

2012年02月28日

韩伟琪

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

建议申购区间(元) RMB 18.00~24.00

**公司基本资讯**

产业别	汽车零部件		
A 股价(12/02/27)	--		
深证成分指数(12/02/27)	10177.33		
股价 12 个月高/低	--		
总发行股数(百万)	300.00		
A 股数(百万)	75.00		
A 市值(亿元)	--		
主要股东	北京中环投资管理 有限公司 (37.5%)		
每股净值(元)	3.26		
股价/帐面净值	--		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	--	--	--

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

**产品组合**

B 级车外饰件	44.63%
C 级车外饰件	32.27%
A 级车外饰件	2.06%
其他产品和服务	10.56%

**机构投资者占流通 A 股比例**

--	--
--	--

**股价相对大盘走势**

**京威股份 (002662.SZ)**

**新股 IPO 报告**

**分享中国豪车市场的快速成长**

**结论与建议:**

京威股份为中德合资背景、专注于中高档乘用车铝材外饰件生产供应的企业，同国内一汽大众、上海汽车、华晨宝马等一线豪车厂商有长期合作的经验。此次募投 250 万套内外饰件产能将有利于公司突破产能瓶颈，分享中国豪车市场 20% 的快速成长势头。

预计公司 2012、13 年营收将分别达到 16.62 亿元和 19.96 亿元，YoY 分别增长 18.58% 和 20.11%；实现净利润分别为 3.60 亿元和 4.36 亿元，YoY 分别增长 17.15% 和 21.06%；EPS 分别为 1.200 元和 1.453 元。鉴于公司高端定位和下游市场快速成长的预期，建议申购区间为 18 元~24 元，对应 2012 年 P/E 范围为 15 倍~20 倍。

- **IPO 扩建内外饰件产能:** 公司 IPO 拟发行 7,500 万股（占发行后总股本的 25%），募资约 5 亿元，投建 250 万套汽车内外饰产能扩充项目，建成后公司将拥有 500 万套汽车内外饰件产能。
- **公司内外饰件面向国内高端车型:** 客户主要为国内一线主流整车厂，配套车型为代表中高端品牌的 B、C 级车型为主，公司配套的中高端车型有奥迪 A6L、奥迪 Q5、宝马 5 系、奔驰 E 级、丰田皇冠、奥迪 A4L、奔腾 C301、别克君威、荣威 750 等 30 余款车型
- **市占率高且稳定，客户群体逐渐扩大:** 公司在国内中高档乘用车内外饰件市场占有率稳定在 20%~30% 之间，与一汽大众、上海汽车、华晨宝马皆有长期稳定的合作关系；未来客户群体逐渐扩大，包括沃尔沃、北汽、比亚迪等企业已展开合作。
- **中国豪车市场增长前景广阔:** 中国富裕阶层规模快速扩大，国内豪车市场有望以 20% 以上的增速继续前进。奥迪、奔驰、宝马 2012 年销量增速预期皆在 20% 以上。
- **盈利预期:** 预计公司 2012、13 年营收将分别达到 16.62 亿元和 19.96 亿元，YoY 分别增长 18.58% 和 20.11%；实现净利润分别为 3.60 亿元和 4.36 亿元，YoY 分别增长 17.15% 和 21.06%；EPS 分别为 1.200 元和 1.453 元。
- **投资建议:** 鉴于公司高端定位和下游市场快速成长的预期，我们建议的申购区间为 18 元~24 元，对应 2012 年 P/E 范围为 15 倍~20 倍。

..... 接续下页 .....

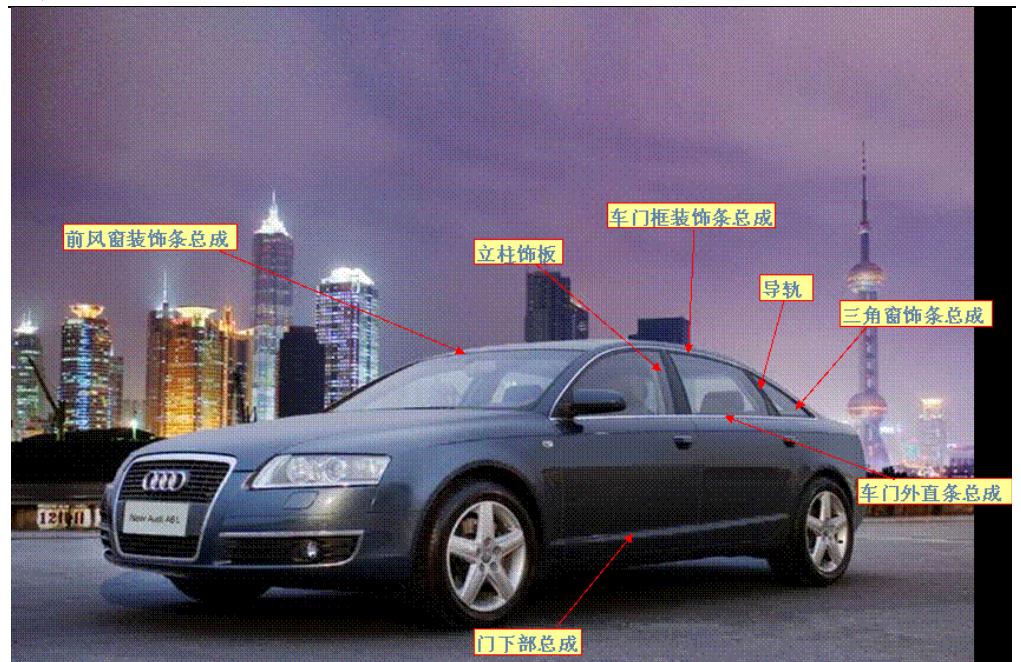
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	173	277	307	360	436
同比增减	%	39.54%	60.13%	11.13%	17.15%	21.06%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.768	1.229	1.366	1.200	1.453
同比增减	%	39.54%	60.13%	11.13%	-12.13%	21.06%
A 股市盈率(P/E)	X	31.26	19.52	17.57	20.00	16.52
股利(DPS)	RMB 元				0.360	0.440
股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	1.83%

## 营运分析

### ➤ 公司简介:

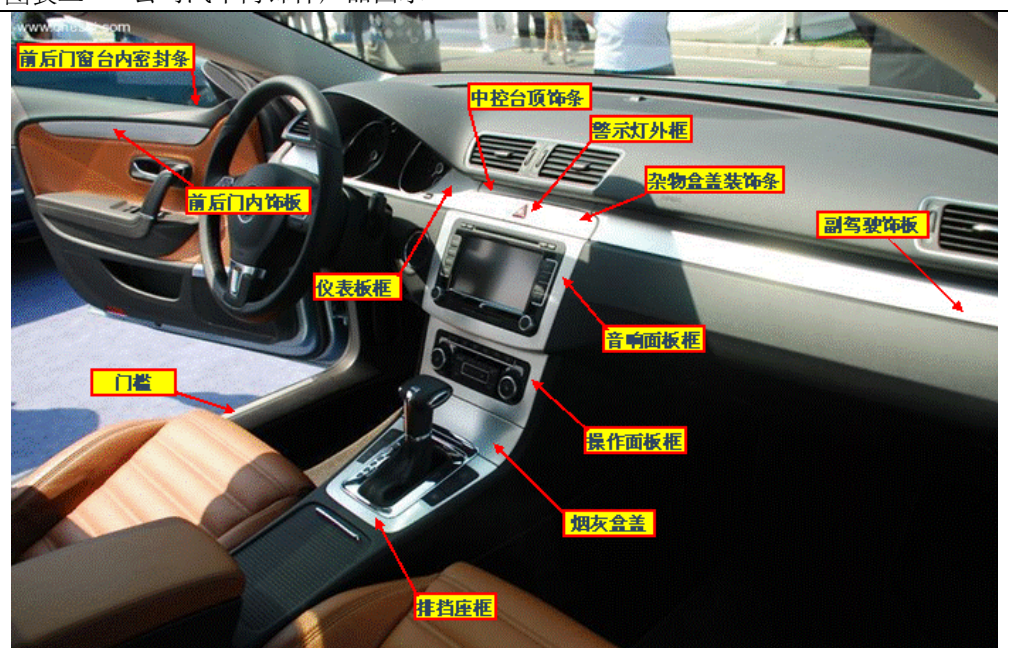
北京威卡威汽车零部件股份有限公司由中环股份（50%）和德国埃贝斯乐（47%）共同出资设立，主营乘用车内外饰件产品，包括车门外直条总成、风窗饰条总成、防擦条、立柱饰板（B柱/C柱）、行李架总成、天窗框、门槛压条总成、内饰板和仪表板框等。

图表一： 公司汽车外饰件产品图示



资料来源：《IPO 招股书》

图表二： 公司汽车内饰件产品图示



资料来源：《IPO 招股书》

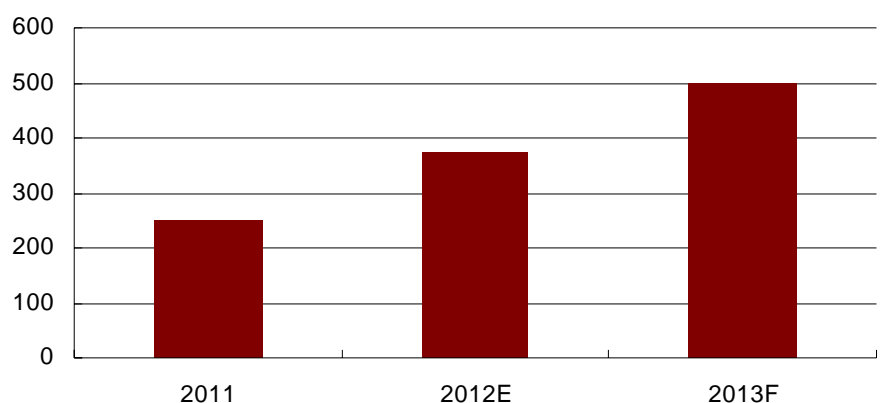
IPO 募资约 5 亿元，投建 250 万套内外饰件产能。

➤ **IPO 募资，拟投入 4.9 亿元建设 250 万套内外饰件产能**

此次公司 IPO，拟发行 7500 万股，募资投建 250 万套内外饰件产能(产能扩充一倍)，包括一条 2200T 铝型材挤出生产线，项目投资综合预计为 4.9 亿元左右。

预计相关产能将分两期投产，2012 年中将有 125 万套左右产能赋予实施，而二期则将于 2013 年年中建成，届时公司将拥有 500 万套的内外饰件产能；而 2200T 铝型材挤出生产线能够有效提高公司铝型材自制率，一方面，公司扩展了铝型材的产品线另一方面，公司可最终减少从德国埃贝斯乐铝材进口铝型材，节省运输费用并降低产品成本。

图表三： 公司产能提升情况 (单位：万套)



资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

公司方面预测，本项目完全达产后，将年新增销售收入 11.25 亿元，年新增利润总额 2.26 亿元。本项目投资收益率为 46.01%，内部收益率为 30.12%（所得税后），投资回收期为 5.43 年，盈亏平衡点为 53.81%（按生产能力计算）。

➤ **铝材精品化战略，将受益铝材外饰泛用化的趋势**

公司为中德合资背景，一直以来贯彻“精品化”、“高端化”和“齐全化”的经营策略。

通过引进吸收全球顶尖铝型材公司威卡威的先进技术和优质产品，配合德系血统、自主研发改进的挤出成型、表面处理技术，以及周全的配套产品，成为国内高端德系车企最主要的内外饰件供应商之一。

同时铝合金外饰相对于以往不锈钢外饰，具有重量轻、耐腐蚀、光亮持久性高等优势，其在外饰市场的广泛应用正成为趋势。公司得益于大股东之一——德国埃贝斯乐及其母公司德国威卡威全球领先的铝型材技术，将是铝材趋势化的最大受益者之一。

➤ **公司产品主要面向国内中高端乘用车**

公司主要为国内大众、宝马、

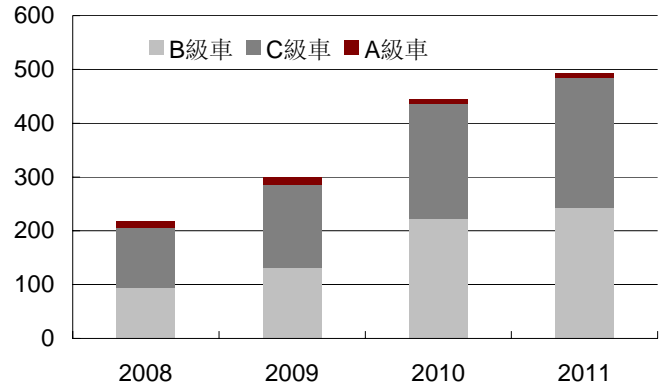
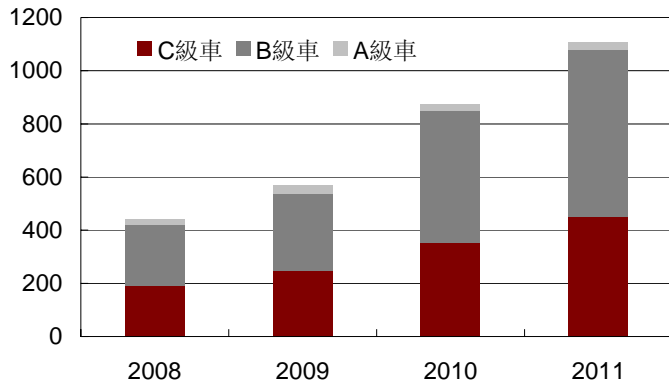
公司的客户主要为国内欧美系一线主流整车厂，包括一汽大众、上汽集团、华晨宝马、北京奔驰等；配套车型为代表中高端品牌的 B、C 级车型为主，如奥迪 A6L、

奔驰等中高端乘用车供应内外饰件。

奥迪 Q5、奥迪 A4L、宝马 5 系、奔驰 E 级、丰田皇冠、奔腾 C301、别克君威、荣威 750 等 30 余款车型；此外公司还给少量 A 级车配套内外饰件系统。

以 2011 年年度数据，公司对应 B 级车和 C 级车的内外饰件产品所占总营收比例分别为 44.6%和 32.3%。

图表四： 公司各级别车型对应产品营收 （单位：百万元） 图表五： 公司各级别车型对应产品毛利 （单位：百万元）



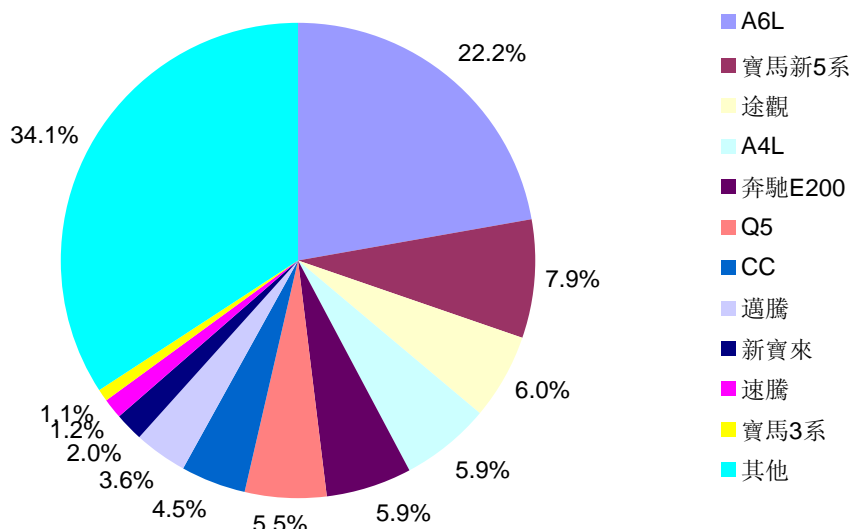
资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

奥迪 A6L 为公司最主要配套车型。

从产品对应的下游车型来看，2011 年收入最高的产品皆为国内畅销的中高端乘用车，其中一汽-大众奥迪的 A6L 为公司最主要的配套车型，其后依次为 BMW 5 系、大众途观、奥迪 A4L 和奔驰 E200 等。

图表六： 2011 年公司主要配套车型产品销售收入分类



资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

➤ 豪车零配件市场占有率高，同时客户集中度亦相对较高

公司 90%以上产品配套给中高档乘用车，不过由于该产品并无专门的资料统计，公司利用中汽协提供的中高端乘用车产量以及公司相关产品产量计算得出其市场占有率。

公司在国内中高档乘用车内外饰件市场占有率稳定在

20%~30%之间。

图表七：公司主要中高档乘用车配套产品国内市场占有率

类别	主要产品	市场占有率		
		2011	2010	2009
外饰系统	车门外直条总成	29.65%	24.44%	24.36%
	门框/侧框/侧梁装饰条总成	19.08%	15.97%	16.42%
	三角窗装饰条总成	14.58%	11.05%	9.86%
	顶盖/风窗饰条总成	26.59%	30.06%	11.42%
	防擦条/不锈钢光亮饰条总成	14.78%	11.47%	8.51%
	天窗框	15.42%	13.82%	11.21%
	行李架总成	10.45%	5.90%	1.26%
	立柱饰板（B/C柱）	37.72%	32.35%	35.51%
内饰系统	门下部防护条	5.41%	7.43%	9.09%
	压条总成	10.49%	14.16%	12.74%

资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

近年来，一汽大众一直是公司最大的客户，贡献主营业务收入比例一直在 45% 左右，对公司业绩的影响力度较大。而北京奔驰、华晨宝马亦与公司有长期的合作关系。

图表八：公司前五大客户占主营收入比重

序号	2009		2010		2011	
1	一汽大众	43.67%	一汽大众	45.41%	一汽大众	43.67%
2	一汽轿车	9.73%	一汽轿车	7.90%	华晨宝马	7.68%
3	上海通用	7.21%	上海通用北盛	6.19%	上海大众	6.90%
4	华晨宝马	4.95%	华晨宝马	5.20%	北京奔驰	6.12%
5	上汽集团股份	4.28%	上海大众	4.91%	上海通用北盛	5.88%
	合计	75.84%	合计	69.61%	合计	70.25%

资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

➤ 下游客户群合作关系稳定，未来客户群正逐步扩大，涉及车型也不断多元化

公司通过长期框架协议锁定产品出海口。奥迪 A6L、迈腾等主要配套产品已锁定后期协议。

公司与客户的合作方式主要以长期合作框架协议对后续供货交易做一定程度的锁定，框架协议长度一般为 5~7 年。

目前公司与主要客户的框架协议多为 2015 年前后结束，而如一汽大众旗下奥迪 A6L、迈腾、速腾等车型的协议将于今明两年结束，其后续的框架协议也已基本签订完成。

从公司目前的续签情况看，如奥迪 A4L、Q5、大众途安、途观、奔驰 E、C 系列以及通用等车型的框架协议续签工作预计将会在 2012、13 年相继开展，届时可关注公司相关协议的续签情况以做进一步的盈利预测。

图表九：公司与主要客户框架协议签订/续订情况

客户	车型	框架协议签订时间	框架协议预计结束时间	后续框架协议签订时间	后续框架协议预计结束时间
一汽	奥迪 A6L	2003	2012	2010	2017

大众	速腾	2006	2012	2010	2017
	迈腾	2006	2011	2009	2015
	奥迪 A4L	2009	2015	新一代车型尚未开发	
	奥迪 Q5	2008	2015	新一代车型尚未开发	
	CC	2008	2016	新一代车型尚未开发	
一汽轿车	B50	2008	2015	新一代车型尚未开发	
	B70	2005	2013	2010	2017
华晨宝马	宝马 3 系	2008	2012	未取得后续框架协议	
	宝马新 5 系	2010	2018	新一代车型尚未开发	
上海大众	斯柯达昊锐	2008	2017	新一代车型尚未开发	
	途安	2009	2014	新一代车型尚未开发	
	途观	2008	2016	新一代车型尚未开发	
北京奔驰	奔驰 E200	2008	2016	新一代车型尚未开发	
	奔驰 C200	2008	2014	新一代车型尚未开发	
神龙	雪铁龙 C5	2009	2015	新一代车型尚未开发	
通用北盛	英朗 Delta	2008	2016	新一代车型尚未开发	
	科鲁兹	2007	2015	新一代车型尚未开发	

资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

公司南方版图扩张中，沃尔沃、北汽、比亚迪等新客户已开展合作。

同时，近年来公司商业版图逐渐扩张，南方的上海大众、东风神龙等也逐步扩大了对公司产品的采购，如上海大众的途观、斯柯达昊锐、上海通用的英朗、科鲁兹以及东风神龙的雪铁龙 C5 等。

根据公司招股书披露，公司已开始与沃尔沃、比亚迪-戴姆勒、北京汽车等厂商开始合作开发相关内外饰件，同时与一汽大众、上海大众、一汽轿车等老客户和合作也在进一步深化。

预计未来公司将继续走高端和多元化的经营路线，逐步扩大在国内、包括自主品牌在内的中高端乘用车的市占率，拓展销售网络的同时，将经营风险分散。

图表十：公司现正开发的新车型内外饰件系统产品与合作企业

项目	2012		2013	
外饰系统项目	一汽轿车	奔腾 (C303)、D003、D009	北京奔驰	V205
			上海通用	DZXX
	一汽大众	捷达 (NF)、X77 (Q3)	BYD-戴姆勒	Tiger 电动车
			神龙汽车	T88
			一汽轿车	D009
	上海大众	桑塔纳 NF、新朗逸、斯柯达 A-entry	一汽大众	Q5PA、F11
			上海大众	VW313、YETI
北汽	C70G	沃尔沃	S60	
内饰系统项目	一汽轿车	奔腾 (C303)、D003	北汽	C50E、C60F
	一汽大众	B8PA、X77		

资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

➤ 中国豪车市场潜力巨大，2012 年主要国产化豪车增速预计皆在 20%以上

虽然 2011 年全国汽车产量增速大幅减缓至 0.84%，乘用车增速降至 4.23%，

中国富裕阶层规模快速扩大，国内豪车市场有望以 20%以上的增速继续前进。

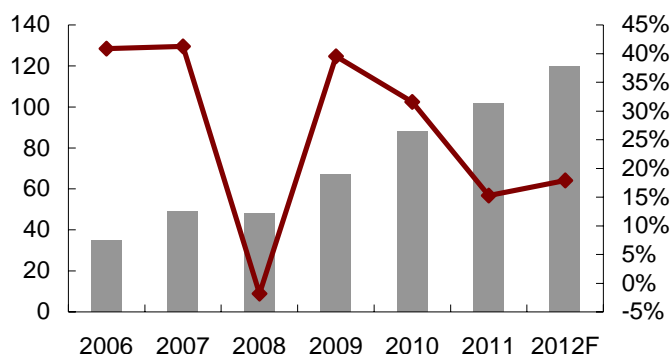
不过细分豪车市场仍旧以惊艳的速度前进。

根据中国汽车工业协会统计，一汽大众 2011 年完成产量 101.78 万辆，YoY+15.3%，旗下奥迪品牌完成产量 25.86 万辆，YoY+22.8%；华晨宝马完成产量 9.82 万辆，YoY+76.7%；北京奔驰完成产量 8.02 万辆，YoY+101.7%。

现阶段中国经济仍旧处在每年 9%左右的增长速度，中国富裕阶层的规模不断扩大，其对高档乘用车的需求增长为全球之最，加之豪车产销的绝对数量较小，我们认为这一快速增长的势头仍将持续 3~5 年。

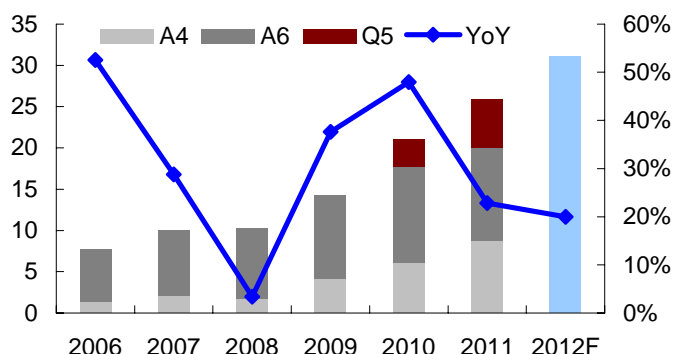
市场对于 2012 年国内汽车销售增速的预期多集中在 5%~10%的区间内，即便如此，三大国产化豪车 ABB 对于 2012 年的销售目标普遍给予了 20%以上的计划。

图表十一：一汽大众产量及 YoY:



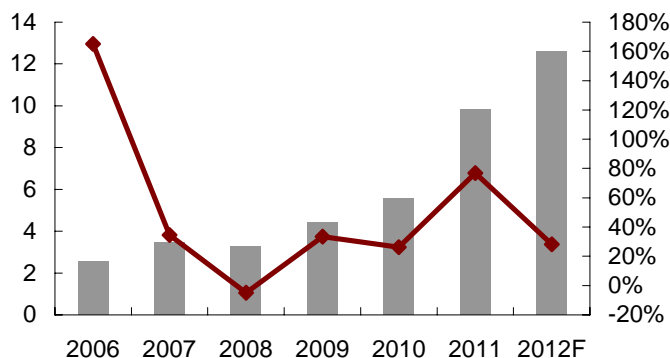
资料来源：中汽协，群益证券（2012/02）

图表十二：一汽-大众奥迪产量及 YoY:



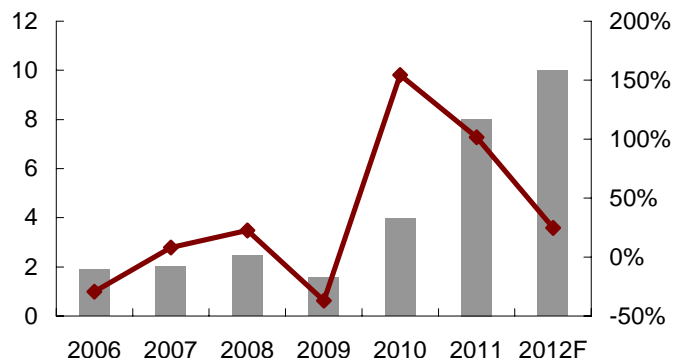
资料来源：中汽协，群益证券（2012/02）

图表十三：华晨宝马产量及 YoY:



资料来源：中汽协，群益证券（2012/02）

图表十四：北京奔驰产量及 YoY:



资料来源：中汽协，群益证券（2012/02）

➤ 公司毛利率明显高于同业，净利润率达到了 22%

2008~2011 年，公司毛利率分别为 47.69%、50.91%、49.05%和 43.58%，远高于同业竞争对手；同期净利润率分别为 28.47%、34.15%、30.32%和 25.14%，同样也是鹤立鸡群。

图表十五：公司与同业公司主要盈利指标横向对比

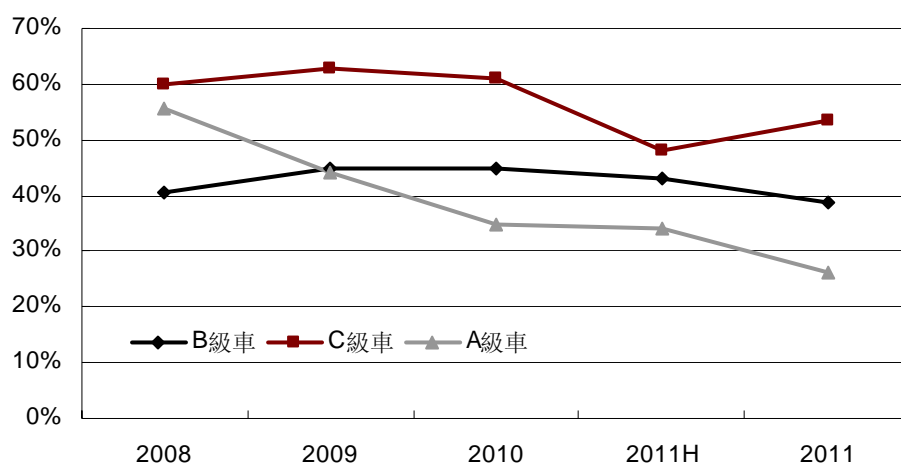
报表项	年度	凌云股份	宁波华翔	双林股份	中航精机	敏实集团	平均	京威股份
		600480.SH	002048.SZ	300100.SZ	002013.SZ	0425.HK		002662.SZ

毛利率	2011H	21.79%	21.59%	29.76%	19.51%	35.16%	25.56%	<b>44.61%</b>
	2010	24.35%	22.87%	31.25%	19.79%	36.33%	26.92%	<b>49.05%</b>
	2009	25.78%	21.62%	28.98%	19.63%	38.50%	26.90%	<b>50.91%</b>
销售净利率	2011H	9.13%	13.58%	15.95%	6.87%	22.93%	13.69%	<b>25.42%</b>
	2010	11.70%	15.77%	13.91%	6.56%	23.59%	14.31%	<b>30.32%</b>
	2009	12.76%	14.95%	9.91%	7.10%	25.92%	14.13%	<b>34.15%</b>
净资产收益率	2011H	5.87%	7.08%	8.66%	4.63%	6.92%	6.63%	<b>19.15%</b>
	2010	18.82%	20.67%	20.27%	7.81%	17.19%	16.95%	<b>54.90%</b>
	2009	24.77%	28.33%	23.35%	7.24%	17.49%	20.24%	<b>52.39%</b>

资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

细分来看，公司针对 B 级车、C 级车以及少量 A 级车产品的毛利率呈明显的阶段性分布，以 2011 年财务数据为例，C 级车外饰件系统毛利率达到 53.6%，B 级车对应产品为 38.9%，而 A 级车则为 26.1%。

图表十六：公司毛利率细分（by 产品）



资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

公司高毛利率得益于产业链纵向延伸、配套齐全、产品定位高以及规模效益。

公司方面表示，其明显高于行业毛利率的原因得益于：

- 1) 公司产品的工艺技术水平高、配套能力强，内外饰件除了公司主营的铝合金型材外，其余如塑料、橡胶以及不锈钢等其他配件公司也实现一体化生产供应；
- 2) 自身产业链纵深发展，公司购进铝锭等原材料后，后续铸件、挤出、成型、以及磨光和喷涂等表面处理技术，皆在内部独立完成公司，减少了外协加工产生的额外成本，同时纵深的产业链也能有效减少原材料价格起伏而造成的成本变动；
- 3) 作为一级供应商，面向高端市场，且给予相关汽车企业的配套率高，拥有一定程度的议价能力；
- 4) 规模效益。

另，2011 年度公司毛利率有所下降则主要是由于报告期内人工成本大幅增长所致，全年公司直接人工成本为 1.16 亿元，YoY+96.75%，主要为公司为募投项目实施的前置动作，包括人员扩招培训、员工薪资上涨等，还包括部分新入资产的折

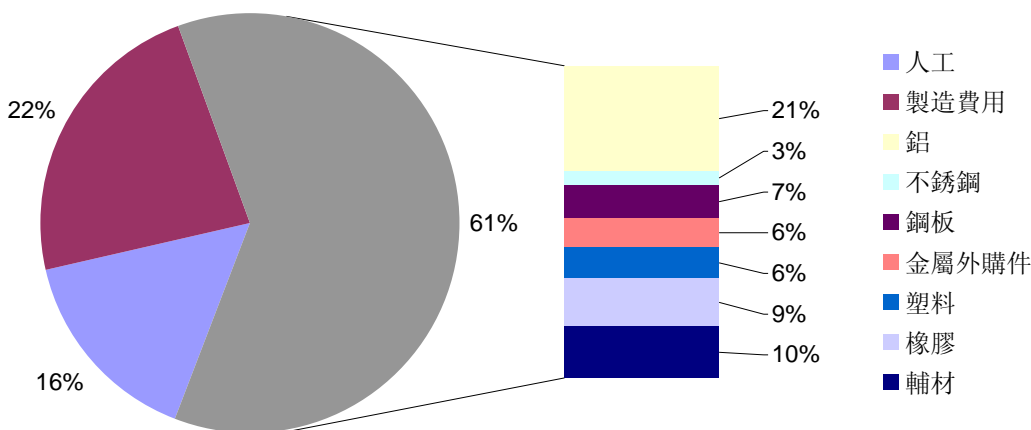
旧计提。

➤ 原材料价格波动直接影响公司毛利率高低

公司主营业务成本中占比最高的为原材料成本，约为 60%左右，而铝类材料则是原材料成本中占比最大的部分，铝价的波动会对公司毛利率产生直接的影响。

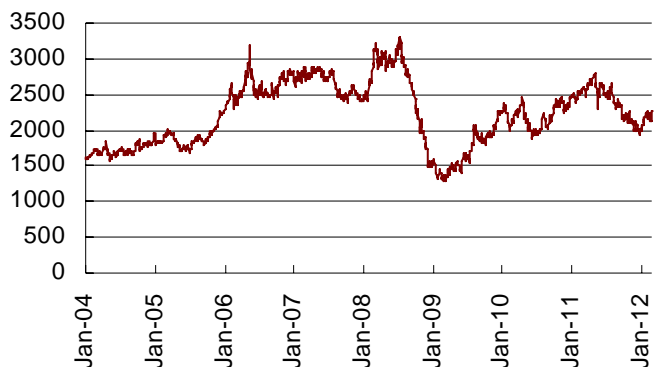
公司直接采购铝棒、铝锭等“粗制”原料，加工成型则全部由公司内部解决，一定程度上降低了成本对于原材料价格波动的敏感性。通过成本细分粗略来看，公司采购铝价每上涨 10%，对毛利率的拖累约为 1~2 个百分点，而上涨 30%后，毛利率降幅则会扩大到 5 个百分点左右（皆不考虑公司调整产品销售价格的影响）。

图表十七：主营业务成本细分



资料来源：《IPO 招股书》，群益证券

图表十八：LME 铝价走势



资料来源：wind，群益证券（2012/02）

图表十九：沪铝走势



资料来源：Wind，群益证券（2012/02）

盈利预测

后续来看，我们认为依托于国内汽车细分行业中最强劲的豪车市场，公司产品

下游的需求增长将优于行业平均水平，同时辅以 250 万套新产能分两年的逐步释放，其整体产销规模预计会实现平稳快速的成长趋势。

参考行业给予中国中高档、豪华乘用车 20%以上的增速预期，我们预计公司 2012、13 年的产品销量以及营收规模增速都会维持在 20%左右；毛利率则因新建项目投产初期的折旧并表而出现小幅的下降，预计 2013 年前后，产能利用率提高后，将冲抵这一影响。

预计公司 2012、13 年营收将分别达到 16.62 亿元和 19.96 亿元，YoY 分别增长 18.58%和 20.11%；实现净利润分别为 3.60 亿元和 4.36 亿元，YoY 分别增长 17.15%和 21.06%；EPS 分别为 1.200 元和 1.453 元。

鉴于公司高端定位和下游市场快速成长的预期，我们建议的申购区间定价为 18 元~24 元，对应 2012 年 P/E 范围为 15 倍~20 倍。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy ( $ER \geq 30\%$ )；买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	723	1162	1402	1662	1996
经营成本	355	592	791	945	1131
营业税金及附加	1	3	10	12	14
销售费用	26	43	56	66	80
管理费用	47	59	73	86	103
财务费用	-1	3	0	-1	-1
资产减值损失	1	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-3	-2	-1
营业利润	294	461	470	552	668
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	296	460	470	552	668
所得税	49	108	118	138	167
少数股东损益	74	76	45	54	65
归属于母公司所有者的净利润	173	277	307	360	436

**附二：合并资产负债表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	160	172	137	631	640
应收帐款	210	284	346	415	465
存货	162	210	269	331	398
流动资产合计	558	705	818	1390	1529
长期投资净额	0	9	6	6	6
固定资产合计	124	207	286	344	464
在建工程	1	0	25	144	101
无形资产	15	47	51	61	67
资产总计	701	986	1219	1968	2196
流动负债合计	156	240	243	340	380
长期负债合计	0	0	0	5	8
负债合计	156	240	243	345	388
少数股东权益	158	126	151	158	166
股东权益合计	545	746	977	1465	1641
负债和股东权益总计	701	986	1219	1968	2196

**附三：合并现金流量表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	198	252	297	365	431
投资活动产生的现金流量净额	-16	-246	-83	-270	-324
筹资活动产生的现金流量净额	-75	8	-249	399	-97
现金及现金等价物净增加额	107	14	-36	494	9

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。