

产业链向上延伸巩固垄断地位

——京威股份（002662）调研快报

2012年5月28日

推荐/首次

京威股份

调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

我近日参加了京威股份的投资者交流会，与公司领导进行了交流。

观点：

问题 1：中环零部件并入公司的影响

公司合并中环零部件的目的在于避免同业竞争。与 2011 年 12 月份开始并表，年报中只体现了其 12 月的利润。如果不考虑并入的中环零部件，一季度净利润增速应低于 20%。

中环零部件主要生产公司内外饰所需的原材料铝棒。国内目前生产铝材的现状是：普通铝材已经充分实现国产化（比如公司生产的天窗框使用的就是普铝），而高端铝材则仍然稀缺。公司此前的高端铝都是从德国威卡威直接进口铝型材。但进口本身采购价格较高，且还要面对高运输成本、汇率变化的风险。因此，公司一直希望可以在高端铝的原材料上有所突破，以增强公司对产业链的掌控力。而中环零部件正是实现突破的关键。目前来看已经渐入佳境，前期只有一条生产线，而新近又增加了两条。目前公司还需要逐渐通过各主机厂对自制高端铝材的认可。公司计划未来用一年的时间实现自制对进口的替代。最终目标是实现原材料 100% 自制。

问题 2：国内做电镀的厂众多，为什么公司还要做电镀？

国内做电镀的企业虽然多，但是缺少真正能掌握高端电镀的。京威股份配套汽车外饰件有十几年，现在生产流程维度就缺一项电镀。掌握了电镀，公司几乎什么样的表面处理都可以做。

问题 3：公司没有拿到新宝马三系的订单，原因何在？

国内主要竞争对手敏实集团报价较低，公司认为价格已经超过自己可接受的范畴，为了避免打价格战主动退出。（老宝马三系当初也是先交给其他公司配套，但是一段时间后主机厂并不满意，最后还是由京威来配套。）

问题 4：大众的新厂主要布局在广东一带，公司继续配套是否面临长距离运输问题？

固定资产投资和运输费用哪个更合算一直是公司在考虑的问题。当下的规划是：目前先做好物流，然后走向全国建厂。在做物流这一步要着重提升物流效率，首先做分装（把易产生划痕的部件和不易划的部件分开装）然后再做组装。

问题 5：德方股东在公司研发、生产等方面扮演怎样的角色？未来是否会减持？

合资初期，德方为公司带来了技术，以及一些先进的管理。但是后期的合作中，中方的实力不断增强，逐渐

占据主导。目前来看双方技术上也各有优势，德方技术专而尖，而公司的覆盖面则更为广泛。比如德方在铝棒生产上拥有百年历史，是国际最先进水平，而公司只是刚刚起步。但是德方在表面处理方面却没有太多建树，反而是公司比德方更强。

由于公司过去而且未来仍将保持 30%以上的高分红比例，且公司仍在高速成长期，对德方仍然很有吸引力。德方会有一些的减持需求，但是估计持有股份不会减至 30%以下。而从市场分布的角度来看。目前京威主要负责亚洲和俄罗斯，而德方则负责其他区域。

问题 6：德方在其本土市场的竞争地位？

德国国内生产汽车铝饰件是四分天下的格局，竞争充分，德国威卡威是四家企业之一。但在铝型材，即原材料方面，威卡威是垄断的地位，另外三家企业也不得不从威卡威采购型材。

问题 7：去年人工费用增加了 50%以上？未来趋势如何？

去年为了准备募投项目，招募了很多新员工。操作员工需要按照德方要求进行培训，培训费用增加了不少；管理人员方面去年也新招聘了几十名大学生。公司本着对社会和员工负责的态度，制定的薪酬目标是未来每年工资增长一定要超过 GDP 增长。

问题 8：行业技术壁垒主要是哪些部分？竞争对手进入豪车配套体系需要多久？

生产铝合金饰件看似简单，实则技术含量很高。其主要技术难点在于：①氧化。如果处理不好氧化这步，废品率会很高；②铝型材内在的结构（比如热处理）。

公司从 98 年进入配套体系以来，不断的有竞争对手想进入，但主要豪车配套项目仍然握在公司手中。竞争对手想突破技术壁垒，且通过主机厂的审核，仍是一个长时间的过程。

问题 9：未来利润率的趋势？

由于公司本身利润率很高，在行业内已属于最高水平。而未来公司并购其他企业不可避免。现在有意向并购的目标利润率均低于公司。公司要持续并购，利润率必然会被不断拉低。

结论：

京威股份作为国内豪车铝制内外饰领域的龙头，目前公司与众多车型已经签订了框架协议，框架协议仍将持续多年，公司的垄断地位依旧稳固。未来公司的高端铝棒将逐渐替代进口，有望成为公司最有成长力的一块，值得期待。预计公司 2012-2014 年 EPS（摊薄后）分别为 1.21、1.4 和 1.63。按照 2012 年 5 月 28 日收盘价 20.99 元估算，对应 PE 分别为 17、15 和 13 倍，给予“推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	1,162.43	1,401.82	1,683.87	1,973.16	2,279.39
主营收入增长率	60.72%	20.59%	20.12%	17.18%	15.52%
EBITDA（百万元）	486.61	499.18	580.40	660.38	780.90
EBITDA 增长率	56.51%	2.58%	16.27%	13.78%	18.25%
净利润（百万元）	276.57	307.34	363.68	419.17	489.05

净利润增长率	60.12%	11.13%	18.33%	15.26%	16.67%
EPS（元）	1.23	1.37	1.21	1.40	1.63

资料来源：东兴证券

东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。