.3   | 163.0   |

资料来源：WIND，华金证券研究所

## 2、基于以上预测给予投资建议

公司作为国内汽车安全气囊布和安全气囊袋细分领域的龙头企业，未来将受益于高田安全气囊召回，也将受益于单车装配量提高、进口替代和车外气囊的装配带来行业的高增长空间，成长性高，业绩加速增长且超预期概率大。与同类型上市公司比较，公司市值规模小，盈利能力强，成长性高，估值处于较低水平。我们给予“买入-A”的投资评级，强烈推荐！

表 4：同类型公司估值比较

| 公司名称 | 证券代码   | 收盘价<br>(2016.7.18) | EPS  |       |       |       | PE   |       |       |       |
|------|--------|--------------------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|      |        |                    | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 苏奥传感 | 300507 | 131.00             | 1.56 | 1.94  | 2.05  | 2.39  | 84.0 | 67.5  | 63.9  | 54.8  |
| 精锻科技 | 300258 | 15.57              | 0.52 | 0.45  | 0.57  | 0.73  | 29.9 | 34.6  | 27.3  | 21.3  |
| 西泵股份 | 002536 | 16.06              | 0.51 | 0.27  | 0.32  | 0.44  | 49.6 | 59.5  | 50.2  | 36.5  |
| 中鼎股份 | 000887 | 25.30              | 0.64 | 0.86  | 1.13  | 1.36  | 39.5 | 29.4  | 22.4  | 18.6  |
| 华懋科技 | 603306 | 33.16              | 1.22 | 0.96  | 1.12  | 1.62  | 27.2 | 34.5  | 29.6  | 20.5  |
|      |        |                    |      |       |       | 平均值   | 38.5 | 42.3  | 36.2  | 29.1  |

资料来源：WIND，华金证券研究所

## 四、风险提示

### 1、汽车行业增速放缓

近几年，受经济增长下台阶的影响，国内汽车销量增速放缓。2013 年-2015 年新车销量增速分别为 13.9%、6.9%和 4.7%，放缓趋势明显。如果未来几年我国经济增长呈现“L”型，可能会影响汽车销量增长的继续走低，影响公司的供货量。

### 2、原材料价格大幅上涨

目前公司气囊布的主要原材料由锦纶逐步切换至涤纶，涤纶属于化工产品，受国际原油价格影响较大。国际原油价格已经从 26 美元左右的水平触底反弹，至今涨幅已经超 78%，未来不排除

除进一步上涨的可能性。如果油价大幅上涨势必带来公司上游原材料涤纶价格的上涨，对公司盈利带来负面影响。





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

林帆声明，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**

华金证券有限责任公司（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：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn