

2015年12月08日

公司研究•证券研究报告

成飞集成 (002190.SZ)

被遗忘的锂电王者——强势回归！

投资要点

- ◆ **行业景气持续提升，三季报净利同比大增 754%：** 2015 年新能源汽车行业迎来高速增长，10 月份生产 5.07 万辆，同比增 8 倍，前十个月累计生产 20.69 万辆，同比增 3 倍，预计全年产量将达到 35 万辆。公司前三季度实现营收 9.75 亿元，同比增 115%，归母净利润 4455 万元，同比增 754%，预计 2015 年度归母净利润变动区间 6717-8778 万元，同比增 63%-113%，主要由于锂电订单同比大幅增长所致。
- ◆ **设立合资公司中航锂电（江苏）公司，未来几年迎来产能释放期：** 2010 年公司募资 10.2 亿增资中航锂电，建设产能 21.8 亿瓦时锂电池项目，周期为 38 个月。今年 8 月 10 日公司发布公告称，中航锂电拟在其产业园生产区南侧规划三期建设投资项目，总投资达 14.5 亿元，建设年产 15 亿瓦时锂电池生产线，周期为 12 个月。10 月 12 日公告称，公司拟与常州华科投资、金沙投资成立合资公司中航锂电（江苏）有限公司，注册资本 40 亿元，中航锂电占比 30%，计划总投资 125 亿元，建成后形成 120 亿瓦时的锂离子动力电池年生产能力。项目分三期建设，一期总投资 31.91 亿元，周期为 14 个月，预计建成后产能超 20 亿瓦时。中航锂电目前产能基本达 9 亿瓦时，完成布局后公司未来几年将迎来产能释放期，业绩高增长几成定局。
- ◆ **汽车模具与军品加工业务稳步增长，未来战略重点布局锂电池业务：** 公司汽车模具和零部件业务主要服务于比较成熟的汽车市场，军品业务主要为航空数控零部件加工，总体发展比较平稳，保持稳步增长的态势。而磷酸铁锂电池主要用于大巴车，主要客户有苏州金龙、南京金龙、中通客车、宇通客车，三元材料电池主要用于乘用车，主要客户有东风襄旅、重庆瑞驰、长安新能源。公司未来将积极推动现有业务发展，对锂电池业务采取积极扩张的发展战略，抓住新能源市场时机，扩产创收。
- ◆ **投资建议：** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.26、1.37 和 2.23 元，对应 PE 分别为 151.8、28.8 和 17.8 倍，首次给予“买入-A”评级，6 个月目标价 57 元。
- ◆ **风险提示：** 新能源汽车推广不达预期，产能释放不达预期

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	778.9	918.7	3,417.4	10,149.8	17,457.6
同比增长(%)	14.3%	17.9%	272.0%	197.0%	72.0%
营业利润(百万元)	-2.4	-17.1	83.9	875.4	1,455.7
同比增长(%)	-110.4%	628.3%	-590.3%	943.1%	66.3%
净利润(百万元)	45.3	41.2	89.8	472.9	768.2
同比增长(%)	-16.7%	-9.1%	118.0%	426.3%	62.5%
每股收益(元)	0.13	0.12	0.26	1.37	2.23
PE	300.7	331.0	151.8	28.8	17.8
PB	8.5	8.4	8.2	7.2	6.1

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

公司快报

汽车 | 汽车零部件 III

 投资评级 **买入-A(首次)**

 6 个月目标价 **57 元**

 股价(2015-12-08) **37.69 元**

交易数据

 总市值 (百万元) **13,010.15**

 流通市值 (百万元) **13,010.15**

 总股本 (百万股) **345.19**

 流通股本 (百万股) **345.19**

 12 个月价格区间 **25.34/76.30 元**

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

相对收益 -6.52 1.51 -72.17

绝对收益 -8.05 21.42 -27.08

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

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	778.9	918.7	3,417.4	10,149.8	17,457.6
减: 营业成本	619.3	732.0	2,528.9	6,901.9	11,871.2
营业税费	1.6	4.5	8.7	32.4	62.0
销售费用	40.0	45.5	160.6	500.2	848.4
管理费用	114.3	139.0	555.5	1,558.7	2,720.4
财务费用	3.8	4.6	71.7	274.4	491.7
资产减值损失	10.5	14.2	13.5	12.7	13.5
加: 公允价值变动收益	0.2	-0.2	0.1	0.0	-0.0
投资和汇兑收益	8.2	4.2	5.4	5.9	5.2
营业利润	-2.4	-17.1	83.9	875.4	1,455.7
加: 营业外净收支	55.2	52.1	48.2	51.8	50.7
利润总额	52.8	35.0	132.1	927.2	1,506.4
减: 所得税	14.6	5.0	19.8	139.1	226.0
净利润	45.3	41.2	89.8	472.9	768.2

财务指标

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年增长率					
营业收入增长率	14.3%	17.9%	272.0%	197.0%	72.0%
营业利润增长率	-110.4	628.3%	-590.3	943.1%	66.3%
净利润增长率	-16.7%	-9.1%	118.0%	426.3%	62.5%
EBITDA 增长率	5.1%	3.2%	183.1%	385.8%	63.7%
EBIT 增长率	-88.2%	-951.6	-1346.8	639.0%	69.4%
NOPLAT 增长率	-90.1%	-1109.6	-1336.9	639.0%	69.4%
投资资本增长率	10.8%	20.8%	135.7%	114.9%	35.3%
净资产增长率	6.5%	0.7%	2.3%	23.1%	29.4%

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	768.5	363.8	273.4	812.0	1,396.6
交易性金融资产	0.2	-	0.1	0.1	0.0
应收帐款	404.0	528.5	2,686.9	7,066.5	9,907.3
应收票据	64.6	147.8	511.9	1,484.8	2,129.1
预付帐款	32.9	39.8	335.2	517.8	950.8
存货	444.2	546.1	2,893.2	6,513.5	9,615.0
其他流动资产	31.8	144.1	59.0	78.3	93.8
可供出售金融资产	-	9.5	3.2	4.2	5.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	12.1	6.4	6.4	6.4	6.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,044.1	1,082.3	987.9	893.5	799.1
在建工程	93.7	195.9	195.9	195.9	195.9
无形资产	176.1	193.6	185.9	178.1	170.3
其他非流动资产	21.3	94.7	44.5	51.7	62.3
资产总额	3,093.5	3,352.4	8,183.2	17,802.9	25,332.3
短期债务	70.0	65.0	1,459.0	1,968.9	2,874.1
应付帐款	222.8	316.9	1,634.0	3,519.4	5,405.8
应付票据	72.0	142.1	504.7	1,208.8	1,943.3
其他流动负债	76.4	124.1	594.3	1,353.1	1,903.4
长期借款	140.0	170.0	1,433.9	6,624.5	9,212.4
其他非流动负债	188.7	195.3	164.4	182.8	180.8
负债总额	770.0	1,013.5	5,790.4	14,857.4	21,519.9
少数股东权益	721.3	710.4	732.9	1,048.2	1,560.3
股本	345.2	345.2	345.2	345.2	345.2
留存收益	1,255.2	1,279.2	1,314.8	1,552.2	1,906.9
股东权益	2,323.5	2,339.0	2,392.9	2,945.5	3,812.4

盈利能力

毛利率	20.5%	20.3%	26.0%	32.0%	32.0%
营业利润率	-0.3%	-1.9%	2.5%	8.6%	8.3%
净利润率	5.8%	4.5%	2.6%	4.7%	4.4%
EBITDA/营业收入	11.3%	9.9%	7.5%	12.3%	11.7%
EBIT/营业收入	0.2%	-1.4%	4.6%	11.3%	11.2%

偿债能力

资产负债率	24.9%	30.2%	70.8%	83.5%	85.0%
负债权益比	33.1%	43.3%	242.0%	504.4%	564.5%
流动比率	3.96	2.73	1.61	2.05	1.99
速动比率	2.95	1.89	0.92	1.24	1.19
利息保障倍数	0.38	-2.69	2.17	4.19	3.96

营运能力

固定资产周转天数	403	417	109	33	17
流动营业资本周转天数	251	280	241	236	237
流动资产周转天数	774	689	449	412	418
应收帐款周转天数	167	183	169	173	175
存货周转天数	197	194	181	167	166
总资产周转天数	1,370	1,263	608	461	445
投资资本周转天数	766	754	372	277	259

费用率

销售费用率	5.1%	4.9%	4.7%	4.9%	4.9%
管理费用率	14.7%	15.1%	16.3%	15.4%	15.6%
财务费用率	0.5%	0.5%	2.1%	2.7%	2.8%
三费/营业收入	20.3%	20.6%	23.1%	23.0%	23.3%

投资回报率

ROE	2.8%	2.5%	5.4%	24.9%	34.1%
ROA	1.2%	0.9%	1.4%	4.4%	5.1%
ROIC	0.1%	-0.6%	6.3%	19.7%	15.5%

分红指标

DPS(元)	0.05	0.07	0.14	0.69	1.20
分红比率	38.1%	58.6%	53.4%	50.0%	54.0%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	1.7%	3.0%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	38.2	30.0	89.8	472.9	768.2
加: 折旧和摊销	96.7	105.2	102.1	102.1	102.1
资产减值准备	10.5	14.2	-	-	-
公允价值变动损失	-0.2	0.2	0.1	0.0	-0.0
财务费用	11.5	13.8	71.7	274.4	491.7
投资损失	-8.2	-4.2	-5.4	-5.9	-5.2
少数股东损益	-7.2	-11.3	22.5	315.3	512.2
营运资金的变动	-6.3	-358.6	-2,910.7	-5,815.5	-3,876.2
经营活动产生现金流量	34.3	-39.3	-2,629.9	-4,656.8	-2,007.1
投资活动产生现金流量	-144.8	-371.1	11.6	4.9	3.8
融资活动产生现金流量	109.6	-3.2	2,527.9	5,190.5	2,587.9

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.13	0.12	0.26	1.37	2.23
BVPS(元)	4.64	4.72	4.81	5.50	6.52
PE(X)	300.7	331.0	151.8	28.8	17.8
PB(X)	8.5	8.4	8.2	7.2	6.1
P/FCF	-129.9	-46.0	-122.9	29.2	27.4
P/S	17.5	14.8	4.0	1.3	0.8
EV/EBITDA	156.3	155.1	65.7	17.9	12.6
CAGR(%)	174.3%	249.6%	29.6%	174.3%	249.6%
PEG	1.7	1.3	5.1	0.2	0.1
ROIC/WACC	0.0	-0.1	0.7	2.1	1.7

资料来源: Wind 资讯 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關服務，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.huajinsc.cn