

饰件“小巨人”，电子“生力军”

投资要点

- **投资逻辑:** 2015年公司将完成产能扩张项目,预计2017年产能利用率有望达95%以上,未来三年自身业务营收复合增速有望达22%。汽车电子业务未来潜力巨大,协同效应的发挥,福尔达未来三年营收复合增速有望达到20%,与小岛、住友的合作,后续有望切入日系配套体系,进一步扩大汽车电子领域的市场份额。公司账面资金多达9亿元,现金流充沛,未来并购预期强烈。
- **新产能投放在即,内外饰业务有望维持高速增长。**京威股份2012年起着手产能扩充项目,经过2013年的构建之后逐步投产,预计2015年项目扩建完成,届时公司产能将由250万套上升至500万套。同时公司也在积极拓宽销售渠道,力争充分消化产能。
- **并购整合福尔达,汽车电子业务有望超预期。**汽车电子系统渗透率的提升是行业发展的必然趋势,福尔达凭借在行业十二年的积累,进入了一汽大众、福建奔驰、广汽丰田、一汽轿车等主机厂的配套体系,未来将充分享受行业发展。
- **牵手小岛和住友,有望切入日系配套体系。**公司6月24日发布公告,公司与小岛冲压工业株式会社、住友商事株式会社以及住友商事(中国)有限公司就推进研讨在中国境内合资设立以合成树脂·电子部品的集成组件为核心产品的汽车零部件制造事业公司的合作意向签署了《合作意向书》,公司电子业务后续有望与日系龙头展开深度合作,从而切入日系主机厂配套体系。
- **现金流充沛,未来并购预期强烈。**京威股份2015年1季报显示其在手现金约9亿元,公司也明确表示一直在寻找优质的标的公司,希望通过自身的发展和并购使公司利润规模有更大的提升,未来进一步外延式发展预期强烈。
- **盈利预测与投资建议。**预计2015-2017年EPS分别为0.95元、1.15元、1.37元。考虑公司是国内饰件龙头企业,主业增长稳定,切入汽车电子业务,将充分受益于行业增长,首次覆盖,给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车零部件市场竞争加剧,市场增长率不及预期;并购福尔达,存整合风险;证券市场系统性风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2447.36	4117.14	5045.78	6071.18
增长率	36.03%	68.23%	22.56%	20.32%
归属母公司净利润(百万元)	430.41	713.95	866.16	1028.08
增长率	35.76%	65.88%	21.32%	18.69%
每股收益EPS(元)	0.57	0.95	1.15	1.37
净资产收益率ROE	10.24%	15.52%	16.80%	17.72%
PE	31.09	18.74	15.45	13.01
PB	3.20	2.83	2.52	2.24

数据来源: Wind, 西南证券

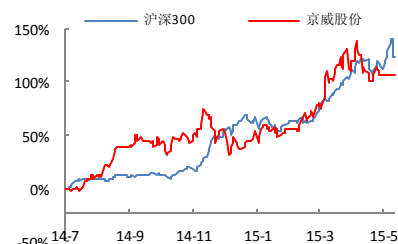
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

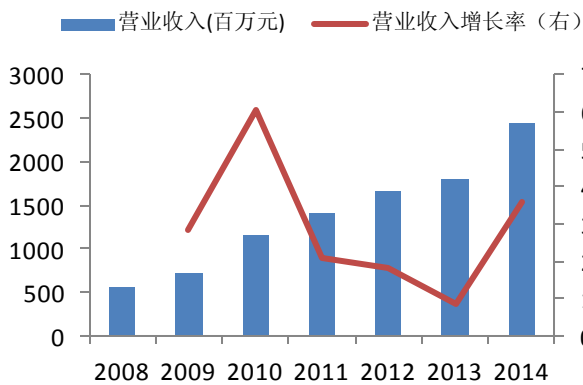
总股本(亿股)	7.5
流通A股(亿股)	3.88
52周内股价区间(元)	8.248.24-20.77
总市值(亿元)	136.05
总资产(亿元)	49.64
每股净资产(元)	5.655.655.65

相关研究

1. 京威股份：国内中高端汽车内外饰优质供应商

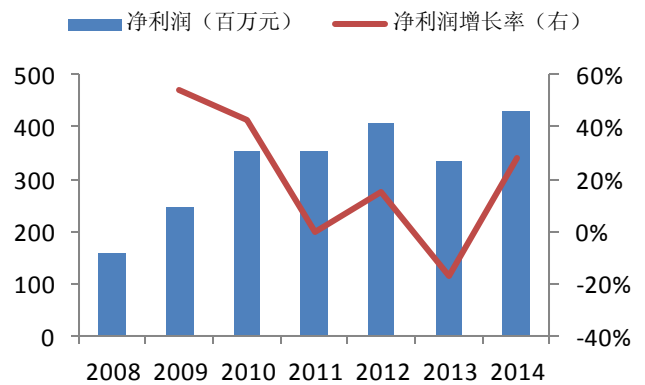
京威股份是国内汽车铝合金外饰件龙头企业，近几年来，营业收入都呈上升态势。2013年，人工成本上升，新扩产项目还未投产，同时，公司努力开拓市场，各项费用都不同程度增加，公司营业收入增速仅有 8.4%，净利润同比下滑了 17.4%。但随着 2013 年市场开拓成效显著、募投项目逐步量产以及福尔达 11、12 两月的营收并表，2014 年营业收入增长率以及净利润增长率相较于 2013 年都有大幅提升。京威股份 2014 年购并福尔达产生了一定的并购费用，以及福尔达研发费用计提比例较大，管理费用上升，导致净利润增幅不及营业收入增幅，但我们预计未来净利润增幅与营收增幅将基本保持一致。

图 1：京威股份 2008-2014 年营业收入及同比增长率



数据来源：公司公告、西南证券

图 2：京威股份 2008-2014 年净利润及同比增长率

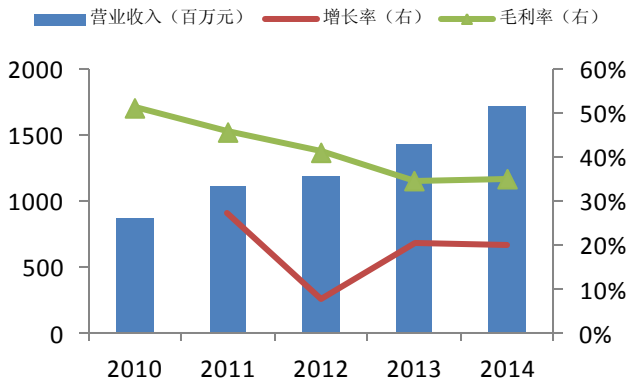


数据来源：公司公告、西南证券

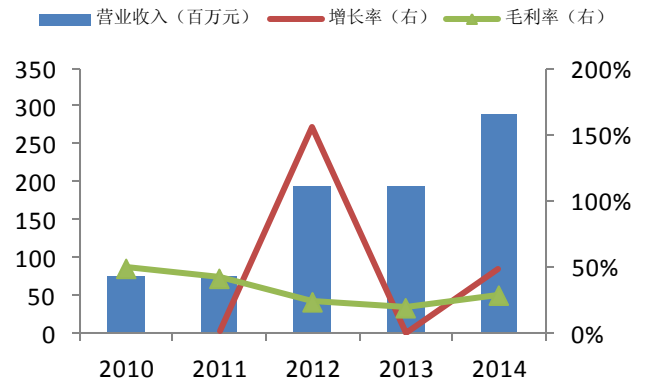
1.1 内外饰件产能扩充项目 2015 年全面投产

京威自身业务中，外饰件系统占据主导地位，每年占京威股份自身业务营业收入的比重超过 80%。外饰件系统营收增长率每年保持在 20% 左右，这源于京威作为整车汽车零部件供应商，客户相对稳定，以及我国中高端汽车行业平稳高速发展，行业潜力大，保证了外饰件系统 20% 左右的增长。公司新扩充项目预计将在 2015 年完全达产，汽车零部件行业通常情况下都是以销定产，在中高端汽车行业高速发展的情况下，公司产能有望完全消化。

京威股份提供的内饰件系统近年来销售收入保持增长态势，但是增长率变动较大。公司进入内饰件行业时间并不长，营收波动较大是由于公司处于客户突破期，订单获取不够稳定，毛利率的波动是由于公司 2012 年进行了扩产，但规模效应尚未完全体现。经了解，2012 年、2013 年公司内饰件产品大多仍处于研发阶段，还未批量生产。自 2014 年起，公司内饰件产品逐步开始批量生产，营收增速以及毛利率也将逐步趋于稳定。

图 3: 外饰件系统 2010-2014 收入、增长率及毛利率


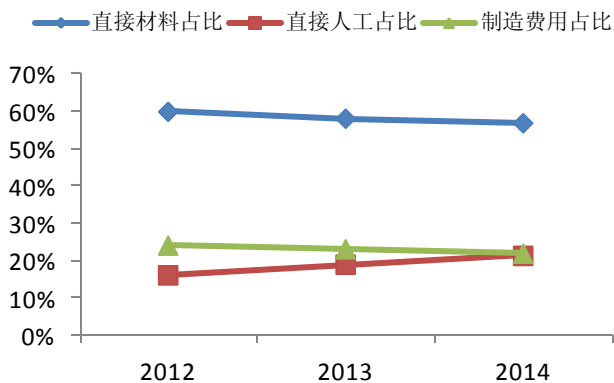
数据来源: 公司公告、西南证券

图 4: 内饰件系统 2010-2014 收入、增长率及毛利率


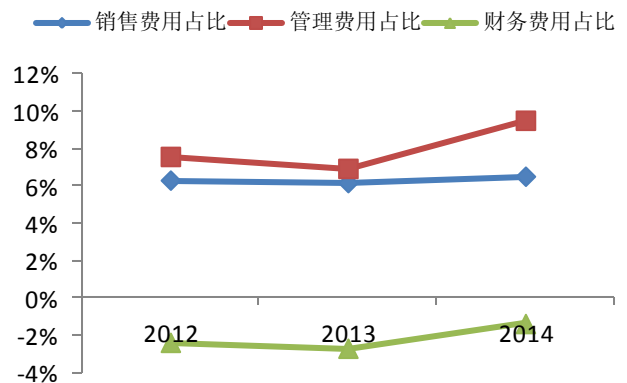
数据来源: 公司公告、西南证券

1.2 费用控制佳，盈利能力强

京威股份 2012 年到 2014 年的产品成本构成中，直接材料和制造费用占比基本保持不变，公司成本控制能力较强，能较好地分散市场风险。公司人工成本占比逐年上升，这与不断提高了的工资、福利有关，也是我国制造业面临的大趋势。期间费用中，销售费用占比保持稳定，管理费用、财务费用在 2014 年有较大的提升。2014 年，公司报表并入福尔达，造成了管理费用、财务费用的上升。2015 年一季报显示，京威股份研发费用计提充分，管理费用较高，但财务费用有所降低，因此，我们依然看好京威福尔达的成本、费用控制能力，同时，公司将会通过内部管理的提升，提高效率，降低成本来保证较高的毛利率。因此，我们预测，尽管人工成本有上升趋势，管理费用占比也会加大，但京威股份较高的毛利率和较好的盈利能力仍然可期。

图 5: 直接材料、直接人工、制造费用占比情况


数据来源: 公司公告、西南证券

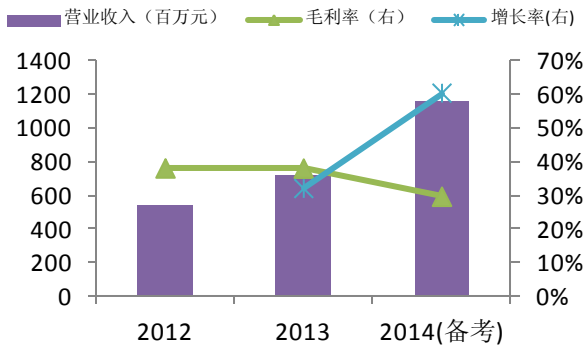
图 6: 销售费用、管理费用、财务费用占比情况


数据来源: 公司公告、西南证券

2. 福尔达：主营业务增速高，研发能力强

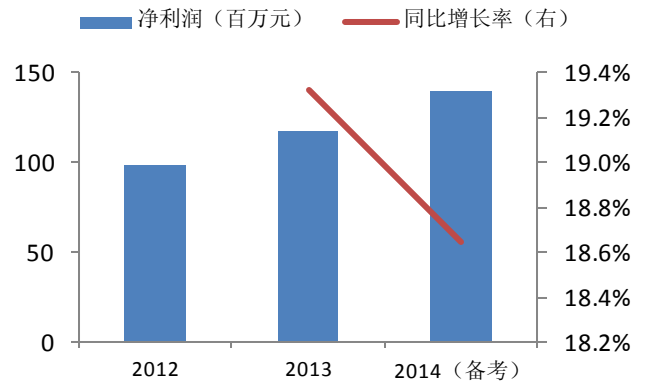
福尔达 2012-2014 年的营收复合增速为 45.34%。公司主营收入来自关键功能件以及汽车智能电子集成系统。关键功能件方面，通过与京威协同效应的发挥，预计将有较大幅度的增长。目前，我国汽车电子成本占比仅 19%，大幅低于全球平均水平 35%，市场空间广阔。公司研发投入较大，2014 年与京威股份合并增加了部分费用，导致公司盈利增速不及营收增速。我们预计 2015 年净利润增速会进一步上升，福尔达整体营收增长率可达 20%。

图 7：福尔达近 3 年营业收入、增长率以及毛利率



注：2014 年收入为福尔达、福宇隆、福太隆简单加总，未扣除内部关联交易的影响。数据来源：公司公告、西南证券。

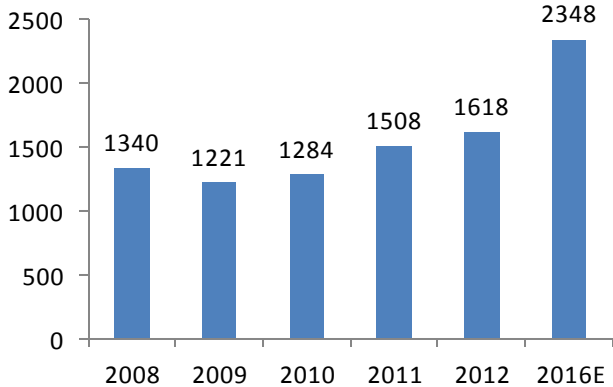
图 8：福尔达近三年净利润及增长率



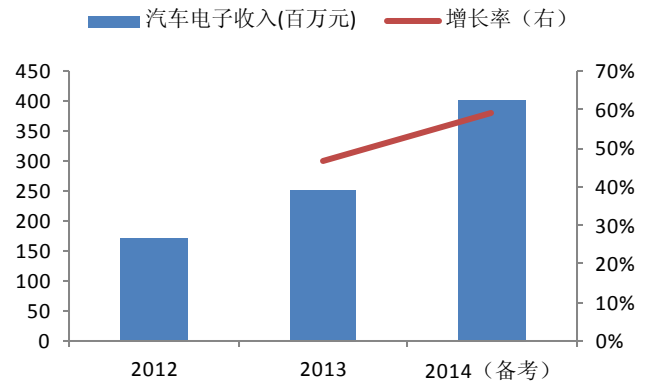
注：2014 年净利润为福尔达、福宇隆、福太隆简单加总，未扣除内部关联交易的影响。数据来源：公司公告、西南证券。

2.1 牵手小岛与住友，汽车电子业务有望超预期

福尔达在汽车电子业务方面，营收增长较快，主要源于汽车电子市场的不断加大以及公司产品在技术方面的竞争优势。京威股份 2015 年 6 月 24 号发布公告称，公司与小岛冲压工业株式会社、住友商事株式会社以及住友商事（中国）有限公司就推进研讨在中国境内合资设立以合成树脂·电子部品的集成组件为核心产品的汽车零部件制造事业公司的合作意向签署了《合作意向书》。这将进一步促进公司电子业务的发展，通过引进国外先进技术，进一步提升自身的竞争实力。同时，《合作意向书》的签署也为公司进一步打开了日系车的客户渠道，有望切入日系车的主机配套体系。最近两年，福尔达汽车电子业务增速在 50% 左右，而未来汽车电子业务也是京威福尔达的主要发展方向，2016 年，全球汽车电子市场规模预计将达到 2348 亿元，福尔达汽车电子业务爆发式增长可期。

图 9: 全球汽车电子市场规模 (亿美元)


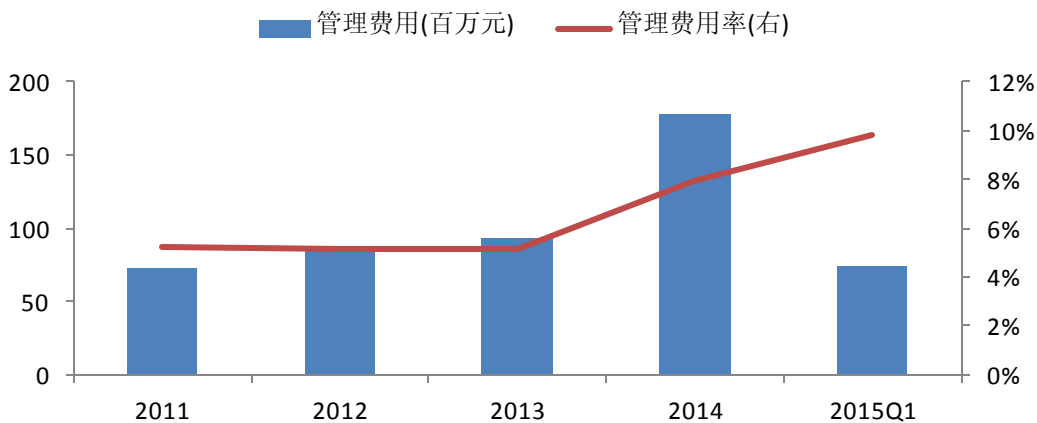
数据来源: 德勤、西南证券

图 10: 福尔达汽车电子收入及增长率


注: 2014 年汽车电子收入为福尔达当年营收 (福尔达、福宇隆、福太隆简单加总) 乘以汽车电子业务前两年在福尔达收入平均占比得出。数据来源: 西南证券。

2.2 研发费用计提充分, 未来增长潜力巨大

京威股份管理费用计提与营业收入的比例在 2011 到 2013 年始终保持在 6% 以下, 计提比例相对平稳, 而 2014 年, 管理费用率上升到 8%, 且在 2015 年第一季度, 管理费用率达到 9.8%, 上升趋势明显, 京威股份近两年管理费用率变动主要在于合并福尔达后, 研发费用计提充分, 数据显示, 2014 年, 京威股份研发费用达 4800 万元, 而 2013 年, 研发费用则为 2200 万元, 研发费用增长率超过 100%。

图 11: 京威股份管理费用及管理费用率


数据来源: 公司公告、西南证券

3. 公司整体资金面充裕，外延式发展可期

京威股份 2015 年 1 季报显示，公司账面货币资金余额高达 9 亿元。同时，京威股份资产负债率极低，2014 年仅为 14.2%，显著低于行业平均水平。京威股份也表示，在不断寻找优质标的，进行产业整合，提升公司竞争力。我们预计，京威股份就资金面来讲，已具备并购整合的基础，而从京威股份的战略布局来讲，也需要好的标的公司来进行业务整合。我们认为，京威股份未来并购预期强烈。

其次，京威股份与小岛冲压工业株式会社、住友商事株式会社以及住友商事（中国）有限公司签署《合作意向书》也表明，公司在寻找优质标的并购重组外，也在积极寻求与优质公司的合资合作，不断拓宽客户体系，增强自身实力，也为公司的海外发展奠定基础。

4. 投资建议与盈利预测

在汽车零部件行业，我们选取了宁波华翔、双林股份、东风科技、亚太股份以及均胜电子作为比较标的。2015-2017 年，五家公司的平均 PE 分别为 31.42、24.38 以及 19.99 倍。我们预测，2015-2017 年京威股份的 EPS 分别为 0.95 元、1.15 元以及 1.37 元，对应当前股价 PE 为 18.74 倍、15.45 倍以及 13.01 倍。考虑公司是国内饰件龙头企业，主业增长稳定，切入汽车电子业务，将充分受益于行业增长，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2447.36	4117.14	5045.78	6071.18	净利润	428.30	734.51	892.03	1060.20
营业成本	1580.56	2577.63	3162.66	3813.12	折旧与摊销	105.06	104.60	110.41	116.58
营业税金及附加	17.36	29.20	35.79	43.06	财务费用	-26.07	-23.19	-27.54	-32.71
销售费用	121.47	205.86	252.29	303.56	资产减值损失	-0.22	30.00	30.00	30.00
管理费用	177.55	329.37	416.28	516.05	经营营运资本变动	-506.38	-456.94	-419.17	-485.53
财务费用	-26.07	-23.19	-27.54	-32.71	其他	249.50	-34.93	-30.65	-30.95
资产减值损失	-0.22	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	250.18	354.05	555.08	657.60
投资收益	-7.37	2.12	2.33	2.57	资本支出	-1167.55	-108.81	-110.57	-112.69
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	782.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-384.90	-108.81	-110.57	-112.69
营业利润	569.34	970.39	1178.64	1400.67	短期借款	48.00	-48.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.45	-1.64	-2.14	-2.36	长期借款	34.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	564.89	968.75	1176.50	1398.31	股权融资	1125.93	0.00	0.00	0.00
所得税	136.59	234.24	284.47	338.11	支付股利	-156.00	-186.16	-314.38	-385.13
净利润	428.30	734.51	892.03	1060.20	其他	-1289.25	23.03	27.54	32.71
少数股东损益	-2.10	20.57	25.87	32.12	筹资活动现金流净额	-236.82	-211.13	-286.84	-352.43
归属母公司股东净利润	430.41	713.95	866.16	1028.08	现金流量净额	-371.66	34.10	157.66	192.48
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	907.87	941.97	1099.63	1292.12	成长能力				
应收和预付款项	1136.53	1432.11	1791.85	2205.40	销售收入增长率	36.03%	68.23%	22.56%	20.32%
存货	722.29	995.91	1237.61	1508.88	营业利润增长率	23.83%	70.44%	21.46%	18.84%
其他流动资产	15.91	26.77	32.81	39.47	净利润增长率	27.71%	71.49%	21.44%	18.85%
长期股权投资	26.68	28.80	31.13	33.70	EBITDA 增长率	31.94%	62.23%	19.94%	17.68%
投资性房地产	10.10	10.10	10.10	10.10	获利能力				
固定资产和在建工程	1005.94	992.64	974.40	950.93	毛利率	35.42%	37.39%	37.32%	37.19%
无形资产和开发支出	1035.50	1053.80	1072.98	1093.34	三费率	11.15%	12.44%	12.70%	12.96%
其他非流动资产	16.53	15.75	14.97	14.18	净利率	17.50%	17.84%	17.68%	17.46%
资产总计	4877.35	5497.84	6265.48	7148.13	ROE	10.24%	15.52%	16.80%	17.72%
短期借款	48.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.04%	8.78%	13.36%	14.24%
应付和预收款项	587.59	702.99	890.10	1094.48	ROIC	15.67%	18.54%	19.64%	20.78%
长期借款	34.50	34.50	34.50	34.50	EBITDA/销售收入	26.49%	25.55%	25.00%	24.45%
其他负债	24.22	29.13	32.01	35.21	营运能力				
负债合计	694.31	766.62	956.61	1164.19	总资产周转率	0.62	0.79	0.86	0.91
股本	750.00	750.00	750.00	750.00	固定资产周转率	3.22	4.26	5.36	6.62
资本公积	2091.47	2091.47	2091.47	2091.47	应收账款周转率	5.30	6.00	6.17	5.91
留存收益	1293.46	1821.25	2373.02	3015.97	存货周转率	2.77	2.98	2.82	2.77
归属母公司股东权益	4135.10	4662.72	5214.49	5857.44	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	107.41%	—	—	—
少数股东权益	47.94	68.51	94.38	126.50	资本结构				
股东权益合计	4183.04	4731.23	5308.87	5983.94	资产负债率	14.24%	13.94%	15.27%	16.29%
负债和股东权益合计	4877.35	5497.84	6265.48	7148.13	带息债务/总负债	11.88%	4.50%	3.61%	2.96%
					流动比率	4.33	4.75	4.60	4.53
					速动比率	3.20	3.35	3.23	3.18
					股利支付率	36.24%	26.08%	36.30%	37.46%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	648.33	1051.80	1261.51	1484.54	每股收益	0.57	0.95	1.15	1.37
PE	31.09	18.74	15.45	13.01	每股净资产	5.58	6.31	7.08	7.98
PB	3.20	2.83	2.52	2.24	每股经营现金	0.33	0.47	0.74	0.88
PS	5.47	3.25	2.65	2.20	每股股利	0.21	0.25	0.42	0.51
EV/EBITDA	19.30	11.82	9.73	8.14					
股息率	1.17%	1.39%	2.35%	2.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn