

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 19.96元

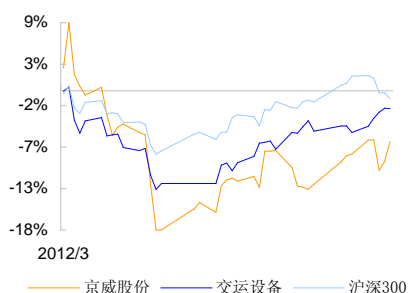
评级调整: 首次评级

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2394.98 |
| 总股本(百万) | 300 |
| 流通股本(百万) | 60 |
| 流通市值(亿) | 11 |
| EPS | 1.37 |
| 每股净资产(元) | 3.67 |
| 资产负债率 | 19.90% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|---------|-------|------|-------|
| 京威股份 | 11.01 | 4.46 | 4.46 |
| 交运设备 | 4.81 | 5.40 | -7.47 |
| 沪深300指数 | 4.65 | 4.08 | -2.32 |



相关报告

京威股份

002662

强烈推荐

京威股份: 汽车零部件中的“宝马”公司

公司是汽车零部件的高端龙头, 提供内外饰件, 配套宝马、奔驰和奥迪等高端品牌。伴随豪车品牌(奔驰、宝马、奥迪)的在华扩张, 公司盈利能力强、成长速度快, 处于黄金成长阶段(三年CAGE=30%); 公司是零部件中的“宝马”级品牌, 也是A股投资奔驰、宝马和奥迪品牌扩张的理想标的, 建议积极配置, 给予12年25倍估值, 目标价30元, “强烈推荐”。

投资要点:

- **汽车装饰件龙头, 定位高端, 引领汽车外观美学潮流。**中德合资的内外饰总成供应商, 配套中高档车型(包括奥迪、宝马、奔驰等), 公司在铝合金加工和表面处理掌握核心竞争力, 技术优势和高附加值堪称零部件中的“宝马”公司。
- **豪车市场持续扩张, 京威股份确定性受益。**一季度中国豪车市场增速仍然惊人! 宝马+37%, 奥迪+50%, 奔驰+24%; 目前国内豪车份额为8%, 对比欧美20-30%的份额, 仍有广阔的成长空间, 预计豪车市场将由96万快速扩张至200万辆以上! 豪车品牌看好未来中国高端汽车市场, 快速实施产能扩张, 京威股份的客户3年产能扩张幅度高达125%, 京威股份伴随成长, 快速而确定(三年CAGE=30%)。
- **护城河: (1) 技术实力:** 德国百年技术沉淀, 铝合金原材料、挤出成型到表面处理, 全球品牌和技术认可; **(2) 客户关系:** 外资股东是全球中高档乘用车饰件总成的供应商龙头, 与全球知名汽车品牌具有牢固配套关系; **(3) 高端定位:** 为中国的奔驰、宝马和奥迪等豪车品牌配套, 定位高端品质, 处于零部件配套的蓝海; **(4) 质量控制:** 吸纳德国先进技术和管理, 工艺和质量控制高人一等, 高品质和高盈利。
- **高速增长仍在延续, 盈利能力持续巩固。**公司营收扩张明确, 享受豪车市场的快速发展, CAGR有望接近30%; 公司拥有零部件最高的毛利率(~45%), 得益于品牌技术优势和份额垄断优势明显, 预计盈利能力将随产能爬坡, 稳中有升。
- **投资建议:** 我们预计公司11-13年实现收入17亿、21亿和27亿元, 归属于母公司净利润为3.86亿、5.15亿和6.42亿元, 11-13年EPS为1.23、1.70和2.20元。公司是零部件中的“宝马”级品牌, 也是A股投资奔驰、宝马和奥迪品牌扩张的理想标的, 投资价值显著, 给予公司12年25倍估值, 目标价30元, “强烈推荐”评级。

风险提示: 经济下行冲击豪车市场, 原材料上涨, 产能投放滞后将导致业绩不达预期

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1402 | 1656 | 2102 | 2678 |
| 收入同比(%) | 21% | 18% | 27% | 27% |
| 归属母公司净利润 | 307 | 368 | 511 | 660 |
| 净利润同比(%) | 11% | 20% | 39% | 29% |
| 毛利率(%) | 43.6% | 43.9% | 45.8% | 46.9% |
| ROE(%) | 37.2% | 14.1% | 18.1% | 20.7% |
| 每股收益(元) | 1.02 | 1.23 | 1.70 | 2.20 |
| P/E | 18.94 | 15.81 | 11.39 | 8.82 |
| P/B | 7.05 | 2.22 | 2.06 | 1.82 |
| EV/EBITDA | 12 | 10 | 8 | 6 |

资料来源: 中投证券研究所

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、京威股份：汽车装饰件的高端龙头 | 3 |
| 二、2012 年是高端品牌扩张的起始元年 | 5 |
| 2.1 汽车市场销量总体平稳回升，消费升级是主线 | 5 |
| 2.2 豪车品牌进入产能扩张期..... | 6 |
| 三、京威股份：汽车零部件中的“宝马” | 8 |
| 3.1 受益豪车扩张，京威股份优势明显，进入成长快车道..... | 8 |
| 3.2 优秀的盈利能力，领先的管控实力 | 10 |
| 四、盈利预测&投资建议：订单扩张+产能扩张 | 11 |

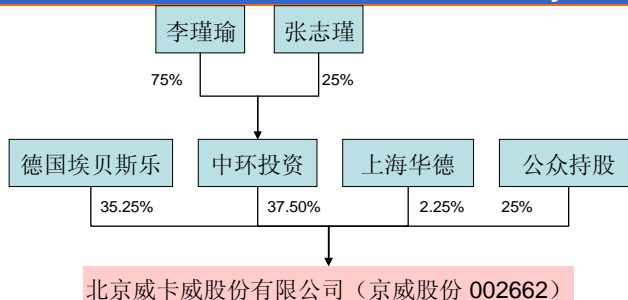
图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1 公司主要股权结构，为李瑾瑜夫妇与德国麦尔（Mayer）家族共同控制 | 3 |
| 图 2 德国麦尔（Mayer）家族通过控股德国威卡威，进而控制德国埃贝斯乐 | 3 |
| 图 3 公司主要产品（外饰件系统） | 4 |
| 图 4 公司主要产品（内饰件系统） | 4 |
| 图 5 公司收入及同比..... | 4 |
| 图 6 公司客户构成..... | 4 |
| 图 7 季度销量增速触底回升明显，预计 12Q2 为 12% | 5 |
| 图 8 高档乘用车的代表——SUV，持续超越行业增长..... | 5 |
| 图 9 个人奢侈品消费总额（亿欧元）的国家排名，中国潜力无限..... | 6 |
| 图 10 LV（LOUIS VUITTON）股价走势 | 7 |
| 图 11 COACH 股价走势 | 7 |
| 图 12 国产宝马、奔驰和奥迪持续旺销，豪车市场高速增长仍将延续..... | 7 |
| 图 13 公司产品市场占有率领先..... | 9 |
| 图 14 高端定位利于掌控高盈利..... | 9 |
| 图 15 公司配套集中在 B 级和 C 级为主的中高端车型 | 9 |
| 图 16 同行业上市公司综合毛利率..... | 10 |
| 图 17 主要客户扩产规划，三年扩产幅度高达 125%！京威股份订单应接不暇..... | 11 |
| 图 18 近年受产能瓶颈限制严重，IPO 后将缓解产能限制，加速成长 | 11 |
| 表 1 中国已成为奥迪在全球最大的单一市场，并保持高速增长 | 6 |
| 表 2 三大豪车品牌产能规划..... | 7 |
| 表 3 公司产品市场占有率领先..... | 8 |
| 表 4 上市公司的偿债能力分析比较..... | 10 |
| 表 5 同行业上市公司的资产周转能力比较分析..... | 11 |

一、京威股份：汽车装饰件的高端龙头

中环投资和德国埃贝斯乐是上市公司的主要股东。其中，李瑾瑜和张志瑾夫妇通过控股中环投资持有 37.50% 股份，德国麦尔（Mayer）家族通过德国埃贝斯乐持有公司发行前 35.25% 股份。

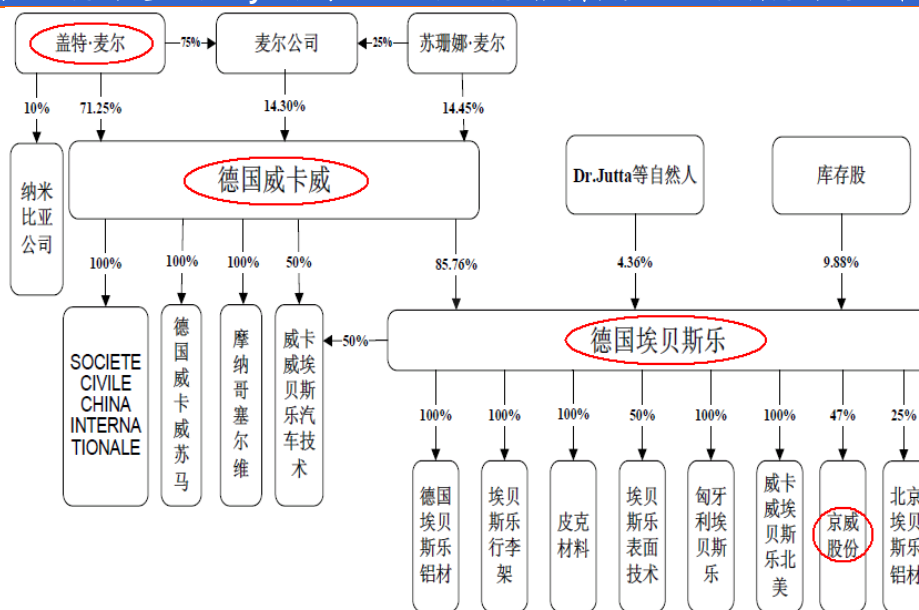
图 1 公司主要股权结构，为李瑾瑜夫妇与德国麦尔（Mayer）家族共同控制



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

德国埃贝斯乐是麦尔（maier）家族控制的德国企业，控股公司德国威卡威（Walter Klein Wuppertal, WKW）是德国企业，专注工业级铝合金领域，子公司分布在法国、美国、匈牙利和中国，欧洲和美国配套奥迪、奔驰、宝马等豪车制造商，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。

图 2 德国麦尔（Mayer）家族通过控股德国威卡威，进而控制德国埃贝斯乐



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

公司是汽车装饰件龙头，定位高端，引领汽车外观美学潮流。公司是中德合资的内外饰供应商，主要供应中高档车型（包括奥迪、宝马、奔驰等），铝合金内外饰引领中高档轿车外观潮流，是汽车外形美观的重要元素，对工艺和表面处理要求极高。

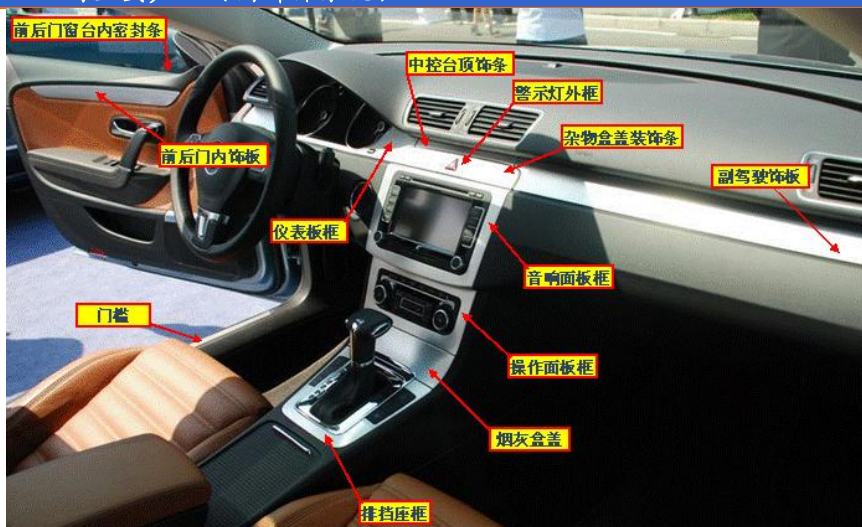
公司供应整车厂配套的外饰件系统包括：车门框装饰条总成、车门外直条总成、三角窗饰条总成、立柱饰板等若干个总成零部件产品；公司内饰件系统产品主要包括内饰板、仪表板框、音响面板框、副驾驶饰板等 20 多个总成零部件。

图 3 公司主要产品（外饰件系统）



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

图 4 公司主要产品（内饰件系统）

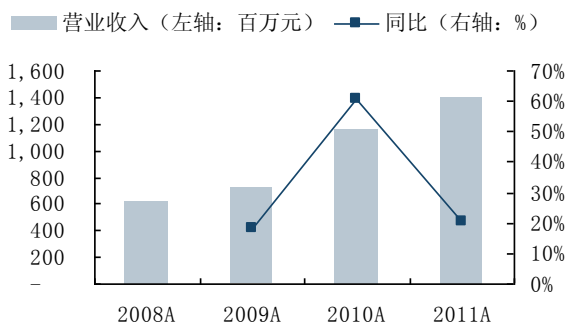


资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

背靠德国巨头和豪车市场发展，京威股份快速成长。由于德国威卡威的技术优势和客户资源，并且近年国产豪车的蓬勃发展，京威股份实现爆发式增长。由于高端合资品牌的品牌树立、产品质量和消费风尚，特别是奥迪、宝马、奔驰等车型的热销持续，中高端产能扩张后推动的销量增长势不可挡。

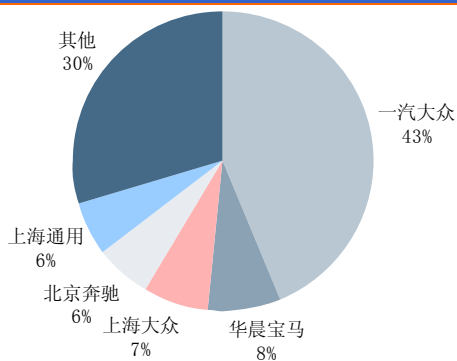
优质客户扩产近在咫尺，公司成长确定而优质。公司 08-11 年收入年均增速高达 36%，主要客户包括一汽大众、华晨宝马、上海大众、北京奔驰和上海通用，乘用车市场份额占比 19%，并且集中在中高档，是国内和世界实力最强汽车品牌。2012-2015 年仍将大规模扩产，扩产规模达到 125%，京威股份的成长确定而优质。

图 5 公司收入及同比



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

图 6 公司客户构成



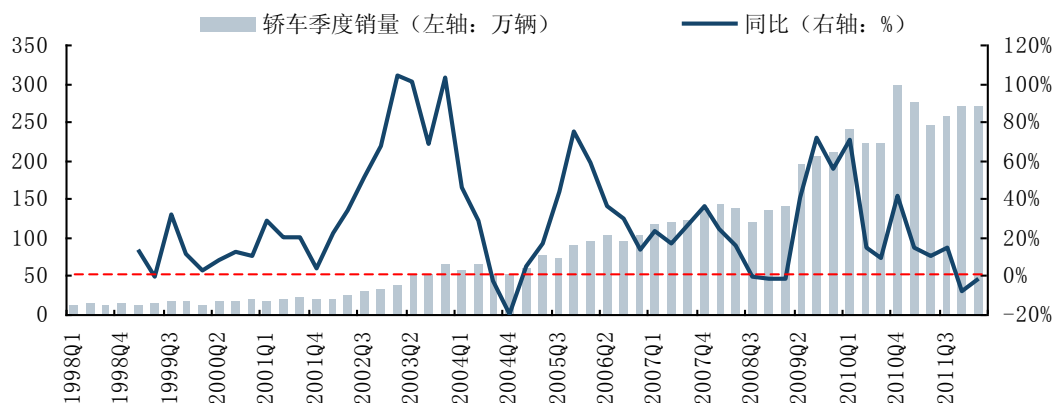
资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

二、2012 年是高端品牌扩张的起始元年

2.1 汽车市场销量总体平稳回升，消费升级是主线

2013 年汽车景气高峰必将再现，2012 年是汽车行业增速将明显回升。我国 02-03 年、06-07、09-10 年景气高峰来自于新车需求和换车需求（4 年一换）的释放，同时经济周期向上也将明显助推汽车消费；我们认为，2013 年汽车景气高峰必将再现，2012 年汽车行业增速将明显回升。品牌竞争不延续 2011 年中高端扩张趋势，而是自主品牌上冲、高端品牌下沉、中端品牌受压为主。

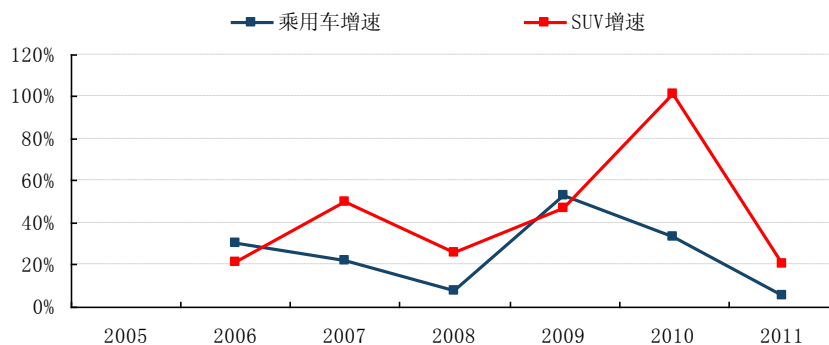
图 7 季度销量增速触底回升明显，预计 12Q2 为 12%



资料来源：华通人、中投证券研究所

消费升级推动居民二次购车，主要集中在高档乘用车，特别是 SUV。国外汽车消费经验表明，一般消费者换车周期为 5-7 年，但是国内汽车仍处于早期快速普及阶段，由一家一辆向一家多辆普及，因此居民收入增长推动的二次购车成为推动高档乘用车的主要动力，这也是近年 SUV 车型增速远超行业增速最核心因素。

图 8 高档乘用车的代表——SUV，持续超越行业增长



资料来源：CAAM、中投证券研究所

以华晨宝马、北京奔驰和一汽奥迪为代表的豪华乘用车品牌，近年的销量增速也印证了在经济快速增长、居民收入稳步提高背景下，我国目前高档乘用车处于二次购车需求稳定释放阶段。从 08 年以来，豪车市场以年均 48% 的速度，高速增长，这一趋势仍在强劲延续！其中：

宝马集团一季度在中国内地保持强势增长并创造了单季度销量纪录，BMW 和 MINI 总销量达 80,014 辆，同比增长 37%！

奥迪中国的 A6L、A4L 和 Q5 三大国产车型 3 月份共销售 25,237 辆，与去年同期相比增长近 50%。其中，Q5 销量同比劲增 155%，达到 7,802 辆；奥迪 A4L 3 月单月销量突破 9,000 辆大关，达到创纪录的 9048 辆，同比增长 125%！

奔驰中国一季度累计销量达 54720 辆，同比劲增 24%。奔驰旗舰车型 S 级轿车 3 月份保持稳定增长，共交付 3420 辆，一季度累计售出 13400 辆，同比增长 74%。国产长轴距 E 级轿车和 C 级轿车热度不减，两款车型今年一季度累计销量同比增幅达 36.4%！

表 1 中国已成为奥迪在全球最大的单一市场，并仍保持高速增长

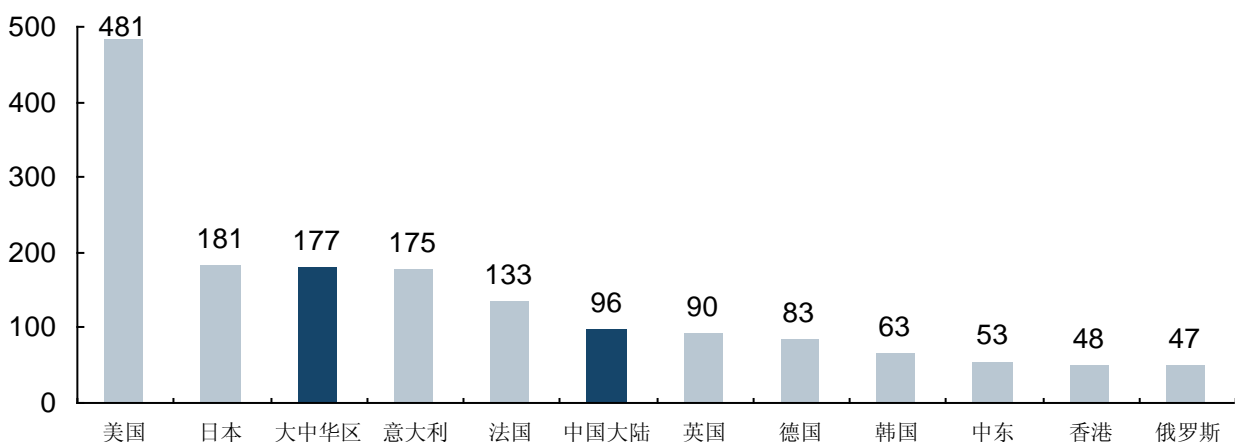
| 奥迪销量 | 2012年3月 | 2011年3月 | 增幅 | 2012年前3月 | 2011年前3月 | 增幅 |
|--------------|---------|---------|--------|----------|----------|--------|
| 全球 | 143,500 | 125,736 | +14.1% | 346,100 | 312,532 | +10.8% |
| 亚太区域 | 38,400 | 28,898 | +32.8% | 108,100 | 79,891 | +35.3% |
| -中国 (含香港) | 31,505 | 23,000 | +37.0% | 90,063 | 64,122 | +40.5% |
| - 印度 | 1,002 | 681 | +47.1% | 2,269 | 1,611 | +40.8% |
| 欧洲 | 85,550 | 79,935 | +7.0% | 186,350 | 186,463 | -0.1% |
| - 德国 | 25,140 | 23,993 | +4.8% | 57,976 | 56,283 | +3.0% |
| - 英国 | 23,062 | 21,243 | +8.6% | 35,777 | 34,869 | +2.6% |
| - 法国 | 6,219 | 5,903 | +5.4% | 15,882 | 16,094 | -1.3% |
| - 意大利 | 5,290 | 6,188 | -14.5% | 12,918 | 16,698 | -22.6% |
| - 西班牙 | 4,347 | 4,328 | +0.4% | 10,834 | 12,375 | -12.5% |
| - 俄罗斯 | 3,404 | 1,703 | +99.9% | 7,174 | 4,413 | +62.6% |
| 美国 | 11,585 | 9,818 | +18.0% | 29,470 | 25,383 | +16.1% |
| 巴西 | 378 | 220 | +71.8% | 1,041 | 758 | +37.3% |

资料来源：宝马集团公司资讯、中投证券研究所

2.2 豪车品牌进入产能扩张期

根据《2011 年中国奢侈品市场研究》报告指出，2010 年，国内奢侈品市场规模 96 亿欧元，增长 27%，预计 2011 年增幅 25%-30%。作为奢侈品的豪车，在国内仍然处于较低基数（份额 8%），距离欧美（20-30%）的平均水平仍有很大空间。我们看好豪车品牌在中国的扩张趋势和投资价值。

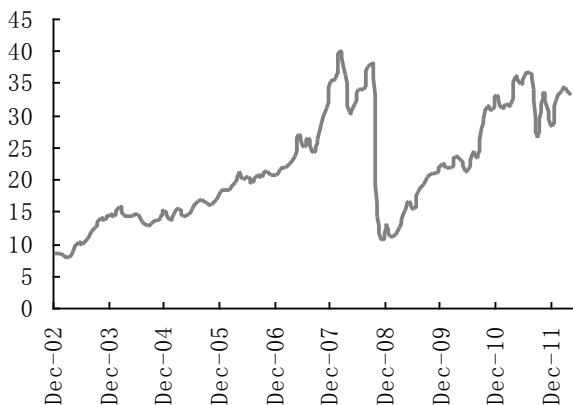
图 9 个人奢侈品消费总额（亿欧元）的国家排名，中国潜力无限



资料来源：贝恩《2011 年中国奢侈品市场研究》、中投证券研究所

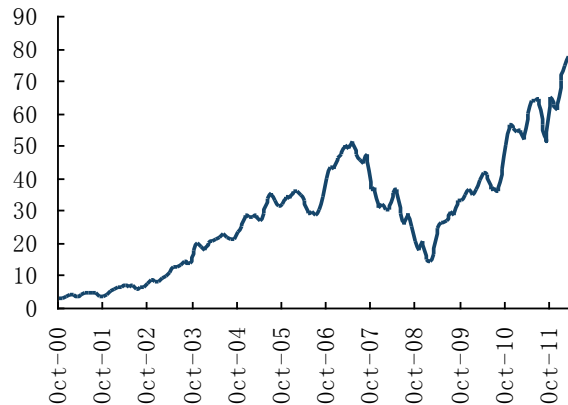
豪车市场将成为未来显著关注的投资热点。在中国经济稳步发展背景下，中国的富裕人群扩张和财富积累，推动近年奢侈品市场的爆发增长，推动高档时装、挎包等奢侈品牌市场高速增长；在过去几年，知名奢侈品牌成为市场投资热点。豪车市场的快速增长，特别是豪车的国产化将推动豪车品牌的份额扩张。

图 10 LV (LOUIS VUITTON) 股价走势



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

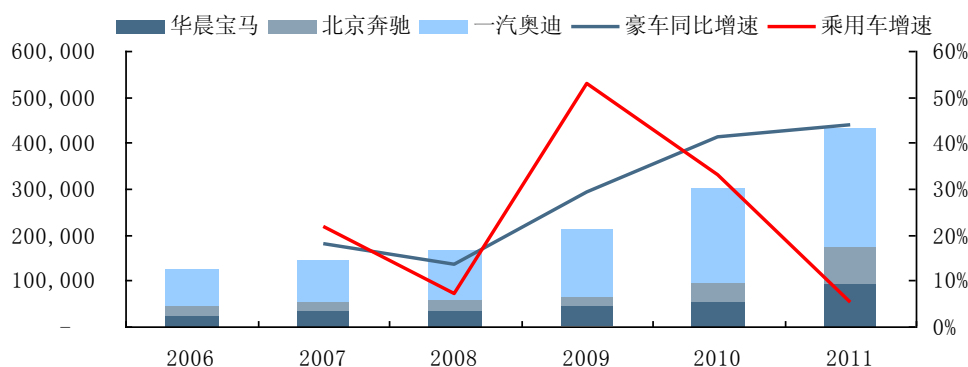
图 11 COACH 股价走势



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

2008 年我国豪华车销量不过 29.4 万辆；2009 年增长至 40 万，增长 36%；2010 年 67 万台，增长 68%；2011 年销量 96 万，增长 44%；2012 年，豪华车市场有望继续保持 30% 以上的增速。根据成熟汽车市场的经验，目前国内高端车市场份额仅为 5%，不仅落后于美国市场 13% 的份额，与德国市场高档车 30% 的份额更是相去甚远，预计，2015 年豪车市场空间将超过 200 万辆。

图 12 国产宝马、奔驰和奥迪持续旺销，豪车市场高速增长仍将延续



资料来源：CAAM、中投证券研究所

应对中国的豪车市场爆发增长，首先产能瓶颈严重，德系三大豪华车品牌扩产加速。德系三大豪车品牌的竞争较为激烈，而产能的提前布局更是未来发力的重要前提；因此，德系三大豪华品牌正大幅提升在华产能，其中：

奔驰 1 月宣布将再度进行扩能，计划在 2015 年前引进 4 款全新产品，届时，北奔驰在华年产能将扩大至 30 万辆；**奥迪** 连年遭遇产能瓶颈困扰，2011 年提出未来 3 年销售整车 100 万辆的目标，同时计划 2015 年全系产品引入中国；**宝马** 2011 年提高铁西工厂产能投资，使之比原计划多出一倍至 20 万辆，在华总产能将很快达到 30 万辆。

表 2 三大豪车品牌产能规划

| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2015E |
|------|------|------|-------|-------|-------|
| 北京奔驰 | 3 | 8 | 18 | 18 | 30 |
| 一汽奥迪 | 20 | 30 | 36 | 36 | 100 |

| | | | | | |
|------|----|----|----|----|----|
| 华晨宝马 | 10 | 20 | 30 | 30 | 40 |
|------|----|----|----|----|----|

资料来源：中投证券研究所

三、京威股份：汽车零部件中的“宝马”

3.1 受益豪车扩张，京威股份优势明显，进入成长快车道

我们认为，由于京威股份配套独特的产品、客户和市场定位，公司具有汽车零部件中的宝马、奔驰和奥迪“血统”，不但在汽车零部件公司中具有优质的投资价值，同样是 A 股投资宝马、奔驰和奥迪等豪车品牌扩张的最佳标的。

公司产品具有牢固的护城河，形成优势明显的竞争力：（1）**技术实力：**德国百年技术沉淀，铝合金原材料、挤出成型到表面处理，全球品牌和技术认可；（2）**客户关系：**外资股东是全球中高档乘用车饰件总成的供应商龙头，与全球知名汽车品牌具有牢固配套关系；（3）**高端定位：**为中国的奔驰、宝马和奥迪等豪车品牌配套，定位高端品质，处于零部件配套的蓝海；（4）**质量管控：**吸纳德国先进技术和管理，工艺和质量控制高人一等，高品质和高盈利。

技术实力：德国百年技术沉淀，铝合金原材料、挤出成型到表面处理，全球品牌和技术认可，公司市场份额领先并且呈现稳步提升趋势。随着豪车市场份额的持续扩张，公司在外饰件总成的份额还将再创新高，垄断优势将更为扩大。

表 3 公司产品市场占有率领先

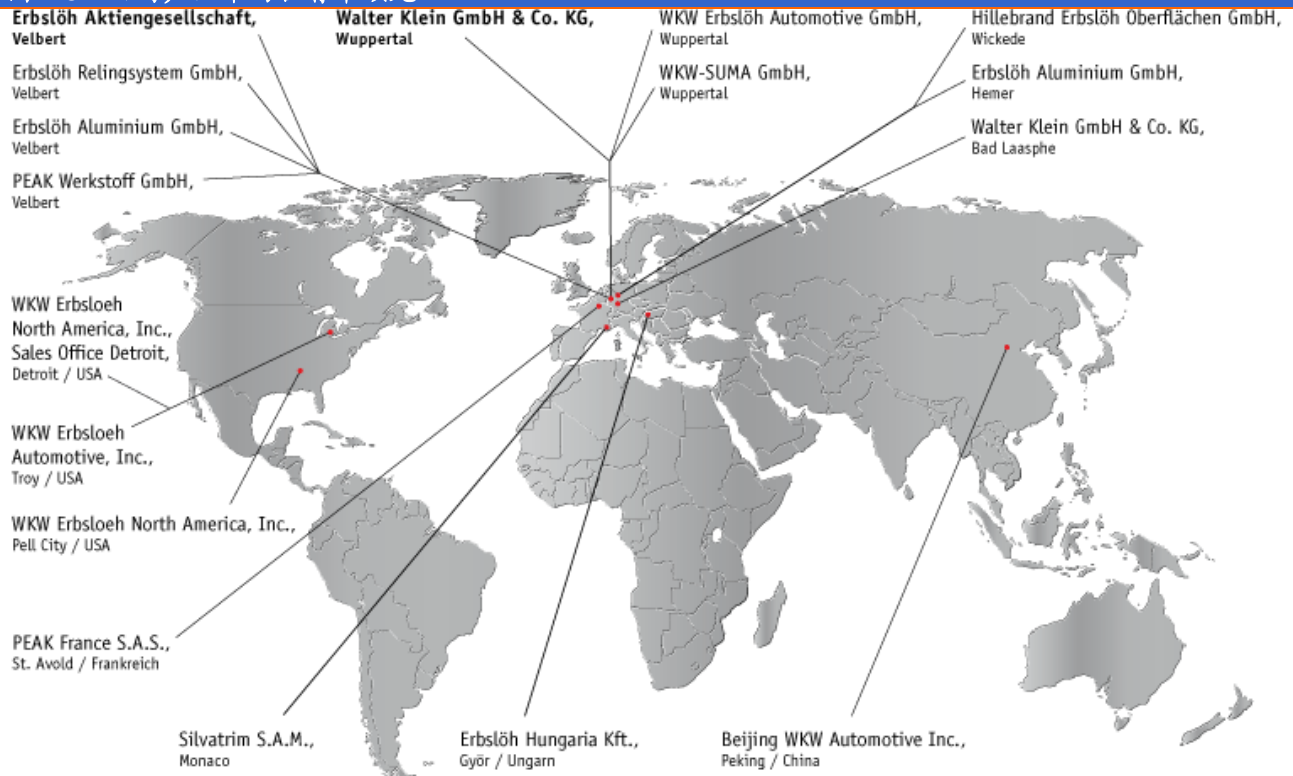
| 类别 | 主要产品 | 2011 年度 | | 2010 年度 | | 2009 年度 | |
|------|---------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | | 销量 | 占有率 | 销量 | 占有率 | 销量 | 占有率 |
| 外饰系统 | 车门外直条总成 | 500.23 | 29.65% | 347.63 | 24.44% | 226.8 | 24.36% |
| | 门框/侧框/侧梁装饰条总成 | 321.83 | 19.08% | 227.17 | 15.97% | 152.92 | 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% |
| 内饰系统 | 门下部防护条 | 91.18 | 5.41% | 105.72 | 7.43% | 84.65 | 9.09% |
| | 压条总成 | 176.95 | 10.49% | 201.41 | 14.16% | 118.57 | 12.74% |

注：占有率测算公式：市场占有率 = 公司产品销量 / (中高档乘用车产量 * 单位汽车用量)

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

客户关系：外资股东德国威卡威（Walter Klein Wuppertal, WKW）是全球中高档乘用车饰件总成的供应商龙头，与全球知名汽车品牌具有牢固配套关系；由于专注工业级铝合金领域，在研发、材料、工艺和质量控制上的技术积淀和优势，WKW 子公司分布在德国、法国、美国、匈牙利和中国，直接配套奥迪、奔驰、宝马等豪车品牌，及通用、大众、福特、雷诺、标致、捷豹、路虎、沃尔沃等品牌。

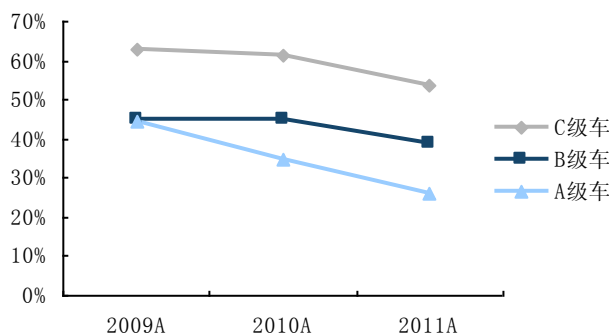
图 13 公司产品市场占有率领先



资料来源: WKW、中投证券研究所

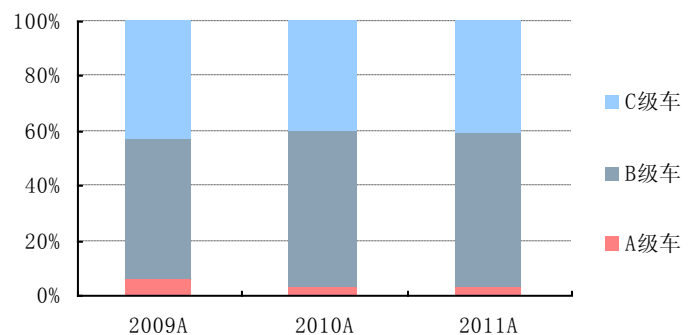
高端定位: 为中国的奔驰、宝马和奥迪等豪车品牌配套, 定位高端品质, 处于零部件配套的蓝海; 公司产品的配套车型 95%以上配套与 B 和 C 级中高档乘用车, 在保证高质量, 利于公司发挥高技术含量、高性价比优势, 从而持续稳定获得高附加值。

图 14 高端定位利于掌控高盈利



资料来源: 招股说明书、中投证券研究所

图 15 公司配套集中在 B 级和 C 级为主的中高端车型



资料来源: 招股说明书、中投证券研究所

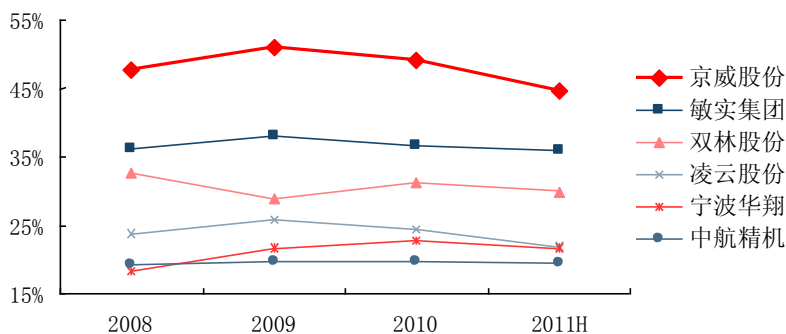
注: A 级(包括 A0、A00)车是指小型轿车, 比如: 一汽大众的捷达、上海大众的 POLO; B 级车是中档轿车, 比如: 奥迪 A4、帕萨特; C 级车是高档轿车, 比如: 奥迪 A6; D 级车指的则是豪华轿车, 比如: 奔驰 S 系列、宝马 7 系、奥迪 A8 和劳斯莱斯、宾利

质量管控: 吸纳德国先进技术和管理体系, 工艺和质量控制高人一等, 高品质和高盈利。汽车内外饰件总成是汽车美观重要元素, 对形状精度和表面处理要求苛刻, 从原材料配比、挤出成形进度和表面处理的一体化加工的要求非常高, 控制次品率和生产效率是实现效益的关键。

3.2 优秀的盈利能力，领先的管控实力

技术优势、高端定位决定强劲的盈利能力，优质独特的投资价值。公司 09-11 年的毛利率分别为 50.91%、49.06%和 43.58%，净利率水平高达 23.88%、23.79%和 21.92%，在汽车零部件中处于数一数二位置。高毛利率来自于：（1）总成供应商地位，实现同步开发和模块化供应；（2）高端产品定位，高端用户关注产品质量，在保证高质量的前提下，利于公司发挥竞争优势获取高附加值；

图 16 同行业上市公司综合毛利率



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

领先的管控能力，包括技术和财务水平，表现优异。汽车零部件公司，在产业链中相对处于弱势地位，需要很强的技术实力和产品垄断地位来增强话语权，总体而言对比同行业公司，体现较强的竞争优势和管控实力。

偿债能力强：（1）持续增长的盈利能力从根本上保障了公司的偿债能力，利息保障倍数均大于 100 倍，显示了公司具有较强的偿还到期利息的能力。（2）充沛的现金流量保障了公司及时偿还短期债务的能力，速动比率为 2.78，体现充沛的现金流，是按时偿还到期债务的有效保障。

表 4 上市公司的偿债能力分析比较

| 主要财务指标 | | 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 |
|---------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动比率(倍) | 2011年6月末 | 1.89 | 2.50 | 2.45 | 2.14 | 4.12 | 2.62 | 4.33 |
| | 2010年末 | 2.03 | 2.33 | 2.61 | 1.80 | 4.53 | 2.66 | 2.94 |
| | 2009年末 | 1.67 | 1.67 | 1.00 | 1.85 | 3.82 | 2.00 | 3.58 |
| | 2008年末 | 1.49 | 0.88 | 0.95 | 1.84 | 6.72 | 2.38 | 3.60 |
| 速动比率(倍) | 2011年6月末 | 1.38 | 2.04 | 1.90 | 1.61 | 3.69 | 2.12 | 2.78 |
| | 2010年末 | 1.44 | 1.80 | 2.08 | 1.12 | 4.10 | 2.11 | 2.07 |
| | 2009年末 | 1.19 | 1.19 | 0.63 | 1.41 | 3.36 | 1.56 | 2.54 |
| | 2008年末 | 0.92 | 0.50 | 0.66 | 1.35 | 5.74 | 1.83 | 2.30 |
| 资产负债率(母公司)(%) | 2011年6月末 | 42.19 | 10.44 | 31.04 | 33.75 | 17.31 | 26.95 | 26.70 |
| | 2010年末 | 37.11 | 10.76 | 25.39 | 33.98 | 15.94 | 24.64 | 39.17 |
| | 2009年末 | 51.06 | 30.52 | 63.27 | 38.31 | 18.27 | 40.29 | 29.34 |
| | 2008年末 | 50.47 | 49.35 | 62.00 | 30.26 | 9.71 | 40.36 | 31.15 |

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

经营效率高：公司的总资产周转率和应收账款周转率都远高于同行业公司，表明公司资产的整体运营效率较高和较快的回款速度。在营业收入大幅增长的情况下，公司严格管控，加强资产周转能力，有效节约资产运营和管理成本，提高公司效益水平。

表 5 同行业上市公司的资产周转能力比较分析

| 主要财务指标 | | 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 |
|------------------|-----------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 应收账款周转率 (次/年) | 2011年1-6月 | 2.87 | 4.94 | 2.75 | 2.30 | 2.66 | 3.10 | 3.77 |
| | 2010年 | 6.53 | 10.75 | 5.25 | 4.85 | 5.68 | 6.61 | 8.30 |
| | 2009年 | 6.12 | 10.79 | 5.01 | 4.05 | 5.80 | 6.35 | 7.15 |
| | 2008年 | 5.61 | 9.55 | 5.17 | 4.35 | 6.44 | 6.22 | 7.85 |
| 总资产周转率 (次/年) | 2011年1-6月 | 0.45 | 0.44 | 0.38 | 0.43 | 0.26 | 0.39 | 0.59 |
| | 2010年 | 1.01 | 0.98 | 0.86 | 0.76 | 0.62 | 0.85 | 1.38 |
| | 2009年 | 1.07 | 0.97 | 0.90 | 0.65 | 0.60 | 0.84 | 1.21 |
| | 2008年 | 1.01 | 0.93 | 0.76 | 0.60 | 0.55 | 0.77 | 1.15 |

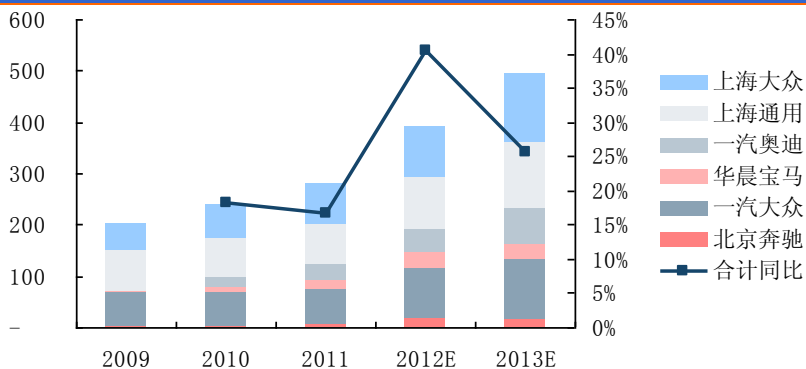
资料来源：招股说明书、中投证券研究所

四、盈利预测&投资建议：订单扩张+产能扩张

我们认为，京威股份具有汽车零部件中的宝马、奔驰和奥迪“血统”，不但在汽车零部件公司中具有优质的投资价值，同样是 A 股投资宝马、奔驰和奥迪等豪车品牌扩张的最佳标的。

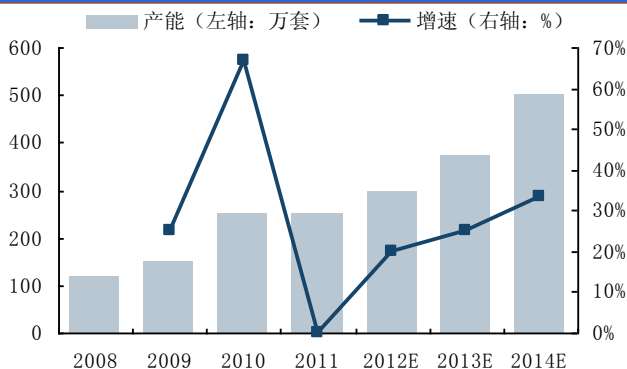
京威股份的投资价值的体现在于，三年内豪车市场的内生增长，包括宝马、奔驰和奥迪在内的下游客户积极实施品牌国产化，进行产能扩张，从而推动公司订单确定性增长；同时公司适时实施 IPO，得以实现产能扩张，从而为公司快速成长铺平道路。结合行业需求和公司产能投放速度，三年 CAGR 实现 30% 增长的概率大。

图 17 主要客户扩产规划，三年扩产幅度高达 125%！京威股份订单应接不暇



资料来源：各汽车集团网站、中投证券研究所

图 18 近年受产能瓶颈限制严重，IPO 后将缓解产能限制，加速成长



资料来源：各汽车集团网站、中投证券研究所

投资建议：我们预计公司 11-13 年实现收入 17 亿、21 亿和 27 亿元，归属于母公司净利润为 3.86 亿、5.15 亿和 6.42 亿元，11-13 年 EPS 为 1.23、1.70 和 2.20 元。公司是零部件中的“宝马”级品牌，也是 A 股投资奔驰、宝马和奥迪品牌扩张的理想标的，投资价值显著，给予公司 12 年 25 倍估值，目标价 30 元，“强烈推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 818 | 2730 | 3091 | 3623 |
| 现金 | 137 | 1901 | 2075 | 2336 |
| 应收账款 | 134 | 222 | 264 | 331 |
| 其他应收款 | 12 | 9 | 12 | 16 |
| 预付账款 | 53 | 62 | 76 | 95 |
| 存货 | 269 | 338 | 404 | 505 |
| 其他流动资产 | 212 | 197 | 260 | 339 |
| 非流动资产 | 402 | 386 | 380 | 369 |
| 长期投资 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 固定资产 | 286 | 284 | 275 | 263 |
| 无形资产 | 51 | 54 | 57 | 60 |
| 其他非流动资产 | 59 | 43 | 42 | 41 |
| 资产总计 | 1219 | 3116 | 3472 | 3992 |
| 流动负债 | 243 | 270 | 324 | 358 |
| 短期借款 | 0 | 33 | 33 | 28 |
| 应付账款 | 111 | 151 | 181 | 232 |
| 其他流动负债 | 131 | 86 | 109 | 98 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 243 | 270 | 324 | 358 |
| 少数股东权益 | 151 | 227 | 317 | 444 |
| 股本 | 225 | 300 | 300 | 300 |
| 资本公积 | 1 | 1351 | 1351 | 1351 |
| 留存收益 | 600 | 968 | 1179 | 1539 |
| 归属母公司股东权益 | 826 | 2619 | 2830 | 3190 |
| 负债和股东权益 | 1219 | 3116 | 3472 | 3992 |

现金流量表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 297 | 328 | 418 | 534 |
| 净利润 | 352 | 445 | 601 | 787 |
| 折旧摊销 | 0 | 15 | 15 | 15 |
| 财务费用 | 0 | -22 | -43 | -48 |
| 投资损失 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营运资金变动 | 0 | -112 | -158 | -224 |
| 其他经营现金流 | -58 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -83 | 0 | -9 | -4 |
| 资本支出 | 116 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1 | 7 | -3 | 2 |
| 其他投资现金流 | 33 | 7 | -13 | -3 |
| 筹资活动现金流 | -249 | 1436 | -235 | -269 |
| 短期借款 | -100 | 33 | 0 | -6 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 75 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 1350 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -149 | -22 | -235 | -263 |
| 现金净增加额 | -35 | 1764 | 174 | 261 |

利润表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1402 | 1656 | 2102 | 2678 |
| 营业成本 | 791 | 928 | 1138 | 1421 |
| 营业税金及附加 | 10 | 12 | 15 | 19 |
| 营业费用 | 56 | 64 | 82 | 104 |
| 管理费用 | 73 | 85 | 109 | 138 |
| 财务费用 | 0 | -22 | -43 | -48 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 营业利润 | 470 | 586 | 798 | 1041 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 利润总额 | 470 | 587 | 798 | 1041 |
| 所得税 | 118 | 142 | 196 | 254 |
| 净利润 | 352 | 445 | 601 | 787 |
| 少数股东损益 | 45 | 76 | 90 | 127 |
| 归属母公司净利润 | 307 | 368 | 511 | 660 |
| EBITDA | 470 | 579 | 770 | 1008 |
| EPS (元) | 1.37 | 1.23 | 1.70 | 2.20 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 20.6% | 18.1% | 26.9% | 27.4% |
| 营业利润 | 1.9% | 24.8% | 36.1% | 30.4% |
| 归属于母公司净利润 | 11.1% | 19.8% | 38.8% | 29.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 43.6% | 43.9% | 45.8% | 46.9% |
| 净利率 | 21.9% | 22.2% | 24.3% | 24.6% |
| ROE | 37.2% | 14.1% | 18.1% | 20.7% |
| ROIC | 38.1% | 42.2% | 48.7% | 54.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 19.9% | 8.7% | 9.3% | 9.0% |
| 净负债比率 | 0.00% | 12.34% | 10.29 | 7.77% |
| 流动比率 | 3.37 | 10.11 | 9.55 | 10.13 |
| 速动比率 | 2.26 | 8.86 | 8.30 | 8.71 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.27 | 0.76 | 0.64 | 0.72 |
| 应收账款周转率 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 应付账款周转率 | 7.47 | 7.09 | 6.85 | 6.87 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.02 | 1.23 | 1.70 | 2.20 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.99 | 1.09 | 1.39 | 1.78 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.75 | 8.73 | 9.43 | 10.63 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 18.94 | 15.81 | 11.39 | 8.82 |
| P/B | 7.05 | 2.22 | 2.06 | 1.82 |
| EV/EBITDA | 12 | 10 | 8 | 6 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附录：中投证券汽车行业近 1 年来发布的报告

| | |
|---|------------|
| 长城汽车 - H6 再创新高，业绩增长强劲——4 月产销点评 | 2012-05-11 |
| 宇通客车 - 轻客增速放缓，整体增长稳定——4 月产销快报点评 | 2012-05-07 |
| 长城汽车 - 新车型量价齐升，投资价值显著——1 季报点评 | 2012-04-27 |
| 天奇股份 - 风电业务拖累 11 年业绩，大股东助力定增项目 | 2012-04-26 |
| 宇通客车 - 产品结构优化，业绩持续增长——12 年 1 季报点评 | 2012-04-23 |
| 汽车整车 - 3 月销量创新高，看好 2 季度乘用车板块投资机会——中投汽车月报 B（乘用车情报速递） | 2012-04-18 |
| 长城汽车 - 新产能进入盈利，成长性持续体现——3 月产销点评&1 季报预测 | 2012-04-16 |
| 中原内配 - 一季报 EPS 增长 17.5%，未来增速有望逐季加快 | 2012-04-16 |
| 天奇股份 - 汽车拆解行业前景美好，助推公司跨越式发展 | 2012-04-09 |
| 宇通客车 - 销量增长快速，龙头地位稳固——3 月产销快报点评 | 2012-04-09 |
| 江淮汽车 - 全方位布局已完成，静候景气准时回归 | 2012-04-09 |
| 宇通客车 - 业绩靓丽超预期，未来增长仍可待——11 年年报点评 | 2012-03-27 |
| 龙生股份 - 产能瓶颈消除，扩张步伐加快 | 2012-03-26 |
| 金固股份 - 产能逐步投放，静待业绩兑现 | 2012-03-23 |
| 亚太股份 - 新订单彰显公司竞争力，拐点已过未来步步向好 | 2012-03-22 |
| 中原内配 - 订单供不应求，低估值、高增长彰显投资价值 | 2012-03-16 |
| 汽车整车 - 销量增长预期强烈，关注自主品牌改善机会——中投汽车月报 B（乘用车情报速递） | 2012-03-16 |
| 一汽轿车 - 新车型加快业绩回归，整体上市铺路淘金之旅 | 2012-03-14 |
| 长城汽车 - 品牌价值持续提升，静待天津工厂放量 | 2012-03-13 |
| 中原内配 - 定增项目再进一步，奠定公司增长基础 | 2012-03-12 |
| 中国重汽 - 需求谷底徘徊，旺季未能旺销——二月产销点评 | 2012-03-09 |
| 上汽集团 - 挑战中稳健前行——2 月产销快报点评 | 2012-03-07 |
| 宇通客车 - 销量增长平稳，校车持续放量——2 月产销快报点评 | 2012-03-06 |
| 江铃汽车 - 轻型商用车销售平淡，1 季度增长压力呈现——2 月产销快讯点评 | 2012-03-06 |
| 汽车整车 - 公车采购自主化，关注自主品牌+零部件 | 2012-02-27 |
| 中原内配 - 近看出口扩张，远看产品升级，打造世界级气缸套供应商 | 2012-02-27 |
| 汽车整车 - 反弹根基坚固，投资机遇仍在——中投乘用车月报 | 2012-02-22 |
| 宇通客车 - 产能释放，订单充足，增长确定 | 2012-02-22 |
| 远东传动 - 拓展海外+轿车市场，成就公司持续增长 | 2012-02-22 |
| 一汽轿车 - 集团整体上市临近，公司投资价值显现——基于整体上市假设的价值分析 | 2012-02-15 |
| 长城汽车 - 快速成长的自主品牌，细分市场的领军企业 | 2012-02-14 |
| 上汽集团 - 春节销售旺，锁定一季报——1 月产销快报点评 | 2012-02-07 |
| 宇通客车 - 销量季节性回落，未来确定性增长——1 月产销快报点评 | 2012-02-06 |
| 江铃汽车 - 春节放大销量下滑，需求反映经济仍处谷底——1 月产销快讯点评 | 2012-02-03 |
| 上汽集团 - 龙头地位稳固，投资价值显著——11 年业绩预告点评 | 2012-02-01 |
| 骆驼股份 - 4 季度略低预期，行业整合将巩固未来高增长 | 2012-01-31 |
| 天润曲轴 - 等待需求回归，静候王者归来——业绩预告修正点评 | 2012-01-20 |
| 福田汽车 - 投资仍需等待行业景气回归——12 月销量点评 | 2012-01-17 |
| 中国重汽 - 春节提前备货，销量超预期——十二月产销点评 | 2012-01-16 |
| 汽车整车 - 中投汽车月报 A（商用车情报速递）——客车平稳，重卡谷底，轻卡压力大 | 2012-01-16 |
| 亚夏汽车 - 快速扩张的汽车经销区域龙头 | 2011-12-20 |
| 汽车行业 2012 年度投资策略 - 景气终将回归，透析发展主线，把握结构性投资机遇 | 2011-12-13 |

| | |
|---------------------------------------|------------|
| 骆驼股份-汽配第一股——穿越周期成长的铅酸电池寡头 | 2011-12-07 |
| 宇通客车-出口订单打开新兴市场，广阔空间支撑稳定增长 | 2011-11-09 |
| 中国重汽-去库存化渐进尾声，需求恢复还需等待——十月产销点评 | 2011-11-09 |
| 上海汽车-增速如期回调，坚定价值判断——10月产销点评 | 2011-11-08 |
| 悦达投资-坚实基础已奠定，成长步伐仍很快 | 2011-11-04 |
| 中鼎股份-短期业绩有压力，长期成长有潜力——三季报点评 | 2011-10-30 |
| 亚太股份-需求低迷致使业绩下滑，未来增长还看多元扩张——三季报点评 | 2011-10-28 |
| 上海汽车-竞争优势推升销量，业绩稳定凸显价值——三季报点评 | 2011-10-27 |
| 松芝股份-车载空调“空”增长，轨道交通与冷链运输市场仍需培育——三季报点评 | 2011-10-27 |
| 宇通客车-公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评 | 2011-10-26 |
| 星宇股份-三季度恢复明显，车灯替代值得期待——三季报点评 | 2011-10-25 |
| 骆驼股份-三季度搬迁影响，四季度确定性爆发——三季报点评 | 2011-10-25 |
| 上海汽车-预计三季度 EPS 为 0.46 元，股价低估严重，投资价值显现 | 2011-10-13 |
| 中国重汽-重卡环比持续向上，反弹机会渐行渐近 | 2011-09-22 |
| 潍柴动力-产业升级和排放要求将支撑公司的长期垄断地位 | 2011-08-30 |
| 上海汽车-低估值反映盈利担忧、再出发等待需求信心 | 2011-08-29 |
| 风帆股份-业绩符合预期，三季报检验整合预期 | 2011-08-27 |
| 中鼎股份-成本压力趋于尾声，成长潜力持续挖掘 | 2011-08-26 |
| 松芝股份-车用空调受制成本，轨道交通明年放量 | 2011-08-25 |
| 亚太股份-上下游压力挤压业绩，等待最坏时刻过去 | 2011-08-21 |
| 骆驼股份-坚实业绩打底，等待预期兑现 | 2011-08-19 |
| 星宇股份-2 季度多种利空冲击，车灯替代趋势仍然向好 | 2011-08-19 |
| 天润曲轴-确定的高增长，少见的低估值 | 2011-08-17 |
| 上海汽车-把握业绩确定性，等待估值提升点 | 2011-08-03 |
| 上海汽车-把握业绩确定性，等待估值提升点 | 2011-08-03 |
| 宇通客车-公交订单夯实业绩，成长速度保持稳健 | 2011-08-02 |
| 天润曲轴-“产品+市场”多元化抵御重卡波动性，高成长将延续 | 2011-08-01 |
| 风帆股份-环保风暴冲击生产，涨价幅度决定业绩 | 2011-07-29 |
| 汽车零部件 II-铅酸电池拐点明确，行业景气持续爆发 | 2011-07-27 |
| 宇通客车-大公交体系重构，大中客景气延续 | 2011-07-26 |
| 中鼎股份-收购外企实现技术引进，进入油封市场巩固成长 | 2011-07-25 |
| 骆驼股份-行业整合趋势下，有望快速成长为铅酸电池寡头 | 2011-07-22 |
| 星宇股份-激励挖掘潜力，剑指车灯龙头 | 2011-07-11 |
| 中鼎股份-技术突破拓延空间，竞争环境走出低谷 | 2011-07-05 |
| 银轮股份-调整增发底价至 16.31 元：领航冷却系统，进军尾气处理 | 2011-06-27 |
| 天润曲轴-定增扩张已确定，估值压力近尾声 | 2011-06-14 |
| 星宇股份-启动世界车灯“中国造”——把握车灯的技术突破机遇 | 2011-06-12 |
| 一汽夏利-经营业绩探底中，整体上市进行时 | 2011-06-03 |
| 风帆股份-行业整合预期强烈，业绩或将低位起飞 | 2011-05-19 |
| 亚太股份-合作聚拢资源，打造总成龙头 | 2011-05-06 |
| 汽车零部件 II-坚定看好技术突破和行业整合的投资机遇 | 2011-05-06 |
| 上海汽车-结构分化加速洗牌，品牌优势扩大盈利 | 2011-04-28 |
| 风帆股份-行业整合机遇扩大竞争优势，新产品仍处孕育期 | 2011-04-26 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学, 清华大学汽车工程系硕士、学士, 参与多项汽车产业部委研究课题, 2010 年加盟中投证券研究所

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434