

2016年10月21日

公司研究·证券研究报告

成飞集成 (002190.SZ)

公司快报

业绩增长不及预期，产能释放时点将近

投资要点

- ◆ **事件：**10月20日，成飞集成发布三季报称，2016年1-9月实现营业收入同比增长30.17%，归母净利润盈利8958万元，同比增长101.08%，第三季度实现归母净利润3820万元，同比增长101.80%，不及预期。
- ◆ **中航锂电及集成瑞鹄实际销量超预期，产能释放锂电毛利持续提升：**公司锂电洛阳一期二期已于上半年顺利投产，产能利用率达80%以上，今年以来公司锂电池业务产销量增加，规模化效应逐步显现，预计锂电毛利率已提升至28.25%以上，拉升了综合毛利率，四季度公司洛阳三期项目即将投产，新增产能15亿瓦时。但常州一期项目投产时间不及预期，预计投产时间延至明年一季度，将新增产能25亿瓦时，公司四季度至明年新增产能约40亿瓦时，锂电成本得以摊销，锂电业务的毛利率有望持续提升。此外，公司汽车模具业务交付周期一般为10-12个月，四季度将集中交付形成收入，预计四季度业绩将继续攀升，明后年业绩持续增长。
- ◆ **洛阳三期项目增发方案已被证监会受理，发行底价34.45元：**公司于2016年7月12日首次公布的增发方案，计划募资总额不超过17.5亿元，主要用于洛阳三期动力锂电项目建设，中航锂电拟出资4亿元认购，增发底价为34.45元，10月10日，该增发预案已经收到了证监会的受理通知书，在通过证监会进一步审核之后将获得核准。未来公司洛阳产业园合计将形成锂电产能24亿瓦时，常州产业园一期25亿瓦时，二期三期设计产能95亿瓦时，为未来2~3年业绩高速增长提供支撑。
- ◆ **投资建议：**公司锂电产能不断扩张，摊销成本，毛利逐步提升，但公司常州一期项目投产时间比我们原来的预计时间推后，且今年行业受骗补事件影响，行业增速不及预期，预计公司2016-2018年EPS下调为0.41、0.88、1.02元，对应PE分别为89.5、42.1、36.1倍，评级下调为“增持-A”评级，6个月目标价下调至41.5元。
- ◆ **风险提示：**产能释放不及预期、新能源汽车政策不达预期、新能源汽车产销数量大幅下滑、电芯价格大幅下降

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	918.7	1,623.4	2,204.6	3,767.2	5,123.4
同比增长(%)	17.9%	76.7%	35.8%	70.9%	36.0%
营业利润(百万元)	-17.1	97.8	165.9	405.7	824.9
同比增长(%)	628.3%	-671.3%	69.7%	144.5%	103.4%
净利润(百万元)	41.2	88.1	142.1	302.4	352.7
同比增长(%)	-9.1%	113.8%	61.3%	112.8%	16.6%
每股收益(元)	0.12	0.26	0.41	0.88	1.02
PE	308.7	144.4	89.5	42.1	36.1
PB	7.8	7.5	7.2	6.6	6.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

汽车 | 汽车零部件 III

增持-A(下调)

投资评级

6个月目标价

41.5元

股价(2016-10-21)

36.53元

交易数据

总市值(百万元)

12,720.19

流通市值(百万元)

12,720.19

总股本(百万股)

345.19

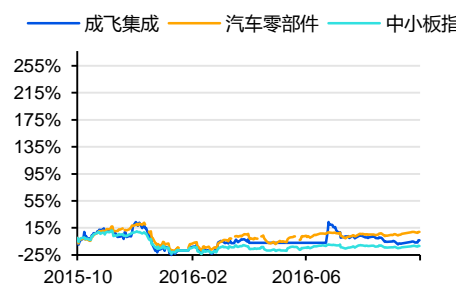
流通股本(百万股)

345.19

12个月价格区间

26.61/48.49元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.25	-14.85	8.82
绝对收益	1.91	-16.74	-1.22

分析师

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

报告联系人

陈雁冰
 chenyanbing@huajinsec.cn
 021-20655676

相关报告

- 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
- 成飞集成：见龙在田，振翅欲飞！2016-02-24
- 成飞集成：业绩反转变身锂电王牌，未来三年或持续翻番2016-01-18

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	918.7	1,623.4	2,204.6	3,767.2	5,123.4	年增长率					
减:营业成本	732.0	1,223.9	1,569.7	2,670.9	3,612.0	营业收入增长率	17.9%	76.7%	35.8%	70.9%	36.0%
营业税费	4.5	5.8	6.6	11.3	15.4	营业利润增长率	628.3%	-671.3	69.7%	144.5%	103.4%
销售费用	45.5	68.8	130.1	218.5	179.3	净利润增长率	-9.1%	113.8%	61.3%	112.8%	16.6%
管理费用	139.0	184.2	307.5	452.4	471.9	EBITDA 增长率	3.2%	150.1%	19.1%	88.4%	82.1%
财务费用	4.6	16.2	-	-	-	EBIT 增长率	-951.6	-1013.5	45.6%	144.5%	103.4%
资产减值损失	14.2	29.9	30.7	13.5	24.7	NOPLAT 增长率	-1109.6	-1033.4	41.3%	144.5%	103.4%
加:公允价值变动收益	-0.2	-	0.1	-0.0	0.0	投资资本增长率	20.8%	5.0%	52.8%	32.0%	-11.0%
投资和汇兑收益	4.2	3.2	5.9	5.2	4.8	净资产增长率	0.7%	18.6%	3.9%	8.1%	17.9%
营业利润	-17.1	97.8	165.9	405.7	824.9	盈利能力					
加:营业外净收支	52.1	33.1	41.8	43.8	39.6	毛利率	20.3%	24.6%	28.8%	29.1%	29.5%
利润总额	35.0	130.9	207.8	449.5	864.5	营业利润率	-1.9%	6.0%	7.5%	10.8%	16.1%
减:所得税	5.0	16.3	31.2	67.4	129.7	净利润率	4.5%	5.4%	6.4%	8.0%	6.9%
净利润	41.2	88.1	142.1	302.4	352.7	EBITDA/营业收入	9.9%	14.0%	12.3%	13.6%	18.2%
						EBIT/营业收入	-1.4%	7.0%	7.5%	10.8%	16.1%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	30.2%	40.2%	40.6%	58.4%	46.7%
货币资金	363.8	1,036.3	176.4	301.4	409.9	负债权益比	43.3%	67.3%	68.5%	140.7%	87.7%
交易性金融资产	-	-	0.1	0.0	0.0	流动比率	2.73	2.42	2.48	2.08	1.94
应收帐款	528.5	781.0	1,337.4	2,325.3	2,353.8	速动比率	1.89	1.93	1.42	1.27	1.26
应收票据	147.8	297.1	136.6	643.2	514.3	利息保障倍数	-2.69	7.04			
预付帐款	39.8	77.9	88.8	241.7	151.0	营运能力					
存货	546.1	559.6	1,340.9	2,287.9	1,893.2	固定资产周转天数	417	261	199	107	72
其他流动资产	144.1	46.4	74.1	88.2	69.6	流动营业资本周转天数	280	176	224	246	210
可供出售金融资产	9.5	10.7	6.7	9.0	8.8	流动资产周转天数	689	507	486	432	396
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	183	145	173	175	164
长期股权投资	6.4	16.4	16.4	16.4	16.4	存货周转天数	194	123	155	173	147
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,263	887	776	591	506
固定资产	1,082.3	1,270.1	1,172.9	1,075.8	978.7	投资资本周转天数	754	479	457	375	296
在建工程	195.9	246.9	246.9	246.9	246.9	费用率					
无形资产	193.6	196.7	188.6	180.4	172.2	销售费用率	4.9%	4.2%	5.9%	5.8%	3.5%
其他非流动资产	94.7	104.1	72.3	84.6	82.4	管理费用率	15.1%	11.3%	14.0%	12.0%	9.2%
资产总额	3,352.4	4,643.2	4,858.1	7,500.8	6,897.3	财务费用率	0.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	65.0	100.0	254.4	397.0	565.0	三费/营业收入	20.6%	16.6%	19.9%	17.8%	12.7%
应付帐款	316.9	560.6	582.9	1,377.2	1,246.8	投资回报率					
应付票据	142.1	344.3	119.5	589.6	564.3	ROE	2.5%	5.2%	8.0%	15.7%	16.8%
其他流动负债	124.1	152.8	317.0	470.2	402.6	ROA	0.9%	2.5%	3.6%	5.1%	10.7%
长期借款	170.0	431.0	479.4	1,318.0	199.1	ROIC	-0.6%	4.7%	6.4%	10.2%	15.7%
其他非流动负债	195.3	279.9	221.3	232.2	244.4	分红指标					
负债总额	1,013.5	1,868.6	1,974.5	4,384.1	3,222.3	DPS(元)	0.07	0.10	0.16	0.44	0.51
少数股东权益	710.4	1,078.1	1,112.6	1,192.2	1,574.4	分红比率	58.6%	39.2%	40.0%	50.0%	50.0%
股本	345.2	345.2	345.2	345.2	345.2	股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	1.2%	1.4%
留存收益	1,279.2	1,344.5	1,425.8	1,579.3	1,755.5						
股东权益	2,339.0	2,774.6	2,883.6	3,116.7	3,675.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	30.0	114.6	142.1	302.4	352.7	EPS(元)	0.12	0.26	0.41	0.88	1.02
加:折旧和摊销	105.2	117.8	105.3	105.3	105.3	BVPS(元)	4.72	4.91	5.13	5.58	6.09
资产减值准备	14.2	29.9	-	-	-	PE(X)	308.7	144.4	89.5	42.1	36.1
公允价值变动损失	0.2	-	0.1	-0.0	0.0	PB(X)	7.8	7.5	7.2	6.6	6.1
财务费用	13.8	20.1	-	-	-	P/FCF	-42.9	37.9	-14.8	60.9	-127.8
投资损失	-4.2	-3.2	-5.9	-5.2	-4.8	P/S	13.8	7.8	5.8	3.4	2.5
少数股东损益	-11.3	26.5	34.5	79.7	382.1	EV/EBITDA	145.0	58.1	52.8	29.9	15.7
营运资金的变动	-358.6	76.9	-1,242.6	-1,198.7	387.0	CAGR(%)	133.6%	85.8%	66.6%	133.6%	85.8%
经营活动产生现金流量	-39.3	185.2	-966.6	-716.6	1,222.4	PEG	2.3	1.7	1.3	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-371.1	-235.3	9.8	3.0	4.9	ROIC/WACC	-0.1	0.5	0.6	1.0	1.6
融资活动产生现金流量	-3.2	642.3	96.8	838.6	-1,118.8						

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.huajinsc.cn