

江苏旷达(002516)调研报告

——面临多重市场机遇 稳健增长可期

可选消费/汽车与零部件

谨慎推荐

维持评级

发布时间: 2011 年 3 月 3 日

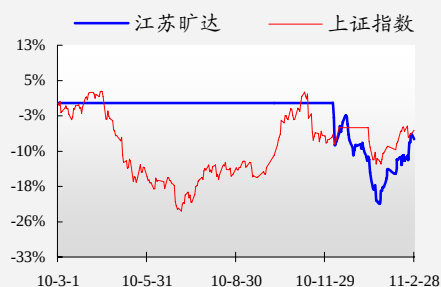
投资要点:

- 公司是主要从事汽车及其它交通工具座椅面料及其它内饰面料和车内饰面料用有色差别化涤纶丝的研发、生产与销售的民营控股高新技术企业。
- 公司是国内唯一具有“汽车内饰面料用有色丝生产—织造—(染色)—后整理—复合—剪裁”完整产业链的汽车内饰面料生产企业,在原材料供应、生产合理安排、产品质量控制、满足下游客户需求等诸多方面都具有极强的竞争优势。
- 公司主要产品为汽车座椅面料和门板、顶棚等其他汽车内饰面料以及汽车内饰面料用有色差别化涤纶丝,是一汽大众、上海大众、上汽通用五菱、吉利汽车、东风汽车、一汽解放、金龙客车、长城汽车、奇瑞汽车、宇通客车、北京现代、江淮汽车等大多数国内外知名汽车制造商的汽车内饰面料产品供应商。
- 中国产业用纺织品行业协会和中国汽车工业协会相关工业分会的统计结果表明,公司 2007 年-2009 年连续三年汽车内饰面料产品国内市场占有率居行业首位,市场占有率近 30%,龙头地位突出。
- 汽车内饰行业进入壁垒较高,随着公司竞争优势持续增强,发展前景广阔。未来 5 年公司将进入快速成长阶段,营业收入及净利润增长有望维持在 30%以上。
- 我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.52 元、0.68 元、0.88 元。以 3 月 3 日收盘价 20.53 元计算,公司 2010-2012 年 PE 分别为 39.48 倍、30.19 倍、23.33 倍。综合中小板、汽车零部件板块、产业用纺织品板块 2010-2012 年的动态预测 PE 情况,我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	59,037	28.54	7,211	87.49	0.36		57.03	
2010E	78,187	32.44	10,349	43.52	0.52		39.48	
2011E	105,600	35	13,626	31.66	0.68		30.19	
2012E	148,000	40	17,626	29.36	0.88		23.33	

走势图



市场数据

2011-3-3

收盘价:	20.53 元
52 周最高价:	25.87 元
52 周最低价:	18.14 元
平均持仓成本:	20.94yuan

基本数据

2010Q4

总股本(万股):	20,000
流通 A 股(万股):	20,000
每股收益(元):	0.52
每股净资产(元):	7.34
每股经营现金流(元):	
市净率:	2.80

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000 - 257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

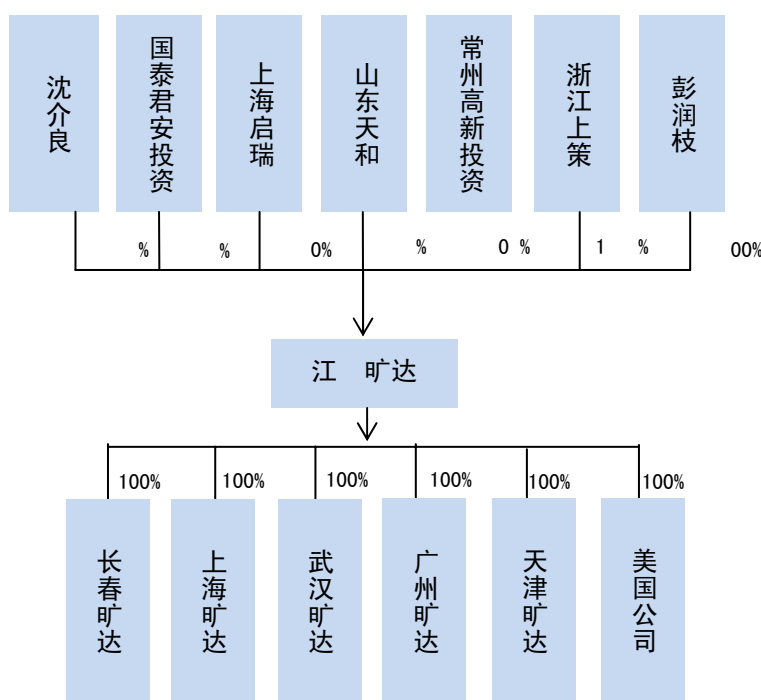
邮 编: 200002

一、公司文化独特，亲和力强。

江苏旷达汽车织物集团有限公司的前身可以追溯到常武太湖医院社会福利环保设备配件厂，系集体所有制企业。

1988 年7 月，武进县潘家乡下属的常武太湖医院为改善职工福利，搞活乡镇经济，以工助医，申请设立常武太湖医院社会福利环保设备配件厂，主营钣金和玻璃钢制品，主管部门为武进县潘家乡工业联合公司。1988 年7 月7 日，武进县民政局批准设立。至今公司仍有少量残疾人就业。

公司上市后的股权结构如下：



资料来源：公司招股说明书

公司董事长沈介良先生热心慈善事业和公益事业，极有社会责任和文化品位。公司1月27日公告：为感谢广大老员工对企业的支持与多年以来的辛勤付出，共享上市的喜悦，公司董事长沈介良（沈介良为公司控股股东、实际控制人）决定以个人积蓄407.1万元对三年工龄以上的老员工进行奖励。这一事件成为中国上市公司大股东私人拿钱奖励上市公司员工的第一例，值得品位。

调研得知，除沈介良先生在公司任职外，其他所有亲属均不在公司任职，这一点也是难能可贵的。

公司自2007年接受上市辅导以来，开始了系统的管理提升，比如致力于较少管理层次的公司业务流程再造，ERP系统的上线使用，倡导“人人成为经营者”等。

二、公司是国内唯一、世界少有的汽车内饰面料全产业链拥有者和领跑者。

公司是国内唯一具有“汽车内饰面料用有色丝生产—织造—（染色）—后整理—复合

—剪裁”完整产业链的汽车内饰面料生产企业，在原材料供应、生产合理安排、产品质量控制、满足下游客户需求等诸多方面都具有极强的竞争优势。目前，全球仅有少数几家汽车内饰面料生产企业做到这一点。产业链完整使得公司产品种类齐全，内部协同效应有利于提升毛利率水平。这样的产业布局为公司的未来的稳健快速成长奠定了扎实的基础。

公司是国内汽车内饰面料的领跑者。公司主要产品包括汽车座椅面料和门板、顶棚等其他汽车内饰面料以及汽车内饰面料用有色差别化涤纶丝，是一汽大众、上海大众、上汽通用五菱、吉利汽车、东风汽车、一汽解放、金龙客车、长城汽车、奇瑞汽车、宇通客车、北京现代和江淮汽车等大多数国内外知名汽车制造商的汽车内饰面料产品的二级配套供应商。全国共有六大生产基地。公司产品市场占有率约28%。

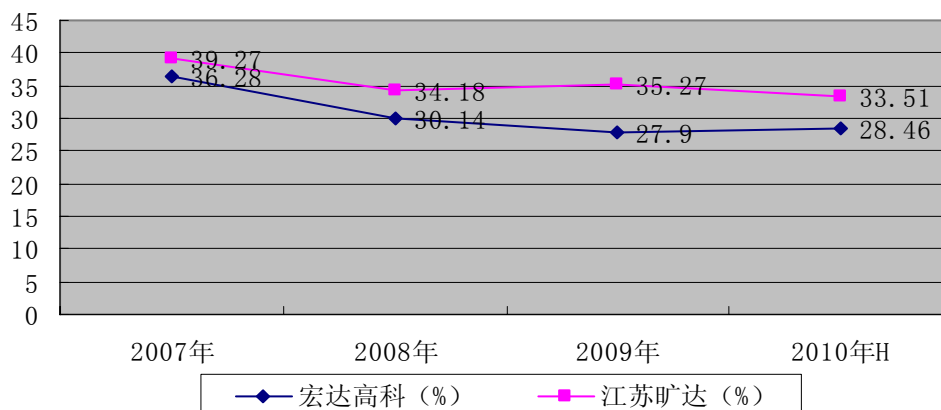
公司与主要竞争对手的产业链比较：

竞争对手	涉及产业链各工艺环节								
	简染	化纤	机织	经编	纬编	匹染	复合	剪裁	座套
江苏旷达									
宏达高科									
武汉博奇									
申达川岛									
瑞安李尔									

资料来源：公司招股说明书

宏达高科（002144）是2007年上市的汽车内饰面料生产企业，2010年收购医疗器械业务，转型为医疗器械和纺织业务双主业的公司。根据公告，宏达高科2010年底纺织业务中，汽车内饰面料业务收入为4911万元，内衣泳衣系列面料业务收入为5747万元，而同期江苏旷达主营业务收入为3.52亿元，不是一个数量级。从下图的毛利率比较可以看出差别：

与宏达高科的毛利率比较



资料来源：公司招股说明书 WIND资讯 东北证券整理

我们认为，随着规模效应的提升、新产品的持续推出、产品的高端化、产业链的协同、研发的持续投入，公司毛利率有望维持在30%以上。

三、汽车内饰行业进入壁垒较高，随着公司竞争优势持续增强，发展前景广阔。

目前，我国生产汽车用纺织材料的企业约有60多家。其中只有5到10家企业具备自主研发的能力，其它都是一些小企业，这些企业往往产品开发能力薄弱，缺乏成套的生产设备，前后处理都没有专业工厂或专用设备。

汽车内饰面料企业作为汽车整车配套的二级生产商，受一级生产商和整车生产采购的影响较大。通常从汽车产品质量认证，到产品开发，最后到产品的批量生产，需要两到三年。如果内饰面料企业参与新车的配套产品开发，企业则需与一级配套以及整车配套同步研制开发，产品开发时间可达五年。

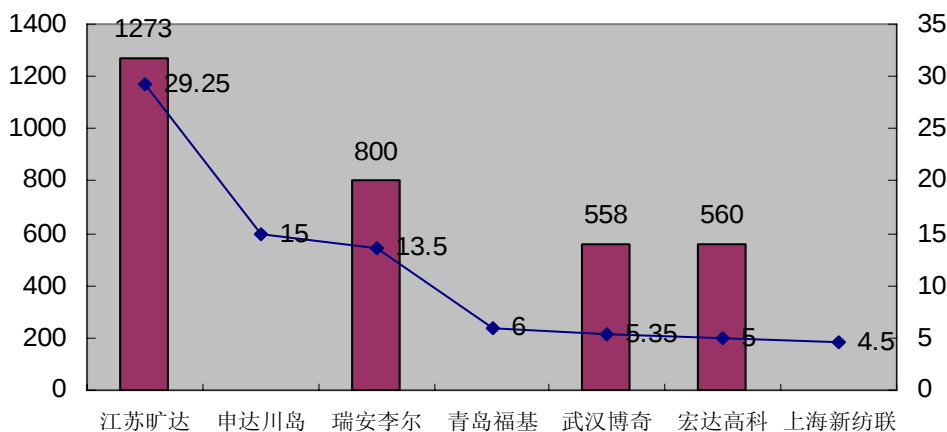
同时，针对中高档汽车内饰面料的销售，汽车内饰面料生产企业需要通过第三方质量体系认证，如ISO9001、ISO/TS16949等；在其通过了第三方质量认证后，汽车制造商将对汽车内饰面料生产企业进行现场体系审核；审核通过，进入供应商名单。

除了研发时间长和行业认证的限制外，技术壁垒也限制了企业进入。汽车内饰面料的研发需要较大资金的设备投入以及专业技术人员的培训。另外，通常年销售额在1亿元人民币以下的内饰面料企业，自主研发能力较弱。

因此，汽车内饰面料产品一旦进入下游的供应体系，就形成了其专一性和高壁垒性，产品的最终利润取决于整车销售。

2010年中期，主要竞争对手的产能与市场占有率比较如下：

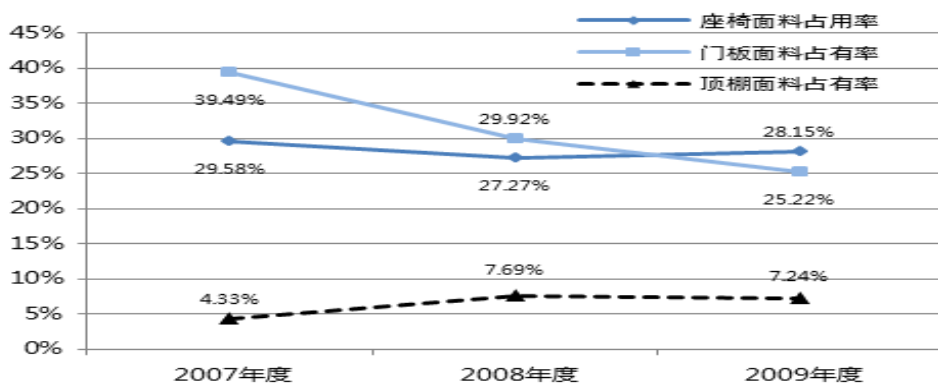
主要竞争对手产能（万米）与市场占有率（%）比较



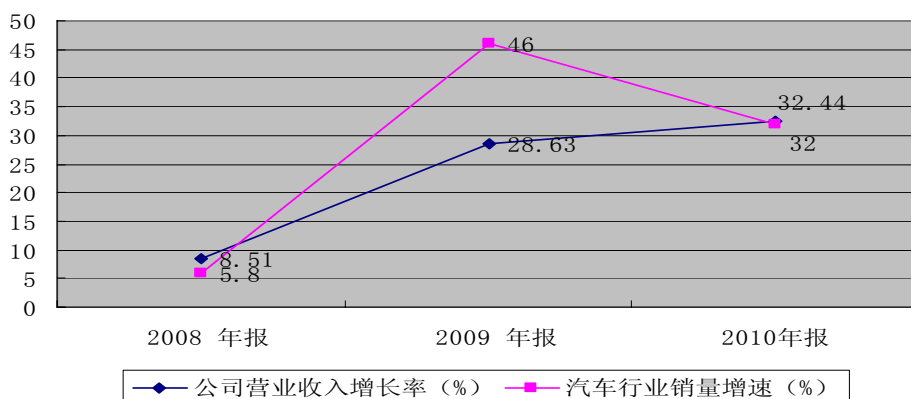
资料来源：公司招股说明书

四、未来5年公司将进入快速成长阶段，营业收入及净利润增长有望维持在30%以上。

2007-2009年，公司主要业务收入市场占有率有下滑趋势（如下图），我们调研认为，这主要是公司产能受限。由于种种原因，公司2007-2009年公司没有增加新产能，导致公司营业收入增长低于汽车行业增速。



资料来源：公司招股说明书 东北证券整理



资料来源：公司招股说明书 东北证券整理

我们认为，随着公司上市，产能进入扩张期，未来几年营业收入的增长有望持续超过汽车行业的销量增速。

1、公司募投资项目新增产能 68.6%。

公司上市募集资金投资的项目包括引进无梭织机生产高档汽车内饰面料项目以及汽车装饰用有色差别化纤维生产项目。

序号	项目名称	实施主体	投资额度 (万元)	建设 周期	备案情况
1	引进无梭织机生产 高档汽车内饰面料项目	股份公司	15,409.30	1 年	常发改备[2009]3 号
2	汽车装饰用 有色差别化纤维生产项目	股份公司	10,908.20	1.75 年	常发改备[2009]2 号

资料来源：公司招股说明书

无梭织机生产项目总投资1.54亿元，其中投资1.2亿元人民币引进先进制造设备128台，提升自有产能68.6%。

产品	现有机器台数	新增设备	现有产能（万平米）	达产后新增产能（万平米）	产能增加%	产能合计
机织	127	101	582.26	385	66%	967.26
经编	14	9	175.58	305	174%	480.58
纬编	81	18	515.45	184	36%	699.45
合计	222	128	1,273.29	874	69%	2147.29

资料来源：招股说明书 东北证券

公司募资项目进度超预期。我们调研得知，公司募资项目在上市前已投资8000万元，目前进展顺利，两个项目进度均超过30%，预计2011年中期可贡献新产能。2011年全年将贡献30%以上的新产能，2012年贡献全部新产能。

2、公司上市累计募资9.5亿元，其中募资项目使用2.63亿元，归还银行贷款2.57亿元，目前尚有4.3亿元的超募资金在帐上，公司正在规划新的投资项目，未来有望成为公司新的利润增长点。

3、我们认为，下列市场机遇将带动公司未来几年收入和利润的增长：

（1）汽车行业的自然增长。我们预计未来五年行业年复合增长率将得到15%左右。

（2）市场占有率的提高。公司已经开始为东风日产的骐达车型提供面料，这也成为公司打破日系车壁垒的突破口，同时近期福特、沃尔沃等也主动与公司接洽，寻求建立合作关系。

（3）进口替代。目前中高档乘用车使用的内饰面料主要靠进口，未来市场竞争必然加剧，降低成本的需求将大大增强，随着公司产品档次的逐步提高，未来将满足部分进口替代需求。公司是德国大众在国内唯一的全球汽车内饰面料供应商。奥迪车系在高级乘用车市场占有率43%，有关合作已经进入大众集团的审核程序，未来有望取得突破。

（4）皮革制品替代。目前，欧美和日韩的乘用车内饰纺织面料使用比例约为80%。我们认为，随着国内汽车消费观念的进一步成熟、车用纺织的性能逐步提升、汽车整车市场竞争的逐步加剧，车用纺织面料将逐步替代皮革制品，与国际市场状况接轨。

4、公司有望在相关多元化方面拓展盈利空间。调研得知，铁路客车使用面料的技术含量要高于汽车用内饰面料。目前，铁路客车使用面料主要靠进口，而且铁路客车的客运特性，内饰织物拥有每隔几年更换的需求。因此，铁路客车用面料的市场潜力较大。目前公司已开始为**沈阳铁路局、杭州铁路局**动车组座椅座套供货。作为民营企业能打破铁路系统的传统壁垒，实属不易，未来有望在全国动车组上推广。

五、公司盈利预测与投资建议。

根据我们上述综合判断，我们预测公司2010-2012年每股收益分别为0.52元、0.68元、0.88元。以3月3日收盘价20.53元计算，公司2010-2012年PE分别为39.48倍、30.19倍、23.33倍。综合中小板、汽车零部件板块、产业用纺织品板块2010-2012年的动态预测PE（算术平均、不剔除负值）情况，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

板块名称	2010 预测 PE	2011 预测 PE	2012 预测 PE
中小企业板	56.24	36.21	27.01
汽车零部件	79.9	78.44	81.42
产业用纺织品	64.01	42.36	19.09
江苏旷达	39.48	30.19	23.33

资料来源: wind 资讯 东北证券整理

江苏旷达 (002516) 盈利预测

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	590.37	781.87	1056	1480
增长率 (%)	28.54%	32.44%	35.00%	40.00%
营业成本	385.42	520	718	1020
综合毛利率 (%)	34.72%	33.49%	32.01%	31.08%
营业税金及附加	3.9	5	8	8
销售费用	15.13	18	25	35
管理费用	72.62	88	110	150
财务费用	16.62	20.64	6	10
三项费用	104.37	126.64	141	195
期间费用率 (%)	17.68%	16.20%	13.35%	13.18%
资产减值损失	2.90	5.00	10.00	13.00
公允价值变动收益	0	10	5	0
投资收益	4.66	8.00	5.00	0.00
营业利润	98.44	143.23	189	244
营业利润率 (%)	16.67%	18.32%	17.90%	16.49%
营业外收入	6.26	6.26	6.26	6.26
营业外支出	5.41	11	11	11
利润总额	99.29	138.49	184.26	239.26
利润率 (%)	16.82%	17.71%	17.45%	16.17%
所得税	24.31	33	45	58
实际税负比率 (%)	24%	24%	24%	24%
净利润	74.98	105.49	139.26	181.26
少数股东权益	2.87	2	3	5
归属于母公司所有者的净利润	72.11	103.49	136.26	176.26
增长率 (%)	87.49%	43.52%	31.66%	29.36%
总股本 (百万股)	200.00	200.00	200.00	200.00
每股收益 (元)	0.36	0.52	0.68	0.88

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。