

汽车电子占比快速提升，传统业务稳健增长

2015年1月23日

投资要点

- 有别于市场的观点：**1) 公司是低估值的优质汽车电子标的，汽车电子业务收入占比有望快速提升，但市场对公司认知多局限于传统零部件企业，预期差带来投资机会；2) 消费升级及优质客户资源驱动铝合金外饰业务稳健增长；3) 2015年报表口径变化将带来估值显著下降。
- 业务概述：**传统业务以中高端铝合金外饰为主，收购福尔达拓展汽车电子。公司由中德合资组建，2014年上半年以铝合金材质为主的外饰收入、毛利占比超80%，配套奥迪、宝马、奔驰等豪华整车厂及大众、标致、福特等中高端厂商，多项细分产品市占率超过30%。公司目前持有汽车电子企业福尔达100%股权（2014年11月完成收购），当前汽车电子业务收入占比约为14%，盈利能力略高于外饰业务，未来成长性亦好于现有业务。
- 外饰业务：**盈利能力处于高位，消费升级及优质客户资源驱动稳健增长。德国股东支持及优质客户资源强化公司盈利能力，2014年上半年毛利率高达36%。消费升级趋势下，预计下游客户未来三年的销量复合增速约为10%。综合考虑铝合金饰件向中低端渗透的发展趋势，以及福尔达功能件业务有望与铝合金业务产生协同，预计公司外饰业务有望保持复合增速10-15%左右的稳健增长。
- 汽车电子业务：**收入占比有望从14%（2014年）提升至30%以上（2017年）。外资垄断国内90%汽车电子市场，公司主要产品空调控制器、车身控制器成功实现进口替代，配套一汽大众、上海大众、广汽丰田、一汽丰田等主流中高端合资厂商。2013年，空调控制器市占率达5.3%。新产品胎压监测系统、无钥匙进入等高附加值产品有望陆续投放市场，带来新业绩增量。预计未来三年汽车电子业务增速中枢有望达60%，2017年汽车电子业务收入占比有望达33%。
- 业务拓展：**现金流充沛，海外并购仍有望超预期。海外汽车零部件市场和技术相对成熟，本土企业存在并购冲动。德国是本土汽车零部件企业海外并购首选，公司具备多年与德合资合作经验，具有先天优势。此外，并购福尔达亦有助于积累产业资本经验。公司账面现金超10亿元，未来海外并购有望超预期。
- 风险因素：**价格下行及人工成本持续上升侵蚀公司利润；汽车电子业务整合不达预期；宏观经济下行影响消费升级。
- 盈利预测、估值及评级：**维持公司2014/15/16年EPS预测分别为0.51/0.83/1.00元（2013年EPS0.42元）。当前价13.86元，分别对应2014/15/16年27/17/14倍PE。公司是低估值优质汽车电子标的，汽车电子业务收入占比有望从当前的14%提升至2017年的30%以上；消费升级及优质客户资源保障传统业务稳健增长。考虑A股投资风格趋于蓝筹估值修复，成长股估值承压，下调2015年目标PE为25倍（原2015年目标估值30倍），对应目标价21元，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,660	1,799	2,459	4,053	5,176
增长率 YoY%	18.4	8.4	36.7	64.8	27.7
净利润(百万元)	372	317	385	622	751
增长率 YoY%	21.0	-14.8	21.4	61.7	20.7
毛利率%	39.9	33.9	36.2	35.2	34.7
每股收益 EPS(元)	0.50	0.42	0.51	0.83	1.00
每股净资产 BPS(元)	3.4	3.6	4.0	4.6	5.3
P/E	28	33	27	17	14
P/B	3.9	3.7	3.4	2.9	2.6
备考 EPS(元)	0.50	0.42	0.64	0.83	1.00
备考 P/E	28	33	22	17	14

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为2015年01月20日收盘价，收购福尔达及秦皇岛威卡威剩余股权新发股票在2014年11月13日上市流通，2014年EPS并入1.5个月业绩，备考EPS为全口径计算



买入（维持）

当前价：13.86元

目标价：21.00元

中信证券研究部

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

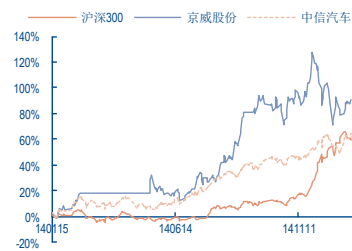
执业证书编号：S1010510120041

联系人：崔宇硕

电话：010-60836750

邮件：cuiyushuo@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	3604.12点
总股本/流通股本	750/150百万股
近12月最高/最低价	13.70元/6.27元
近1月绝对涨幅	-4.93%
近6月绝对涨幅	53.75%
今年以来绝对涨幅	6.86%
12个月日均成交额	56百万元



目录

铝合金外饰：中高端供应商，预计增速中枢为 10%-15%	1
国内中高端乘用车铝合金外饰龙头企业	1
消费升级及优质客户资源驱动铝合金外饰业务稳健增长	2
汽车电子：产品进入收获期，占比有望快速提升	3
并购福尔达拓展汽车电子	3
汽车电子市场规模快速增长，外资巨头垄断市场	5
公司产品进入收获期，实现进口替代	6
积极拓展高附加值车载消费电子，增长空间广阔	7
2017 年汽车电子业务占比有望超 30%	7
外延增长：海外业务拓展仍有可能超预期	8
风险因素	9
盈利预测与估值评级	9

插图目录

图 1: 公司近年主营业务收入构成	1
图 2: 公司近年主营业务毛利构成	1
图 3: 公司近年收入及增速	1
图 4: 公司近年净利润及增速	1
图 5: 国内汽车分价位销量占比	2
图 6: 并购完成后公司股权结构图	4
图 7: 福尔达产品收入占比（2014H1）	4
图 8: 福尔达五大客户收入占比（2014H1）	4
图 9: 福尔达收入及增速	4
图 10: 福尔达净利润及增速	4
图 11: 全球汽车电子渗透率快速提升	5
图 12: 全球汽车电子市场空间广阔	5
图 13: 外资汽车电子巨头垄断中国汽车电子市场	6
图 14: 福尔达汽车智能电子集成控制系统	6
图 15: 汽车电子业务收入及占比预测	8
图 16: 汽车电子业务毛利及占比预测	8
图 17: 本土汽车零部件企业海外并购进程加快	8

表格目录

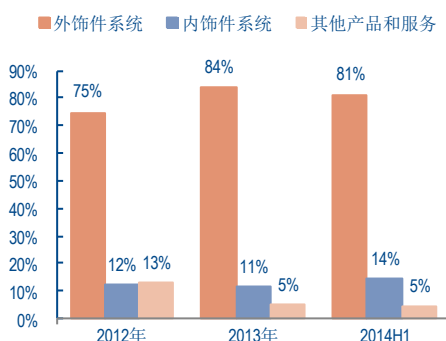
表 1: 不同材质外饰件特性对比	2
表 2: 豪华车终端价格下探	2
表 3: 战略成立控股子公司构成垂直产业链	3
表 4: 福尔达收购相关主要数据	3
表 5: 国内汽车电子细分产品市场规模及复合增速	5
表 6: 福尔达分产品销量及市场份额	7
表 7: 主要国家/地区关于 TPMS 的法规要求	7
表 8: 近年国内汽车零部件企业重要海外并购案例	8
表 9: 本土汽车零部件企业海外并购国家及金额（2005-2014）	9
表 10: 京威股份盈利预测	9
表 11 京威股份盈利预测关键假设	10

铝合金外饰：中高端供应商，预计增速中枢为 10%-15%

国内中高端乘用车铝合金外饰龙头企业

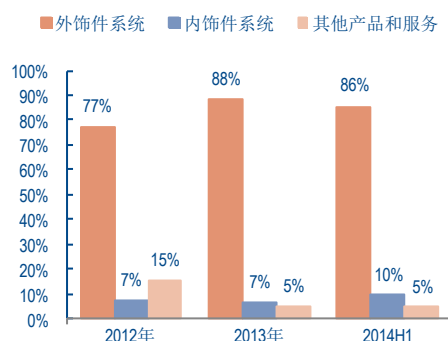
公司是国内铝合金外饰龙头企业。公司由中环投资和德国埃贝斯乐于 2002 年合资成立，传统业务为中高端乘用车外饰件，细分产品包括车门外直条总成、门框/侧框/侧梁装饰条总成、三角窗装饰条总成等铝合金外饰件及压条总成等。其中，多项细分产品市场占有率超过或接近 30%。2014 年上半年，公司以铝合金材质为主的外饰业务收入、毛利占比分别为 81%、85%，前五大客户及收入占比分别为一汽大众（47%）、华晨宝马（10%）、上海大众（7%）、北京奔驰（4%）、一汽轿车（2%）。

图 1：公司近年主营业务收入构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

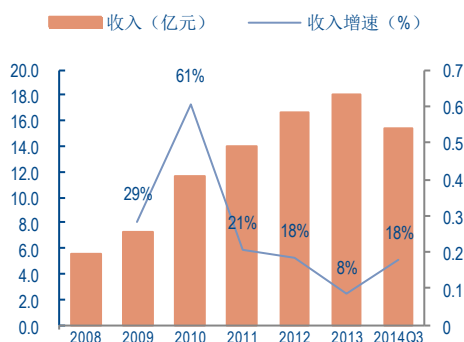
图 2：公司近年主营业务毛利构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

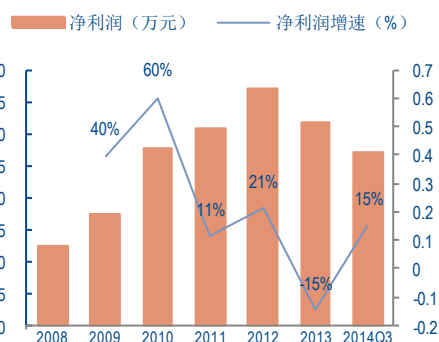
公司收入和盈利总体保持快速增长。公司最近 5 年的收入、净利润分别保持 CAGR 26%、21% 的快速增长。受北京中环零部件公司车门框业务完结、内饰业务盈利能力下降、铝型材国产化滞后等因素影响，公司 2013 年收入和净利润分别为 18 亿元（+8%）、3.2 亿元（-15%）。随着募投项目逐步量产、内部原材料采购比例提升，及基数扰动因素消除，公司经营状况回升，2014 年前三季度收入、净利润分别同比增加 18%、15%。

图 3：公司近年收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：公司近年净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

消费升级及优质客户资源驱动铝合金外饰业务稳健增长

铝合金饰件广泛应用于中高端乘用车，公司在关键技术领域建立高壁垒。外饰件起到美观装饰、密封隔音等作用，与传统不锈钢及复合材料外饰件相比，铝合金饰件具备重量轻、强度高、能再回收等优良特性，但制造工艺难度大、制造成本相对较高。车用铝合金外饰件的生产要经过铝棒、铝合金棒、铝合金型材挤出、机械加工、表面处理五个阶段，核心技术集中在材质成型和表面处理环节。德国威卡威多年专注于铝合金事业，在合金配比、型材挤出及表面处理技术领域全球领先，占据了约 1/3 的欧洲市场份额。自 2002 年成立以来，公司成功引进并消化外方股东的铝型材制造和铝氧化技术，奠定在国内的优势地位，得以垄断中高端铝合金外饰市场。

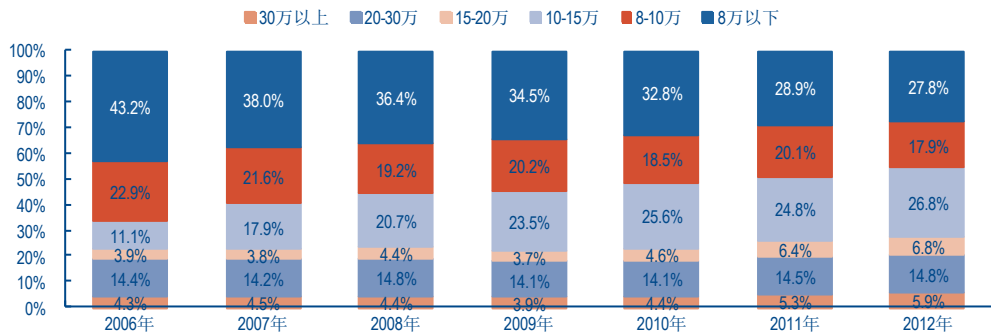
表 1：不同材质外饰件特性对比

	铝合金外饰件系统	不锈钢外饰件系统	复合材料外饰件系统
优势	重量轻、强度高、弹性好、耐腐蚀、耐磨、易表面着色、良好的加工成型性、无污染能回收再利用	材料成本较低，加工工艺较简单，经济性比较好	材料成本低，加工工艺简单，经济性好
劣势	制造工艺难度大，制造成本相对较高	轻量化、强度、耐腐蚀等领域有欠缺	整体性能较差
应用	中高档乘用车、欧美系	中档乘用车、日韩系	低档乘用车

资料来源：公司公告，中信证券研究部

消费升级及终端价格下探驱动中高端乘用车销量快速增长。2006 年到 2012 年，汽车消费升级趋势明显，10 万元以上车型占比从 34% 增长至 55%，复合增长率高达 30%，远远高于行业总体增速 20%。受益于入门级车型价格下探，豪华车销量增速更高，奥迪、奔驰、宝马国产车型销量由 2008 年的 15.7 万辆迅速提升至 2014 年的 92.5 万辆，复合增速达 34%。

图 5：国内汽车分价位销量占比



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

表 2：豪华车终端价格下探

品牌	车型	2012 年 1 月 终端价格 (万元)	车型	2014 年 9 月 终端价格 (万元)
奥迪	12 款 A4L 1.8TFSI CVT 舒适型	27.6	14 款 A4L 30 TFSI CVT 舒适型	25.7
奥迪	12 款 A4L 2.0TFSI CVT 标准型	29.1	14 款 A4L 35 TFSI CVT 标准型	27.4
宝马	12 款 318i 领先型	27.6	14 款 316i 进取型	25.2
宝马	12 款 320i 时尚型	30.8	14 款 320i 进取型	27.5
奔驰	12 款 C 180 K 经典型	26.7	C 180 经典型 Grand Edition	24.6
奔驰	12 款 C 200 优雅型	30.2	C 260 优雅型 Grand Edition	27.5

资料来源：中信证券研究部整理

公司通过垂直整合产业链，提升盈利能力。公司战略布局下属子公司，形成集原材料研发生产、型材挤出和机加工、表面处理的完整垂直产业链。以铝型材为例，公司成立初期主要从外方股东德国埃贝斯乐公司进口；2004 年-2009 年，公司新建 1300 吨铝型材挤出生产

线，从中国台湾和德方股东引进铝材挤出设备及技术，实现自制亚光型材和少量高光亮型材；2010年后，公司不断提高高光亮型材自给率，成功开发5孔型材挤出模具；目前随着募投资项目投产，将实现3500吨型材挤出生产能力。通过垂直产业链整合，公司参与分享的价值链更长，有助于进一步提升盈利能力。

表 3：战略成立控股子公司构成垂直产业链

	控股比例	主要业务
京威股份母公司		铝质和不锈钢汽车外饰件的生产
北京威卡威	75%	塑料件、不锈钢件的挤出、注塑、辊压、冲压、机加工
北京埃贝斯乐	75%	铝型材挤出
北京阿尔洛	60%	汽车外饰件的喷漆喷粉等表面处理
秦皇岛威卡威	51%	不锈钢件的辊压、冲压、机加工、打磨、焊接
北京中环	70%	铝型材原材料铝棒的研发与生产

资料来源：公司公告，中信证券研究部

依托下游优质客户资源，预计未来三年铝合金外饰业务有望保持 10%-15% 的稳健增长。随着消费升级趋势的延续，综合考虑高基数背景下乘用车逐步回归平稳增长，预计奥迪、宝马、奔驰豪华轿车 2015 年销量增速有望超 10%，而一汽大众、上海大众、上海通用等中高端合资品牌则有望保持 CAGR 8%-10% 左右的较快增长。综合考虑近年来铝合金饰件由向捷达、桑塔纳、朗逸等中低端乘用车渗透的趋势，预计公司外饰业务未来三年有望保持 10%-15% 的稳健增长，高出乘用车行业 6-8% 左右的增速水平。

汽车电子：产品进入收获期，占比有望快速提升

并购福尔达拓展汽车电子

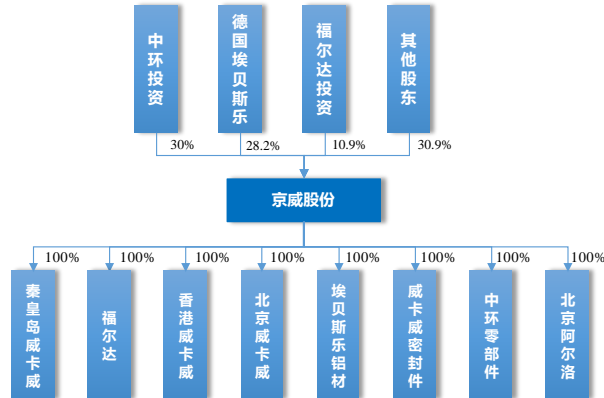
公司发行股份及支付现金收购福尔达，收购完成后公司汽车电子业务收入占比 14%。2014 年 11 月，公司以 8.25 元/股的价格发行 1.3 亿股份和支付 5519 万元现金收购国内汽车电子公司福尔达 100% 股权，拓展汽车电子。福尔达主要产品包括：智能电子集成控制系统、照明系统等汽车电子产品，及空调出风口、拉手等功能件。下游客户包括一汽大众、一汽丰田等中高端整车厂商以及天津三电、延锋伟世通等优秀汽车电子零部件企业。根据 2014 年上半年财务数据，计算得到公司总体汽车电子业务收入、毛利占比分别为 14%、15%。

表 4：福尔达收购相关主要数据

	股权	收购价格（万元）	增发股权（万股）	业绩承诺（万元）			PE			
				2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
福尔达	100%	112,769	13,000	13,079	14,636	15,781	10.7	8.6	7.7	7.1
秦皇岛威卡威	49%	18,406	2,000	4,044	4,728	5,167	10.0	9.3	7.9	7.3

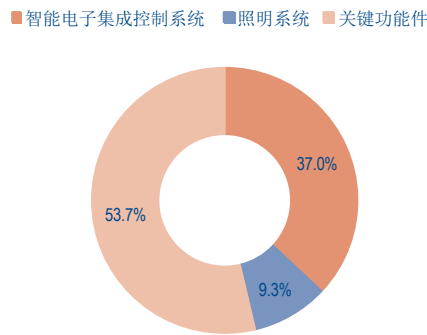
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：并购完成后公司股权结构图



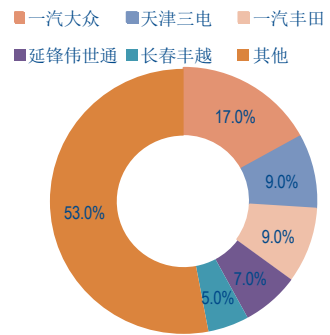
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：福尔达产品收入占比（2014H1）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

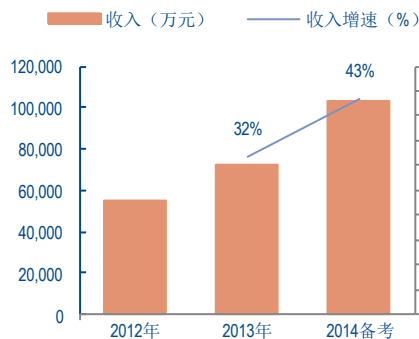
图 8：福尔达五大客户收入占比（2014H1）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

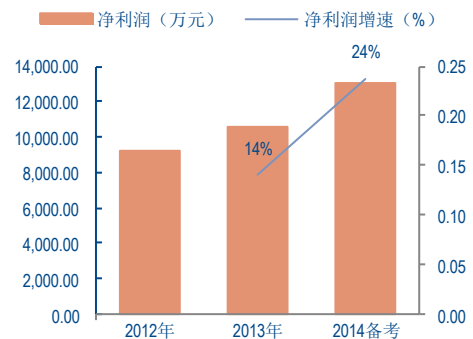
福尔达收入和净利润表现出良好的成长性，净利润增速有望和收入增速保持一致。受益于下游客户的稳健增长以及汽车电子渗透率的提升，福尔达收入和净利润保持快速增长。根据 2014 年备考业绩，公司收入、净利增速将分别达到 10.3 亿元(+43%)、1.3 亿元(+24%)。其中，受研发支出较大、部分新产品仍处于研发检测期影响，收入增速高于利润增速。随着新产品逐步投产，净利润增速有望与收入增速保持一致。

图 9：福尔达收入及增速（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：福尔达净利润及增速（万元）



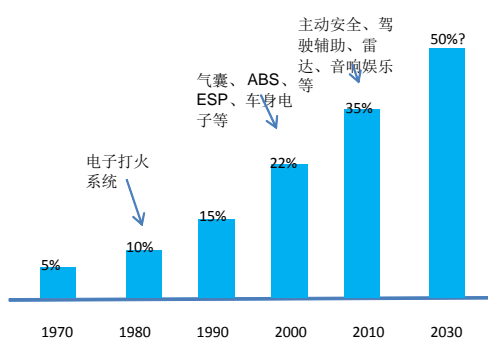
资料来源：公司公告，中信证券研究部

汽车电子市场规模快速增长，外资巨头垄断市场

预计 2016 年全球汽车电子市场规模有望达到 2400 亿美元。受益于汽车电子化率的快速提升，以及消费升级进程的推动，全球汽车电子产业快速增长。2012 年，全球汽车电子市场规模为 1618 亿美元，预计 2016 年将达 2400 亿美元，复合增长率接近 10%。

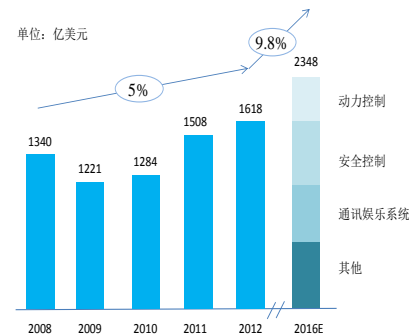
预计 2016 年中国汽车电子市场规模有望达到 5500 亿元。从 2007 年到 2012 年，中国汽车电子市场全占比 17% 快速提升到 27%，市场规模达 2670 亿元。目前我国汽车电子成本占比仅 18.6%，大幅低于全球平均 35% 的水平，市场空间广阔。预计中国将会成为全球汽车电子市场增长率最快的国家，未来至少会保持 15% 的复合增长速度，2016 年中国汽车电子市场规模将达到 5500 亿元。

图 11：全球汽车电子渗透率快速提升



资料来源：德勤，中信证券研究部

图 12：全球汽车电子市场空间广阔



资料来源：德勤，中信证券研究部

功能电子规模基数大，消费电子增速高。2008-2012 年，我们汽车电子行业复合增速为 19%。2012 年，国内车载功能电子市场规模达到 2100 亿元，高基数背景下，基于动力、安全及车身控制的功能电子产品增速较低。我们预测，细分产品中，未来 3-5 年，汽车空调控制器、车身控制器等车载功能电子产品增速将保持和乘用车行业基本一致，增速中枢为 6-8%；胎压监测器、无钥匙进入等车载消费电子产品渗透率均不足 15%，未来 3-5 年增速中枢有望达到 30% 以上。

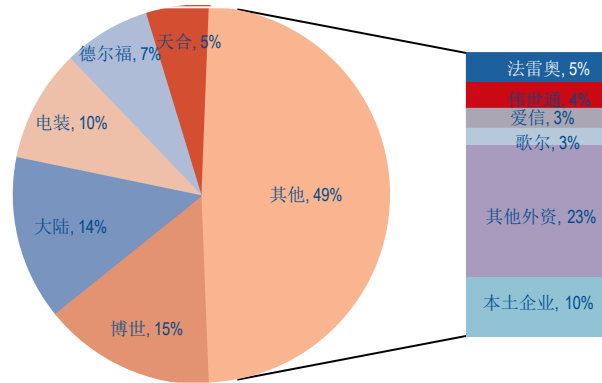
表 5：国内汽车电子细分产品市场规模及复合增速

细分产品	2008 年		2012 年		复合增速 (%)
	市场规模 (亿元)	2008 份额占比 (%)	市场规模 (亿元)	2012 份额占比 (%)	
车载电视	1	0.1%	16	0.6%	86%
车载空调	41	3.0%	123	4.6%	32%
车载音响	95	7.0%	267	10.0%	30%
胎压监测器	7	0.5%	19	0.7%	29%
GPS	81	6.0%	214	8.0%	27%
汽车仪表	68	5.0%	176	6.6%	27%
中控锁	14	1.0%	32	1.2%	24%
防盗系统	27	2.0%	56	2.1%	20%
安全气囊	122	9.0%	222	8.3%	16%
变速箱控制	95	7.0%	163	6.1%	15%
EMS	298	22.0%	497	18.6%	14%
ABS	189	14.0%	283	10.6%	11%
其他	317	23.4%	586	21.9%	11%
总计	1355	100%	2672	100%	19%

资料来源：赛迪咨询，中信证券研究部

全球汽车零部件巨头垄断汽车电子市场。根据《美国汽车新闻》2013 年度全球汽车零部件配套供应商百强名单，其中博世连续三年蝉联榜首，收入规模达到 368 亿美元。国际汽车零部件巨头业务范围广泛，在车身控制系统、驾驶辅助系统、音像、信息娱乐系统等汽车电子领域占据绝对主导地位。国内汽车电子市场外资参与者众多，博世、大陆、电装三巨头市场份额接近 40%，外资合计占比高达 90%。中短期看，海外巨头优势难以撼动。

图 13：外资汽车电子巨头垄断中国汽车电子市场

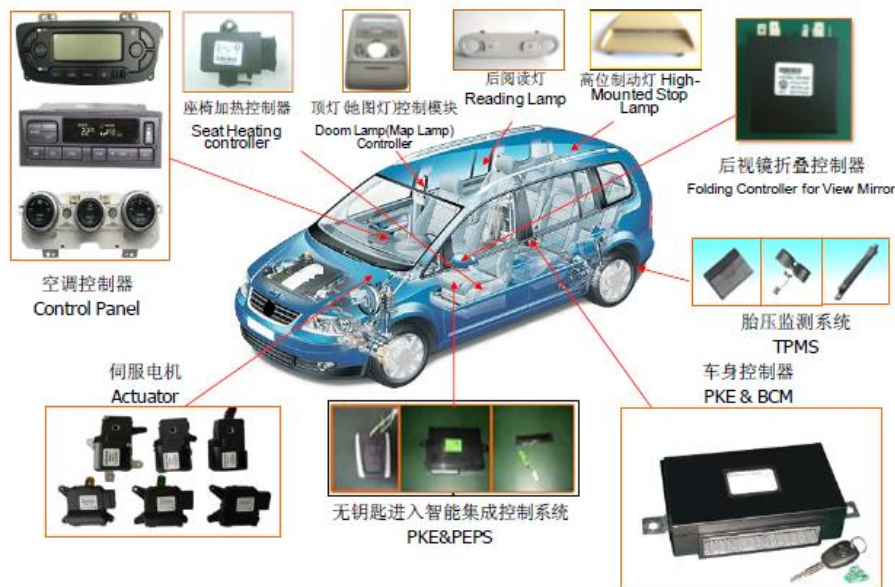


资料来源：新华信咨询，中信证券研究部

公司产品进入收获期，实现进口替代

福尔达在车载功能电子领域耕耘多年，逐步进入收获期。福尔达自上世纪 90 年代中期从空调出风口切入汽车电子领域，在空调控制器、车身控制系统领域耕耘多年，并逐步将产品拓展至无钥匙进入系统、轮胎防爆预警系统等高附加值车载消费电子领域，获得了华晨汽车、天津夏利、长城汽车、奇瑞汽车、江淮汽车、海马汽车等自主品牌厂商的认可。

图 14：福尔达汽车智能电子集成控制系统



资料来源：公司公告，中信证券研究部

以空调控制器为突破口，进入合资品牌供应体系，实现进口替代。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，从自主品牌同步研发升级到合资品牌的国产化配套，目前已经进入一汽大众、上海大众、一汽丰田、广汽丰田的供应体系。2013 年，福尔达空调控制器累计销售 96 万套，市场份额达到 5.3%，在本土企业中处于绝

对领先地位。我们判断，以福尔达为代表的优秀本土汽车电子公司，研发实力与国际巨头的差距缩小，成本控制能力强，将在传统成熟型功能电子领域实现进口替代。

表 6：福尔达分产品销量及市场份额

	销量（万套）	市场占有率
车身控制系统	3.92	0.22%
无钥匙进入系统	2.44	0.14%
空调控制器	96.47	5.33%
伺服电机	188.27	10.41%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

积极拓展高附加值车载消费电子，增长空间广阔

积极拓展胎压监测系统、无钥匙进入系统等高附加值产品，丰富高端汽车电子产品线。公司于 2008 年即开发了集成轮胎防爆预警系统和空调控制系统的智能电子系统，并且曾参与国家标准《基于胎压监测模块的汽车轮胎气压监测系统》的起草工作，技术和研究实力行业领先。2013 年中国 TPMS 渗透率仅为 11%，远低于美国和欧洲 41%、70% 的水平。参考欧美立法经验，预计中国也必将推出 TPMS 强制法规。我们测算若 2020 年中国 TPMS 渗透率达到 50%，则市场规模超 200 亿元。无钥匙进入系统领域，公司目前已实现为华晨批量供货，未来有望拓展至其他合资及自主品牌。

表 7：主要国家/地区关于 TPMS 的法规要求

国家/地区	立法时间	已实施 TPMS 强制性政策的国家/地区法要求
美国	2005.4	2007 年 9 月 1 日以后出售的轻型车（车身重量不超过 4536kg）必须全部安装 TPMS。
欧盟	2009.7	2012 年 11 月 1 日之后，对于未装配 TPMS 的乘用车新车型不予以认证，2014 年 11 月 1 日以后，对于未装配 TPMS 的乘用车不允许销售和注册。
韩国	2010.7	所有乘用车和总重小于等于 3.5 吨的车辆，必须按照以下时间节点要求安装 TPMS：新车型——从 2013 年 1 月 1 日起；所有车型——从 2014 年 6 月 30 日起。
中国大陆	2011.1	2011.1 月：制定了 TPMS 推荐性标准
中国大陆	2013.3	2013.3 月：国家标准委对《乘用车轮胎气压监测系统(TPMS)的性能要求和试验方法》国家标准项目公开征求意见。国家标准项目性质为强制标准，将取代 2011 年 7 月 1 日实施的推荐性标准。一旦新政策实施，中国 TPMS 市场需求将得到大幅提升。
中国台湾	2013.11	从 2013 年 11 月 1 日起，在 M1 和 N1 类新车型强制安装 TPMS。2015 年 7 月 1 日起各形式的 M1 和 N1 应安装 TPMS。

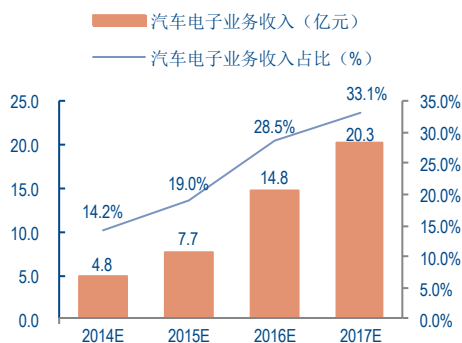
资料来源：中信证券研究部整理

新产品投放驱动照明系统高速增长。福尔达照明系统产品主要包括顶灯控制模块、牌照灯、行李箱灯及门警告灯等，已实现对一汽大众、上海大众、上海通用、美国福特等 20 多款车型的配套。2016 年，公司将新增产品奥迪 Q3、Q5 的顶灯模块总成，该产品集照明、电话沟通、天窗控制、防盗等功能于一体，预计售价约为 155 元/套，远高于 2014 年 24 元左右的车灯单价，预计该产品占 2016 年顶灯收入的 90% 以上，将成为未来重要增长点。

2017 年汽车电子业务占比有望超 30%

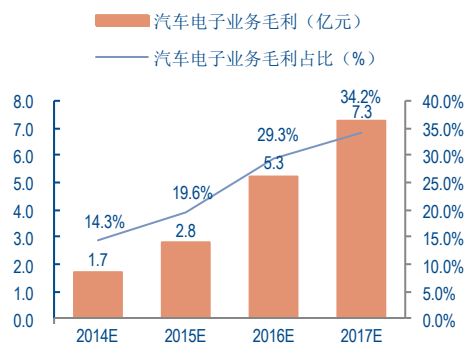
预计公司汽车电子业务将保持高速增长，2017 年收入占比有望超 30%。公司智能电子集成控制产品逐步切入合资领域，实现进口替代，下游优质客户保障稳健增长。照明产品随着单品价值上升以及配套车型上量有望实现快速增长。新产品方面，无钥匙进入系统、胎压监测器产品技术成熟度不断提升，批量供货能力增强，有望进一步拓展至合资配套体系，成为新的增长点。我们预计，未来三年，汽车电子业务复合增速有望超过 60%，2017 年收入占比有望超 30%，毛利占比高于收入占比。

图 15：汽车电子业务收入及占比预测



资料来源：中信证券研究部预测

图 16：汽车电子业务毛利及占比预测

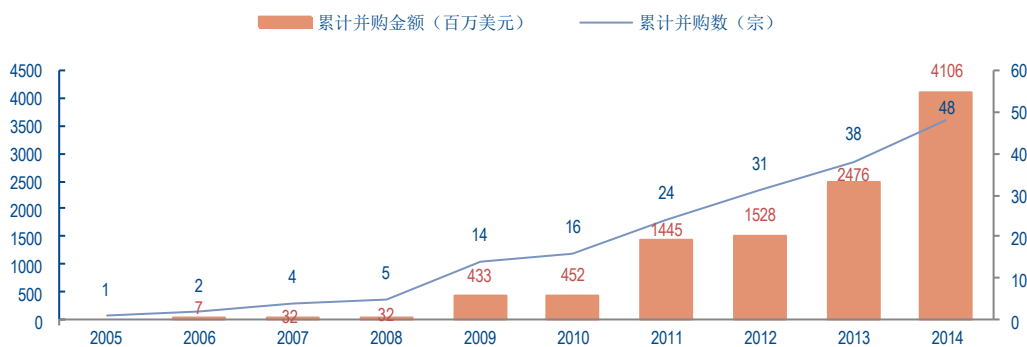


资料来源：中信证券研究部预测

外延增长：海外业务拓展仍有可能超预期

本土汽车零部件企业海外并购寻求跨越式发展进程加快。中国汽车零部件海外并购主要分为三个阶段：1) 2005-2008 年，国内市场需求增强，本土企业国内整合的同时尝试海外并购；2) 2008-2012 年，外资逐步垄断中国汽车零部件市场，本土企业自主研发时间跨度长、资金投入大，有实力的企业直接进行海外并购，抄底经济危机后的欧美零部件企业；3) 2012 年至今，车载功能电子逐步成熟，海外并购倾向于产业升级方向，如轻量化、智能化、电动化等领域。

图 17：本土汽车零部件企业海外并购进程加快



资料来源：晨哨咨询，中信证券研究部

表 8：近年国内汽车零部件企业重要海外并购案例

时间	并购标的	并购标的主营业务	交易对价
均胜电子	2014 年 德国 Quin GmbH	高端方向盘系统总成	9000 万欧元
	2014 年 德国 IMA	工业自动化	1430 万欧元
华域汽车	2011 年 德国 普瑞	驾驶控制系统等汽车智能电子	10 亿元
	2014 年 德国 KS AluTech 50% 股权	铝合金铸造	-
宁波华翔	2014 年 德国 Alterprodia 75% 股权	天然纤维类汽车零部件	90 万欧元
	2011 年 德国 Sellner 资产和业务, 美国 Sellner, 捷克 Wech	木质内饰件	2700 万欧元
2012 年	德国 HELBAKO 公司 30% 的股权	报警器、燃油泵控制模块等汽车电子	400 万欧元

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

公司现金流充沛，海外业务拓展仍有望超预期。2013年1月22日，工信部、发改委等多部委联合发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，从政策上进一步鼓励零部件企业兼并重组。从近年统计数据来看，技术和市场相对成熟的德国、美国是本土企业海外并购的首选。公司具备多年与德国合资合作经验，对德国零部件市场的海外探索具备先天优势，并购福尔达亦有助于积累产业资本运作经验。公司现金流充沛，账面现金超10亿元，未来超预期的海外并购有望出现。

表 9：本土汽车零部件企业海外并购国家及金额（2005-2014）

	并购数（宗）	披露金额（百万美元）
德国	15	1640
美国	14	1689
加拿大	3	302
瑞典	2	200
英国	3	169
日本	2	20
荷兰	2	9
其他	7	79

资料来源：晨哨咨询，中信证券研究部

风险因素

汽车电子新产品研发及市场推广不达预期，公司业绩受损。公司主打汽车电子产品空调控制器、车身控制器已经进入主流中高端合资厂商配套体系，但无钥匙进入、胎压控制器等新产品尚处于技术储备和市场拓展期。若新产品研发及市场推广不大预期，则难以保障公司业绩增长。

宏观经济放缓阻碍需求升级，侵蚀传统业务利润。公司传统铝合金外饰业务主要面向中高端乘用车，其业绩保障主要来自于下游客户的稳健增长。若宏观经济放缓，需求升级受到抑制，则损害公司传统业务。

盈利预测与估值评级

维持公司 2014/15/16 年 EPS 预测分别为 0.51/0.83/1.00 元（2013 年 EPS0.42 元）。当前价 13.86 元，分别对应 2014/15/16 年 27/17/14 倍 PE。公司是低估值优质汽车电子标的，汽车电子业务占比有望从当前的 14% 提升至 2017 年的 30% 以上；消费升级及优质客户资源保障传统业务稳健增长。考虑 A 股投资风格趋于蓝筹估值修复，成长股估值承压，下调 2015 年目标 PE 为 25 倍（原 2015 年目标估值 30 倍），对应目标价 21 元，维持“买入”评级。

表 10：京威股份盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,660	1,799	2,459	4,053	5,176
增长率 YoY%	18.4	8.4	36.7	64.8	27.7
净利润(百万元)	372	317	385	622	751
增长率 YoY%	21.0	-14.8	21.4	61.7	20.7
毛利率%	39.9	33.9	36.2	35.2	34.7
每股收益 EPS(元)	0.50	0.42	0.51	0.83	1.00
每股净资产 BPS(元)	3.4	3.6	4.0	4.6	5.3

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	28	33	27	17	14
P/B	3.9	3.7	3.4	2.9	2.6
备考 EPS(元)	0.50	0.42	0.64	0.83	1.00
备考 P/E	28	33	22	17	14

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2015 年 01 月 16 日收盘价，收购福尔达及秦皇岛威卡威剩余股权
 新发股票在 2014 年 11 月 13 日上市流通，2014 年 EPS 并入 1.5 个月业绩，备考 EPS 为全口径计算

表 11 京威股份盈利预测关键假设

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
主营业务收入（百万元）	1,660	1,799	3,363	4,053	5,176	6,142
智能电子集成控制系统	172	253	384	576	864	1265
照明系统	28	44	94	196	612	765
外饰件	1,460	1,502	2,885	3,281	3,700	4,112
主营业务成本（百万元）	998	1,167	2,145	2,626	3,380	4,007
智能电子集成控制系统	102	150	242	360	536	784
照明系统	23	26	65	133	410	509
外饰件	873	991	1838	2133	2435	2714
业务利润（百万元）	662	632	1,218	1,427	1,796	2,135
智能电子集成控制系统	70	103	142	216	328	481
照明系统	5	18	29	63	202	256
外饰件收入	587	511	1047	1148	1265	1398
毛利率（%）	39.9	35.1	36.2	35.2	34.7	34.8
智能电子集成控制系统	40.6	40.8	37	37.5	38	38
照明系统	17	41	30.8	32	33	33.5
外饰件收入	40.2	34	36.3	35	34.2	34

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测，全口径计算

利润表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,660	1,799	2,459	4,053	5,176
营业成本	998	1,190	1,570	2,628	3,385
毛利率	40%	34%	36%	35%	35%
营业税金及附加	13	14	27	45	57
营业费用	86	93	152	251	321
营业费用率	5%	5%	6%	6%	6%
管理费用	86	93	152	251	321
管理费用率	5%	5%	6%	6%	6%
财务费用	-27	-37	-10	-12	-12
财务费用率	-2%	-2%	0%	0%	0%
投资收益	14	5	5	8	6
营业利润	534	460	583	936	1,143
营业利润率	32%	26%	24%	23%	22%
营业外收入	2	4	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
利润总额	535	461	583	936	1,143
所得税	129	125	163	262	326
所得税率	24%	27%	28%	28%	29%
少数股东损益	34	18	34	54	65
归属于母公司股东的净利润	372	317	386	620	752
净利率	22%	18%	16%	15%	15%
每股收益(元)(摊薄)	0.50	0.42	0.51	0.83	1.00

现金流量表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	535	461	583	936	1,143
少数股东损益	-129	-125	-163	-262	-326
折旧和摊销	46	68	25	35	43
营运资金变动	-26	-135	-74	-623	-429
其他	-10	-4	-12	-17	-14
经营现金流	416	264	358	69	417
资本支出	-185	-330	-155	-119	-98
投资收益	0	0	5	8	6
资产变卖	1	1	1	3	2
其他	-82	-9	-1	-3	-2
投资现金流	-266	-339	-150	-111	-92
发行股票	1,441	21	150	0	0
负债变化	-149	-230	0	0	0
股息支出	-230	-168	-156	-189	-303
其他	143	230	1,097	12	12
融资现金流	1,204	-147	1,091	-176	-291
现金净增加额	1,353	-222	1,300	-219	34

资料来源: 中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,489	1,267	2,567	2,348	2,382
存货	363	411	546	916	1,181
应收账款	188	273	367	605	773
其他流动资产	169	313	282	461	590
流动资产	2,209	2,263	3,762	4,331	4,925
固定资产	427	539	699	793	848
长期股权投资	34	17	17	17	17
无形资产	96	133	133	133	133
其他长期资产	75	85	55	45	45
非流动资产	633	774	904	988	1,043
资产总计	2,842	3,037	4,666	5,319	5,968
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	166	158	235	394	508
其他流动负债	53	59	110	119	141
流动负债	219	217	345	513	648
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	219	217	345	513	648
股本	600	600	750	750	750
资本公积	1,116	1,116	2,203	2,203	2,203
股东权益合计	2,623	2,820	4,321	4,806	5,320
少数股东权益	55	86	119	173	238
负债股东权益总计	2,842	3,037	4,666	5,319	5,968

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	18%	8%	37%	65%	28%
营业利润	14%	-14%	27%	61%	22%
净利润	21%	-15%	22%	61%	21%
利润率 (%)					
毛利率	40%	34%	36%	35%	35%
EBITMargin	31%	24%	23%	23%	22%
EBITDAMargin	33%	27%	24%	24%	23%
净利率	22%	18%	16%	15%	15%
回报率 (%)					
净资产收益率	14%	12%	9%	13%	15%
总资产收益率	14%	11%	9%	13%	14%
其他 (%)					
资产负债率	8%	7%	7%	10%	11%
所得税率	24%	27%	28%	28%	29%
股利支付率	73%	49%	45%	45%	45%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。