

专注全产业链的汽车内饰面料龙头

2012年9月15日

推荐/首次

江苏旷达

调研快报

——江苏旷达（002516）调研快报

王明德	执业证书编号: S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件:

我近日调研了江苏旷达，与公司领导进行了交流。

观点:

1. 国内内饰面料龙头，坐拥产业链、技术、装备三大优势。

江苏旷达的主要产品是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。目前公司配套一汽大众、上海大众、上汽通用五菱、吉利汽车、东风汽车、金龙客车、长城汽车、奇瑞汽车、宇通客车等众多品牌。目前公司市占率在20-30%之间，是国内内饰面料龙头。

公司坐拥产业链、技术、装备三大优势：①极致的产业链纵向一体化。公司长期关注产业链纵向一体化的拓展，产业链不断延伸，目前已经建立了“汽车内饰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—座套”的完整产业链，几乎囊括了从上游化工到下游汽车装车之间的所有环节，如此长的产业链在国内同行中是绝无仅有的，放眼全球也只有德国的李尔和韩国的2家公司可以做到。②技术领先且全面，公司是国内少数兼具机织、纬编、精编三大编制方式的汽车面料企业。③采用国际先进装备。公司现有机器95-98%都是进口的，主要来自德国和意大利，装备单价达到30-35万相对国内很多企业3-5的国产装备优势明显，这也导致公司产品价格较高、客户相对高端、利润水平较高。

2. 座套业务将带动公司增长。

公司去年收购了上海蓬垫厂。这是公司产业链向下延伸的重要一步，为公司主业打开了新的成长空间。上海蓬垫厂是上汽唯一的面套一级供应商，收购之后公司与上汽这一全国最大车企联系更为紧密。蓬垫厂从去年6月开始并表，成为支撑公司上半年业绩增长的主要原因。虽然去年下半年已经并表，但是蓬垫厂本身增长仍然会为公司业绩带来一定支撑。

3. 公司短期成长空间受到产业链界限、产品特性、市场地位、行业趋势、消费习惯制约。

短期来看，公司成长空间受到多方面制约：①产业链的界限，公司一直以来努力推进产业链纵向延伸，产业链纵向延伸已经成为公司增长的主要动力之一，但目前公司在汽车面料上的纵向延伸几乎已经做到极致，从原材料到椅套，往上的化工和往下的汽车座椅几乎都不可能涉足；②产品特性：面料产品易产生折痕损坏，不便于运输，公司的区域空间基本被限制在了国内市场；③市场地位：公司在面料领域的国内市场占有率较高，已达20-30%，通过大幅提升市占率来实现增长的可能较小；④行业趋势：汽车面料行业与下游汽车行业发展高度相关，而国内汽车行业已走过高速增长期，未来成长性有限，汽车面料行业亦然；⑤消费习惯：国人把汽车当成身份、地位、财富的象征，也往往更多的希望汽车体现这些，而在国人观念中皮革制内饰明显在档次上高于布制面料，这也导致后者占比大幅低于前者。

4. 长期来看消费习惯转变可能为汽车面料行业带来增长动力。

汽车布料其实相对皮革优势明显。虽然，目前国内目前国人明显偏好皮革面料，但不能掩盖布制面料相对皮革的众多优势：①阻燃性更好，汽车用面料与民用面料不同，不易燃烧，防火效果比皮革更优；②透气性好；③使用寿命长，皮革的一大特点就是怕晒和高温，而在汽车内的环境中往往温度极高，且易被暴晒，皮革可能会变色、断裂；④环保；⑤可以有多样化图案，满足个性化需求。

国人对皮革和布料存在误解。而国人往往并不知道布面料的种种优势，用民用布料的思维来看待工业布料，有很多误区。且过度关注皮革带来的档次提升作用。而且真正的皮制内饰成本很高，基本上在 50 万以下车型很难见到，而国内 15 万以上车型就几乎见不到布料内饰的了，这些 50 万以下皮制内饰车型其实基本都是使用人造皮革，更不具有真皮本身的种种好处。

长期来看布料的占比有望大幅提升。从国外成熟市场来看，日本、美国这样的国家布制面料占比都在 70% 以上，而国内由于消费习惯影响仅仅只有 20% 左右。随着车价的下降和人民收入水平的提升，汽车保有水平的提高，汽车作为身份地位象征的特质将被削弱，人们将更加关注汽车本身的实用性，布料本身的优越性将被逐渐认识。这将经历一个长期的过程，但会为汽车面料很大的成长空间。

结论：

综上所述，上海蓬垫厂是带动公司今年业绩增长的主要动力。中短期来看，公司成长空间受到产业链界限、产品特性、市场地位、行业趋势、消费习惯制约。长期来看，消费习惯的转变可能为汽车面料行业带来新的增长动力。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.48、0.52、0.58，对应当前股价 PE 分别为 16、15 和 14 倍，首次给予“推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	781.88	1,022.35	1,181.95	1,327.80	1,430.30
主营收入增长率	32.44%	30.76%	15.61%	12.34%	7.72%
EBITDA（百万元）	199.82	179.94	193.67	219.31	238.57
EBITDA 增长率	27.90%	-9.95%	7.63%	13.24%	8.78%
净利润（百万元）	113.74	121.70	119.28	130.34	143.87
净利润增长率	57.74%	7.00%	-1.99%	9.27%	10.38%
EPS（元）	0.740	0.490	0.477	0.521	0.575

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐： 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券