

全产业链运营的汽车内饰面料龙头企业

研究观点

- 公司是汽车内饰面料行业的龙头企业。市场占有率超过 20%，高于行业内所有其他企业。其拥有的四大核心竞争力：1) 行业内唯一的全产业链企业，能够灵活应对市场变化；2) 行业内领先的研发优势，不断满足主机厂越来越挑剔的自主设计要求；3) 密切跟踪客户需求的营销优势，在国内主要汽车生产基地都设有子公司提供服务；4) 拥有国内汽车内饰面料企业中覆盖面最广的客户基础，使其牢牢的占据国内汽车内饰面料领域产销第一的位置多年。
- 汽车内饰面料“十二五”期间需求量空间巨大。仅根据国内乘用车和大中客未来 5 年 10% 和 6% 的销售增长率保守测算，到 2015 年我国汽车内饰面料需求量将达到 38097 万平米，较 2010 年增长 60%。此外，如果考虑到我国汽车内饰面料的占比仅为 50%，还远远低于国外汽车内饰 70% 的比重，则我们汽车内饰面料未来的增长空间会更为巨大。而这种质变的发生将主要来自第一波换车潮的来临，面料的去污技术取得重大突破，国内汽车制造商之间竞争的激烈和个性化产品的发展趋势等。
- 产能投放、行业集中度提高和成功进入日系车供应链将推动公司未来营收继续保持两位数以上的增长。首先，随着公司 2012 年募投项目完成，2013 年改扩能项目完成，公司面料的产能将大幅提升 127%，解决了受制于安全件属性无法依靠外包来实现产能不足的问题，将推动公司营收实现快速增长。其次，受益于行业的竞争，中小企业不断退出，公司有望凭借其四大核心竞争力实现市场份额的翻番。最后，借助金融危机和经编实力的提升，公司于 2009 年前后成功打进了占乘用车比重 25% 的日系车供应体系，未来有望凭借设计能力的不断提高，逐步扩大在日系车的供货比重，促进公司营收增长。
- 收购的篷垫业务将增厚公司业绩。作为公司向下游产业链延伸的重要一步，公司新收购的篷垫业务目前生产情况顺利，我们预计未来三年有望保持 15% 左右的年均增速，2011 年至 2013 年分别实现营业收入 3.51 亿元、4.03 亿元和 4.63 亿元。同时，由于篷垫厂是上汽集团织物面套的唯一供应商，对其收购无疑极大的提高了公司与主机厂的粘合度，有助于保障其未来面料业务的增长。
- 盈利预测和投资评级：我们预计公司 11-13 年的净利润分别为 1.36 亿、1.66 亿和 1.93 亿，未来三年复合年均增速 19%，对应预测每股收益分别为 0.54 元、0.66 元和 0.77 元。考虑到公司是行业内不可多得的企业，未来三年业绩预计将保持稳定增长，同时行业还面临结构性转变带来巨大市场空间的潜力，因此给予公司 2012 年 20 倍市盈率，对应目标价 13.2 元，首次给予公司“增持”评级。
- 风险因素：原材料价格上涨的风险；国内汽车销量进一步下滑的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

糜韩杰

8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011 年 10 月 20 日) 11.33 元

目标价格 13.20 元

总股本/A 股(百万股) 250

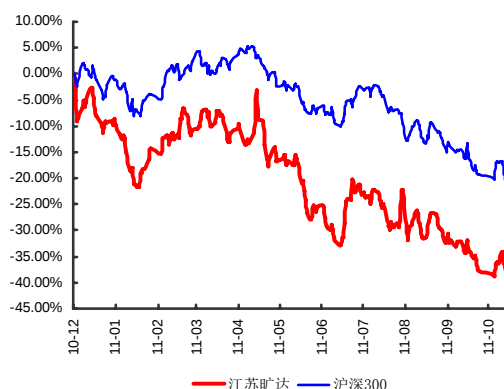
A 股市值(亿元) 28.33

国家/地区 中国

行业 纺织服装

报告发布日期 2011 年 10 月 21 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	782	1309	1668	2080
同比(%)	32%	67%	27%	25%
归属母公司净利润	114	139	170	198
同比(%)	58%	19%	22%	17%
毛利率(%)	33.5%	26.7%	26.1%	25.0%
ROE(%)	7.7%	8.6%	9.6%	10.2%
每股收益(元)	0.45	0.54	0.66	0.77
P/E(倍)	24.90	23.13	18.91	16.22
P/B(倍)	1.93	1.98	1.81	1.65
EV/EBITDA(倍)	10	11	8	7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1 公司简介	4
1.1 公司是国内汽车内饰面料的龙头企业	4
1.2 公司的核心竞争力	4
1.2.1 灵活应对市场变化的全产业链优势	4
1.2.2 不断满足自主设计要求的研发优势	5
1.2.3 密切跟踪客户需求的营销优势	6
1.2.4 客户群体覆盖面最广的客户优势	6
2 行业情况	6
2.1 国内汽车内饰面料需求量 2015 年将比 2010 年增长 60%	6
2.2 国内汽车内饰面料占比有望从 50%逐步提升至 70%	7
2.3 汽车内饰面料行业进入壁垒高	9
3 公司未来的增长	10
3.1 未来收入有望继续保持两位数以上的增长	10
3.1.1 产能瓶颈打开，有望充分受益行业增长	10
3.1.2 市场份额有望向公司进一步集中	11
3.1.3 对日系汽车供应体系的逐步渗透	12
3.1.4 积极向国外市场开拓	12
3.2 收购面套业务将增厚公司业绩	13
3.3 内部挖潜存在空间	13
3.4 向动车和航空内饰面料业务发展	14
4 盈利预测和投资评级	14
5 风险因素	16

图表目录

图 1 公司营业收入和净利润快速增长	4
图 2 公司毛利率是三家上市企业汽车内饰业务中最高的 单位：%	5
图 3 公司近几年研发投入情况	5
图 4 2003 年前后国内迎来第一波私家车购买潮	8
图 5 三种不同内饰材料价格的市场调研情况	8
图 6 公司未来几年产能将得到有效提升	10
图 7 公司产能释放效益显现	11
图 8 日系车近年占比持续保持在 25% 左右	12
附图：相关上市公司近期资金流向	18
表 1 公司和主要竞争对手的最终客户情况	6
表 2 单辆轿车内装饰用纤维消耗量	7
表 3 单辆客车内装饰用纤维消耗量	7
表 4 2010-2011 国内汽车内装饰用面料用量估计	7
表 5 与皮革相比纺织面料的优点	9
表 6 公司和国外面料织造企业的差距	13
表 7 公司营业收入假设	15
附表：财务报表预测与比率分析	17

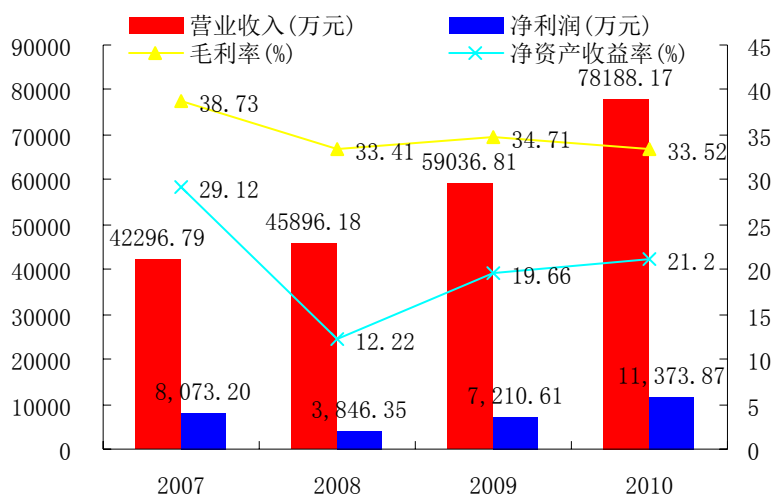
1 公司简介

1.1 公司是国内汽车内饰面料的龙头企业

公司专业从事汽车及其他交通工具座椅面料以及其他内饰面料和汽车内饰面料用有色差别化涤纶丝的研发、生产和销售。公司生产规模和研发能力领先国内同行，是国内汽车内饰面料的龙头企业。根据中国产业用纺织品行业协会的统计和测算，公司 2007 年、2008 年、2009 年连续三年汽车内饰面料产销量居国内同行业第一名。公司的市场占有率约在 20-30%。

2007 至 2010 年公司的营业收入分别为 4.23 亿、4.59 亿、5.90 亿和 7.82 亿，年均复合增速为 22.73%；归属于母公司净利润分别为 0.81 亿、0.38 亿、0.72 亿和 1.14 亿，年均符合增长率为 12.07%。

图 1 公司营业收入和净利润快速增长

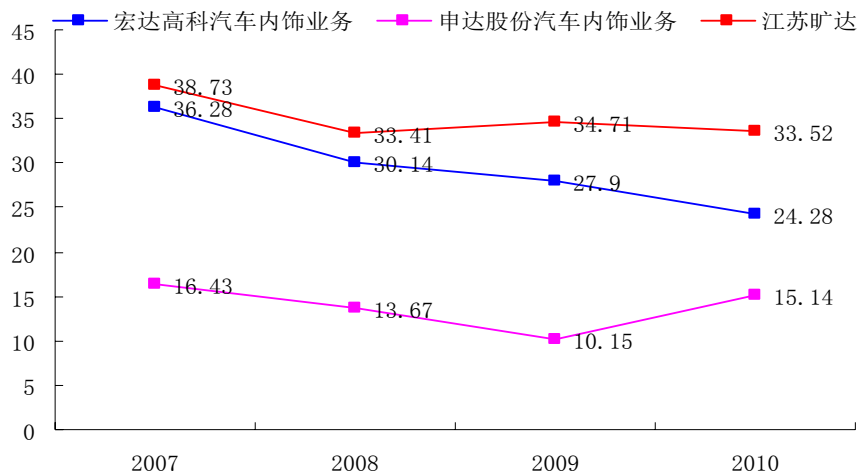


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1.2 公司的核心竞争力

1.2.1 灵活应对市场变化的全产业链优势

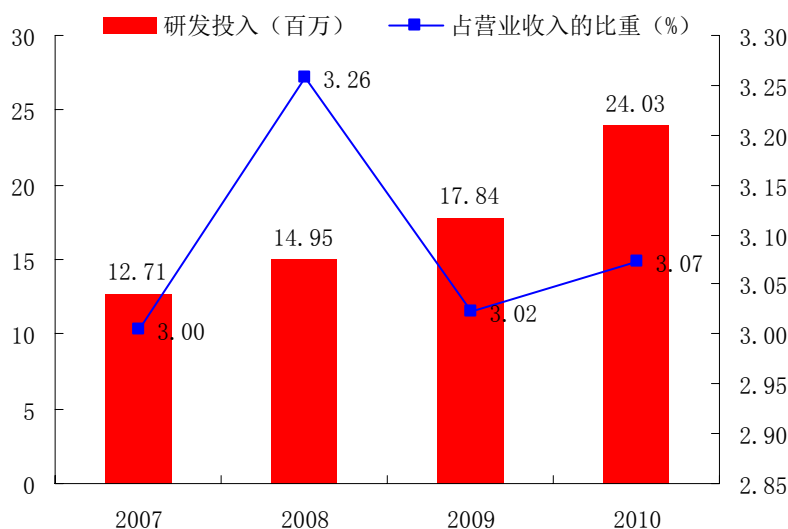
公司是国内唯一具备汽车内饰面料完整产业链的企业，具有“汽车内饰面料用有色差别化涤纶丝生产—织造—（染色）—后整理—复合—剪裁—汽车内饰面料成品”的完整产业链。全产业链不但有利于公司控制供货时间，保证产品质量，更加灵活的应对市场变化，同时也极大的提高了公司的毛利率水平。

图 2 公司毛利率是三家上市企业汽车内饰业务中最高的 单位：%


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1.2.2 不断满足自主设计要求的研发优势

公司拥有国内汽车内饰面料生产企业中唯一的交通车辆内饰织物省级工程技术研究中心和省级博士后科研工作站。截止 2010 年，公司已获专利 23 项，另已获受理发明专利申请 3 项。在目前国内主机厂越来越重视配套企业的自主设计能力和快速反应能力，公司在研发方面的优势能够帮助其快速配合汽车制造商的需求，完成产品设计、样本试制，在较短时间内生产出符合技术、质量和审美要求的产品。

图 3 公司近几年研发投入情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1.2.3 密切跟踪客户需求的营销优势

为了满足客户及时供货的要求，同时做好售后服务和信息沟通的工作，公司在全国各主要汽车生产基地，如长春、天津、武汉、上海、广州等设立了子公司，主要负责汽车内饰面料最后一道工序复合或剪裁，提供售后服务，及时发现问题解决问题，和与客户保持有效沟通，积极参与客户新产品的开发。另外，公司还在美国和欧洲分别设立了子公司和代表处，加强与跨国主机厂的直接联系，促进产品的出口和设计理念的接轨。

1.2.4 客户群体覆盖面最广的客户优势

公司的客户群体是我国所有汽车内饰面料生产企业中覆盖面最广的，公司汽车内饰产品为 40 多家汽车制造商进行配套，客户不仅包括一汽大众、上海大众、上汽通用五菱等国内主要合资汽车制造商，也包括吉利汽车、奇瑞汽车等国内自主品牌整车厂商。同时，公司还是德国大众在国内唯一的全球汽车内饰面料供应商。此外，公司 2008 年正式成为东风日产的供应商，并于 2009 年开始批量供货，打破了一贯以来日系汽车由日系供应商独家供货的局面。系统和全面的客户覆盖，降低了公司的商业风险，保证了公司的竞争优势和市场占有率。

表 1 公司和主要竞争对手的最终客户情况

公司	主要客户
江苏旷达	上海通用、上海大众、一汽大众、上汽通用五菱、吉利、奇瑞、东风汽车、一汽解放、宇通客车、金龙客车等
新潮李尔	上海通用、上海大众、长安福特等
申达川岛	上海通用、上海大众、长安福特、东风日产、广汽本田等
武汉博奇	长安福特、神龙汽车、东风汽车、宇通客车、奇瑞、比亚迪等
宏达高科	上海通用、上海大众、东风日产、一汽轿车、奇瑞等
上海新纺联	长安福特、奇瑞
青岛福基	长安福特、长安铃木等

资料来源：公司招股说明书，公司财报，东方证券研究所整理

2 行业情况

2.1 国内汽车内饰面料需求量 2015 年将比 2010 年增长 60%

公司的产品是高档的机织、经编、纬编提花等汽车内装饰面料（有色差别化涤纶丝也主要用于该类面料的生产），可广泛用于轿车、客车的座椅、车门、车壁、车顶以及窗帘等。保守测算，考虑到乘用车以轿车为主，根据《中国汽车产业发展报告 2010》的预测，我国轿车 2010~2015 年年均增长率预计将接近 10%，我们预计到 2015 年我国乘用车销量约为 2216 万辆。同时，根据中国汽车研究网所作的《2011-2015 年中国客车市场走势预测》，未来五年我国大中客需求量仍将保持持续增长的态势，需求量年均增速在 6% 左右，我们预计到 2015 年我国大中客的需求总量将达到 28.34 万辆。

表 2 单辆轿车内装饰用纤维消耗量

部位	面料用量 (平方米)	纤维用量 (千克)
座椅	12~16	4.8~6.4
车门	1.6~3	0.22~0.42
合计	13.6~19	5.02~6.82

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

表 3 单辆客车内装饰用纤维消耗量

部位	面料用量 (平方米)	纤维用量 (千克)
座椅	36	10.8
车壁	14.7	4.4
车顶	19.2	2.1
合计	69.9	17.3

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

根据统计资料，单辆轿车的内饰面料用量在 13.6~19 平米，纤维用量在 5.024~6.82 千克之间。单辆客车内饰的面料用量在 69.9 平米，纤维用量在 17.3 千克左右。根据前述确定的未来五年我国乘用车和客车年度需求量和单辆车的内装饰的面料用量，我们预计到 2015 年我国汽车内装饰面料需求量达到 38097.23 万平米，相比 2010 年增加 14191.54 万平米，市场空间巨大。

表 4 2010-2011 国内汽车内装饰用面料用量估计

年份	乘用车			客车			合计 (万平米)
	年度需求量 (万辆)	单辆车装饰用面料用量 (平米)	总用量 (万平米)	年度需求量 (万辆)	单辆车装饰用面料用量 (平米)	总用量 (万平米)	
2010	1375.78	16.3	22425.20	21.18	69.9	1480.48	23905.69
2011	1513.36	16.3	24667.72	22.45	69.9	1569.31	26237.04
2012	1664.69	16.3	27134.50	23.80	69.9	1663.47	28797.97
2013	1831.16	16.3	29847.95	25.23	69.9	1763.28	31611.22
2014	2014.28	16.3	32832.74	26.74	69.9	1869.07	34701.82
2015	2215.71	16.3	36116.02	28.34	69.9	1981.22	38097.23

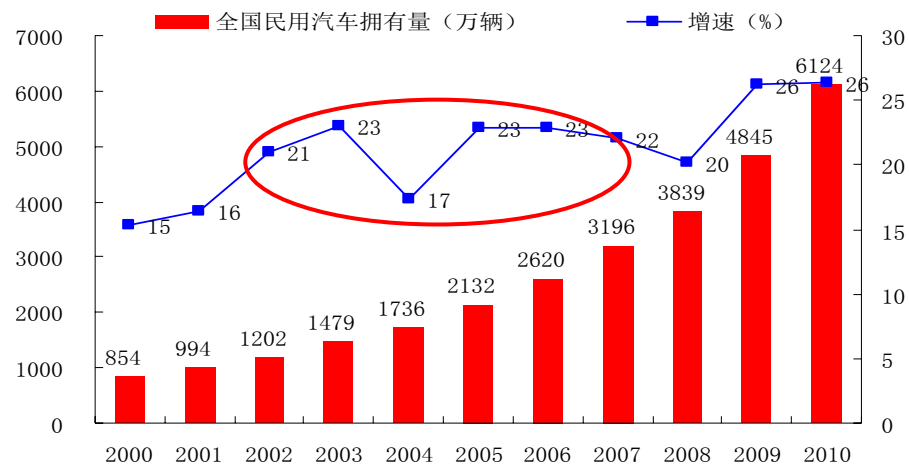
资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

2.2 国内汽车内饰面料占比有望从 50%逐步提升至 70%

上文仅是对国内汽车内饰面料市场容量的保守估计，如果考虑到，根据相关统计资料，目前我国汽车市场内饰面料的占比仅为 50%（余下 50%为皮和人造革），远远低于国外汽车内饰面料 70%的占比，随着结构的转变，我们认为其所释放出的国内汽车内饰面料的空间将更为巨大。而这种转变的动力则主要来自以下几个方面：

首先，我国第一波私家车购买热潮出现在 2003 年前后，按照第一辆车使用时间七到八年测算，我国正迎来第一波较大规模的换车潮，这部分人群对皮革内饰的不足有着更为充分的认识，比如保温性不好，夏天往往很烫，冬天往往很凉，透气性差，这点对于仿皮的人造革特别突出，还有就是容易老化。因此他们在选择第二辆车的时候通常会更加实际，会更加认可面料内饰。当然，这需要排除部分人群会在选择第二辆车的时候提升档次，选择高档车。

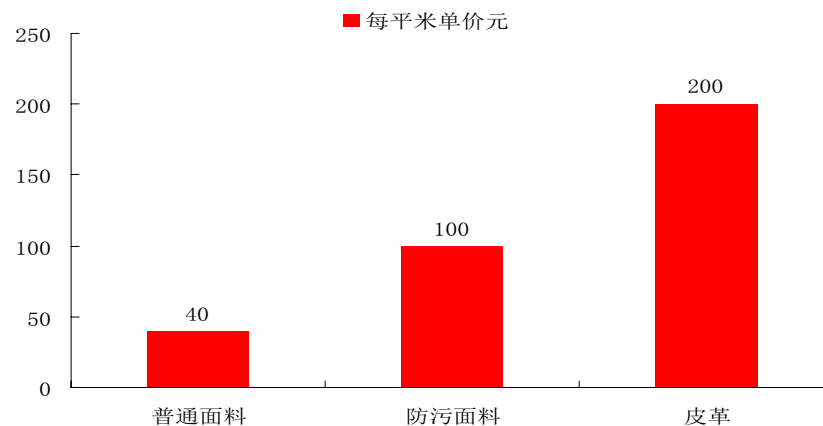
图 4 2003 年前后国内迎来第一波私家车购买潮



资料来源：wind，东方证券研究所整理

其次，虽然面料较皮革有着种种优越性，但其较皮和人造革存在污染后难去污的缺点，一直饱受诟病，这也是制约其用量的一大原因，近年面料在防污方面已取得重大突破，主要通过面料上涂一层物质，防水透气，水倒上去不会吸收，油性的东西沾染上去，可以一擦即去。而且成本仅有皮革的一半左右。我们相信随着这种技术的不断推广，将使面料的使用量得到有效激发。

图 5 三种不同内饰材料价格的市场调研情况



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

再次，随着国内汽车制造商之间的竞争变得越来越激烈，他们将更加注重对于车体内外设计上更具市场化，期望产品具备更低的生产成本、更高的耐用性和更好的可维护性以此来增加其市场份额。基于面料较之于皮革的多功能性和价格优势，其当仁不让的会成为汽车制造商所倚重的大力开发的对象。

表 5 与皮革相比纺织面料的优点

项目	纺织面料的优点
与真皮相比	阻燃性好、透气性好、抗老化性好、成本低廉
与人造革相比	阻燃性好、透气性好、抗老化性好

资料来源：东方证券研究所整理

最后，个性化产品的发展趋势将极大的增加汽车内饰面料的需求。按照汽车制造商的观点，改变一种现存车型的内装饰设计，是翻新滞销车型的一条非常经济的途径。消费者购买某种款式的汽车，往往可能仅是因为他更喜欢它的内部装饰设计。美国的消费研究人士认为，汽车内装饰将成为一个广泛关注的焦点。纺织品的色彩和结构设计毫无疑问将是创造这些有特色产品的基本途径。

2.3 汽车内饰面料行业进入壁垒高

汽车内饰面料行业进入壁垒较高，主要体现在以下几个方面：

- 1) 汽车整车制造商严格的配套供应商体系。**要成为整车制造商的配套供应商，除了需要通过第三方质量体系认证外，还需要经过严格的认证过程，因此，从汽车内饰面料产品开发到实现大批量供货，整个过程一般约需两到三年的时间。此外，汽车配套供应商一般从单一产品、单一车型的配套开始，逐步扩大至汽车制造商不同车型的配套范围，进而在此基础上进入多家汽车制造商的配套供应商体系，扩大至多个汽车制造商的配套。一般汽车制造商与配套供应商建立稳定关系需要五到十年的时间。
- 2) 生产工艺、技术、管理与资金的限制。**目前各大汽车制造商为了保证竞争力和市场份额，车型的更新换代周期逐步缩短，这就要求汽车工业配套供应商能及时参与汽车制造商的配套产品研发。另外，汽车制造商在产品研发完成后为了保证不落后于竞争对手而被市场快速淘汰，要求供应商能在较短的时间内提供高品质的个性化产品。这些不仅对供应商的资金实力提出了较高的要求，更重要的是要求其在技术研发、生产工艺、生产管理、人员操作等各方面具有较强的核心竞争力。
- 3) 环保要求不断提高。**汽车织物在生产过程中，纺织、印染工序繁多，这就使环保工作的重要性日益凸显。随着我国对企业环保要求的不断提高，逐步加强推行环保、节能、清洁生产印染加工技术，实现印染行业污染防治从“末端治理”向“源头预防”转变；加大环境执法力度，淘汰高耗能、高污染和废水治理达不到要求的落后工艺装备和印染企业。同时，汽车内饰面料生产中，染整工序对水资源依赖性强。因此，环境保护和资源限制构成汽车内饰面料行业较强的进入壁垒。
- 4) 原材料采购限制。**汽车内饰面料生产企业的主要原材料为涤纶丝，由于汽车制造商对于面料要求较高，目前只有部分高端的涤纶丝生产厂家才能提供汽车内饰面料用涤纶丝，特别是工艺更为复杂并具有环保特征的有色差别化涤纶丝。目前国内同行业公司中仅有公司专业生产车用有色差别化涤纶丝。

3 公司未来的增长

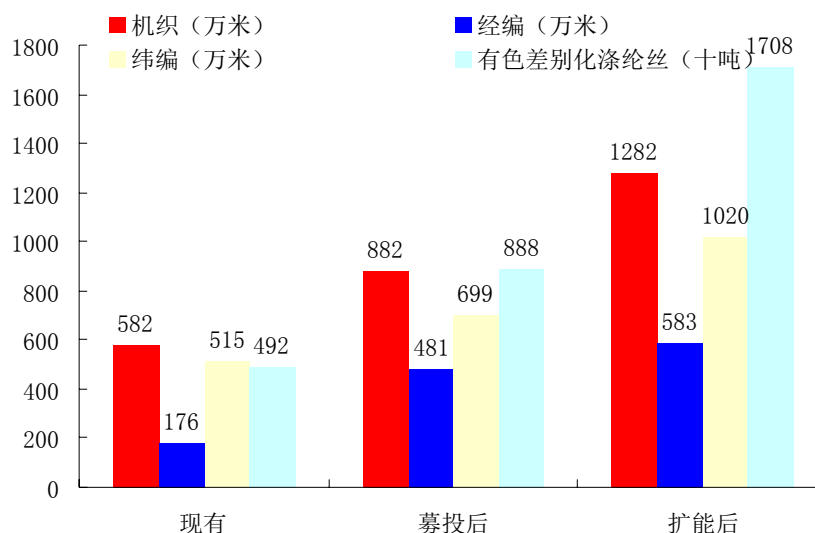
3.1 未来收入有望继续保持两位数以上的增长

3.1.1 产能瓶颈打开，有望充分受益行业增长

虽然我国汽车工业的高速增长期已过，未来行业将步入稳步增长阶段，但是考虑到我国目前每千人汽车拥有量约 50 辆，和每千人 135 辆的世界平均水平尚有较大差距，同时居民的购车需求依旧十分旺盛，因此我们预计未来五年我国汽车销量的增速有望保持在 10%~15% 之间。

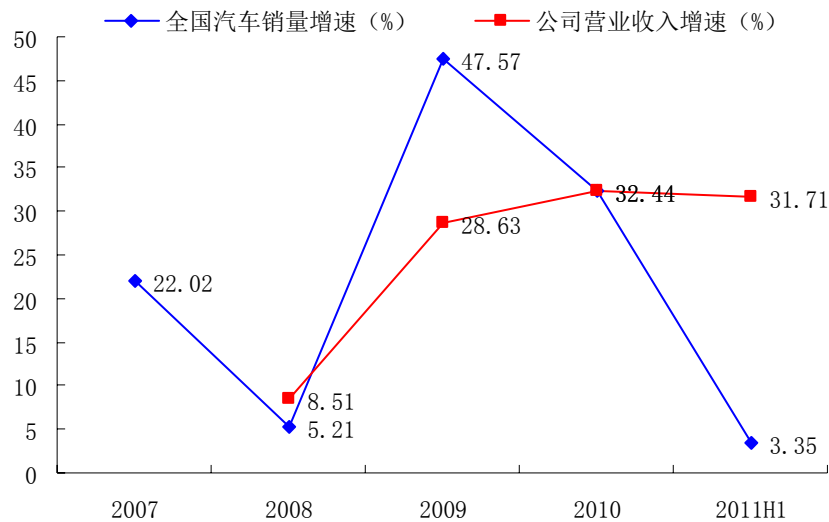
由于公司内饰面料属于安全件，为了保证产品的质量，其所外购的纱线和单面料仅用于低端产品，公司高端产品不采用代工的形式，因此前些年受产能限制较为严重，随着公司募投项目（2012 年完成）和技改扩能项目（2013 年完成）的实施，公司产能将得到有效释放，我们预计公司产品的销售增速未来有望领先于汽车行业的销售增速，这点在 2011 年上半年已经有所体现。

图 6 公司未来几年产能将得到有效提升



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

图 7 公司产能释放效益显现



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

3.1.2 市场份额有望向公司进一步集中

虽然目前汽车内饰面料行业集中度较高，据不完全统计，行业前几大公司总共的市场份额在 70%左右，其中公司的市场份额预计在 20-30%，申达（包括新纺联和申达川岛）在 15%-25%，新潮李尔、武汉博奇和宏达高科分别占 10%左右，但我们公司的市场份额还有进一步提升的空间，

首先，行业内还有很多中小企业，总共占据市场 30%左右的份额，该类企业毛利率较低，竞争主要停留在较为低端的品种上，在汽车整车价格呈下降趋势，主机厂向配套厂商进行价格转嫁，压低相关配套产品采购价格的大背景下，同时伴随着人力成本、环保成本等经营成本的不断提高，该类企业本已微薄的利润空间将被进一步压缩，随着生存环境的急剧恶化，我们预期其未来将逐步退出市场。

其次，公司虽然也面临相同的情况，但一方面，公司本身毛利率较高，抗风险能力强，另一方面，通过产能扩张下的规模效应，严格的供应链管理（提高产品合格率、压缩存货等），和产业链的延伸，我们预计公司未来的毛利率降幅将远低于行业的平均水平，体现出极大的竞争优势。

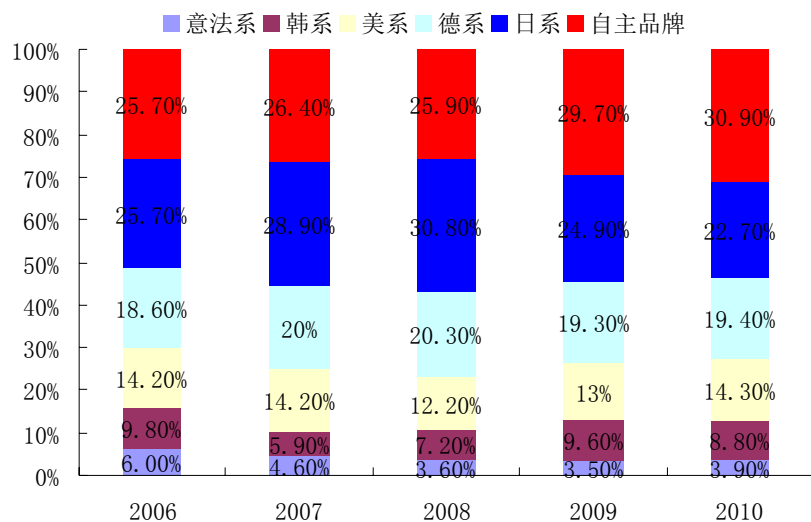
最后，即使较之于竞争同行申达川岛、新潮李尔和武汉博奇，公司的竞争优势也正在逐渐显现。申达川岛属于日系车配套的内循环企业，近年由于缺乏竞争，成本不断上升，据市场调研信息显示，日系配套企业的面料价格约在 75 元/米，远高于行业普通的 45 元/米，高价格不但阻碍了其顺利获取国产车系和欧美车系主机厂的面料订单，日系供应链本身也迫于成本的压力正在面临逐步向市场开放的趋势。新潮前几年发展迅速，但在出售给美国李尔后，由于李尔本身在面料设计方面较弱（其强项在座椅设计），因此新潮李尔近年面料的市场份额快速下降。武汉博奇，由于其烫印的技术优势成为公司最强劲的竞争对手，公司目前已就该技术开始了试样阶段，预计未来将能够开始大规模生产。因此我们预计公司有望实现市场份额的进一步提升。

3.1.3 对日系汽车供应体系的逐步渗透

公司除了增强对现有客户的配套外，还积极开发新客户。2008 年公司成为东风日产的供应商，09 年开始正式供货。标志着公司成功打进了日系汽车的供应体系，意义重大。日系车占总的乘用车的比重在 25%，相关配套空间巨大，但在 2008 年以前，日系车的配套基本是内循环，由日系车参控股的配件企业提供配套，汽车内饰面料也不例外，

公司成功打进了日系汽车的供应体系一方面受益于 2008 年爆发的金融危机，生存的压力使得日系主机厂打破原有理念接受外部配套（公司产品的价格在日系配套领域中占有优势），另一方面也离不开公司自身实力的增强，通过不断深入研发，公司在经编织造技术方面的实力得到不断增强，逐步改变了公司机织最强，经编最弱的格局，而日系车内饰面料多以经编为主，经编技术实力的增强也帮助公司成功打入日系汽车供货体系提供了支持。我们看好公司未来对日系汽车供应体系的进一步渗透，除了已经谈到的价格和织造技术方面的原因外，对于日系汽车内饰面料所用的印花和烂花等后整理工艺，公司近期也有所突破。

图 8 日系车近年占比持续保持在 25%左右



资料来源：中国汽车工业协会，东方证券研究所整理

3.1.4 积极向国外市场开拓

除了国内市场以外，公司还通过成立专门的开发技术和销售小组，积极开拓国外市场，在美国市场，公司通过美国子公司与主机厂沟通，参与开发；在欧洲市场，公司拟设立德国子公司，以加强与欧洲主要主机厂的直接联系，进行目前产品的推广和出口项目的跟进、服务。根据公司和国外汽车面料织造企业的现有差距，我们预计有色丝有望成为公司未来率先实现批量出口的产品。

表 6 公司和国外面料织造企业的差距

项目	公司和国外面料织造企业的差距	备注
原材料	有差异	随着有色丝募投项目的实施，趋向无差异
织造	无差异	
后整理	有差异	公司在研发方面逐步加强，在烂花工艺、三防（防水、防静电、防污）工艺和毛纺整理方面取得进展，差异逐步缩小

资料来源：东方证券研究所整理

3.2 收购面套业务将增厚公司业绩

公司于 2011 年 8 月 28 日公告，通过控股子公司上海旷达篷垫有限公司（公司持股 80%）收购上海篷垫厂与汽车座椅织物面套业务相关的经营性资产。上海篷垫厂提供汽车座椅织物面套，是上汽集团织物面套的唯一供应商，属于公司主营业务汽车内饰面料的下游产业，通过子公司收购面套业务意味着公司向下游产业链的延伸，拓展了公司的主营业务，面套业务将成为公司新的盈利增长点，促进公司后续的发展。

根据我们的调研，公司篷垫业务目前生产情况顺利，按照公司之前 4 月 8 日公告的收购上海篷垫厂意向书显示的信息，上海篷垫厂 2010 年销售收入 3.05 亿元，净利润 1500 万元，粗略估算，假设未来三年篷垫厂年均增速在 15% 左右（根据上汽集团十二五规划将在 2010 年基础上实现产能翻番，由目前的 300 万辆提升到 600 万辆，年均增速达到 15%），净利率保持 5% 不变，则篷垫业务 2011 年至 2013 年将分别实现营业收入 3.51 亿元、4.03 亿元和 4.63 亿元，相应增厚公司 2011 年至 2013 年每股收益 0.06 元、0.06 元和 0.07 元。

同时通过旷达篷垫厂，公司可以直接向主机厂供货，有利于公司更加直接的了解主机厂的需求，在主机厂新品种开发中提高响应速度，增强与主机厂的粘合度，提高企业竞争力。

3.3 内部挖潜存在空间

公司产品售价和原材料价格因素都非公司可以左右，因此从这点上看，内部挖潜对业绩增长就显得十分重要。而公司全产业链的经营模式决定了其具有相当的内部挖潜空间。首先，产业链长导致公司正品率较低，直接增加了公司的成本支出，因为每个环节都会产生次品，所以需要提高各个环节的正品率，公司创新采用“人人成为经营者”的管理模式，上下道工序之间通过类似客户和供应商的模式来管理，目前已取得良好的效果，未来随着管理的强化，公司的正品率将进一步提升，从而减少消耗，节约成本。

其次，产业链很长使得各环节都会留有存货，因此对于公司来说，存货占比较高（占成本的比重）。目前公司已着手通过建立 ERP 系统来提高整个供应链的管理效率，进而降低存货占比。未来随着存货占比的降低，公司将减少资金占用，资金的使用效率将得到提高，同时也减少了存货潜在亏损的可能（存货减值准备下降）。

3.4 向动车和航空内饰面料业务发展

根据公司公示的信息，公司已通过研发，从技术标准上通过了动车座椅面料规定的物理性能指标+阻燃指标（德国 DIN5510-2 标准）测试。已经在座套项目所需面料上与沈阳铁路局，杭州铁路局进行批量供货。另外飞机用内饰面料正处在调研过程中。公司目前把二项放在战略高度，投入大量的人力、物力进行技术研发、拓展市场，从而提升公司产品在此领域的竞争力。

根据铁道部规划，到 2015 年，时速 200 公里及以上动车组将成为快速客运的主要装备，全路投入运营的动车组预计达到 1500 列以上。从目前的存量数据看，2010 年底全国存量动车组约 500 标准列。这样到 2015 年要达到 1500 列的目标，平均每年动车的投入量在 200 列。以 1 列动车 8 节车厢，1 节一等，6 节二等，1 节餐车，一等车厢 60 个座位，二等车厢 100 个座位，餐车暂不考虑，每个座位 4 平米左右的面料用量估算，则每年动车座椅面料的需求量在 52.8 万平米。

以动车内饰面料的估算为例，我们可以看出，这两项业务未来的市场空间不是很大，对公司业绩的增长贡献有限，但由于航空和动车内饰面料的技术要求较汽车更高，因此对于这两块业务的发展一方面有助于不断提高公司面料生产的技术水平，另一方面能够极大的夯实公司良好的品牌形象，促进公司汽车内饰面料主业更好的增长。

4 盈利预测和投资评级

我们对公司未来三年的盈利预测作如下假设：

- 1) 公司面料收入 2011——2013 年增速预计分别为 22.04%、33.35%、和 26.75%。其中，面料销量增速分别为 29.83%、35.38%和 30.00%。主要基于（1）未来三年全国乘用车销量增速预计 10%左右，大中客销量增速预计在 6%左右，（2）募投项目和技改扩能项目使公司产能未来三年得到有效提升；（3）对于日系车供应体系的逐步渗透。（4）2011 年开始收购的篷垫业务将吸收部分公司面料用作篷垫的原料，因此面料销量增速有明显的下降。而面料价格我们预计将延续之前几年的趋势，年均降幅为 3.88%。
- 2) 公司有色丝对外销售收入 2011——2013 年增速预计分别为 22.37%、34.78%和 61.47%。主要基于（1）公司未来三年有色丝产能分别为 9660 吨、13802 吨和 17082 吨，（2）有色丝产能利用率预计为 85%，（3）有色丝产销率预计为 95%，（4）公司面料产能未来三年分别可以消化 5727 吨、7694.60 吨和 10006.71 吨有色丝。（5）有色丝销售单价基本保持稳定。
- 3) 公司 2011——2013 年综合毛利率分别为 26.66%、26.10%和 24.96%。其中面料毛利率分别为 28.5%、27.5%和 25.8%。有色丝毛利率预计基本保持在 24.15%左右。篷垫业务的毛利率分别为 24.98%、24.83 和 24.35%。面料毛利率的逐年下降主要考虑到主机厂的竞争激烈对公司的压价，而 2011 年降幅巨大则主要是基于 2011 年至今全国汽车销量增速同比大幅下滑，许多主机厂为了完成年初制定的销售目标，预计会在最后几个月进一步加大促销，由此我们预计在下半年主机厂会大幅压低对于公司产品的采购价格，导致下半年公司毛利率进一步下滑。而有色丝毛利率保持平稳主要是基于需求的刚性。篷垫业务的毛利率测算则分为两块，一块是使用自由面料，然后在此基础上复合，这部分毛利率较高，综合考虑的面料的毛利率和复合的毛利率，其中复合的毛利率约为 15%左右，另一块是采购其他面料厂的面料然后单独复合，这块毛利率较低，仅计算复合的毛利率，且我们预计复合的毛利率每年下降幅度在 6%左右，同时，公司篷垫业务中自有面料的占比未来每年小幅提升。

4) 公司 2011——2013 年营业费用率分别为 2.30%、2.10%和 1.90%。管理费用率分别为 10.50%、10.20%和 9.90%。营业费用和管理费用逐年下降主要是主要考虑到收入快速增长对费用的摊薄。

5) 公司 2011——2013 年实际税率为 19%。

表 7 公司营业收入假设

单位：万元			2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	面料	营业收入（万元）	37456.51	48750.46	64439.31	78639.31	104868.42	132917.18
		YoY	-1.76%	30.15%	32.18%	22.04%	33.35%	26.75%
		营业成本（万元）	24042.29	31016.06	41662.17	56227.11	76029.61	98624.55
		毛利率（%）	35.81%	36.38%	35.35%	28.50%	27.50%	25.80%
	有色差别化涤纶丝	营业收入（万元）	2607.5	3496.08	3457.1	4230.35	5701.64	9206.49
		YoY	233.32%	34.08%	-1.11%	22.37%	34.78%	61.47%
		营业成本（万元）	2050	2529.75	2530.42	3208.72	4324.69	6950.90
		毛利率（%）	21.38%	27.64%	26.81%	24.15%	24.15%	24.50%
	其他	营业收入（万元）	5639.81	6286.87	8670.43	10838	13548	16934
		YoY	76.99%	11.47%	37.91%	25%	25%	25%
		营业成本（万元）	4325.54	4608.35	6666.93	8562	10703	13378
		毛利率（%）	23.30%	26.70%	23.11%	21%	21%	21%
	篷垫业务	营业收入（万元）				35075.00	40336.25	46386.69
		YoY				15%	15%	15%
		营业成本（万元）				26315.02	30322.78	35092.46
		毛利率（%）				24.98%	24.83%	24.35%
其他业务收入		营业收入（万元）	192.35	192.35	503.4	1621.33	2140	2354
		YoY	-4.21%	161.71%	222.08%	32%	10%	10%
		营业成本（万元）	145.66	388.2	1121.94	1712	1883	2072
		毛利率（%）	24.27%	22.88%	30.80%	20%	20%	20%
总收入			45896.17	59036.81	78188.17	130923	166808	208034
YoY			8.51%	28.63%	32.44%	67.45%	27.41%	24.71%
总成本			30563.49	38542.36	51981.46	96025	123263	156118
综合毛利率			33.41%	34.71%	33.52%	26.66%	26.10%	24.96%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

据此，我们预计公司 11—13 年的净利润分别为 1.36 亿、1.66 亿和 1.93 亿，未来三年复合年均增速 19%，对应预测每股收益分别为 0.54 元、0.66 元和 0.77 元。考虑到公司是行业内不可多得的优秀企业，未来

三年业绩预计将保持稳定增长，同时行业还面临结构性转变带来的巨大市场空间的潜力，因此给予公司 2012 年 20 倍市盈率，对应目标价 13.2 元，首次给予公司“增持”评级。

5 风险因素

- 1) 公司毛利率受原材料价格涨跌的影响较大，如果未来原材料价格不跌反涨，公司毛利率将面临大幅下降的风险，进而影响公司的利润率水平。
- 2) 近年国外著名汽车内饰面料生产企业陆续在我国投资建厂，独资、合资、合作、技术转移的步伐加快，这将进一步加剧市场竞争。如果公司在激烈的市场竞争中不能及时全面地提高产品市场竞争力，将面临市场份额下降的风险。
- 3) 公司下游整车厂的产销量直接决定公司产品的销量，如果未来国内汽车消费进一步放缓，公司将面临订单减少、存货积压的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1221	1328	1651	1932	营业收入	782	1309	1668	2080
现金	824	637	755	822	营业成本	520	960	1233	1561
应收账款	172	296	386	470	营业税金及附加	5	8	11	13
其它应收款	2	5	6	7	营业费用	18	30	35	40
预付账款	28	50	65	82	管理费用	88	137	170	206
存货	129	230	298	377	财务费用	12	-15	-6	0
其他	66	111	141	176	资产减值损失	3	12	12	12
非流动资产	456	695	873	907	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	364	621	809	849	营业利润	145	176	214	248
无形资产	50	49	47	46	营业外收入	2	3	3	3
其他	41	25	17	12	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	1677	2022	2524	2839	利润总额	140	172	210	244
流动负债	209	435	787	929	所得税	27	33	40	46
短期借款	0	0	270	270	净利润	114	139	170	198
应付账款	116	219	279	354	少数股东损益	-0	4	4	5
其他	93	216	238	305	归属于母公司净	114	136	166	193
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	200	215	290	351
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.54	0.66	0.77
其他	0	0	0	0					
负债合计	209	435	787	929	主要财务比率				
少数股东权益	0	4	8	12	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	200	250	250	250	成长能力				
资本公积	1011	961	961	961	营业收入	32.4%	67.4%	27.4%	24.7%
留存收益	257	373	519	687	营业利润	47.3%	21.1%	21.7%	16.2%
归属母公司股东权益	1468	1584	1729	1898	净利润	57.7%	19.2%	22.3%	16.6%
负债和股东权益	1677	2022	2524	2839	获利能力				
					毛利率	33.5%	26.7%	26.1%	25.0%
					净利率	14.5%	10.4%	9.9%	9.3%
					ROE	7.7%	8.6%	9.6%	10.2%
					ROIC	8.0%	7.6%	7.8%	8.6%
					偿债能力				
					资产负债率	12.5%	21.5%	31.2%	32.7%
					净负债比率				
					流动比率	5.84	3.05	2.10	2.08
					速动比率	5.21	2.51	1.71	1.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.71	0.73	0.78
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.01	5.74	4.95	4.93
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	0.54	0.66	0.77
					每股经营现金流	0.23	0.45	0.50	0.92
					每股净资产	5.87	6.34	6.92	7.59
					估值比率				
					P/E	24.90	23.13	18.91	16.22
					P/B	1.93	1.98	1.81	1.65
					EV/EBITDA	10	11	8	7

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn