

# 成飞集成 (002190.SZ)

## 公司快报

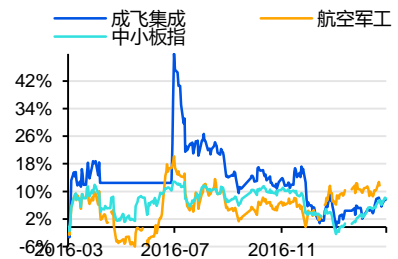
国防军工 | 航空军工 III

投资评级	增持-A(维持)
6个月目标价	38元
股价(2017-03-15)	32.75元

### 交易数据

总市值(百万元)	11,705.34
流通市值(百万元)	11,705.34
总股本(百万股)	345.19
流通股本(百万股)	345.19
12个月价格区间	30.00/47.88元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.05	-2.77	7.31
绝对收益	2.35	1.83	14.5

### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsc.cn  
 021-20655640

### 报告联系人

陈雁冰  
 chenyanbing@huajinsc.cn  
 021-20655676

### 报告联系人

肖索  
 xiaosuo@huajinsc.cn  
 021-20655796

### 相关报告

成飞集成：业绩增长不及预期，产能释放时点将近 2016-10-21

成飞集成：业绩翻倍，未来可期！2016-08-11

成飞集成：募资 17.5 亿，中航锂电（洛阳）三期 15.4 亿瓦时产能将顺利释放 2016-07-12

成飞集成：锂电收入同比增 147.3%，16 年迎业绩高速增长 2016-04-21

## 17年继续扩张产能，锂电潜在龙头

### 投资要点

◆ **事件**：3月14日，公司发布2016年度报告，全年实现营业收入21.99亿元，同比增长35.44%；归母净利润1.38亿元，同比增长56.3%；EPS 0.4，同比增长53.85%；利润分配方案为：每10股派发现金红利1.2元（含税）。公司预计2017年一季度净利润为0-565.22万元，同比降50%-100%。

◆ **中航锂电及集成瑞鹁业绩表现亮眼，产销量快速增长**：受益于16年新能源车行业的快速发展拉动上游锂电需求以及公司积极开发新产品，同时培育了中通、北汽福田等重点客户，16年公司锂电业务营收14.14亿元，同比增长41.41%。子公司中航锂电实现净利润1.11亿元，同比增长136.67%，动力锂电产销增幅明显，同比分别增长55.06%和59.58%；子公司集成瑞鹁实现净利润0.52亿元，同比增长221.99%，主要系其16年承接车型销量大增，带动其供应的汽车零部件产销大幅增加，同比分别增长361.92%和320.32%。预计今年汽车市场快速发展仍将持续，公司持续受益。

◆ **持续扩充锂电池产能，16年出货量位居行业第六，跻身行业第二梯队**：目前公司拥有洛阳项目累计产能约2.4Gwh，预计今年二季度新增常州一期项目产能2.5Gwh，全年合计产能约5GWH。16年，据EVTank数据，公司锂电出货量位居行业第六，市占率2.7%，如17年公司产能顺利释放后，公司将站稳锂电行业第二梯队。常州常州二、三期合计9.5Gwh产能也将适时建设投放，届时公司将合计拥有产能超10GWH，目前来看公司是锂电行业的潜在龙头。在我国扶强扶优的政策背景下，将受益于落后产能淘汰的过程。

◆ **定增已完成修订稿披露，增发底价由34.45元/股调整为29.66元/股**：公司已于1月24日披露定增方案修订稿，经过调整后的方案将拟非公开发行股票数由原来的5080万股调整为5900万股，每股发行底价由原来的34.45元调整为29.66元，中航工业认购4亿元，定增募集资金总额仍为17.5亿元，其中13.5亿元将用于中航锂电产业园三期锂电项目。预计定增事项近期将会收到证监会正式批复，持续看好公司的发展前景。

◆ **投资建议**：公司锂电产能不断扩张，有望于今年达成约5Gwh的产能，随着新能源车行业回暖，锂电需求将继续扩大，公司业绩有望保持增长。但由于今年补贴政策大幅调整，公司一季度业绩明显受到影响，综合考虑行业因素以及公司产能释放情况，我们调整了公司业绩预测，我们预计公司2017-2019年EPS为0.61、1.02、1.60元，对应PE分别为38.0、30.5、16.5倍，维持“增持-A”评级，6个月目标价下调为38元。

◆ **风险提示**：汽车模具需求增长放缓、新能源汽车政策不达预期、行业竞争加剧。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,623.4	2,198.7	3,920.2	6,507.6	8,850.3
同比增长(%)	76.7%	35.4%	78.3%	66.0%	36.0%
营业利润(百万元)	97.8	162.7	218.0	414.2	636.6
同比增长(%)	-671.3%	66.4%	34.0%	90.0%	53.7%
净利润(百万元)	88.1	137.7	211.4	352.7	551.5
同比增长(%)	113.8%	56.3%	53.5%	66.9%	56.4%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.61	1.02	1.60
PE	128.3	82.1	53.5	32.1	20.5
PB	6.7	6.3	5.8	5.2	4.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

成飞集成：见龙在田，振翅欲飞！2016-02-24

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,623.4	2,198.7	3,920.2	6,507.6	8,850.3	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,223.9	1,647.7	2,971.5	4,923.1	6,921.0	营业收入增长率	76.7%	35.4%	78.3%	66.0%	36.0%
营业税费	5.8	18.1	31.4	52.1	70.8	营业利润增长率	-671.3	66.4%	34.0%	90.0%	53.7%
销售费用	68.8	73.0	137.2	247.3	283.2	净利润增长率	113.8%	56.3%	53.5%	66.9%	56.4%
管理费用	184.2	239.2	462.6	781.6	815.1	EBITDA 增长率	150.1%	40.6%	28.3%	49.4%	39.2%
财务费用	16.2	17.8	73.8	80.5	98.7	EBIT 增长率	-1013.5	58.3%	61.7%	69.5%	48.6%
资产减值损失	29.9	40.6	30.7	13.5	28.3	NOPLAT 增长率	-1033.4	63.0%	62.1%	69.9%	47.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	38.5%	94.3%	-5.1%	24.0%
投资和汇兑收益	3.2	0.3	5.0	4.6	3.3	净资产增长率	18.6%	59.7%	3.7%	6.3%	8.7%
<b>营业利润</b>	97.8	162.7	218.0	414.2	636.6	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	33.1	47.3	41.8	43.8	44.3	毛利率	24.6%	25.1%	24.2%	24.3%	21.8%
<b>利润总额</b>	130.9	210.0	259.8	458.0	680.9	营业利润率	6.0%	7.4%	5.6%	6.4%	7.2%
减:所得税	16.3	20.7	24.9	43.1	68.1	净利润率	5.4%	6.3%	5.4%	5.4%	6.2%
<b>净利润</b>	88.1	137.7	211.4	352.7	551.5	EBITDA/营业收入	14.0%	14.6%	10.5%	9.4%	9.7%
						EBIT/营业收入	7.0%	8.2%	7.4%	7.6%	8.3%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	40.2%	49.8%	52.1%	54.0%	63.4%
货币资金	1,036.3	2,655.2	313.6	520.6	708.0	负债权益比	67.3%	99.4%	109.0%	117.4%	173.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.42	2.25	1.75	1.55	1.57
应收帐款	781.0	659.6	2,577.1	2,385.1	4,233.2	速动比率	1.93	1.92	1.08	1.09	1.00
应收票据	297.1	773.8	523.0	1,845.7	1,641.0	利息保障倍数	7.04	10.16	3.95	6.14	7.45
预付帐款	77.9	38.2	225.2	193.7	369.7	<b>营运能力</b>					
存货	559.6	707.4	2,289.2	2,110.0	4,051.8	固定资产周转天数	261	252	162	91	63
其他流动资产	46.4	72.2	87.6	68.7	76.2	流动营业资本周转天数	176	128	181	172	158
可供出售金融资产	10.7	10.4	10.2	10.4	10.4	流动资产周转天数	507	631	502	363	370
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	145	118	149	137	135
长期股权投资	16.4	95.2	95.2	95.2	95.2	存货周转天数	123	104	138	122	125
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	887	1,103	847	559	511
固定资产	1,270.1	1,813.6	1,707.0	1,600.5	1,493.9	投资资本周转天数	479	432	414	321	257
在建工程	246.9	1,295.3	1,295.3	1,295.3	1,295.3	<b>费用率</b>					
无形资产	196.7	286.5	274.3	262.0	249.8	销售费用率	4.2%	3.3%	3.5%	3.8%	3.2%
其他非流动资产	104.1	426.5	205.1	234.3	281.1	管理费用率	11.3%	10.9%	11.8%	12.0%	9.2%
<b>资产总额</b>	4,643.2	8,833.9	9,602.8	10,621.6	14,505.6	财务费用率	1.0%	0.8%	1.9%	1.2%	1.1%
短期债务	100.0	540.0	800.6	976.9	1,245.7	三费/营业收入	16.6%	15.0%	17.2%	17.0%	13.5%
应付帐款	560.6	695.8	1,500.1	1,976.4	3,116.7	<b>投资回报率</b>					
应付票据	344.3	588.5	655.7	651.4	2,233.1	ROE	5.2%	7.6%	10.9%	16.3%	21.8%
其他流动负债	152.8	359.7	481.6	998.2	449.3	ROA	2.5%	2.1%	2.4%	3.9%	4.2%
长期借款	431.0	995.2	1,003.6	442.2	1,322.3	ROIC	4.7%	7.4%	8.6%	7.5%	11.7%
其他非流动负债	279.9	1,223.5	566.2	689.8	826.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,868.6	4,402.6	5,007.8	5,734.9	9,193.7	DPS(元)	0.10	0.12	0.18	0.36	0.54
少数股东权益	1,078.1	2,630.8	2,654.3	2,716.5	2,777.8	分红比率	39.2%	30.1%	30.0%	35.0%	34.0%
股本	345.2	345.2	345.2	345.2	345.2	股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	1.1%	1.7%
留存收益	1,344.5	1,447.7	1,595.5	1,825.0	2,188.9						
<b>股东权益</b>	2,774.6	4,431.3	4,594.9	4,886.7	5,311.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.26	0.40	0.61	1.02	1.60
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	4.91	5.22	5.62	6.29	7.34
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	PE(X)	128.3	82.1	53.5	32.1	20.5
净利润	114.6	189.3	211.4	352.7	551.5	PB(X)	6.7	6.3	5.8	5.2	4.5
加:折旧和摊销	117.8	147.4	118.8	118.8	118.8	P/FCF	33.7	26.8	-4.5	38.0	31.4
资产减值准备	29.9	40.6	-	-	-	P/S	7.0	5.1	2.9	1.7	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	51.9	39.3	37.3	24.1	18.5
财务费用	20.1	37.0	73.8	80.5	98.7	CAGR(%)	53.5%	47.9%	98.7%	53.5%	47.9%
投资损失	-3.2	-0.3	-5.0	-4.6	-3.3	PEG	2.4	1.7	0.5	0.6	0.4
少数股东损益	26.5	51.6	23.5	62.2	61.3	ROIC/WACC	0.5	0.8	0.9	0.8	1.2
营运资金的变动	76.9	517.0	-2,786.0	154.3	-1,523.1						
<b>经营活动产生现金流量</b>	185.2	238.9	-2,363.6	764.0	-696.1						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-235.3	-2,040.8	5.2	4.4	3.4						
<b>融资活动产生现金流量</b>	642.3	3,315.6	16.7	-561.3	880.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com