

## 国内头枕和扶手龙头，收购格拉默打开成长空间

## ——继峰股份（603997）深度报告

分析师：张冬明

SAC NO: S1150115110007

2018年12月14日

汽车——汽车零部件

## 证券分析师

张冬明

022-28451857

zhangdm@bhq.com

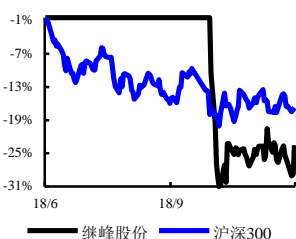
评级：增持

上次评级：增持

目标价格：

最新收盘价：8.11

## 最近半年股价相对走势



## 相关研究报告

## 投资要点：

## ● 国内汽车座椅头枕和扶手龙头，业绩稳健

1) 公司主营产品包括汽车座椅头枕、扶手以及头枕支杆，客户涵盖大众、宝马、奥迪、日产、吉利、长城等主机厂以及江森、李尔、佛吉亚等座椅总成制造商，客户资源优质。2) 公司股权较为集中，一致行动人股权比例达 75%。3) 财务方面，公司 2015 年上市以来，业绩均保持较高增速，2015-2017 年营收和归母净利润复合增速达 34.72% 和 29.03%；利润率平稳，2018 年前三季度毛/净利率分别为 32.81%/15.67%；2018 年前三季度公司流动/速动/现金比率为 3.23/2.51/1.11，保持良好水平，2018 年前三季度资产负债率为 22%，反映出公司清偿能力较强。

## ● 头枕和座椅扶手市场空间广阔，大有可为

1) 头枕和扶手是汽车内饰的重要组成部分，头枕还具有保护乘客颈部和头部的作用，其技术含量和品质通常能够体现车辆的安全性和舒适性。2) 头枕方面，按主流乘用车车型为 5 座，单车平均配备头枕数量为 4.5 个，头枕单价为 40 元进行测算，2017 年国内头枕需求量为 1.11 亿件，市场规模达 44.49 亿元，按此估算公司头枕国内市占率约为 19.86%。3) 扶手方面，主要包括中央扶手和后排扶手两种，按乘用车单车配套 1.2 个扶手，单件扶手价格为 140 元进行测算，2017 年国内乘用车扶手需求量为 2966.20 万件，市场规模为 41.53 亿元，按此估算公司市占率为 14.72%，随着乘用车后排扶手逐步由高端车型向中低端车型渗透，扶手业务有望成为公司重要的业绩新的增长点。

## ● 业绩有望受益于一汽-大众产能扩张和新车投放

1) 为继续深耕中国市场，大众集团不断加大在华产能投放和新产品推广力度，根据大众在华 SUV 战略，到 2020 年将推出 10 款 SUV 车型，到 2025 年将在华投放超过 10 款 MEB 平台的新能源汽车产品。2) 具体到一汽-大众层面，2018 年一汽-大众新增 105 万辆产能，未来 3 年一汽-大众将密集推出 5 款 SUV 产品，实现从小型、紧凑型、中型到中大型细分市场的全覆盖。3) 我们认为，一汽-大众是公司最重要的客户之一，长期以来合作关系紧密，公司头枕和扶手产品有望覆盖一汽-大众未来的主流新车型，业绩有望受益于一汽-大众产能的不断投放和新车型的持续推出。

## ● 日系品牌和自主品牌业务稳步推进

1) 通过持续导入新车型和新技术，日系品牌在华销量和市占率开始回升，2018 年 1-11 月日系车销量增速达 5.14%，高于整体 7.94 个百分点，市占率提升至 18.78%。2) 在目前中日关系处于相对稳定的背景下，日系合资品牌以新动力总成、老车型相对集中的更新换代以及新车型导入加持，并辅以渠道下沉，未来产销有望继续保持较快增长。3) 目前公司已进入丰田和本田的

供应体系，并作为二级供应商配套广汽丰田、一汽丰田、广汽本田等企业的部分车型，未来有望加大对日系品牌的供货力量，为公司业绩继续稳步提升提供支撑。4) 自主品牌方面，公司已实现为吉利和长城批量配套，并进入领克和 WEY 等高端车型的供应体系，后续有望为更多车型进行配套，发展空间可观，未来有望贡献增量营收。

### ● 战略收购格拉默，打开成长空间

1) 格拉默是一家专业开发和生产乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统及商用车座椅系统的跨国集团，前三大客户分别为大众、戴姆勒、宝马，产品主要定位为高端品牌，与继峰业务具有高度的协同性。2) 业绩方面，2017 年格拉默实现营收达 139.39 亿元（人民币），扣非后归母净利润为 2.53 亿元，营收是 2017 年继峰营收的 7.33 倍，扣非净利润略低于继峰，且利润率较继峰明显偏低，提升空间较大。3) 我们认为，公司战略收购格拉默，有助于与公司现有业务形成互补，拓宽公司成长空间，后续有望通过设立合资公司的形式推动格拉默在华业务发展，发展前景值得期待。

### ● 盈利预测，维持“增持”评级

我们认为，公司作为国内乘用车座椅和扶手龙头，深度绑定一汽-大众等优质客户，并顺利进入日系和强势自主品牌供应体系，业绩有望保持稳步提升，同时通过收购格拉默打开想象空间。不考虑格拉默并表的情况下，我们预计 2018-20 年公司实现营业收入 23.39/28.55/34.39 亿元，同比增长 23/22/20%，实现归母净利润 3.23/3.87/4.49 亿元，同比增长 10/20/16%，对应 EPS 分别为 0.50/0.61/0.70 元/股，维持“增持”评级。

**风险提示：**格拉曼并购进展不及预期；国内汽车市场下滑超预期；主要客户销量下滑超预期；原材料上涨风险。

财务摘要（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,466	1,902	2,339	2,855	3,439
(+/-)%	40%	30%	23%	22%	20%
息税前利润（EBIT）	292	354	389	468	541
(+/-)%	41%	21%	10%	20%	16%
归母净利润	250	293	323	387	449
(+/-)%	42%	17%	10%	20%	16%
每股收益（元）	0.59	0.46	0.50	0.61	0.70

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	232	471	605	741	856	营业收入	1466	1902	2339	2855	3439
应收票据	212	175	215	262	316	营业成本	944	1274	1603	1940	2352
应收账款	476	516	661	828	1004	营业税金及附加	16	20	23	29	35
预付款项	5	5	2	-1	-3	销售费用	35	49	55	68	84
其他应收款	8	2	3	3	4	管理费用	177	208	272	348	425
存货	315	374	489	591	717	财务费用	-9	2	2	2	2
其他流动资产	109	15	15	15	15	资产减值损失	13	5	7	9	7
长期股权投资	1	6	6	6	6	投资收益	5	5	6	5	6
固定资产	436	439	393	378	356	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	12	50	25	13	6	营业利润	295	358	382	464	539
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	8	-1	8	5	4
无形资产	72	93	75	56	37	税前利润	303	357	390	469	543
长期待摊费用	11	10	9	8	7	减：所得税	52	59	64	78	89
资产总计	1934	2192	2574	2977	3399	净利润	251	299	326	391	453
短期借款	0	39	0	0	0	归属于母公司的净利润	250	293	323	387	449
应付票据	6	13	9	14	18	少数股东损益	1	6	3	4	4
应付账款	312	308	440	542	622	基本每股收益	0.59	0.46	0.50	0.61	0.70
预收款项	1	3	4	5	8	稀释每股收益	0.59	0.46	0.50	0.61	0.70
应付职工薪酬	35	38	38	38	38	财务指标	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
应交税费	32	26	26	26	26	成长性					
其他应付款	3	1	1	1	1	营收增长率	39.8%	29.8%	23.0%	22.0%	20.4%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	41.4%	21.0%	10.0%	20.1%	15.6%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	41.6%	17.3%	10.3%	19.8%	16.0%
负债合计	389	432	518	627	712	盈利性					
股东权益合计	1545	1760	2055	2349	2686	销售毛利率	35.6%	33.0%	31.5%	32.1%	31.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率	17.0%	15.4%	13.8%	13.6%	13.1%
净利润	251	299	326	391	453	ROE	16.2%	16.6%	15.7%	16.5%	16.7%
折旧与摊销	42	52	47	47	47	ROIC	15.67%	16.44%	15.83%	16.59%	16.81%
经营活动现金流	43	258	199	229	228	估值倍数					
投资活动现金流	-26	51	6	5	6	PE	13.6	17.4	16.1	13.4	11.6
融资活动现金流	-42	-127	-70	-99	-118	P/S	2.3	2.7	2.2	1.8	1.5
现金净变动	-25	182	135	136	115	P/B	2.21	2.90	2.52	2.21	1.93
期初现金余额	253	232	471	605	741	股息收益率	1.6%	1.0%	1.4%	1.9%	2.2%
期末现金余额	228	414	605	741	856	EV/EBITDA	9.5	11.6	10.6	8.7	7.4

## 目 录

1.公司是国内汽车座椅头枕和扶手龙头 .....	7
1.1 公司概况 .....	7
1.2 公司财务概况 .....	8
2.头枕和座椅扶手市场空间广阔，大有可为 .....	11
3.业绩有望受益于大众在华产能投放 .....	15
4.日系品牌和自主品牌业务稳步推进 .....	18
4.1 强势进入日系品牌供应体系 .....	18
4.2 积极推进自主品牌配套业务 .....	20
5.海外业务稳步推进，国际化步伐加快 .....	23
6.战略收购格拉默，打开发展空间 .....	25
7.盈利预测，维持“增持”评级 .....	27

## 图 目 录

图 1: 公司头枕相关产品	7
图 2: 公司扶手相关产品	7
图 3: 公司主要客户情况	7
图 4: 公司营销体系概况	8
图 5: 公司股权结构	8
图 6: 公司近几年营收情况	9
图 7: 公司近几年归母净利润情况	9
图 8: 公司近几年毛利率和净利率情况	9
图 9: 公司近几年期间费用率情况	9
图 10: 公司近几年三费率情况	10
图 11: 公司营收分产品情况	10
图 12: 公司营收分区域情况	10
图 13: 公司分产品毛利率情况	10
图 14: 公司近几年分区域毛利率情况	10
图 15: 公司资产负债率情况	10
图 16: 公司流动比率和速动比率情况	11
图 17: 公司现金比率情况	11
图 18: 汽车头枕可有效保护颈椎	11
图 19: 汽车头枕作用示意图	11
图 20: 汽车中央扶手内部功能图	12
图 21: 汽车后排扶手功能图	12
图 22: 公司近年来头枕产销量及增速情况	12
图 23: 公司近年来扶手产销量及增速情况	12
图 24: 公司近年来支杆产销量及增速情况	13
图 25: 公司主要产品价格情况	13
图 26: 近年来乘用车销量及增速情况	13
图 27: 国内乘用车头枕需求量情况	13
图 28: 国内乘用车头枕市场规模情况	13
图 29: 公司头枕销量及市占率情况	13
图 30: 国内乘用车扶手需求量情况	14
图 31: 国内乘用车扶手市场规模情况	14
图 32: 公司扶手销量及市占率情况	14
图 33: 大众汽车旗下主要品牌	15
图 34: 大众集团 2017 年分品牌销量情况	15
图 35: 大众全球及在华销量情况	16
图 36: 2017 年大众在华销量占比情况	16
图 37: 大众在华发展战略	16
图 38: 一汽-大众在华推出的主要新车型情况 (不完全统计)	17
图 39: 一汽-大众探歌	17
图 40: 一汽-大众探岳	17
图 41: 日系品牌整体销量及增速情况	18

图 42: 乘用车分国别销量增速情况 .....	18
图 43: 乘用车分国别市场占有率情况 .....	19
图 44: 主要日系合资企业销量情况 .....	19
图 45: 主要日系合资品牌销量增速情况 .....	19
图 46: 吉利汽车销量及增速情况 .....	21
图 47: 吉利汽车细分市场车型占比情况 .....	21
图 48: 吉利汽车主要车型销量占比情况 .....	21
图 49: 吉利博越 2018 年款 .....	22
图 50: 吉利领克 01 (基于 CMA 平台) .....	22
图 51: 吉利博瑞 GE PHEV .....	23
图 52: 吉利领克 01 PHEV .....	23
图 53: 长城汽车销量及增速情况 .....	23
图 54: WEY 产品销量情况 .....	23
图 55: 公司海外营收情况 .....	24
图 56: 德国继峰营收及净利润情况 .....	24
图 57: 捷克继峰营收及净利润情况 .....	24
图 58: 格拉默乘用车业务产品 .....	25
图 59: 格拉默商用车业务产品 .....	25
图 60: 格拉默前五大客户及占比情况 .....	25
图 61: 格拉默营收及增速情况 .....	26
图 62: 格拉默利润及增速情况 .....	26
图 63: 格拉默毛利率和净利率情况 .....	26
图 64: 格拉默资产负债率情况 .....	26
图 65: 格拉默与继峰利润率水平对比 .....	27

## 表 目 录

表 1: 一汽-大众在华主要产能分布 .....	17
表 2: 主要日系合资企业上市新车型情况 .....	19
表 3: 主要日系汽车企业在华发展规划 .....	20
表 4: 吉利汽车主要新车型情况 .....	22

# 1. 公司是国内汽车座椅头枕和扶手龙头

## 1.1 企业概况

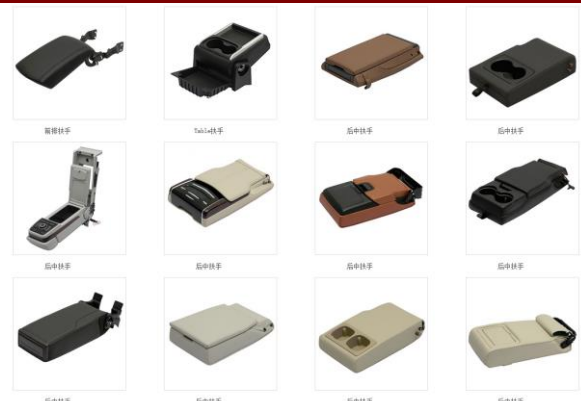
公司成立于 1996 年，主要产品涵盖汽车座椅头枕总成、中间扶手总成、门扶手总成及头枕支杆等四大系列共 200 余种产品，主要客户有大众、宝马、奥迪、福特、吉利、长城等主机厂以及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂。

图 1：公司头枕相关产品



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

图 2：公司扶手相关产品



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

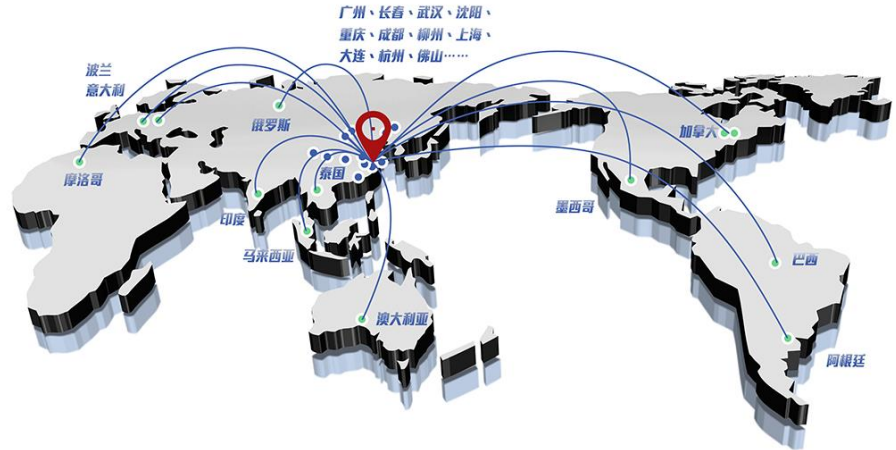
图 3：公司主要客户情况



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

为更好地服务客户，公司相继在长春、广州、成都、沈阳等地设立了全资子公司，在武汉、柳州等地设立了合资公司。为更快地获得最前沿的技术，进一步提升公司的研发水平，公司在德国成立了研发中心并在捷克设立了生产基地。

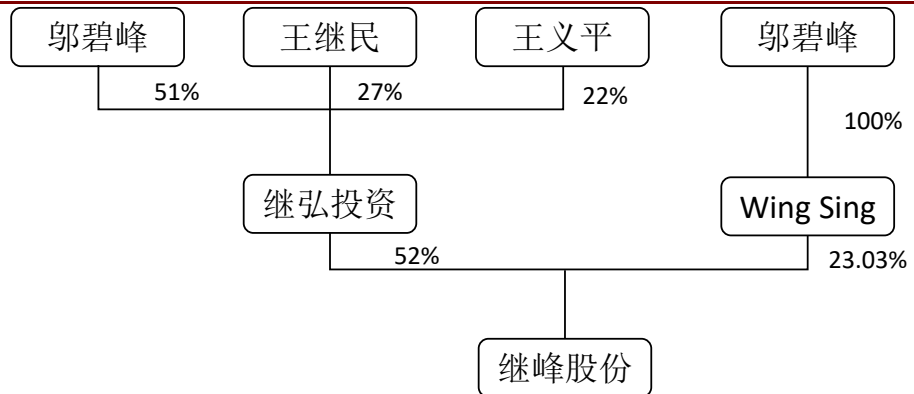
图 4：公司营销体系概况



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

公司主要股东为宁波继弘投资有限公司和 Wing Sing International Co.,Ltd.，上述两家公司的实际控制人均为邬碧峰，王义平与邬碧峰为夫妻关系，王继民为王义平、邬碧峰夫妇之子，可以看出公司股权比较集中。

图 5：公司股权结构



资料来源：wind，渤海证券研究所

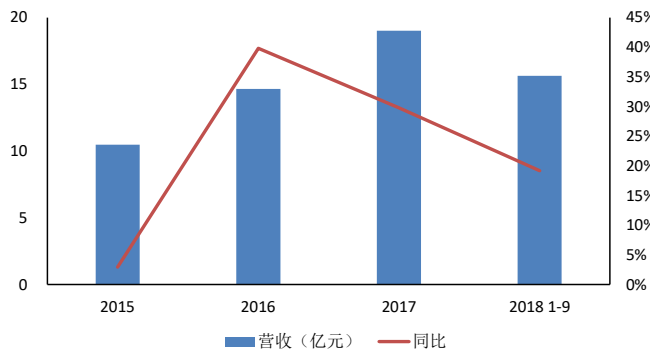
## 1.2 公司财务概况

从营收和归母净利润看，2015 年上市以来，公司营收和归母净利润均保持较高增速，2018 年 1-9 月营收和归母净利润分别达 15.63 亿元和 2.33 亿元，同比增长 19.19%和 6.68%。



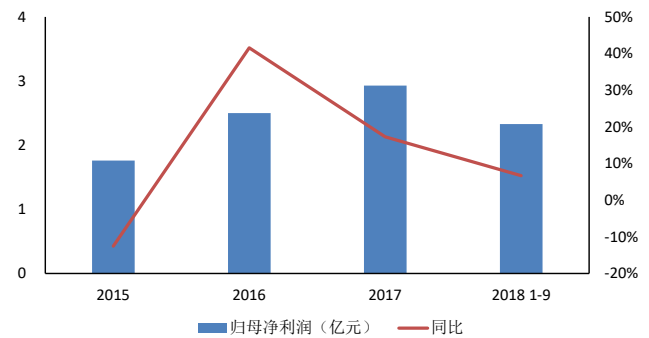
2015-2017 年营收和归母净利润复合增长率分别达 34.72%和 29.03%。

图 6: 公司近几年营收情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 7: 公司近几年归母净利润情况

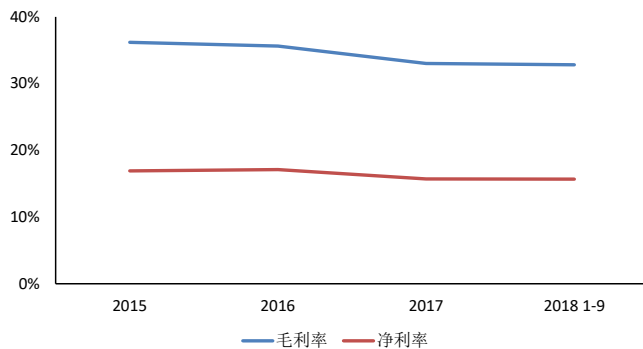


资料来源: wind, 渤海证券研究所

从利润率看, 近年来, 公司毛利率和净利率均保持比较平稳的态势, 2018 年 1-9 月公司综合毛/净利率分别为 32.81%/15.67%, 同比下降 0.89 和 1.19 个百分点, 我们分析主要原因在于原材料和人工成本的上升。

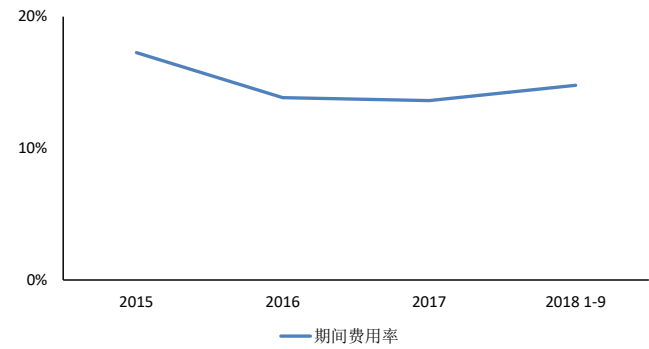
从期间费用看, 公司期间费用率相对平稳, 2018 年 1-9 月管理费用率有所提升主要原因在于股权激励费用的计提, 财务费用率和销售费用率总体保持较低水平。

图 8: 公司近几年毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 9: 公司近几年期间费用率情况

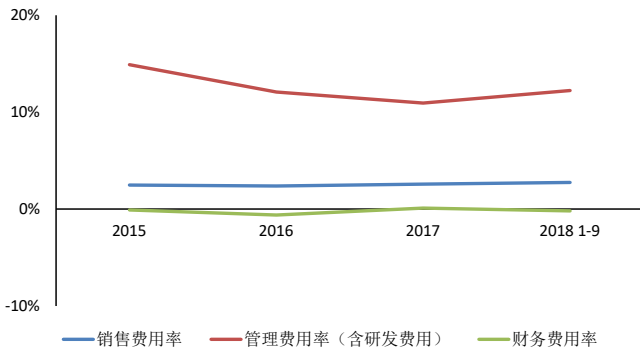


资料来源: wind, 渤海证券研究所

分产品看, 公司各项业务占比保持平稳, 2017 年头枕/座椅扶手/支杆产品营收占公司营收比重分别为 48%/32%/8%, 为公司主要营收来源, 毛利率方面, 近年来头枕和座椅扶手毛利率有所下降, 支杆毛利率有所提升。

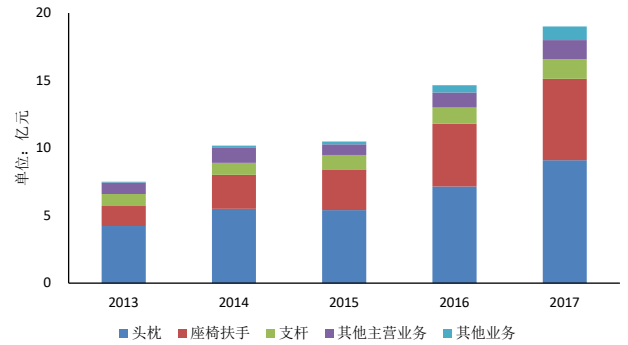
分销售区域看, 目前公司产品主要集中于国内市场, 2017 年国内/国外营收占比为 82.75%/11.93%, 但由于国外对应的是大众、宝马等高端客户, 国外毛利率要显著高于国内, 2017 年国外毛利率要比国内高出 8.53 个百分点。

图 10: 公司近几年三费率情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

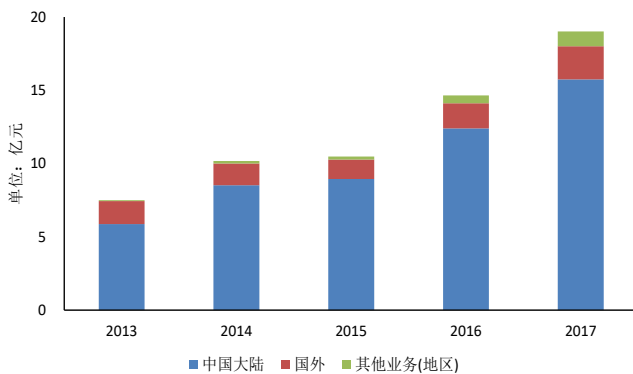
图 11: 公司营收分产品情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

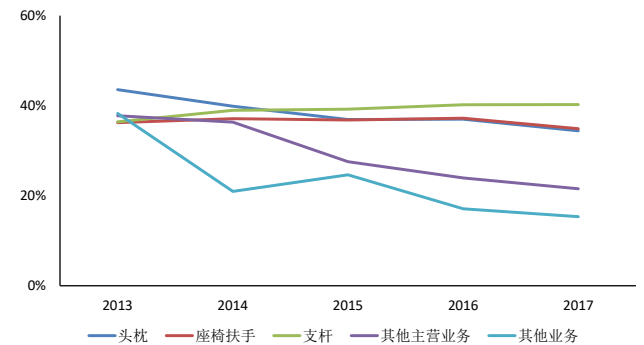
从清偿能力指标看, 公司近几年资产负债率虽有所提升, 但始终维持较低水平, 流动/速动/现金比率均保持良好水平, 公司 2018 年前三季度资产负债率为 22.00%, 相较 2017 年提高 2.29 个百分点, 2018 年前三季度公司流动/速动/现金比率分别为 3.23/2.51/1.11, 反映出公司经营状态良好。

图 12: 公司营收分区域情况



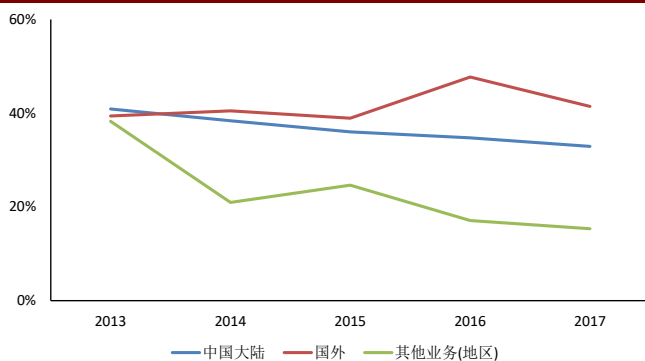
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 13: 公司分产品毛利率情况



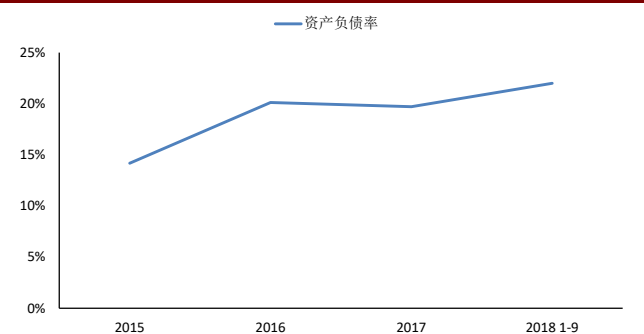
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 14: 公司近几年分区域毛利率情况



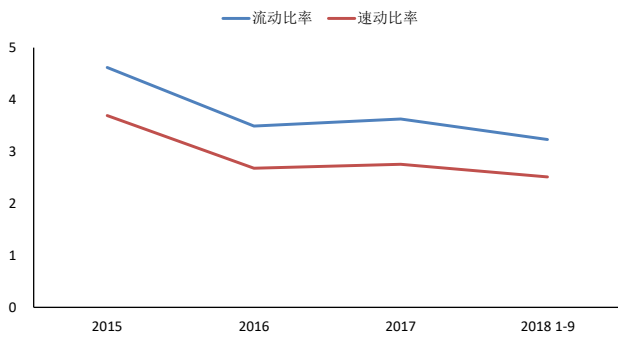
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 15: 公司资产负债率情况



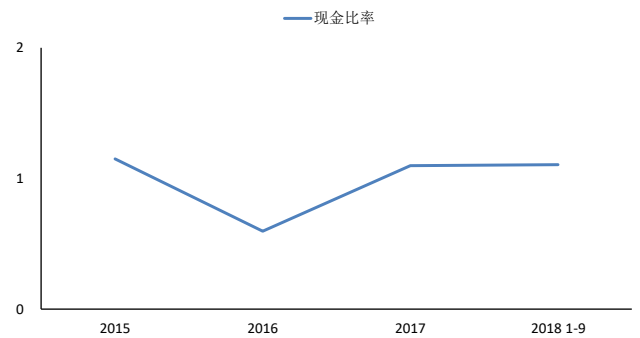
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 16: 公司流动比率和速动比率情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 17: 公司现金比率情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 2. 头枕和座椅扶手市场空间广阔，大有可为

汽车座椅主要由头枕、靠背、底座、侧背支撑等部分组成，座椅通常需要满足舒适性和安全性的要求。

- 作为汽车座椅的重要安全部件之一，座椅头枕是直接与乘坐者头部接触的部分，其作用在于当车辆发生追尾时，人体由于惯性会向后倒，此时车辆加速或减速的压力都集中在人体脆弱的颈部和头部，而头枕则对此起缓冲作用，最大限度地减少乘坐者头部及颈部的碰撞损伤，其技术含量和品质通常能够体现一辆乘用车的安全性和舒适性。
- 汽车座椅扶手通常指汽车后排座椅中间扶手，主要用于 1.6L 及以上中高端乘用车，既能提升乘客乘坐时的舒适性，也是重要的功能件，储物盒、杯托、多媒体控制器等实用性部件都安装于座椅扶手内。前座中央扶手位于前排座椅中间，而且前排中央扶手下方大多还带有杯托、存储等功能；后座中央扶手位于后排座椅中间，多为可收放式，可以为后排乘客提供肘部空间，部分车型上的后座中央扶手上配有杯架或储物盒，而有些豪华车的后座中央扶手上还集成了人机交互系统，可以操作后排影音系统。

图 18: 汽车头枕可有效保护颈椎



资料来源: 凤凰汽车, 渤海证券研究所

图 19: 汽车头枕作用示意图



资料来源: 汽车之家, 渤海证券研究所

图 20: 汽车中央扶手内部功能图



资料来源: 百度图片, 渤海证券研究所

图 21: 汽车后排扶手功能图

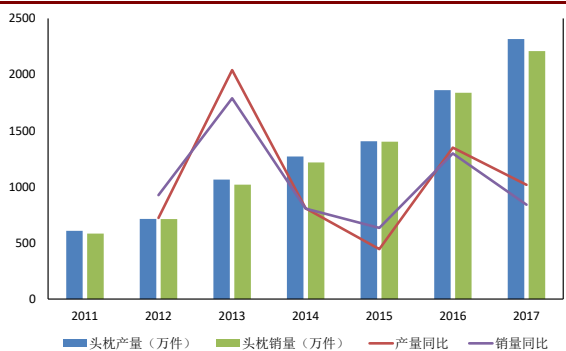


资料来源: 百度图片, 渤海证券研究所

公司座椅头枕和扶手的配套终端配套车型较多，配套模式主要有两种：

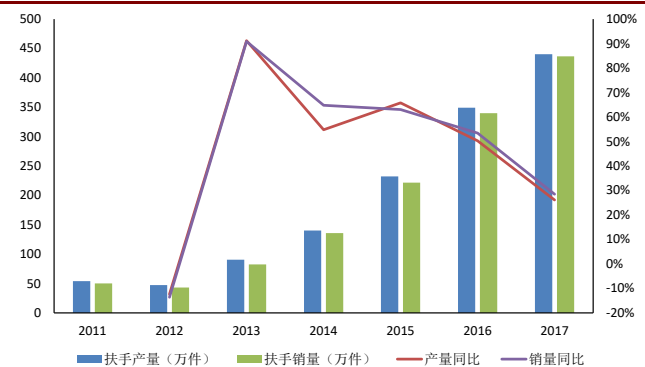
- 厂商直接招标采购，配套座椅制造商：由主机厂直接招标采购，公司直接参与主机厂的头枕及扶手产品招标及询价，产品中标后，主机厂下发提名信确定双方之间对应车型的配套关系。主机厂在确定车型的座椅总成供应商后，向该供应商指定公司为其头枕及扶手供应商，并与公司、该座椅总成供应商签署二次配套协议，约定三方的供货、结算及付款方式等内容。目前公司对一汽-大众的供货采用此模式。
- 直接配套座椅制造商：主机厂将座椅总成包给一级供应商，由一级供应商招标选择头枕及扶手供应商，公司对座椅总成供应商供货。目前公司大部分供货采用此模式，直接供货给江森、李尔、佛吉亚等座椅厂。

图 22: 公司近年来头枕产销量及增速情况



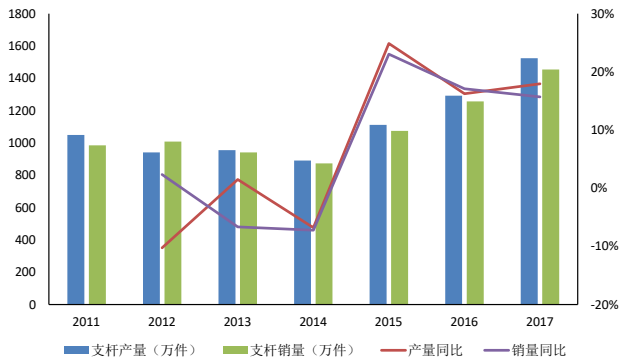
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 23: 公司近年来扶手产销量及增速情况



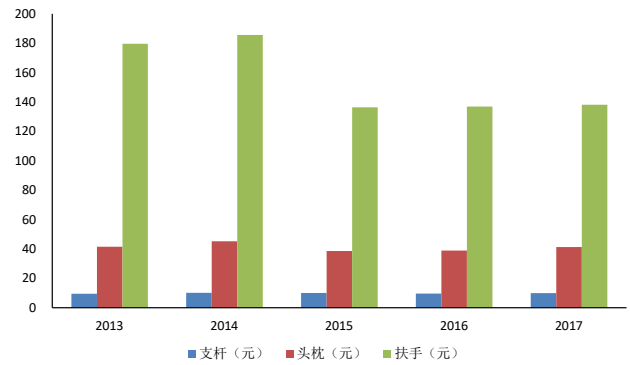
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 24: 公司近年来支杆产销量及增速情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 25: 公司主要产品价格情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

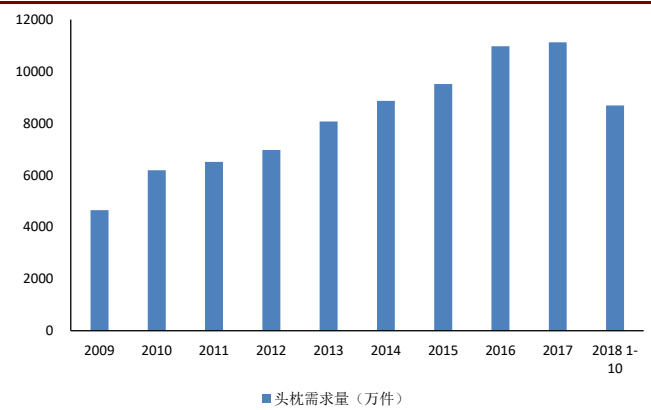
头枕方面, 目前乘用车所用头枕数量与座位数相关, 部分车型后排三个座位只配备两个头枕, 按主流乘用车车型为 5 座, 单车平均配备头枕数量为 4.5 个, 头枕单价为 40 元进行测算, 2017 年头枕需求量为 1.11 亿件, 市场规模达 44.49 亿元, 同时可以估算出公司头枕国内市占率约为 19.86%。

图 26: 近年来乘用车销量及增速情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 27: 国内乘用车头枕需求量情况



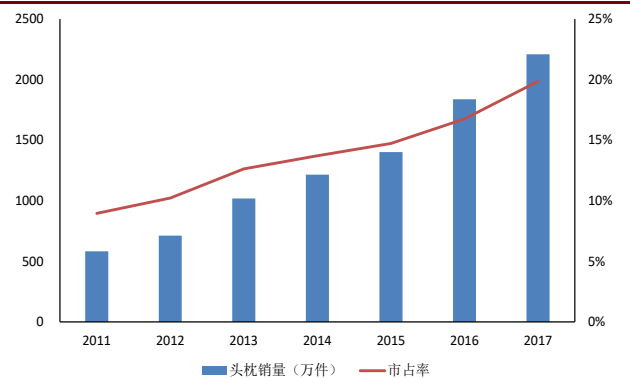
资料来源: 渤海证券研究所

图 28: 国内乘用车头枕市场规模情况



资料来源: 渤海证券研究所

图 29: 公司头枕销量及市占率情况

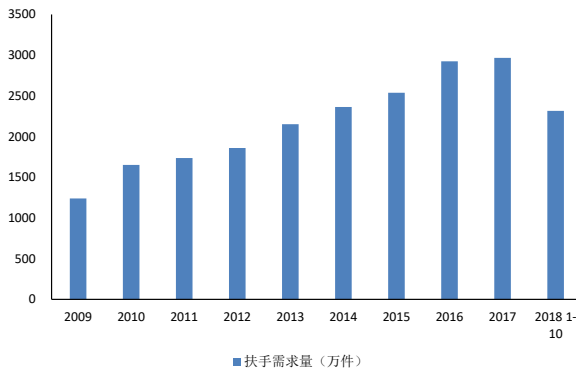


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

扶手方面，目前乘用车扶手分为中央扶手和后排扶手两种，中央扶手基本上都会配备，后排扶手只有中高端及豪华车型会配备，按乘用车单车配套 1.2 个扶手，单件扶手价格为 140 元进行测算，2017 年国内乘用车扶手需求量为 2966.20 万件，市场规模为 41.53 亿元。

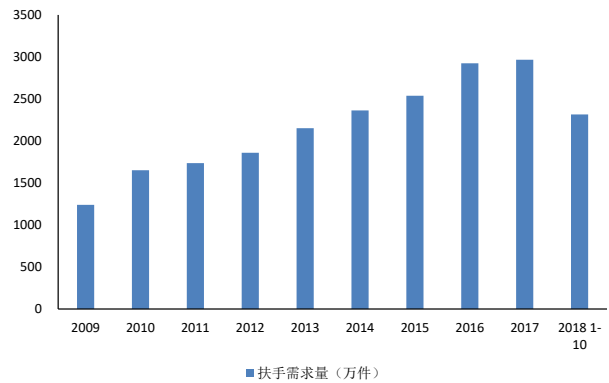
从公司看，近年来，公司扶手销量快速提升，2011-2017 年复合增长率达 43%，估算市占率由 2011 年的 2.88% 提升到 2017 年的 14.72%，随着乘用车后排扶手应用的日益广泛，后排扶手逐步由高端车型向中低端车型渗透，扶手业务有望成为公司重要的业绩新的增长点。

图 30: 国内乘用车扶手需求量情况



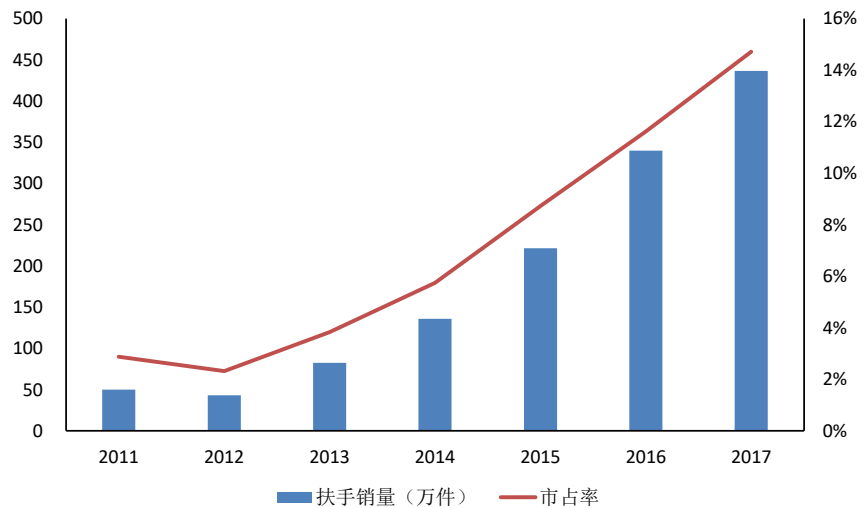
资料来源: 渤海证券研究所

图 31: 国内乘用车扶手市场规模情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 32: 公司扶手销量及市占率情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

### 3.业绩有望受益于大众在华产能投放

大众汽车集团成立于 1938 年，总部位于德国沃尔夫斯堡，是欧洲最大的汽车公司，也是世界汽车行业中最具实力的跨国公司之一，目前旗下主要品牌包括大众、奥迪、保时捷、斯柯达、宾利、兰博基尼、西雅特、布加迪，大众集团在 2018 年《财富》500 强排名中位列第 7 位，2017 年大众汽车集团销量达到 1074 万辆，位居世界第二位。

图 33: 大众汽车旗下主要品牌



资料来源：汽车之家，渤海证券研究所

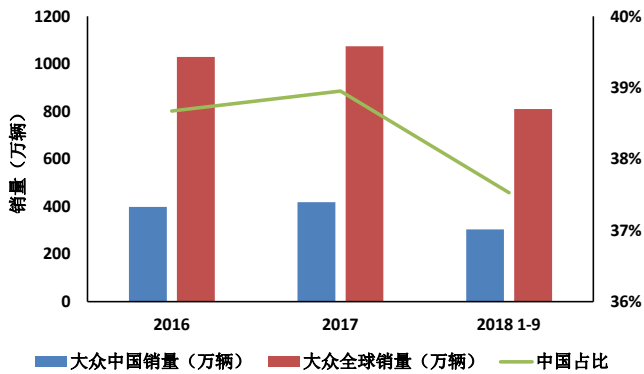
图 34: 大众集团 2017 年分品牌销量情况

品牌	大众集团2017年全球销量（盖世汽车整理）					
	2017年12月	2016年12月	同比变化	201701-12	201601-12	同比变化
大众乘用车	594,100	562,400	5.6%	6,230,200	5,980,300	4.2%
奥迪	180,200	155,200	16.1%	1,878,100	1,867,700	0.6%
斯柯达	107,500	90,200	19.2%	1,200,500	1,126,500	6.6%
西雅特	33,000	29,200	13.0%	468,400	408,700	14.6%
保时捷	19,600	19,500	0.5%	246,400	237,800	3.6%
大众商用车	42,700	44,400	-3.8%	497,900	478,000	4.2%
MAN重卡	11,900	10,700	11.2%	114,100	102,200	11.6%
斯堪尼亚	9,200	8,200	12.2%	90,800	81,300	11.7%
合计	999,800	921,700	8.5%	10,741,500	10,297,000	4.3%

资料来源：盖世汽车网，渤海证券研究所

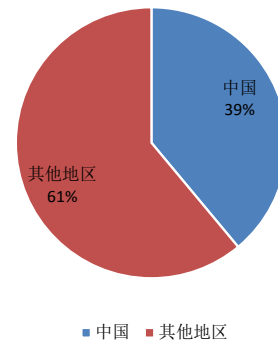
目前中国是大众集团在全球最重要的市场之一，2017 年大众在华销量达 418.42 万辆，同比增长 5.08%，中国销量占大众全球销量的比重达到了 39%；2018 年上半年大众在华销量达 199.44 万辆，同比增长达 9.2%，继续保持平稳增长。

图 35: 大众全球及在华销量情况



资料来源: 盖世汽车, 渤海证券研究所

图 36: 2017 年大众在华销量占比情况



资料来源: 盖世汽车, 渤海证券研究所

为了继续深耕中国市场, 大众集团不断加大在华产能投放和新产品推广力度, 尤其加快投放 SUV 产品, 根据大众集团在华 SUV 战略, 到 2020 年将推出 10 款 SUV 车型, 以期在快速增长的 SUV 市场分得一杯羹。

同时根据大众在华新能源汽车战略, 到 2025 年, 大众计划与合资企业在电动化方面投入 100 亿欧元, 并将在华投放超过 10 款 MEB 平台的新能源汽车产品, 显示出对中国市场的重视。

图 37: 大众在华发展战略

项目	发布时间	主要内容
大众在华 SUV 战略	2017 年 11 月	未来大众将在 SUV 方面发起三波攻势。在第一波攻势中, 大众品牌会在 2018 年在中国市场投放 4 款新车, 其中两款车型针对中国市场打造, 只在中国发售; 第二波攻势为 2019 年推出的三款车型, 在 2020 年的第三波攻势中, 还将推出三款车型。
大众在华新能源汽车战略	2018 年 11 月	到 2020 年, 大众集团计划在中国市场交付大约 40 万辆新能源汽车, 到 2025 年交付量将达到约 150 万辆。同时, 到 2020 年, 首批基于领先的模块化电动平台 MEB 打造的纯电动汽车将会在一汽-大众佛山工厂和上汽大众安亭工厂下线。

资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

一汽-大众于 1991 年 2 月 6 日成立, 由中国一汽、德国大众、奥迪合资组建(一汽/大众/奥迪分别为 60%/30%/10%), 是我国第一个按经济规模起步建设的现代化乘用车企业。一汽-大众已拥有长春、西南和华南三大基地, 华东基地和华北基地也在建设中, 并将于 2018 年建设完成, 届时一汽-大众将形成东北长春、西南成都、华南佛山、华东青岛和华北天津五大基地。

产能方面, 目前一汽-大众新规划产能 155 万辆, 其中 2018 年新增 105 万产能, 具体包括长春一汽-大众奥迪 Q 工厂 (15 万辆)、佛山工厂二期 (30 万辆)、天津工厂一期 (30 万辆) 和青岛工厂一期 (30 万辆), 2018 年底产能将达到 261 万



辆。未来3年一汽-大众将密集推出5款SUV产品，实现从小型、紧凑型、中型到中大型细分市场的全覆盖，其中探歌在2018年7月上市，曾在3月底亮相的高端SUV也有望在2018年内上市，另外3款SUV也将在2020年之内上市。

图 38：一汽-大众在华推出的主要新车型情况（不完全统计）

年份	主要新车型
2018年	奥迪 Q5L、Q2L
	大众 CC 换代、宝来换代、探歌、探岳
2019年	奥迪 Q2L·EV、Q3 换代
	大众 T-Cross（一汽-大众版）
2020年	奥迪 e-tron、Q4、A3 换代
	大众 SMV、A·SUVe

资料来源：公开信息整理，渤海证券研究所

图 39：一汽-大众探歌



资料来源：网易汽车，渤海证券研究所

图 40：一汽-大众探岳



资料来源：凤凰汽车，渤海证券研究所

表 1：一汽-大众在华主要产能分布

城市	产能	备注
长春	66 万辆	
长春（奥迪 Q 工厂）	15 万辆	未来有望达到 30 万辆
天津	30 万辆（一期）	二期 30 万辆尚未投产
青岛	30 万辆（一期）	
佛山	60 万辆	含二期已投产 30 万辆
成都	60 万辆	
合计	261 万辆	

资料来源：盖世汽车网，新材料在线，渤海证券研究所

我们认为，一汽-大众为公司最重要的客户之一，且公司为一汽-大众的一级供应商，长期以来合作关系融洽紧密，公司头枕和扶手产品有望覆盖一汽-大众未来的主流新车型，公司业绩有望受益于一汽-大众产能的不断投放和新车型的持续推

出。

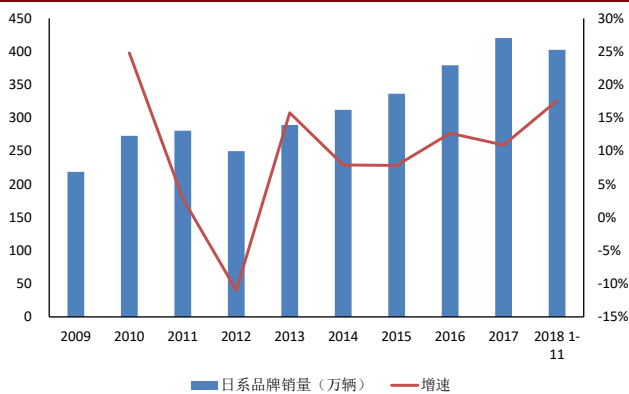
## 4. 日系品牌和自主品牌业务稳步推进

### 4.1 强势进入日系品牌供应体系

经过前几年的调整与蓄力后，日系开始在华发力，陆续发布规划导入新车型与涡轮增压等新技术，从 16 年开始，效果开始显现：日系产销表现出了比较好的增长势头，2017/2018 年前 11 月日系车销量增速分别达 10.90%和 5.14%，分别高于乘用车整体 9.50 和 7.94 个百分点，表现优秀。

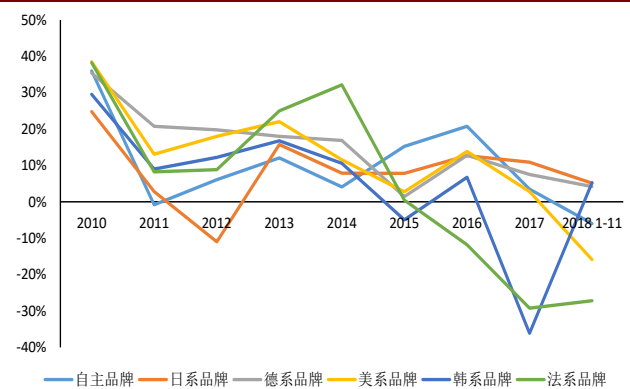
分国别来看，日系车销量增速要明显好于法系、美系和自主品牌，与德系增速相当，从市场占有率来看，日系车市占率提升较快，2018 年前 11 月市占率为 18.78%，比 2017 年提升达 1.79 个百分点。

图 41: 日系品牌整体销量及增速情况



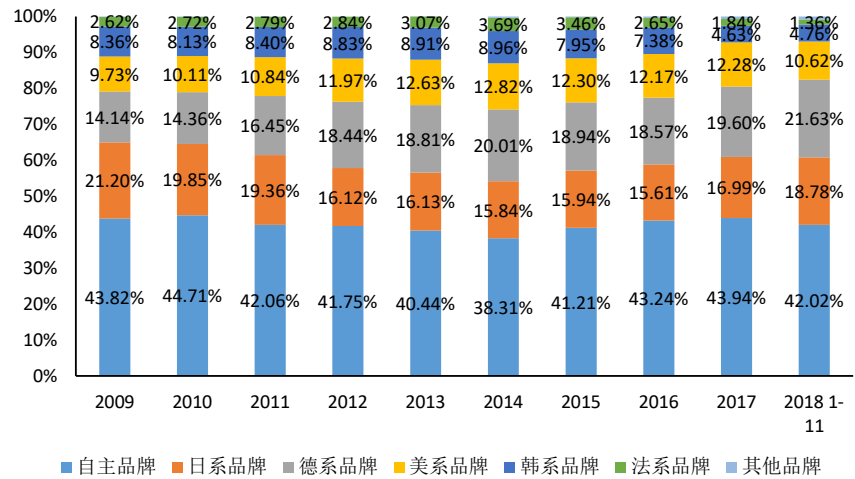
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 42: 乘用车分国别销量增速情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 43: 乘用车分国别市场占有率情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

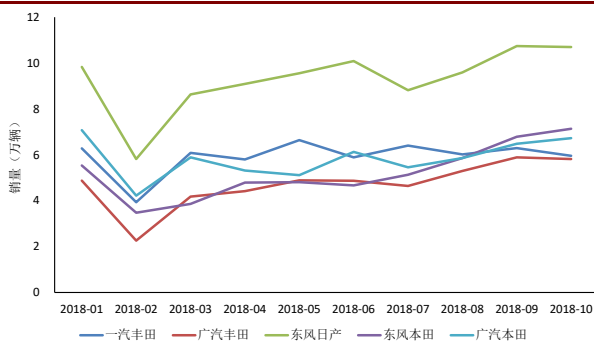
从主要日系合资企业看, 广汽丰田、东风日产、一汽丰田表现比较优秀, 主要原因在于多款重磅新车型及改款车型的上市, 如广汽丰田新款汉兰达和 CHR、广汽本田的新款雅阁和新款奥德赛、东风日产的新款轩逸和新款楼兰等。

表 2: 主要日系合资企业上市新车型情况

企业	2018 年上市新车型
广汽丰田	C-HR、雷凌新增车型、致炫/致享冠军限量版、新款汉兰达。
广汽本田	理念 VE-1、世锐 PHEV、全新凌派、新款奥德赛、2018 款锋范、全新雅阁 (含混动版)、2018 款飞度。
一汽丰田	奕泽 IZOA、RAV4 荣放新车型。
东风日产	2018 款轩逸、2019 款骐达、新款 LANNIA 蓝鸟、轩逸·纯电、2019 款奇骏、2019 款楼兰、劲客智联版、天籁 2.0L XL 智进版、
东风本田	INSPIRE、2019 款 CR-V

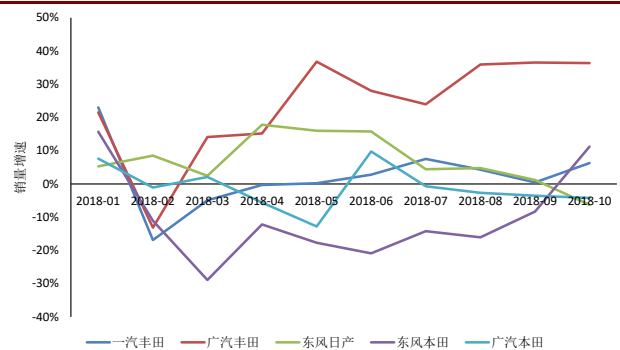
资料来源: 汽车之家, 渤海证券研究所

图 44: 主要日系合资企业销量情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 45: 主要日系合资品牌销量增速情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

根据主要日系企业的发展规划，在目前欧美市场较为低迷的情况下，日系主流品牌开始更加注重开发中国市场，加快引进新车型和加快平台化发展，同时，日产、丰田及本田纷纷在国内布局扩产计划，为持续导入新车型并发力国内新能源汽车市场做充分准备。

我们认为，在目前中日关系处于相对稳定的背景下，日系合资品牌以新动力总成、老车型相对集中的更新换代以及新车型导入加持，并辅以渠道下沉，未来产销有望继续保持较快增长，尤其是南北丰田及东风日产。

表 3: 主要日系汽车企业在华发展规划

公司	在华规划
本田	2016-18 年在华推 15 款新车，其中 8 款专为中国打造，同时导入 1.0/1.5T 及混动系统
东风日产	2022 年之前，日产计划在华共导入 10 款以上新产品，将销售网点增至 2000 家，实现全国城市 100% 覆盖。东风日产将在旗下品牌中推出 20 款电动化车型。
一汽丰田	2015 年发布未来五年规划：公司计划到 2020 年实现 100 万辆销售目标，至少推出 15 款新车。另外，2018 年起，一汽丰田以 TNGA 架构为基础，推出的多款新产品将陆续上市，包括全新一代卡罗拉、奕泽、亚洲龙等
广汽三菱	2015 年发布五年产品规划和未来发展战略：向中国市场导入 10 款新产品，包括改款车型，平均每年 2 款，尤其是在 10 个车型的规划中，新能源战略是一个重点方向，未来广汽三菱结合 SUV + 新能源作为广汽三菱发展的重点战略方向
广汽丰田	2014 年发布中期规划：将于 2020 年形成由 10 款以上产品组成、覆盖所有主流细分市场的车型阵容。同时，扩充渠道网点布局，从而实现达到年产销百万辆规模。另外，未来广汽丰田还将导入基于 TNGA 概念开发的 SUV 车型，持续丰富产品布局

资料来源：网易汽车等公开资料，渤海证券研究所

2017 年，公司与广汽集团在广州合资成立了广州华峰汽车部件有限公司（继峰持股 51%），以此为契机进入了广汽乘用车、丰田和本田的供应体系，并作为二级供应商配套广汽丰田、一汽丰田、广汽本田等企业的部分车型，未来有望加大对日系品牌的供货力量，为公司业绩继续稳步提升提供支撑。

## 4.2 积极推进自主品牌配套业务

由于公司产品主要定位为中高端品牌，在自主品牌方面，公司目标客户主要是自主品牌中的高端品牌和车型，目前，公司已经为吉利和长城批量配套，并进入领克和 WEY 的供应体系，后续有望为更多车型进行配套。

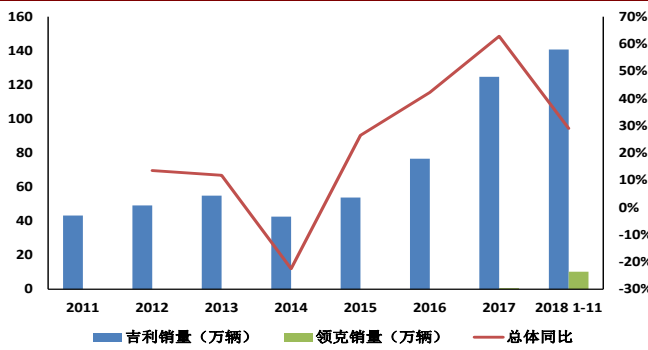
吉利方面，在 2010 年收购沃尔沃之后，吉利汽车开启了新一轮的整合阶段，推出了融合沃尔沃技术的博瑞、博越、帝豪 GL 等车型，并于 2016 年与沃尔沃联合开发了 CMA 平台，有助于提升吉利的产品品质。

从车型上看，吉利加快发力 SUV 市场，推出了博越、远景 SUV、领克 01 等爆款产品，产品谱系进一步延伸，SUV 销量占比由 2015 年的 11.3% 提升至 2017 年的 50.7%。

从销量上看，2014 年吉利汽车销量经历短暂的下滑后开始高速增长，2017 年销量达到了 124.71 万辆，同比增长达 62.83%。2018 年，博越、帝豪 GS、帝豪 GL 等 3.0 代产品全部完成了迭代升级，博字辈、帝豪家族、远景家族三大产品序列同步发力，新品牌领克也开始快速放量，2018 年 1-11 月份吉利总销量达到了 140.75 万辆，同比增长 29%，完成了 2018 年目标销量的 89%，其中领克品牌销量达到了 11.46 万辆。

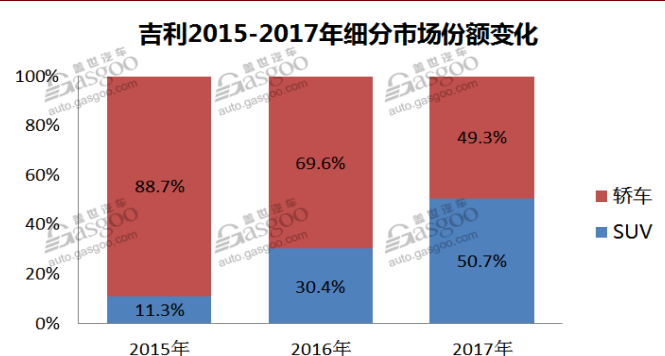
至 2020 年，吉利共将推出包括轿车、SUV、跨界车、MPV 和新能源在内 30 款以上的全新产品和改款车型，进一步深入细分市场，销量有望保持进一步提升，进一步深入细分市场，销量有望保持进一步提升。

图 46: 吉利汽车销量及增速情况



资料来源: 盖世汽车, 渤海证券研究所

图 47: 吉利汽车细分市场车型占比情况



资料来源: 盖世汽车, 渤海证券研究所

图 48: 吉利汽车主要车型销量占比情况

序号	车型	2015年份额	车型	2016年份额	车型	2017年份额
1	帝豪EC7	38.7%	帝豪EC7	29.1%	博越	23.0%
2	远景	22.9%	远景	17.9%	帝豪EC7	19.2%
3	全球鹰GX7	11.3%	博越	14.2%	帝豪GS	12.1%
4	金刚	10.8%	金刚	8.2%	远景	11.6%
5	博瑞	6.1%	帝豪GS	7.9%	远景SUV	10.2%
6	康迪熊猫EV	3.8%	博瑞	6.7%	帝豪GL	9.9%
7	熊猫	2.6%	远景SUV	6.4%	博瑞	3.4%
8	自由舰	2.0%	帝豪GL	3.9%	金刚	2.9%
9	英伦SC7	0.9%	帝豪EV	2.2%	远景X3	2.5%
10	帝豪EC8	0.5%	全球鹰GX7	2.0%	帝豪EV	1.9%
11	英伦TX4	0.3%	熊猫	0.9%	远景X1	1.6%
12		100.0%	康迪熊猫EV	0.4%	远景S1	0.9%
13			英伦TX4	0.2%	领克01	0.5%
14				100.0%	帝豪PHEV	0.1%
15					熊猫	0.1%
16					英伦TX4	0.1%
17						100.0%

资料来源: 盖世汽车, 渤海证券研究所

表 4: 吉利汽车主要新车型情况

年份	主要新车型
2018 年	缤瑞、缤越、博越运动版、帝豪 GSe、新款远景 SUV、新款帝豪 GS、新款帝豪 GL PHEV、新款帝豪 EV、2018 款博越、博瑞 GE；领克 02、03。
2019 年	嘉际（首款 MPV）、全新纯电动轿车 Ge11\SX12 SUV（BMA 架构）、SX11 PHEV；领克 04、05。
2020 年	基于 SPA 架构的新车型、DNL-5 PHEV。

资料来源：渤海证券

图 49: 吉利博越 2018 年款



资料来源：车讯网，渤海证券研究所

图 50: 吉利领克 01（基于 CMA 平台）



资料来源：盖世汽车，渤海证券研究所

在发力主业的同时，吉利加快发展新能源汽车业务，根据 2016 年发布的“吉利汽车 20200”战略，吉利规划到 2020 年实现年产销 200 万辆的目标，依照“蓝色吉利行动”新能源销售占 90%的核心，吉利新能源汽车销量到 2020 年将达到 180 万辆。在产品方面，根据规划，吉利未来将基于各大产品平台，深入轿车、SUV、MPV 三大细分领域，推出 BEV、PHEV、HEV 车型。

2018 年 5 月 28 日，吉利汽车官方宣布，未来全新产品将全面实现电气化，3 年内将推出 30 多款新能源和节能车型，力争提前实现 2020 年百公里 5L 平均油耗限值，届时，吉利纯电动车的续航里程将达到 500km。

图 51: 吉利博瑞 GE PHEV



资料来源: 汽车之家, 渤海证券研究所

图 52: 吉利领克 01 PHEV

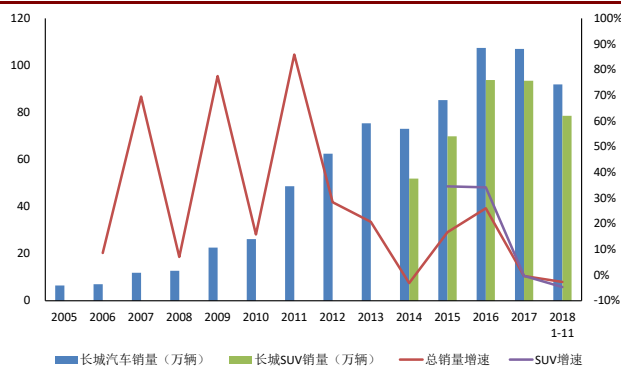


资料来源: 汽车之家, 渤海证券研究所

我们认为, 随着吉利汽车在各个细分领域的逐步发力, 以及高端品牌领克车型的丰富, 吉利汽车产销量有望继续保持快速提升, 公司目前已为领克现有车型进行批量供货, 后续有望加大对吉利其他品牌的供货力度, 公司有望受益于吉利汽车销售量的不断提升。

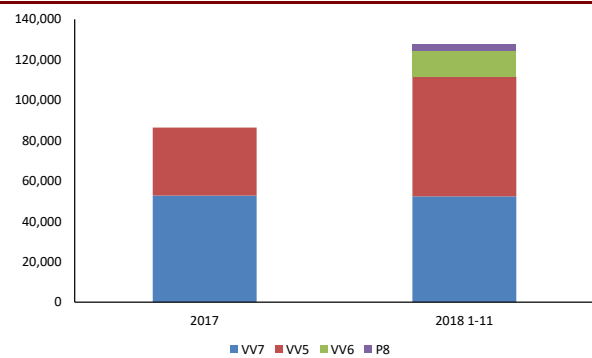
长城方面, 2016 年和 2017 年长城销量均突破 100 万辆, 分别达 107.48 万辆和 107.02 万辆, 2018 年前 11 月长城销量为 91.92 万辆, 同比下降 2.68%, 目前长城大部分销量来自于旗下哈弗系列 SUV 产品, 高端品牌 WEY 自上市以来, 车型不断丰富, 总体销量有所提升。

图 53: 长城汽车销量及增速情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 54: WEY 产品销量情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

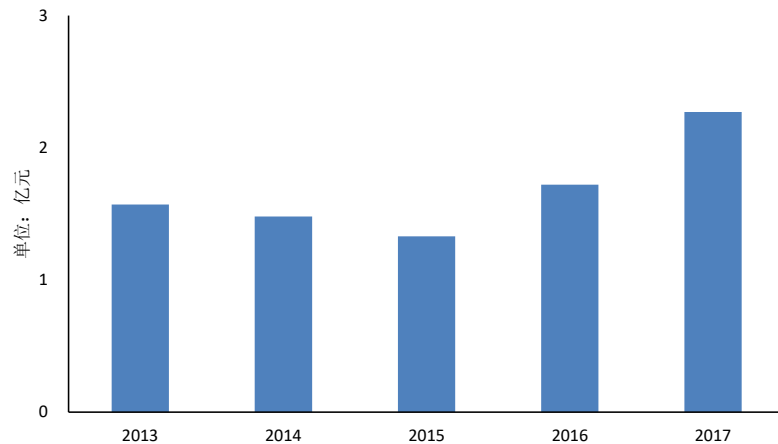
目前公司主要为长城哈弗系列和 WEY 系列车型提供扶手配套, 且配套占比在提升, 长城业务属于公司的增量业务, 发展空间可观, 未来有望贡献增量营收。

## 5.海外业务稳步推进, 国际化步伐加快

公司目前外销产品主要为头枕支杆和座椅扶手, 销售区域主要为欧洲和北美, 主要客户包括李尔、大众、戴姆勒、宝马、捷豹路虎等, 从营收看, 2015 年以来

公司海外营收持续增长，2018 年上半年达到了 2.27 亿元，同比增长达 31.98%。

图 55: 公司海外营收情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

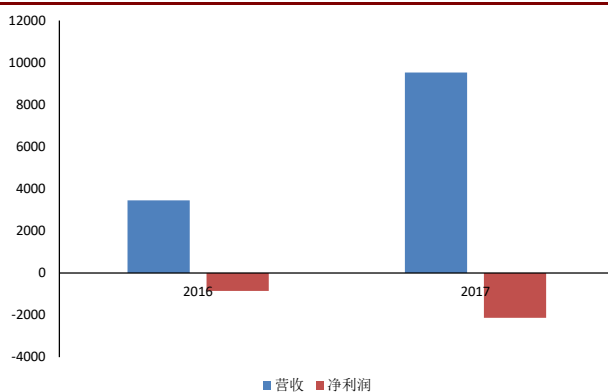
2014 年，公司成立了德国继峰（公司持有 80% 股权）和捷克继峰公司（德国继峰合资子公司），其中德国继峰主要定位为研发和商务平台，捷克继峰为公司海外主要生产基地，目前德国继峰已获得大众、捷豹路虎、宝马等的项目定点。

2017 年 8 月，公司获得宝马多个车型预计 1.1 亿欧元的定点项目，主要包括：

- F40/F44 项目：对应产品为欧洲宝马 1 系和 2 系 Gran Coupe 的头枕；
- G16 项目：对应产品为欧洲宝马 8 系的扶手；
- G2X 项目：对应产品为欧洲宝马 3 系和南非宝马 X3 的扶手。

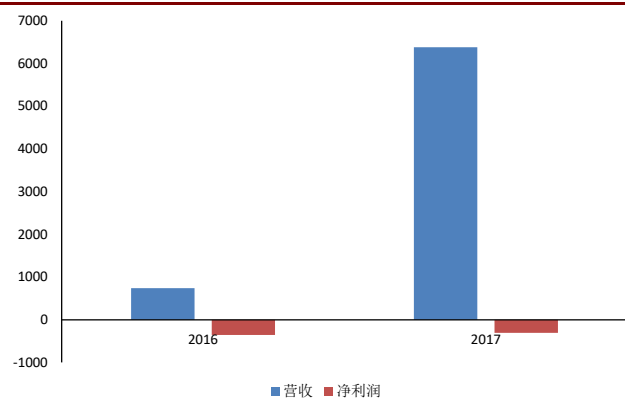
由于成立时间较短，产能及订单尚处于爬坡期，目前德国继峰和捷克继峰尚未实现盈利，2017 年德国继峰和捷克继峰分别亏损 2128 万元和 306 万元，处于可控范围内。

图 56: 德国继峰营收及净利润情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 57: 捷克继峰营收及净利润情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所



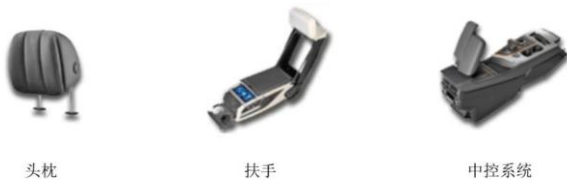
我们认为，海外研发中心和工厂的设立是公司加快国际化发展步伐的重要举措，海外业务的发展有利于推动公司产品由中高端市场向高端市场拓展，提升公司产品知名度和竞争力，随着公司捷克工厂产能的陆续释放，公司海外收入有望继续保持快速提升，并贡献利润。

## 6. 战略收购格拉默，打开发展空间

格拉默总部位于德国安伯格，是一家专业开发和生产乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统及商用车座椅系统的跨国集团，其乘用车业务与商用车占比约 7:3，乘用车业务主要客户包括宝马、大众、戴姆勒等整车厂商，主要市场为欧洲；商用车业务主要对应农用、制造业、卡车以及铁路交通车辆等的座椅产品，主要市场遍布欧洲、美洲、中国为主的亚洲以及巴西等地。格拉默为德国上市公司，同时在法兰克福证券交易所的受监管市场（主板市场）和慕尼黑证券交易所的正式市场进行交易。

- 乘用车业务：主要生产汽车座椅头枕、座椅扶手、中控系统等。汽车内饰产品是格拉默乘用车业务的主要产品。
- 商用车业务：主要进行农用、制造业、卡车以及铁路交通车辆等座椅产品的生产、研发及销售。

图 58: 格拉默乘用车业务产品



头枕

扶手

中控系统

图 59: 格拉默商用车业务产品



农用车座椅

制造业车辆座椅

卡车座椅

铁路交通车辆座椅

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

从客户结构看，格拉默前三大客户分别为大众、戴姆勒、宝马，前三大客户占比超过 45%，且格拉默产品主要定位为高端品牌，与继峰业务具有高度的协同性。

图 60: 格拉默前五大客户及占比情况

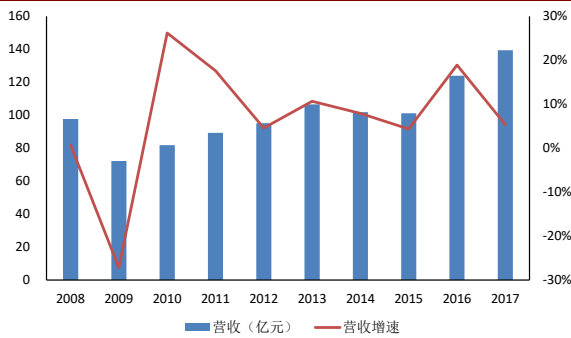
客户名称	占比
大众	>25%
戴姆勒	>15%
宝马	>10%
通用	>4%
捷豹路虎	>3%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

业绩方面，2017 年格拉默实现营收达 139.39 亿元（人民币），扣非后归母净利润为 2.53 亿元，营收是 2017 年继峰营收的 7.33 倍，扣非净利润不及继峰的 2.85 亿元。

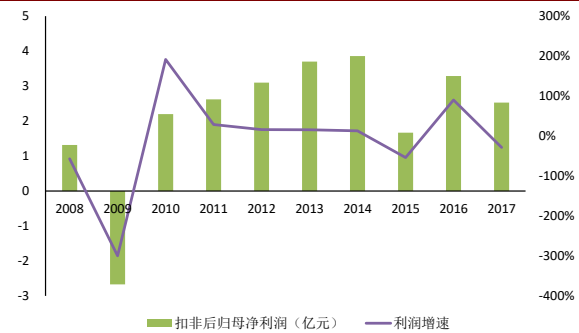
与继峰对比，格拉默的毛利率和净利率水平明显偏低，提升空间较大；格拉默资产负债率在 70%左右，相对较高。

图 61：格拉默营收及增速情况



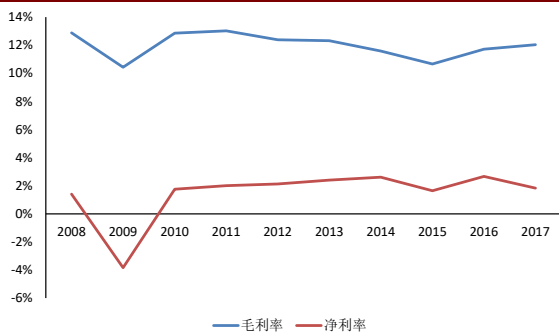
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 62：格拉默利润及增速情况



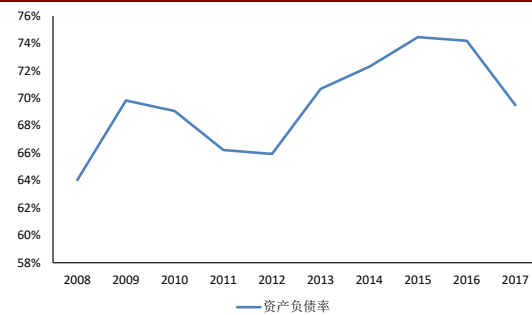
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 63：格拉默毛利率和净利率情况



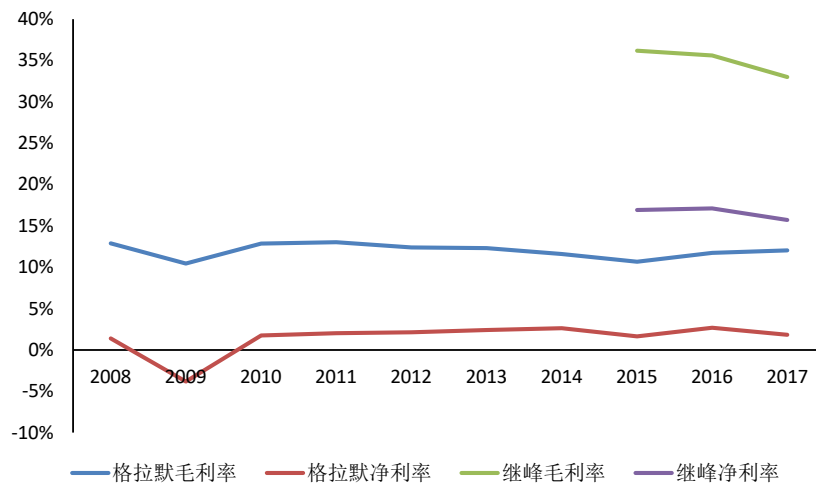
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 64：格拉默资产负债率情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 65: 格拉默与继峰利润率水平对比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

根据继峰公告, 公司拟向继涵投资、上海并购基金、固信君瀛、润信格峰、绿脉程锦、力鼎凯得非公开发行股份及支付现金购买其持有的继烨投资 100% 股权, 交易价格为 31.25 亿元, 继烨投资已通过要约收购持有格拉默 84.23% 股权。交易完成后, 继峰将实现对格拉默的控制并将其纳入自身合并报表范围

根据继烨投资境外要约收购文件, 其要约收购价格 60.00 欧元/股相较发起要约前一日收盘价溢价率为 19.9%, 相较从 2018 年 3 月 1 日到 2018 年 5 月 28 日格拉默加权平均股价的溢价率为 18.4%。

我们认为, 格拉默是欧洲著名汽车零部件制造商, 在欧洲和北美市场占有率高, 业务主要定位为高端产品, 且客户资源丰富优质, 继峰股份战略收购格拉默, 有助于与公司现有业务形成互补, 拓宽公司成长空间, 后续有望通过设立合资公司的形式推动格拉默在华业务发展, 发展前景值得期待。

## 7. 盈利预测, 维持“增持”评级

我们认为, 公司作为国内乘用车座椅和扶手龙头, 深度绑定一汽-大众等优质客户, 并顺利进入日系和强势自主品牌供应体系, 业绩有望保持稳步提升, 同时通过收购格拉默打开想象空间。不考虑格拉默并表的情况下, 我们预计 2018-20 年公司实现营业收入 23.39/28.55/34.39 亿元, 同比增长 23/22/20%, 实现归母净利润 3.23/3.87/4.49 亿元, 同比增长 10/20/16%, 对应 EPS 分别为 0.50/0.61/0.70 元/股, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 格拉曼并购进展不及预期; 国内汽车市场下滑超预期; 主要客户销

---

量下滑超预期；原材料上涨风险。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**渤海证券股份有限公司研究所**
**所长&金融行业研究**

 张继袖  
 +86 22 2845 1845

**副所长&产品研发部经理**

 崔健  
 +86 22 2845 1618

**计算机行业研究小组**

 王洪磊 (部门副经理)  
 +86 22 2845 1975  
 王磊  
 +86 22 2845 1802

**汽车行业研究小组**

 郑连声  
 +86 22 2845 1904  
 张冬明  
 +86 22 2845 1857  
 陈兰芳

**新材料行业研究**

 张敬华  
 +86 10 6810 4651

**电力设备与新能源行业研究**

 刘瑀  
 +86 22 2386 1670  
 刘秀峰  
 +86 10 6810 4658  
 滕飞  
 +86 10 6810 4686

**医药行业研究小组**

 赵波  
 +86 22 2845 1632  
 甘英健  
 陈晨

**通信行业研究小组**

 徐勇  
 +86 10 6810 4602

**节能环保行业研究**

 张敬华  
 +86 10 6810 4651  
 刘蕾  
 +86 10 6810 4662

**餐饮旅游行业研究**

 刘瑀  
 +86 22 2386 1670  
 杨旭  
 +86 22 2845 1879

**非银金融行业研究**

 洪程程  
 +86 10 6810 4609

**中小盘行业研究**

 徐中华  
 +86 10 6810 4898

**金融科技行业研究**

 王洪磊 (部门副经理)  
 +86 22 2845 1975  
 张源

**传媒行业研究**

姚磊

**固定收益研究**

 冯振  
 +86 22 2845 1605  
 夏捷  
 +86 22 2386 1355

**金融工程研究**

 宋昶  
 +86 22 2845 1131  
 刘洋  
 +86 22 2386 1563  
 李莘泰  
 +86 22 2387 3122  
 张世良

**金融工程研究**

 祝涛  
 +86 22 2845 1653  
 李元玮  
 +86 22 2387 3121  
 郝惊  
 +86 22 2386 1600

**流动性、战略研究&部门经理**

 周喜  
 +86 22 2845 1972

**策略研究**

 宋亦威  
 +86 22 2386 1608  
 严佩佩

**宏观研究**

 宋亦威  
 +86 22 2386 1608  
 张扬  
 +86 22 28451945  
 孟凡迪

**博士后工作站**

 朱林宁 资产配置  
 +86 22 2387 3123  
 张佳佳 资产配置  
 张一帆 公用事业、信用评级

**综合质控&部门经理**

 齐艳莉  
 +86 22 2845 1625

**机构销售•投资顾问**

 朱艳君  
 +86 22 2845 1995  
 刘璐

**合规管理&部门经理**

 任宪功  
 +86 10 6810 4615

**风控专员**

 白骥玮  
 +86 22 2845 1659

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)