

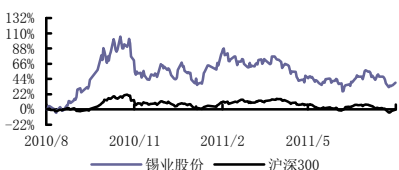
消费品及服务 - 汽车及配件

2013 年 12 月 19 日

市场数据	2013 年 12 月 18 日
当前价格 (元)	15.15
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

201311《成飞集成研究报告》

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。

预计明年锂电池业务将会好转

—成飞集成(002190)之”中航锂电”调研简报

评级: 增持(维持)

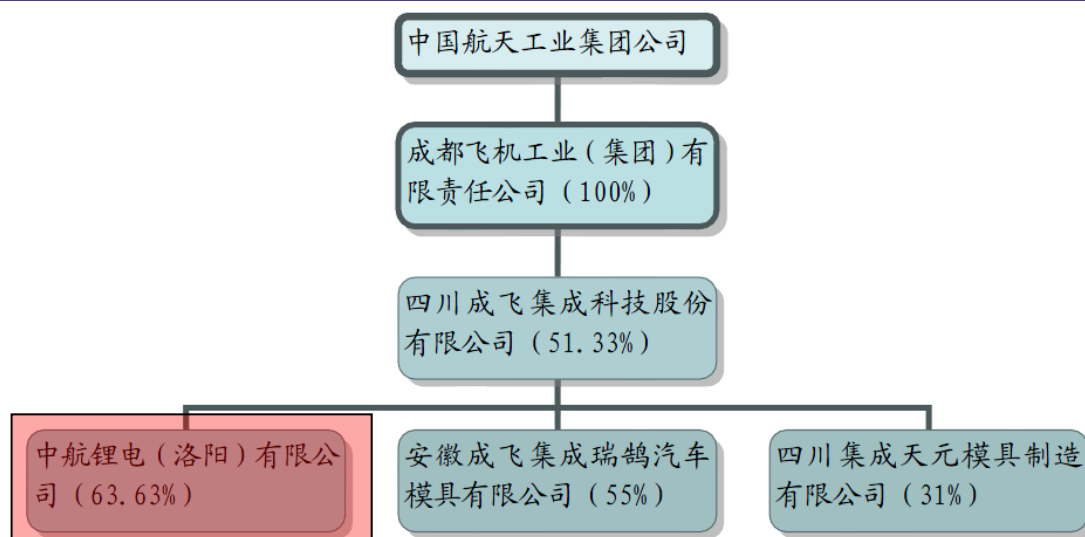
预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	681	765	900	1052
净利润(百万元)	54	44	51	67
每股收益(元)	0.16	0.13	0.15	0.19
净利润增长率%	-19.4%	-19.4%	16.9%	29.7%
市盈率	107.8	133.7	114.4	88.2

资料来源:世纪证券研究所

- **中航锂电是成飞集成的最大亮点,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。亏损原因与新增折旧有关,也与市场需求不足,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。
- **国家对新能源汽车的扶持态度,我们判断国有锂电企业将最先受益,表现在订单获取和资金补贴上,中航锂电将因此而受益。**今年 9 月,国家对锂电的扶持政策密集出台,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。我们判断,电动汽车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。预计其对中航锂电收入及利润增长的促进作用明年会有体现。
- **与普天的合作令人期待。**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。我们预计明年公司将会获得锂电池订单。按照经验估算,每辆纯电动公交车需配置 50 万元左右的电池,如果 2014 年完成预计的 500 辆,将增加收入 2.5 亿左右。
- **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“增持”评级。
- **风险因素。**锂电池市场启动不及预期,市场需求不足,

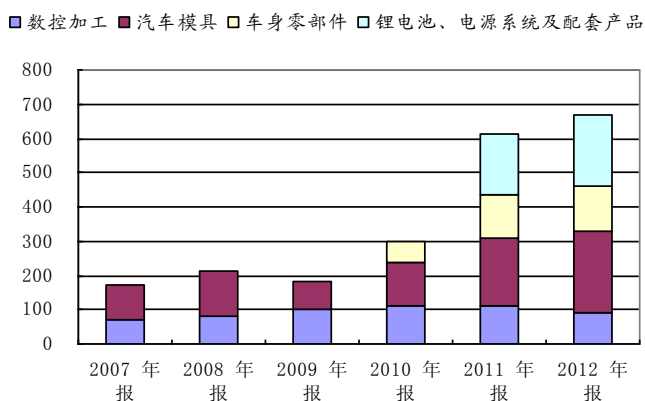
中航锂电简介。中航锂电最早是由空空导弹院发展的民品业务，前身为 2009 年成立天空能源公司，2010 年更名为中航锂电，2011 年公司通过非公开发行股票 10 个亿增资控股中航锂电。目前中航锂电 1600 人，研发人员 240 人，博士 14 人，8 亿元注册资本。2008 年建成第一条生产线。电池通过 863 强检认证并装车运行。2009 年中航锂电增资扩股。新园区开工建设。2010 年建成首条自动化生产线，研制开发 CA 系列电池。2011 年新园区 4 条自动化生产线建成投产。2012 年建成金属壳软包电池生产线，陶瓷隔膜涂覆生产线。

Figure 1 公司架构



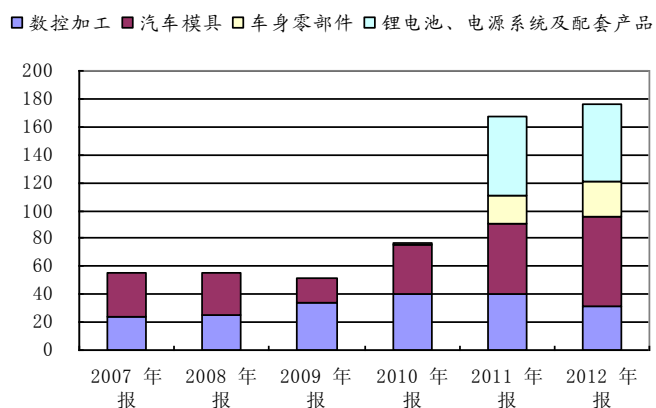
资料来源: WIND 世纪证券研究所

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)



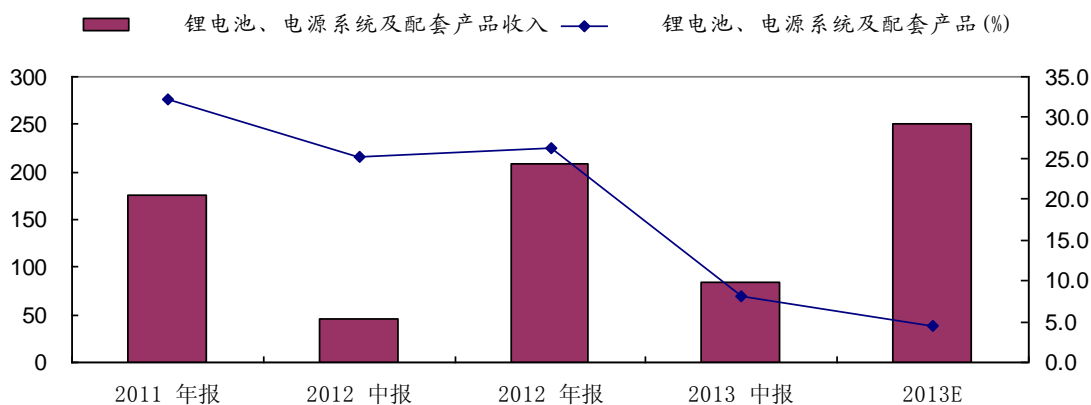
资料来源: WIND 世纪证券研究所

中航锂电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 4 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 5 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“增持”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.