

2017年08月21日

公司研究·证券研究报告

成飞集成 (002190.SZ)

公司快报

传统主业表现亮眼，锂电业务有望触底反弹

投资要点

- ◆ **事件：**8月17日，公司发布2017年半年报，17H1实现营业总收入5.72亿元，同比减少29.30%；归母净利润为282.34万元，同比减少94.50%，符合归母净利润下降50%-100%的业绩预告。公司预计1-9月，归母净利润-1500万元~1300万元，去年同期为8957.88万元。
- ◆ **锂电业务不及预期，下半年有望触底反弹：**公司锂电业务17H1实现营业收入1.54亿元，同比减少73.56%，毛利率24.76%，下滑3.49pct。公司锂电业务主要产品是磷酸铁锂电池，以新能源客车用户中通轻客、宇通客车、南京金龙、苏州金龙、东风襄旅、北汽福田等为主。上半年新能源客车补贴大幅调整，以及目录重申等行业政策变动影响，新能源客车销量下滑74%，公司该业务受到较大影响。为了适应新的补贴政策和标准规范，公司已经陆续对主要产线进行改造升级，洛阳三期（1.5GWh）以及江苏一期2.5GWh 50%三元产能项目进度分别已达87%和93%，预计公司年底将达约5GWh产能，远期规划超10GWh，随下半年新能源客车市场快速回暖，并加大力度开拓专用车市场，公司锂电业务有望触底反弹。
- ◆ **传统汽车模具、零部件业务增速亮眼，配套奇瑞汽车稳定增长：**汽车零部件17H1营收2.78亿元，同比增加142%，毛利率19.32%，下滑1.28pct；汽车模具营收9830万元，同比增长40%，毛利率22.83%，下滑2.24pct；数控加工营收3362万元，同比增长91.40%，毛利率24.77%，下滑5.87pct。子公司集成瑞鹤，是奇瑞汽车的零部件总成战略供应商之一，承接汽车零部件总成产品订单较多，拉升公司传统业务业绩水平。业务毛利率下滑，主要受汽车市场以及客户要求影响，产品售价小幅降低所致。预计传统主业将受益于汽车行业的稳定增长而持续增长。
- ◆ **投资建议：**考虑政策因素对公司锂电业务的影响，我们调整了公司业绩预期，预计公司2017-2019年EPS分别为0.20、0.53、0.75元，对应PE分别为132.0、50.2、35.4倍，继续给予“增持-A”评级，6个月目标价调整为30元。
- ◆ **风险提示：**汽车模具需求增长放缓、新能源汽车政策未达预期、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	1,532.5	2,543.9	3,459.7
同比增长(%)	76.7%	35.4%	-30.3%	66.0%	36.0%
营业利润(百万元)	97.8	162.7	28.0	193.5	275.4
同比增长(%)	-671.3%	66.4%	-82.8%	589.8%	42.4%
净利润(百万元)	88.1	137.7	69.5	182.7	259.0
同比增长(%)	113.8%	56.3%	-49.5%	163.0%	41.7%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.20	0.53	0.75
PE	104.1	66.6	132.0	50.2	35.4
PB	5.4	5.1	5.0	4.7	4.3

国防军工 | 航空军工 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6个月目标价 30元

股价(2017-08-18) 26.57元

交易数据

总市值(百万元) 9,171.66

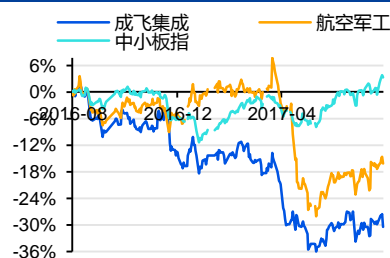
流通市值(百万元) 9,171.66

总股本(百万股) 345.19

流通股本(百万股) 345.19

12个月价格区间 23.85/39.68元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.71	-10.54	-31.32
绝对收益	2.39	-0.27	-29.29

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20655793

报告联系人

 肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20655796

相关报告

成飞集成：17年继续扩张产能，锂电潜在龙头 2017-03-15

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

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,623.4	2,198.7	1,532.5	2,543.9	3,459.7
减:营业成本	1,223.9	1,647.7	1,207.6	1,924.5	2,705.5
营业税费	5.8	18.1	12.3	20.4	27.7
销售费用	68.8	73.0	53.6	96.7	110.7
管理费用	184.2	239.2	180.8	305.5	318.6
财务费用	16.2	17.8	24.4	-5.5	-3.2
资产减值损失	29.9	40.6	30.7	13.5	28.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	3.2	0.3	5.0	4.6	3.3
营业利润	97.8	162.7	28.0	193.5	275.4
加:营业外净收支	33.1	47.3	41.8	43.8	44.3
利润总额	130.9	210.0	69.9	237.3	319.8
减:所得税	16.3	20.7	6.7	22.3	32.0
净利润	88.1	137.7	69.5	182.7	259.0

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,036.3	2,655.2	811.1	399.9	304.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	781.0	659.6	532.3	1,163.7	1,911.6
应收票据	297.1	773.8	253.5	672.5	690.5
预付帐款	77.9	38.2	68.9	94.9	125.3
存货	559.6	707.4	510.4	1,209.3	1,199.4
其他流动资产	46.4	72.2	87.6	68.7	76.2
可供出售金融资产	10.7	10.4	10.2	10.4	10.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	16.4	95.2	95.2	95.2	95.2
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,270.1	1,813.6	1,707.0	1,600.5	1,493.9
在建工程	246.9	1,295.3	1,295.3	1,295.3	1,295.3
无形资产	196.7	286.5	274.3	262.0	249.8
其他非流动资产	104.1	426.5	205.1	234.3	281.1
资产总额	4,643.2	8,833.9	5,850.8	7,106.7	7,733.5
短期债务	100.0	540.0	-	-	-
应付帐款	560.6	695.8	359.6	999.4	991.6
应付票据	344.3	588.5	252.8	258.1	869.4
其他流动负债	152.8	359.7	206.3	542.2	229.3
长期借款	431.0	995.2	-	-	-
其他非流动负债	279.9	1,223.5	566.2	689.8	826.5
负债总额	1,868.6	4,402.6	1,385.0	2,489.6	2,916.8
少数股东权益	1,078.1	2,630.8	2,624.5	2,656.7	2,685.5
股本	345.2	345.2	345.2	345.2	345.2
留存收益	1,344.5	1,447.7	1,496.1	1,615.2	1,786.0
股东权益	2,774.6	4,431.3	4,465.8	4,617.1	4,816.7

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	114.6	189.3	69.5	182.7	259.0
加:折旧和摊销	117.8	147.4	118.8	118.8	118.8
资产减值准备	29.9	40.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	20.1	37.0	24.4	-5.5	-3.2
投资损失	-3.2	-0.3	-5.0	-4.6	-3.3
少数股东损益	26.5	51.6	-6.3	32.2	28.8
营运资金的变动	76.9	517.0	-355.2	-708.5	-431.0
经营活动产生现金流量	185.2	238.9	-153.9	-384.9	-30.9
投资活动产生现金流量	-235.3	-2,040.8	5.2	4.4	3.4
融资活动产生现金流量	642.3	3,315.6	-1,695.4	-30.8	-67.5

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	76.7%	35.4%	-30.3%	66.0%	36.0%
营业利润增长率	-671.3	66.4%	-82.8%	589.8%	42.4%
净利润增长率	113.8%	56.3%	-49.5%	163.0%	41.7%
EBITDA 增长率	150.1%	40.6%	-46.5%	79.2%	27.5%
EBIT 增长率	-1013.5	58.3%	-71.0%	258.6%	44.8%
NOPLAT 增长率	-1033.4	63.0%	-70.9%	259.4%	43.9%
投资资本增长率	5.0%	38.5%	14.9%	15.9%	6.5%
净资产增长率	18.6%	59.7%	0.8%	3.4%	4.3%
盈利能力					
毛利率	24.6%	25.1%	21.2%	24.3%	21.8%
营业利润率	6.0%	7.4%	1.8%	7.6%	8.0%
净利润率	5.4%	6.3%	4.5%	7.2%	7.5%
EBITDA/营业收入	14.0%	14.6%	11.2%	12.1%	11.3%
EBIT/营业收入	7.0%	8.2%	3.4%	7.4%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	40.2%	49.8%	23.7%	35.0%	37.7%
负债权益比	67.3%	99.4%	31.0%	53.9%	60.6%
流动比率	2.42	2.25	2.76	2.01	2.06
速动比率	1.93	1.92	2.14	1.33	1.49
利息保障倍数	7.04	10.16	2.15	-34.07	-84.80
营运能力					
固定资产周转天数	261	252	414	234	161
流动营业资本周转天数	176	128	178	158	185
流动资产周转天数	507	631	842	416	412
应收帐款周转天数	145	118	140	120	160
存货周转天数	123	104	143	122	125
总资产周转天数	887	1,103	1,725	917	772
投资资本周转天数	479	432	774	538	439
费用率					
销售费用率	4.2%	3.3%	3.5%	3.8%	3.2%
管理费用率	11.3%	10.9%	11.8%	12.0%	9.2%
财务费用率	1.0%	0.8%	1.6%	-0.2%	-0.1%
三费/营业收入	16.6%	15.0%	16.9%	15.6%	12.3%
投资回报率					
ROE	5.2%	7.6%	3.8%	9.3%	12.2%
ROA	2.5%	2.1%	1.1%	3.0%	3.7%
ROIC	4.7%	7.4%	1.5%	4.8%	6.0%
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.12	0.06	0.19	0.26
分红比率	39.2%	30.1%	30.0%	35.0%	34.0%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.2%	0.7%	1.0%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.26	0.40	0.20	0.53	0.75
BVPS(元)	4.91	5.22	5.33	5.68	6.17
PE(X)	104.1	66.6	132.0	50.2	35.4
PB(X)	5.4	5.1	5.0	4.7	4.3
P/FCF	27.3	21.7	-4.5	-26.2	833.7
P/S	5.6	4.2	6.0	3.6	2.7
EV/EBITDA	42.6	32.6	63.4	36.8	29.1
CAGR(%)	23.3%	15.0%	28.2%	23.3%	15.0%
PEG	4.5	4.4	4.7	2.2	2.4
ROIC/WACC	0.5	0.7	0.1	0.5	0.6

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

林帆声明，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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

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.huajinsc.cn