



**买入**

**44% ↑**

目标价格: 人民币 17.20

002662.CH

价格: 人民币 11.92

目标价格基础: 20倍 2015年市盈率

板块评级: 中立

# 京威股份

## 内生高增长，并购外延扩张

京威股份是国内中高端车型及豪华车内外饰件供应商，尤其是在豪华车铝合金外饰件上优势明显，公司将受益于中高端及豪华车销量高速增长。通过收购福尔达，公司扩大协同效应，外延扩展，进入汽车电子生产领域。按照资产重组方案测算，我们预计公司收购福尔达及秦皇岛威卡威后公司2014-2016年每股收益分别为0.68元、0.86元和1.05元。考虑到京威股份及福尔达下游客户销量快速增长及汽车电子广阔前景，我们认为其合理目标股价17.20元，首次给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **持续受益中高端及豪华车销量增长。**京威股份主要客户涵盖所有已国产的欧美系品牌，主要收入来自奥迪、宝马和奔驰等豪华车配套。随着汽车行业反垄断进行及消费者对中高端车型需求增长，我们预计未来3年豪华车销量有望保持30%-40%的增速，公司收入复合增速有望达到20-30%，将明显快于行业平均水平。
- **通过收购福尔达，扩大协同效应，外延扩张。**收购福尔达，将扩大两者的协同效应，并进入汽车空调控制器市场，该市场空间巨大，同时福尔达在新能源汽车空调控制器技术实力雄厚，已与多家汽车企业合作，其汽车空调控制器业务发展潜力巨大。

### 评级面临的主要风险

- 1) 汽车设计风格改变或其它替代材料的出现，导致对内外饰材料及用量发生重大变化；2) 行业竞争加剧，导致公司市场份额和毛利率下降；3) 人工成本大幅上涨。

### 估值

- 按照资产重组方案测算，我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.68元、0.86元和1.05元，对应最新股价的动态市盈率分别为18倍、14倍和11倍。考虑到京威股份及福尔达快速增长及汽车电子业务广阔前景，我们认为其合理目标股价17.20元，首次给予**买入**评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,660	1,799	2,120	2,620	3,280
变动(%)	18	8	18	24	25
净利润(人民币 百万)	372	317	367	479	603
全面摊薄每股收益(人民币)	0.620	0.528	0.612	0.798	1.001
变动(%)	21.0	(14.8)	15.8	30.4	25.3
全面摊薄市盈率(倍)	19.2	22.6	19.5	14.9	11.9
价格/每股现金流量(倍)	17.2	27.1	9.3	18.3	16.7
每股现金流量(人民币)	0.69	0.44	1.16	0.59	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	12.1	10.3	7.6	6.0
每股股息(人民币)	0.340	0.510	0.167	0.218	0.273
股息率(%)	2.9	4.3	1.4	1.8	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

\*注: 按重组完成前

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	59.1	38.6	44.1	75.8
相对深证成指	61.3	37.8	36.3	79.0

发行股数(百万)	600
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,788
3个月日均交易额(人民币 百万)	46
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
北京中环投资管理有限公司	38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年9月3日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

彭勇

(8621) 2032 8596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jjia.jia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

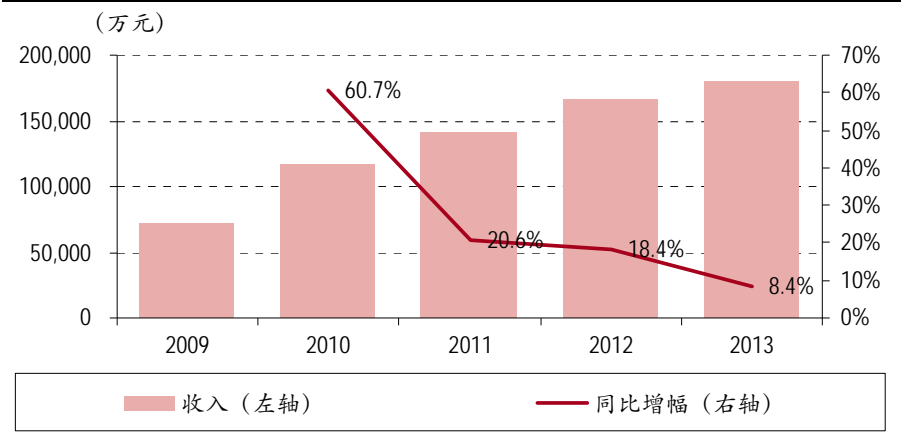
## 目录

汽车铝合金外饰件龙头.....	3
持续受益中高端车型销量增长.....	6
并购合作，打开成长空间.....	9
盈利预测及估值.....	14
风险提示.....	16

## 汽车铝合金外饰件龙头

京威股份是国内汽车铝合金外饰件龙头企业，2013 年营业收入为 18.0 亿元，净利润 3.2 亿元。公司上市后，收入增速有所下滑，我们预计从 2014 年开始，随着配套车型销量上升，有望重回高增长。

图表 1.京威股份 2009-2013 年收入及同比增幅

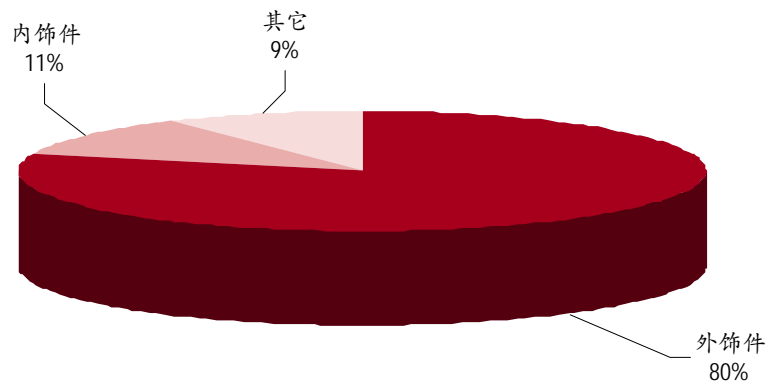


资料来源：公司公告

### 主要产品

京威股份产品包括汽车外饰件、内饰件及其它配件，其中来自外饰件的销售收入接近八成。

图表 2.京威股份分产品收入占比



资料来源：公司公告

汽车外饰件按材质可分为铝合金外饰件、不锈钢外饰件和复合材料外饰件三大类，高档乘用车大多数使用铝合金外饰件。铝合金外饰件是公司竞争力最强的拳头产品，公司是国内汽车铝合金外饰件首选供应商。

公司外饰件产品有前风窗装饰条、立柱饰板、车门框装饰条、导轨、三角窗饰条、车门外直条、门下部饰条、立柱饰条等，其中车门框装饰条和车门外直条价值量较大。

图表 3.京威股份产品示意图（外饰件）



资料来源：公司网站

公司内饰件产品有门槛、仪表板饰条、前后门饰条、烟灰盒盖、副驾驶饰板、前后门内饰条、前后门窗台密封条、音响面板框等。

图表 4.京威股份产品示意图（内饰件）



资料来源：公司网站

### 主要客户

京威股份主要客户涵盖所有已国产的欧美系品牌，并配套上汽乘用车和一汽轿车等国内自主中高端品牌，其中一汽大众、华晨宝马、上海大众、上海通用、北京奔驰等是公司前五大客户。

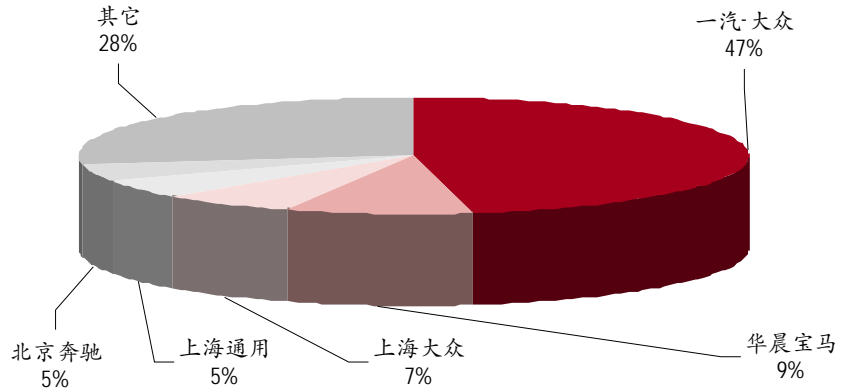
图表 5.京威股份主要客户



资料来源：公司网站

一汽大众是公司最大客户，占其收入的 47.2%，来自前五大客户收入占比达到 72.5%，我们估计来自欧美系收入占比约为 80%。

图表 6. 京威股份 2013 年前 5 大客户及收入占比



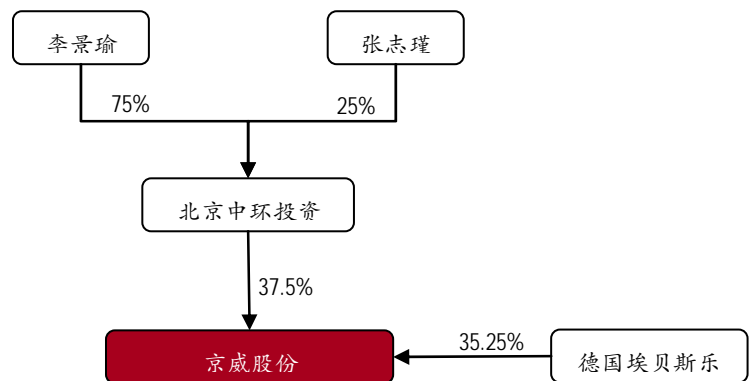
资料来源：公司公告

### 主要股东

公司是中德合资企业，中方实际控制人李景瑜先生拥有 20 多年汽车内外饰件制造经验，德方股东及其实际控制人公司具有百年以上历史，在德国即是奔驰、宝马、奥迪等整车厂的原配供应商。中德双方通力合作及支持是确保公司稳定健康发展的基石。

公司共发行 6 亿股份，其中中、德双方合计持有 4.4 亿限售股，合计占比 72.75%，将于 2015 年 3 月 9 日解禁上市流通。

图表 7. 京威股份股权结构



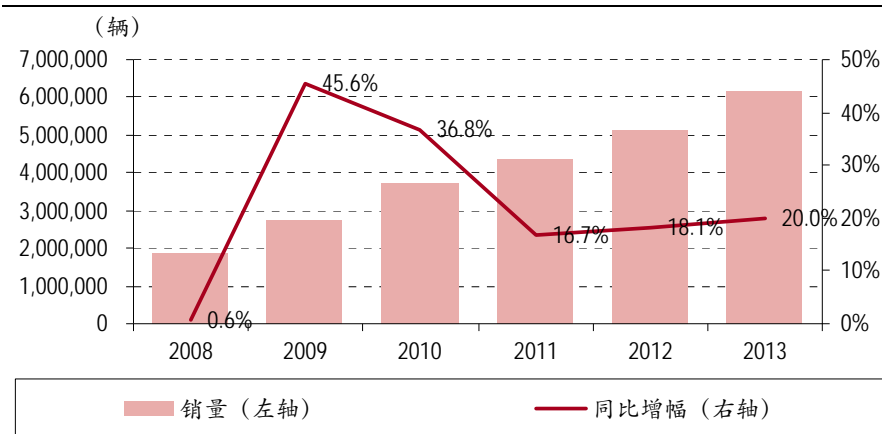
资料来源：公司公告，中银国际研究

## 持续受益中高端车型销量增长

### 生活品质提升，对中高端车型及豪华车需求增加

随着收入增长，人们对生活品质要求更高，对中高端车型需求将有望迸发，尤其是欧美系豪华车。现有私家车主的升级换代需求是中高端车型及豪华车型需求增长持续动力。在 2009-2010 年政策刺激以后，汽车行业进入稳定增长长期，行业销量增速略高于 GDP 增速，但以欧美系为主的中高端车型销量仍保持较快增长。

图表 8.2008-2013 年欧美系车企销量及同比增幅



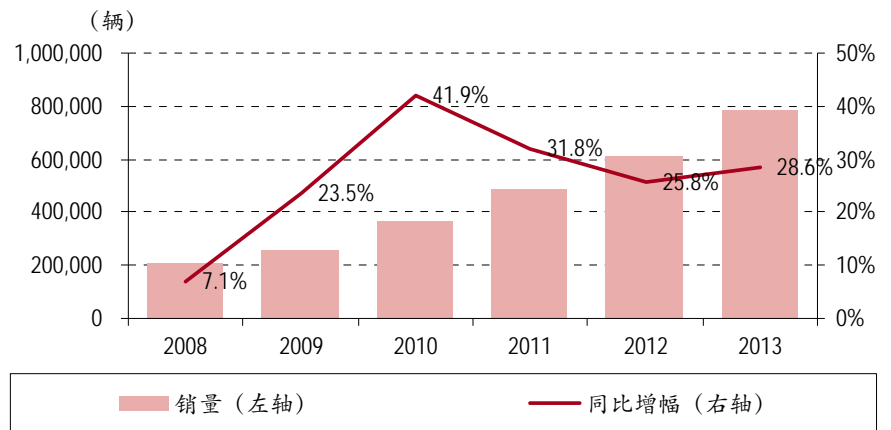
资料来源：中汽协，中银国际研究

### 汽车反垄断推行，豪华车价格下探有望促销量大幅提升

2011 年汽车刺激政策退出后，国产豪华车市场并未受影响，仍保持 30% 的增长。

目前国家发改委正在推进汽车行业反垄断，关注的重点是豪华车较高的整车售价及售后配件价格。前期国家已经约谈了奥迪、宝马等豪华品牌厂商，相关企业已经对售后配件进行大幅降价。根据解放日报报道，由上海外高桥汽车交易市场起草的汽车平行进口试点方案已报商务部审核，一旦落地，将会打开另一条进口车进入国内市场的通道。进口汽车总经销模式打破，将会促使中高端车型及豪华车价格下移。

中高端及豪华车售价下移，加上其售后服务价格降低，将促进豪华车消费需求大幅增长，我们预计未来 3 年豪华车销量有望保持 30%-40% 的增速。

**图表 9.2008-2013 年国产豪华车销量及同比增幅**


资料来源：中汽协，中银国际研究

公司是国内汽车零部件上市公司中配套中高端及豪华车型占比最高的企业，大部分收入是来自欧美系中高端车型，尤其是来自豪华车型（奔驰、宝马和奥迪的国产车型）的配套量较大，我们估计公司收入中来自豪华车配套金额超过 30%。

零部件企业与下游整车厂一般是签订 5 年长期供应合同，零部件价格按照合同约定，每年有序下降（3%-5%），于是京威股份现有给豪华车企业供货价格相对稳定，不会受豪华车价格调整影响；同时，新车型零部件供应价格是多家供应商竞争的结果，考虑到公司在铝合金外饰件的绝对优势，其他企业很难跟公司进行竞争，最终公司获得的新车型供货价格也不会大幅下降。

最终，中高端车型及豪华车需求大幅增长，将带来公司出货量大幅增长，我们预计未来 3 年公司配套豪华车的零部件收入有望保持在 30% 左右的增长。

### 持续受益中高端车型国产化推进

汽车铝合金外饰件对耐用性、美观及密封性均有较高的要求，从而对其使用的材料和表面处理技术提出较高要求。公司通过引进吸收德方股东经验，具备国内领先的铝合金型材加工和表面处理技术，能够生产高品质的铝合金外饰件。虽然有竞争对手已能供应铝合金外饰件，但我们认为其产品合格率、耐用性上及产能上要逊于公司，无法在市场上与公司进行广泛全面的竞争，公司有望长期保持在铝合金市场绝对领导者地位。

未来 2-3 年上海大众、一汽大众、北京奔驰、奇瑞捷豹路虎、吉利沃尔沃等均由多款豪华车及中高端车型将国产，公司凭借在外饰件及尤其是铝合金外饰件的深厚技术及市场地位，我们认为将成为相关车型外饰件供应商的不二之选。

图表 10. 未来 2-3 年即将或有望国产中高端车型

厂商	车型
上海大众	C 级轿车
	B 级 SUV
	A+级轿车
一汽大众	A 级 SUV
	B 级 SUV
北京奔驰	GLA (A 级 SUV)
上海通用	昂克威 (A 级 SUV)
奇瑞捷豹路虎	极光 (B 级 SUV)
东风雷诺	科雷傲 (A 级 SUV)
吉利沃尔沃	XC60 (B 级 SUV)
	XC90 (C 级 SUV)

资料来源：中银国际研究

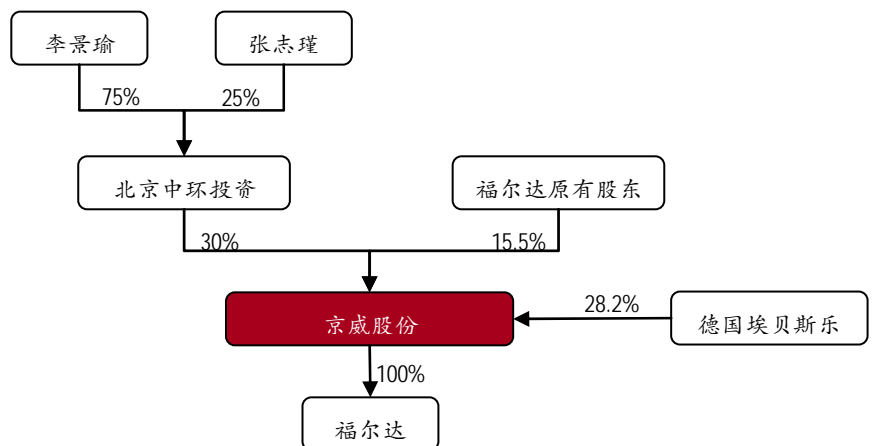
京威股份将会持续受益于中高端车型国产化，其收入内生增长有望达到 20% 以上。

## 并购合作，打开成长空间

### 拟收购福尔达，进军汽车电子

2014年5月14日京威股份发布公告，拟发行1.3亿股份和支付5,519万元现金购买福尔达100%股权。收购福尔达后（含本次资产重组收购秦皇岛威卡威少数股东权益），京威股份发行股份由6.0亿股增加至7.5亿股，其中中环投资仍是控股股东。

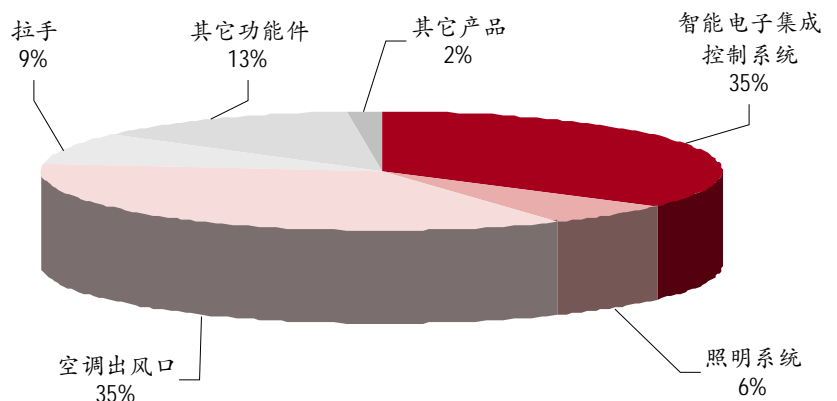
图表 11.收购福尔达及秦皇岛威卡威后股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

福尔达产品主要包括智能电子集成控制系统（空调控制器等）、乘用车照明系统（内部照明，如阅读灯等）、关键功能件（空调出风口、顶棚拉手等）。空调出风口、空调智能控制系统是福尔达的拳头产品，我们估计其60%以上收入来自这两块；其次是照明系统和拉手，约占其收入15%。以空调出风口等为主的关键功能件是福尔达增长的基石，相关收入占比接近60%，以空调控制器为主的智能电子集成控制系统将是最大亮点，成长速度高和市场空间巨大。

图表 12.福尔达 2013 年分产品收入占比



资料来源：公司公告

### 1) 关键功能件

福尔达的关键功能件主要是为中高端乘用车实现国产化替代进口的非标准零部件，包括：空调出风口、顶棚拉手总成、眼镜盒、烟灰盒、杯架、杂物盒、接线盒等。

图表 13.福尔达关键功能件产品 (1)



资料来源：公司公告

图表 14.福尔达关键功能件产品 (2)



资料来源：公司公告

#### 空调出风口

福尔达是目前国内高端品牌乘用车空调出风口具有同步设计开发及国产化能力的一级供应商，空调出风口是其核心产品之一，2013年35.5%的收入来自空调出风口。空调出风口、顶棚拉手等关键功能件，福尔达已为奥迪、奔驰、凯迪拉克、英菲尼迪、沃尔沃、新帕萨特、迈腾、途观、别克君威、别克路尊等近40款中高端车型定制了部分关键功能件产品。

空调出风口由众多高精密注塑、金属精密冲压的零件和电子元器件组装而成，具有调节车内空气、风量和温度的功能，是乘用车零部件中结构最复杂、功能要求最高的关键功能件之一。2011年福尔达研发成功了国家元首级用车——大红旗专用“自动风向扫描”空调出风口。

#### 顶棚拉手

顶棚拉手是装在汽车前后两侧的顶棚上，在车辆行驶当中起防止人晃动受伤的安全保护作用，除此之外还可以增设挂钩或照明灯等多元化功能。目前福尔达顶棚拉手产品的客户涵盖了国内主要的整车厂商，并已出口到国外为美国福特等著名整车厂配套。

除空调出风口和顶棚拉手外，福尔达关键功能件产品还包括眼镜盒、烟灰盒、杯架、杂物盒、接线盒等。

### 2) 汽车智能电子集成控制系统

福尔达是国内最早具有研发和批量生产汽车全自动空调控制器能力的供应商之一，并实现了先从国产自主品牌同步研发逐步转型升级到合资品牌的国产化配套。福尔达的智能电子产品包括空调智能集成控制系统（含伺服电机）、车身控制系统、无钥匙进入系统、轮胎防爆预警系统、座椅加热控制器、折叠后视镜控制器等。

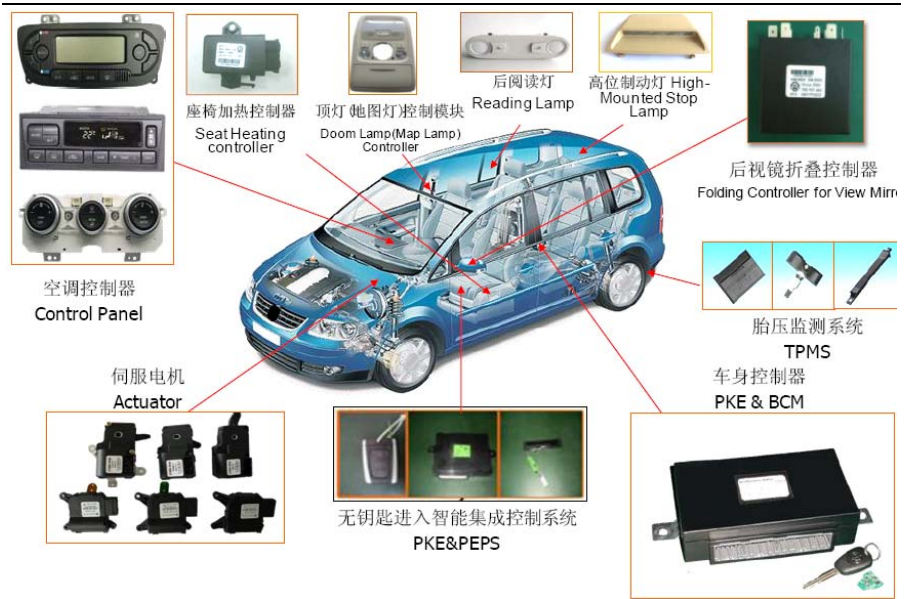
福尔达智能电子集成控制系统的客户包括一汽-大众、上海大众、一汽丰田、一汽轿车等整车厂。

### 空调智能集成控制系统 (含伺服电机)

传统的乘用车空调控制器是手动模式，而具备电动模式、自动模式的空调控制器目前已经成为了中高端车型的标准配置。

空调智能集成控制系统主要采用了嵌入式软件的开发技术、全自动智能化控制技术、热负荷模糊控制技术和总线技术等。具备智能控制的自动空调是中高端车型的标准配置。福尔达成功研发出了带 CAN 总线技术的自动空调控制器，在空调系统节能减排控制领域处于行业前列，先后为奇瑞 A3、一汽奔腾 B50EV 纯电动汽车、长城 CHB021、华晨中华插电式混合动力汽车、奥运混合动力车、世博会燃料电池车等车型研发自动空调控制器。

图表 15.福尔达汽车智能电子控制系统产品



资料来源：公司公告

### 车身控制系统

随着汽车电子技术的发展，越来越多的电控单元被应用到汽车上，单在车身电子方面就有电动门窗控制器、灯光控制器、遥控模块、防盗器等。随着电控单元在汽车中的应用越来越多，各电子设备间的数据通信变得越来越多，同时这些分离模块的大量使用，在提高车辆舒适性的同时也带来了成本增加、故障率上升、布线复杂等问题。于是，需要设计功能强大的集中控制模块用于实现这些离散控制器的功能并对众多车身电子进行控制，这就是集中式车身控制系统。该系统是用来实现对车身电子的人性化、舒适性及部分安全性控制的系统，集成了对车辆防盗、后备箱控制、电动车窗、玻璃除霜、刮水、中控锁、遥控天线、转向灯、前后组合灯、前后雾灯、喇叭、天窗、座椅、后视镜等的控制功能。

### 无钥匙进入系统

无钥匙进入系统一般具有无钥匙进入、无钥匙启动、报警和钥匙备份四大功能。同时，无钥匙进入系统还可以具有完善的车身控制功能，即将 BCM 的功能与无钥匙进入、启动的功能集成在一起。

### 轮胎防爆预警系统

福尔达参与了该领域的国家标准——《基于胎压监测模块的汽车轮胎气压监测系统》的起草工作。2008年，福尔达开发了空调智能化控制一体化系统，即集成了轮胎防爆预警系统和空调智能集成控制系统的一体化乘用车智能电子系统，此集成系统的构想由福尔达在国内首次提出并率先研发成功。

### 其他智能电子产品

福尔达产品当前主要应用在上海大众途观、帕萨特等车型上供应座椅加热控制器。目前福尔达主要配备在上海大众朗逸等车型上供应折叠后视镜控制器。

### 3) 乘用车照明系统 (含顶灯控制模块)

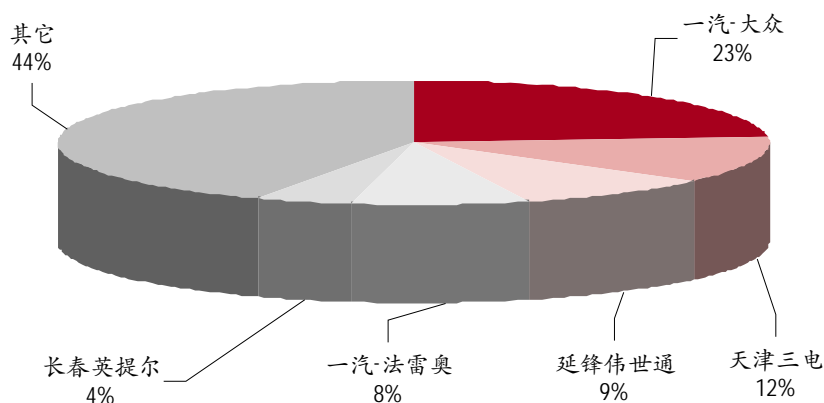
福尔达生产的乘用车照明系统产品主要有顶灯控制模块、牌照灯、行李箱灯及门警告灯等。未来顶灯控制模块的发展方向是集成多元化的汽车电子综合性控制模块，可以进一步集成照明系统、车身控制系统、车载娱乐电子设备等。目前福尔达的照明系统产品主要是为一汽-大众、上海大众、上海通用、美国福特、天津一汽丰田等整车厂生产的中高端车型配套。

### 并购福尔达，提升协同作用

京威股份与福尔达产品均定位于中高端车型，具有市场协同空间，是本次重组的重要基础。

2013年福尔达直接来自一汽大众收入占比23.5%，且一汽法雷奥和长春英提尔部分产品最终用户也是一汽大众，我们估计福尔达来自一汽大众的收入占比超过30%。福尔达和京威股份第一大客户均是一汽大众，通过收购福尔达，京威股份业务面将进一步实现横向拓宽，是公司落实横向一体化战略的重要举措。

图表 16. 福尔达 2013 年前 5 大客户收入占比



资料来源：公司公告

未来京威股份与福尔达可以进行销售协同、采购协同和生产协同。两家企业可以根据工厂布局调整生产，从而降低成本，提高供货及时性等。

### 空调智能控制器市场广阔

传统空调控制是手动调节模式，随着汽车消费升级，电动或自动空调配置比例将上升。电动和自动空调需要配备智能空调控制器，将为福尔达空调控制器带来巨大发展空间，目前公司空调控制器已得到国内广大客户认可，并已配备上海大众的朗逸等车型上。按照空调控制器单台均价约 200 元左右测算，我们估计公司 2013 年空调控制器出货量约为 100 万台左右，价值量约为 2.0 亿元。我们估计 2013 年安装有电动或自动空调的汽车有 1,500 万辆，空调控制器市场规模约为 30 亿元，公司市占率约为 6.7%，成长空间巨大。

新能源汽车发展为福尔达空调控制器带来巨大发展机遇，公司在新能源汽车空调控制器上位于国内前列，已先后为一汽奔腾 B50EV 纯电动汽车、华晨中华插电式混合动力汽车、奥运混合动力车、世博会燃料电池车等车型研发自动空调控制器。公司有望凭借在新能源汽车电动及自动空调控制器上的技术优势，有望成为国内领先的新能源汽车电动机自动空调控制器及空调系统供应商。

根据公告，福尔达 2013 年以空调控制器为主的智能电子集成控制系统收入增长 46.8%。我们认为，空调控制器有望成为公司成长速度最快的业务。

### 未来仍存并购合作可能

京威股份上市超募资金超过 9 亿元，为公司未来并购整合及合资合作提供强有力的资金支持，公司计划打造中、德零部件企业整合平台，通过对外并购整合及合资合作，提升企业竞争力，并打开快速成长通道。

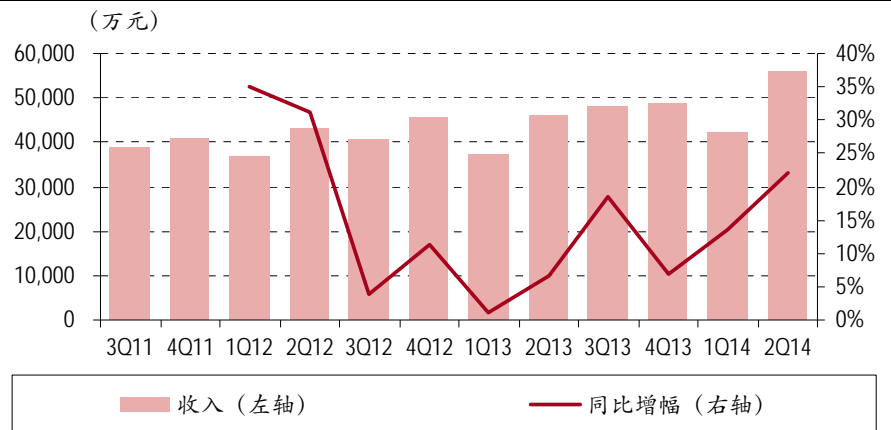
本次收购福尔达，京威股份大部分以公司股票进行支付，仅动用了少量现金，根据 2014 年中报公司目前账面现金高达 10.8 亿元。公司拥有雄厚的资金，未来仍足够实力收购国内外相关的零部件企业，提升企业综合实力。

## 盈利预测及估值

2012 年第一季度京威股份上市，随后几个季度公司收入增长有所下滑，但从 2014 年开始其季度销量同比增幅逐步回升。

考虑到公司下游的中高端车型尤其是豪华车销量有望保持 30% 以上的增速，我们预计公司铝合金外饰件业务收入未来 3 年有望保持 30% 以上的复合增速，加上其它材质的外饰件、内饰件及其它产品，现有业务收入增速有望保持 20%-30% 之间。

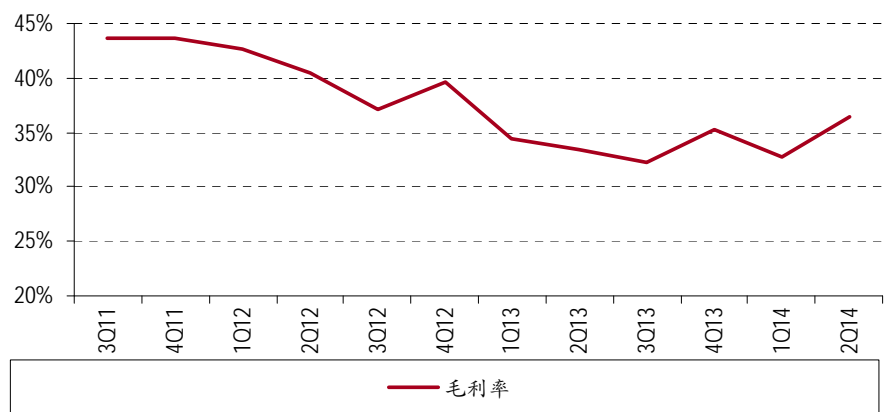
图表 17. 京威股份有望重回高增长



资料来源：公司公告

上市后，京威股份产品盈利能力处于下降趋势，到 2013 年基本处于稳定状态，毛利率基本维持在 35% 左右，属于比较合理水平。我们认为公司未来产品盈利水平有望保持在 2013-2014 年水平，不会再继续下降。

图表 18. 京威股份毛利率有望趋稳



资料来源：公司公告

不考虑京威股份收购福尔达及秦皇岛威卡威的影响，我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.61 元、0.80 元和 1.00 元，对应最新股价的动态市盈率为 20 倍、15 倍和 12 倍。

福尔达 2013 年实现销售收入 7.1 亿元，同比增长 32.1%，其中以空调控制器为主的智能电子集成控制系统收入增速是 46.8%；2013 年福尔达净利润 1.1 亿元，同比增长 14.0%。

图表 19.福尔达基本财务资料

(人民币, 万元)	2012	2013
流动资产合计	38,795	49,193
非流动资产合计	12,721	17,086
资产总计	51,516	66,279
归属于母公司所有者权益	17,786	26,564
主营业务收入	54,607	72,015
归属于母公司股东的净利润	9,282	10,578
毛利率(%)	37.8	37.8
净利率(%)	17.0	14.9

资料来源：公司公告

2013 年福尔达毛利率约 38%，净利率 14.9%，其毛利率高于京威股份，净利率低于京威股份。福尔达三项费用率高于京威股份，其中管理费用率相差最大，主要因福尔达产品涉及智能电子集成系统等，相关研发投入更大。

考虑到下游客户大众快速扩张及空调控制器成长空间巨大，我们预计未来 3 年福尔达关键功能件、智能电子集成控制系统、乘用车照明系统年收入复合增速分别为 15%、30%、25%。

我们预计 2014-2016 年福尔达的净利润为 13,500 万元、15,100 万元和 17,200 万元。

按照京威股份公告资产重组方案测算，我们预计公司收购福尔达及秦皇岛威卡威后 2014-2016 年其每股收益分别为 0.68 元、0.86 元和 1.05 元，对应最新股价的动态市盈率分别为 18 倍、14 倍和 11 倍。

京威股份及福尔达下游客户销量快速增长及汽车电子业务广阔前景，我们认为其合理动态市盈率应为 2015 年的 20 倍，目标股价 17.20 元。

考虑到京威股份的成长性及发展前景，我们首次给予其**买入**评级。

## 风险提示

- 1) 汽车设计风格改变或其它替代材料的出现，导致对内外饰材料及用量发生重大变化；
- 2) 行业竞争加剧，导致公司市场份额和毛利率下降；
- 3) 人工成本大幅上涨。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,660	1,799	2,120	2,620	3,280
销售成本	(1,010)	(1,204)	(1,416)	(1,729)	(2,158)
经营费用	(112)	(108)	(158)	(195)	(258)
息税折旧前利润	538	487	546	696	863
折旧及摊销	(46)	(68)	(78)	(88)	(99)
经营利润(息税前利润)	492	419	469	608	764
净利息收入/(费用)	27	37	30	35	44
其他收益/(损失)	16	5	3	3	4
税前利润	535	461	501	646	812
所得税	(129)	(125)	(119)	(160)	(201)
少数股东权益	(34)	(18)	(15)	(6)	(8)
净利润	372	317	367	479	603
核心净利润	372	317	367	479	603
每股收益(人民币)	0.620	0.528	0.612	0.798	1.001
核心每股收益(人民币)	0.620	0.529	0.611	0.798	1.005
每股股息(人民币)	0.340	0.510	0.167	0.218	0.273
收入增长(%)	18	8	18	24	25
息税前利润增长(%)	4	(15)	12	30	26
息税折旧前利润增长(%)	7	(10)	12	27	24
每股收益增长(%)	21	(15)	16	30	25
核心每股收益增长(%)	21	(15)	16	30	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	535	461	501	646	812
折旧与摊销	46	68	78	88	99
净利息费用	(27)	(37)	(30)	(35)	(43)
运营资本变动	67	(87)	225	(159)	(228)
税金	(129)	(125)	(119)	(160)	(203)
其他经营现金流	(76)	(15)	112	12	(7)
经营活动产生的现金流	416	264	767	391	429
购买固定资产净值	(185)	(330)	(200)	0	(190)
投资减少/增加	(79)	(11)	5	5	5
其他投资现金流	(2)	2	0	0	0
投资活动产生的现金流	(266)	(339)	(195)	5	(185)
净增权益	1,441	21	(15)	0	(1)
净增债务	0	0	302	(151)	47
支付股息	(204)	(204)	(306)	(110)	(144)
其他融资现金流	(34)	35	30	35	42
融资活动产生的现金流	1,203	(148)	11	(226)	(54)
现金变动	1,352	(222)	583	170	190
期初现金	137	1,489	1,267	1,850	2,020
公司自由现金流	149	(74)	572	396	245
权益自由现金流	177	(38)	904	280	335

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,489	1,267	1,850	2,020	2,210
应收帐款	188	275	283	349	437
库存	363	411	522	773	1,128
其他流动资产	169	311	320	300	300
流动资产总计	2,209	2,263	2,975	3,442	4,076
固定资产	443	543	498	438	557
无形资产	156	214	395	367	338
其他长期资产	34	17	17	17	17
长期资产总计	633	774	910	821	912
总资产	2,842	3,037	3,885	4,264	4,988
应付帐款	217	215	700	854	1,066
短期债务	0	0	302	151	198
其他流动负债	1	2	2	2	2
流动负债总计	219	217	1,003	1,007	1,266
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	1
股本	600	600	660	660	660
储备	1,968	2,135	2,136	2,505	2,961
股东权益	2,568	2,735	2,796	3,165	3,621
少数股东权益	55	86	86	92	100
总负债及权益	2,842	3,037	3,885	4,264	4,988
每股帐面价值(人民币)	4.28	4.56	4.24	4.79	5.49
每股有形资产(人民币)	4.01	4.19	3.63	4.22	4.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.48)	(2.11)	(2.35)	(2.83)	(3.05)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	32.4	27.1	25.8	26.5	26.3
息税前利润率(%)	29.6	23.3	22.1	23.2	23.3
税前利润率(%)	32.2	25.6	23.7	24.6	24.7
净利率(%)	22.4	17.6	17.3	18.3	18.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	10.1	10.4	3.0	3.4	3.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	8.4	8.5	2.4	2.7	2.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19.2	22.6	19.5	14.9	11.9
核心业务市盈率(倍)	19.2	22.5	19.5	14.9	11.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	27.7	32.5	28.1	21.6	17.1
市净率(倍)	2.8	2.6	2.8	2.5	2.2
价格/现金流(倍)	17.2	27.1	9.3	18.3	16.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	12.1	10.3	7.6	6.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	114.2	117.2	120.2	136.7	160.8
应收帐款周转天数	36.7	46.9	48.0	44.0	43.8
应付帐款周转天数	40.7	43.9	78.7	108.2	106.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	54.9	96.5	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	21.9	12.0	13.3	16.1	17.8
资产收益率(%)	18.4	10.4	10.3	11.2	12.4
已运用资本收益率(%)	27.3	15.4	15.6	18.4	20.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371