

福尔达首次亮相，竞争优势及业绩成长超预期

公司简报

◆投资建议:

福尔达的业务优势及业绩盈利好于此预期。汽车电子智能控制产品收入大幅增长，盈利贡献占福尔达整体已超半数。2014年11月京威股份完成对福尔达并表，按照发行后7.5亿总股本计算，15年每股收益0.83元，考虑到未来汽车电子业务盈利占比提升及京威外延扩张预期，目标价20元。

◆推荐理由:

福尔达首次和市场充分沟通，业务竞争优势和业绩盈利状况超预期。预计福尔达14年收入10亿元以上，同比增速超45%，净利润1.3亿元，同比增长超30%。预计未来2到3年业绩复合增速30%以上概率较大，主要支撑因素来自于功能件、空调控制器和顶灯控制模块等产品的客户外延开拓。

福尔达业务优势极为明显，功能件和汽车电子两大方向将共同推进。具体预测为：汽车电子智能控制系统(13年收入2.5亿，预计14年超4.5亿元)、汽车功能件(13年收入4.1亿，预计14年超4.5亿元)、顶灯控制模块(13年收入0.44亿，预计14年0.5亿元)。加之汽车电子盈利能力较强，预计汽车电子业务对福尔达盈利贡献将超过功能件产品。

京威外延扩张预期仍在，公司选择项目的标准较高，以盈利增厚为最终衡量指标。管理层将京威打造成多平台的零部件生产平台的战略未发生任何改变，寻求海外和国内合作项目的标准是增厚EPS。存在德国威卡威美国资产注入上市公司的可能，公司管理层对未来参与再融资项目持积极态度。

◆估值与评级:

预计2014、15、16京威股份主业净利为3.6、4.5、5.4亿元，同比分别增长13%、25%、20%。预计2014、15、16福尔达净利为1.3、1.7、2.2亿元，未来三年增速25%、30%、30%。福尔达14年11月开始并表，预计15、16合并净利分别为6.2、7.6亿元，业绩同比增长26%、23%。按照发行后7.5亿总股本计算，2015年每股收益0.83元，目前股价(15元)对应15年17倍估值，考虑到未来汽车电子业务盈利占比提升及京威外延扩张预期，给予公司25倍估值，目标价20元，上调公司评级为“买入”。

◆风险提示：豪华车市场增速低于预期的风险；募投项目得到主机厂认证时限不确定。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,660	1,799	2,222	4,043	4,921
营业收入增长率	18.42%	8.39%	23.47%	81.97%	21.73%
净利润(百万元)	372	317	363	625	763
净利润增长率	21.00%	-14.75%	14.45%	72.19%	22.13%
EPS(元)	0.50	0.42	0.48	0.83	1.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.48%	11.59%	8.68%	13.43%	14.80%
P/E	28	33	29	17	14
P/B	4	4	3	2	2

买入(上调)

当前价/目标价：15.03/20.00元

目标期限：6个月

分析师

王浩(执业证书编号：S0930514090001)

021-22169108

wanghao1@ebsec.com

刘洋

021-22169156

liuyang82@ebsec.com

市场数据

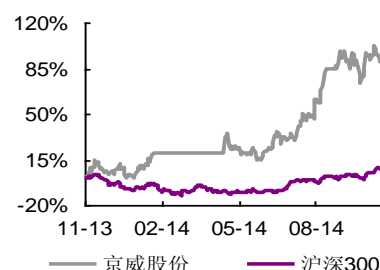
总股本(亿股)：7.50

总市值(亿元)：105.38

一年最低/最高(元)：6.82/15.44

近3月换手率：40.07%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.62	24.41	112.28
绝对	27.52	40.63	126.28

相关研报

盈利能力或将提升，关注资产收购协同效应

..... 2014-05-25

◆投资建议：

福尔达的业务优势及业绩盈利好于此前预期，汽车电子智能控制产品收入大幅增长，盈利贡献占福尔达整体已超半数。2014年11月京威股份完成对福尔达并表，预计京威股份15、16年合并净利分别为6.2、7.6亿元，业绩同比增长26%、23%。按照发行后7.5亿总股本计算，15年每股收益0.83元，目前股价（15元）对应2015年17倍估值，考虑到未来汽车电子业务盈利占比提升及京威外延扩张预期，给予25倍估值，目标价20元。

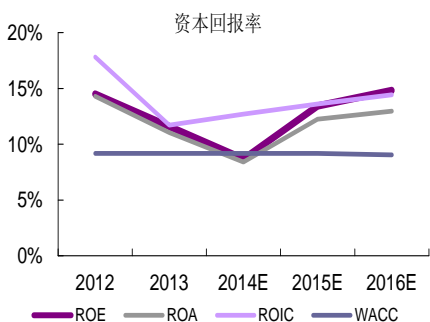
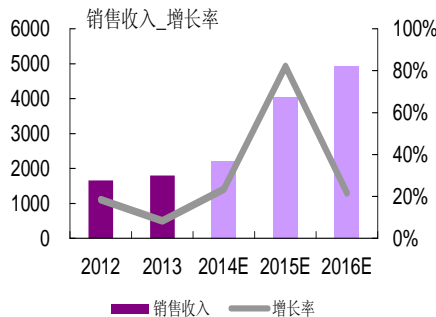
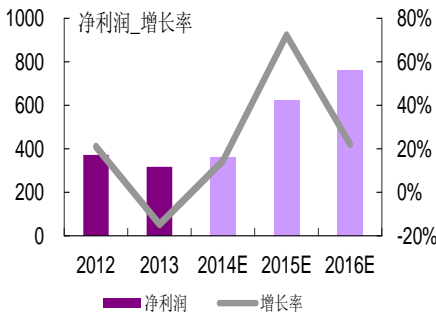
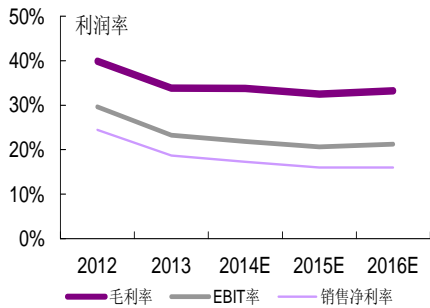
◆推荐理由：

福尔达首次和市场充分沟通，业务竞争优势和业绩盈利状况超预期。预计福尔达14年收入10亿元以上，同比增速超45%，预计14年净利规模在1.3亿元以上，同比增长超30%（截至3季度数据，收入增长超50%，业绩增长超30%）。业绩增速低于收入增速，我们认为主因来自于两个方面：（1）研发项目目前较多，现场调研看到为数不少的新产品正在做研发检测，（2）目前管理费用率较高，未来下降空间充足。预计未来2到3年业绩维持复合增速30%以上的概率较大，主要支撑因素来自于功能件、空调控制器和顶灯控制模块等产品的客户外延开拓。福尔达业绩的收购承诺数据为：业绩同比24%（14年）、12%（15年）、8%（16年），该数据较为保守，参考意义不大。

福尔达业务优势极为明显，功能件和汽车电子两大方向将共同推进。福尔达目前业务主要包括三部分，分别为：汽车电子智能控制系统、汽车功能件、顶灯控制模块。预计公司将维持功能件业务在国内的优势地位，汽车电子业务未来盈利增速会高于功能件。14年汽车电子业务收入规模已首次超过功能件收入，预计前者收入占比45%以上。具体预测为：汽车电子智能控制系统（13年收入2.5亿，预计14年超4.5亿元）、汽车功能件（13年收入4.1亿，预计14年超4.5亿元）、顶灯控制模块（13年收入0.44亿，预计14年0.5亿元）。加之汽车电子盈利能力较强，预计汽车电子业务对福尔达盈利贡献将超过功能件产品。

京威外延扩张预期仍在，公司选择项目的标准较高，以盈利增厚为最终衡量指标。管理层将京威打造成多平台的零部件生产平台的战略未发生任何改变，公司仍在积极寻求海外和国内合作项目，管理层对标的项目的考察指标多样化，最关键的指标在于增厚每股收益，保护投资者利益。存在德国威卡威美国资产注入上市公司的可能，公司管理层对未来参与再融资项目持积极态度。

盈利预测：预计2014、15、16京威股份主业净利为3.6、4.5、5.4亿元，同比分别增长13%、25%、20%。预计2014、15、16福尔达净利为1.3、1.7、2.2亿元，未来三年增速25%、30%、30%。福尔达14年11月开始并表，预计15、16合并净利分别为6.2、7.6亿元，业绩同比增长26%、23%。按照发行后7.5亿总股本计算，2015年每股收益0.83元，目前股价（15元）对应15年17倍估值，考虑到未来汽车电子业务盈利占比提升及京威外延扩张预期，给予公司25倍估值，目标价20元。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,660	1,799	2,222	4,043	4,921
营业成本	998	1,190	1,471	2,728	3,287
折旧和摊销	46	68	77	83	90
营业税费	13	14	17	30	37
销售费用	72	83	107	194	231
管理费用	86	93	144	255	320
财务费用	-27	-37	-26	-26	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	5	-1	1	5
营业利润	534	460	510	862	1,049
利润总额	535	461	511	863	1,050
少数股东损益	34	18	20	22	24
归属母公司净利润	371.89	317.03	362.86	624.80	763.05

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	2,842	3,037	4,560	5,286	6,078
流动资产	2,209	2,263	3,767	4,478	5,259
货币资金	1,489	1,267	2,729	2,570	2,953
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	188	273	266	484	589
应收票据	103	110	133	243	295
其他应收款	0	2	1	2	2
存货	363	411	515	955	1,150
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	34	17	17	17	20
固定资产	427	539	535	528	516
无形资产	96	133	145	155	166
总负债	219	217	275	507	770
无息负债	219	217	275	507	612
有息负债	0	0	0	0	158
股东权益	2,623	2,820	4,285	4,778	5,307
股本	600	600	750	750	750
公积金	1,218	1,281	2,404	2,467	2,543
未分配利润	749	854	1,025	1,434	1,862
少数股东权益	55	86	106	128	152

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	416	264	453	67	581
净利润	372	317	363	625	763
折旧摊销	46	68	77	83	90
净营运资金增加	218	361	238	1,729	821
其他	-221	-482	-225	-2,371	-1,093
投资活动产生现金流	-266	-339	-99	-98	-96
净资本支出	-185	-328	-99	-98	-98
长期投资变化	34	17	0	-1	-3
其他资产变化	-116	-28	-1	1	5
融资活动现金流	1,204	-147	1,107	-127	-102
股本变化	375	0	150	0	0
债务净变化	0	0	0	0	158
无息负债变化	-24	-2	58	232	105
净现金流	1,352	-222	1,462	-159	383

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.42%	8.39%	23.47%	81.97%	21.73%
净利润增长率	21.00%	-14.75%	14.45%	72.19%	22.13%
EBITDA/EBITDA 增长率	7.17%	-9.51%	15.26%	63.59%	23.74%
EBIT/EBIT 增长率	4.15%	-14.89%	15.68%	72.31%	25.30%
估值指标					
PE	28	33	29	17	14
PB	4	4	3	2	2
EV/EBITDA	15	17	17	12	10
EV/EBIT	16	20	19	13	11
EV/NOPLAT	21	28	26	17	14
EV/Sales	5	5	4	3	2
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	39.91%	33.85%	33.79%	32.51%	33.21%
EBITDA 率	32.41%	27.06%	25.26%	22.71%	23.08%
EBIT 率	29.64%	23.27%	21.80%	20.65%	21.25%
税前净利润率	32.25%	25.61%	22.99%	21.34%	21.34%
税后净利润率 (归属母公司)	22.40%	17.62%	16.33%	15.46%	15.51%
ROA	14.29%	11.04%	8.40%	12.24%	12.96%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.48%	11.59%	8.68%	13.43%	14.80%
经营性 ROIC	17.81%	11.70%	12.69%	13.59%	14.43%
偿债能力					
流动比率	10.10	10.42	13.70	8.83	6.83
速动比率	8.44	8.53	11.83	6.94	5.33
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	32.55
有形资产/有息债务	-	-	-	-	36.92
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.50	0.42	0.48	0.83	1.02
每股红利	0.20	0.21	0.20	0.35	0.42
每股经营现金流	0.55	0.35	0.60	0.09	0.77
每股自由现金流(FCFF)	0.02	-0.42	0.14	-1.49	-0.06
每股净资产	3.42	3.65	5.57	6.20	6.87
每股销售收入	2.21	2.40	2.96	5.39	6.56

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com