

京威股份 (002662)

买入/维持评级

股价: RMB19.40

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

虚惊一场的‘京威事件’

- **事件:** 京威股份于 5 月 7 号发布公告称, 公司销售副总王立华于 4 月 18 日从二级市场买入公司股票 6,300 股, 占公司股份总数的 0.002%, 导致公司社会公众持股比例低于 25%, 根据深交所上市规则, 如至 5 月 18 日, 即连续 20 个交易日内股权分布不符合上市条件, 京威股份将自 5 月 21 日起实施停牌。
- **后续事件:** 京威股份于 5 月 10 日晚发布董事会公告称, 公司监事会主席周剑军于 5 月 3 日辞职后, 公司已经开展遴选监事候选人的工作, 预计不晚于 2012 年 5 月 15 日, 即能够提出符合法定资格的监事候选人名单。公司董事会将立即召开临时股东大会选取新的监事, 之后, 周剑军通过上海华德持有的 675 万股 (股权占比 2.25%) 将成为社会公众股, 公司股权分布问题可望得到解决。
- **点评:** 在‘京威事件’里, 虽然作为新上市的公司, 在二级市场上增持导致股权分布出现问题暴露出公司管理层对资本市场规则不甚熟悉, 但是在可能退市的阴影下, 公司管理层和外界积极沟通、与监管部门妥善协调, 现已有望将事件圆满解决。我们认为, 公司管理层显示出了优秀的危机处理能力, 我们认同公司坚决维护管理团队稳定的理念。
- 我们认为, 得益于豪车零部件市场的三级加速以及车用行李架产品的上量, 公司未来收入增长无忧。并且, 产业链向上游铝合金棒延伸将对毛利率起到正面支撑作用。
- 我们维持在 5 月 4 日发布的深度报告《借力德国技术 扎根本土市场》的观点, 认为京威股份是在中国市场上具有核心竞争力的汽车零部件公司, 看好公司的长期投资价值, 预测公司 12-14 年 EPS 分别为 1.26 元、1.52 元、1.81 元, 并且估计公司全年业绩超越我们前期预期的可能性较大, 维持‘买入’评级。
- **风险提示:** 公司不能顺利解决股权分布问题、豪车市场增速不如预期

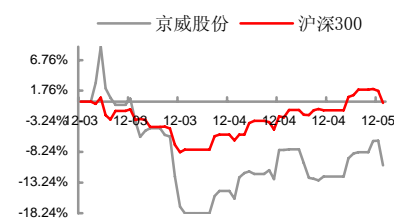
相关研究

公司研究-京威股份 (002662) -借力德国技术 扎根本土市场

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)	5,745

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)	19.0	15.4	12.7	10.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

京威事件显示出管理层优秀的危机处理能力	4
高管增持导致社会公众持股比例低于 25%	4
新监事上任有望解决股权分布问题	4
京威事件显示出管理层优秀的危机处理能力	4
看好公司长期投资价值 维持买入评级	5
短期内 铝合金在豪车外饰件领域的主流地位难以被替代	5
虽产品单价逐年下降但公司收入增长无忧.....	5
中环零部件的业务转型 产业链延伸对毛利率起正面支撑	8
与德国 BIA 的合作 ‘德国技术+中国制造’ 模式的延续	8
风险提示	10

图表目录

图 1: 京威股份上市后股权结构.....	4
图 2: 中国市场豪车销量增速.....	6
图 3: Benz、BMW 进口&国产销量, 2007-2010.....	6
图 4: Benz、BMW 进口量占比, 2007-2010.....	6
图 5: ABB 的产能及规划, 2008-2011.....	7
图 6: 车用行李架.....	7
图 7: 大众途安、大众途观、宝马 X1、奥迪 Q5 在华销量.....	8
图 8: BIA 产品.....	9
图 9: BIA 客户.....	9

京威事件显示出管理层优秀的危机处理能力

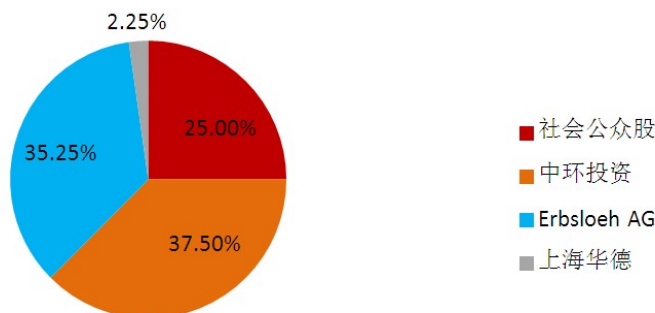
高管增持导致社会公众持股比例低于 25%

京威股份于 5 月 7 号发布公告称，公司销售副总王立华于 4 月 18 日从二级市场买入公司股票 6,300 股，占公司股份总数的 0.002%，导致公司社会公众持股比例低于 25%，根据深交所上市规则，如至 5 月 18 日，即连续 20 个交易日内股权分布不符合上市条件，京威股份将自 5 月 21 日起实施停牌。

公司上市后股权结构如图 1，中环投资的实际控制人是京威董事长李璟瑜和董事张志瑾，上海华德的实际控制人是京威股份的前监事会主席周剑军，德国 Maier 家族通过 Walter Klein Wuppertal 控股 Erbsloeh AG。

依据深圳证券交易所《股票上市规则（2008 年修订）》第 18.1 条第（十）款规定，上市公司高级管理人员所持公司股份不计入社会公众股。公司销售副总王立华属于公司高管，其在二级市场上买入公司股票直接导致社会公众股占比低于 25%。而深交所交易系统自动将王立华购入的 6300 股锁定，导致王立华已不能出售。

图 1： 京威股份上市后股权结构



资料来源：京威股份，华泰联合证券研究所

新监事上任有望解决股权分布问题

京威股份于 5 月 10 日晚发布董事会公告称，公司监事会主席周剑军于 5 月 3 日辞职后，公司已经开展遴选监事候选人的工作，预计不晚于 2012 年 5 月 15 日，即能够提出符合法定资格的监事候选人名单。公司董事会将立即召开临时股东大会选取新的监事，之后，周剑军通过上海华德持有的 675 万股（股权占比 2.25%）将成为社会公众股，公司股权分布问题可望得到解决。

京威事件显示出管理层优秀的危机处理能力

在‘京威事件’里，虽然作为新上市的公司，在二级市场上增持导致股权分布出现问题暴露出了公司管理层对资本市场规则不甚熟悉，但是，在可能退市的阴影下，公司管理层和外界积极沟通、与监管部门妥善协调，现已有望将事件圆满解决。我们认为，公司管理层显示出了优秀的危机处理能力，我们认同公司坚决维护管理团队稳定的理念。

看好公司长期投资价值 维持买入评级

我们认为，得益于豪车零部件市场的三级加速以及车用行李架产品的上量，公司未来收入增长无忧。并且，产业链向上游铝合金棒延伸将对毛利率起到正面支撑作用。

我们维持在 5 月 4 日发布的深度报告《借力德国技术 扎根本土市场》的观点，认为京威股份是在中国市场上具有核心竞争力的汽车零部件公司，看好公司的长期投资价值，预测公司 12-14 年 EPS 分别为 1.26 元、1.52 元、1.81 元，并且估计公司全年业绩超越我们前期预期的可能性较大，维持‘买入’评级。

短期内 铝合金在豪车外饰件领域的主流地位难以被替代

现在车用内外饰件有不锈钢、塑料、橡胶、铝合金等材料，未来还可能有镁合金。

相比起不锈钢，铝合金成型更容易，亮度也更好，而且在机械加工上相对容易，造型更有立体感、长期耐腐蚀性也更高。若使用不锈钢外饰件，几年以后其亮度和色泽都会发生较大改变，而铝合金外饰件仍将崭新如初，符合豪车的品质和形象。

短期来看，铝合金在豪车外饰件领域的主流地位难以被替代。

虽产品单价逐年下降但公司收入增长无忧

豪车市场终端价格的下探给供货商带来一定压力。过去几年，公司铝合金外饰件的产品单价每年约下降 2%-3%。但是，我们认为，得益于豪车零部件市场的三级加速以及车用行李架产品的上量，公司未来收入增长无忧。

另外，在原有配套车型的基础上，京威正在和整车厂商积极洽谈后续车型的配套与开发，例如某些尚未国产的豪车。

豪车零部件市场三级加速

我们认为，豪车配套零部件市场将有较快的增长，有三大驱动因素：

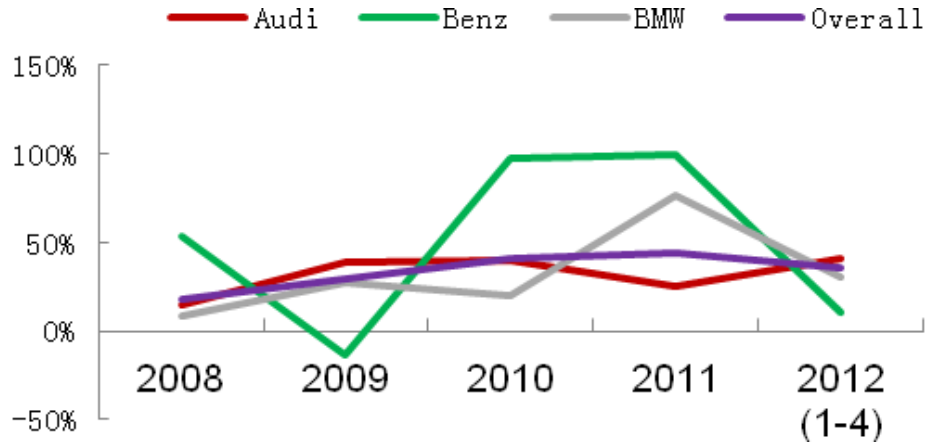
1. 豪车市场如火如荼

中国豪车市场持续超越汽车行业增长。2012 年前四个月，奔驰累计销量同比增幅达到 10.9%，奥迪在中国（含香港）前四月累计销量同比增速 41.4%，宝马在中国市场前四月累计销量同比增速 31%。

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 2: 中国市场豪车销量增速

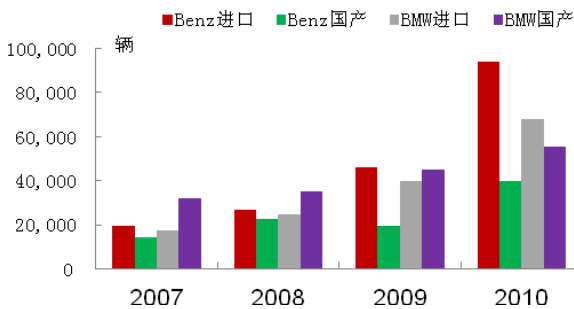


资料来源: Audi, BMW, Benz, 华泰联合证券研究所

2. 豪车国产化比例将提高

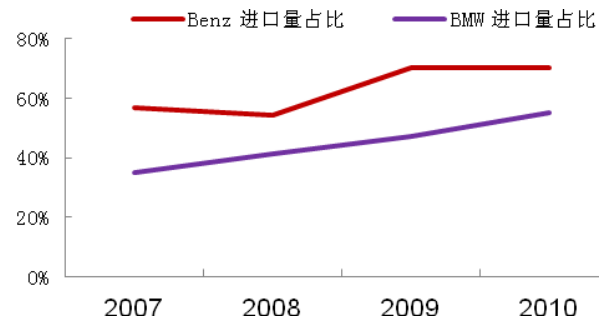
跨国汽车公司在中国的进口车战略定位已经由原来的个性化、高端化、差异化、小规模化向量产化经营模式变化, 在更丰富的产品序列、更大跨度的价格区间的促进下, 奔驰、宝马近四年的进口量快速提升, 奔驰的进口量占比由 07 年的 57% 提升至 10 年的 70%, 宝马由 07 年的 35% 提升至 10 年的 55%。我们认为, 豪车进口量占比¹的提升也从侧面体现了豪车国产化的市场潜力。

图 3: 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 4: Benz、BMW 进口量占比, 2007-2010

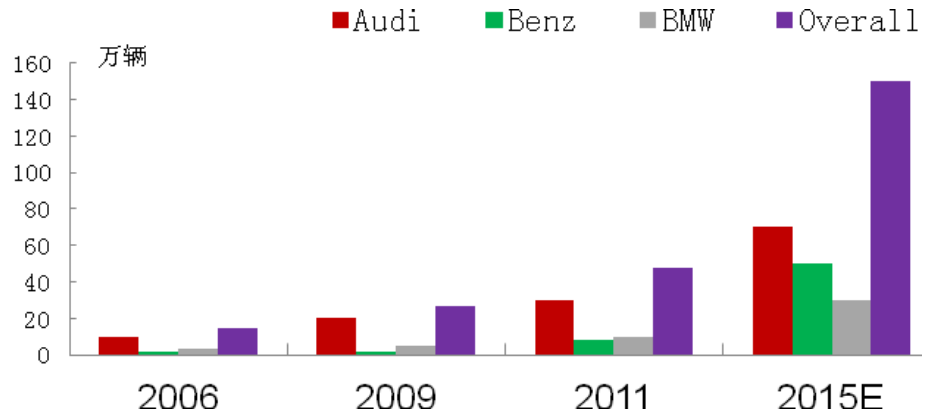


资料来源: 中国进出口贸易有限公司, 华泰联合证券研究所

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%, 未来豪车国产化比例大概率将提升。

¹ 进口量占比通过‘进口量/(进口量+国产量)’计算

图 5: 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

3. 已国产豪车其零部件国产化比例的提升

伴随着 ABB 国产化率的提升, 我们认为, 出于成本 (时间&金钱) 和本土化的考虑, 未来已国产的豪车其零部件国产化的比例亦有望提升, 在铝合金外饰件上亦是如此。

更多 SUV、MPV 使用车用行李架

车用行李架主要用于 SUV 及 MPV 上, 公司拥有车用行李架型材挤出、机械加工、阳极氧化生产线, 车用行李架产品主要配套大众途安、大众途观、奥迪 Q5 等车型。

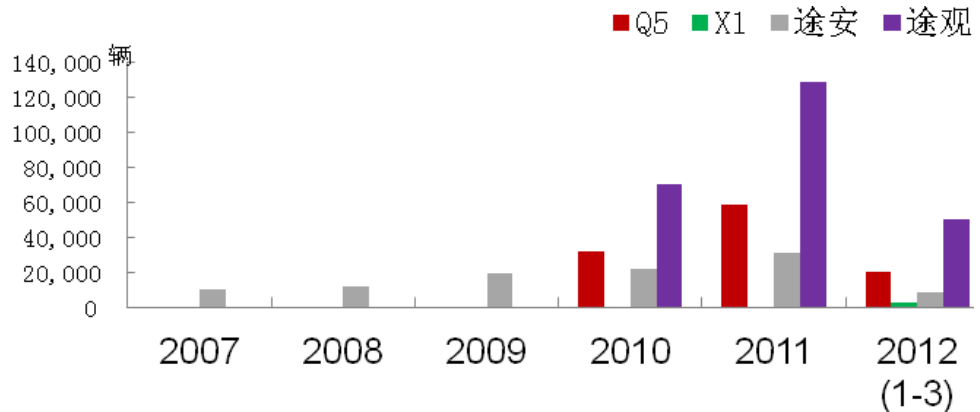
随着公司所配套的 SUV 和 MPV 的销量火爆, 以及更多 SUV、MPV 车型开始使用车用行李架, 公司此项业务可以期待。

图 6: 车用行李架



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

图 7： 大众途安、大众途观、宝马 X1、奥迪 Q5 在华销量



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

中环零部件的业务转型 产业链延伸对毛利率起正面支撑

中环零部件去年四季度并表，所以导致今年一季报的同比数据高于预期，我们预计中环零部件并表对公司净利润有约 10% 的正面影响。

中环零部件业务转型至生产铝合金棒是产业链向上延伸的标志，我们认为将对毛利率起到正面的影响：公司之前通过 Erbsloh AG 在德国采购铝合金棒，此部分生产成本占总生产成本比重约 10%，过去铝合金棒自制率约为 30%，而公司新配置铝合金棒生产线，预计到今年年底有望将自制率提升至 90%。于进口铝合金棒相比较，自制铝合金棒将节约 30% 的成本。

整体来看，我们预计产业链向上游延伸将对毛利率起到正面支撑作用，此部分的正面影响将从下半年开始逐步体现。

与德国 BIA 的合作 ‘德国技术+中国制造’ 模式的延续

京威与德国比亚 (BIA Kunststoff- und Galvanotechnik²) 的合作是继与德国 WKW 合作之后，‘德国技术+中国制造’ 模式的延续。

德国比亚位处德国 Solingen，员工数目 110 人，2010 年收入 700 多万欧元，专攻金属、塑料等材质的表面处理工艺，尤其是电镀³。公司电镀产品应用于宝马 X5 换挡手柄、Audi A5 的 Start-stop 钮、奔驰 GLK 的进气格栅、Ford Fiesta 的车门窗、大众 Passat 的进气格栅等，BIA 也具有整个中控台电镀产品的设计以及生产能力。

通过研究德国比亚的产品以及客户结构，我们认为，BIA 在材料表面处理，尤其是电镀方面具有很强的技术优势，可以在 Erbsloh 的阳极氧化处理工艺的基础上，为京威股份增强另一种表面处理工艺。我们认为与比亚的合作未来有望成为新的看点。

² <http://www.bia-kunststoff.de/en/index.htm>

³ 此处的电镀，指的是在铝合金型材表面镀上锌等其他金属的表面处理工艺

图 8: BIA 产品



BMW X5: Gearshifter



Audi A5: Start- / Stopp button



Mercedes Benz GLK-Class: Chrome bar



Ford Fiesta: Window frame



VW Passat Coupé: Chrome grill

资料来源: BIA Kunststoff- und Galvanotechnik, 华泰联合证券研究所

图 9: BIA 客户



资料来源: BIA Kunststoff- und Galvanotechnik, 华泰联合证券研究所

风险提示

公司不能顺利解决股权分布问题

豪车市场增速不如预期

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。