

公司研究 / 公司首次覆盖报告

2014年12月31日

电力设备与新能源 / 新能源 II

投资评级: 买入 (首次评级)

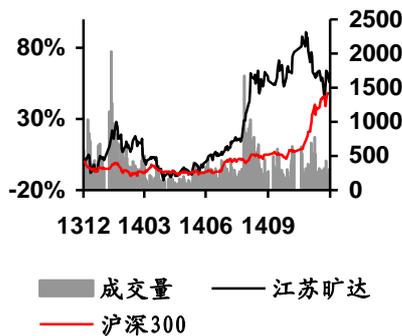
当前价格(元): 18.06  
合理价格区间(元): 24~28

郑丹丹 执业证书编号: S0570513070004  
研究员 021-28972087  
zhengdandan@htsc.com

相关研究

- 1《江苏旷达(002516):我国规模最大的汽车内饰面料专业生产基地》2011.10
- 2《江苏旷达(002516):毛利受压,净利润小幅增长——2011年三季报点评》2011.10

股价走势图



光伏电站新业务助力转型

江苏旷达(002516)

投资要点:

- ◆ **业务转型升级有序推进,光伏电站业务渐成重要增长点。**公司以“做精面料、做大电力”为战略,积极调整业务结构。公司于2013年6月全资设立“旷达电力”,并于8月成功收购“青海力诺”,开启光伏领域业务布局。公司定位明确,通过“自建、合资建设、收购股权”等方式,获取太阳能发电资产,以电力销售为主要盈利模式,不直接涉足竞争相对激烈的上中游制造环节。我们预计,光伏发电收入对总收入的贡献将从2013年的1.95%逐步提升至2016年的14%,有效优化业务结构。
- ◆ **善借优势资源迅速扩大电站业务。**在开发光伏电站业务过程中,公司积极发展地方政府、光伏行业上中游实力派企业、金融机构等三类优质合作方,整合政策资源优势、生产经营经验优势、资金优势,助力光伏电站业务快速扩展,争取尽快实现GW装机规模。2013年底公司通过收购青海力诺,获得电站装机50MW;2014年,公司通过收购沐阳国信阳光、施甸国信阳光,获得电站装机40MW;将于近期并网的温泉国盛、富蕴国联共计装机60MW。我们预计,2014年底公司将实现光伏发电并网装机90~150MW,在建逾300MW;2015年将积极开拓陕西、山西、甘肃、内蒙等省区的业务,利好电力业务持续健康发展。
- ◆ **面料业务稳健发展可期,稳定现金流为光伏电站业务提供财务支持。**公司形成了从化纤生产-织造-染色-后整理-复合-裁剪-座套缝制的完整汽车内饰面料产业链,是汽车内饰面料国家及行业标准的起草单位之一,在有色差别化涤纶丝生产、面料的后整理等方面具有技术优势。汽车面料市场需求相对稳定,公司的市场竞争力较强,客户关系较为稳固,并积极拓展火车与飞机用面料市场、国际市场、电子商务销售渠道,业务稳健发展可期。此外,近期国际原油价格急剧下降,在一定程度上将传导至公司面料产品所涉化纤材料,利好近期面料产品单位市场成本下降。我们预计,面料业务于未来2~3年将保持约10%的收入年均增速,为公司持续贡献稳定现金流。
- ◆ **给予“买入”评级:**我们预计,2014~2016年,公司将于当前股本下分别实现EPS 0.74元、1.00元、1.36元,对应24.3倍、18.1倍、13.3倍P/E。
- ◆ **风险提示:**光伏业务拓展或不达预期;光伏电站建设或遇筹资短缺等问题;传统业务竞争或加剧。

公司基本资料

总股本(百万)	250.00
流通A股(百万)	108.90
52周内股价区间(元)	10.16-21.79
总市值(百万)	4,515.00
总资产(百万)	3,282.83
每股净资产(元)	7.37

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,425.08	1,874.94	2,183.51	2,569.83
+/-%	20.94%	31.57%	16.46%	17.69%
净利润(百万)	142.62	185.63	249.22	339.87
+/-%	10.39%	30.16%	34.26%	36.37%
EPS	0.57	0.74	1.00	1.36
PE	31.66	24.32	18.12	13.28

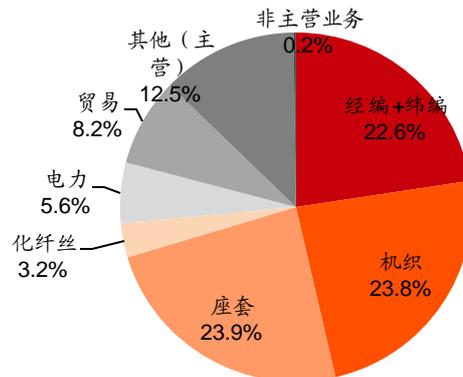
资料来源:公司公告,华泰证券研究所

## 双主业格局逐渐明晰

江苏旷达（以下简称“公司”）的传统主业为汽车面料，近一年多来战略性布局新能源板块，积极推进光伏电站开发建设，“面料+电力”的双主业轮廓逐渐形成。

2013年，公司实现营业收入14.25亿元。2014上半年，公司实现营业收入8.19亿元，其中73.5%来自面料业务，5.6%来自电力业务，如图1所示。

图 1: 2014 上半年公司营业收入结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

就面料业务而言，公司在汽车内饰面料领域于国内市场领先，是汽车内饰面料国家及行业标准的制订发起人之一，在有色差别化涤纶丝生产、面料的后整理等方面具有技术优势。据公司2014年中报介绍，公司是国内规模最大的汽车内饰面料生产企业，形成了“化纤生产-织造-染色-后整理-复合-裁剪-座套缝制”的完整汽车内饰面料产业链。

就电力业务而言，公司虽是太阳能发电市场的新入者，但发展潜力较大。一方面，管理团队行业经验丰富。比如，公司董事钱凯明先生曾担任顺风光电高管，在光伏领域经验丰富。另一方面，光伏业务资源充足，项目进展较快。据公司近期发布的投资者关系活动记录，公司2014年重点开发青海、江苏、云南和新疆等4省区的光伏项目，2015年将迅速扩大到陕西、山西、甘肃、内蒙等省区。

我们认为，双主业的发展战略，有助改善优化整体业务结构，并在一定程度上对冲市场风险，利好业绩实现持续较快增长。

## 做大做强光伏电站业务

### 通过“自建、合资建设、收购股权”等方式，快速扩展光伏电站装机容量

作为一种常见的可再生能源，太阳能发电获得多项政策支持，以及产业投资青睐。我们认为，尽管2014年光伏新增装机并网容量或难达到能源局修订后的13GW目标；但长期来看，我国对光伏产业的支持明确，业内商业模式创新活跃，加之技术提高、工艺改进，行业发展前景向好。

公司于2013年6月全资设立“旷达电力”，并于8月成功收购“青海力诺”，开启光伏领域业务布局。公司定位明确，通过“自建、合资建设、收购股权”等方式，获取太阳能发电资产，以电力销售为主要盈利模式，不直接涉足竞争相对激烈的上中游制造环节。

在开发光伏电站业务过程中，公司积极发展地方政府、光伏行业上中游实力派企业、金融机构等三类优质合作方，整合政策资源优势、生产经营经验优势、资金优势，助力光伏电

站业务快速扩展。

目前公司已并网及在建光伏电站容量增长迅速，预计2014年底将实现并网装机90~150MW，在建逾300MW，如表格1所示。

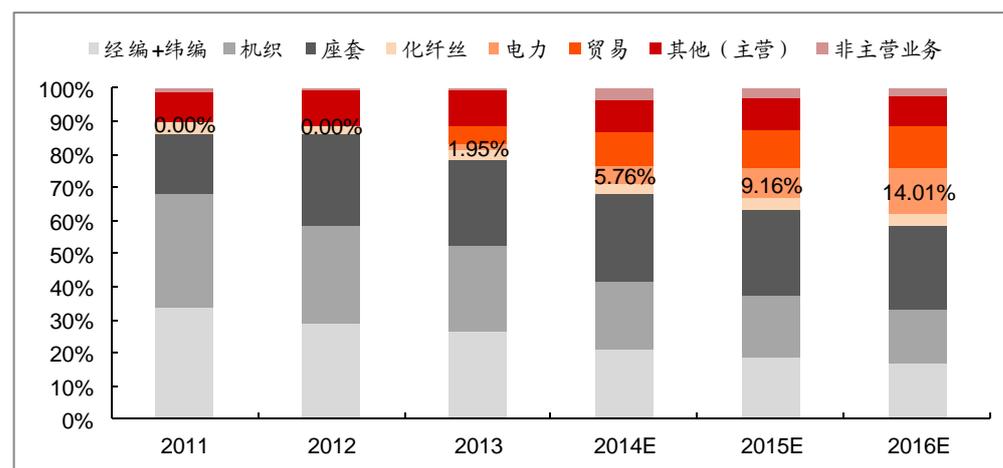
**表格1： 公司光伏电站建设情况（截至2014.12.30）**

电站项目	成立方式	容量	项目进展
青海力诺	收购	50MW	已并网发电
沐阳一期	自建	10 MW	已并网发电
施甸一期	自建	30 MW	已并网发电
温泉国盛阳光	收购	30 MW	预计2014年底或2015年初并网
富蕴国联阳光	收购	30 MW	预计2014年底或2015年初并网
阿图什市一期	收购	30 MW	已取得开展前期工作请示
若羌县国信阳光	收购	20 MW	已获得小路条，等待备案
山西河津一期	合资	50 MW	预计2015年4月开工，8月底并网
内蒙古巴林左旗一期	合资	100 MW	生态农业与光伏合作，预计2015年底可并网
新疆焉耆一期	收购	30 MW	预计2015年二季度开工，年底前并网
甘肃高台一期	自建	49.5MW	预计2015年二季度开工，年底前并网
新疆乌恰一期	自建	30MW	等待备案，预计2015年三季度开工，年底前并网
陕西榆林	-	-	已设立项目公司“榆林旷达光伏发电有限公司”。
更多	-	-	前期工作准备中

资料来源：公司公告、华泰证券研究所整理预测

我们预计，光伏电站发电收入对公司2014~2016年总收入贡献将分别达到5.76%、9.16%、14.01%，如图2所示。由于电站运营业务毛利率较高（超过75%），其收入贡献提高，将利好公司整体毛利率提升。

**图2： 2011~2015年江苏旷达的分项收入统计与预测**



资料来源：Wind资讯、华泰证券研究所

### 间接融资、直接融资双管齐下，为电站业务构筑资金支持

光伏电站建设前期投入巨大，多于并网后逐渐回收收益，因此光伏电站实际上具备金融产品的特征。公司现有融资渠道以国有商业银行贷款为主，已与工商银行签署合作协议，获得总量不超过30亿元等值人民币意向性融资授信额度；同时与农业银行、建设银行等商业

银行展开合作。此外，公司积极谋求直接融资方式，据近期发布的投资者关系活动记录，公司拟通过适度定增、产业基金、互联网金融、资产证券化等方式，拓宽融资渠道。为资金密集型的电站业务发展提供财务支持。

## 面料业务稳健发展可期

### 重视研发投入，积极拓展多元市场

经过多年发展，公司形成了从化纤生产-织造-染色-后整理-复合-裁剪-座套缝制的完整汽车内饰面料产业链。汽车面料市场需求相对稳定，公司的市场竞争力较强，客户关系较为稳固，该业务稳健发展可期。

公司重视研发投入，在面料产业设有博士后工作站和国家级实验室，产品不断推陈出新，在行业内具有较强竞争力。

据公司网站信息，公司是“汽车装饰用机织物及复合机织物”标准的主要起草单位，并参与起草了“专用小学生校车座椅及其车辆固定件的强度”、“专用小学生校车安全技术条件”标准；拥有“羊毛、蚕丝、大豆纤维梭织面料的染色工艺”、“大容量厚实织物的全自动挂布机”等发明专利；另外承担了多项国家火炬计划研发项目。

据近期发布的投资者关系活动记录，公司正积极拓展火车与飞机用面料市场、国际市场，并开拓电子商务销售渠道，面料业务有望保持稳健发展。

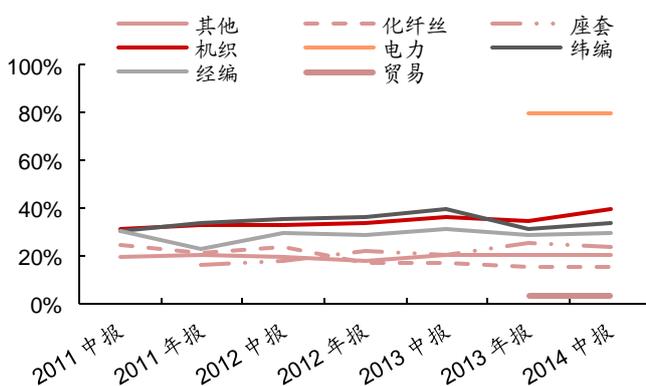
据公司网站报道，公司于2013年、2014年分别入驻天猫商城和京东，开设网上旗舰店，并针对B2C电商用户推出儿童安全座椅等新产品，以及脚垫、座套等个性化定制化产品。我们看好其电商业务的快速成长前景。

我们预计，面料业务于未来2~3年将保持约10%的收入年均增速，为公司持续贡献稳定现金流。

### 原油价格暴跌利好面料业务成本控制

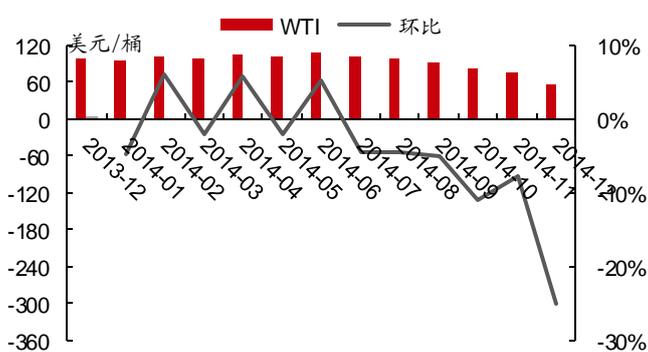
传统汽车面料业务毛利率水平较为稳定，如图3所示。此外，近期原油价格急剧下降，WTI指数从2014年7月初每桶约100美元降至12月29日约55美元（如图4所示）。我们认为，原油价格波动，在一定程度上将传导至公司面料产品所涉化纤材料，利好近期面料产品单位生产成本下降。

图3: 2011~2014年江苏旷达各项业务毛利率统计



资料来源: Wind 资讯、华泰证券研究所

图4: 近期国际油价走势统计



资料来源: Wind 资讯、华泰证券研究所

## 收入成本预测

公司 2014~2016 年的收入与毛利率预测如表格 2 所示。

**表格2: 公司营业收入与毛利率预测 (至 2016 年)**

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>1,425.08</b>	<b>1,874.94</b>	<b>2,183.51</b>	<b>2,569.83</b>
<b>年增长率</b>		31.6%	16.5%	17.7%
<b>综合毛利率</b>	27.8%	26.7%	29.4%	31.5%
<b>经编+纬编</b>				
营业收入 (百万元)	374.15	392.86	412.50	433.13
年增长率		5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	29.7%	30.7%	30.7%	30.7%
<b>机织</b>				
营业收入 (百万元)	375.96	383.48	400.74	418.77
年增长率		2.0%	4.5%	4.5%
毛利率	34.7%	39.0%	39.0%	39.0%
<b>座套</b>				
营业收入 (百万元)	367.13	495.63	569.97	655.46
年增长率		35.0%	15.0%	15.0%
毛利率	25.5%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>化纤丝</b>				
营业收入 (百万元)	42.04	56.75	70.94	85.13
年增长率		35.0%	25.0%	20.0%
毛利率	15.3%	15.2%	15.2%	15.2%
<b>电力</b>				
营业收入 (百万元)	27.81	108.05	200.00	360.00
年增长率		288.5%	85.1%	80.0%
毛利率	79.7%	79.0%	78.5%	78.5%
<b>贸易</b>				
营业收入 (百万元)	77.40	187.18	252.69	315.87
年增长率		141.8%	35.0%	25.0%
毛利率	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
<b>其他</b>				
营业收入 (百万元)	149.76	179.71	206.67	231.47
年增长率		20.0%	15.0%	12.0%
毛利率	20.0%	20.6%	20.6%	20.6%
<b>非主营业务</b>				
营业收入 (百万元)	10.83	71.28	70.00	70.00
年增长率		558.1%	-1.8%	
毛利率	6.2%	-36.9%	5.0%	5.0%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所预测

## 风险提示

光伏业务拓展或不达预期; 光伏电站建设或遇筹资短缺等问题; 传统业务竞争或加剧。

## 盈利预测

**资产负债表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1696	2053	2371	2690
现金	754	950	883	1083
应收账款	437	485	500	764
其他应收账款	17	12	21	17
预付账款	33	48	54	62
存货	195	289	588	413
其他流动资产	260	269	324	351
非流动资产	1153	1297	1218	1234
长期投资	0	0	0	0
固定投资	822	764	687	602
无形资产	141	216	292	368
其他非流动资产	190	317	239	264
资产总计	2849	3350	3589	3924
流动负债	1052	1157	1199	1264
短期借款	150	150	150	150
应付账款	258	307	338	392
其他流动负债	644	700	711	722
非流动负债	7	257	257	257
长期借款	0	250	250	250
其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	1059	1414	1456	1521
少数股东权益	25	35	48	66
股本	250	250	250	250
资本公积	965	965	965	965
留存公积	551	686	871	1123
归属母公司股	1765	1901	2085	2338
负债和股东权益	2849	3350	3589	3924

**现金流量表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	112	94	128	423
净利润	149	195	262	358
折旧摊销	73	93	95	96
财务费用	7	29	51	55
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-130	-105	-370	-55
其他经营现金	13	-118	90	-32
投资活动现金	-214	-109	-79	-79
资本支出	132	0	0	0
长期投资	-78	1	0	0
其他投资现金	-159	-107	-79	-79
筹资活动现金	123	211	-116	-143
短期借款	150	0	0	0
长期借款	0	250	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-27	-39	-116	-143
现金净增加额	21	197	-67	201

**利润表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1425	1875	2184	2570
营业成本	1028	1375	1542	1759
营业税金及附加	9	11	13	15
营业费用	43	50	58	68
管理费用	134	147	171	202
财务费用	7	29	51	55
资产减值损失	18	20	23	26
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	186	243	326	444
营业外收入	7	10	11	12
营业外支出	6	9	9	9
利润总额	186	244	328	447
所得税	37	49	66	89
净利润	149	195	262	358
少数股东损益	6	10	13	18
归属母公司净利	143	186	249	340
EBITDA	266	364	472	595
EPS	0.57	0.74	1.00	1.36

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	20.9%	31.6%	16.5%	17.7%
营业利润	13.7%	30.6%	34.1%	36.3%
归属母公司净利	10.4%	30.2%	34.3%	36.4%
获利能力				
毛利率(%)	27.8%	26.7%	29.4%	31.5%
净利率(%)	10.0%	9.9%	11.4%	13.2%
ROE(%)	8.1%	9.8%	12.0%	14.5%
ROIC(%)	13.8%	17.7%	19.4%	25.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.2%	42.2%	40.6%	38.8%
净负债比率(%)	15.13%	31.82%	30.91%	29.59%
流动比率	1.61	1.77	1.98	2.13
速动比率	1.41	1.50	1.45	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.60	0.63	0.68
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.69	4.87	4.78	4.82
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.57	0.74	1.00	1.36
每股经营现金流	0.45	0.38	0.51	1.69
每股净资产(最新)	7.06	7.60	8.34	9.35
估值比率				
PE	31.66	24.32	18.12	13.28
PB	2.56	2.38	2.17	1.93
EV EBITDA	15	11	8	7

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn