



**买入**

**56% ↑**

目标价格:人民币 21.60

原目标价格:人民币 27.60

002662.CH

价格:人民币 13.82

目标价格基础: 20 倍 17 年市盈率

板块评级:增持

# 京威股份

## 内外饰件等主业夯实, 新能源汽车助力大跨越

京威股份是一家中德合资的汽车零部件供应商, 是国内中高档乘用车外饰件行业的龙头企业。近年来, 公司先后收购宁波福尔达 100% 股权、吉林华翼 100% 股权、无锡星亿 48% 股权等。通过一系列收购, 公司丰富了在汽车零部件领域的产品线, 完善了汽车零部件国内制造基地布局, 协同效应有望提高公司的综合竞争力。内外饰件等主业夯实, 未来有望继续快速发展。公司先后收购深圳五洲龙 48% 股权, 认购长春新能源 20% 股权, 控股股东中环投资收购德国斯图加特电动车有限公司 75% 股权, 形成了新能源汽车产品和基地的完善布局。五洲龙历经多年发展, 新能源汽车技术积累深厚, 多地布局市场优势突出, 目前已启动上市计划, 未来有望贡献较多投资收益。我们预计京威股份 2016-2018 年每股收益分别为 0.97 元、1.08 元和 1.19 元, 给予公司 20 倍 2017 年市盈率, 目标价下调为 21.60 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **技术市场优势突出, 内外饰等业务有望继续快速发展。** 公司是国内中高档乘用车外饰件行业龙头企业, 近年来通过一系列收购, 丰富了汽车零部件领域的产品线, 完善了汽车零部件制造的基地布局, 协同效应有望提高公司的综合竞争力。内外饰件等主业夯实, 未来有望继续快速发展。
- **多地布局加 A+H 双平台, 新能源汽车前景看好。** 公司先后收购深圳五洲龙 48% 股权, 认购长春新能源 20% 股权, 控股股东中环投资收购德国斯图加特电动车有限公司 75% 股权, 形成了新能源汽车产品和基地的完善布局。五洲龙历经多年发展, 新能源客车技术积累深厚, 多地布局市场优势突出, 目前已启动上市计划, 未来有望贡献较多投资收益。新能源汽车是未来发展方向, 公司完善布局将带来良好长期回报。公司也将实现从零部件供应商到新能源整车企业的跨越, 长期前景看好。

### 评级面临的主要风险

- 1) 内外饰件等业务发展低于预期; 2) 新能源汽车业务发展低于预期。

### 估值

- 我们预计京威股份 2016-18 年每股收益分别为 0.97 元、1.08 元和 1.19 元。考虑到公司在外饰件及新能源汽车等领域的竞争优势和市场潜力, 给予公司 20 倍 2017 年市盈率, 目标价由 27.60 元下调为 21.60 元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	2,447	3,616	4,478	4,769	5,079
变动(%)	36	48	24	6	7
净利润(人民币 百万)	430	453	725	810	894
全面摊薄每股收益(人民币)	0.574	0.605	0.967	1.080	1.192
变动(%)	8.6	5.4	59.9	11.7	10.4
先前预测每股收益(人民币)			0.92	1.00	
调整幅度(%)			5	8	
全面摊薄市盈率(倍)	24.1	22.9	14.3	12.8	11.6
价格/每股现金流量(倍)	41.4	18.8	17.2	16.7	11.4
每股现金流量(人民币)	0.33	0.73	0.80	0.83	1.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.7	12.7	10.7	9.5	8.4
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.483	0.540	0.596
股息率(%)	2.2	2.2	3.5	3.9	4.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(30.2)	1.0	(4.4)	(23.8)
相对深证成指	(8.8)	2.0	(10.4)	17.2

发行股数(百万)	750
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	7,966
3 个月日均交易额(人民币 百万)	110
净负债比率(%) (2016E)	11
主要股东(%)	
北京中环投资管理有限公司	30

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2016 年 6 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)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

\*朱朋、魏敏为本报告重要贡献者

## 目录

中高端外饰件领军企业，主业夯实加多元发展 .....	3
技术市场优势突出，内外饰等业务有望快速发展 .....	5
多地布局加 A+H 双平台，新能源汽车前景广阔 .....	8
业绩预测和投资建议 .....	12
风险提示 .....	13
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	15

## 中高端外饰件领军企业，主业夯实加多元发展

### 收福尔达拓汽车电子，购吉林华翼展内外饰件业务

京威股份是一家中德合资的乘用车内外饰件系统供应商，主要为中高档乘用车提供内外饰件系统、智能电子系统及关键功能件。公司具有很强的产品模块化生产制造能力、同步开发能力和整体配套方案设计能力，是国内中高档乘用车外饰件行业的龙头企业。

公司2014年收购宁波福尔达100%股权，2015年收购吉林省华翼汽车零部件有限公司100%股权，2016年收购无锡市星亿涂装环保设备有限公司累计48%的股权。通过一系列收购，公司丰富了汽车零部件领域的产品线，完善了汽车零部件的制造基地布局，协同效应进一步提高了公司的综合竞争力。

图表 1. 公司主要产品



资料来源：公司网站，中银证券

公司目前主要产品包括外饰件系统（车门框装饰条总成等）、内饰件系统（前后门内饰板等）、智能电子系统产品（无钥匙进入系统、车身控制器等）、关键功能件（空调出风口等）等。

公司主要客户包括国内主流的乘用车厂商，更是奔驰、宝马、奥迪等豪华品牌车企主要的外饰件供应商。

**图表 2. 公司主要客户**


资料来源：公司网站

### 多管齐下，构建新能源汽车 A+H 海内外多平台

除了零部件主业外，公司积极寻求多元化发展，大举进军新能源汽车产业。2015 年公司收购深圳市五洲龙汽车有限公司 48% 股权，目前已启动港股上市计划。2016 年公司认购长春新能源汽车股份有限公司 20% 股权，此外控股股东中环投资 2015 年还收购了德国斯图加特电动车有限公司 75% 股权。未来公司在新能源汽车领域有望形成多基地、A+H 双平台的完善布局，发展前景广阔。

通过多次并购，公司现有宁波福尔达智能科技股份有限公司等十余家控股子公司，以及深圳市五洲龙汽车有限公司、北京比亚汽车零部件有限公司、无锡市星亿涂装环保设备有限公司等合营公司。

**图表 3. 主要参控公司**

序号	被参控公司	持股比例 (%)	主营业务
1	宁波福尔达智能科技股份有限公司	100.00	汽车零部件生产
2	北京威卡威汽车零部件股份有限公司	100.00	汽车零部件生产
3	深圳市五洲龙汽车有限公司	48.00	合营企业，新能源车制造
4	北京埃贝斯乐铝材有限公司	100.00	汽车零部件生产
5	秦皇岛威卡威汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
6	上海福宇龙汽车科技有限公司	100.00	汽车零部件生产
7	无锡威卡威汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
8	北京比亚汽车零部件有限公司	50.00	合营企业，汽车零部件生产
9	北京中环汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
10	无锡市星亿涂装环保设备有限公司	48.00	合营企业，涂装环保设备设计制造
11	吉林威卡威汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
12	佛山华翼汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
13	吉林省华翼盛汽车技术有限公司	100.00	汽车零部件生产
14	吉林省华翼汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
15	烟台威卡威汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
16	成都华翼汽车零部件有限公司	100.00	汽车零部件生产
17	上海福太隆汽车电子科技有限公司	54.40	汽车零部件生产
18	香港威卡威有限公司	100.00	股权投资（拟注销）

资料来源：公司公告，截至 2016 年 3 月 31 日

## 技术市场优势突出，内外饰等业务有望快速发展

公司主要产品为外饰件系统、内饰件系统、智能电子系统产品、关键功能件等，对材质成型和表面处理等工艺具有不同的要求。

内饰件系统按材质可分为铝合金内饰件、桃木内饰件和塑料内饰件等。受产品定位和成本等因素影响，不同档次的乘用车所采用的内饰产品差别较大。

一般经济型轿车的内饰件材料是普通塑料制品，色彩灰暗；而高档车则采用桃木内饰，体现尊贵典雅。铝合金内饰则是桃木内饰的替代产品，主要用于中高端乘用车。铝合金亚光内饰采用一种新的印刷技术，可以印刷出个性化装饰效果，给人以内饰工艺品化的感受，因此在中高端乘用车中应用越来越广泛。

图表 4. 公司主要内饰件产品



资料来源：公司公告

外饰件系统位于汽车外表面，需要适应阳光、低温、雨雪等恶劣条件，因此对持久耐用性能方面要求较高。汽车外饰件按材质可以分为铝合金、不锈钢和复合材料三大类。

总体而言，大多数高档乘用车采用铝合金外饰件，中档乘用车会选择铝合金或不锈钢外饰件，低档乘用车会选择复合材料外饰件。铝合金外饰件系统具有重量轻、耐腐蚀、耐磨等优势，在中高级乘用车上应用越来越广泛，但制造工艺难度大，制造成本相对较高。不锈钢外饰件材料成本低，加工工艺简单，经济性比较好。

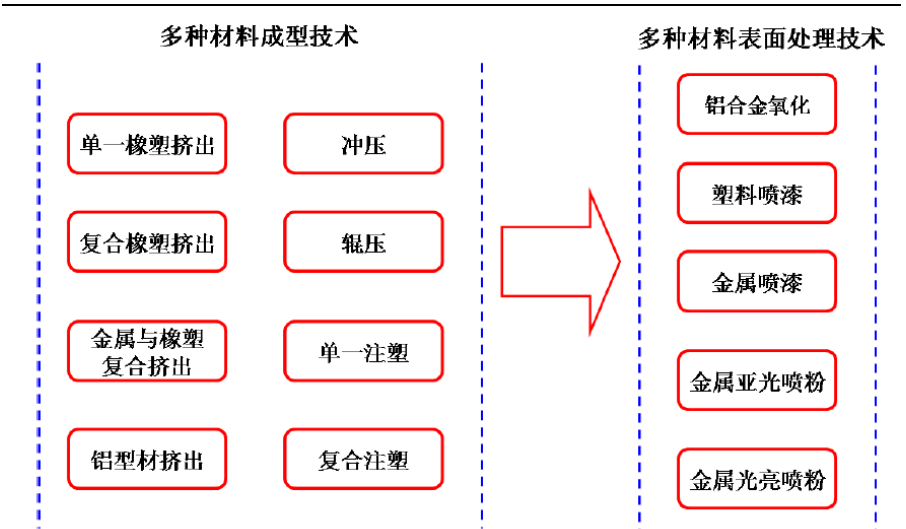
图表 5. 公司主要外饰件产品



资料来源：公司公告

公司拥有国际领先的铝合金氧化技术和铝型材制造技术的德国埃贝斯乐的技术支持，经过多年合作学习和发展，目前已拥有包括铝合金、不锈钢、冷轧及镀锌钢板、塑料和橡胶多种材质成型工艺，囊括了行业内全部的材质工艺成型技术。公司同时拥有包括铝合金氧化、金属喷漆、金属亚光喷粉、金属光亮喷粉、塑料喷漆等表面处理工艺技术，在行业内最为齐全。材料成型技术和材料表面处理技术壁垒较高，全面的技术能力是公司的核心竞争优势。

图表 6. 公司拥有多种材料成型及材料表面处理技术



资料来源：公司公告

在汽车行业发展速度日趋加快的今天，受速度和成本等因素影响，整车厂商对于供应商的同步设计开发能力、整体配套方案设计能力和模块化供应能力要求越来越高。

公司业务开展较早，与各大整车厂均有良好的合作，同步设计开发能力和整体配套方案设计能力历经考验，并得到各大车厂认可。公司作为一级零部件供应商，已成功开发并批量供应多个内外饰件系统总成产品，包括车门外直条总成、门槛压条总成、三角窗总成、门下部防护条总成、车门导轨总成等。

凭借突出的工艺技术、设计开发能力等综合优势，公司获得了国内主要的乘用车企业的青睐，配套车型基本囊括了国内主流的中高档车型。

**图表 7. 主要客户及配套车型**

序号	客户	配套车型
1	一汽-大众	AUDI A6L、AUDI A4L、AUDI Q5、AUDI Q3、AUDI A3、迈腾、GOLF A7、Golf GTI、宝来、CC、速腾 NCS、JETTA NF、Golf Sportsvan、Bora derivat
2	一汽轿车	奔腾 B50、奔腾 B70、奔腾 B90、奔腾 X80、欧朗 A130、奔腾 B30(A 级车)、奔腾 B30(A 级车)、马自达 6 J71、马自达 CX-5 J31、马自达 J5LA、D090 (红旗 H5)、P504
3	华晨宝马	宝马 5 系、F49、芝诺(M13)、F52、F45CN、G08、G20/G28
4	北京奔驰	E 级、C 级、GLC(X253)、GLA(X156)、A Class (Z177)、B Class (H247)、GLB (X247)
5	上海大众	Superb NF 昊锐、途观、帕萨特、途安、Polo、Cross Polo、法比亚、Santana NF/Skoda A Entry 三厢、New Lavida、Lavida derivat、野帝、明锐 SK371 CS、昕锐 SK253 A entry 两厢、Lamando 凌渡、VW511 (C 级车)、Santana Derivat、A+SUV、B-SUV、Octavia Combi
6	上汽通用	君威、科鲁兹两厢、科鲁兹三厢、GL8、科帕奇、凯迪拉克 ATS-L、新赛欧、凯越、C60、雪佛兰创酷、别克昂科拉、别克昂科威、凯迪拉克 CT6、新科鲁兹 (D2SC)、凯迪拉克 XTS、新君越 (E2LB)、凯迪拉克 SRX (C1UL-S)、威朗 GS (D2JB-S)、威朗三厢 (D2SB-S)

资料来源：公司公告

随着国内乘用车市场的逐步升级，对于中高档内饰的需求将会日益增加。公司在中高端车型内外饰件上的竞争优势有望进一步发挥作用，取得高于行业平均的业绩。

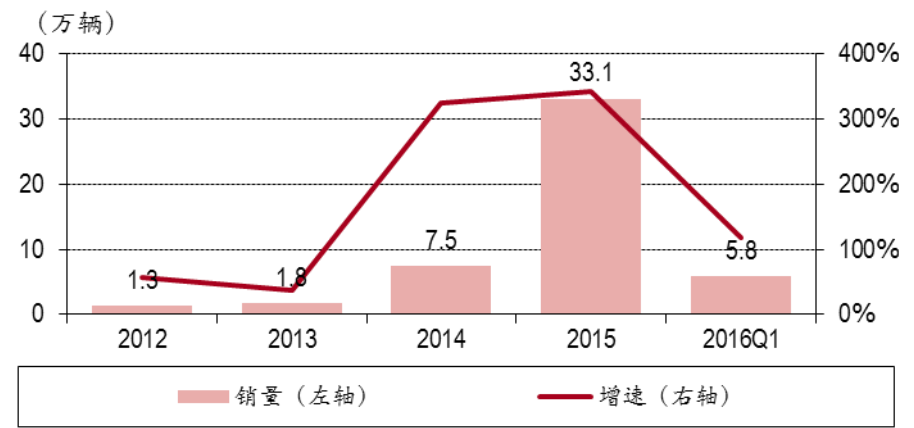
## 多地布局加 A+H 双平台，新能源汽车前景广阔

### 新能源汽车进入爆发期，多点布局发展新能源汽车前景看好

传统乘用车销量逐年增长，但受宏观经济放缓及存量较高等因素影响，乘用车销量增速逐年下滑，近两年增速均低于 10%。与此同时，新能源汽车正高歌猛进。中汽协数据显示，2016 年 1 季度新能源汽车生产 62,663 辆，销售 58,125 辆，比上年同期分别增长 1.1 倍和 1.0 倍。

在购置补贴、运营补贴、牌照支持等积极因素推动下，新能源汽车有望保持高速增长，2020 年销量有望达到 150-200 万辆，市场前景广阔。

图表 8. 新能源汽车销量高歌猛进

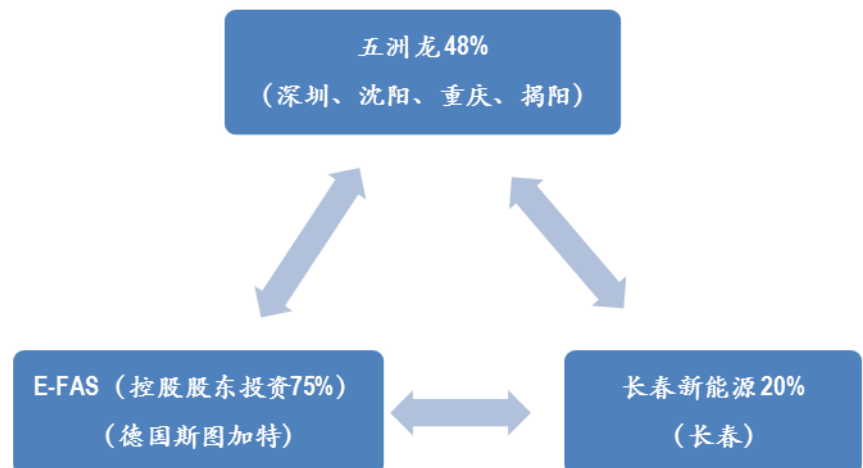


资料来源：中汽协

公司内外饰件等产品主要配套传统乘用车，市场竞争力突出，已占据较大市场份额。在乘用车销量增速放缓的情况下，增量市场空间有限，迫切需要寻找新的增长点。在这种情况下，公司积极布局新能源汽车产业。

2015 年至今，公司先后收购深圳五洲龙 48% 股权，并认购长春新能源汽车股份有限公司 20% 股权，控股股东中环投资还收购了德国斯图加特电动车有限公司 75% 股权，未来公司也有望与德国 EFA-S 展开合作。

图表 9. 公司新能源汽车布局



资料来源：公司公告

通过五洲龙、长春新能源以及德国斯图加特的布局，公司实现了在新能源汽车领域的完善布局，产品覆盖纯电动客车、混动客车、电动物流车、新能源乘用车等，基地包括深圳、沈阳、重庆、长春、德国斯图加特等，技术来源包括深圳五洲龙、长春新能源和德国 EFA-S 等，实现了产业的全球化布局。新能源汽车前途远大，公司也有望借力腾飞。

长春新能源汽车股份有限公司由上海时代新能源科技有限公司、北京威卡威汽车零部件股份有限公司等企业共同出资组建，主要生产大中型新能源客车、轻型新能源客车、新能源专用车、动力电池、充电设备、储能系统等。公司在长春新能源汽车股份有限公司的股权占比为 20%，除了未来的投资收益外，还将积累丰富的新能源汽车产业链资源、开发和经营经验。

2016 年 4 月 29 日，长春新能源汽车股份有限公司新能源汽车产业园项目在长春新区高新北区正式破土动工。该项目投资 34 亿元，总占地面积 45.3 万平方米。据长春日报报道，预计项目达产后，可年产大中型客车 10,000 辆、轻型客车 5,000 辆、配套零部件 25,000 套以及储能系统等，每年可实现产值 200 亿元，经济效益显著。尽管项目刚刚开工建设，但公司早已投入到产品研发中，现已开发出十余种车型，可应用于旅游、公交、商务等领域，项目建成后可以马上投入生产。

控股股东中环投资收购的德国斯图加特电动车有限公司主要从事电动汽车的研发、改装、生产和销售业务，在新能源汽车领域具有较高的技术水平。公司在德国资源丰富，合作伙伴有比亚、EFA-S、威卡威等。未来公司与控股股东有望在新能源汽车领域展开合作，共同拓展新能源汽车业务。德国也有望成为公司发展新能源汽车的另外一个支点，发挥重要的作用。

### 五洲龙多点布局技术积累深厚，已启动 H 股上市计划

深圳市五洲龙汽车有限（集团）公司总部位于深圳市龙岗区宝龙工业城，是国内最早从事新能源客车生产研发的高新技术企业。集团总占地面积 110 万平方米，员工 10,000 余人，技术研发人员 1,000 余人。

从 2009 年开始，五洲龙先后在重庆、沈阳、揭阳等地投资成立新能源汽车及动力电池子公司，其产品涵盖新能源汽车产业链的所有关键环节，目前已具备整车年生产 35,000 台、钛锰合金动力锂电池 3 亿安时的生产能力。

图表 10. 五洲龙全国布局



资料来源：公司网站

重庆五洲龙新能源汽车有限公司 2009 年 5 月落户于重庆市合川区工业园区核心区，总投资 8 亿元，占地面积 40 万平方米，年产能 15,000 辆客车，是西南地区目前规模和产能较大的客车制造企业之一。

沈阳五洲龙新能源汽车有限公司位于沈阳市沈北新区道义经济开发区，总投资 35 亿元，是辽宁省、沈阳市政府为国家“十二五”计划招商引资的重点项目。沈阳基地一期工程的建设完毕，年产量达到 15,000 台客车。

广东五洲龙电源科技有限公司是一家专业从事研发、制造、销售环保节能汽车动力电池的高新技术企业。公司位于广东省揭阳市，占地面积约二十万平方米，首期投资人民币 2 亿元。目前公司年生产锂离子电池 3 亿 AH，混合动力客车、纯电动客车及电动轿车等配套电池 1 万套。

五洲龙主要产品为新能源客车，实现了混合动力、纯电动、燃料电池、天然气和柴油等多个动力系统的全面覆盖，产品包括公交车、客运客车、专业客车、物流车等多个种类，车长范围 3.5~13.7 米。

图表 11. 五洲龙主要新能源汽车产品

公交车	客运客车	专用客车	其他
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 混合动力</li> <li>▶ 纯电动</li> <li>▶ 燃料电池</li> <li>▶ NG 系列</li> <li>▶ 柴油系列</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 15-20 座</li> <li>▶ 21-30 座</li> <li>▶ 31-40 座</li> <li>▶ 41-50 座</li> <li>▶ 50 座以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 医疗车</li> <li>▶ 校车</li> <li>▶ 房车</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 电池</li> <li>▶ 钢板弹簧</li> <li>▶ 场地车</li> </ul>

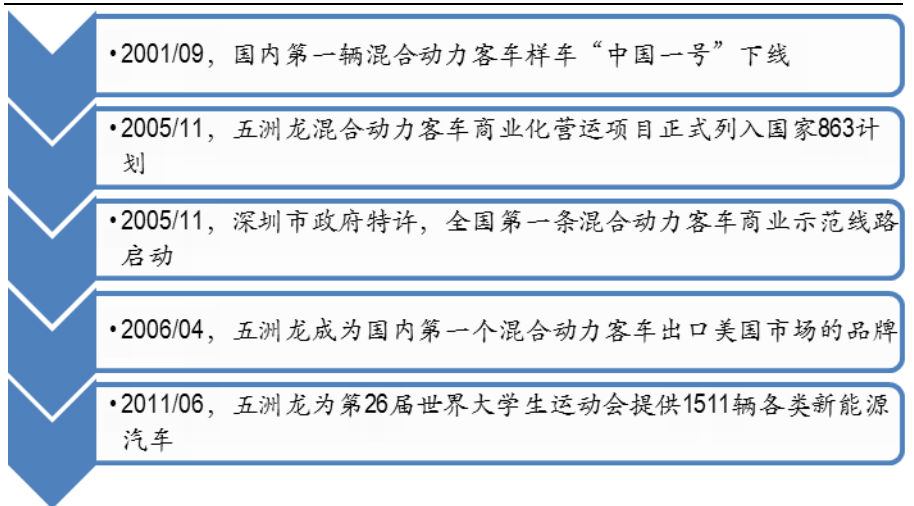
资料来源：公司网站

五洲龙自 2000 年成立以来，一直致力于新能源客车的研发工作。十几年的持续经验积累，奠定了公司在新能源客车领域的技术优势，有望在未来新能源客车及物流车的爆发大潮中，获得丰厚收益。

五洲龙是国内唯一承担多项国家“863”项目、多次参与新能源汽车准入标准、国家财政补贴标准、充电标准制订的企业，先后承担了国家科技支撑计划，国家发改委、工信部重大项目，五次承担国家“863”新能源汽车研究项目和六次参与国家新能源汽车准入、国家财政补贴标准、市公交充电标准的倡导与制订。

五洲龙拥有 40 多项国家发明、实用新型专利技术，是国内拥有专利数量最多的新能源汽车生产企业之一。五洲龙核心自主知识产权的混合动力控制系统经过 14 代的发展，已经成为国内首家同时配置能量智能控制系统、电机控制系统、自动离合器控制系统、电子信息管理系统的一体化智能混合动力控制器。成熟的控制器使五洲龙新能源客车具备了智能、节油、可靠、安全等特点，与传统客车相比节油率高达 25%-30%。

图表 12. 五洲龙在新能源汽车领域成绩显著



资料来源：公司网站

除了多年积累带来的技术优势，五洲龙在深圳、重庆、沈阳、揭阳等多地的完善布局，也将为公司带来较大的市场优势，有望获得众多订单。此外五洲龙还积极拓展销售渠道，凭借整车技术优势，电池、电机、电控等核心零部件的维护保障体系，开辟出了独具一格的融资租赁模式“增值租赁”，有望成为五洲龙新能源客车推广的重要助力。

2015年以来，新能源客车迎来爆发。而在各方推动下，2016年新能源物流车也有望迎来爆发。五洲龙在新能源客车和新能源物流车领域产品线布局完善，技术和市场竞争力突出，2015年底意向订单已经高达约13,000台，未来有望赢得更多订单。

目前五洲龙已启动香港上市计划，预计2017年有望登陆H股市场，届时公司与五洲龙将形成A+H双平台的运作模式，为后续业务拓展奠定坚实的基础。而五洲龙的良好业绩，也将为公司贡献更多的投资收益。

## 业绩预测和投资建议

### 外饰件系统

公司外饰件技术和市场优势突出, 预计2016-2018年外饰件业务收入分别为19.3亿、20.2亿和21.2亿, 毛利分别为6.2亿、6.5亿和6.8亿。

### 内饰件系统

公司收购吉林华翼, 内饰件业务收入有望快速增长。预计2016-2018年内饰件业务收入分别为6.4亿、7.1亿和7.8亿, 毛利分别为2.1亿、2.3亿和2.6亿。

### 智能电子系统

汽车智能化是未来发展方向, 相关业务收入有望快速增长。预计2016-2018年智能电子系统业务收入分别为6.9亿、7.6亿和8.4亿, 毛利分别为2.3亿、2.5亿和2.8亿。

### 关键功能件

收购宁波福尔达后, 公司在关键功能件领域收入大幅增长。预计2016-2018年关键功能件业务收入分别为5.9亿、6.2亿和6.6亿, 毛利分别为1.9亿、2.0亿和2.0亿。

### 盈利预测及投资建议

我们预计京威股份2016-2018年每股收益分别为0.97元、1.08元和1.19元。考虑到公司在外饰件及新能源汽车等领域的竞争优势和市场潜力, 给予公司20倍2017年市盈率, 合理目标价为21.60元, 维持**买入**评级。

## 风险提示

- 1) 内外饰件等业务发展低于预期；
- 2) 新能源汽车业务发展低于预期。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,447	3,616	4,478	4,769	5,079
销售成本	(1,598)	(2,533)	(3,096)	(3,300)	(3,522)
经营费用	(202)	(336)	(412)	(420)	(454)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>648</b>	<b>747</b>	<b>970</b>	<b>1,049</b>	<b>1,102</b>
折旧及摊销	(97)	(162)	(145)	(159)	(172)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>551</b>	<b>585</b>	<b>825</b>	<b>890</b>	<b>930</b>
净利息收入/(费用)	26	(9)	(12)	(18)	0
其他收益/(损失)	(12)	14	119	169	219
<b>税前利润</b>	<b>565</b>	<b>590</b>	<b>932</b>	<b>1,041</b>	<b>1,149</b>
所得税	(137)	(127)	(196)	(219)	(241)
少数股东权益	2	(10)	(11)	(12)	(14)
<b>净利润</b>	<b>430</b>	<b>453</b>	<b>725</b>	<b>810</b>	<b>894</b>
<b>核心净利润</b>	<b>429</b>	<b>454</b>	<b>726</b>	<b>811</b>	<b>895</b>
每股收益(人民币)	0.574	0.605	0.967	1.080	1.192
核心每股收益(人民币)	0.572	0.606	0.968	1.082	1.194
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.483	0.540	0.596
收入增长(%)	36	48	24	6	7
息税前利润增长(%)	32	6	41	8	4
息税折旧前利润增长(%)	36	15	30	8	5
每股收益增长(%)	9	5	60	12	10
核心每股收益增长(%)	8	6	60	12	10

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	565	590	932	1,041	1,149
折旧与摊销	97	162	145	159	172
净利息费用	(26)	9	12	18	(0)
运营资本变动	(200)	20	(55)	(234)	145
税金	(139)	(117)	(196)	(219)	(241)
其他经营现金流	(47)	(113)	(236)	(143)	(320)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>250</b>	<b>551</b>	<b>603</b>	<b>622</b>	<b>905</b>
购买固定资产净值	185	27	149	147	148
投资减少/增加	(681)	(994)	94	164	213
其他投资现金流	111	(755)	(309)	(293)	(295)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(385)</b>	<b>(1,722)</b>	<b>(66)</b>	<b>17</b>	<b>65</b>
净增权益	150	0	0	0	0
净增债务	83	(83)	467	(363)	(4)
支付股息	(225)	(225)	(363)	(405)	(447)
其他融资现金流	(244)	1,407	(1,068)	158	235
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(237)</b>	<b>1,099</b>	<b>(964)</b>	<b>(610)</b>	<b>(216)</b>
现金变动	(372)	(72)	(428)	29	755
期初现金	1,267	908	875	448	477
公司自由现金流	(135)	(1,171)	537	639	971
权益自由现金流	(78)	(1,245)	1,016	295	967

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	924	876	448	477	1,232
应收帐款	946	1,105	1,112	1,440	1,264
库存	722	956	1,126	1,124	1,244
其他流动资产	191	205	255	236	297
<b>流动资产总计</b>	<b>2,783</b>	<b>3,142</b>	<b>2,941</b>	<b>3,277</b>	<b>4,037</b>
固定资产	1,006	1,584	1,582	1,565	1,538
无形资产	318	345	352	356	358
其他长期资产	45	692	724	744	765
<b>长期资产总计</b>	<b>1,370</b>	<b>2,621</b>	<b>2,657</b>	<b>2,666</b>	<b>2,662</b>
<b>总资产</b>	<b>4,877</b>	<b>6,872</b>	<b>6,694</b>	<b>7,011</b>	<b>7,746</b>
应付帐款	440	701	683	762	788
短期债务	48	0	467	104	100
其他流动负债	155	131	180	185	199
<b>流动负债总计</b>	<b>643</b>	<b>833</b>	<b>1,329</b>	<b>1,050</b>	<b>1,087</b>
长期借款	35	1,583	528	704	938
其他长期负债	16	34	42	45	48
股本	750	750	750	750	750
储备	3,385	3,613	3,976	4,381	4,828
<b>股东权益</b>	<b>4,135</b>	<b>4,363</b>	<b>4,726</b>	<b>5,131</b>	<b>5,578</b>
少数股东权益	48	58	69	81	95
<b>总负债及权益</b>	<b>4,877</b>	<b>6,872</b>	<b>6,694</b>	<b>7,011</b>	<b>7,746</b>
每股帐面价值(人民币)	5.51	5.82	6.30	6.84	7.44
每股有形资产(人民币)	5.09	5.36	5.83	6.37	6.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.10)	(1.17)	0.03	(0.50)	(1.51)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.5	20.7	21.7	22.0	21.7
息税前利润率(%)	22.5	16.2	18.4	18.7	18.3
税前利润率(%)	23.1	16.3	20.8	21.8	22.6
净利率(%)	17.6	12.5	16.2	17.0	17.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.3	3.8	2.2	3.1	3.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	65.4	67.2	48.5	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	16.0	11.4	6.3	净现金
速动比率(倍)	3.2	2.6	1.4	2.1	2.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	24.1	22.9	14.3	12.8	11.6
核心业务市盈率(倍)	24.1	22.8	14.3	12.8	11.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	37.7	35.7	22.3	20.0	18.1
市净率(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.9
价格/现金流(倍)	41.4	18.8	17.2	16.7	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.7	12.7	10.7	9.5	8.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	129.4	120.9	122.7	124.4	122.7
应收帐款周转天数	99.2	103.5	90.4	97.7	97.2
应付帐款周转天数	44.6	57.6	56.4	55.3	55.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	52.3	49.6	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	12.5	10.7	16.0	16.4	16.7
资产收益率(%)	10.5	7.8	9.6	10.3	10.0
已运用资本收益率(%)	3.0	2.2	3.1	3.4	3.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

一汽轿车 (000800.CH/人民币 13.19, 买入)

以2016年6月3日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 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，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 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371