

京威股份 (002662)

买入/首次评级

股价: RMB19.39

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

周力维
(0755)8212 5072
zhouliwei@mail.htlhsc.com.cn

借力德国技术 扎根本土市场

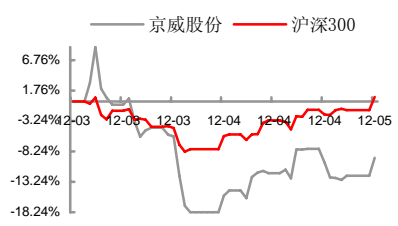
车用铝合金外饰件市场绝对领先者

- Walter Klein Wuppertal (WKW, 中文名威卡威), 是 Maier 家族控制的并布局全球的德国企业, 其研发中心以及总部设在德国, 子公司分布在法国、美国、匈牙利和中国。WKW 在铝合金的合金配比、型材挤出以及表面处理上都有独到之处, 这与其长达 100 年对铝的专注和投入密不可分。在车用铝合金内外饰件领域, WKW 在欧洲和美国市场的客户包括奥迪、奔驰、宝马等豪车制造商, 以及通用、大众、福特、雷诺、标致、捷豹、路虎、沃尔沃等中档整车制造商, 在欧洲市场占有率约为三分之一。
- 京威股份是 WKW 控股的 Erbslöh AG 和中环投资共同设立的合资公司, 上市前后德方股权占比分别为 55% 和 47%。借力母公司, 京威垄断了中国国产豪车车用铝合金外饰件市场, 在中端车市场占有率约为 20%; 体现在毛利率上, 公司毛利率、资产周转率及 ROE 均远高于行业均值。
- 中国豪车市场如火如荼, 豪车国产化的趋势一直在延续。通过对三大车用铝合金外饰件巨头进军中国市场模式的分析, ‘德国技术+中国制造’的模式是大势所趋。我们认为, 得益于母公司, 京威股份在车用铝合金内外饰件市场上具有很高的技术壁垒以及客户壁垒, 短时间在豪车市场的垄断地位很难被动摇, 将受益于豪车市场国产化趋势, 中端车业务上并有望受益于德系车在中国市场的攻城略池而持续增长。
- 整体来看, 我们预测公司 12-14 年收入为 17.64、21.59 及 25.53 亿, 归属母公司净利润分别为 3.78、4.57、5.44 亿, 未来三年收入和净利润 CAGR 分别为 22% 和 21%。
- 我们预测, 12-14 年公司 EPS 分别为 1.26、1.52、1.81 元, 对应 PE 为 15.4x, 12.7x、10.7x。对这样一个在中国市场上具有核心竞争力的汽车零部件公司, 我们认为当前股价具有较强的安全边际, 看好公司长期投资价值, 首次覆盖给予 ‘买入’ 评级。
- 风险提示: 宏观经济下滑、豪车市场增速低于预期

基础数据

总股本 (百万股)	300
流通 A 股 (百万股)	300
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,817

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1401.8	1764.0	2159.0	2553.0
(+/-%)	20.6	25.8	22.4	18.2
归属母公司净利润(百万元)	307.3	378.0	457.0	544.0
(+/-%)	11.1	23.0	20.9	19.0
EPS(元)	1.02	1.26	1.52	1.81
P/E(倍)	18.9	15.4	12.7	10.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资逻辑：借力德国技术 扎根本土市场	5
WKW 全球领先的铝合金制造者	6
历史悠久 全球布局	6
铝合金合金配比、型材挤出、表面处理工艺上的绝对领先	9
欧洲市场三分天下 竞争格局延续至中国市场	12
京威股份 中国市场上铝合金外饰件的绝对领先者	13
借力母公司 扎根本土市场	13
高壁垒 高毛利 高 ROE	15
豪车市场：作为垄断者受益于国产 ABB 销量的增长	17
豪车市场 如火如荼	17
京威优势明显 垄断地位较难动摇	19
盈利预测与估值	21
核心假设	21
盈利预测与估值	22
风险提示	22

图表目录

图 1:	Walter Klein Wuppertal.....	6
图 2:	WKW 产品在其他领域的应用 (依次为: 消费电子、家装、工业用途) ...	8
图 3:	WKW 在欧洲和美国市场的客户	8
图 4:	WKW 制车用铝合金内外饰件产品	9
图 5:	车用铝合金内外饰件的生产过程	9
图 6:	车用铝合金内外饰件的生产过程: 铝棒->铝合金	9
图 7:	车用铝合金内外饰件的生产过程: 铝合金型材挤出	10
图 8:	车用铝合金内外饰件的生产过程: 铝合金机械加工	10
图 9:	车用铝合金内外饰件的生产过程: 铝合金表面处理	10
图 10:	Erbslöh Aluminium GmbH 铝合金棒全自动化生产线.....	11
图 11:	Erbslöh Aluminium GmbH 铝合金型材挤出全自动化生产线.....	11
图 12:	表面处理: 光亮度.....	12
图 13:	表面处理: 花纹	12
图 14:	Dura Automotive Systems	13
图 15:	Kittel-Minth Automotive Parts	13
图 16:	京威产品销量以及市场占有率.....	14
图 17:	收入构成	15
图 18:	利润构成	15
图 19:	京威主要大客户销售金额, 2008-2011	15
图 20:	京威主要大客户销售金额, 2008-2011	15
图 21:	毛利率&净利率, 2008-2011	16
图 22:	产能利用率, 2009-2011	16
图 23:	资产周转率&权益系数, 2008-2011	16
图 24:	ROE, 2008-2011	16
图 25:	豪车市场增速 vs 汽车市场增速	17
图 26:	豪车占比	17
图 27:	中国奢侈品消费占世界奢侈品消费比重	17
图 28:	中国入门级豪华车终端价格, 2011 年	17
图 29:	Benz、BMW 进口&国产销量, 2007-2010	18
图 30:	Benz、BMW 进口量占比, 2007-2010	18
图 31:	ABB 分车型销量, 2012 (1-3) 对比 2011 (1-3)	18
图 32:	国产 Audi, Benz, BMW 销量, 2007-2012	19
图 33:	国产 Audi, Benz, BMW 增速, 2007-2012	19
图 34:	ABB 的产能及规划, 2008-2011	19
图 35:	京威主要配套车型销售金额, 2010-2011	20
图 36:	京威配套客户及车型框架协议.....	20
图 37:	收入及净利润预测, 2009-2014E	22

表格 1: Walter Klein Wuppertal 公司历史	6
表格 2: Walter Klein Wuppertal 公司架构以及经营范围	7
表格 3: 母公司和子公司架构&经营范围	13
表格 4: 京威股份垄断高端车铝合金内外饰件市场	14
表格 5: Audi, Benz, BMW 国产车型	17
表格 6: 核心假设: 收入、增速、毛利率, 2009-2014E	21

投资逻辑：借力德国技术 扎根本土市场

Walter Klein Wuppertal (WKW, 中文名威卡威), 是 Maier 家族控制的并布局全球的德国企业, 研发中心以及总部设在德国, 子公司分布在法国、美国、匈牙利和中国。WKW 在铝合金的合金配比、型材挤出以及表面处理上都有独到之处, 这和其长达 100 年对铝的专注和投入密不可分。在车用铝合金内外饰件领域, WKW 在欧洲和美国市场的客户包括 Audi, Mercedes-Benz, BMW 等豪车制造商, 以及 VW, Renault, PSA PEUGEOT CITROËN, Jaguar, Land Rover, Ford, GM 和 Volvo 等中档整车制造商, 在欧洲市场占有率约为三分之一。

京威股份是 WKW 控股的 Erbslöh AG 和中环投资的合资公司, 上市前后德方股权占比分别为 55% 和 47%。借力母公司, 京威垄断了中国国产豪车 (Audi、Benz、BMW) 车用铝合金外饰件市场, 在中端车市场占有率约为 20%; 体现在毛利率上, 公司毛利率、资产周转率及 ROE 均远高于行业均值。

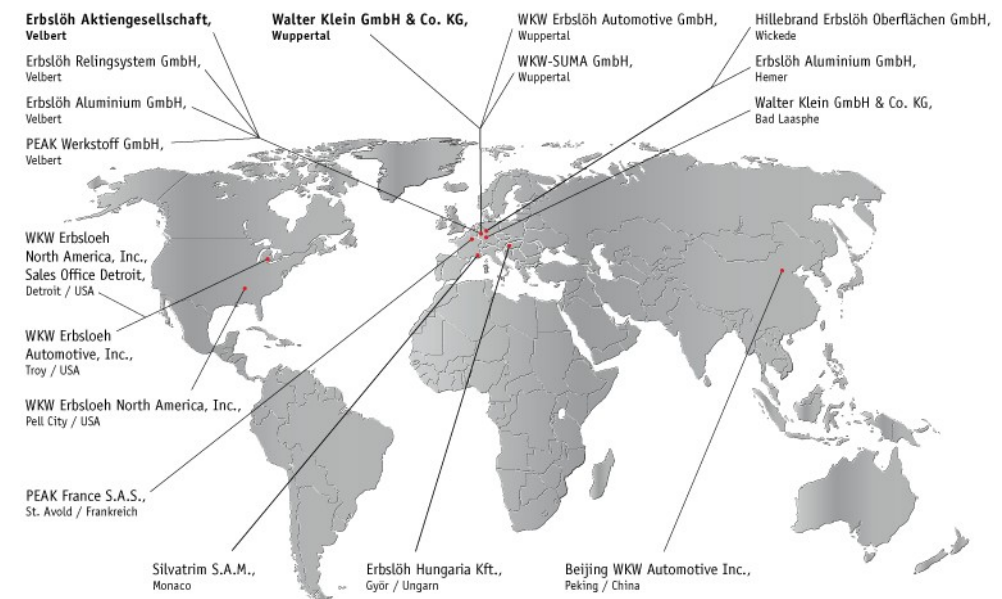
中国豪车市场如火如荼, 豪车国产化的趋势一直在延续。通过对三大车用铝合金外饰件巨头进军中国市场模式的分析, 我们认为, ‘德国技术+中国制造’ 的模式是大势所趋。得益于母公司, 京威股份获得了很高的技术壁垒以及客户壁垒, 短时间豪车市场的垄断地位很难被动摇, 借力德国技术, 京威扎根本土市场, 有望享有豪车国产化的盛宴。

WKW 全球领先的铝合金制造者

历史悠久 全球布局

Walter Klein Wuppertal (WKW, 中文: 威卡威) 在车用铝合金行业具有的先进研发能力和生产工艺。公司全球布局, 研发中心在德国 Wuppertal 和 Velbert, 子公司分布在德国、法国、美国、匈牙利、和中国。京威股份是 WKW 控股的 Erbslöh AG 和中环投资的合资公司, 上市前后德方股权占比分别为 55% 和 47%。

图 1: Walter Klein Wuppertal



资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

WKW 作为一家德国家族企业, 专注于铝合金型材和车用铝合金产品的研发、生产与销售、公司成立于 1940 年, 子公司 Erbslöh AG 在铝合金行业具有超过 100 多年研发与生产的经验。

表格 1: Walter Klein Wuppertal 公司历史

时间	事件
1940	公司成立, 并为汽车行业生产铁管件
1953	在德国 Wuppertal 建立第一个电镀厂
1964	在德国 Bad Laasphe-Banfe 建立第二个电镀厂
1984	对 Wuppertal 的电镀厂进行现代化改造和扩建
2000	并购 Erbslöh AG, 拥有 80% 以上的控股权 并购 Frank & Co.KG, 现在的 Erbslöh Aluminium GmbH 在 Hemer 的生产基地
2001	成立 Erbslöh Aluminium GmbH 成立 WKW Erbslöh Automotive GmbH 在 Wuppertal 建立技术中心, 并扩大生产设施
2002	成立北京 Beijing Erbslöh Automotive 子公司
2003	Erbslöh Aluminium GmbH 开始 Alminox 合金铸造业务

2005	对德国 Bad Laasphe-Banfe 的电镀厂扩建
2006	在美国阿拉巴马州珍珠市成立北美分部: WKW Erbslöh North America, Inc.
2007	对 WKW-Suma GmbH 进行扩建至生产基地达到 4500 平方米
2007	成立 Erbslöh Oberflächen GmbH 通过 Erbslöh Relingsystem GmbH 收购 Hagus GmbH & Co. KG
2008	WKW Erbslöh North America 开始生产, Velbert 的新工厂, 生产装饰用铝合金材料
2010	和中环投资有限公司开始针对中国市场的合作, 建立一系列中国子公司。

资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

公司股权结构较为复杂, 简单的来说:

- Maier 家族控股 WKW 公司;
- WKW 主要进行车用铝合金外饰件的生产与销售, 同时对子公司 WKW Erbslöh Automotive GmbH 和 Erbslöh AG 具有绝对控股权;
- Erbslöh AG 主要为 WKW 提供铝合金原材料以及相应的表面处理;
- WKW Erbslöh Automotive GmbH 负责 WKW 和 Erbslöh AG 产品的全球销售。

表格 2: Walter Klein Wuppertal 公司架构以及经营范围

母公司	子公司	持股	经营范围
Walter Klein Wuppertal	WKW Branch Bad Laasphe	100%	车用铝合金装饰件的的生产
	WKW Suma GmbH	100%	车用 A,B,C,D 柱的铝合金和不锈钢外饰件的生产
	Silvatrim S.A.M	100%	汽车外饰件的生产 and 锻造
Erbslöh AG	Erbslöh AG Automotive Production	100%	对铝合金型材的挤出以及外表面处理
	Erbslöh Aluminium GmbH	100%	铝合金棒的生产与型材挤出
	Erbslöh Relingsystem GmbH	100%	车用行李架的生产
	Erbslöh Hungaria	100%	铝合金工业制品的制造
	Hillerbrand Erbslöh Oberflächen GmbH	50%	表面涂层处理工艺
	Peak-Group	100%	高强度铝合金材料的生产与研发
	WKW Erbslöh North America	100%	北美市场车用铝合金的生产与销售
WKW Erbslöh Automotive GmbH	Beijing WKW Automotive Inc	50%	中国市场的车用铝合金外饰件的生产与销售
		50%	对 WKW 和 Erbslöh AG 两家公司的产品进行全球销售

资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

公司主要生产车用铝合金制品，但应用范围不仅限于汽车领域，还包括家装、家具、家电、消费电子、工业、高铁行李架等对性能和表面光亮度都有需求的行业。

图 2: WKW 产品在其他领域的应用 (依次为: 消费电子、家装、工业用途)



资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

在车用铝合金内外饰件领域，WKW 在欧洲和美国市场的客户包括 Audi, Mercedes-Benz, BMW 等豪车制造商, 以及 VW, Renault, PSA PEUGEOT CITROËN, Jaguar, Land Rover, Ford, GM 和 Volvo 等中档整车制造商。

图 3: WKW 在欧洲和美国市场的客户



资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

车用铝合金对铝棒的合金配比、铝合金型材挤出工艺以及外表面处理工艺要求严格。尤其在铝合金型材的挤出过程中，高温下铝合金形态成为半固态半液态，在此情况下对弧度的掌握难度极高。我国现阶段铝合金挤出工艺水平较低，仅能满足一下装修用铝合金型材的需求。

一般来说，欧美系高端车采用铝合金内外饰件，因为其光亮度、防腐性、以及美观度都符合高端车的要求；欧美系中端车部分采用铝合金内外饰件，部分采用不锈钢内外饰件；日系一般采用复合材料（塑料）内外饰件。

图 4: WKW 制车用铝合金内外饰件产品



资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

铝合金合金配比、型材挤出、表面处理工艺上的绝对领先

车用铝合金内外饰件的生产要经过铝棒、铝合金棒、铝合金型材挤出、铝合金机械加工以及表面处理五个阶段。WKW 在铝合金的合金配比、型材挤出以及表面处理方面都有独到之处，这和其长达 100 年对铝的专注和投入密不可分。

图 5: 车用铝合金内外饰件的生产过程



资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

图 6: 车用铝合金内外饰件的生产过程: 铝棒->铝合金



资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

图 7： 车用铝合金内外饰件的生产过程：铝合金型材挤出



资料来源：Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

图 8： 车用铝合金内外饰件的生产过程：铝合金机械加工



资料来源：Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

图 9： 车用铝合金内外饰件的生产过程：铝合金表面处理



资料来源：Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

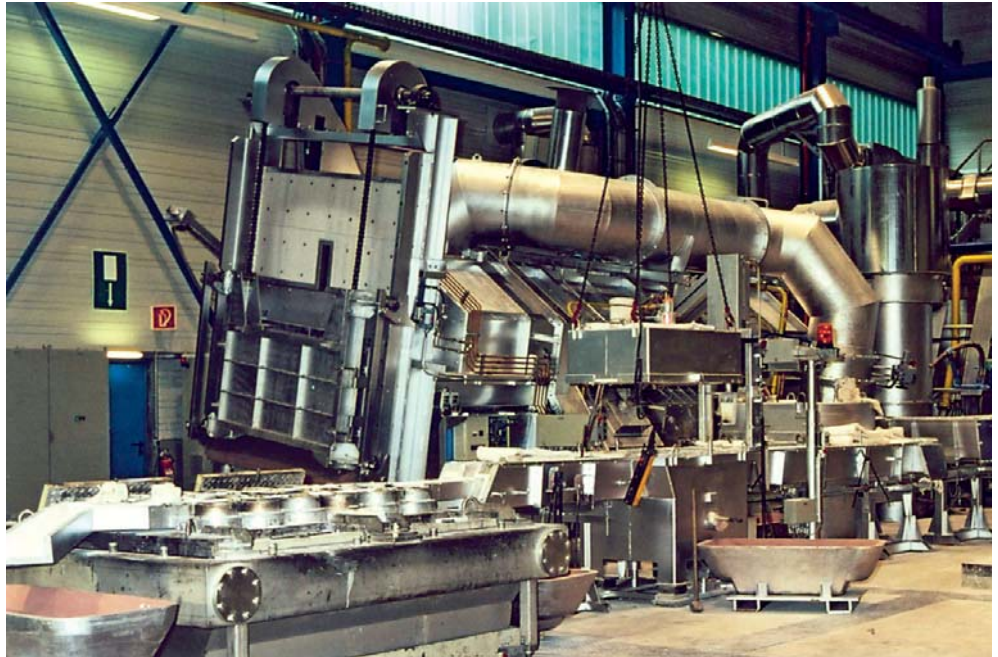
1. 铝合金原材料研发生产

子公司 Erbslöh Aluminium GmbH 位于德国 Hemer, 主营业务为铝合金棒的生产与型材挤出, 超过 100 年积累沉淀的经验和工艺使得其在铝合金配比、提纯、去除杂质方面尤其突出, 采用全自动化生产线, 全面监控铝合金原材料生产的各个环节。

公司雇员仅 400 人, 2007 年公司的收入为 1.3 亿欧元, 其中 85% 来自于汽车行业的销售。因为其在铝合金表面处理方面的独特优势 (例如在铝合金表面镀锌以防腐蝕, 厚度为 $0.7 \mu\text{m}$, 误差不超过 $\pm 0.2 \mu\text{m}$), 公司在欧洲市场上处于领先地位, 并占据了约 1/3 的欧洲市场份额¹。

¹ International Aluminium Journal, 'For example, the company applies a zinc coating by thermal spraying onto the aluminum in order to improve corrosion protection. The layer to be applied is $0.7 \mu\text{m}$ thick with a maximum variation of $\pm 0.2 \mu\text{m}$. "That is a highly specialized and very capital-intensive process", stresses Busenbecker, and points out that in this European market dominated by very few players his company holds a leading position. Thanks to the full occupation of the 44 MN press and the existing reserve capacities of the completely modernized 20 MN press, Erbslöh is able to cover around one third of the market volume.'

图 10: Erbslöh Aluminium GmbH 铝合金棒全自动化生产线

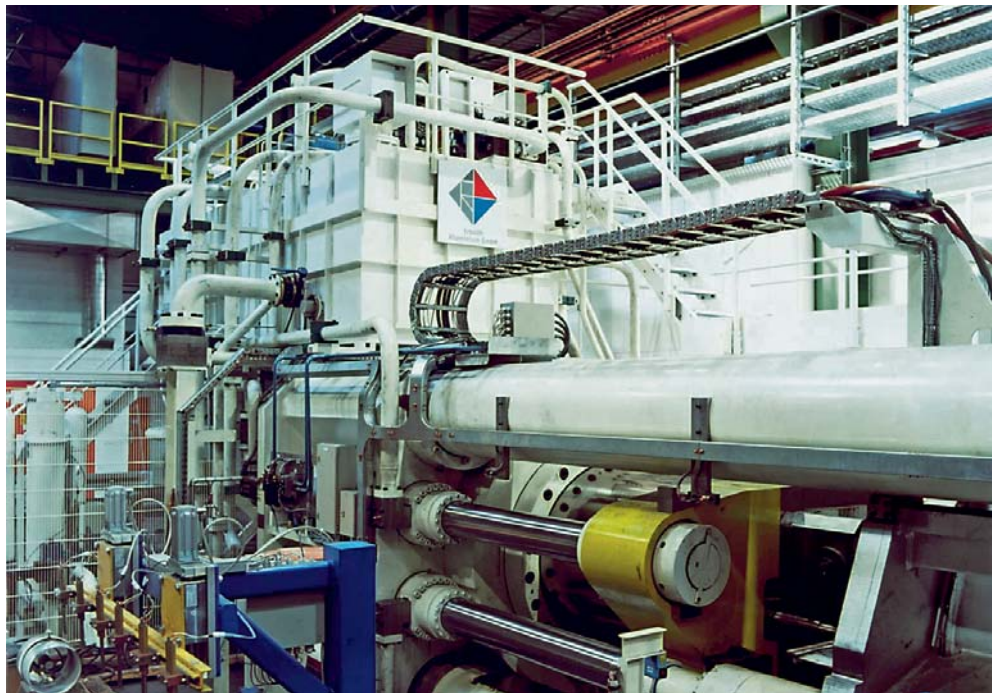


资料来源: International Aluminium Journal, 华泰联合证券研究所

2. 铝合金型材挤出工艺

WKW 分公司 Erbslöh Aluminium GmbH 在德国 Velbert 有 7 部巨大的铝合金型材挤出全自动生产线, 工艺极为先进, 所挤出的型材产品失效率仅为 25 PPM (Parts Per Million), 这意味着一百万个产品里只有 25 个不合格!

图 11: Erbslöh Aluminium GmbH 铝合金型材挤出全自动化生产线



资料来源: International Aluminium Journal, 华泰联合证券研究所

3. 铝合金表面处理工艺

子公司 Hillebrand Erbslöh Oberflächen GmbH 在表面处理方面工艺世界领先，尤其是在电化抛光（electrochemical polishing）和氧化阳极（anodizing）层面。另外，公司还研发出了能够抵抗 PH 13.5 强碱环境²的氧化阳极表面处理工艺 Sealumax。

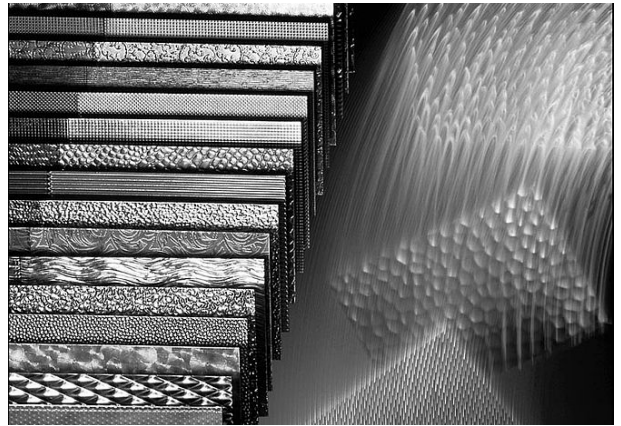
公司产品表面光亮、密封性、防腐蚀性都极具优势，并有能力在铝合金表面镀超过 300 种形式的花纹，符合豪华车内外饰件的需求。

图 12： 表面处理：光亮度



资料来源：Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

图 13： 表面处理：花纹



资料来源：Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

欧洲市场三分天下 竞争格局延续至中国市场

由于车用铝合金内外饰件市场较小，相关的行业资料甚少。据京威股份的信息，母公司在欧洲市场占有率约为 40%。

WKW 在欧洲市场的竞争者包括 Dura, Kittel 等三家公司。

- Dura³是上市公司（OTC: DRRAQ），总部设在美国 Auburn Hills，在全球 16 个国家有 32 个生产基地，雇员数为 10500，2010 年销售收入为 14.6 亿美元，主营产品为汽车安全控制系统、车用内外饰件、车窗、工业电缆控制系统等，客户包括 Ford, Chrysler, VW, Toyota, Honda, BMW, Renault Nissan, Subaru, Hyundai, Jaguar, Land Rover, Daimler, OPEL, Porsche, Citroen 等。
- Kittel Supplier GmbH⁴于 1949 年成立，总部在德国 Eching，雇员人数 600 人，主营产品为车用金属板和内外饰件，年销售收入约为 7000 万欧元，客户主要包括 BMW 和 Daimler。

² PH 13 为漂白粉，PH 14 是强碱

³ <http://www.duraauto.com/about/dura-at-a-glance>

⁴ ‘Die auf hochwertige Blenden und Leisten aus Metall spezialisierte Kittel Supplier GmbH wurde 1949 gegründet und erwirtschaftet den Angaben zufolge einen Umsatz von rund 70 Millionen Euro. Das Unternehmen mit den beiden oberbayerischen Standorten Eching und Untermarchenbach gehört zur Wanderer AG (Augsburg) und ist unter anderem Zulieferer für die Automobilproduzenten BMW und Daimler.’

Dura 和 Kittel 与敏实集团 (0425.HK) 形成了战略合作关系, 在中国的分公司分别为:

- Dura- Minth Automotive Systems Co., Ltd
- Kittel- Minth Automotive Parts Co., Ltd

中国豪车市场如火如荼, 豪车国产化的趋势一直在延续。通过对 WKW, Dura, Kittel 三家车用铝合金外饰件厂商进军中国市场模式的分析, 我们认为, ‘德国/美国技术’ 加上 ‘中国制造’ 的模式是大势所趋。我们也不难理解, 母公司 WKW 通过京威股份, 专注耕耘中国市场的初衷。

图 14: Dura Automotive Systems



资料来源: Dura, 华泰联合证券研究所

图 15: Kittel-Minth Automotive Parts



资料来源: Kittel Supplier GmbH, 华泰联合证券研究所

京威股份 中国市场上铝合金外饰件的绝对领先者

借力母公司 扎根本土市场

WKW 和中环投资于 02 年开始针对中国市场的合作, 建立 Beijing WKW Automotive Inc. 及一系列子公司。我们可以发现, 中国子公司的架构或多或少和母公司类似:

- 北京铝型材公司有限公司 (Beijing Aluminium Co., Ltd.)
- 北京威卡威汽车产品有限公司 (Beijing WKW Automotive Parts Co., Ltd.)
- 北京阿尔洛汽车产品表面处理有限公司 (Beijing Alro Automotive Parts Surface Treatment Co., Ltd.)
- 秦皇岛 WKW 金属制品公司 (Qinhuangdao WKW Metal Products Co., Ltd)

表格 3: 母公司和子公司架构&经营范围

Erbslöh AG-子公司	中国威卡威零部件股份有限公司-子公司
Erbslöh AG Automotive Production	北京威卡威汽车零部件股份有限公司
Peak Group	秦皇岛威卡威金属制品公司
Erbslöh Aluminium GmbH	北京埃贝斯乐铝型材公司股份有限公司
Hillerbrand Erbslöh Oberflächen GmbH	北京阿尔洛汽车零部件表面处理有限公司

资料来源: Walter Klein Wuppertal, 华泰联合证券研究所

从京威股份的股权结构(上市前后 WKW 控股比例分别为 55%和 47%)、分红比例(过去四年分红约为净利润的 23%)、研发费用占比(1%-1.5%)、公司的专利数(0 项)、向母公司采购货物占营业成本比重(过去三年分别为 13.5%、10.8%、9.1%)以及和

母公司客户的相似度 (Audi, Benz, BMW, VW 等), 我们可以合理判断京威股份在原材料、设备、制造工艺以及客户关系上对母公司 WKW 具有一定程度的依赖。

正是由于母公司 WKW 在铝合金合金配比、型材挤出以及表面处理方面的独到之处, 以及母公司和德系整车厂商之间的长期良好的合作关系, 京威股份借力母公司, 垄断了中国高端车用铝合金内外饰件市场。

表格 4: 京威股份垄断高端车用铝合金内外饰件市场

配套车企	配套车型
Audi	A4L, A6L, Q5
Benz	C 系列 (C-Class), E 系列 (E-Class)
BMW	新 5 系 (5-Series)
Volvo	S80

资料来源: 京威股份, 华泰联合证券研究所

在中档车市场, 京威配套车型包括奔腾 C301、丰田皇冠、别克君威、荣威 750、大众途观、雪铁龙 C5 等, 占据了约 20% 的中端车内外饰件市场份额。

因此, 公司在外饰市场上占有率较高。例如, 09-11 年, 公司生产的车门外直条总成市占率维持为 24%、24%、30%。

图 16: 京威产品销量以及市场占有率

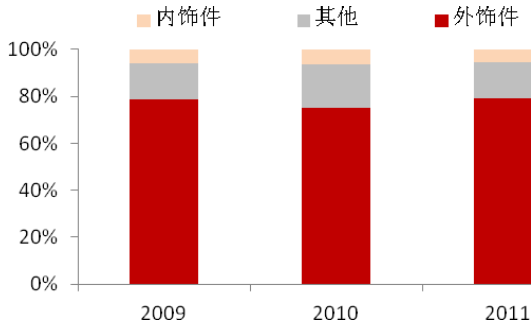
类别	主要产品	2011 年度		2010 年度		2009 年度	
		销量	占有率	销量	占有率	销量	占有率
外饰系统	车门外直条总成	500.23	29.65%	347.63	24.44%	226.8	24.36%
	门框/侧框/侧梁装饰条总成	321.83	19.08%	227.17	15.97%	152.92	16.42%
	三角窗装饰条总成	122.95	14.58%	78.57	11.05%	45.92	9.86%
	顶盖/风窗饰条总成	224.28	26.59%	213.79	30.06%	53.18	11.42%
	防擦条/不锈钢光亮饰条总成	249.30	14.78%	163.16	11.47%	79.22	8.51%
	天窗框	65.02	15.42%	49.15	13.82%	26.09	11.21%
	行李架总成	33.30	10.45%	15.63	5.90%	1.65	1.26%
	立柱饰板 (B/C 柱)	636.29	37.72%	460.21	32.35%	330.62	35.51%
	门下部防护条	91.18	5.41%	105.72	7.43%	84.65	9.09%
内饰系统	压条总成	176.95	10.49%	201.41	14.16%	118.57	12.74%

资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

高壁垒 高毛利 高 ROE

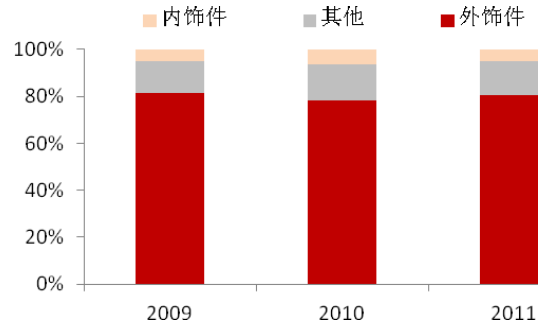
京威股份现阶段的收入和利润的主要来源是汽车外饰件。

图 17: 收入构成



资料来源: 京威股份, 华泰联合证券研究所

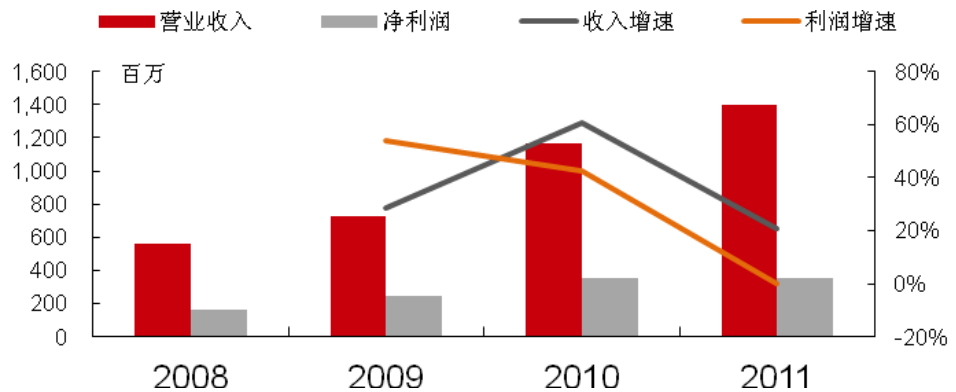
图 18: 利润构成



资料来源: 京威股份, 华泰联合证券研究所

公司过去四年收入由 5.6 亿增长至 14 亿, 对应 CAGR 为 36%。净利润由 1.6 亿增长为 3.5 亿, 对应 CAGR 为 30%。

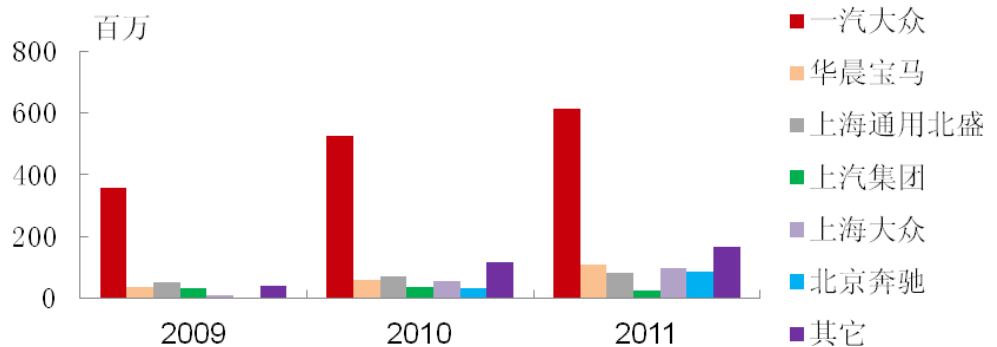
图 19: 京威主要大客户销售金额, 2008-2011



资料来源: 京威股份, 华泰联合证券研究所

我们可以观察到, 公司受益于德系车在中国市场的攻城略池: 过去三年, 大众、宝马、奔驰三大客户带来的收入增速为 49%, 超越公司 39% 的收入增速。

图 20: 京威主要大客户销售金额, 2008-2011



资料来源: 京威股份, 华泰联合证券研究所

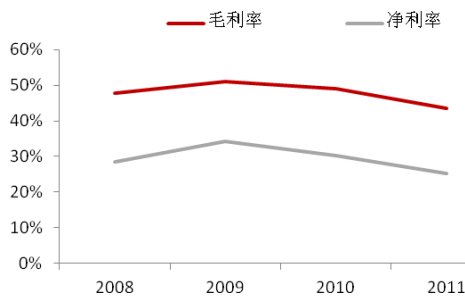
得益于母公司，京威股份获得了很高的技术壁垒以及客户壁垒，具有较强议价能力以及良好的产品结构，体现在毛利率上，公司毛利率远高于行业均值（行业均值 20%-35%，最强的竞争对手敏实集团毛利率 35%-37%，京威股份毛利率 43%-50%）。

09-11 年，公司毛利率呈下降趋势，由于以下几点原因：

1. 铝、冷轧钢板、聚丙烯、天然橡胶等原材料成本高企；
2. 人工成本上升；
3. 整车出厂价下降导致京威产品出厂价呈下降趋势；
4. 中低端毛利率低于高端产品毛利率，占比提升拉低整体毛利率；

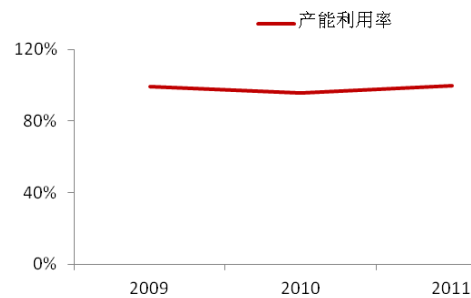
公司资产周转率（1.03-1.15）远高于行业均值（0.77-0.85），主要因为公司整体运营效率高于行业，其产能利用率一直超过 95%。

图 21： 毛利率&净利率，2008-2011



资料来源：京威股份，华泰联合证券研究所

图 22： 产能利用率，2009-2011

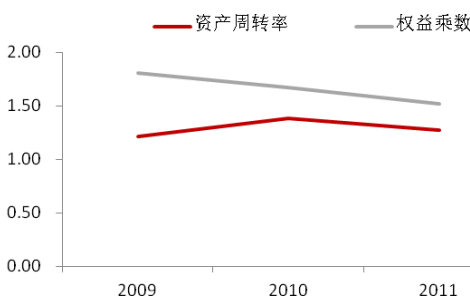


资料来源：京威股份，华泰联合证券研究所

由于公司无长期负债、短期负债控制良好，且公司未分配利润逐年提升（由 08 年的 1.3 亿提升至 11 年的 5.3 亿），公司权益系数由 1.8 下降至 1.5。

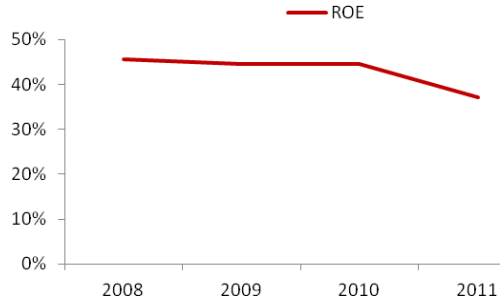
整体来看，由于毛利率的下降以及公司较少使用财务杠杆，公司 ROE 虽呈下降趋势，但仍远高于行业。

图 23： 资产周转率&权益系数，2008-2011



资料来源：京威股份，华泰联合证券研究所

图 24： ROE，2008-2011



资料来源：京威股份，华泰联合证券研究所

豪车市场：作为垄断者受益于国产 ABB 销量的增长

豪车市场 如火如荼

我们此处讨论豪车市场指的是 ABB (Audi、Benz、BMW) 三大品牌， ABB 近年来已经国产及准备国产的车型如下：

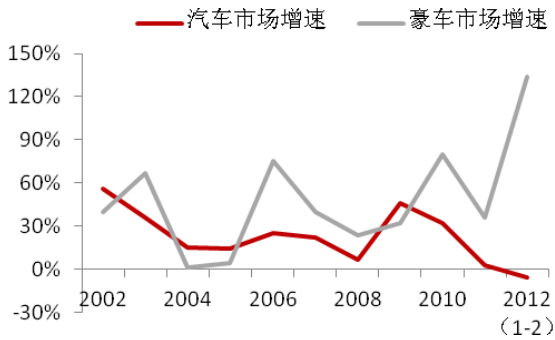
表格 5: Audi, Benz, BMW 国产车型

	已经/曾经国产车型	近两年准备国产车型
Audi	A4, A4L, A6, A6L, Q5	A3, Q3
Benz	E-Class, C-Class, C300, 铂锐	GLK, A-Class
BMW	3-Series, 5-Serie	—

资料来源：汽车工业协会， 华泰联合证券研究所

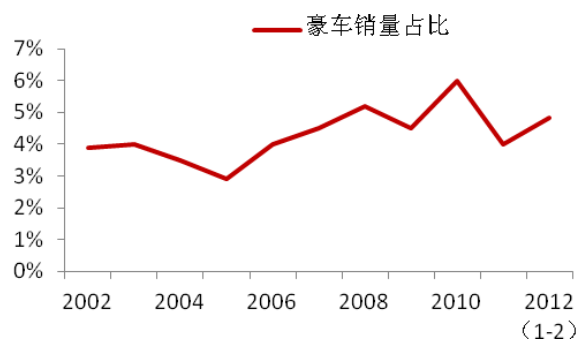
大部分时间豪车市场超越行业增长，其占比波动较大，最高达到 6.0%，最低为 3.9%。

图 25: 豪车市场增速 vs 汽车市场增速



资料来源：国家信息中心， 华泰联合证券研究所

图 26: 豪车占比

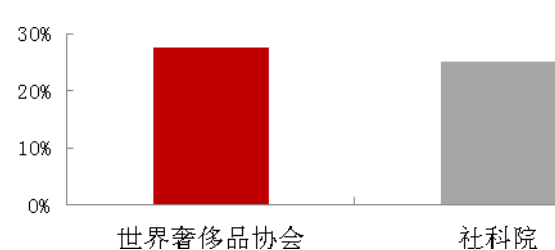


资料来源：国家信息中心， 华泰联合证券研究所

我们认为，豪车市场火爆深层次的原因可能有以下几点：

- 经济高速发展促使中国奢侈品消费如火如荼，据世界奢侈品协会以及社科院统计，中国奢侈品消费占全球比重约为 25%-30%
- ABB 的入门级车终端销售价格下探至 30 万元以下
- 公车消费对豪车市场的促进

图 27: 中国奢侈品消费占世界奢侈品消费比重



资料来源：世界奢侈品协会，社科院， 华泰联合证券研究所

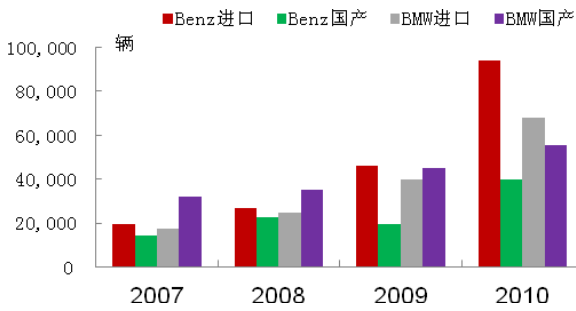
图 28: 中国入门级豪华车终端价格， 2011 年

品牌	车型	入门级产品	终端实际价格区间
宝马	1 系	120i (进口)	20-21 万
宝马	3 系	320i 时尚 (华晨宝马)	27-29 万
奔驰	C 级	C180K	24-27 万
奔驰	B 级	B200	27-28 万
奥迪	A1	A1 Urban	22.48 万
奥迪	A3	A3 1.4T	24-26 万

资料来源：中国进出口贸易有限公司， 华泰联合证券研究所

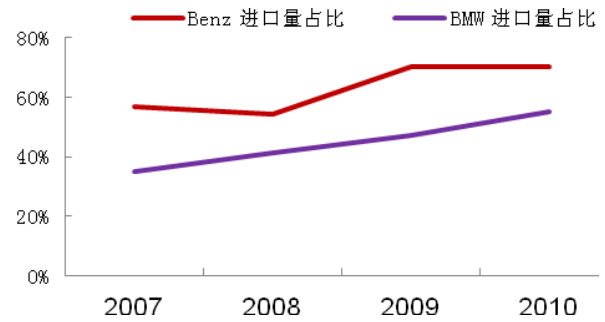
跨国汽车公司在中国的进口车战略定位已经有原来的个性化、高端化、差异化、小规模化向量产化经营模式变化，在更丰富的产品序列、更大跨度的价格区间的促进下，奔驰、宝马近四年的进口量快速提升，奔驰的进口量占比由 07 年的 57% 提升至 10 年的 70%，宝马由 07 年的 35% 提升至 10 年的 55%。我们认为，豪车进口量占比的提升也从侧面体现了豪车国产化的市场潜力。

图 29: Benz、BMW 进口&国产销量, 2007-2010



资料来源: 中国进出口贸易有限公司, 华泰联合证券研究所

图 30: Benz、BMW 进口量占比, 2007-2010



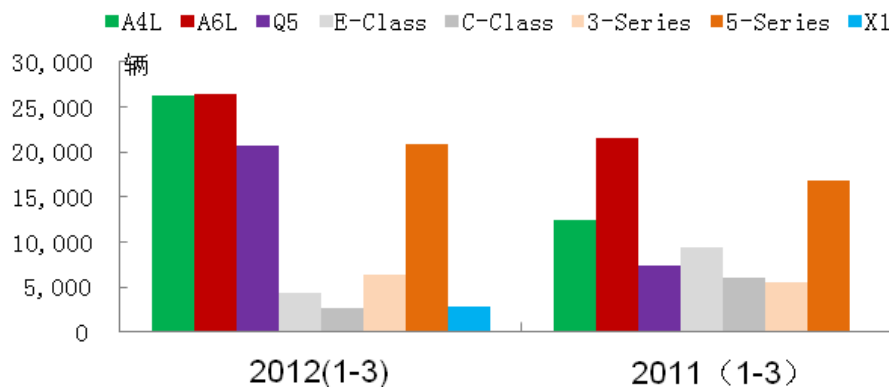
资料来源: 汽车工业协会, 华泰联合证券研究所

面对一枝独秀的中国 SUV 市场, ABB 分别将其 SUV 国产:

- Q5 在 10 年和 11 年销量分别为 3.25 万辆及 5.86 万辆, 12 年前三个月销量为 2.07 万辆 (同比增速 182%);
- 11 年 X1 销量为 5 辆, 12 年前三月 X1 销售为 2830 辆;
- 国产 GLK 在 12 年北京车展宣布上市。

可以预见的是, 未来 ABB 的 SUV 销量亦将有较大提升。

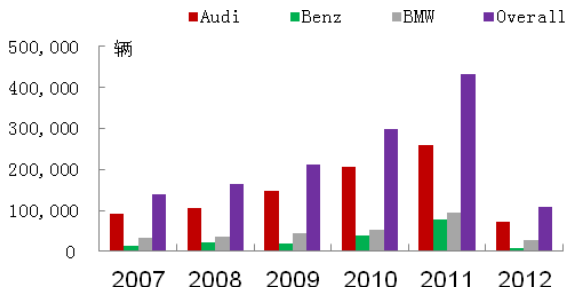
图 31: ABB 分车型销量, 2012 (1-3) 对比 2011 (1-3)



资料来源: 汽车工业协会, 华泰联合证券研究所

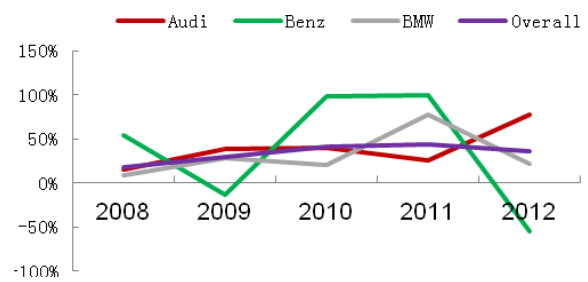
如果光分析国产豪车销量, 国产 Audi, Benz, BMW 三大品牌 07-11 年销量 CAGR 分别为 29%、52%、31%, 12 年前三个月 ABB 销量增速高达 36%, 持续远超行业增长。

图 32: 国产 Audi, Benz, BMW 销量, 2007-2012



资料来源: 汽车工业协会, 华泰联合证券研究所

图 33: 国产 Audi, Benz, BMW 增速, 2007-2012

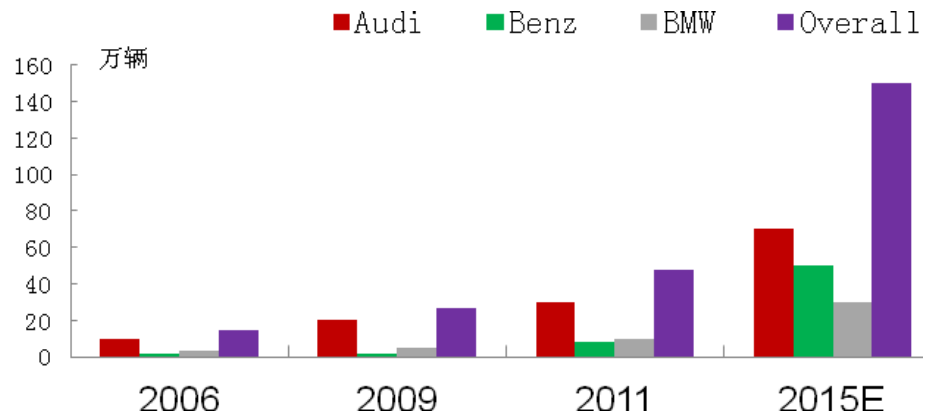


资料来源: 汽车工业协会, 华泰联合证券研究所

面对中国汽车市场这块美味的大蛋糕, ABB 产能扩张脚步在加速: 2006 年 ABB 的产能合计 15 万辆, 2009 年提升至 27 万辆, 11 年约为 48 万辆, 预计到 15 年将提升至 150 万辆, 11-15 年对应 CAGR 为 33%。

在中国愈演愈烈的奢侈品文化的影响下, 随着豪车产品线的进一步丰富、国产化车型的增加、以及价格更加亲民, 我们预计豪车市场占比仍有一定的提升空间。

图 34: ABB 的产能及规划, 2008-2011



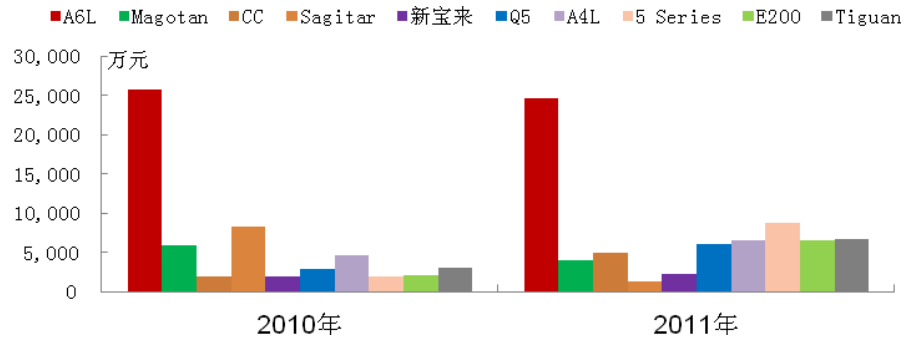
资料来源: 一汽奥迪、北汽集团、华晨宝马, 华泰联合证券研究所

京威优势明显 垄断地位较难动摇

得益于母公司, 京威股份获得了很高的技术壁垒以及客户壁垒, 介于稳定的德系豪车供应商关系, 我们认为, 短期内京威股份在 ABB 高端车铝合金内外饰件的垄断地位很难被动摇, 将受益于行业的增长。

订单情况也可以佐证我们的观点: 2010 年和 2011 年, 京威股份分别有 50%和 51% 的收入来自 A6L、速腾、迈腾、A4L、Q5、CC、新 5 系、途观、E200, 而这些车型的协议框架都延续至 2015-2018 年。

图 35: 京威主要配套车型销售金额, 2010-2011



资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

图 36: 京威配套客户及车型框架协议

客户	车型	框架协议签订时间	框架协议预计结束时间	后续订单情况	后续框架协议的签订时间	后续框架协议预计结束时间
一汽大众	奥迪 A6L(C6)	2003	2012	已取得后续车型奥迪 A6L (C7) 的框架协议	2010	2017
	速腾 (Sagitar)	2006	2012	已取得后续车型速腾 (NCS) 的框架协议	2010	2017
	迈腾 (Magotan B6)	2006	2011	已取得后续车型迈腾 (Magotan B7L) 的框架协议	2009	2015
	奥迪 A4L(B8)	2009	2015	新一代车型尚未开发		
	奥迪 Q5 (Audi Q5)	2008	2015	新一代车型尚未开发		
	迈腾 CC (CC)	2008	2016	新一代车型尚未开发		
一汽轿车	奔腾 B50 (A501)	2008	2015	新一代车型尚未开发		
	奔腾 B70 (C301)	2005	2013	已取得后续车型奔腾 C303 的框架协议	2010	2017
华晨宝马	宝马 3 系 (E90)	2008	2012	公司未取得该车型的后续框架协议		
	宝马新 5 系 (F18)	2010	2018	新一代车型尚未开发		
上海大众	斯柯达昊锐 (Model S)	2008	2017	新一代车型尚未开发		
	途安 (Touran GPII)	2009	2014	新一代车型尚未开发		
	途观 (Tiguan)	2008	2016	新一代车型尚未开发		
北京奔驰	奔驰 E200 (V212)	2008	2016	新一代车型尚未开发		
	奔驰 C200 (W204)	2008	2014	新一代车型尚未开发		
神龙	雪铁龙 C5 (X7)	2009	2015	新一代车型尚未开发		
通用北盛	英朗 Delta2 (J309)	2008	2016	新一代车型尚未开发		
	科鲁兹 (J300)	2007	2015	新一代车型尚未开发		

资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

公司未来收入主要来源仍然是外饰件系统:

- 高端业务上, 京威在 Audi, Benz, BMW 国产化的进程中垄断地位较难动摇, 将受益于行业增长;
- 在中端车市场上, 京威将受益于德系车在中国市场的攻城略池。

我们认为, 未来公司毛利率将受三方面影响, 稳中有降并缓步回升:

- 下游豪车厂商车价持续下降将对公司毛利率产生负面影响;
- 产品结构的调整将对毛利率产生负面影响;
- 京威控股权占比为 70%的子公司中环零部件将转型进行铝棒的研发与生产, 公司已购入主要设备, 一旦投产, 将有望提升铝合金棒自产率, 降低铝合金棒外购成本, 对毛利率产生正面影响。

表格 6: 核心假设: 收入、增速、毛利率, 2009-2014E

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
外饰件	收入	5.68	8.72	11.07	14.39	17.99	21.59
	增速		54%	27%	30%	25%	20%
	毛利率	52.6%	51.1%	44.6%	42.5%	43.5%	44.0%
其它	收入	1.12	2.16	2.19	2.45	2.72	2.99
	增速		93%	1%	12%	11%	10%
	毛利率	44.8%	40.8%	39.8%	39.0%	38.0%	37.5%
内饰件	收入	0.43	0.75	0.76	0.80	0.88	0.95
	增速		74%	1%	5%	10%	8%
	毛利率	44.5%	49.1%	40.5%	40.0%	39.0%	38.0%
合计	收入	7.23	11.63	14.02	17.64	21.59	25.53
	增速		61%	21%	26%	22%	18%
	毛利率	50.9%	49.1%	43.6%	41.9%	42.6%	43.0%

资料来源: 华泰联合研究所测算

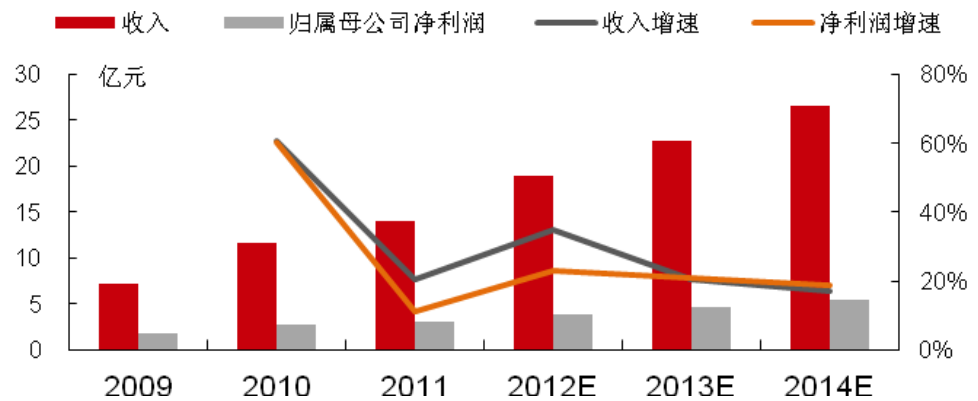
盈利预测与估值

整体来看，我们预测公司 12-14 年收入为 17.64 亿、21.59 亿及 25.53 亿，归属母公司净利润分别为 3.78 亿、4.57 亿、5.44 亿，12-14 年收入和净利润 CAGR 分别为 22% 和 21%。EPS 分别为 1.26、1.52、1.81 元，对应 PE 为 15.4x、12.7x、10.7x。

我们认为，得益于母公司，京威股份在车用铝合金内外饰件市场上具有很高的技术壁垒以及客户壁垒，短时间豪车的垄断地位很难被动摇，将受益于豪车市场国产化趋势，中端车业务上并有望受益于德系车在中国市场的攻城略地而持续增长。

对这样一个在中国市场上具有核心竞争力的汽车零部件公司，我们认为当前股价具有较强的安全边际，看好公司长期投资价值，首次覆盖给予‘买入’评级。

图 37： 收入及净利润预测， 2009-2014E



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

风险提示

宏观经济下滑

豪车市场增速低于预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	818	1312	1919	3051	营业收入	1402	1764	2159	2553
现金	137	454	880	1819	营业成本	791	1025	1239	1455
应收账款	134	212	259	306	营业税金及附加	10	4	6	5
其他应收款	12	9	12	14	营业费用	56	64	80	92
预付账款	53	66	82	96	管理费用	73	83	97	117
存货	269	359	427	509	财务费用	0	-12	-28	-56
其他流动资产	212	212	259	306	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	402	491	495	491	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	6	6	7	8	投资净收益	-3	-2	-2	-2
固定资产	286	331	345	343	营业利润	470	599	762	937
无形资产	51	52	53	54	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	59	0	90	86	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1219	1803	2414	3541	利润总额	470	599	762	937
流动负债	243	302	341	766	所得税	118	150	190	234
短期借款	0	0	0	0	净利润	352	450	571	703
应付账款	111	177	200	235	少数股东损益	45	72	114	159
其他流动负债	131	125	141	530	归属母公司净利	307	378	457	544
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	501	627	783	936
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	1.26	1.52	1.81
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	243	302	341	766	主要财务比率				
少数股东权益	151	223	337	496	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	225	300	300	300	成长能力				
资本公积	1	1	1	1	营业收入	20.6%	25.8%	22.4%	18.3%
留存收益	600	978	1435	1979	营业利润	1.9%	27.6%	27.1%	23.0%
归属母公司股	826	1279	1736	2280	归属母公司净利	11.1%	22.9%	21.1%	18.9%
负债和股东权	1219	1803	2414	3541	获利能力				
					毛利率(%)	43.6%	41.9%	42.6%	43.0%
					净利率(%)	21.9%	21.4%	21.2%	21.3%
					ROE(%)	37.2%	29.5%	26.3%	23.8%
					ROIC(%)	38.1%	39.0%	42.8%	62.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	19.9%	16.7%	14.1%	21.6%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.37	4.35	5.63	3.99
					速动比率	2.26	3.16	4.38	3.32
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	1.17	1.02	0.86
					应收账款周转率	9	10	9	9
					应付账款周转率	7.47	7.11	6.57	6.68
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.02	1.26	1.52	1.81
					每股经营现金流	0.99	1.22	1.46	3.07
					每股净资产(最	2.75	4.26	5.79	7.60
					估值比率				
					P/E	18.94	15.41	12.73	10.71
					P/B	7.05	4.55	3.35	2.55
					EV/EBITDA	5	4	3	3

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

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

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司