

京威股份 (002662.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入

业绩点评

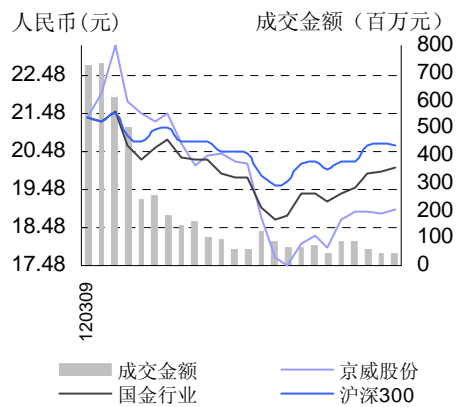
市价(人民币): 18.98元

业绩快速增长, 高端定位价值凸显

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.00
总市值(百万元)	5,694.00
年内股价最高最低(元)	23.29/17.48
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《盈利能力极强的中高端内外饰件领军企业》, 2012.2.27

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.234	1.379	1.241	1.530	1.848
每股净资产(元)	2.76	3.67	8.77	9.92	11.64
每股经营性现金流(元)	1.12	1.32	1.16	1.47	1.79
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	55.41	45.65	45.65	45.65	45.65
净利润增长率(%)	60.80%	11.67%	20.06%	23.23%	20.81%
净资产收益率(%)	44.80%	37.55%	14.15%	15.42%	15.88%
总股本(百万股)	225.00	225.00	300.00	300.00	300.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 一季度公司实现收入 3.67 亿元, 同比增长 34.93%; 归属母公司股东净利润 7319 万元, 同比增长 33.76%, 对应 EPS 为 0.24 元(按最新股本摊薄)。

经营分析

- **收入及净利均实现高速增长。** 一季度公司收入增速约为 35%, 归属母公司净利润增速也达 34%。我们认为, 公司专注于中高端乘用车的定位以及纵向一体化的产业链优势是公司区别于一般零部件企业的显著特征, 也是公司具有更强成长性和盈利能力的关键保障, 在行业整体销量仍为负增长的一季度, 公司抢眼的业绩表现充分说明了其卓尔不凡的强大竞争力。
- **销售、管理费率提高明显, 但全年费率水平有望基本持平。** 一季度公司销售费率为 4.64%, 管理费率为 5.42%, 明显高于去年全年的 3.97% 与 5.20%。我们考虑这主要为季节原因所致, 一季度公司销售费用为 1705 万元, 增长 35%, 增速仅略高于收入增速, 而管理费用为 1989 万元, 增长 13.5%, 增速远低于收入增速。由此可见, 公司销售、管理费率后续有望明显下降, 我们预测全年值应与去年全年基本持平。
- **盈利能力略有下滑但仍处于高位。** 一季度公司综合毛利率为 42.67%, 净利率为 23.86%, 略低于去年全年的 43.58% 及 25.14%。公司产品最为主要的原材料为铝锭, 但今年以来铝锭价格较去年同期并无下降, 而通常汽车零部件价格则每年均有所下调, 这是公司盈利能力略有下滑的主要原因。尽管如此, 公司的整体盈利能力仍处于很高水平, 且随着公司铝棒自给率的提高, 公司纵向一体化程度将有进一步提高, 公司全年盈利能力将保持基本稳定。
- **中高端乘用车销量有望继续保持高速增长:** 今年一季度, 中高端乘用车销量继续快速增长, “奥迪+宝马+奔驰”(国产)三者销量增速达 43.2%, 与 2011 年全年的 44.0% 基本持平, 远好于乘用车行业整体下滑 1.3% 的增速表现。我们认为, 随着国内消费升级与二次购车比例的提高, 中高端乘用车销量仍将快速增长, 且其增速仍有望显著高于汽车行业整体水平, 这也是京威业绩继续保持快速增长的基础。

- **预告中报业绩增长 10-40%:** 公司已预告中报业绩将增长 10-40%，由此中报 EPS 将介于 0.48-0.61 之间。我们判断，得以于中高端乘用车市场的继续快速增长，公司全年业绩增长将至少为 20% 以上，中报业绩增速也将为 20% 以上。

盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年可实现归属母公司净利润分别为 3.72 亿元、4.59 亿元、5.54 亿元，分别增长 20%、23%、21%，对应的 EPS 分别为 1.24 元、1.53 元、1.85 元。

投资建议

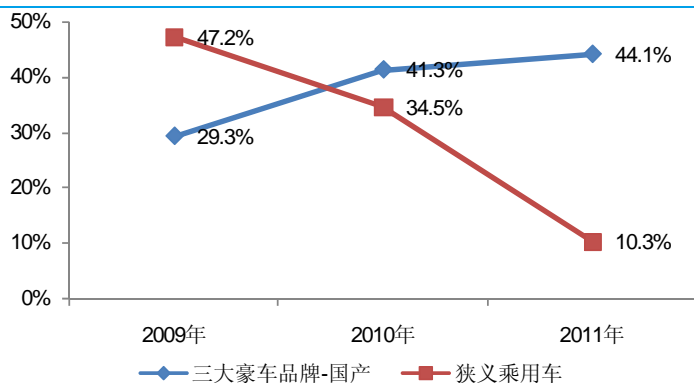
- 公司目前股价为 18.98 元，对于 2012-2014 年 EPS 分别为 15、12、10 倍 PE。作为 A 股少有的真正定位于中高端市场且具有核心技术优势、未来至少有望保持 20% 以上增长的企业，我们认为公司当前估值存在一定低估。按 15-18 倍 PE 估值，我们认为公司合理价格应为 18.8-22.5 元，首次给予“买入”评级。

附：看好京威的主要理由

中高端乘用车销量快速增长，产能加速扩张

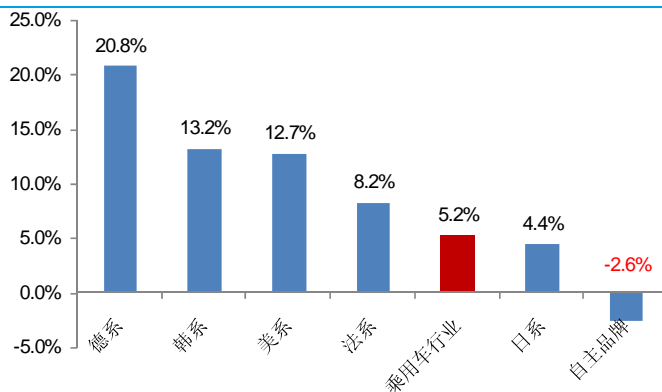
- **中高端乘用车销量快速增长:** 在经历 2009-2010 年的高速增长后，乘用车销量增速在 2011 年明显放缓，但中高端品牌乘用车增速仍相对较快。占据国内中高端乘用车主要份额的合资品牌，2011 年整体销量增速为 11.7%，其中德系车更是达到 20.8%，远超乘用车行业 5.2% 与自主品牌-2.6% 的表现。而以宝马、奔驰、奥迪三大品牌为代表的豪华品牌，销量增速更是惊人。2010 年与 2011 年，三大品牌在华总销量增速分别为 71.2% 与 35.6%，其中国产车销量的增速为 41.3% 与 44.1%，而同期狭义乘用车销量增速仅为 34.5% 与 10.3%。我们认为，随着国内消费升级与二次购车比例的提高，中高端品牌的销量仍将快速增长，且其增速仍有望显著高于汽车行业平均水平。

图表1：三大豪车品牌与狭义乘用车销量增速比较



来源：中汽协、国金证券研究所

图表2：2011年乘用车分车系销量增速



来源：中汽协、国金证券研究所

- **合资品牌产能加速扩张，豪华品牌尤甚，未来销量有望继续快速增长:** 因国内中高端品牌乘用车需求强劲，合资品牌产能扩张速度正日益加快，其中豪华品牌尤为明显。据我们的统计数据，2012-2013 年，国内合资品牌乘用车产能将达 970.6 与 1,086.0 万辆，分别增长 34.9% 与 11.9%，而宝

马与奔驰累计产能增幅则达到 75.0%与 14.3%。以大众、通用、奔驰等为代表的京威股份的主要客户，2012-2013 年产能增幅分别达 38.3%与 18.5%，已经超过合资品牌平均水平。包括豪华品牌在内的合资品牌的产能扩张从侧面也能说明这些品牌未来销量有望继续较快增长。

图表3: 公司主要合资品牌客户近年产能及预测 (辆)

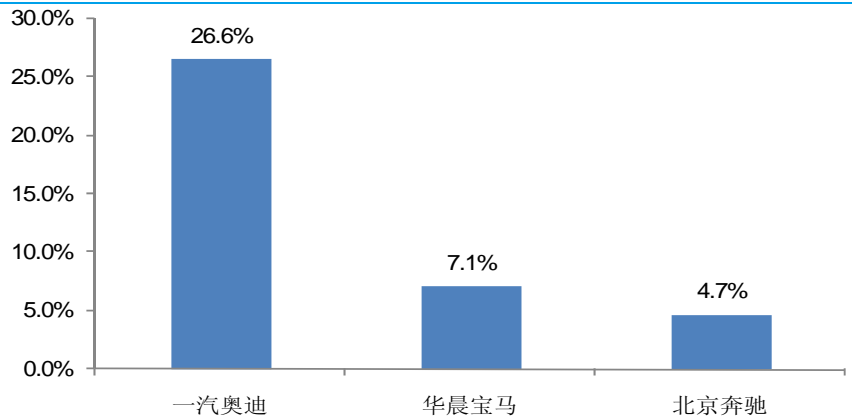
企业	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012 E	2013 E
一汽大众	550,000	550,000	680,000	810,000	810,000	1,010,000	1,410,000
上海大众	510,000	570,000	700,000	700,000	700,000	1,260,000	1,410,000
上海通用	600,000	610,000	760,000	760,000	760,000	1,000,000	1,000,000
东风神龙	300,000	300,000	450,000	450,000	450,000	450,000	600,000
东风本田	120,000	120,000	200,000	240,000	240,000	300,000	360,000
华晨宝马	30,000	40,000	40,000	75,000	100,000	200,000	200,000
北京奔驰	20,000	50,000	75,000	100,000	100,000	150,000	200,000
京威主要客户合计	2,130,000	2,240,000	2,905,000	3,135,000	3,160,000	4,370,000	5,180,000
增速		5.2%	29.7%	7.9%	0.8%	38.3%	18.5%
北京现代	300,000	300,000	500,000	600,000	600,000	900,000	900,000
一汽丰田	320,000	420,000	495,000	510,000	510,000	610,000	710,000
东风日产	360,000	360,000	460,000	480,000	480,000	780,000	780,000
广州本田	360,000	360,000	360,000	360,000	480,000	480,000	480,000
东风悦达起亚	280,000	280,000	280,000	330,000	430,000	430,000	430,000
长安福特马自达	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	600,000	600,000
广州丰田	200,000	200,000	380,000	380,000	380,000	380,000	380,000
昌河铃木			260,000	310,000	310,000	310,000	310,000
长安铃木	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	350,000
郑州日产			86,000	206,000	206,000	286,000	380,000
广汽菲亚特			-	-	-	140,000	140,000
广汽三菱			-	-	-	100,000	100,000
东风裕隆			-	-	30,000	120,000	120,000
非客户合计	2,430,000	2,530,000	3,431,000	3,786,000	4,036,000	5,336,000	5,680,000
增速		4.1%	35.6%	10.3%	6.6%	32.2%	6.4%
合资品牌合计	4,560,000	4,770,000	6,336,000	6,921,000	7,196,000	9,706,000	10,860,000
增速		4.6%	32.8%	9.2%	4.0%	34.9%	11.9%

来源: 国金证券研究所

中高端市场份额领先, 配套车型不断增加

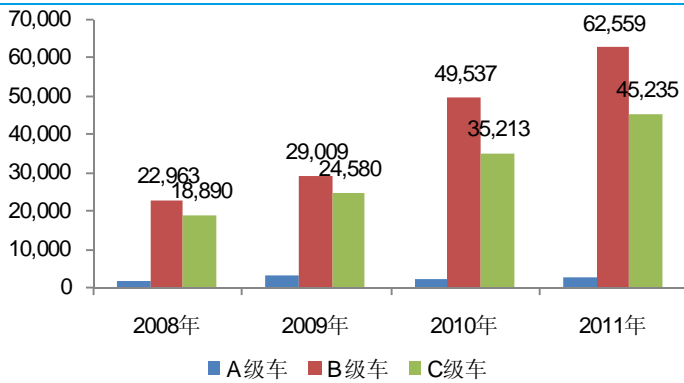
- **B 级与 C 级车型配套营收占比达 97%:** 作为国内领先的铝合金内外饰件供应商, 京威股份已配套包括奥迪、宝马、奔驰三大豪华车品牌在内的众多中高端车型。C 级车方面, 京威对宝马、奥迪、奔驰三大高端品牌的营收占比达 38.4%, C 级车总营收占比达 40.9%; B 级车方面, 配套车型包括雪铁龙 C5、一汽大众 CC 与迈腾、一汽轿车奔腾 B70 等, 2011 年 B 级车营收占比达 56.5%。自有公开资料披露的 2008 年以来, 公司对“B+C”级车的配套比例均超过 94%。

图表4: 2011年京威股份三大高端品牌的营收占比

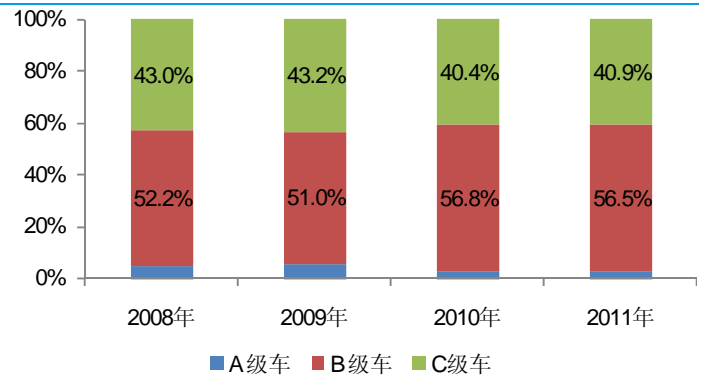


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表5: 公司近年各级别车型外饰件营收 (万元)



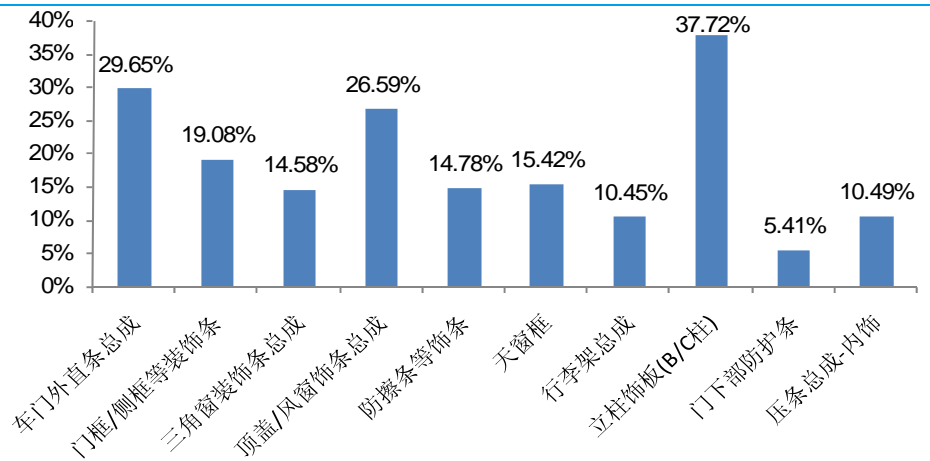
图表6: 公司近年各级别车型外饰件营收占比



来源: 公司资料、国金证券研究所

- 公司中高端品牌外饰市场份额业内领先:** 京威股份产品以外饰件为主, 作为中高端乘用车外饰件的领军企业, 公司主要产品的市场份额均处中高端配套市场的领先地位。公司主要产品车门外直条总成、顶盖/风窗饰条总成、立柱饰板的份额均超过 25%, 门框/侧框等装饰条、防擦条饰条、三角窗饰条总成、天窗框等的份额均已接近或超过 15%。

图表7: 公司主要产品在中高端车型的市场份额-2011年



来源: 公司资料、国金证券研究所

- 配套车型不断增加, 未来业绩增长有坚实基础:** 基于突出的技术水平以及配套能力, 公司在中高端车型配套市场不断攻城略地, 配套车型逐年增加。以 2010 年为例, 公司新获得了奥迪 Q5、奔驰 C200、大众途观等热门车型的配套订单, 这些新配套车型对公司 2011 年的营收贡献超过 20%。截止目前, 公司在 2011-2012 年间又获得了包括奔驰、沃尔沃、奥迪、一汽大众、上海通用、上海大众等多家车企 10 余款新车型的配套订单, 这也将为公司未来业绩的快速成长打下坚实基础。

图表8: 京威股份 2009-2012 年部分新配套车型情况

2009年	2010年	2011年	2012年
			东风神龙 T88
			一汽大众 捷达(NF)
	奥迪 Q5	一汽轿车 B130	一汽轿车 B130、D009
	奔驰 E200、C200	奔驰 X204	沃尔沃 S60
奥迪 A4 L	上海大众 途观、途安、昊锐	上海大众 波罗、NMS、晶锐	上海大众 新朗逸等
宝马 3系	一汽大众 迈腾、CC	上海汽车 荣威(BP31)	北汽奔驰 GLK
一汽大众 新宝来	一汽轿车 奔腾	上海通用 科帕奇	奥迪 Q3

来源: 公司资料、国金证券研究所

图表9: 京威股份收入分拆预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
外饰件					
销售收入 (百万元)	871.7	1,106.8	1,416.8	1,771.0	2,178.3
增长率 (YOY)	53.34%	26.98%	28.00%	25.00%	23.00%
毛利率	51.09%	44.55%	43.80%	43.50%	43.50%
销售成本 (百万元)	426.30	613.72	796.22	1,000.59	1,230.72
增长率 (YOY)	58.24%	43.96%	29.74%	25.67%	23.00%
毛利 (百万元)	445.38	493.12	620.54	770.36	947.55
增长率 (YOY)	48.93%	10.72%	25.84%	24.14%	23.00%
占总销售额比重	74.99%	78.96%	81.71%	84.08%	86.00%
占主营业务利润比重	78.10%	80.72%	83.16%	85.45%	87.23%
内饰件					
销售收入 (百万元)	74.8	75.8	80.3	84.3	88.6
增长率 (YOY)	73.42%	1.37%	6.00%	5.00%	5.00%
毛利率	49.09%	40.48%	40.00%	39.50%	39.50%
销售成本 (百万元)	38.06	45.11	48.20	51.03	53.58
增长率 (YOY)	58.94%	18.53%	6.85%	5.88%	5.00%
毛利 (百万元)	36.70	30.67	32.13	33.32	34.98
增长率 (YOY)	91.52%	-16.42%	4.76%	3.69%	5.00%
占总销售额比重	6.43%	5.41%	4.63%	4.00%	3.50%
占主营业务利润比重	6.44%	5.02%	4.31%	3.70%	3.22%
其他					
销售收入 (百万元)	216.0	219.2	236.7	250.9	266.0
增长率 (YOY)	93.36%	1.48%	8.00%	6.00%	6.00%
毛利率	40.82%	39.76%	39.50%	39.00%	39.00%
销售成本 (百万元)	127.83	132.05	143.22	153.07	162.25
增长率 (YOY)	107.17%	3.30%	8.46%	6.88%	6.00%
毛利 (百万元)	88.16	87.14	93.51	97.86	103.74
增长率 (YOY)	76.32%	-1.15%	7.30%	4.66%	6.00%
占总销售额比重	18.58%	15.64%	13.65%	11.91%	10.50%
占主营业务利润比重	15.46%	14.26%	12.53%	10.86%	9.55%
销售总收入 (百万元)	1162.43	1401.82	1733.82	2106.23	2532.82
销售总成本 (百万元)	592.20	790.88	987.64	1204.69	1446.56
毛利 (百万元)	570.24	610.94	746.18	901.54	1086.27
平均毛利率	49.06%	43.58%	43.04%	42.80%	42.89%

来源: 公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	723	1,162	1,402	1,734	2,106	2,533
增长率		60.7%	20.6%	23.7%	21.5%	20.3%
主营业务成本	-355	-592	-791	-988	-1,205	-1,447
%销售收入	49.1%	50.9%	56.4%	57.0%	57.2%	57.1%
毛利	368	570	611	746	902	1,086
%销售收入	50.9%	49.1%	43.6%	43.0%	42.8%	42.9%
营业税金及附加	-1	-3	-10	-12	-15	-18
%销售收入	0.1%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-26	-43	-56	-69	-84	-101
%销售收入	3.7%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-47	-59	-73	-90	-111	-133
%销售收入	6.5%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	294	465	473	575	692	834
%销售收入	40.7%	40.0%	33.7%	33.1%	32.9%	32.9%
财务费用	1	-3	0	-2	10	12
%销售收入	-0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-1	0	0	-2	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	-2	-2	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	n.a	n.a	0.0%
营业利润	294	462	473	568	698	842
营业利润率	40.7%	39.8%	33.7%	32.8%	33.1%	33.3%
营业外收支	1	-1	0	0	0	1
税前利润	296	461	473	569	698	843
利润率	40.9%	39.7%	33.7%	32.8%	33.2%	33.3%
所得税	-49	-108	-118	-142	-175	-211
所得税率	16.5%	23.3%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	247	354	355	426	524	632
少数股东损益	74	76	45	54	65	78
归属于母公司的净利润	173	278	310	372	459	554
净利率	23.9%	23.9%	22.1%	21.5%	21.8%	21.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	247	352	352	426	524	632
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	24	32	43	58	72
非经营收益	-4	6	4	2	1	0
营运资金变动	-65	-132	-92	-124	-142	-167
经营活动现金净流	198	252	297	348	441	536
资本开支	-16	-152	-106	-264	-314	31
投资	0	0	6	-1	0	0
其他	0	0	22	-2	-2	0
投资活动现金净流	-16	-152	-78	-267	-315	31
股权募资	0	0	0	1,472	-76	0
债权募资	0	100	-100	0	0	1
其他	-74	-93	-148	-88	-39	-39
筹资活动现金净流	-74	7	-248	1,383	-115	-38
现金净流量	108	106	-30	1,464	12	529

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	160	172	137	1,601	1,613	2,142
应收款项	217	284	357	462	559	670
存货	162	210	269	292	347	416
其他流动资产	20	39	53	70	86	103
流动资产	558	705	818	2,426	2,605	3,331
%总资产	79.6%	71.5%	67.0%	79.5%	74.7%	80.9%
长期投资	0	24	6	7	6	6
固定资产	125	207	311	551	798	686
%总资产	17.8%	21.0%	25.5%	18.1%	22.9%	16.7%
无形资产	15	47	82	64	77	90
非流动资产	143	281	402	625	883	785
%总资产	20.4%	28.5%	33.0%	20.5%	25.3%	19.1%
资产总计	701	986	1,219	3,051	3,489	4,116
短期借款	0	100	0	0	0	0
应付款项	120	102	112	123	140	160
其他流动负债	35	37	130	92	104	117
流动负债	156	240	243	215	244	277
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	156	240	243	215	244	278
普通股股东权益	387	620	826	2,631	2,975	3,491
少数股东权益	158	126	151	205	270	347
负债股东权益合计	701	986	1,219	3,051	3,489	4,116

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.371	1.234	1.379	1.241	1.530	1.848
每股净资产	3.075	2.756	3.672	8.770	9.918	11.636
每股经营现金净流	1.568	1.118	1.318	1.159	1.471	1.788
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	44.58%	44.80%	37.55%	14.15%	15.42%	15.88%
总资产收益率	24.65%	28.18%	25.43%	12.21%	13.15%	13.47%
投入资本收益率	45.04%	42.13%	36.34%	15.20%	15.99%	16.30%
增长率						
主营业务收入增长率	28.53%	60.72%	20.59%	23.68%	21.48%	20.25%
EBIT增长率	41.85%	58.10%	1.64%	21.58%	20.44%	20.56%
净利润增长率	39.54%	60.80%	11.67%	20.06%	23.23%	20.81%
总资产增长率	42.10%	40.66%	23.72%	150.18%	14.35%	17.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.7	51.5	42.0	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	147.6	114.5	110.5	108.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	84.1	61.1	48.9	45.0	42.0	40.0
固定资产周转天数	62.4	65.0	74.6	83.5	94.1	76.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.27%	-9.70%	-14.06%	-56.47%	-49.71%	-55.78%
EBIT利息保障倍数	-310.2	172.2	-1,959.2	253.5	-68.0	-70.1
资产负债率	22.23%	24.31%	19.90%	7.05%	6.99%	6.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B