

2016 年 09 月 26 日

天成自控 (603085.SH)

## 迈向乘用车市场，打开一片新天地

■**工程机械座椅龙头，成本优势显著**：工程机械座椅生产工序繁杂，零部件极多，属于重资产模式，公司在该领域深耕 24 年，发展成国内领军企业的总成企业，成功进入卡特彼勒供应体系并获优秀供应商称号。公司在工程机械座椅市占率 36%，部分细分领域高达 50%-70%。公司成本控制极佳，毛利率超出国际巨头 15% 左右。

■**传统主业周期下滑，公司逆势成长**：受固定资产投资增速持续下滑影响，工程机械行业及农机行业普遍下滑，公司传统三大主业：工程机械座椅、商用车座椅、农业机械座椅逆势成长，营收增速远远跑赢下游行业。目前尚难定论传统行业是否走出周期底部，但未来行业一旦出现反转，公司做为座椅龙头将具备很大业绩弹性。

■**开荒乘用车座椅 500 亿市场，预计再造一个天成自控**：公司 2015 年以新能源汽车为切入点（向知豆供应）进军乘用车座椅市场，今年相继收获众泰 B11 和 B11B 车型配套订单。目前国内整车厂的座椅供应链格局非常稳固，基本被外资及合资座椅商垄断。我们判断公司有望成为该领域的开荒者，因为：1) 除公司外，具备乘用车座椅总成能力的内资独立第三方企业仅有 1 家，但规模很小；2) 技术同源，公司有性价比优势；3) 内资整车厂迫于国内有效供给严重匮乏，只能选择外资及合资座椅商，缺乏议价能力。公司借助知豆和众泰打造品牌，随着产能逐渐达产，有望打破目前供应体系僵局。4) 江森自控剥离乘用车座椅业务，给公司带来了一定的机遇。目前乘用车座椅市场规模至少在 500 亿，假设公司能够获得 5% 的市占率，就将带来 25 亿收入。我们预计公司 2016 年乘用车座椅实现 800 万净利润，随着品牌效应的不断扩大，预计 2017-2018 年各实现净利润 3000 万和 5500 万。

■**投资建议**：买入-A 投资评级，6 个月目标价 60.00 元。我们预计公司 2016-2018 年的净利润增速分别为 39.1%、40.7%、37.7%，对应 EPS：0.42 元、0.58 元、0.81 元。

■**风险提示**：工程机械行业快速下滑，乘用车座椅业务拓展不达预期。

| (百万元)        | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入         | 309.9 | 292.6 | 326.9 | 526.0 | 762.9 |
| 净利润          | 32.3  | 33.4  | 46.5  | 65.4  | 90.1  |
| 每股收益(元)      | 0.29  | 0.30  | 0.42  | 0.58  | 0.81  |
| 每股净资产(元)     | 1.96  | 3.60  | 8.40  | 8.81  | 9.37  |
| <b>盈利和估值</b> |       |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)       | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
| 市净率(倍)       | 166.0 | 160.2 | 115.2 | 81.8  | 59.4  |
| 净利润率         | 24.4  | 13.3  | 5.7   | 5.4   | 5.1   |
| 净资产收益率       | 10.4% | 11.4% | 14.2% | 12.4% | 11.8% |
| 股息收益率        | 14.7% | 8.3%  | 4.9%  | 6.6%  | 8.6%  |
| ROIC         | 0.0%  | 0.2%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.5%  |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

投资评级 **买入-A**

**维持评级**

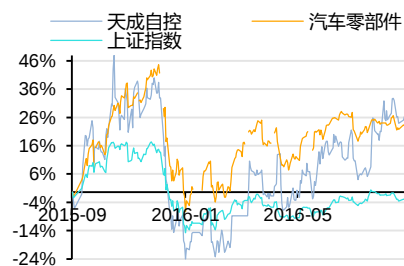
6 个月目标价：**60.00 元**

股价 (2016-09-26) **48.05 元**

### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 5,353.03      |
| 流通市值(百万元) | 1,375.11      |
| 总股本(百万股)  | 111.92        |
| 流通股本(百万股) | 28.75         |
| 12 个月价格区间 | 27.98/54.29 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 11.79 | 6.59  | 33.05 |
| 绝对收益 | 10.67 | 12.89 | 31.16 |

**邹润芳**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001

zourf@essence.com.cn

021-35082076

### 相关报告

天成自控：迈向乘用车座

椅广阔市场，工程机械座 2016-08-02

椅龙头再启航

## 目录

|                                          |           |
|------------------------------------------|-----------|
| <b>1.工程机械座椅龙头，国内乘用车座椅开荒者</b>             | <b>4</b>  |
| 1.1.公司简介                                 | 4         |
| 1.2.定增项目完成，进军乘用车座椅市场                     | 5         |
| <b>2.汽车座椅产业链分析</b>                       | <b>6</b>  |
| 2.1.上游：钢材占比较高，议价能力不强                     | 6         |
| 2.2.中下游：重资产模式驱动，总成企业稀缺                   | 7         |
| 2.3.天成自控：国内第一家汽车座椅总成上市企业，成本优势明显          | 8         |
| <b>3.传统业务：周期下滑，逆势成长</b>                  | <b>10</b> |
| 3.1.工程机械座椅：整体市占率 36%，未来平稳过渡行业调整期         | 10        |
| 3.2.商用车座椅：积极开拓高端座椅市场，前景向好                | 13        |
| 3.3.农用机械座椅：下游需求回落，营收、毛利率均逆势突破            | 15        |
| <b>4.乘用车业务：即将再造一个天成自控</b>                | <b>16</b> |
| 4.1.乘用车座椅竞争格局：供应链格局稳定，内资有效供给严重匮乏         | 16        |
| 4.2.保守测算，国内乘用车座椅市场规模大于 500 亿             | 18        |
| 4.3.天成自控：国内乘用车座椅市场的开荒者                   | 19        |
| 4.3.1.以新大洋新能源汽车为切入点，正式进军乘用车座椅市场          | 19        |
| 4.3.2.与众泰汽车签订供货协议，乘用车座椅市场再下一城            | 20        |
| 4.3.3.天成自控有望成为国内第一家打破现有供应链格局的内资企业        | 20        |
| 4.3.3.1.技术同源，性价比优势继续发挥                   | 21        |
| 4.3.3.2.借新大洋与众泰汽车打造品牌，效应不断扩大             | 21        |
| 4.3.3.3.江森自控剥离乘用车座椅业务，内资整车厂面临机遇          | 22        |
| <b>5.儿童安全座椅与飞机座椅业务：提前布局，静待契机出现</b>       | <b>22</b> |
| 5.1.儿童安全座椅：普及率低，政策是主要驱动力                 | 22        |
| 5.2.全球飞机座椅市场规模 40-55 亿美元，天成自控与北大合作未来择时切入 | 24        |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1：天成自控发展历史                    | 4  |
| 图 2：天成自控股权结构示意图（IPO 前）          | 4  |
| 图 3：天成自控各项业务营收占比情况              | 5  |
| 图 4：天成自控 2016H1 各项业务营收占比        | 5  |
| 图 5：天成自控营业收入情况                  | 5  |
| 图 6：天成自控归母净利润情况                 | 5  |
| 图 7：汽车座椅产业链结构示意图                | 6  |
| 图 8：座椅生产总体流程                    | 7  |
| 图 9：德国格拉默、美国 CVG、天成自控综合毛利率对比（%） | 9  |
| 图 10：国内钢铁产量情况                   | 10 |
| 图 11：钢铁综合价格指数                   | 10 |
| 图 12：热（冷）轧卷板价格指数                | 10 |
| 图 13：MDI 和 TDI 价格走势（元/吨）        | 10 |
| 图 14：2007-2014 国内工程机械销售收入       | 11 |
| 图 15：2007-2014 国内工程机械利润总额       | 11 |

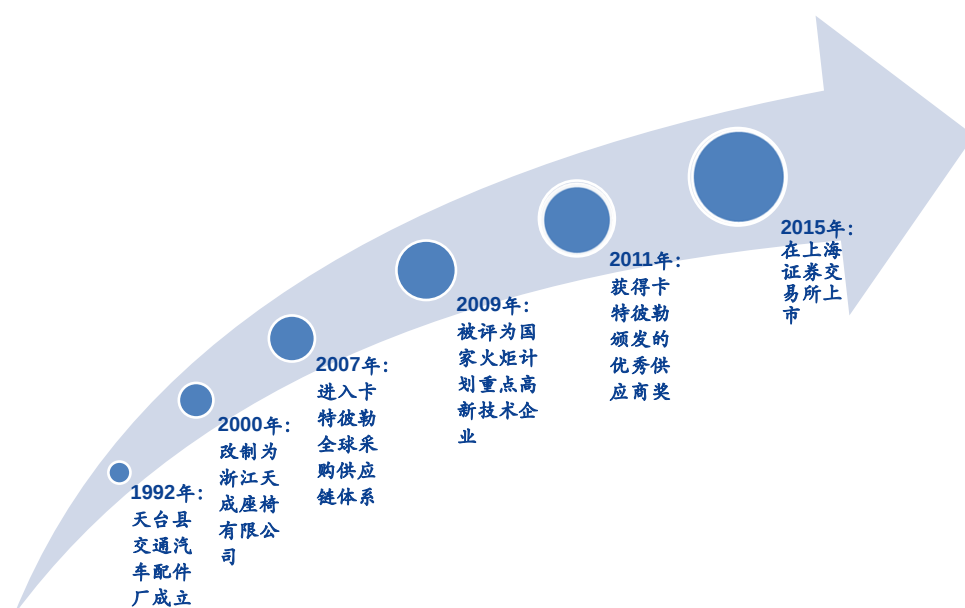
|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 16: 工程机械销量增速情况 (%)                       | 11 |
| 图 17: 天成自控各类工程机械座椅市占率                      | 12 |
| 图 18: 天成自控工程机械座椅产品及下游客户                    | 12 |
| 图 19: 工程机械座椅收入增速与工程机械行业增速对比                | 13 |
| 图 20: 工程机械座椅业务毛利率情况 (%)                    | 13 |
| 图 21: 天成自控 2011-2015 年国内外营收占比              | 13 |
| 图 22: 天成自控 2016H1 国内外营收占比                  | 13 |
| 图 23: 商用车 2006-2016H1 销量情况                 | 13 |
| 图 24: 商用车细分领域销量情况                          | 13 |
| 图 25: 天成自控商用车座椅产品及下游客户 (2014 年)            | 14 |
| 图 26: 天成自控农用机械座椅产品及下游客户                    | 15 |
| 图 27: 大中型拖拉机销量情况                           | 15 |
| 图 28: 农用机械座椅业务收入情况                         | 16 |
| 图 29: 农用机械座椅业务毛利率情况 (%)                    | 16 |
| 图 30: 上海通用、上海大众、一汽大众的座椅供应商                 | 17 |
| 图 31: 国内乘用车销量情况                            | 18 |
| 图 32: 近 5 年来乘用车市场销量结构变化                    | 19 |
| 图 33: 乘用车各个零部件占比                           | 19 |
| 图 34: 国内乘用车座椅市场规模 (亿元)                     | 19 |
| 图 35: 知豆 D1                                | 20 |
| 图 36: 知豆 D2                                | 20 |
| 图 37: 2016 年 7 月众泰各类车型销售额占比                | 20 |
| 图 38: 众泰 B11 销量情况                          | 20 |
| 图 39: 国内乘用车销量情况 (按系列)                      | 21 |
| 图 40: 2011-2015 年中国儿童安全座椅产量                | 23 |
| 图 41: 2011-2020 年新生儿数量预测                   | 23 |
| 图 42: 天成自控儿童座椅产品 (0-4 岁)                   | 23 |
| 图 43: 天成自控儿童座椅产品 (9 个月-12 岁)               | 23 |
| 图 44: Zodiac Aerospace 飞机座椅业务收入情况          | 24 |
| 图 45: B/E Aerospace 飞机座椅业务收入情况             | 24 |
| 图 46: 国内运营客机制造商比例分布                        | 25 |
| 图 47: 国内客机机型数量排行 TOP10                     | 25 |
| 表 1: 非公开发行募投项目                             | 6  |
| 表 2: 天成自控营业成本构成                            | 7  |
| 表 3: 江森自控在 2010 年 11 月-2011 年 1 月完成的 3 笔收购 | 8  |
| 表 4: 天成自控在非乘用车领域的竞争对手                      | 8  |
| 表 5: 钢材价格变动对毛利率的影响                         | 9  |
| 表 6: 天成自控工程机械座椅价格                          | 11 |
| 表 7: 天成自控商用车座椅价格                           | 14 |
| 表 8: 天成自控商用车座椅市场率                          | 14 |
| 表 9: 全球乘用车座椅主要巨头及其下游客户                     | 16 |
| 表 10: 乘用车座椅总成商 (内资, 不含天成自控)                | 18 |
| 表 11: 2015 年 1-12 月国内儿童安全座椅市场综合占有率前五品牌情况   | 23 |

## 1. 工程机械座椅龙头，国内乘用车座椅开荒者

### 1.1. 公司简介

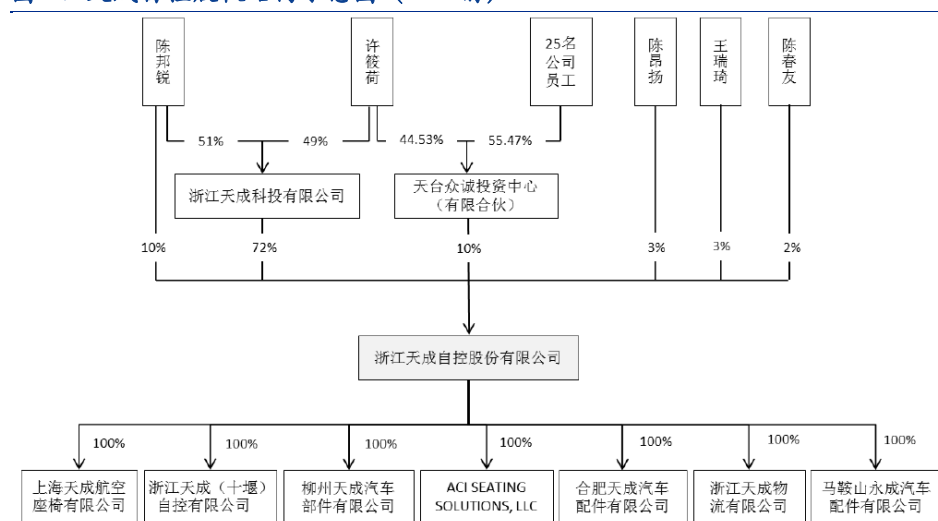
浙江天成自控股份有限公司前身为天台县交通汽车配件厂，创建于1992年。天成自控位于浙江省台州市天台县西工业园区，专业从事车辆座椅研发、生产、销售和服务，目前公司的主要产品为工程机械座椅、商用车座椅和农用机械座椅。天成自控是国内工程机械座椅的龙头企业，是工程机械座椅国家标准的起草单位之一，公司于2015年6月30日在上海证券交易所上市。

图1：天成自控发展历史



资料来源：天成自控官网，安信证券研究中心

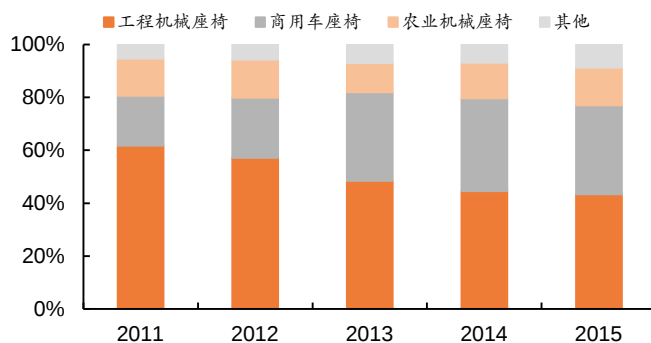
图2：天成自控股权结构示意图（IPO前）



资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

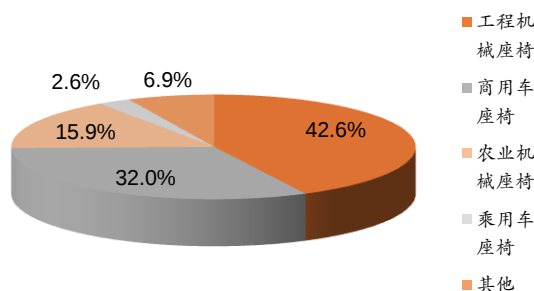
天成自控营业收入主要来源为工程机械座椅、商用车座椅以及农业机械座椅业务，2016 年上半年三者合计占公司营业收入的 90% 以上，其中工程机械座椅占比最大，达到 42.6%，但相比于 2011 年，其营收占比在不断缩小，而商用车占比逐步扩大，农业机械座椅收入占比则保持稳定。天成自控于 2015 年首次切入乘用车座椅市场，全年取得 612.60 万元收入，2016 年上半年实现营收 432.18 万元，占比达到 2.6%。

图 3：天成自控各项业务营收占比情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

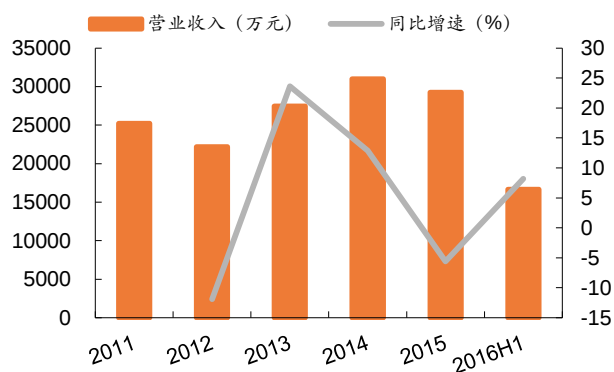
图 4：天成自控 2016H1 各项业务营收占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

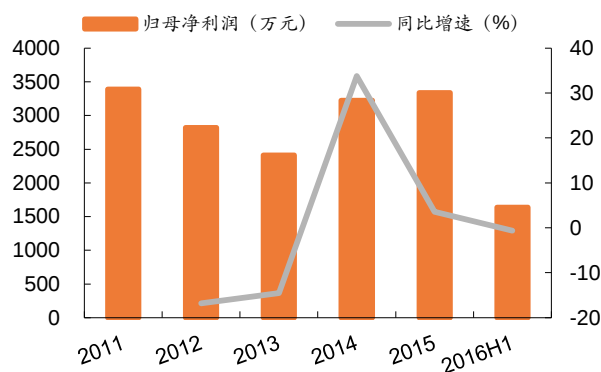
工程机械行业自 2011 年来进入了漫长的调整期，相对于工程机械行业的快速下滑，天成自控表现稳健，营业收入稳中有升，2016 年上半年实现营业收入 1.67 亿元，同比增长 8.21%，实现归母净利润 1639 万元，同比下降 0.61%。

图 5：天成自控营业收入情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：天成自控归母净利润情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 1.2. 定增项目完成，进军乘用车座椅市场

为了应对工程机械行业景气的不断下滑，天成自控于 2015 年以新能源汽车为切入点进军乘用车座椅市场，拓宽业务范围。随着上市后凭借资本市场的融资渠道，公司欲将乘用车座椅业务打造成为新的利润增长点，今年 4 月初公布非公开发行预案，9 月 23 日定增项目完成，发行价格 42.55 元/股（较 9 月 22 日收盘价折价率 8.81%），发行股票数量约 1192 万股，募集资金总额约 50710 万元，其中 42915 万元用于乘用车座椅智能化生产基地建设项目。公司实际控制人陈邦锐参与认购，认购比例为 10%，限售期 3 年，其余特定投资者限售期为 1 年。

**表 1：非公开发行募投项目**

| 项目名称             | 金额（万元）       |
|------------------|--------------|
| 乘用车座椅智能化生产基地建设项目 | 42915        |
| 补充流动资金           | 7795         |
| <b>合计</b>        | <b>50710</b> |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

乘用车座椅智能化生产基地建设项目建设期共 2 年，预计第一年达产 80%，第二年全部达产，项目建成后产能为年产 30 万套成品座椅(含 60 万套核心件)与 140 万套单销核心件。据测算，项目运营期内年均营业收入达 9.9 亿元，项目投资的税前内部收益率为 25%。

## 2. 汽车座椅产业链分析

无论是乘用车座椅还是非乘用车座椅（我们统称为汽车座椅），其产业链结构均类似：上游主要是包括钢材、皮革、海绵等在内的原材料生产商；中游为核心零部件供应商，在整条产业链中附加值最高；下游为集成商，对核心零部件进行组装加工后直接出售给整车厂。

值得注意的是，由于工程机械和农用机械工作环境复杂、行驶路况恶劣，商用车通常载重大、行驶时间长，因此工程机械座椅和农用机械座椅容易磨损，相应的有售后维修市场，可以实现重复性收入。而乘用车座椅是一次性出售，一般返修率极低，基本没有其他利润渠道。

**图 7：汽车座椅产业链结构示意图**

| 上游<br>原材料                                      | 中游<br>零部件                                                                                    | 下游<br>集成商/售后维修          |
|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|
| 钢材<br>皮革<br>海绵<br>TDI<br>MDI<br>聚醚多元醇<br>其他原材料 | 坐垫骨架/背骨架<br>滑轨<br>弹簧<br>调角器<br>升降器<br>阻尼杆<br>冲压件<br>五金件<br>塑料件<br>电机/电控<br>发泡<br>座套<br>其他零部件 | 国内整车厂<br>国内售后维修<br>国外市场 |

资料来源：网页信息整理，安信证券研究中心

### 2.1. 上游：钢材占比较高，议价能力不强

汽车座椅生产商对钢铁依赖较多，包括坐垫骨架、背骨架、滑轨、调角器、升降器、阻尼杆以及各类冲压件和五金件等在内的核心零部件基本全部由钢材制成。以天成自控为例，除去海面材料、皮革面料后，其原材料成本总占比达到 65%以上，除去水电等杂费后，粗略测算

钢材（包括直接被消耗掉的钢材和间接被消耗掉的钢材）占营业成本的比重应当至少在 40% 以上。

表 2：天成自控营业成本构成

| 项目      | 2012        | 2013    | 2014    |         |
|---------|-------------|---------|---------|---------|
| 主要原材料   | 钢材          | 18.47%  | 16.13%  | 14.28%  |
|         | 冲压件         | 7.51%   | 10.07%  | 9.28%   |
|         | 海绵材料        | 7.49%   | 7.21%   | 6.98%   |
|         | 皮革及面料       | 7.51%   | 9.90%   | 10.76%  |
|         | 滑轨          | 6.55%   | 5.95%   | 6.11%   |
|         | 阻尼杆         | 2.70%   | 2.67%   | 2.24%   |
| 其他原材料   | 弹簧等五金件、水电费等 | 33.40%  | 32.49%  | 34.52%  |
| 原材料成本总计 |             | 83.63%  | 84.42%  | 84.17%  |
| 直接人工    |             | 6.58%   | 6.82%   | 7.45%   |
| 制造费用    |             | 8.66%   | 7.86%   | 7.35%   |
| 进项税转出   |             | 1.13%   | 0.91%   | 1.04%   |
| 合计      |             | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

由于钢铁企业下游需求广泛，而汽车座椅企业对钢铁的需求量又相对较小，因此汽车座椅企业对上游原材料供应商的议价能力并不高，因此钢铁价格的变动会对汽车座椅企业产生较大影响。

## 2.2. 中下游：重资产模式驱动，总成企业稀缺

对于汽车座椅核心零部件的生产，一般而言，坐垫骨架、背骨架、滑轨等由高强度钢材通过激光焊接而制成，需要企业拥有较高的金属加工工艺，电动调节和位置记忆需要企业具备电子工艺，发泡需要化学制备工艺，坐套需要纺织工艺等等。因此，看似简单的汽车座椅，实际上是资本密集型产业，每一个环节都需要大量固定资产的投入，能够打通产业链中下游的总成厂商必定是重资产模式驱动的。

图 8：座椅生产总体流程



资料来源：新材料在线，安信证券研究中心

以全球乘用车座椅龙头企业江森自控（Johnson Controls）为例，其在 2010 年 11 月到 2011 年 1 月短短 3 个月时间内就完成了 3 笔收购，用以完善自身供应链降低成本：1）收购法国 MichelThierry，该企业主要生产汽车座椅的纺织面料；2）德国 Keiper Recaro 集团旗下的 Keiper 零部件业务和 Recaro 座椅业务，其中 Keiper 是全球第一个汽车座椅调角器的发明厂

家，而 Recaro 则以顶级汽车座椅闻名；3) 收购汽车座椅金属骨架供应商 CRH，CRH 主要客户也是豪华车厂商。

**表 3：江森自控在 2010 年 11 月-2011 年 1 月完成的 3 笔收购**

| 收购时间       | 收购对象                                             | 收购对象简介                                                                                       |
|------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2010.11.22 | 法国 Michel Thierry                                | 为车企供应纤维和纺织材料                                                                                 |
| 2010.12.02 | 德国 C. Rob. Hammerstein Group(CRH)                | 从事座椅结构、导轨、高度调节器、动力变速箱与转向杆调节器的设计和生产。                                                          |
| 2011.01.02 | 德国 Keiper Recaro 集团旗下的 Keiper 零部件业务和 Recaro 座椅业务 | Keiper 和 Recaro 的年收入约为 10 亿美元。其中 Keiper 的客户有大众、梅赛德斯奔驰和通用，Recaro 的客户包括福特、大众、保时捷、兰博基尼、凯迪拉克和本田。 |

资料来源：网页信息整理，安信证券研究中心

目前国内在非乘用车领域方面，限于资本和技术实力的不足，内资总成商数量稀少，能与天成自控形成竞争的仅有北京光华荣昌和江苏裕华 2 家公司，大部分汽车座椅厂商都扎堆在产业链中游的某一细分领域，行业入门的门槛一般不高。

**表 4：天成自控在非乘用车领域的竞争对手**

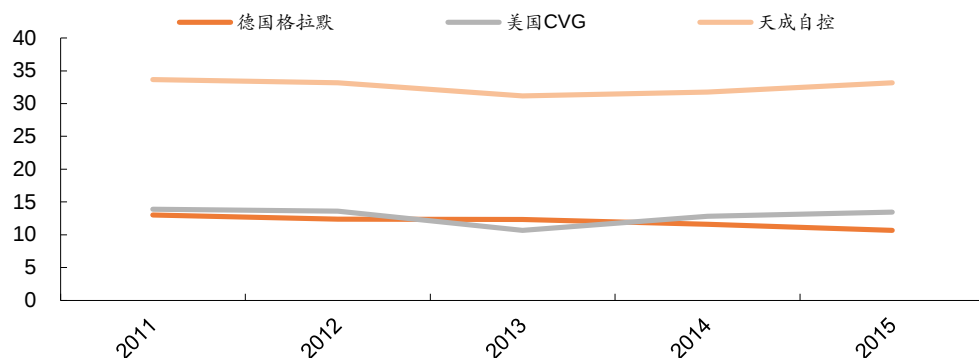
| 企业名称           | 简介                                                                                                                                            | 配套市场                |
|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| 德国格拉默          | 是专业生产座椅系列的跨国公司，产品可供农业机械、工程机械、工业车辆、载重卡车、大客车、公共交通工具等机械使用。在国内设立有全资子公司——格拉默座椅（天津）有限公司。2013年3月，格拉默与江苏裕华合资设立格拉默车辆座椅（江苏）有限公司。                        | 工程机械<br>农用机械<br>商用车 |
| 美国 CVG         | 2004年8月在纳斯达克上市，总部位于美国，是全球性的重卡、建筑机械、农业机械及其他专业机械的座椅制造商和供应商，主要面向OEM市场，在七个国家设有制造基地。在国内设立有全资子公司——仕驰汽车配套部件（上海）有限公司。                                 | 工程机械<br>农用机械<br>商用车 |
| 德国伊思灵豪森        | 是研发和生产商用车新型座椅系统及技术弹簧的全球领先企业，产品广泛用于卡车、客车及工程机械，主要生产基地包括遍布全球20个国家的49家工厂。在国内设立有合资子公司——西安伊思灵豪森汽车座椅有限公司                                             | 工程机械<br>商用车         |
| 美国希尔思          | 成立于1855年，开拓了农业、建筑以及工业车辆的专用座椅领域。在国内设立有合资子公司——廊坊全兴希尔思交通器材有限公司                                                                                   | 工程机械<br>农用机械        |
| 东风李尔汽车座椅有限公司   | 由美国李尔公司、东风汽车公司、东风实业有限公司出资组建，其重、中型商用车座椅及微型车座椅的生产基地位于湖北十堰市，主要客户为东风汽车有限公司商用车公司；轻型商用车座椅的生产基地位于湖北襄樊市，是东风汽车股份有限公司主要供应商。                             | 商用车                 |
| 北京光华荣昌汽车部件有限公司 | 创建于1997年，是一家跨地区的专业生产商业汽车座椅、汽车后视镜的大型汽车零部件（集团）公司，为主机厂的重卡、轻卡、皮卡、SUV、MPV、轻客、大客、轿车等车型配套。                                                           | 商用车                 |
| 江苏裕华汽车零部件有限公司  | 为全国各大汽车集团、汽车制造厂配套生产，已形成乘用车（轿车、SUV、MPV）座椅系列、商用车（重卡、轻卡、皮卡、中高档客车）座椅系列、汽车仪表台、成型地垫等系列产品。具有年生产各类汽车座椅60万台套、汽车仪表板10万台套、成型地垫6万台套的能力。2013年3月与格拉默设立合资公司。 | 商用车<br>乘用车          |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

而在乘用车座椅领域方面，国内能够做到总成的企业同样屈指可数，整个市场基本被外资企业和中外合资企业占据，对此我们在后文中有更详细的分析。

## 2.3. 天成自控：国内第一家汽车座椅总成上市企业，成本优势明显

天成自控是国内第一家汽车座椅总成的上市企业，成本控制相当有效。我们以工程机械座椅和农用机械座椅全球龙头企业德国格拉默以及美国的 CVG 为例，其主营业务结构与天成自控相似，但综合毛利率远低于天成自控（15 个百分点左右）。尽管不能仅从该指标来看盈利水平，但显而易见的是天成自控的成本优势明显。

**图 9：德国格拉默、美国 CVG、天成自控综合毛利率对比（%）**


资料来源：Wind，安信证券研究中心

从上游来看，为了平滑钢铁价格波动的风险，汽车座椅厂商一般可以通过增加钢材直接消耗占比、降低间接消耗占比的方式来实现。由于汽车座椅的零部件种类繁多且数量较多，因此通过直接自产零部件可以大幅省去中间商的利润环节，但前提是需要大量固定资产的投入，目前国内大多数下游厂商只能依赖中游厂商直接提供产成品，限于资本实力无法自产。

天成自控目前除滑轨、调角器、升降器等小型零部件外购之外，其余核心零部件已全部实现了自产（包括发泡、坐套等），省去中间商环节利润的同时，公司钢材直接消耗金额已占到总成本的 12%-15% 左右，钢材价格每变动 10%，对毛利率的影响仅约为 1% 不到，成本优势明显。

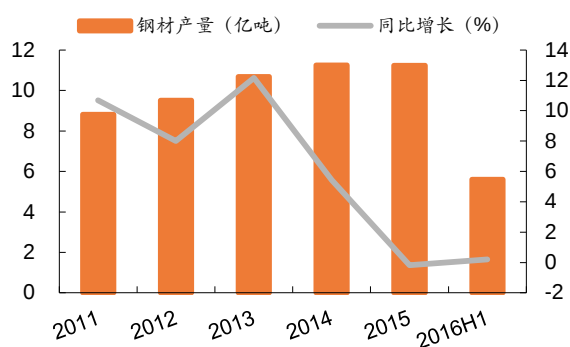
**表 5：钢材价格变动对毛利率的影响**

| 项目                              | 2012     | 2013     | 2014     |
|---------------------------------|----------|----------|----------|
| 钢材消耗金额（万元）(A)                   | 2292.25  | 2572.90  | 2541.67  |
| 主营业务成本（万元）(B)                   | 14842.64 | 18898.43 | 21152.50 |
| 占成本比 (C=A/B)                    | 15.44%   | 13.61%   | 12.02%   |
| 钢材采购平均单价（元/吨，含税）                | 4771.73  | 4526.17  | 4001.49  |
| 平均单价变化 (D)                      | -11.37%  | -5.15%   | -11.59%  |
| 影响成本百分比 (E=C×D)                 | -1.76%   | -0.70%   | -1.39%   |
| 当期主营业务毛利率                       | 32.90%   | 30.86%   | 31.45%   |
| 导致毛利率的变化[F= (-E) × (1-上年主营毛利率)] | 1.17%    | 0.46%    | 0.96%    |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

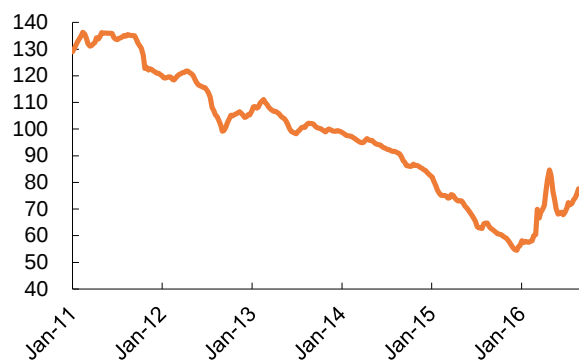
在国家带头去产能的大背景下，2016 年以来钢铁价格形成了一定的反弹趋势，但 2016 年上半年全国钢铁产量又实现了正增长。我们认为，落后产能过剩是十几年来甚至几十年来累积的结果，因此产能去化也将是一个漫长的过程，钢铁价格的反弹不具备长期延续的基础，最终会回归理性。我们预计未来 3 年，钢铁价格的变动会愈加趋缓，对天成自控的成本端不会产生实质性的影响。而对于 MDI、TDI、聚醚多元醇等化工原料以及海绵、皮革等纺织面料，其价格波动幅度一般不大，且相比于钢材其占比较低，因此我们认为，这类原材料的价格变动对公司成本端也不会造成过多压力。

图 10: 国内钢铁产量情况



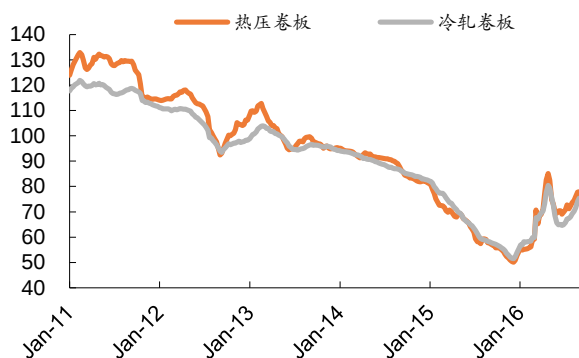
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 11: 钢铁综合价格指数



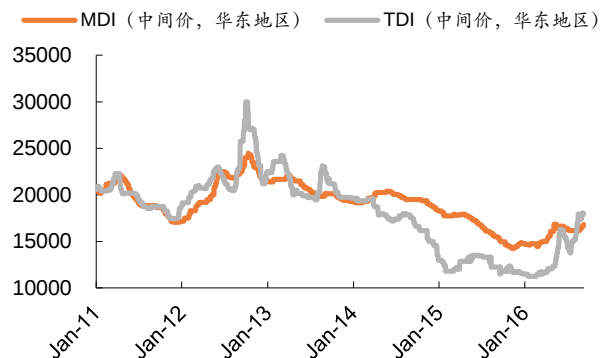
资料来源: 中国钢铁工业协会, 安信证券研究中心

图 12: 热（冷）轧卷板价格指数



资料来源: 中国钢铁工业协会, 安信证券研究中心

图 13: MDI 和 TDI 价格走势（元/吨）



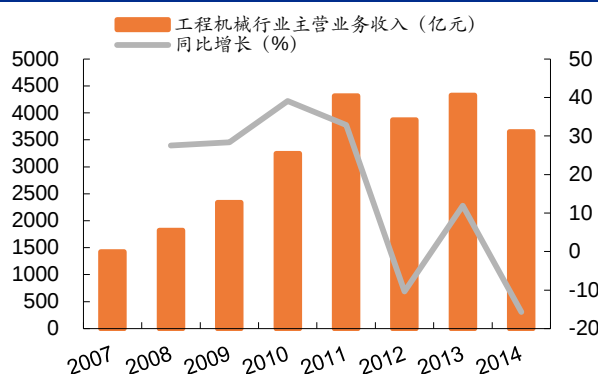
资料来源: 天天化工网, 安信证券研究中心

### 3. 传统业务：周期下滑，逆势成长

#### 3.1. 工程机械座椅：整体市占率 36%，未来平稳过渡行业调整期

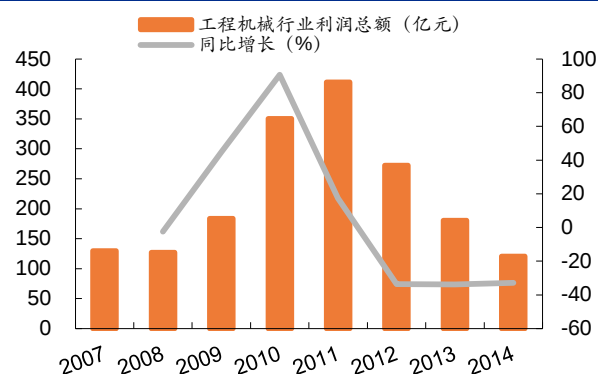
我国工程机械行业，无论是销售额或销售量，2011 年前，发展速度都非常快，到 2011 年，双双达到了全行业的最高峰。2011 年，工程机械行业销售收入达到了 4317 亿元，是 2000 年的 18 倍，11 年间 CAGR 高达 30.9%。从 2011 年下半年开始，我国工程机械行业进入了从超高速发展到平稳发展的调整过渡期。2012 年是过渡期的转折时期，整个行业出现了多年以来的首次下降，且下降幅度较大，营业收入下降了 10.4%，利润总额下降了 33.7%。销售额 2013 年增长了 11.9%，2014 年下降了 15.7%；利润总额 2013 年下降了 33.8%，2014 年下降了 32.9%。整个市场呈跌宕起伏变化势态，目前正处于调整期。

图 14: 2007-2014 国内工程机械销售收入



资料来源：中国工程机械工业年鉴，安信证券研究中心

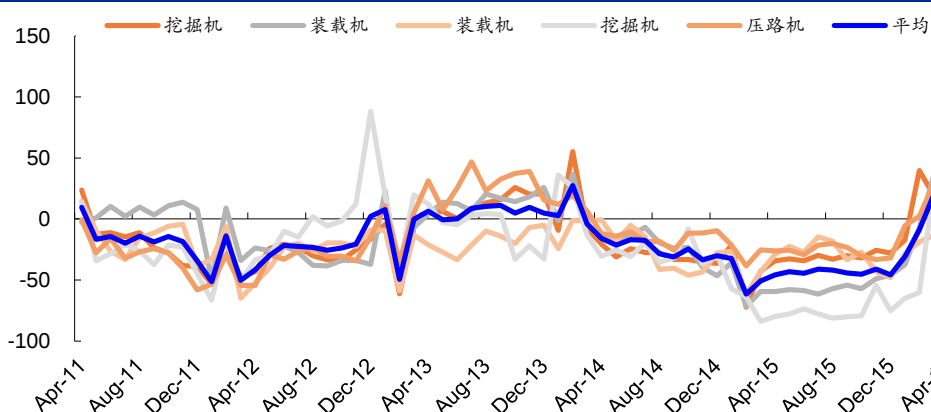
图 15: 2007-2014 国内工程机械利润总额



资料来源：中国工程机械工业年鉴，安信证券研究中心

从细分市场来看，2015 年各个细分行业继续调整，挖掘机下滑速度一度超过 80%，平均增速也在维持在 -30% 至 -40% 之间。2016 年以来，各个细分领域均出现一定程度的反转趋势，情况较 2015 年有所好转。随着固定资产投资增速的持续下滑，尤其是制造业固定资产投资增速从 2012 年初的 25% 下滑至 2016 年 7 月的 3%，目前尚难判断工程机械行业是否已经走出周期底部，但可以预见的是，行业再度出现巨幅下滑的可能性已经减小。

图 16: 工程机械销量增速情况 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

对应到工程机械座椅市场，每一单车对应一个司机座椅，按一个司机座椅 450 元计算，则当前工程机械座椅市场空间约为 3.5 亿元左右。天成自控 2015 年工程机械座椅业务实现收入 12638 万元，市场份额约 36%，在国内市场占据绝对垄断优势。

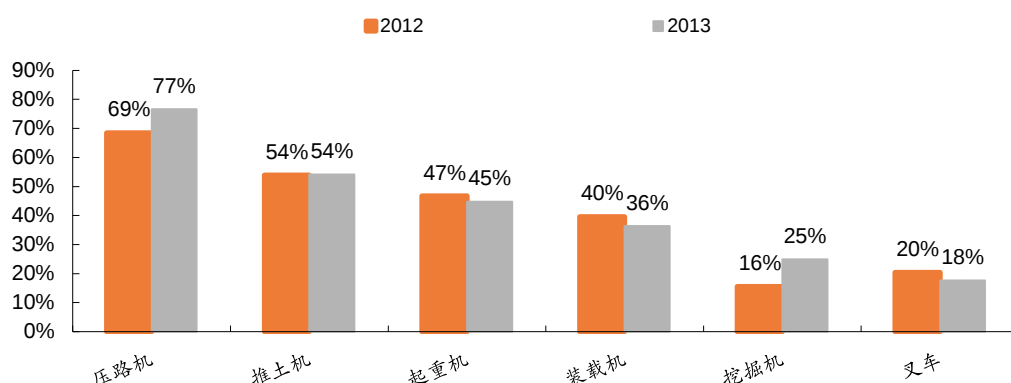
表 6: 天成自控工程机械座椅价格

| 项目          | 2012   | 2013   | 2014   | 平均     |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 工程机械座椅（元/席） | 452.49 | 435.77 | 460.03 | 449.43 |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

从细分市场来看，根据天成自控招股说明书，公司在压路机、推土机、起重机等主要工程机械座椅市场拥有绝对的优势，其中压路机座椅的市场份额一度高达 77%，在挖掘机领域公司的市占率也在快速提升，从 2012 年的 16% 上升至 2013 年的 25%。

图 17：天成自控各类工程机械座椅市占率



资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

除了我们在之前提到的成本优势外，天成自控在工程机械座椅的竞争优势来源于公司在该领域具有独到的技术优势，公司在减震技术方面具有自主研发的专利，其产品具有舒适性好、使用调节方便、外型美观等特点，技术处于国内同类产品领先水平。能够进入卡特彼勒全球采购体系，从侧面反映出了客户对公司产品的认可度。目前天成自控在工程机械座椅领域的下游客户基本覆盖了国内工程机械巨头企业以及部分国际知名企业。

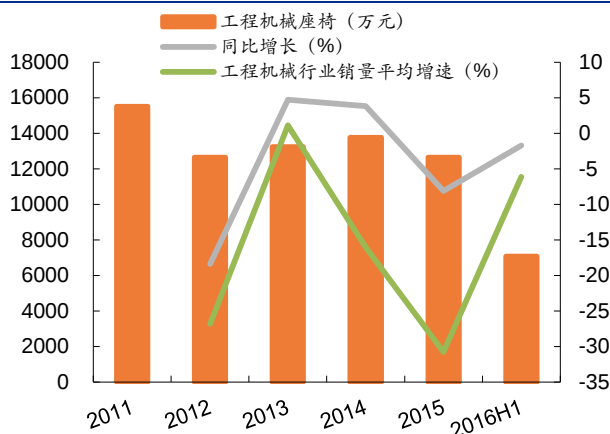
图 18：天成自控工程机械座椅产品及下游客户

| 产品类型  | 产品图片                                                                                | 主要客户                                                                                |                                                                                       |                                                                                       |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 挖掘机座椅 |  |  |  |  |
| 装载机座椅 |  |  |  |  |
| 叉车座椅  |  |  |  |  |
| 推土机座椅 |  |  |  |  |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

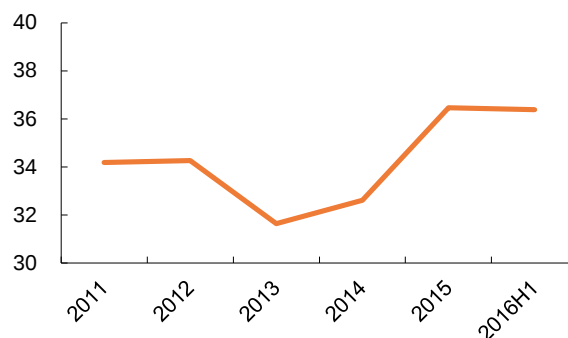
我们认为，尽管工程机械行业能否在短期内复苏还具有较大的不确定性，但天成自控能够在逆势环境下稳健成长就已经足够彰显其白马特质。我们预计，未来 3 年随着公司品牌效应的不断扩大，工程机械座椅业务将大概率维持稳健发展态势，原因：1) 相比于工程机械行业的持续性下滑，天成自控近 5 年以来过渡的相当平稳，尤其面对 2015 年工程机械行业 30% 的平均降幅，公司仅下滑了 8%，远远跑赢下游行业；2) 工程机械座椅业务的毛利率稳中有升，一方面得益于钢铁价格的下滑，一方面可以反映出公司不打价格战，其产品获得了下游客户的大力认可；3) 工程机械座椅业务的一部分收入来自于国外售后维修市场，而国外业务收入占比保持在 40% 左右，国外市场相对稳定，能够有效分散国内工程机械行业景气下滑带来的风险。

图 19：工程机械座椅收入增速与工程机械行业增速对比



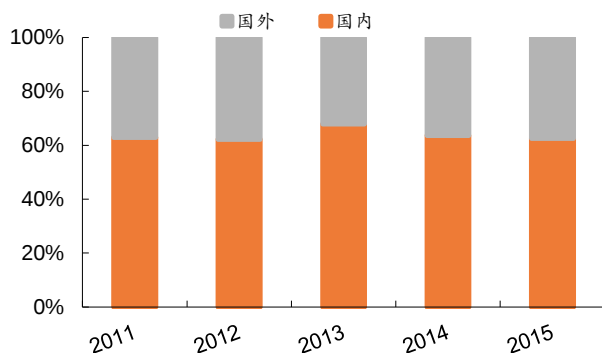
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 20：工程机械座椅业务毛利率情况 (%)



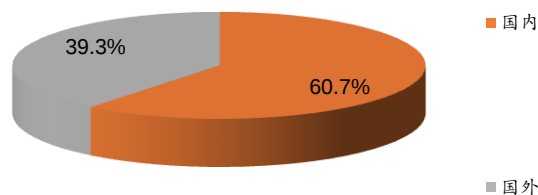
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：天成自控 2011-2015 年国内外营收占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：天成自控 2016H1 国内外营收占比

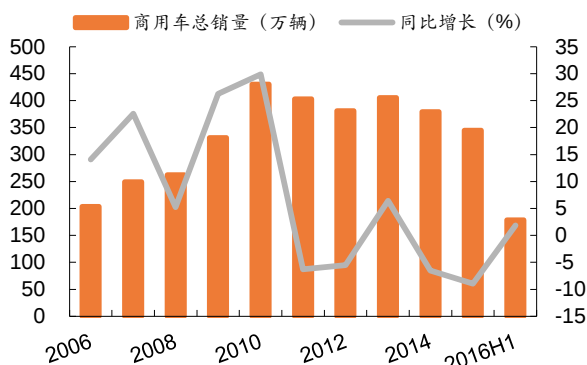


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.2. 商用车座椅：积极开拓高端座椅市场，前景向好

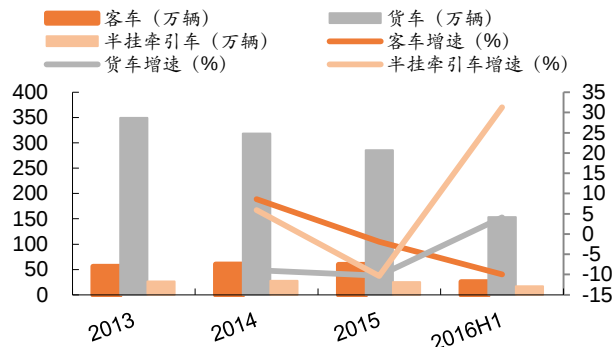
商用车分为客车、货车（包含重型卡车和轻型卡车等）、半挂牵引车。与工程机械行业类似，商用车行业自 2011 年来增速大幅下滑，进入中长期稳定发展阶段。细分来看，货车体量最大，客车其次，半挂牵引车体量最小。客车下滑速度较快，货车和半挂牵引车相对平稳，2016 年来景气有所回转，但能否维持还具有不确定性，但再次大幅下滑的可能性已有所减小。

图 23：商用车 2006-2016H1 销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，安信证券研究中心

图 24：商用车细分领域销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，安信证券研究中心

对应到商用车座椅市场，每一单车对应两个司机座椅（正副驾驶员），据中国汽车工业协会统计，2015 年商用车销量 370.14 万辆，对应座椅共 690.26 万席，按一席座椅 644 元计算，则当前市场空间约为 47.67 亿元，其中客车座椅市场 7.67 亿元（其中大中型客车座椅 5.14 亿），货车座椅 36.78 亿元（其中重型卡车 9.78 亿），半挂牵引车座椅 3.22 亿元。

**表 7：天成自控商用车座椅价格**

| 项目         | 2012   | 2013   | 2014   | 平均     |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 商用车座椅（元/席） | 640.22 | 650.61 | 641.21 | 644.01 |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

天成自控的商用车座椅主要集中在重型卡车座椅和大中型客车座椅两个领域，按照公司 2015 年该业务近 1 个亿的营业收入，大致测算出公司 2015 年的市场占有率为 6.60%。目前公司正在大力积极开拓商用车座椅领域，并向高端座椅市场进军，尤其在重型卡车座椅领域，按照公司招股说明书，其市占率从 2012 年的 3.27% 提升至 2013 年的 6.90%，销量一年提升 2.7 倍。

**表 8：天成自控商用车座椅市场率**

| 项目    | 2012       | 2013  |
|-------|------------|-------|
| 重型卡车  | 公司产品销量（席）  | 38563 |
|       | 行业主机产量（万台） | 58.90 |
|       | 公司市场占有率    | 3.27% |
| 大中型客车 | 公司产品销量（席）  | 34545 |
|       | 行业主机产量（万台） | 47.59 |
|       | 公司市场占有率    | 7.26% |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

天成自控在商用车领域拓展情况良好，除已有的知名客户如东风汽车、宇通客车外，2015 年新增实现对陕汽宝华、重汽商用车大批量产品供应，2016 年上半年对江淮汽车、俄罗斯 Riat 公司销售有较大增长，并对徐工汉风重卡座椅项目开始量产供应，未来天成自控还将继续加大商用车的拓展力度，我们预计未来 3 年商用车座椅业务将稳健增长。

**图 25：天成自控商用车座椅产品及下游客户（2014 年）**

| 产品类型  | 产品图片                                                                                | 主要客户                                                                                 |                                                                                       |                                                                                       |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 重卡座椅  |  |  |  |  |
| 大中客座椅 |  |  |  |  |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

### 3.3. 农用机械座椅：下游需求回落，营收、毛利率均逆势突破

天成自控农用机械座椅系列主要包括大中型拖拉机座椅和收割机座椅，在农用机械座椅领域，公司目前主要面向国外售后市场，产品具有性价比优势，且品种多、服务能力强，为当地经销商和终端消费者所认可。同时，公司积极开拓国际主机配套业务；在国内市场，农用机械座椅产品主要供应第一拖拉机、约翰迪尔、福田雷沃等主机厂，市场占有率不断提高。

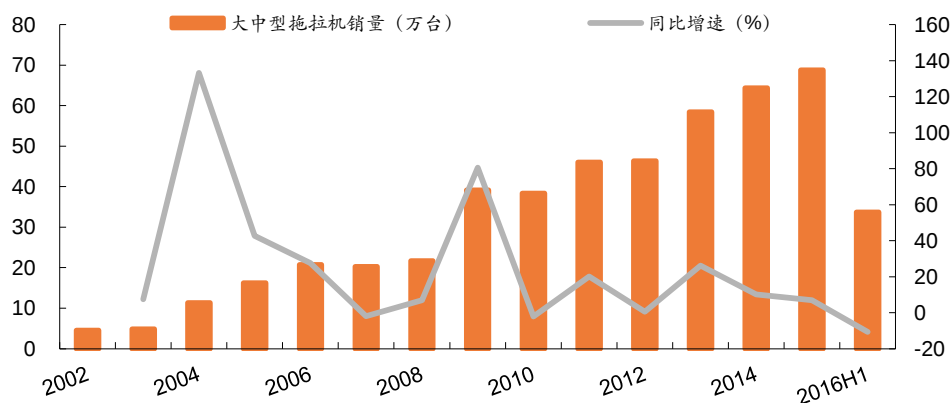
图 26：天成自控农用机械座椅产品及下游客户

| 产品类型  | 产品图片                                                                              | 主要客户                                                                               |                                                                                     |                                                                                     |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 拖拉机座椅 |  |  |  |  |
| 收割机座椅 |  |  |  |  |

资料来源：天成自控招股说明书，安信证券研究中心

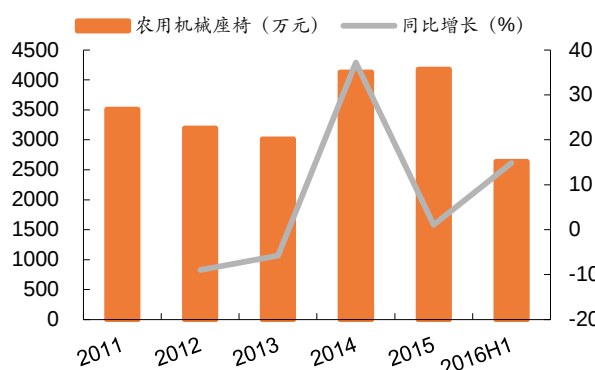
国内拖拉机销量相对平稳,2016 年上半年销量增速下滑到近 15 年来的最低点,达到-10.63%,公司在需求回落的大环境下逆势成长,营业收入和毛利率双双快速提升,其产品越来越受到下游客户青睐,2016 年上半年天成自控的农用机械座椅成功实现对宁波约翰迪尔的座椅供应商切换。

图 27：大中型拖拉机销量情况



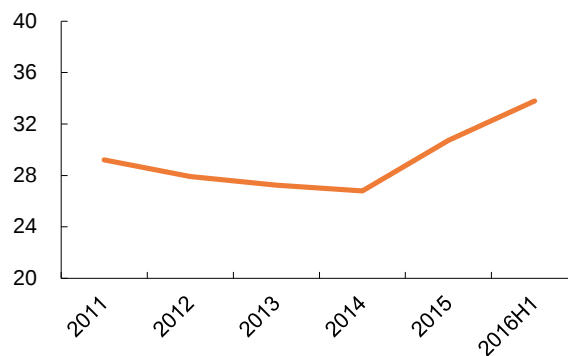
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 28：农用机械座椅业务收入情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：农用机械座椅业务毛利率情况 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

由于农用机械行业相比于工程机械行业其周期波动性更为平稳，且天成自控业务进展良好，农用机械的国外收入占比又较高，因此我们预计未来 3 年农用机械座椅业绩将继续保持稳健发展态势。

## 4. 乘用车业务：即将再造一个天成自控

### 4.1. 乘用车座椅竞争格局：供应链格局稳定，内资有效供给严重匮乏

全球汽车座椅基本分为两大阵营：欧美系和日系，欧美系一共六家欧美企业，日系一共四家日本企业，十大座椅厂家占据全球汽车座椅 95% 的市场份额。（其中韩国现代岱摩斯主要与美国李尔等公司合作，因此被划分为欧美系）

表 9：全球乘用车座椅主要巨头及其下游客户

| 企业名称      | 下游客户                                                                                                                                   |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 江森自控（美国）  | 阿斯顿马丁、奥迪、宾利、宝马、别克、凯迪拉克、雪佛兰、克莱斯勒、雪铁龙、达契亚、道奇、菲亚特、福特、本田、现代、捷豹、起亚、蓝旗亚、路虎、雷克萨斯、林肯、马自达、梅赛德斯-奔驰、三菱、日产、欧宝、标致、保时捷、雷诺、劳斯莱斯、斯柯达、铃木、塔塔、丰田、沃尔沃、大众等。 |
| 李尔（美国）    | 通用、福特、克莱斯勒、宝马、大众、阿尔法罗密欧、兰博基尼、捷豹路虎、保时捷、奔驰、法拉利、菲亚特、现代、日产、神龙、东风、奇瑞、吉利、江铃、长安等。                                                             |
| 丰田纺织（日本）  | 丰田、宝马、大众、戴姆勒以及欧宝等                                                                                                                      |
| 提艾斯（日本）   | 供应本田 70% 以上的汽车座椅                                                                                                                       |
| 泰极（日本）    | 日产、丰田、三菱、日野、五十铃、J.BUS 等                                                                                                                |
| 日本发条（日本）  | 本田、丰田、马自达等。                                                                                                                            |
| 现代岱摩斯（韩国） | 现代、起亚、大宇、雷克萨斯、丰田、日产、通用等。                                                                                                               |
| 麦格纳（加拿大）  | 福特、通用、克莱斯勒、雪佛兰、大众、奔驰、宝马、斯柯达、特斯拉等。                                                                                                      |
| 佛吉亚（法国）   | 标致、大众、雷诺、福特、通用、克莱斯勒、宝马、丰田、上汽、一汽、东风等。                                                                                                   |
| 西德科（德国）   | 大众                                                                                                                                     |

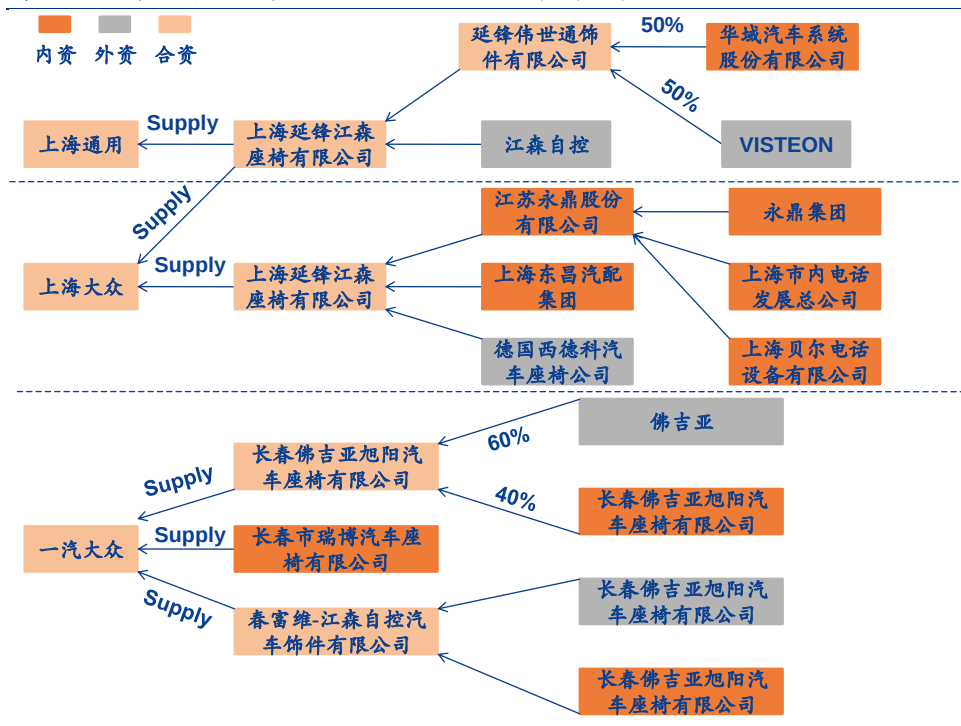
资料来源：盖世汽车研究院，安信证券研究中心

四家日本企业主要供应日本厂家，除丰田纺织外，提艾斯、泰极、日本发条的客户全部是日本企业，几乎没有其他客户。五家欧美企业中，麦格纳、李尔是以北美厂家为核心客户，佛吉亚以法德企业为核心客户。江森自控则是全球分布最广泛的。

1) 对于外资整车厂。座椅作为汽车重要的安全件，关系到驾乘者的舒适性，外资整车企业十分重视座椅的配套供应商选择，其一般都有非常固定的座椅供应商，欧美整车厂一般使用欧美系座椅品牌，日本整车厂一般使用日系座椅品牌，尤其日系整车厂排外性较突出。

2) 对于合资整车厂。国内合资整车厂汽车座椅几乎全被几家外资和合资企业所掌控。如江森自控、延锋江森、李尔中国等，这三家企业（含其合资公司）约占中国 60% 的市场份额。还有一些全球著名的汽车座椅企业如佛吉亚、麦格纳、丰田纺织等看好中国汽车产业巨大的发展空间，也看到了一些本土汽车厂的成长潜力，通过在华设立独资或合资企业。以上海通用、上海大众、一汽大众为例，国内汽车销量前三的整车企业最主要座椅供应商都为合资性质，且其合资特点非常明显和相似，中方都是由相应汽车公司或旗下相应公司出资参股。

图 30：上海通用、上海大众、一汽大众的座椅供应商



资料来源：中国汽车报，安信证券研究中心

3) 对于内资整车厂。目前内资整车厂同样基本被外资或中外合资座椅供应商垄断，主要原因是国内严重缺乏有效供给。除去天成自控外，目前国内具备乘用车座椅总成能力的独立第三方内资企业仅有 1 家：浙江俱进，但浙江俱进规模较小，总资产仅为 1.3 亿，主要供应吉利汽车的部分座椅，但是除了浙江俱进以外，吉利汽车还有 2 家外资供应商：美国江森自控和浙江新岱美。

除去独立第三方企业外，国内还有 3 家供应商具备乘用车座椅总成能力，分别为：芜湖瑞泰、比亚迪第十六汽车事业部、长城汽车座椅事业部，但三家供应商成立时间均不长且规模都不大。其中芜湖瑞泰为奇瑞汽车的子公司，主要供应奇瑞汽车的所有低端座椅，而高端座椅全部由美国李尔提供；比亚迪第十六汽车事业部负责包括传动、减震、转向、制动、消音等底盘系统和座椅的开发生产，比亚迪汽车座椅大部分由第十六事业部生产供应，还有一部分由泰极（日本）供应；长城汽车座椅事业部是在收购国外座椅企业的基础上建立起来的，主要从事座椅组装，但在座椅功能件上的研究开发较缺乏。长城汽车的座椅 80% 是由其自己座椅事业部生产供应，还有 20% 由长城与延峰江森的合资公司供应。

**表 10：乘用车座椅总成商（内资，不含天成自控）**

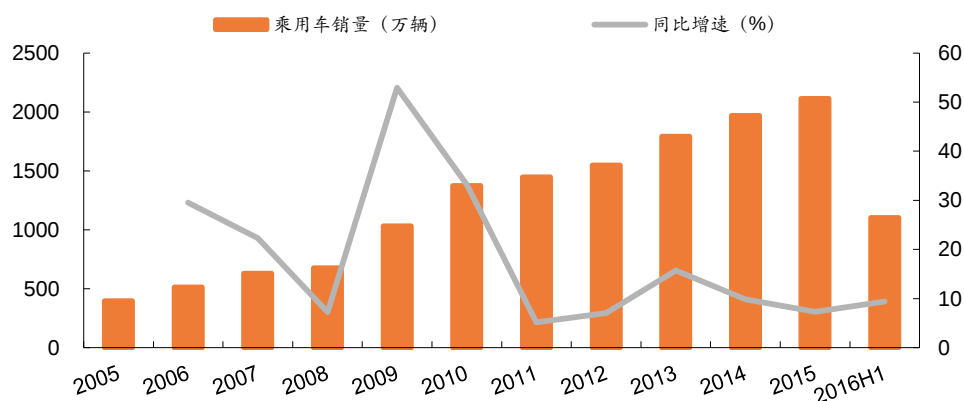
| 企业名称          | 简介及下游客户                                                                                                       |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 浙江俱进汽配配件有限公司  | 成立于 1988 年，注册资本 3196 万，固定资产 8000 万，总资产 1.3 亿，吉利汽车有参股，背后有泰极（日本）的支持。主要供应吉利汽车座椅，除公司外，吉利汽车的座椅供应商还有江森自控和浙江新岱美（外资）。 |
| 芜湖瑞泰汽车零部件有限公司 | 成立于 2008 年，为奇瑞汽车的子公司，包揽奇瑞所有的低端座椅，而奇瑞的高端座椅由美国李尔来供应。                                                            |
| 比亚迪第十六汽车事业部   | 成立于 2004 年，负责包括传动、减震、转向、制动、消音等底盘系统和座椅的开发生产，此外还承接焊装、涂装、及总装三大生产线的基建工程。比亚迪汽车座椅大部分由第十六事业部生产供应，还有一部分由泰极（日本）供应。     |
| 长城汽车座椅事业部     | 长城汽车座椅事业部是在收购国外座椅企业的基础上建立起来的，主要从事座椅组装，但在座椅功能件上的研究开发较缺乏。长城汽车的座椅 80% 是由其自己座椅事业部生产供应，还有 20% 由长城与延峰江森的合资公司供应。     |

资料来源：中国汽车报，各公司网站，安信证券研究中心

整体来看，目前国内独立的第三方乘用车座椅市场基本空白，而非独立乘用车座椅供应商的总成能力又不强，内资的有效供给严重匮乏。

## 4.2. 保守测算，国内乘用车座椅市场规模大于 500 亿

据中国汽车工业协会统计，我国乘用车市场体量自 2005 年以来快速增长，至 2015 年销量首次突破 2000 万辆，2016 年上半年延续了高增长态势，实现销量 1104 万辆，同比增长 9.38%。

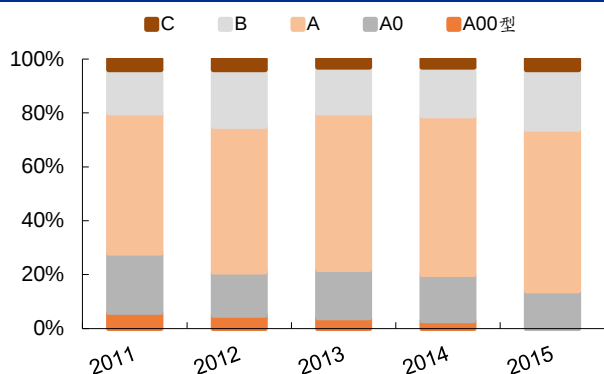
**图 31：国内乘用车销量情况**


资料来源：中国汽车工业协会，安信证券研究中心

按照德国汽车分级标准，乘用车共分为 A、B、C、D 四个等级，其中 A 级车包括 A0、A00 级车，一般指小型轿车；B 级车是中档轿车；C 级车是高档轿车；而 D 级车指的则是豪华轿车，其等级划分主要依据轴距、排量、重量等参数，字母顺序越靠后，该级别车的豪华程度也不断提高。近 5 年来国内乘用车市场以 A 级车为主，其占比在 60% 左右，售价一般在 10-20 万元左右。

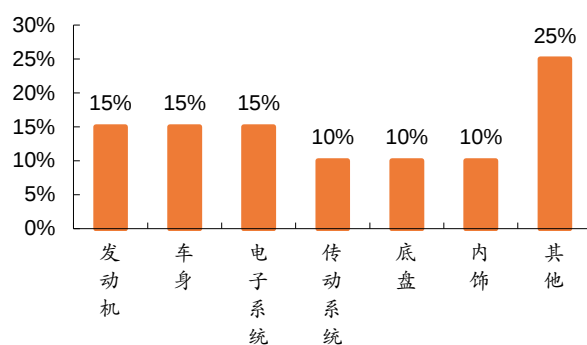
座椅包含在汽车内饰中，除座椅外汽车内饰中还包括仪表板、方向盘、安全气囊、地毯等，其中座椅占比最高，一般占到整车成本的 5%。

图 32：近 5 年来乘用车市场销量结构变化



资料来源：盖世汽车研究院，安信证券研究中心

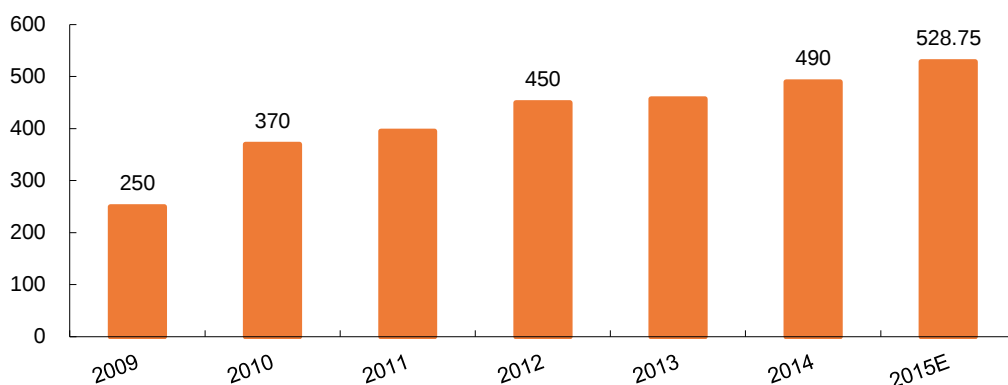
图 33：乘用车各个零部件占比



资料来源：凤凰汽车，安信证券研究中心

基于保守测算的原则，我们以平均一辆乘用车售价 10 万元（A 级乘用车的最低价），对应制造成本 5 万元（占售价的 50%），一套座椅 2500 元（占整车成本的 5%）为基准，2015 年乘用车销量约 2115 万辆（中国汽车工业协会数据），则当前国内乘用车座椅市场规模约 528.75 亿元。此外，根据前瞻产业研究院的测算数据，2014 年国内乘用车座椅市场规模约为 490 亿元左右，可以从侧面说明我们测算结果的合理性。

图 34：国内乘用车座椅市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

### 4.3. 天成自控：国内乘用车座椅市场的开荒者

#### 4.3.1. 以新大洋新能源汽车为切入点，正式进军乘用车座椅市场

2015 年天成自控以新大洋新能源汽车为切入点首次进军乘用车座椅市场，公司对新大洋旗下的知豆电动车的乘用车座椅进行批量供应。2015 年全年天成自控实现乘用车座椅业务收入 612.60 万元。

目前知豆的生产基地已扩大到浙江、山东、兰州三地，一期设计产能 3 万台/年，二期设计产能 30 万台/年，知豆 2015 年销售约 3 万辆，销售情况良好，据 21 世纪经济报道，知豆今年的目标是 5 万辆，冲击 6 万辆，预期销量翻倍。知豆销量的提升将直接带动天成自控乘用车座椅业务。

图 35: 知豆 D1



资料来源: 易车, 安信证券研究中心

图 36: 知豆 D2



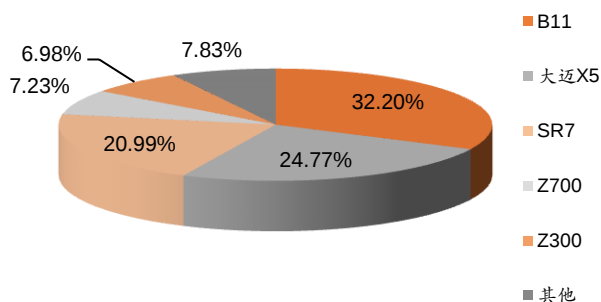
资料来源: 腾讯汽车, 安信证券研究中心

#### 4.3.2. 与众泰汽车签订供货协议, 乘用车座椅市场再下一城

根据公司公告, 2016 年 3 月天成自控与众泰汽车签订了 2016 年的供货合同, 合同期限为 2016 年 1 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日, 合同产品为众泰汽车的 B11 车型配套。根据合同, 公司除满足众泰汽车批量生产 B11 车型的生产所需量外, 还必须满足众泰汽车售后服务所需的合同产品 (包括零部件) 数量, 我们预计天成自控可以拿到 50% 的订单。

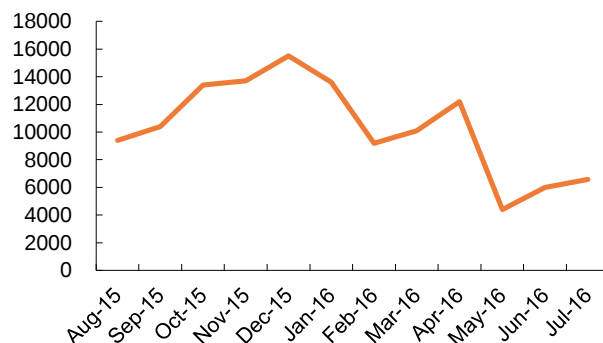
众泰 B11 目前是众泰所有车型里销量占比最高的车型, 2015 年占全国 SUV 级别 2.22% 的市场份额, 单月销量最高可达 1.55 万辆, 目前在 6000 辆以上, 销售情况良好。

图 37: 2016 年 7 月众泰各类车型销售额占比



资料来源: 搜狐汽车, 安信证券研究中心

图 38: 众泰 B11 销量情况



资料来源: 搜狐汽车, 安信证券研究中心

根据公司公告, 2016 年 5 月天成自控与众泰汽车签订了《配套零部件开发协议》, 根据协议, 公司接受众泰汽车委托进行 B11B 车型零部件 (即座椅) 的开发。可见天成自控的产品已经获得了整车厂的一定认可。

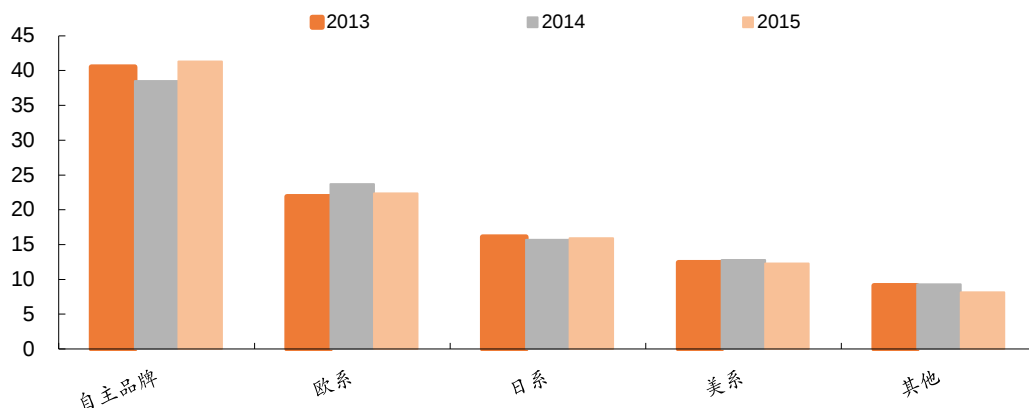
我们预计, 基于知豆、众泰 B11、众泰 B11B 三款车型的订单, 2016 年乘用车座椅业务有望贡献 700-800 万的净利润。

#### 4.3.3. 天成自控有望成为国内第一家打破现有供应链格局的内资企业

按我们此前的测算, 当前乘用车座椅市场至少有 500 亿的市场规模, 如果取得 2% 的市场份额, 则将获得至少 10 亿元的收入, 按 10% 的利润率计算也有 1 亿元的净利润。

事实上，尽管现有供应链格局相当稳定，乘用车座椅基本被外资或中外合资企业垄断，但从乘用车销量情况来看，我们认为，现有供应链格局仍有很大的突破空间，内资整车厂将是一个很好的突破点，天成自控也是以此为开端逐步进入的。按网易汽车以及汽车世界网的统计，国内乘用车的市场份额大多还是由自主品牌占据（含内资和中外合资企业），其市场份额保持在 40% 左右。

图 39：国内乘用车销量情况（按系列）



资料来源：中国汽车工业协会，安信证券研究中心

前文中分析过，无论是独立的第三方供应商还是非独立的供应商，其供应量远远不能满足需求，国内乘用车座椅的有效供给严重匮乏。因此说天成自控是国内乘用车座椅市场的开荒者也不为过，我们判断天成自控有望成为内资企业中第一家打破现有供应链格局的独立第三方供应商，再造出一个天成自控。我们对天成自控切入乘用车座椅市场持乐观态度，预计 2017-2018 年公司的乘用车座椅业务分别实现 3000 万元和 5500 万元的净利润，具体分析如下：

#### 4.3.3.1. 技术同源，性价比优势继续发挥

乘用车座椅与工程机械座椅、商用车座椅以及农业机械座椅的技术来源基本一致，不同之处在于工程机械座椅等由于路面状况较差，因此对减震技术要求较高，而乘用车一般路面状况良好，其座椅对于舒适性和观赏性要求较高。

按我们此前的分析，由于生产流程繁杂，成本高企，国内乘用车座椅总成企业数量极度稀缺。天成自控能够进入卡特彼勒供应商体系以及在工程机械领域 36% 的市占率，足以体现公司产品的性能优异，此次进入知豆与众泰的供应链体系，更是对公司产品的进一步认可。因此，综合成本与性能两方面，我们认为天成自控的乘用车座椅具备足够的性价比优势。

#### 4.3.3.2. 借新大洋与众泰汽车打造品牌，效应不断扩大

我们此前分析，目前国内乘用车座椅厂商与乘用车整车厂商之间供应关系非常稳固，这种习惯一旦形成自然会铸建起壁垒，内资企业即便拥有技术优势与成本优势也很难打破这种供应链体系。

天成自控在正式进入乘用车领域之前，先选择以新能源汽车为切入点，我们认为这在战略选择上是非常明智的。相比于传统汽车，新能源电动车以颠覆性姿态进入，其供应链格局还没有成形，外加低端新能源乘用车对成本控制较严格，整车企业一般会选择性价比较高的座椅

供应商，因此天成自控在此时点切入一方面迎合了新能源电动车整车厂的需求，另一方面借助新能源电动车打造了自身的乘用车座椅品牌，只要天成自控高性价比的产品得到整车厂的认可，其品牌效应会迅速蔓延，因为：1) 国内第三方乘用车座椅总成商极度稀缺，整车厂被迫选择外资或中外合资企业，对座椅商没有议价能力，成本无法得到有效控制，因此国内整车厂商有潜在的巨大诉求和需求；2) 天成自控是国内屈指可数的，能够提供有效供给的乘用车总成座椅商，这反过来会吸引整车厂商的目光；3) 众泰汽车与天成自控的订单就可以作为一个品牌效应迅速蔓延的佐证。

#### 4.3.3.3. 江森自控剥离乘用车座椅业务，内资整车厂面临机遇

2015 年 6 月，全球乘用车座椅巨头江森自控宣布，其欲抛售包括内饰和座椅在内的汽车板块业务，2016 年 1 月，江森自控再度宣布，公司将于 2016 年 10 月完成业务拆分计划。拆分之后，旗下的汽车座椅和内饰业务将作为一家全新的公开上市公司，被命名为 Adient。

江森自控全面剥离乘用车座椅业务的原因在于：1) 汽车行业周期性过于明显，兴盛衰落循环对公司的资金流带来严重破坏；2) 座椅业务需要大量投资，而江森自控已经不愿再进行巨额投入，重资产驱动模式无法满足股东要求的投资回报率。

我们认为，江森自控对乘用车座椅业务的全面剥离，将带给天成自控一定的机遇，因为此时其余的九大全球乘用车座椅巨头会将精力更多的放在争夺江森自控的下游客户上，无暇顾及内资整车厂，或者说无暇对内资整车厂继续进行扩张，这在无形中减轻了天成自控拓展乘用车座椅业务的压力。

## 5. 儿童安全座椅与飞机座椅业务：提前布局，静待契机出现

### 5.1. 儿童安全座椅：普及率低，政策是主要驱动力

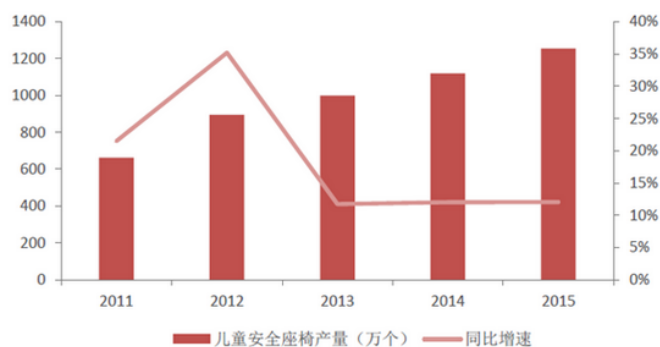
汽车儿童安全座椅也称儿童约束系统，是一种专为不同年龄（或体重）儿童设计、安装在汽车内、能有效提高儿童乘车安全性的座椅，能够在汽车发生碰撞或突然减速的情况下，减缓对儿童的冲击力和限制儿童的身体移动来减少对他们的伤害，确保孩子的乘车安全。

根据 2014 年 6 月的一份调查数据显示，每年我国有超过 1.85 万名儿童在交通事故中死亡。联合国相关数据表明，使用儿童安全座椅可将交通事故中儿童伤亡的比例从 11.5% 降至 3.5%，可以说儿童安全座椅就是“保命神器”。

在国外，儿童安全座椅的普及率非常之高，达到了 95% 左右，而我国儿童安全座椅的使用率还不足 3%。究其原因，国外儿童安全法规的强制性规定起到了极为重要的作用。其中，早在 1978 至 1985 年间，美国全国各州强制使用儿童安全座椅的法规陆续生效；瑞典则在 1982 年，澳洲 1985 年，德国 1993 年，日本 2000 年，巴西和韩国 2010 年，中国则是 2012 年。

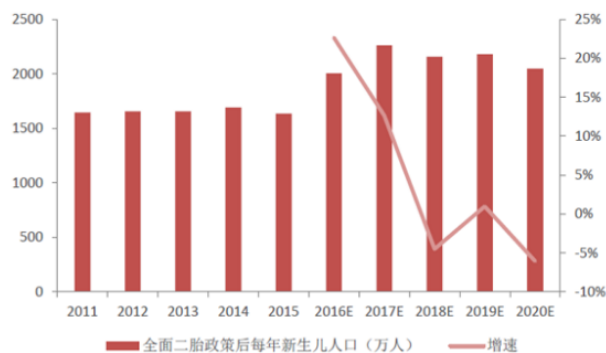
2012 年，中国儿童安全座椅国内外总销量约为 1000 万个，其中 95% 是外销产品，国内销量仅占 5%，约为 50 万台，当年新生儿数量约 1600 万，使用率只有 3.1%；到了 2015 年，儿童安全座椅国内销量激增至 300 万台，当年新生儿数量仍维持在 1600 万，使用率约 18.8%；预计今年新生儿人口数可达 2000 万，新增数量中若使用儿童安全座椅的比例达到 25%，则今年座椅国内销量将破 500 万台。虽然有了快速增长，但与国外 95% 的儿童座椅使用率相比，中国差距很大。国家二胎政策的完全放开，新生儿数量预期会在原来计划生育的基础上每年多增 400-500 万，且随着家庭安全意识的普及，儿童安全座椅市场未来发展空间巨大。

图 40：2011-2015 年中国儿童安全座椅产量



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 41：2011-2020 年新生儿数量预测



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

目前国内达成 3C 认证的儿童安全座椅生产厂家有 300 多家，不过，这些企业多由婴童用品厂商转型而来，设计制造、技术储备门槛很低，而儿童安全座椅属汽车安全用品，对安全性要求很高。中国儿童安全座椅市场主要被中、英、德三个国家的知名品牌占据，其中中国品牌占据了 40% 左右的市场份额。

表 11：2015 年 1-12 月国内儿童安全座椅市场综合占有率前五品牌情况

| 品牌名称   | 国家 | 市场综合占有率(%) | 市场销售份额(%) | 市场覆盖面(%) |
|--------|----|------------|-----------|----------|
| 好孩子    | 中国 | 35.45      | 26.43     | 41.46    |
| RECARO | 德国 | 13.94      | 22.05     | 8.54     |
| 宝得适    | 英国 | 5.71       | 5.13      | 6.1      |
| Kiddy  | 德国 | 4.85       | 8.46      | 2.44     |
| 路途乐    | 中国 | 4.3        | 8.93      | 1.22     |

资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

在 2014 年 12 月 9 日举行的中国汽车安全技术论坛上，有关部门向媒体透露，我国“强制使用儿童安全座椅”的立法草案目前已经提交至立法委员会，最快将在明年公布，强制措施可能分阶段实施。顺利的话，在我国境内“强制使用儿童安全座椅”的相关法规最终或于 2016 年正式实施。作为儿童安全座椅最重要的政策驱动力一旦打开，则儿童安全座椅市场有望迎来高速发展。

天成自控在儿童安全座椅领域布局较早，目前已经拿到儿童座椅产品 3C 认证，仅作为一个附加业务来做，并未投入过多资本和人力，产品主要面向欧美。未来随着相关政策的落地，我们预计天成自控会择时切入。

图 42：天成自控儿童座椅产品（0-4 岁）



资料来源：天猫天成官方旗舰店，安信证券研究中心

图 43：天成自控儿童座椅产品（9 个月-12 岁）



资料来源：天猫天成官方旗舰店，安信证券研究中心

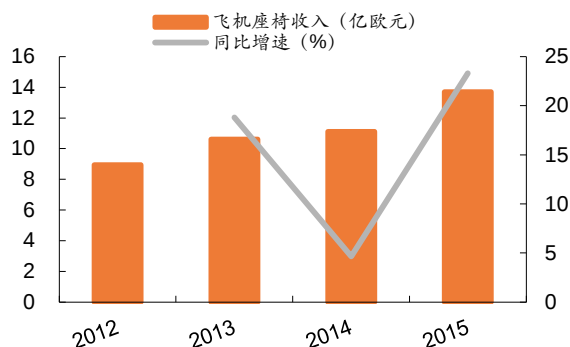
## 5.2. 全球飞机座椅市场规模 40-55 亿美元，天成自控与北大合作未来择时切入

由于飞机座椅市场的相关数据较少，且统计口径不一，因此我们通过两种方式测算出一个较为合理的市场规模。

方式一：根据未来市场预测(FMI)的数据，2016 年飞机客舱内饰市场预计将同比增长 3.5%，收入超过 145 亿美元。其中飞机客舱内饰包括地板、侧壁、头顶行李架、座椅、纪念品、厕所和其他组件，如机舱内娱乐系统和客舱照明系统，其中座椅部分价值最大，约占整体市场 28.3% 的份额。因此全球飞机座椅市场规模约为 41 亿美元。

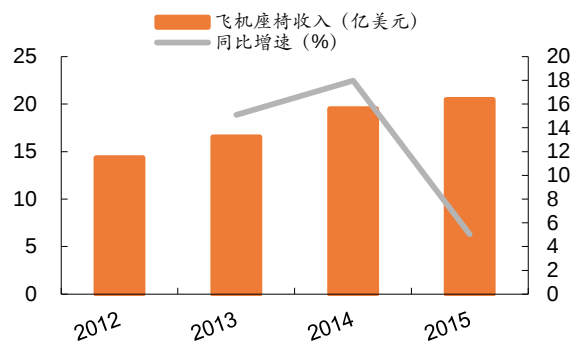
方式二：目前全球飞机座椅市场呈寡头垄断格局，法国的 Zodiac Aerospace 以及美国的 B/E Aerospace (主营飞机座椅，业务占比达 75% 以上) 共占到超过 2/3 的市场份额。其中 Zodiac Aerospace 主营飞机内饰产品，2015 年在飞机座椅业务上实现营业收入 13.71 亿欧元；B/E Aerospace 主营飞机座椅业务，占比达到 75% 以上，2015 年实现飞机座椅收入约 20.47 亿美元。按两者占全球 2/3 的市场份额测算，目前全球飞机座椅市场规模约 54 亿美元。

图 44: Zodiac Aerospace 飞机座椅业务收入情况



资料来源: Zodiac Aerospace 年报, 安信证券研究中心

图 45: B/E Aerospace 飞机座椅业务收入情况

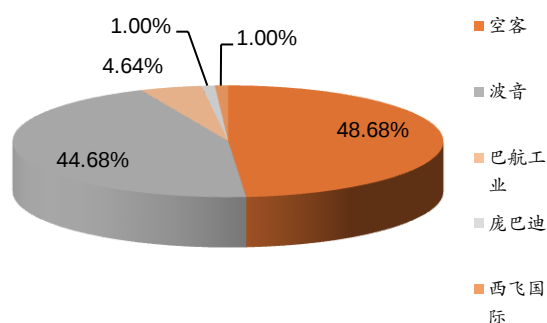


资料来源: B/E Aerospace 年报, 安信证券研究中心

综合两种测算方式,我们估计全球飞机座椅市场规模约在 40-55 亿美元之间。值得注意的是,随着对于座椅舒适性的不断重视,特别是在长途航班上,以及豪华经济舱概念的引入,座椅市场还在不断增长。

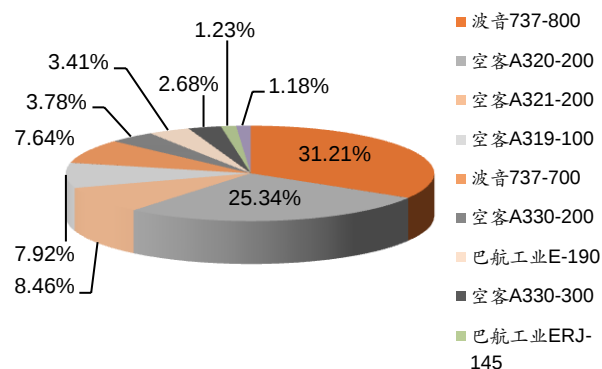
国内飞机座椅市场方面。根据民航飞机资料库整理的《2014 中国内地飞机运营情况报告》所刊出的数据,截至 2014 年 9 月底,中国内地民航运营中客机的总架数为 2198 架,但运营客机制造商基本全被外资占据,其中波音公司和空客公司的合计占比高达 93.36%,而这家公司飞机座椅的主要供应商正是 Zodiac Aerospace 和 B/E Aerospace。

图 46：国内运营客机制造商比例分布



资料来源：民航资源网，安信证券研究中心

图 47：国内客机机型数量排行 TOP10



资料来源：民航资源网，安信证券研究中心

飞机座椅市场空间巨大,但门槛较高,需要层层资质审核,目前天成自控还不具备相应资质。2011年9月,天成自控与北京大学工学院签署了《合作意向书》,达成以下合作意向:双方建立全面的校企合作关系,由北京大学工学院为天成自控在飞机座椅的关键技术领域提供技术支持,为天成自控进入国产大飞机项目领域提供协助,并进行大飞机项目的共同申报。我们不排除天成自控未来会加大拓展飞机座椅的可能性。此外不排除公司未来择时切入高铁座椅市场的可能性。

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |       |       |         |         |         | 财务指标           |         |        |        |       |        |
|-------------------|-------|-------|---------|---------|---------|----------------|---------|--------|--------|-------|--------|
| (百万元)             | 2014  | 2015  | 2016E   | 2017E   | 2018E   | (百万元)          | 2014    | 2015   | 2016E  | 2017E | 2018E  |
| <b>营业收入</b>       | 309.9 | 292.6 | 326.9   | 526.0   | 762.9   | <b>成长性</b>     |         |        |        |       |        |
| 减:营业成本            | 211.5 | 195.6 | 220.3   | 356.2   | 516.4   | 营业收入增长率        | 12.9%   | -5.6%  | 11.7%  | 60.9% | 45.0%  |
| 营业税费              | 2.3   | 2.2   | 2.0     | 3.2     | 4.6     | 营业利润增长率        | 40.7%   | 5.9%   | 38.0%  | 41.9% | 38.5%  |
| 销售费用              | 23.4  | 23.2  | 26.2    | 41.0    | 57.2    | 净利润增长率         | 33.8%   | 3.6%   | 39.1%  | 40.7% | 37.7%  |
| 管理费用              | 30.9  | 34.8  | 39.2    | 60.5    | 83.9    | EBITDA 增长率     | 21.4%   | -6.0%  | 25.9%  | 66.6% | 48.3%  |
| 财务费用              | 3.9   | -1.3  | -13.4   | -9.9    | -3.6    | EBIT 增长率       | 27.9%   | -7.6%  | 6.6%   | 65.0% | 53.9%  |
| 资产减值损失            | 0.7   | 0.2   | -       | -       | -       | NOPLAT 增长率     | 26.1%   | -8.3%  | 7.0%   | 65.0% | 53.9%  |
| 加:公允价值变动收益        | -0.1  | 0.1   | 0.0     | 0.0     | -0.0    | 投资资本增长率        | 8.7%    | 15.1%  | 56.2%  | 63.8% | 9.4%   |
| 投资和汇兑收益           | -0.7  | 0.5   | 0.4     | 0.3     | 0.1     | 净资产增长率         | 17.3%   | 84.0%  | 133.3% | 4.9%  | 6.4%   |
| <b>营业利润</b>       | 36.4  | 38.5  | 53.2    | 75.4    | 104.5   | <b>利润率</b>     |         |        |        |       |        |
| 加:营业外净收支          | 1.4   | 0.9   | 1.5     | 1.5     | 1.5     | 毛利率            | 31.8%   | 33.2%  | 32.6%  | 32.3% | 32.3%  |
| <b>利润总额</b>       | 37.8  | 39.4  | 54.7    | 77.0    | 106.0   | 营业利润率          | 11.7%   | 13.2%  | 16.3%  | 14.3% | 13.7%  |
| 减:所得税             | 5.5   | 6.0   | 8.2     | 11.5    | 15.9    | 净利润率           | 10.4%   | 11.4%  | 14.2%  | 12.4% | 11.8%  |
| <b>净利润</b>        | 32.3  | 33.4  | 46.5    | 65.4    | 90.1    | EBITDA/营业收入    | 16.3%   | 16.2%  | 18.3%  | 18.9% | 19.4%  |
|                   |       |       |         |         |         | EBIT/营业收入      | 13.0%   | 12.7%  | 12.2%  | 12.5% | 13.2%  |
| <b>资产负债表</b>      |       |       |         |         |         | <b>运营效率</b>    |         |        |        |       |        |
|                   | 2014  | 2015  | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 固定资产周转天数       | 93      | 96     | 129    | 143   | 143    |
| 货币资金              | 24.1  | 108.9 | 512.4   | 247.1   | 240.9   | 流动运营资本周转天数     | 78      | 99     | 87     | 89    | 92     |
| 交易性金融资产           | -     | -     | -       | -       | -       | 流动资产周转天数       | 234     | 333    | 557    | 483   | 343    |
| 应收账款              | 95.2  | 95.1  | 99.3    | 223.0   | 249.5   | 应收账款周转天数       | 107     | 117    | 107    | 110   | 111    |
| 应收票据              | 49.1  | 55.1  | 34.5    | 122.9   | 113.4   | 存货周转天数         | 49      | 62     | 51     | 54    | 56     |
| 预付账款              | 1.5   | 2.7   | 2.2     | 5.2     | 5.8     | 总资产周转天数        | 440     | 572    | 881    | 802   | 616    |
| 存货                | 48.4  | 51.6  | 40.3    | 117.8   | 118.5   | 投资资本周转天数       | 278     | 330    | 405    | 405   | 363    |
| 其他流动资产            | 1.9   | 7.0   | 3.0     | 4.0     | 4.7     | <b>投资回报率</b>   |         |        |        |       |        |
| 可供出售金融资产          | 3.5   | 3.5   | 1.0     | 1.0     | 1.0     | ROE            | 14.7%   | 8.3%   | 4.9%   | 6.6%  | 8.6%   |
| 持有至到期投资           | -     | -     | -       | -       | -       | ROA            | 8.0%    | 6.3%   | 4.3%   | 5.2%  | 6.7%   |
| 长期股权投资            | -     | -     | -       | -       | -       | ROIC           | 15.0%   | 12.6%  | 11.7%  | 12.4% | 11.7%  |
| 投资性房地产            | -     | -     | -       | -       | -       | <b>费用率</b>     |         |        |        |       |        |
| 固定资产              | 78.9  | 77.8  | 156.4   | 262.4   | 343.4   | 销售费用率          | 7.6%    | 7.9%   | 8.0%   | 7.8%  | 7.5%   |
| 在建工程              | 15.4  | 41.1  | 144.7   | 206.8   | 188.3   | 管理费用率          | 10.0%   | 11.9%  | 12.0%  | 11.5% | 11.0%  |
| 无形资产              | 83.0  | 80.7  | 78.5    | 76.3    | 74.0    | 财务费用率          | 1.3%    | -0.4%  | -4.1%  | -1.9% | -0.5%  |
| 其他非流动资产           |       |       |         |         |         | 三费/营业收入        | 18.8%   | 19.4%  | 15.9%  | 17.4% | 18.0%  |
| <b>资产总额</b>       | 402.8 | 526.5 | 1,074.3 | 1,268.7 | 1,342.0 | <b>偿债能力</b>    |         |        |        |       |        |
| 短期债务              | 48.6  | -     | -       | -       | -       | 资产负债率          | 45.6%   | 23.5%  | 12.5%  | 22.3% | 21.8%  |
| 应付账款              | 84.5  | 75.4  | 76.6    | 186.1   | 200.4   | 负债权益比          | 84.0%   | 30.7%  | 14.3%  | 28.7% | 27.9%  |
| 应付票据              | 28.7  | 36.8  | 24.2    | 79.1    | 76.2    | 流动比率           | 1.28    | 2.59   | 6.29   | 2.54  | 2.50   |
| 其他流动负债            |       |       |         |         |         | 速动比率           | 1.00    | 2.17   | 5.93   | 2.13  | 2.10   |
| 长期借款              | 11.5  | -     | 24.4    | -       | -       | 利息保障倍数         | 10.25   | -29.18 | -2.96  | -6.63 | -27.89 |
| 其他非流动负债           |       |       |         |         |         | <b>分红指标</b>    |         |        |        |       |        |
| <b>负债总额</b>       | 183.9 | 123.7 | 134.3   | 282.9   | 293.1   | DPS(元)         | -       | 0.09   | 0.12   | 0.18  | 0.24   |
| 少数股东权益            | -     | -     | -       | -       | -       | 分红比率           | 0.0%    | 31.4%  | 30.0%  | 30.0% | 30.0%  |
| 股本                | 75.0  | 100.0 | 111.9   | 111.9   | 111.9   | 股息收益率          | 0.0%    | 0.2%   | 0.3%   | 0.4%  | 0.5%   |
| 留存收益              | 143.9 | 302.9 | 828.1   | 873.9   | 936.9   |                |         |        |        |       |        |
| <b>股东权益</b>       | 219.0 | 402.8 | 940.0   | 985.8   | 1,048.9 |                |         |        |        |       |        |
|                   |       |       |         |         |         |                |         |        |        |       |        |
| <b>现金流量表</b>      |       |       |         |         |         | <b>业绩和估值指标</b> |         |        |        |       |        |
|                   | 2014  | 2015  | 2016E   | 2017E   | 2018E   |                | 2014    | 2015   | 2016E  | 2017E | 2018E  |
| 净利润               | 32.3  | 33.4  | 46.5    | 65.4    | 90.1    | EPS(元)         | 0.29    | 0.30   | 0.42   | 0.58  | 0.81   |
| 加:折旧和摊销           | 10.2  | 10.2  | 20.0    | 34.0    | 46.8    | BVPS(元)        | 1.96    | 3.60   | 8.40   | 8.81  | 9.37   |
| 资产减值准备            | 0.7   | 0.2   | -       | -       | -       | PE(X)          | 166.0   | 160.2  | 115.2  | 81.8  | 59.4   |
| 公允价值变动损失          | 0.1   | -0.1  | 0.0     | 0.0     | -0.0    | PB(X)          | 24.4    | 13.3   | 5.7    | 5.4   | 5.1    |
| 财务费用              | 3.7   | 1.5   | -13.4   | -9.9    | -3.6    | P/FCF          | 1,092.1 | -83.0  | -59.0  | -21.8 | 255.2  |
| 投资损失              | -0.2  | -0.5  | -0.4    | -0.3    | -0.1    | P/S            | 17.3    | 18.3   | 16.4   | 10.2  | 7.0    |
| 少数股东损益            | -     | -     | -       | -       | -       | EV/EBITDA      | -       | 100.4  | 81.4   | 51.2  | 34.6   |
| 营运资金的变动           | -13.8 | -29.3 | 19.5    | -120.8  | -9.0    | CAGR(%)        | 26.6%   | 39.2%  | 24.5%  | 26.6% | 39.2%  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 35.6  | 22.4  | 72.2    | -31.6   | 124.1   | PEG            | 6.2     | 4.1    | 4.7    | 3.1   | 1.5    |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -21.1 | -32.5 | -197.1  | -199.7  | -106.9  | ROIC/WACC      | 4.3     | 3.6    | 3.4    | 3.5   | 3.3    |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -14.6 | 94.6  | 528.5   | -34.1   | -23.4   | REP            | -       | 4.6    | 3.2    | 2.0   | 1.9    |

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

邹润芳声明, 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 | 朱贤  | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 许敏  | 021-35082953  | xumin@essence.com.cn      |
|       | 孟硕丰 | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 李栋  | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 侯海霞 | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |
| 北京联系人 | 潘艳  | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |
|       | 原晨  | 010-83321361  | yuanchen@essence.com.cn   |
|       | 温鹏  | 010-83321350  | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 田星汉 | 010-83321362  | tianxh@essence.com.cn     |
|       | 王秋实 | 010-83321351  | wangqs@essence.com.cn     |
|       | 张莹  | 010-83321366  | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 李倩  | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 周蓉  | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn   |
| 深圳联系人 | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |
|       | 邓欣  | 0755-82821690 | dengxin@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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

#### 北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034