

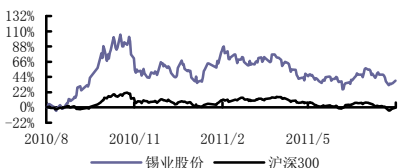
消费品及服务 - 汽车及配件

2013 年 11 月 25 日

市场数据	2013 年 11 月 22 日
当前价格 (元)	16.16
52 周价格区间 (元)	12.32-19.80
总市值 (百万)	5578.24
流通市值 (百万)	5578.24
总股本 (百万股)	345.19
流通股 (百万股)	345.19
日均成交额 (百万)	214.13
近一月换手 (%)	65.09%
Beta (2 年)	1.3
第一大股东	成都飞机工业(集团)有限责任公
公司网址	http://www.cac-citc.com.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	26.63%	5.88%
净利率	7.99%	5.57%
净资产收益率	3.46%	17.84%
总资产收益率	1.92%	6.80%
资产负债率	23.03%	55.90%
市盈率	101.00	0.00
市净率	3.54	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
成飞集成	-107.06	0.42%	280.41%
沪深 300	~	~	~

相关报告

周宪

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人,周宪,在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外,本人薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

汽车模具业务基本稳定, 未来增长看锂电

—成飞集成(002190)调研报告

评级: 增持(首次评级)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	681	765	900	1052
净利润(百万元)	54	44	51	67
每股收益(元)	0.16	0.13	0.15	0.19
净利润增长率%	-19.4%	-19.4%	16.9%	29.7%
市盈率	107.8	133.7	114.4	88.2

资料来源: 世纪证券研究所

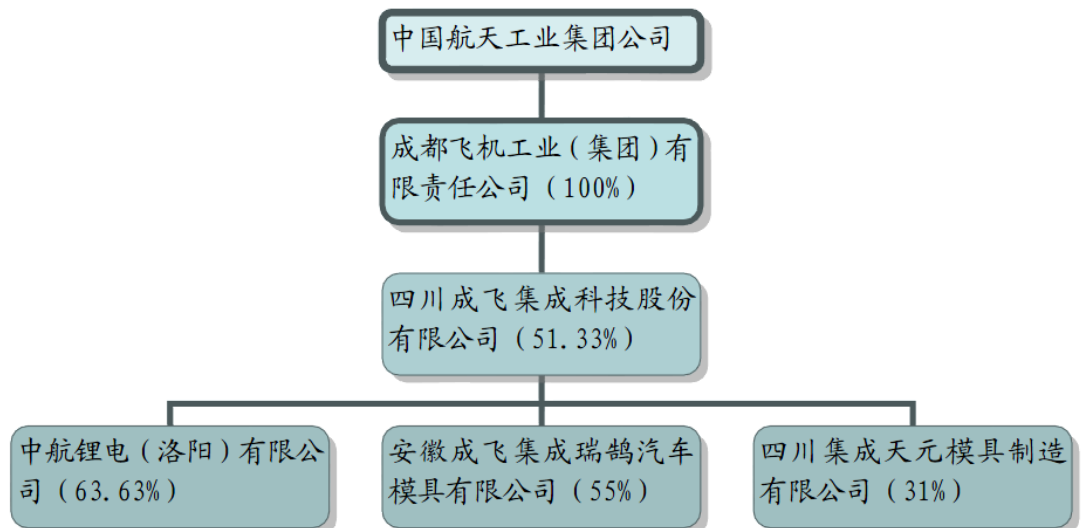
- **公司主营业务主要为传统汽车模具、数控加工、汽车零部件业务和 2011 年新介入的锂电业务。**2012 年主营收入 6.7 亿元, 其中锂电收入 2 亿元。主营利润 1.6 亿元, 其中锂电 5500 万元左右。
- **传统汽车模具、数控加工和汽车零部件业务, 预计未来稳中有升。**汽车模具主要受新车型推出影响, 随着消费者对汽车个性化需求的增加, 汽车厂家推新车型和改款车的速度也在增加, 使模具业务需求稳中有升。公司曾经拟收购上海同捷, 以期达到互补共盈, 虽然没有成行, 但体现出未来公司在模具业务上, 将以并购的方式进行扩张的战略。
- **锂电业务是公司最大的亮点, 也是公司业绩最大的不确定性因素。**2012 年中航锂电因巨额管理费用的侵蚀, 导致最终亏损 2265 万元, 2013 年上半年则继续亏损 2054 万元。亏损原因与市场需求不足, 国家对新能源补贴政策迟迟不出有一定关系, 预计锂电池业务今年还会继续亏损。不过, 新的新能源政策已于今年 9 月份出台, 其对市场的促进作用明年会有体现。
- **国家对新能源汽车的扶持态度, 将是锂产业链各上市公司股价表现的持续推动力。**今年 9 月, 扶持政策密集出台, 工信部、财政部、科技部、发改委四部委联合出台的《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》; 国务院发布《大气污染防治行动计划》; 北京发布《北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划》, 能源和环保是推动新能源汽车的内在动力等, 国家政策扶持是股价动力。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2013 年-2015 EPS 分别为: 0.13 元、0.15 元与 0.19 元, 当前股价对应 2013 年 PE133 倍, 估值高, 但考虑到受今年年初北京等各大城市的雾霾天气、特斯拉旋风等影响, 中国新能源汽车将加快发展步伐, 资本市场对锂产业链上市公司的追捧, 给予公司“推荐”评级。
- **风险因素。**锂电池市场启动不及预期, 市场需求不足,

公司概况

四川成飞集成科技股份有限公司（简称“成飞集成”）成立于 2000 年，是由中航工业集团旗下成都飞机工业（集团）有限责任公司控股的高科技股份有限公司。公司以工模具设计、研制和制造为主业，代表性产品是中高档轿车的侧围、顶盖、车门、翼子板等大型、高档次的外覆盖件模具。

2009 年在安徽芜湖投资布点成立首家控股子公司——安徽成飞集成瑞鹤汽车模具有限公司，新增汽车零部件业务，实现产业链的纵向延伸；2011 年通过非公开发行股票融资 10.2 亿元，用于增资控股中航锂电（洛阳）有限公司并建设锂离子动力电池项目，实现公司产业转型升级和业务的多元化扩展。

Figure 1 公司架构



资料来源：WIND 世纪证券研究所

公司所处行业背景

新车型的不断推出带动了汽车模具行业的快速增长。汽车模具包括冲压模具、塑料模具、铸造模具等，其中冲压模具占比约 40%。而在冲压模具中，汽车覆盖件模具有占据主导地位。因此，汽车模具常特指汽车冲压件模具或汽车覆盖件模具。汽车覆盖件模具按其冲压的汽车覆盖件类型可分为外覆盖件模具、内覆盖件模具和结构件模具。每款全新车型所需汽车覆盖件模具约 450 标准套，每款改款车型平均约 25%的模

具需要更换。汽车覆盖件模具是汽车车身生产的重要工艺装备，其设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，是汽车换型的主要制约因素。属于技术密集型产品。汽车覆盖件模具的市场需求量主要取决于每年投放新车型的数量，而新车型的投放数量主要取决于乘用车（包括轿车、MPV、SUV、9 座以下小客车等）新车型开发力度。

我国汽车覆盖件模具市场容量在 100 亿以上。目前全世界模具市场年需求约 600 多亿美元，在美国、日本和德国等发达国家，与汽车相关的模具需求占了总需求的 40%以上，而以汽车覆盖件模具为代表的冲压模具占整个汽车相关模具的比例约为 40%。照此推算，世界汽车冲压模具市场的年需求量约 100 亿美元。根据中国模具工业协会统计，设计制造一款全新车型所需汽车覆盖件模具价值约 1 亿元；每款改款车型平均约 25%的覆盖件模具需要更换，价值约 2,500 万元。以 2009 年推出的新车型计算，我国乘用车覆盖件模具年市场需求在 90 亿元以上。考虑到商用车、专用车等对模具的需求，汽车覆盖件模具市场容量应达到 100 亿元以上。

模具行业竞争格局。目前我国汽车模具制造企业约 300 家，绝大部分规模较小、技术和装备水平有限。2009 年我国汽车覆盖件模具收入超千万的企业共 29 家，模具销售收入合计 27.37 亿元，其中销售收入过亿元的企业仅有 8 家，主要为天汽模、一汽模、东风汽模、成飞集成、比亚迪模具等。汽车模具产业形成了新的竞争格局：一是以天汽模、一汽模、东风汽模、成飞集成、比亚迪模具等为代表的行业重点骨干企业，不断进行产业结构升级，产品逐渐向中高档汽车覆盖件模具转型；二是河北兴林车身模具制造有限公司等原有的一些规模较小的模具企业迅速壮大，普什模具、上海屹丰模具等拥有较大投资规模的新兴企业不断涌现，并在市场上抢得一席之地；三是外来资本积极投入国内模具市场，如丰田一汽（天津）模具有限公司、烟台骏辉模具有限公司等。比亚迪模具、丰田一汽（天津）模具有限公司等主要是为其所属的汽车整车厂商进行内部配套服务，一般不参与市场竞争。

新能源汽车是未来发展趋势，各国政府都给予了补贴政策。全球正面临能源日渐紧缺、污染日益严重的局面。传统汽车对于化石能源的依赖以及科技的发展使得新能源汽车应运而生。各国均给予了新能源汽车的补贴政策，如法国的 Autolib 租赁制度、美国的 EV project 项目、日本神奈川推广项目、德国柏林的电动交通计划等，中国从 2009 年国内“十

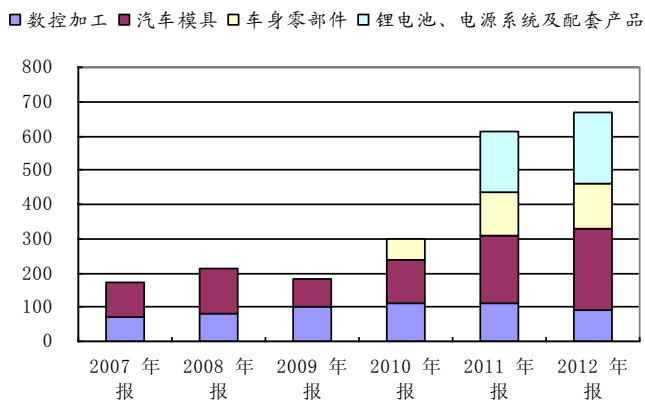
“十城千辆”试点示范工程实施,到 2010 年 6 月的私人购车补贴政策实施,国家积极推进新能源汽车产业发展。近期出台了《节能与新能源汽车产业规划 2012-2020》,包括各地方的扶持政策,将继续推动新能源汽车的发展,目前主要应用还是在大巴、出租车等公共交通领域,2012 年“十城千辆”新能源客车等车型销售未达到预期,主要还是成本因素,未来加大对私销售和基础设施建设是解决出路。

新能源汽车处于发展初期,未来空间巨大。全球新能源汽车市场主要分为:混合动力车(HEV)和纯电动(PEV)市场,2012 年全球纯电动和插电式混合动力汽车出货 105616 辆,同比增长 138%,混合动力销量为 144 万辆约为纯电动和插电式混合动力销量的 10 倍,其中美国、日本和中国排名前三,占世界的 70%,美国新能源汽车销量占全球的一半。根据美国市场研究公司 MarketsandMarkets 的预测,2012 年全球低排放汽车市场规模达到 274.5 亿美元,到 2017 年将增至 1031.3 亿美元,年复合增长率达到 30.3%。2012 年我国新能源汽车合计销售总量为 1.28 万辆,纯电动汽车销量为 1.14 万辆,同比增长 103.9%,国内新能源汽车继续保持高速增长。

公司主营业务分析

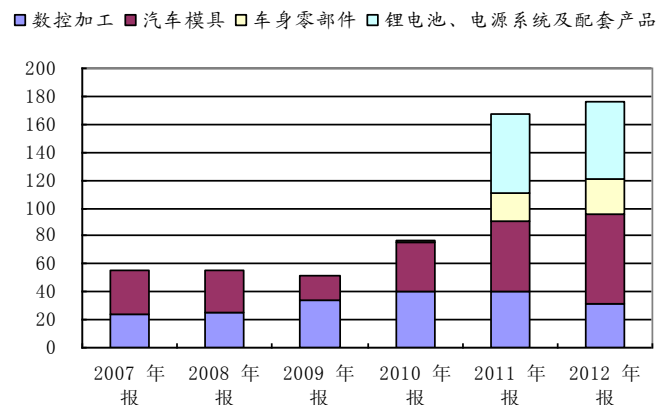
目前模具业务占大头,锂电业务占 1/3。公司的传统主营业务包括汽车模具、航空数控产品、汽车零部件;2011 年定增收购中航锂电后,主营业务增加锂电池业务。锂电 2012 年收入和利润约占三成左右。

Figure 2 主营收入 (单位:百万元)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

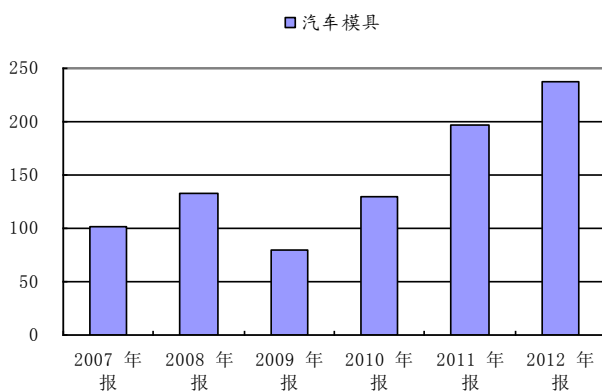
Figure 3 主营利润 (单位:百万元)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

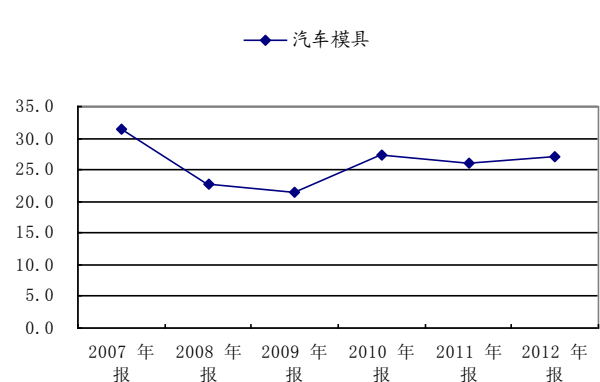
公司汽车模具业务未来仍将稳定增长。近几年，公司在汽车模具方面的收入逐年稳定增长，主要原因在于 IPO 募投技改项目实施完成，在最近两年产能得到一轮释放，达到了 2-3 亿的规模。毛利率也相对稳定，约在 26% 左右。汽车生产厂商推出新车或改款时有汽车模具采购的需求，因此，汽车模具业务量的增长跟汽车厂商推出新车型速度有直接关系。随着消费者对汽车个性化需求的增加，汽车厂家推新车型和改款车的速度也在增加，使模具业务需求稳中有升。加上公司近年品牌、技术水平和质量都有提升，所以承接的业务也在增长。汽车模具业务不受地域限制，公司主要通过公开招投标取得订单，因模具对车厂的新车开发和上市有重要影响，所以客户还是会在合格且有合作的供应商中进行选择，因此市场虽主流采取公开招投标方式订购模具，但客户还是有一定粘度的。公司汽车模具业务竞争对手主要是天汽模。因受车厂新车型开发计划和采购习惯影响，长期合作的客户中有的有隔年开发采购模具的特点，有的会每年持续采购但单个订单量不算特别大，所以公司不存在绝对的大客户（除因子公司集成瑞鹤主要为奇瑞配套，使得每年向奇瑞的销量较大外），与国内各大车厂都保持着长期良好的合作关系。

Figure 4 汽车模具产品收入不断增加（百万元）



资料来源：WIND 世纪证券研究所

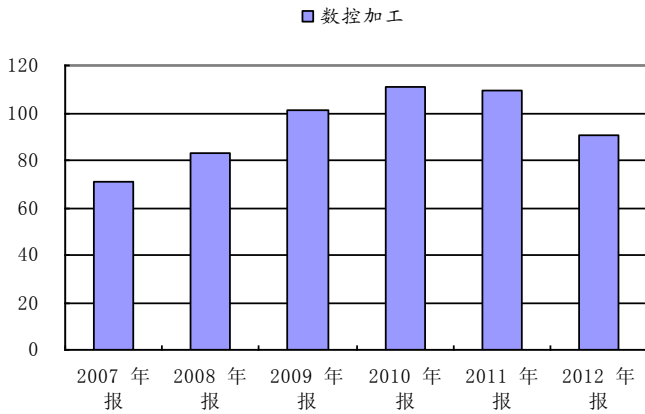
Figure 5 汽车模具毛利率在 25% 左右



资料来源：WIND 世纪证券研究所

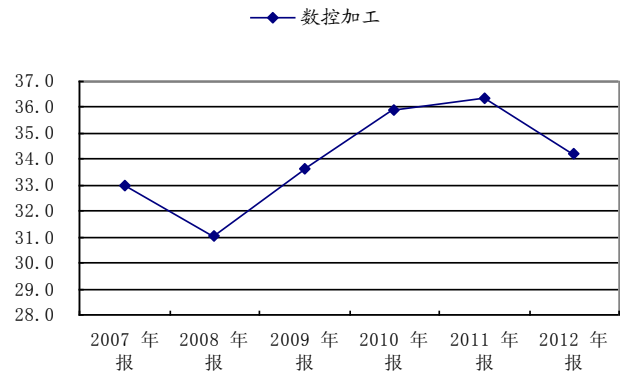
数控加工业务是根据客户生产计划做配套，近几年业务量有波动，但总体来说比较稳定，收入约在 1 亿左右，毛利率约在 33% 左右。公司数控加工业务目前主要是军品零件的加工，2013 年上半年度数控加工业务收入有所下降，主要是受总体生产计划影响，但全年度总体趋势同比应是相对稳定的。考虑到中国未来成为经济大国需要强大军事力量作为后盾，预计未来军工领域的投入仍会加大，公司航空产品的数控加工业务预计会有所上升，所以近期公司已通过董事会审批拟投资不超过 1 亿元进行数控生产线的技改扩能。

Figure 6 数控加工近几年收入 (百万元)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 7 数控加工产品的毛利率在 30%以上

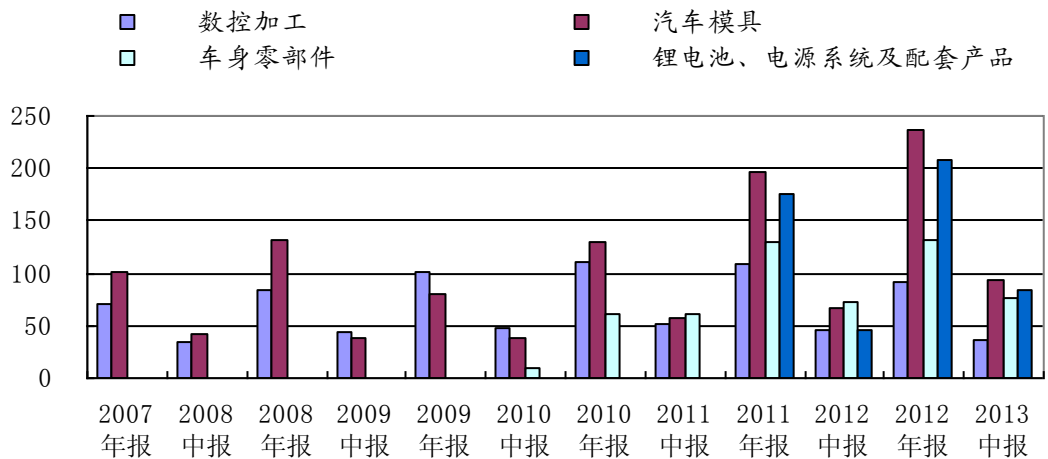


资料来源: WIND 世纪证券研究所

公司在汽车模具及零部件上，未来发展战略是采取积极扩张的发展战略，努力成为汽车产业中举足轻重的供应商。汽车零部件业务目前是由子公司安徽成飞集成瑞鹤汽车模具有限公司在开展，其主要为奇瑞汽车做车身零部件配套，同时集成瑞鹤也生产汽车模具。公司并购同捷科技项目是按照公司的发展战略去实践的，但随着并购进程的推进及对同捷的进一步深入了解，公司发现一些不可控风险，且双方就并购的一些关键事项未能达成一致意见，所以该项目被终止。公司未来仍会坚持这种相关多元化的业务拓展方向，积极寻求合适的契机，在产业链上去延伸公司的业务，同时也会从经济性、风险的可控度方面去综合考量收购标的，将根据实际情况和机遇在重点客户区域实施战略布点。

通常公司下半年各产品收入高于上半年。公司各项业务受季节性因素影响较小，但由于交货时间以及帐期等原因，通常下半年各项产品销售收入都会比上半年多。

Figure 8 下半年的收入通常高于上半年



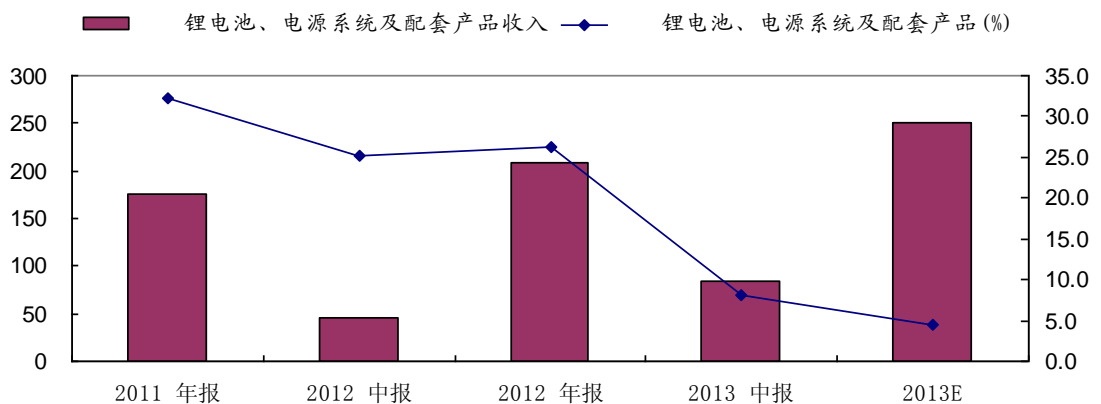
资料来源: WIND 世纪证券研究所

锂电业务是公司最大的亮点，也是公司业绩最大的不确定因素

中航锂电是公司锂电业务的载体，生产大容量锂离子动力电池。公司锂电池业务市场主要有新能源汽车领域和储能领域。中航锂电产能 1.8 亿 AH，目前产能利用率不足。中航锂电地处洛阳，目前占地 500 多亩，员工有 1700 人左右。中航锂电针对重点市场区域，采取投资布点的方式以提升销量和市场占有率。目前中航锂电在杭州成立了一家全资子公司，主要经营电动汽车租赁项目；在美国成立联营企业中航锂电（美国）公司，持股 40%，这为中航锂电的出口订单带来一定增长。同时，中航锂电在北京投资成立中航锂电北京公司，希望进入北京市场。

预计中航锂电今年仍将亏损，未来随新补贴政策出台，预计订单规模将扩大，毛利率将有所上升。2012 年中航锂电因巨额管理费用的侵蚀，导致最终亏损 2265 万元，2013 年上半年则继续亏损 2054 万元。主要是由于公司生产产能未完全释放，根据市场情况价格不断下降，下降幅度达 6%。同时，随着中航锂电新园区的投入使用，折旧和固定成本增加，单位成本上升，设备、厂房等固定资产折旧摊销较大。现因新能源汽车处于试制期，各汽车厂商的新能源汽车锂电池标准尚未统一，公司需要根据客户的特定要求提供锂电池，所以这块市场体现出多品种、小批量的特征，更换工装较为频繁，实际可达成产能比额定产能低，2013 半年度中航锂电毛利率下降 17%，未来随着国内市场的发展和国内政策性影响，订单需求逐渐规模化，生产效率能有提升，毛利率会有所上升。

Figure 9 中航锂电收入及毛利率下滑



资料来源：WIND 世纪证券研究所

杭州项目不顺利，但仍在推进。公司 2012 年 7 月宣布与国家电网浙江

省电力公司、杭州市政府开展三方战略合作，将参与杭州电动汽车租赁项目。该项目运营模式为换电模式，在项目中国家电网负责建立换电站，负责电动汽车的充、换电，并依据储备配比配备电池，康迪车业为当地企业，生产电动汽车，中航锂电为换电站建设配套锂电池，同时负责电动车的购买及租赁运营。因该项目涉及各方利益，政府更希望本地企业参与，由于地方保护和政府的原因，目前该项目暂时没有实质性推进。未来随着新能源政策的出台，政策要求各地区至少 30% 采用外省电池，将有利于市场的开拓和发展。

国家对新能源汽车的扶持态度不变，新能源汽车的发展依然是汽车行业中长期发展的大趋势。2009 年，财政部、科技部、工信部、国家发改委等四部委划定 25 个城市进行节能与新能源汽车示范推广试点，且对 6 个城市的私人购买新能源汽车进行补贴试点，而补贴的对象仅限于插电式混合动力和纯电动汽车。国家发改委在 2012 年 7 月推出了《节能与新能源汽车产业发展规划》。在 2012 年上一轮的 3 年推广期及补贴政策陆续到期后，时隔 9 个月，新能源汽车行业终于迎来正式的新一轮推广期为 3 年的推广及补贴政策。9 月 17 日，工信部官方网站上公布了与财政部、科技部、发改委四部委联合出台的《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》。新政策规定推广应用的车辆中外地品牌数量不得低于 30%，不得设置或变相设置障碍限制采购外地品牌车辆，将有利于公司产品在外地的销售。

北京清洁空气行动或会加速与普天的合作进度。公司近期与“普天”新能源签署了一份战略合作协议，称双方将在新能源汽车、电力、通信领域展开合作，期限为两年，公司针对北京市场公司设立了北京子公司。国务院近期发布了《大气污染防治行动计划》，公交、环卫等行业和政府机关要率先使用新能源汽车，采取直接上牌、财政补贴等措施鼓励个人购买。北京、上海、广州等城市每年新增或更新的公交车中新能源和清洁燃料车的比例达到 60% 以上。同日，北京发布了《北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划》：到 2017 年底，北京市新能源和清洁能源汽车应用规模力争达到 20 万辆。北京改善雾霾、治理空气的动力或将推动与普天合作的进度。

预计有国资背景的电池企业将在扶持政策中先受益。预计新能源汽车进入大众消费时代还需要一定时间，可见的市场主要还是靠政府拉动的公共运输与交通领域，如大巴、出租、环卫车、邮政车等。在新政策中，

规定政府机关、公共机构等领域车辆采购要向新能源汽车倾斜，新增或更新的公交、公务、物流、环卫车辆中新能源汽车比例不低于 30%。地方政府对新能源汽车车辆购置、公交车运营、配套设施建设等方面要出台具体明确的政策措施。来自政府的扶持，有国企背景的公司相对受益，比如科技部对公司研发进行支持 1.5 亿元，集团公司增加注册资本 1.4 亿元，给公司的经营研发带来了很大的支持，均可以体现出国企的优越性。国资的背景使公司在销售电池方面较为受益，比如 2013 年中航锂电拓展新增了通讯基站市场，主要是为地方移动基站升级配套。

广播种，等待锂电需求爆发。中航锂电的锂电池技术研发实力强，其承担了国家 863 项目多项计划，是锂电池标准制定者之一，在国家工信部公布电动汽车中，中航锂电是配套动力电池车款最多的厂商。中航锂电客户在全国都有分布，例如杭州、北京、成都等地区；电动汽车市场方面的主要客户有杭州项目的客户、长安、一汽、东风、川汽等，目前各汽车厂的电动汽车处于试验阶段，虽然订单量小，但为中航锂电日后成为其主要供应商奠定了基础；储能市场，主要与国家电网和南方电网合作，储能项目的特征是单个订单量相对较大，但单个项目验收时间长，所以采购锂电池的间隔周期较长。近两年公司固定资产投入较大，产能建设起来能为锂电需求大爆发做准备，爆发时有产能就能及时占领市场；但因爆发点的时点难以预估，所以公司在产能投入上会根据市场形势动态调整。

盈利预测

假设条件如下：

- 1、政府政策支持、配套设施建设情况、电动汽车价格、安全性、个人消费者观念是影响电动汽车市场的主要因素，由于这些因素需要时间消化，我们假设锂电池电动汽车在 2015 年后才会出现快速增长。2015 年前，公司锂电业务收入的增长在 20%。随规模效应扩大，毛利率在 10-15%。
- 2、模具收入增长在 15%，数控加工的收入增长为 5%，毛利率维持不变。
- 3、所得税率 15%。

Figure 10 盈利预测

	2012 年报	2013E	2014E	2015E
营业总收入	681	765	900	1052
营业成本	500	599	706	826

营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	27	30	30	32
管理费用	129	120	126	132
财务费用	(10)	6	6	6
资产减值损失	16	1	5	5
投资净收益	4	4	4	4
营业利润	23	13	31	55
营业外收入	38	38	30	25
利润总额	60	51	61	80
所得税	9	7	9	11
净利润	52	44	52	69
少数股东损益	(3)	0	1	2
归属于母公司所有者的净利润	54	44	51	67
每股收益:	0.16	0.13	0.15	0.19

资料来源: WIND 世纪证券研究所

盈利预测与估值。我们预计公司 2013 年-2015 EPS 分别为: 0.13 元、0.15 元与 0.19 元, 当前股价对应 2013 年 PE133 倍, 估值较大。但考虑到受今年年初北京等各大城市的雾霾天气、特斯拉旋风等影响, 中国新能源汽车将加快发展步伐, 资本市场对锂产业链上的公司将会持续关注中, 给予公司“推荐”评级。

风险因素分析

新能源汽车市场推广不利的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.