

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年04月30日
市场数据

目前股价	20.25
总市值（亿元）	30.38
流通市值（亿元）	7.59
总股本（万股）	15,000
流通股本（万股）	3,750
12个月最高/最低	40.68/17.43

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

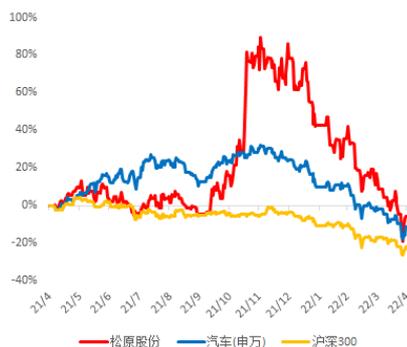
✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：王仕宏

S1070121080020

☎ 021-31829753

✉ wangshihong@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<22Q1 营收快速增长，净利润短期承压>>

2022-04-28

<<紧抓国产替代机遇，积极布局“安全带、安全气囊、方向盘”三大产品>> 2022-04-26

紧抓国产替代机遇，拓展安全件新品类

——松原股份（300893）公司深度报告

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	536	745	1058	1490	2087
(+/-%)	15.3%	39.0%	42.0%	40.8%	40.1%
净利润（百万元）	90	111	165	246	355
(+/-%)	11.7%	23.6%	47.9%	49.5%	44.4%
摊薄 EPS（元/股）	0.74	0.74	1.10	1.64	2.37
PE	27.4	27.4	18.5	12.3	8.6

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 汽车安全系统国产替代空间巨大，公司相较国内竞争对手具有先发优势。** 由于国外汽车安全系统行业起步较早，奥托立夫等企业凭借其高技术含量、高附加值的产品赚取较高利润，在全球汽车安全系统行业占据着主要地位，目前奥托立夫、采埃孚和均胜电子在汽车安全系统行业市占率高达90%。国内本土安全系统厂商因为发展时间尚短，业务规模较小，国产替代的市场空间巨大。公司相较于重庆光大、金杯锦恒等同业公司，在质量认证、产能扩张等方面都具备较强竞争力，我们预计在未来汽车安全系统国产替代的潮流中，公司具备先发优势，将更快的抢占市场份额。
- 产品品类丰富，已进入主流车企供应链。** 目前公司已经量产的安全带主要有双边预张紧限力式、单边预张紧限力式、紧急锁止限力式、普通紧急锁止式等种类，电机式预紧限力式安全带仍在研发中，产品品类十分丰富。公司经过多年布局，已经和吉利汽车、上汽通用五菱、长城汽车、奇瑞汽车、长安汽车等国内一流的自主或内资品牌建立了合作关系，且合作车企和车型还在不断增加。我们认为进入国内主流车企的供应链不仅有助于公司积极扩大业务规模，推动国产替代进程，还将助力公司未来进入国际豪华品牌的供应体系。
- 抢占电动化风口，有望量价齐升。** 公司紧抓新能源机遇，积极协同整车厂进行新能源汽车的被动安全系统开发，目前已成功为上汽通用五菱宏光MINIEV、长城欧拉、比亚迪、理想等新能源客户批量供货。我们认为由于公司已有新能源客户销量持续高涨，再叠加未来电动车合作新车型的增加，公司安全带和特殊座椅安全装置销量增速将进一步上升。此外，公司为适应新能源车的需求，公司研发了针对小型电动车的高预紧性能限力式安全带等高性能安全带，不断优化产品结构，产品平均价值量持续上升，未来公司有望实现量价齐升。
- 积极拓宽产品品类，未来有望成为公司增长亮点。** 公司积极进行产品品类的拓宽，新产品主要包括电机式预紧安全带、安全气囊和汽车方向盘，其中电动安全带在舒适性和安全性方面都优于传统安全带，市场空间巨大，预计未来量产之后将为公司创造较大增量。其次，公司新业务汽车安全气

囊、方向盘已于 2021 年开始批量进行生产，2022 年有望实现大规模放量。我们认为新产品的研发和生产将助力公司业务规模高增长，进一步巩固公司在汽车安全系统领域的领先地位。

- **投资建议：**考虑到公司在汽车被动安全系统领域竞争优势较强，安全带等业务预计将受益于汽车行业电动化转型、国产化持续推进，规模和盈利水平快速增长，我们预计 2022-2024 年公司净利润依次为 1.65 亿元、2.46 亿元、3.55 亿元，EPS 为 1.1、1.64、2.37 元，对应 PE 分别为 19 倍、12 倍、9 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，国内疫情反复，原材料价格大幅上涨，芯片持续短缺，下游新能源车销量不及预期，新产品销量不及预期，产品质量风险。

目录

1. 深耕汽车被动安全系统，打造国内优质供应商	5
1.1 安全带主要供应商积极拓展其他被动安全产品	5
1.2 “车市回暖+产品结构升级”双轮驱动，业绩有望再度高增	6
2. 深耕数十年，抓住自主化机遇蓄势待发	9
2.1 行业供需关系稳健，国产替代带来发展新机遇	9
2.1.1 供需端：成本有望下探，需求持续高涨	9
2.1.2 竞争格局：国产替代势不可挡，公司具备先发优势	10
2.2 技术护城河深厚，已获主流车企认可	12
3. 公司主要增长点：新能源合作持续深化，新产品拓展顺利	16
3.1 乘新能源春风，有望实现量价齐升	16
3.2 积极拓宽产品品类，三大产品成为增长新动力	18
3.2.1 顺应主动智能化潮流，积极研发电动安全带	18
3.2.2 安全气囊、方向盘业务起量，有望成为主要增长动力	19
4. 投资建议	23
5. 风险提示	24
附：盈利预测表	25

图表目录

图 1:	松原股份发展历程	5
图 2:	松原股份股权结构图	5
图 3:	2016-2021 年公司不同业务营收占比	6
图 4:	2016-2021 年不同地区营收占比	7
图 5:	2016-2021 年营业收入及同比增速	7
图 6:	2016-2021 年公司归母净利润及同比增速	7
图 7:	2016-2021 年公司毛利率和净利率	7
图 8:	2016-2021 年公司期间费用率	8
图 9:	2016-2021 年公司研发费用及研发费用率	8
图 10:	公司所用原材料每月均价 (元/吨)	9
图 11:	2012-2021 年中国汽车销量及同比增速 (万辆)	10
图 12:	汽车安全带行业三大壁垒	11
图 13:	2020 年全球汽车安全行业市占率	12
图 14:	奥托立夫、采埃孚和均胜电子营收 (亿元)	12
图 15:	安全带总成主要部件	13
图 16:	安全带总成及相关零部件的安装位置	13
图 17:	公司新能源主要客户	16
图 18:	公司安全带及特殊座椅安全装置销量及增速	17
图 19:	公司主要新能源客户销量 (万辆)	17
图 20:	公司安全带及特殊座椅安全装置平均单价	17
图 21:	主动式电机预紧安全带卷收器构成	18
图 22:	主动式电机预紧安全带卷收器功能流程图	18
图 23:	国内电动安全带市场空间及渗透率预测	19
图 24:	汽车安全气囊结构图	19
图 25:	安全气囊在车内的分布	20
图 26:	整车正面碰撞模拟	21
图 27:	汽车方向盘结构图	21
图 28:	公司方向盘核心产品	22
图 29:	2021-2025 年安全气囊+方向盘业务营收预测	22
表 1:	国内汽车安全带行业竞争格局	12
表 2:	公司已获的质量体系认证证书	14
表 3:	公司安全带产品分类	14
表 4:	2017-2019 年公司前五大客户销售收入 (亿元) 及占比	15
表 5:	公司主要供货车企及对应车型	16
表 6:	公司安全气囊零部件自供情况	20
表 7:	各业务营收及毛利率预测	23

1. 深耕汽车被动安全系统，打造国内优质供应商

1.1 安全带主要供应商积极拓展其他被动安全产品

公司是国内领先的汽车被动安全系统一级供应商，主要从事汽车安全带总成及零部件等汽车被动安全系统产品及特殊座椅安全装置的研发、设计、生产、销售及服务，目前公司客户已经涵盖上汽通用五菱、远景汽配、宇通客车、奇瑞汽车、IMMI（美国印第安研磨器制造公司）等国内外主流汽车整车厂及安全系统供应商。纵观公司的发展历程：松原股份前身博一汽车配件有限公司，于2001年在余姚市成立；2006年通过欧盟EMARK认证和ISP/TS16949认证；2009年进入国内主流车厂的供应体系；2016年改制成立浙江松原汽车安全系统股份有限公司；2020年公司在深交所创业板上市，股票代码为300893；2021年开始，公司二期厂房投入使用，业务规模进一步扩大。

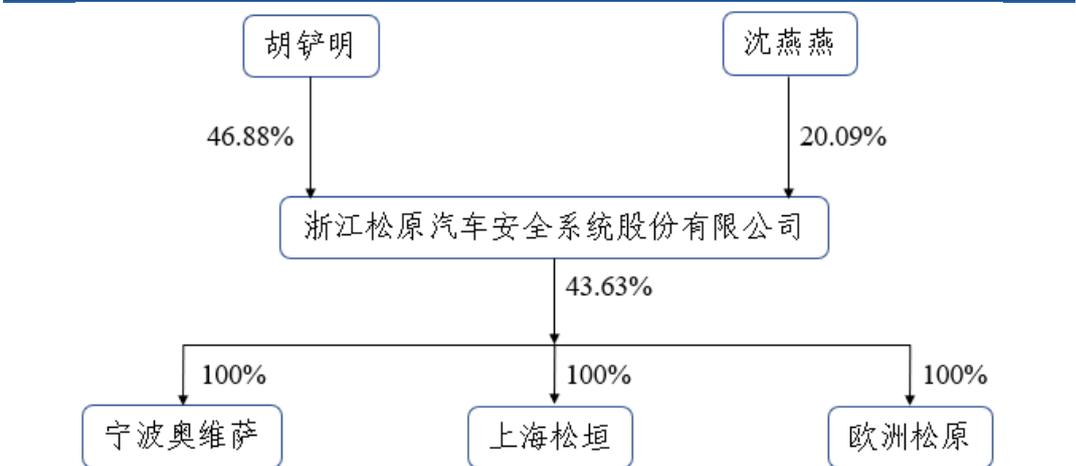
图 1：松原股份发展历程



资料来源：公司官网、长城证券研究院

公司股权结构集中。本公司实际控制人为胡铲明、沈燕燕和胡凯纳三名自然人，截至2021年第一季度末，胡铲明和沈燕燕二人合计直接持有公司股份66.97%，公司股权结构较为集中。主要子公司为宁波奥维萨、上海松垣和欧洲松原，其中宁波奥维萨和上海松垣负责国内业务，欧洲松原负责海外业务。

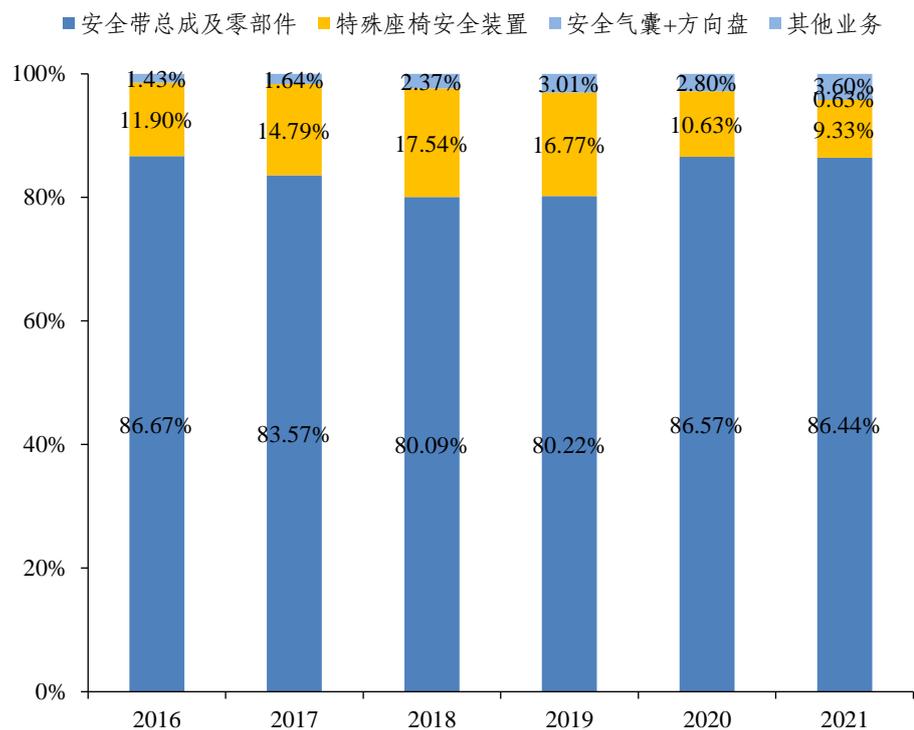
图 2：松原股份股权结构图



资料来源：iFinD、长城证券研究院

公司以安全带和特殊座椅装置为产品基础，开拓电动安全带、安全气囊、方向盘等新被动安全产品。公司深耕汽车被动安全系统领域多年，主营业务为安全带总成及零部件和特殊座椅安全装置，21年两块业务营收占比分别为85.37%和11.04%。公司被动安全产品类型较多：汽车安全带产品有紧急锁止、单边和双边预张紧、单边和双边限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等多种类型，广泛应用于紧凑型车、MPV、SUV、客车、卡车等众多主流车型；特殊座椅安全装置则是应用于儿童安全、农用等不同特殊场景的卷器、锁扣、织带等零部件及其总成产品，应用范围和普通安全带有所不同；此外，公司还生产同属被动安全系统模块的安全气囊、方向盘等产品，已于21年实现批量生产，21年营收占比为0.63%。

图 3: 2016-2021 年公司不同业务营收占比

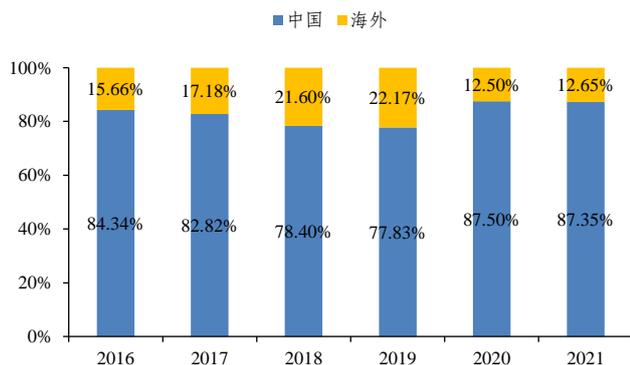


资料来源: iFinD、长城证券研究院

1.2 “车市回暖+产品结构升级”双轮驱动，业绩有望再度高增

营收：以国内市场为主导，营收持续高增。2021年公司国内营收占比87.35%，海外营收占比12.65%，从市场布局来看，公司业务以国内市场为主。2018年公司受到供给侧改革和市场环境影响，营业收入略有下降，自2019年起公司积极开发新客户，进入了吉利汽车、长城汽车、东风乘用车、广汽乘用车等整车厂的供应体系并取得合作项目，再叠加不断开发现有客户的新车型（奇瑞捷途X70、奇瑞eQ1等），公司营业收入持续高增，2019-2021年的营收增速分别为10.5%、15.25%和39.03%。2021年由于汽车电动化热潮，国内汽车销量实现2627万辆，同比增长3.81%，继连续3年销量下滑后开始回升，我们认为公司营收有望受益于车市回暖进一步高涨。

图 4: 2016-2021 年不同地区营收占比



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

图 5: 2016-2021 年营业收入及同比增速



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

利润: 持续开拓新客户, 有望迎来高增长期。公司 2018-2019 年归母净利增速分别为 26.83% 和 26.92%, 保持高速增长, 2020 年受疫情影响增速下滑至 11.71%, 但归母净利仍保持增长。2021 年公司归母净利润为 1.11 亿元, 同比增长 23.58%, 主要是因为新客户和新车型的开拓提升了公司营收规模, 再叠加产品结构不断优化升级所致。21 年以来公司国内产能持续提升, 订单不断加码, 未来业绩有望迎来高增期。

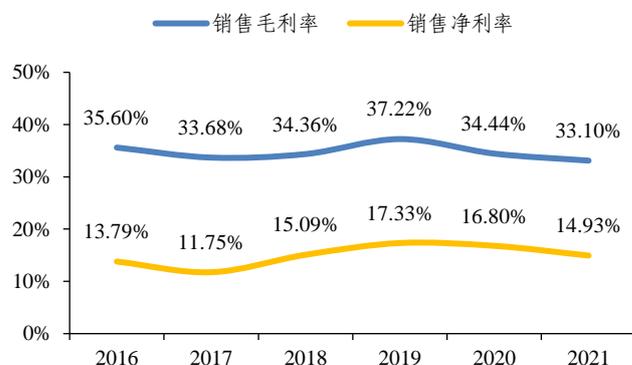
毛利率: 短期承压, 长期有望回升。从毛利率水平来看, 公司 2019 年毛利率为 37.22%, 同比上升 2.87pct, 主要原因是公司积极开发和升级原有安全带和特殊座椅安全装置产品, 整体单价得到提高, 再加上美元汇率上升和原材料价格下降, 公司整体毛利率显著提升。2020 年公司毛利率为 34.44%, 同比下降 2.78pct, 主要系疫情短期影响所致。2021 年公司毛利率为 33.10%, 同比下降 1.34pct, 主要系上游原材料上涨以及芯片短缺影响下游需求所致, 21 年公司毛利率下降速度明显减缓, 预计未来原材料和芯片紧缺的情况得到改善后, 公司毛利率有望回升。

图 6: 2016-2021 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

图 7: 2016-2021 年公司毛利率和净利率



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

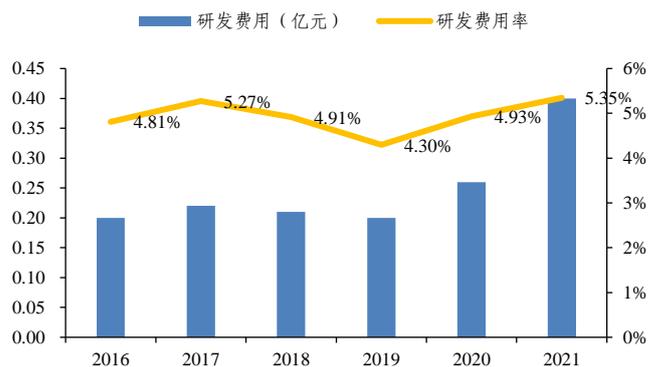
期间费用率：研发投入不断提高。2021 年公司期间费用率为 16.45%，其中销售费用率、管理费用率（含研发）和财务费用率分别为 4.84%、11.11%和 0.5%，历史来看，公司销售费用率和财务费用率基本保持稳定。管理费用率（含研发）近几年有所上升，主要原因为公司持续保持高研发支出（2021 年公司研发费用率为 5.35%，同比增长 0.41pct），其次，业务规模扩大导致职工薪酬和业招待费增加也是影响因素之一。

图 8：2016-2021 年公司期间费用率



资料来源：iFinD、长城证券研究院

图 9：2016-2021 年公司研发费用及研发费用率



资料来源：iFinD、长城证券研究院

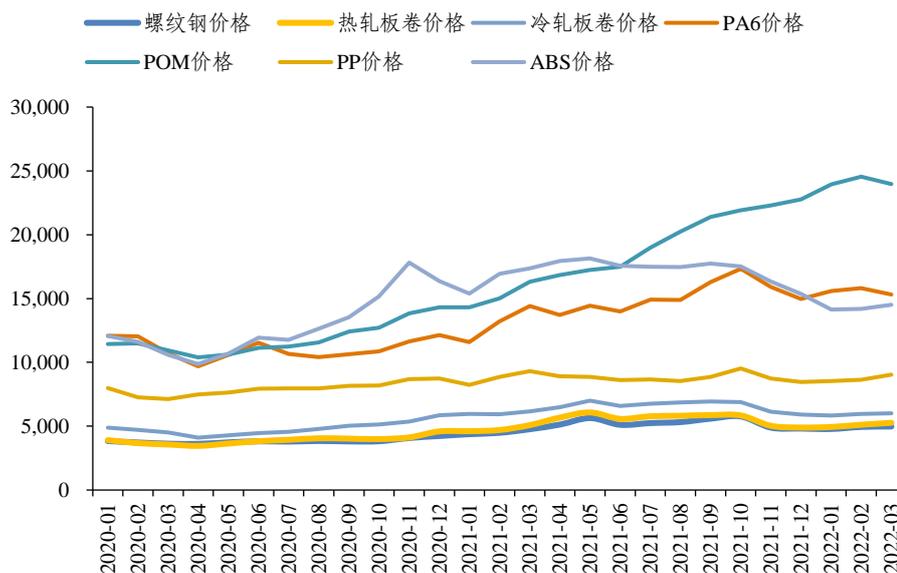
2. 深耕数十年，抓住自主化机遇蓄势待发

2.1 行业供需关系稳健，国产替代带来发展新机遇

2.1.1 供需端：成本有望下探，需求持续高涨

供给端：原材料涨价相对理性，公司成本压力有望下探。公司主要原材料包括钢材、塑料、金属铸件、回位弹簧、织带，上述原材料合计占公司主营成本中直接材料比例超过70%，其中钢材主要使用热轧板卷和冷轧板卷，塑料则包含POM、PP等多种工程塑料和通用塑料。2021年1-12月，热轧板卷和冷轧板卷价格变化幅度分别为6.2%和-0.9%，价格变化较为平稳；PA6价格上涨29.3%，但从21年11月开始已经明显开始回落；POM价格上涨59%，主要系疫情影响港口贸易和国内生产商正常生产，再叠加部分供应商囤货所致，3月POM价格环比下降2.3%，环比开始改善，预计未来疫情好转后，POM价格有望回到理性值。我们认为在21年原材料价格大涨的背景下，公司所用大部分原材料涨价相对较为平稳，小部分材料涨价为短期因素所致，长期来看不可持续，公司成本压力有望减小。

图 10: 公司所用原材料每月均价（元/吨）

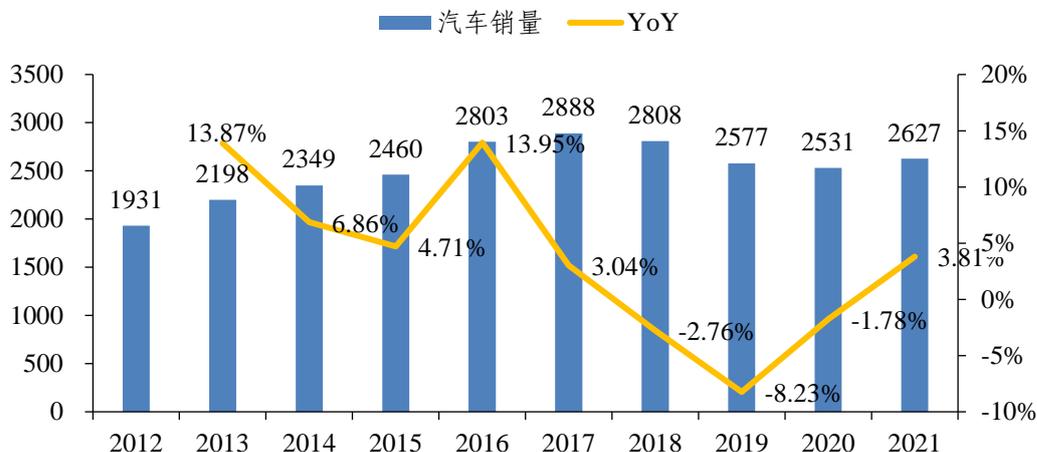


资料来源: iFinD、长城证券研究院

需求端：电动化热潮刺激车市回暖，汽车零部件需求得到保证。公司从事安全带、特殊座椅安全装置等汽车零部件的生产和销售，在汽车产业链中处于中游位置，在汽车产业链中扮演着重要的角色，其终端客户则是汽车整车厂。2013-2017年，由于我国经济保持较快增速，汽车需求持续攀升，我国汽车销量保持稳定增长。2018-2020年，由于国内供给侧改革、国内经济增速放缓、疫情冲击等原因，我国汽车销量连续3年下滑，跌至2531万辆的低点。而近年来随着比亚迪、中国特斯拉、上通五菱等新能源车企业不断推出爆款新车型，国内新能源车市场开始爆发，2021年国内汽车销量实现2627万辆，同比增长

3.81%，车市开始回暖。预计未来我国汽车销量将受益于电动化潮流不断上升，下游整车厂对汽车零部件的需求得到保证，公司作为汽车安全系统供应商也将因此获益。

图 11: 2012-2021 年中国汽车销量及同比增速（万辆）



资料来源: marklines、长城证券研究院

2.1.2 竞争格局：国产替代势不可挡，公司具备先发优势

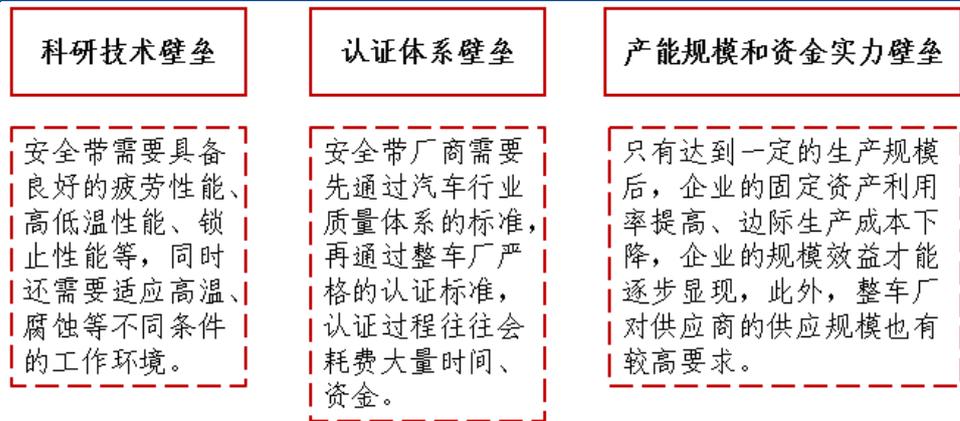
汽车安全带行业准入门槛较高。汽车安全带的主要功能是在车辆突然减速时，通过限制佩戴者身体的运动，降低佩戴者受到的伤害，保护驾乘人员的生命安全，其质量和性能直接影响整车的安全性和可靠性。安全性是汽车生产所考虑的关键问题，因此汽车安全带行业对供应商要求严格，行业壁垒主要体现在以下几个方面：

①技术壁垒。安全带需要具备良好的疲劳性能、高低温性能、锁止性能、强度性能、动态性能等，同时还需要适应震动、粉尘、腐蚀、高热、寒冷等各种复杂条件的工作环境；为满足上述要求，就需要汽车安全带总成制造企业具备较高的关键零部件结构设计、工艺制造、检测能力等。因此，汽车安全带行业是集材料研发能力、结构设计能力、试验验证能力、工艺的改良创新和品质的检测评定等综合能力为一体的行业，需要有多数积累和实践的专业人员进行研究、设计、仿真分析、验证才能开发成功，所以形成了较强的技术壁垒。

②认证体系壁垒。认证体系壁垒较高。安全带生产商为进入汽车产业链，需要先通过国际组织、国家和地区行业协会制定的用于汽车行业质量体系的标准，例如体系认证 IATF16949:2016 技术体系认证，其次，其次，零部件企业进入整车厂的供应商体系，需要接受整车厂包括开发、采购、生产、物流、质控、环保等各方面的严格审核程序，通常合作关系的建立需要 1 至 3 年时间，产品从设计开发到送样、量产所需的时间周期较长。两者就会形成长期稳定的配套合作关系，对行业新进入者形成了相当高的市场准入门槛。正因为整车厂严格的供应商认证标准，汽车零部件企业进入整车厂供应商体系，两者就会形成长期稳定的配套合作关系，对行业新进入者形成了相当高的市场准入门槛。

③**产能规模和资金实力壁垒**。本行业是典型的规模效益型行业。为满足国内汽车消费市场大规模的订单需求，国内主要整车厂在供应商筛选时对于产能规模和资金实力均有严格的要求。一方面，汽车零部件企业前期需要大规模的土地、生产厂房、机器设备等固定资产的投入，并且只有达到一定的生产规模后，企业的固定资产利用率提高、边际生产成本下降，企业的规模效益才能逐步显现。另一方面，目前整车厂均采用零库存管理模式，零部件供应商为满足整车厂按时生产的要求，需要在其附近建立仓库，以便及时供货，这对汽车零部件企业的流动资金提出了较高的要求。因此，产能规模和资金实力均对行业新进入者形成了重要壁垒。

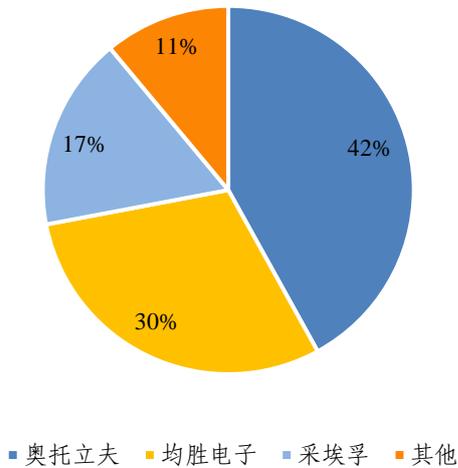
图 12: 汽车安全带行业三大壁垒



资料来源：招股说明书、长城证券研究院

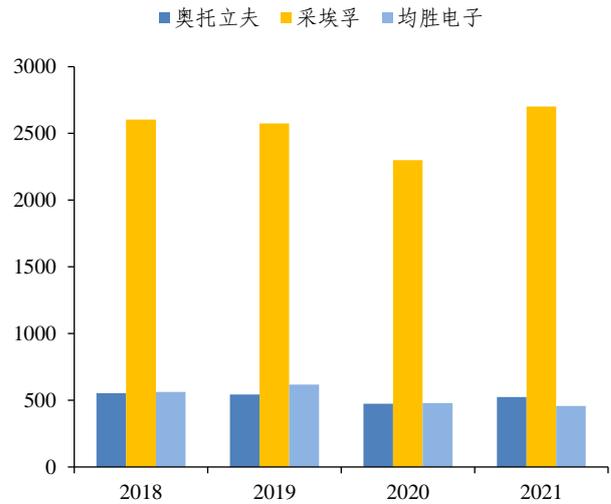
全球格局：三大国际厂商主导，国产替代空间巨大。由于国外汽车安全系统行业起步较早，外资及合资企业凭借其高技术含量、高附加值的产品赚取较高利润，在全球汽车安全系统行业占据着主要地位。目前全球有奥托立夫、采埃孚和均胜电子 3 家汽车安全系统核心供应商：奥托立夫是全球最大的汽车保护系统供应商，主要产品为汽车电子安全系统、座椅安全带系统和汽车方向盘系统等，2020、2021 年营收分别为 474、524 亿元；采埃孚专业提供传输、转向、底盘系统等汽车零配件，2015 年收购天合汽车集团并成立主动和被动安全技术事业部，2020、2021 年营收分别为 2299、2701 亿元；均胜电子主要从事智能驾驶系统、汽车安全系统、新能源汽车动力管理系统的研发与制造，2018 年收购日本高田以布局汽车安全系统领域，2020、2021 年营收分别为 479、457 亿元。2020 年三家公司在汽车安全系统行业市占率高达 89%，而国内本土安全系统厂商因为发展时间尚短，业务规模较小，但随着国内汽车零部件行业产业结构转型步伐的稳步推进，已经成长出一批可以同外资及合资公司相竞争企业，国产替代的市场空间巨大。

图 13: 2020 年全球汽车安全行业市占率



资料来源: 汽车之家, 长城证券研究院

图 14: 奥托立夫、采埃孚和均胜电子营收 (亿元)



资料来源: 汽车之家, 长城证券研究院

国内格局: 公司相对国内其他竞争者具有先发优势。目前第三方汽车被动安全系统行业国内自主品牌排名前三的企业是浙江松原汽车安全系统股份有限公司、重庆光大产业有限公司、沈阳金杯锦恒汽车安全系统有限公司, 但公司作为行业内的规模和技术均领先的企业, 深耕安全带领域多年, 已经获得了吉利、长安等知名整车厂的质量认证, 合作关系稳固, 相对于重庆光大和金杯锦恒具有明显的客户先发优势。此外, 重庆光大和金杯锦恒尚未上市, 而公司已经在深交所上市, 在产能扩建和人员扩充方面拥有更强的资金实力, 这将帮助公司在未来汽车安全系统行业国产自主化的浪潮下更快的抢占国内市场份额。

表 1: 国内汽车安全带行业竞争格局

公司名称	公司介绍
重庆光大产业有限公司	重庆光大产业有限公司成立于 1998 年, 主要产品包括汽车安全带总成、汽车发动机飞轮总成、驱动盘总成、齿圈、信号盘、全车门铰链、倒车雷达、倒车影像、行车记录仪、360°全景影像、电动车窗开关、报警器等诸多系列百余类产品, 年销售额十几亿元。
沈阳金杯锦恒汽车安全系统有限公司	金杯锦恒成立于 2003 年 12 月, 公司主要经营范围为汽车安全气囊、安全带及相关零部件产品的设计、开发、制造、销售及产品的售后服务。目前公司安全带产品已经为华晨金杯、神龙、奇瑞、一汽等多家汽车厂提供配套服务。
浙江松原汽车安全系统股份有限公司	松原股份成立于 2001 年, 于 2020 年成功上市, 是国内领先的汽车被动安全系统一级供应商之一, 主要产品包括汽车安全带总成和零部件、特殊座椅安全装置、安全气囊等产品。

资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

2.2 技术护城河深厚, 已获主流车企认可

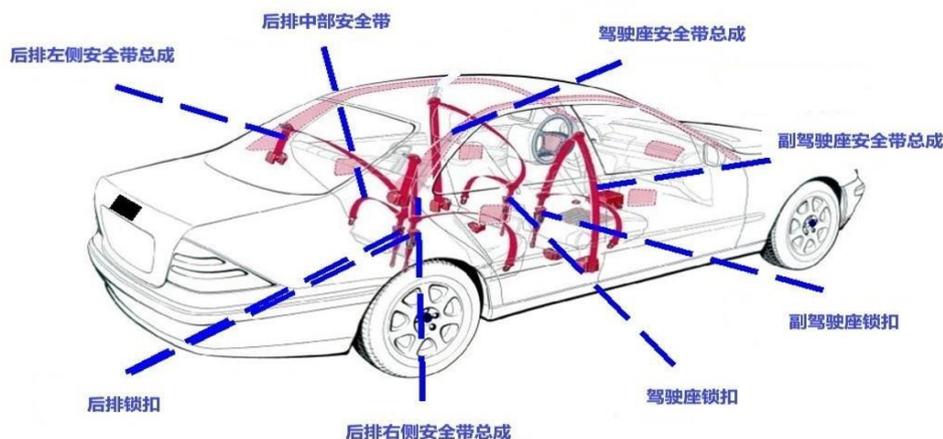
汽车安全带总成主要由卷收器、带（锁）扣组件、高度调节器、织带（包括肩带及腰带）和其他部件等组成。卷收器作为汽车安全带总成的核心部件，紧急锁止、预张紧、限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等各项汽车安全带总成主要功能均由卷收器提供；锁扣起到了固定和解除固定安全带的作用；高度调节器起到了调节安全带高度的作用；织带起到对乘员主要躯干进行约束的作用。汽车安全带总成是公认最有效的汽车被动安全系统装置，在绝大部分国家的汽车生产过程中属于强制装备组件。

图 15: 安全带总成主要部件



资料来源：招股说明书，长城证券研究院

图 16: 安全带总成及相关零部件的安装位置



资料来源：招股说明书，长城证券研究院

研发先行，厚积薄发。多年来公司一直保持与国内外主流整车厂开展技术和业务合作，并从中积累了丰富的汽车安全带总成研发和生产经验。公司在坚持自主研发和创新的基础上，不断对研发试验室进行升级改造，通过积极引进价值千万的伺服加速台车测试系统等国内外先进设备和专利技术授权，实现公司被动汽车安全系统产品的技术升级。截止 2020 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利 67 项。

质量管理水平一流，获得国内外多个体系认证。公司凭借较强的技术实力，一直保持高水平的产品质量，已经获得了 ISO9001、欧盟 E-Mark、美国 DOT、OHSAS18000 等国内外多个质量体系认证，并于 2019-2020 年进入了上汽大众、江铃福特等主流主机厂体系，2021-2022 年进入了合资品牌的质量管理体系，公司产品正逐步被更多质量体系所认可。彰显公司一流的品控水平。

表 2: 公司已获的质量体系认证证书

年份	质量体系认证
2003 年	获 ISO9001 体系认证和 CCC 证书。
2006 年	获得 ISO/TS16949 认证，产品通过欧盟 E-Mark 认证。
2009 年	进入国际乘用车市场，并获得美国 DOT 认证。
2016 年	获得 ISO14001 证书。
2017 年	获得 OHSAS18000 体系认证。
2018 年	进行 IATF16949 体系证书换版完成。
2019-2020 年	进入上汽大众、江铃福特等主流主机厂体系。
2021-2022 年	进入合资质量管理体系。

资料来源：公司官网、长城证券研究院

产品品类丰富，积极响应客户需求。公司作为汽车安全带总成行业中的先行者，通过多年不断的自主研发，较早地突破了预张紧安全带技术，并且搭载多种车型在 C-NCAP 测试中取得 5 星安全评价。除了紧急锁止、预张紧、限力技术的开发以外，为进一步加强被动安全系统的保护能力，公司陆续开发了双边预张紧限力、髋部锁定等功能。目前公司已经量产的安全带主要有双边预张紧限力式、单边预张紧限力式、紧急锁止限力式、普通紧急锁止式等种类，电机式预张紧限力式安全带仍在研发中，产品品类十分丰富，能够满足客户的多样化需求。

表 3: 公司安全带产品分类

产品名称	平台型号	产品功能	产品示意图
双边预张紧限力式安全带	P13	双边预张紧、双边限力、紧急锁止	
单边预张紧限力式安全带	HA305 HA308	单边预张紧、单边限力、紧急锁止	

产品名称	平台型号	产品功能	产品示意图
紧急锁止限力式安全带	HA304	单边限力、紧急锁止	
普通紧急锁止式安全带	HA301 HA302	紧急锁止	
简易式安全带	HA200 HA203 HA300	腰部固定	
电机式预紧限力式安全带	研发中	提前预紧、限力、调整 工况	

资料来源：招股说明书、长城证券研究院

过去公司优质客户较少，客户集中的风险较高。2017 年公司的前五大客户为上通五菱、宇通客车、北汽福田、IMMI、东风柳汽，五大客户的销售收入占比高达 69.31%，公司覆盖的主流整车企业较少，客户集中的风险较高，一旦主要客户流失或客户经营状况发生不利变动，将对公司的主营业务造成不利影响。

表 4: 2017-2019 年公司前五大客户销售收入（亿元）及占比

2017			2018			2019		
	销售收入	占比		销售收入	占比		销售收入	占比
上通五菱	1.70	39.77%	上通五菱	1.25	29.79%	上通五菱	0.84	17.99%
宇通客车	0.43	10.16%	宇通客车	0.44	10.45%	浙江远景	0.55	11.73%
北汽福田	0.33	7.67%	IMMI	0.33	7.92%	宇通客车	0.49	10.63%
IMMI	0.27	6.24%	北汽福田	0.27	6.32%	IMMI	0.32	6.89%
东风柳汽	0.23	5.47%	奇瑞汽车	0.19	4.53%	奇瑞汽车	0.30	6.44%
其他	1.31	30.69%	其他	1.72	40.99%	其他	2.15	46.32%

资料来源：招股说明书、长城证券研究院

客户逐步覆盖国内主流车企，助力国产替代进程加速。近年来，随着公司业务的发展，公司也在积极开拓国内和国际市场，相应的新客户数量和营收规模增加，使得公司的客户集中度有所下降，CAR5 从 2017 年的 69.31% 降至 2019 年的 53.68%。公司依靠自身技术、产品和服务等优势，经过长期的培育和深耕，已经和吉利汽车、长城汽车、长安汽车、一汽乘用车、广汽集团等国内一流的自主品牌建立了合作关系，合作车型包括几何、领克、星越、欧拉好猫等热销车型，且合作车企和车型还在不断增加。我们认为进入国

内主流车企的供应链不仅有助于公司积极扩大业务规模，推动国产替代进程，还将助力公司未来进入国际豪华品牌的供应体系。

表 5: 公司主要供货车企及对应车型

合作品牌	具体车型
上通五菱	宝骏 E100、宝骏 510、宝骏 530、宝骏 730、五菱 mini
奇瑞汽车	瑞虎 7、瑞虎 8、小蚂蚁、奇瑞捷途 X70、奇瑞 eQ1
长城汽车	哈弗 H6、哈弗大狗、欧拉好猫、WAY 坦克 300
广汽集团	A55
福特	领界
一汽乘用车	奔腾 T77、奔腾 T99
上通五菱	宝骏 E100、宝骏 510、宝骏 530、宝骏 730、五菱 mini
长安汽车	欧尚 X7
吉利汽车	icon、远景系列、几何 A、帝豪、缤瑞、星越、领克

资料来源：招股说明书、长城证券研究院

3. 公司主要增长点：新能源合作持续深化，新产品拓展顺利

3.1 乘新能源春风，有望实现量价齐升

抢占电动化风口，已进入主流新能源主机厂。随着国家对碳中和、双积分政策的推行，新能源车逐渐成为汽车市场的核心亮点，公司也紧抓新能源机遇，积极协同整车厂进行新能源汽车的被动安全系统开发，提前布局新能源汽车，并取得了一定的成果。目前，已成功为上汽通用五菱宏光 MINIEV、长城欧拉、吉利新能源、奇瑞新能源、天际汽车等新能源车型批量供货；同时，公司已进入理想汽车、比亚迪汽车等主流新能源主机厂的供应商体系，为进一步提升在新能源汽车被动安全系统中的配套份额及新客户的开拓打下坚实的基础。

图 17: 公司新能源主要客户



资料来源：招股说明书、公司年报、长城证券研究院

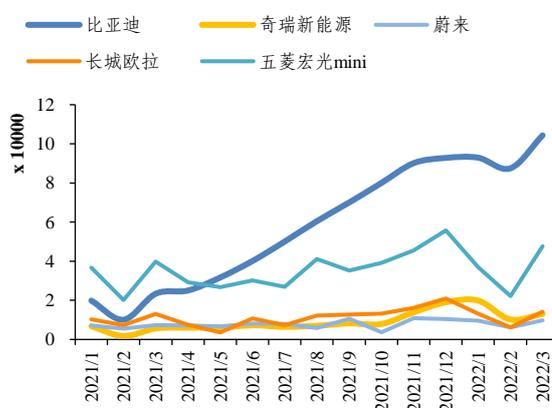
量：新能源客户销量火爆将带动公司业务持续高增。得益于公司在新能源车市场的开拓，公司 2021 年实现安全带和特殊座椅安全装置共计 1366 万套，同比增长 28%，走势相较于往年更为强劲（19、20 年销量同比增速分别为 7% 和 9%）。2021 年，我国新能源汽车实现销量 352.1 万辆，同比增长 158%，新能源车市场开始爆发。而公司早已和比亚迪、奇瑞、蔚来、长城欧拉、五菱宏光 mini 等新能源车企业和车型建立合作关系，这些新能源客户均取得较好成绩，其中比亚迪表现最为亮眼，2021 年实现新能源车销量 59.4 万辆，同比高增 232%，22 年 3 月销量已经突破 10 万辆，且还在不断攀升之中。我们认为由于公司已有新能源客户销量持续高涨，再叠加未来电动车合作新车型的增加，公司安全带和特殊座椅安全装置销量增速将进一步上升。

图 18：公司安全带及特殊座椅安全装置销量及增速



资料来源：招股说明书、公司年报、长城证券研究院

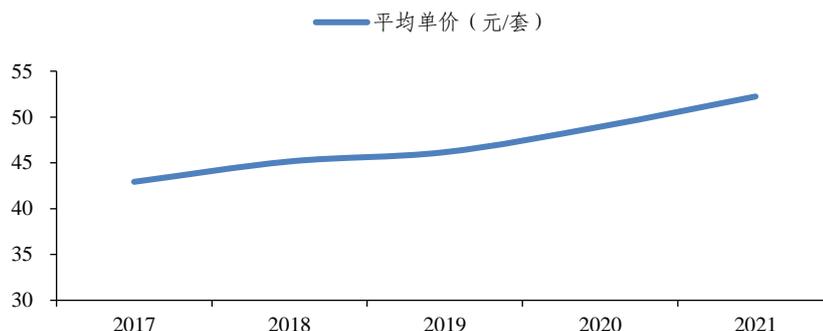
图 19：公司主要新能源客户销量（万辆）



资料来源：marklines、长城证券研究院

价：产品结构持续优化，产品单价有望再度攀升。近年来，公司为满足下游新能源客户的需要，研发了针对电动车的高预紧性能限力式安全带等高性能产品，不断优化产品结构，提高了产品质量，再叠加公司商用车安全带（平均单价低于乘用车安全带）和特殊座椅安全装置中平均单价较低的部分产品销量占比下降，产品单价稳步提高。公司 2021 年安全带和特殊座椅安全装置总成的平均单价总成为 52.23 元/套，相较于 2019 年提高了 6.74%，快速增长。我们认为，未来公司为适应新能源车高端化潮流，将不断推出针对新能源车的高性能产品，再加上电机式预紧安全带的量产，公司产品平均单价有望在现有价格基础之上再度攀升。

图 20：公司安全带及特殊座椅安全装置平均单价



资料来源：招股说明书、公司年报、长城证券研究院

3.2 积极拓宽产品品类，三大产品成为增长新动力

3.2.1 顺应主动智能化潮流，积极研发电动安全带

被动安全带安全性不足，主动智能化安全带引领市场潮流。现在大多数国产乘用车采用的是火药式安全带,此类安全带只有在碰撞发生时才会收紧，突发危险时不能及时有效束缚、矫正乘员坐姿,导致乘员可能受到气囊爆破的二次伤害，而且火药燃爆也具有破坏性和不可逆性，被动安全带仍存在较多缺点。为了适应新时期乘员保护的需求和越来越多的舒适性、智能化需求，电机安全带、主动锁扣等智能化发展逐渐成为安全带未来发展的主流方向。

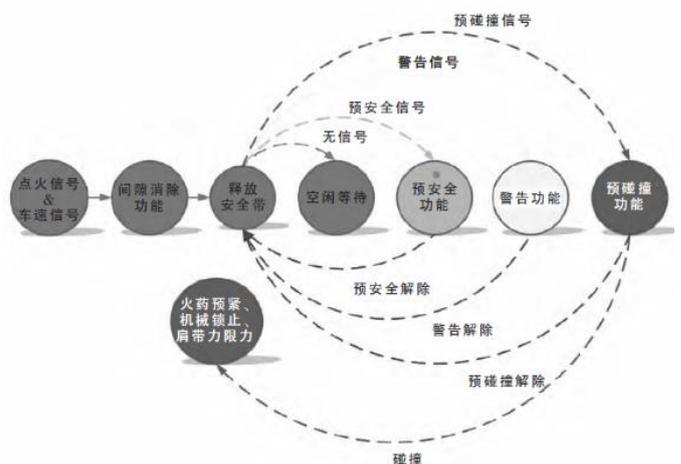
电机式预紧安全带：舒适性和安全性并驾齐驱，创造高质量用户体验。主动式电机预紧安全带卷收器是基于传统安全带基础之上，同时集合了电机、机械传动系统、电子控制单元ECU构成了具有主动式安全保护机制的安全带约束系统,它可以根据车辆行使状态，智能的判断危险发生的可能性并及时进行提醒，在碰撞前提前将乘员约束在座椅上，以纠正乘员的非正常坐姿的情况，若危险解除，其重新进入舒适性模式，让乘员得以继续正常驾驶汽车，因此它的引入除了能保证乘员用车的舒适性，还将让乘员的驾驶得到更有效的安全保障，市场前景应用广阔。

图 21: 主动式电机预紧安全带卷收器构成



资料来源：中国知网、长城证券研究院

图 22: 主动式电机预紧安全带卷收器功能流程图

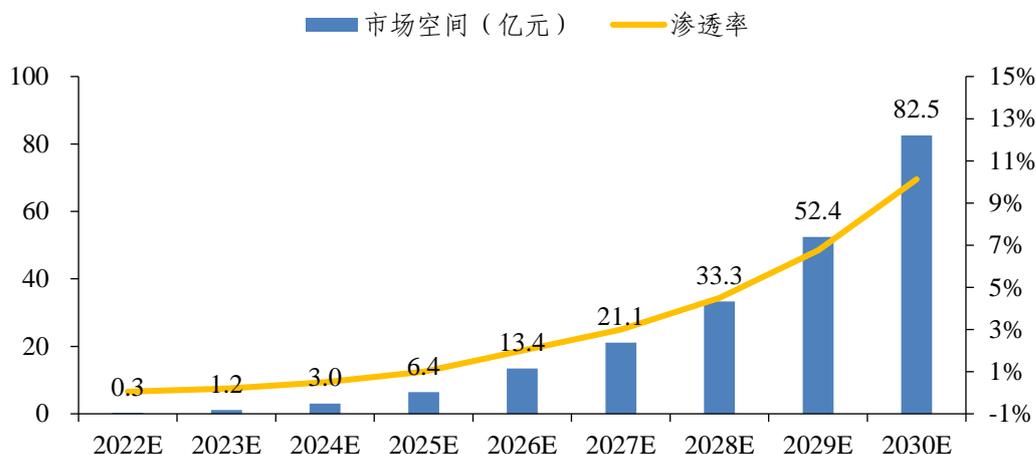


资料来源：中国知网、长城证券研究院

电动安全带市场空间巨大，公司积极抢占热门赛道。在单车价值量方面，现在多数车型前排座位使用限力和预紧式安全带，后排座位使用普通和限力安全带安全带，平均单车价值量合计在 400 元左右，新型的电机式预紧安全带单车价值为 2000 元，渗透率较低，安全带市场价值仍有较大提升空间。我们认为未来由于客户要求的提高和的安全带技术的升级,国内电动安全带渗透率将不断上升,2030 年国内电动安全带渗透率有望达到 10%,对应国内市场价值预计会突破 80 亿元，市场前景广阔。而公司已经在 2020 年对电动安

全带项目批准立项，持续对电机式预紧限力式安全带进行研发，预计将于 2022 年结题验收，2023 年实现大规模量产，电机式预紧安全带有望成为公司又一增长亮点。

图 23: 国内电动安全带市场空间及渗透率预测

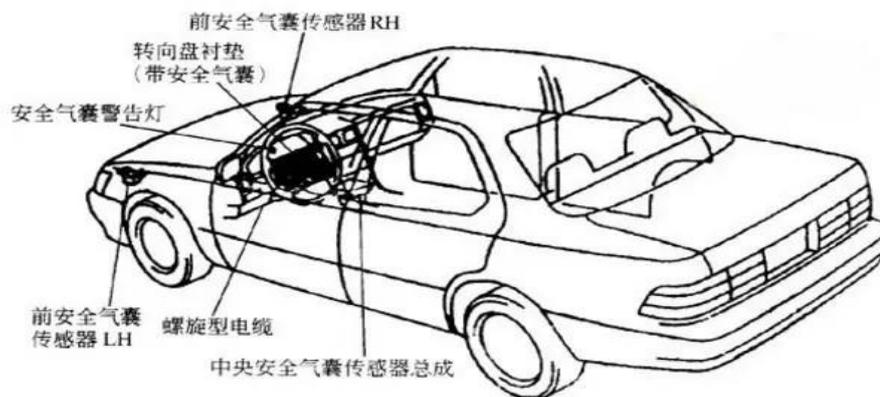


资料来源：汽车之家、长城证券研究院

3.2.2 安全气囊、方向盘业务起量，有望成为主要增长动力

汽车安全气囊是汽车被动安全系的重要组成部分。汽车被动安全系统除了包含安全带总成以外，还包括安全气囊、转向柱能量吸收装置、安全玻璃等，其中安全气囊主要由指示灯、气囊、传感器和充气系统等部分组成，并根据所在位置的不同分为驾驶座气囊（DAB）、乘员座气囊（PAB）、侧气囊（SAB）、侧气帘（CAB）和膝部气囊（KAB）等类型。当汽车遭受一定碰撞力量以后，气囊系统就会引发某种气体的化学反应，隐藏在车内的安全气囊瞬间充气弹出，在乘员的身体与车内零部件碰撞之前能及时到位，从而减轻身体所受冲击力，最终达到减轻乘员伤害的效果，在保护乘员安全中起到极为重要作用。

图 24: 汽车安全气囊结构图



资料来源：汽车之家、长城证券研究院

图 25: 安全气囊在车内的分布



资料来源: 盖世汽车网、长城证券研究院

公司具备自产多种气囊零部件的能力，成本下探空间巨大。目前公司的安全气囊产品已经实现量产，安全气囊生产线包括 DAB 线、PAB 线、SAB 线和 CAB 线，自动化程度高达 80%。从气囊零部件自供情况来看，以 DAB 和 PAB 气囊为例，公司已经具备自制气袋、盖板、壳体的能力，发生器则因为自制难度系数较高仍以采购为主，而发生器成本占比高达 42%-45%，未来公司有望通过自主研发或购入进口制造机器等方式实现自制，成本下探空间巨大。

表 6: 公司安全气囊零部件自供情况

零件名称	价格占比	自制能力
DAB、PAB 发生器	42%~45%	外购
DAB、PAB 气袋	22%~35%	自制
DAB 盖板	6%~12%	自制
PAB 壳体总成	8%~10%	外购
DAB 壳体总成	6%	自制

资料来源: 公司官网、长城证券研究院

电动汽车安全气囊开始起步，有望进入大规模放量期。公司为适应汽车市场电动化的需求，针对新能源车研发了电动汽车安全气囊系统，该项目除了研究电动汽车正面碰撞对驾乘人员伤害，确保安全气囊的点火时间，保护驾乘人员的安全外，还具备以下几点优势：1) 防范漏电起火问题。电动汽车安全气囊通过对电动车碰撞数据及电动车碰撞机理进行详细的分析，合理设计气囊控制器碰撞后的硬线输出及 CAN 总线（软件）输出两个信号，同时给高压蓄电池控制器信号指示，保证在碰撞发生后切断高压蓄电池。能够迅速切断高压电源，防范电动汽车的漏电起火等问题。2) 气囊点火时间更为精准。该项目利用加速度信号采集、气囊控制器信号采集与标定等技术，根据正面碰撞试验过程中碰撞信号的输出波形、形式和时间对产品进行调试，来保证气囊控制器点火信号的合理输出，使得气囊点火时间更加科学精准。

图 26: 整车正面碰撞模拟

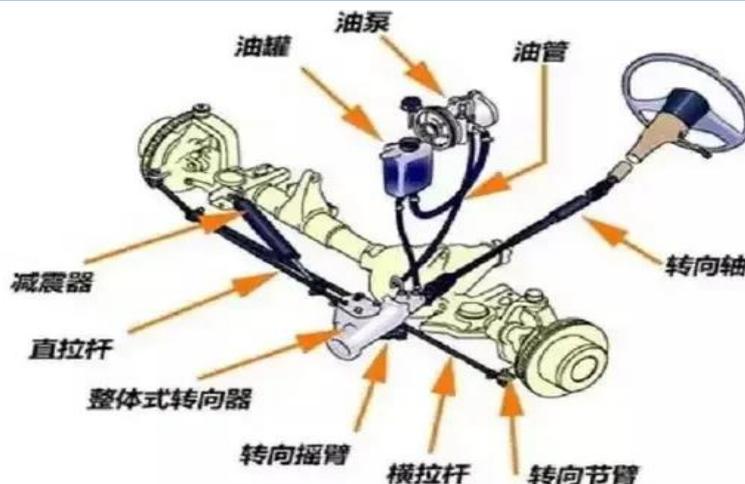


资料来源: 公司官网、长城证券研究院

公司研发的电动汽车安全气囊填补了公司在安全气囊领域的空白，并于 2021 年实现小规模量产，为奇瑞、威马、上通五菱等公司进行供货。我们认为未来公司安全气囊产品种类将逐渐丰富，持续覆盖原有安全带客户，气囊业务有望于 2022 年实现大规模放量。

汽车方向盘是汽车的核心组成部分。汽车方向盘由骨架、发泡、真皮、喇叭、安全气囊等构成，汽车通过转动方向盘，将扭矩传递给齿轮齿条机构，从而推动车轮实现向左或向右的转动，齿条推动距离越长，轮胎转动的角度就越大。除控制方向以外，方向盘还具有感知轮胎气压、危险预警、音响控制等功能，在车辆行驶中起到十分重要的作用。

图 27: 汽车方向盘结构图



资料来源: 汽车之家、长城证券研究院

公司方向盘已经实现量产，有望受益于汽车智能化热潮高增。目前方向盘的单车价值量在 200—1500 元之间。未来随着智能化要求提高方向盘将会增加辅助加热、离手感应、马达震动等功能，从具备基本的控制方向功能向智能化、高科技转型，其单车价值量也会显著提高。目前公司方向盘产线已经建设完成，包括 PU 发泡线、牛皮缝线、方向盘组

装线等，自动化程度高达 80%，具备系统化供应 PU、牛皮等多种类型方向盘的能力，并且已经实现批量生产。我们认为由于汽车智能化潮流，未来方向盘市场价值仍存在较大提升空间，公司的方向盘业务有望受益。

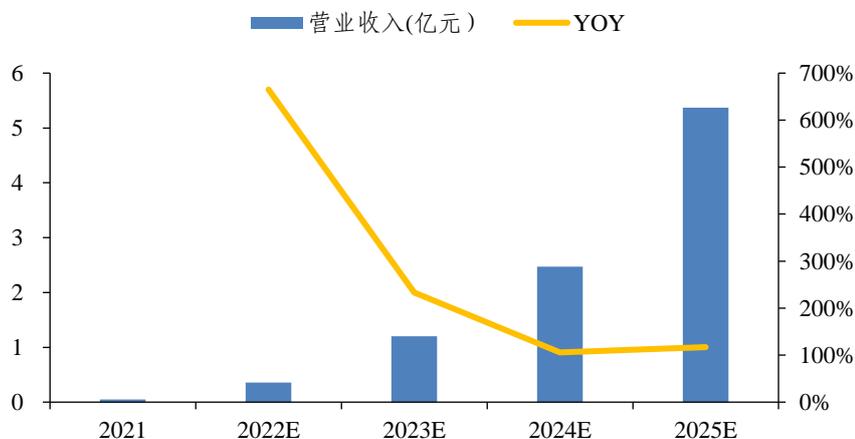
图 28: 公司方向盘核心产品



资料来源: 公司官网、长城证券研究院

气囊和方向盘将成为继安全带之后的两大增长亮点。气囊、方向盘新业务进展方面，公司已与吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车、北汽福田、合众汽车以及威马汽车等客户进行项目开发合作，其中已为五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋车型配套供货。我们认为随着公司在气囊、方向盘新业务投入的增加，产品质量和供应能力得到强化，公司的产品将获得更多主流车企的认可，产能和营收规模也将同步提升。根据我们估算，2022 年公司气囊和方向盘业务营收有望达到 0.36 亿元，同比高增 665%，成为公司业绩新的增长亮点。

图 29: 2021-2025 年安全气囊+方向盘业务营收预测



资料来源: iFinD、长城证券研究院

4. 投资建议

安全带总成及零部件：安全带是公司的主要产品，目前已经覆盖了吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车等国内一线主机厂，且合作车企和车型还在不断增加。随着公司在新能源领域布局的持续深化，再叠加公司电机式预紧限力式安全带、高预紧性能限力式安全带等新产品优化产品结构，公司安全带业务规模和盈利水平都将得到改善。预计 2022-2024 年公司安全带总成及零部件业务营收分别为 9.02、12.17、16.43 亿元，毛利率分别为 31%、32%、33%。

特殊座椅安全装置：鉴于目前公司正不断减少低价值量的产品，我们认为公司未来公司特殊座椅安全装置业务收入将保持小幅增长，盈利水平逐渐提高。预计 2022-2024 年公司特殊座椅安全装置业务营收分别为 0.8、0.92、1.06 亿元，毛利率分别为 40%、42%、44%。

安全气囊、方向盘：公司在原来的安全带、特殊座椅安全装置等产品的基础上，积极研发同属于汽车被动安全系统的安全气囊和方向盘等产品，并且已经实现批量生产，我们认为未来新产品将优先覆盖部分原有安全带客户，待获得原有客户认可后，再进一步拓展其他客户，业务规模有望高增。预计 2022-2024 年公司安全气囊+方向盘业务合计营收分别为 0.36、1.2、2.47 亿元。

表 7：各业务营收及毛利率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
安全带总成及零部件					
营业收入（亿元）	4.64	6.44	9.02	12.17	16.43
YOY	24.46%	38.74%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	30.70%	30.22%	31.00%	32.00%	33.00%
特殊座椅安全装置					
营业收入（亿元）	0.57	0.70	0.80	0.92	1.06
YOY	-27.27%	22.24%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	48.52%	38.76%	40.00%	42.00%	44.00%
安全气囊					
营业收入（亿元）		0.03	0.19	0.64	1.32
YOY			664.98%	233.33%	105.83%
毛利率		24.76%	25.00%	26.00%	27.00%
方向盘					
营业收入（亿元）		0.02	0.17	0.56	1.15
YOY			664.98%	233.33%	105.83%
毛利率		15.79%	16.00%	17.00%	18.00%
其他业务					
营业收入（亿元）	0.15	0.27	0.40	0.60	0.91
YOY	7.23%	80.47%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	97.22%	89.57%	92.00%	95.00%	95.00%

资料来源：iFinD、长城证券研究院

盈利预测：预计公司 2022-2024 年营收依次为 10.58 亿元、14.9 亿元、20.87 亿元，同比增速依次为 42%、40.8%、40.1%。净利润依次为 1.65 亿元、2.46 亿元、3.55 亿元，EPS 为 1.1、1.64、2.37 元，对应 PE 分别为 19 倍、12 倍、9 倍，维持“增持”评级。

5. 风险提示

宏观经济波动风险，国内疫情反复，原材料价格大幅上涨，芯片持续短缺，下游新能源车销量不及预期，新产品销量不及预期，产品质量风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	535.93	745.08	1057.83	1489.53	2086.55	成长性					
营业成本	351.35	498.47	701.81	977.87	1355.38	营业收入增长	15.3%	39.0%	42.0%	40.8%	40.1%
销售费用	19.28	25.16	43.23	54.92	77.55	营业成本增长	20.4%	41.9%	40.8%	39.3%	38.6%
管理费用	30.05	52.32	62.10	91.86	132.57	营业利润增长	11.3%	22.5%	48.4%	48.8%	43.8%
研发费用	26.43	39.83	52.89	74.48	104.33	利润总额增长	11.1%	21.1%	50.2%	49.0%	44.0%
财务费用	1.84	1.12	3.56	4.12	5.30	归母净利润增长	11.7%	23.6%	47.9%	49.5%	44.4%
其他收益	6.60	5.39	4.44	5.48	5.10	盈利能力					
投资净收益	-0.97	1.07	-0.31	-0.07	0.23	毛利率	34.4%	33.1%	33.7%	34.4%	35.0%
营业利润	103.20	126.44	187.69	279.32	401.76	销售净利率	19.3%	17.0%	17.7%	18.8%	19.3%
营业外收支	-0.59	-2.13	-1.02	-1.25	-1.46	ROE	6.9%	8.0%	18.2%	21.9%	24.9%
利润总额	102.61	124.31	186.68	278.07	400.30	ROIC	108.7%	23.8%	25.1%	31.0%	31.9%
所得税	12.58	13.04	22.09	32.05	45.17	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	3.6%	3.4%	4.1%	3.7%	3.7%
归母净利润	90.03	111.27	164.58	246.02	355.13	管理费用/营业收入	5.6%	7.0%	5.9%	6.2%	6.4%
						研发费用/营业收入	4.9%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
						投资收益/营业利润	-0.9%	0.8%	-0.2%	0.0%	0.1%
流动资产	631.58	671.32	802.96	1140.16	1515.15	所得税/利润总额	12.3%	10.5%	11.8%	11.5%	11.3%
货币资金	123.57	104.61	98.52	91.90	256.40	应收账款周转率	2.73	2.93	3.40	2.99	3.10
应收票据及应收账款合计	231.13	277.67	378.93	658.84	719.97	存货周转率	5.71	6.09	5.60	5.85	5.96
其他应收款	11.38	1.85	6.61	4.23	5.42	流动资产周转率	1.09	1.14	1.44	1.53	1.57
存货	96.75	148.12	229.50	280.15	420.34	总资产周转率	0.75	0.76	0.91	1.06	1.18
非流动资产	253.14	415.07	437.46	442.17	446.39	偿债能力					
固定资产	151.09	212.00	236.05	253.75	266.56	资产负债率	19.6%	28.9%	26.9%	29.0%	27.3%
资产总计	884.73	1086.39	1240.42	1582.33	1961.53	流动比率	3.88	2.26	2.51	2.57	2.92
流动负债	162.65	296.66	319.78	443.50	519.50	速动比率	3.29	1.76	1.79	1.94	2.11
短期借款	0.00	102.18	30.00	125.90	30.00	每股指标 (元)					
应付款项	99.41	133.12	162.00	230.15	316.23	EPS	0.74	0.74	1.10	1.64	2.37
非流动负债	11.04	17.43	14.24	15.83	15.03	每股净资产	4.74	5.15	6.04	7.49	9.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.37	0.70	0.62	-0.24	2.33
负债合计	173.70	314.09	334.01	459.33	534.53	每股经营现金/EPS	0.50	0.94	0.56	-0.15	0.98
股东权益	711.03	772.30	906.41	1123.00	1427.00	估值					
股本	100.00	150.00	150.00	150.00	150.00	PE	27.36	27.36	18.46	12.35	8.55
留存收益	611.02	622.29	756.41	973.00	1277.00	PEG	0.69	0.58	0.69	0.31	0.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	4.27	3.93	3.35	2.70	2.13
负债和权益总计	884.73	1086.39	1240.42	1582.33	1961.53	EV/EBITDA	28.59	36.77	13.50	9.76	6.38
						EV/SALES	6.85	7.59	2.78	2.05	1.34
现金流量表						EV/IC	7.66	8.41	3.63	2.69	2.37
						ROIC/WACC	6.84	6.71	7.06	8.72	8.98
经营活动现金流	807.70	104.65	92.35	-36.15	349.73	REP	1.12	1.25	0.51	0.31	0.26
其中营运资本减少	-79.29	-27.99	-98.85	-311.20	-37.27						
投资活动现金流	-1757.0	-176.82	8.26	-33.07	-32.77						
其中资本支出	27.56	95.11	103.00	63.00	63.00						
融资活动现金流	438.89	43.89	-106.69	62.60	-152.46						
净现金总变化	-510.41	-28.27	-6.09	-6.62	164.50						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>