

良好预期下的价值高估

——成飞集成（002190）研究报告——

内容简介:

成飞集成（002190）由中航旗下成飞集团以 68.46% 的股比控股。公司目前主要以汽车模具制造和航空零件加工为主业。

公司的传统业务汽车模具和对外数控加工都受益于各自相关行业的迅猛发展。随着汽车工业的复苏，公司模具营收在 2010 年上半年稳步回升，预计全年将重上亿元级台阶。公司的数控加工业务营收规模在 2009 年以前一直保持在汽车模具业务的 60-70% 左右。2009 年，数控加工营收首次超过汽车模具业务，成为公司新的经济增长极。预计 2010 年，数控加工营业收入将继续扩大对汽车模具创收的优势。

公司的期间费用率在 2008 年第一季度和 2010 年第一季度较高。2010 年 1 季度管理费用率将近 15%，费用比上年同期增加 64.32%，主要是子公司开始生产经营，各项管理费用增加。

中航重组预期——为公司发展增加协同效应中航防务事务部拥有洪都航空和成飞集成两家上市公司，其中航集团专业化整合中被分别定位于“航空板块和民品板块”。随着中航重组进程的深入，旗下资产不排除跨板块进行整合。成飞集成的发展将会受益于中航集团的资产重组。

进军新能源，前景看好，尚存不确定性。公司增资中航锂电（洛阳）有限公司建设锂离子动力电池项目，以推动新能源技术的研发和市场化进程。成飞集成此后三年的投资价值和股票价格将始终带有“新能源锂电池动力预期”。汽车产业和新能源政策以及技术的变化成为成飞集成的锂电项目较大的不确定性因素。

投资评级和风险提示:

本次增发后，成飞集成总股本增加为 3.12 亿股。募投资金因全部用于项目建设，短期内不会为公司带来收益。假设即使 2011 年成飞集成净利润增长率高于 08 年、09 年和 10 年，依权重使其享受汽车零部件行业、新能源锂电产业以及军工行业的平均市盈率，其业绩依然不足以支持类似当前的股价，投资存在一定风险。以 11 月 29 日为基准日，10 年、11 年和 12 年的 EPS 分别为 0.16 元、0.21 元和 0.27 元，对应 PE 为 227 倍、173 倍和 134 倍。投资评级为“中性”。

研究员

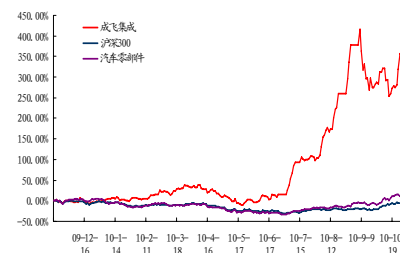
庞琳琳

执业证号：S1250209110200

电话：010-57631198

邮箱：pll@swsc.com.cn

成飞集成市场表现（091115~101129）



成飞集成(002190)由中航旗下成都飞机工业(集团)有限责任公司和成都凯天电子股份公司共同举办设立,并由成飞集团以68.46%的股比控股。成飞集成目前主要以汽车模具制造和航空零件加工为主业,产品涉及中高档轿车的侧围、顶盖、车门、翼子板等大型、高档次的外覆盖件模具。

作为汽车模具生产龙头企业,公司产品在国际和国内市场享有较高知名度和较高市场占有率。公司为一汽大众、上海大众、奇瑞汽车、广州本田等国内知名的汽车制造商,以及为通用、福特、路虎、雷诺、沃尔沃等国际知名汽车制造商的车型制造模具和提供配套服务。对外数控加工,主要加工军品零部件。

公司两项传统业务增长稳定、并驾齐驱

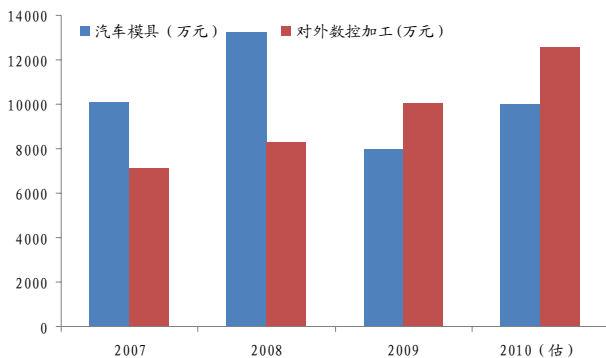
公司传统业务是汽车模具和对外数控加工,两者都受益于各自相关行业的迅猛发展。汽车模具是汽车行业的上游产业,伴随汽车行业发展。公司模具业务的营业收入在经历了07年、08年两年高速增长后,09年因为全球金融危机引发行业低谷而导致营收大减。随着汽车工业的复苏,国际、国内厂家新车型的相继推出,公司模具营收在2010年上半年稳步回升,预计全年将重上亿元级台阶。

成飞集成的数控加工业务营收规模在2009年以前一直保持在汽车模具业务的60-70%左右。2009年以来由于公司控股股东成飞公司的“歼10”、“枭龙”战机的交付量增加,而使成飞集成的数控加工业务获得良好的发展契机。我国自行研制的、具有自主知识产权的第三代战机“歼10”订单量将因空军换装需要而保持持续增长;中国和巴基斯坦联合研制的“枭龙”战机出口机型则除了巴方明确采购250架外,11月珠海航展上“枭龙”战机的良好表现也引起了许多国家的注意,出口前景令人乐观。2011年和今后数年,充足的战机零部件生产订单将保证公司的快速发展。除此以外,成飞集团的第四代战机研制计划,更是为成飞集成的发展提供了广阔的想象空间。2009年,数控加工营收首次超过汽车模具业务,成为公司新的经济增长极。预计2010年,数控加工营业收入将继续扩大对汽车模具创收的优势。

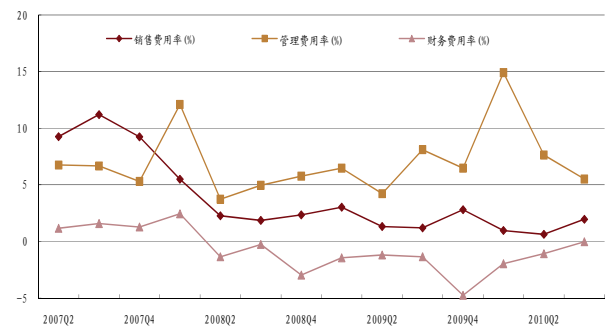
公司期间费用趋向平稳,控制良好

公司的期间费用率在2008年第一季度和2010年第一季度较高,其中,2008年1季度受金融危机影响,销售费用率达到了5.5%,管理费用偏高则是因为公司增加了研发投入。

2010年1季度管理费用率几乎达到15%,费用比上年同期增加64.32%,主要是子公司开始生产经营,各项管理费用增加。而随着子公司的生产逐步正常,形成量产,营业收入增加,公司三项期间费用率将趋向稳定。

图 1: 2007-2010.11 各季度期间费用率


资料来源: 成飞集成年报、季报, 西南证券研发中心

图 2: 2007 -2010.11 年两项主营业务收入对比


资料来源: 成飞集成年报、季报, 西南证券研发中心

两项预期令投资者期待

(1) 中航重组预期——为公司发展增加协同效应

中航集团曾提出 2009 到 2011 年实现子公司 80% 的主营业务和相关资产进入上市公司, 基本实现子公司整体上市, 用 5 年时间 (2009-2014) 实现集团公司 80% 以上主营业务和相关资产进入上市公司, 实现中航工业集团的整体上市。按中航重组的规划和思路, 2009-2011 年是关系到重组顺利进展的关键时期。

中航防务事务部拥有洪都航空和成飞集成两家上市公司, 其中航集团专业化整合中被分别定位于“航空板块和民品板块”。随着中航重组进程的深入, 旗下资产不排除跨板块进行整合。成飞集成已于 2010 年 11 月 23 日通过国资委批准增发, 募集资金将用于增资中航锂电以建设锂离子动力电池项目。整个中航系的重组将使中航集团资产结构、经营管理结构发生较大变化, 其引发的协同效应将产生巨大效益。成飞集成的发展将会受益于中航集团的资产重组。

(2) 进军新能源——前景看好 尚存不确定性

中航工业制订了东西南北中的战略布局规划, 提出建设以洛阳中航锂电为中部、华东地区和长三角为东部、成渝板块为西部以及珠三角和东三省为南部和北部的锂电产业发展集群。

成飞集成拟向不超过十名特定投资者非公开发行不超过 10,600 万股股份, 募集资金总额不超过 10.2 亿元, 募集资金将全部用于增资中航锂电 (洛阳) 有限公司建设锂离子动力电池项目, 以推动新能源技术的研发和市场化进程。在汽车工业领域, 锂离子动力电池以其体积小、质量轻、工作电压高、比能量大、可循环、自放电率低、无记忆效应、无污染和高安全性等优点, 成为优秀的传统替代能源。

11 月 16 日成飞集成公布的项目可行性研究报告称, 募投项目建设周期为 38 个月, 建成投产后, 预计年均净利润为 3.74 亿元。由以上信息披露, 可以推测, 项目最快将在三年后, 也即 2014 年上半年建设完成。成飞集成此后三年的投资价值和股票价格将始终带有“新能源锂电池动力预期”。

其中：非流动资产处置净损失(元)	527384.7559	377637.6462	499069.3335
加：利润总额差额(特殊报表科目)(元)			
利润总额差额(合计平衡项目)(元)			
五、利润总额(元)	58528026.64	74170266.1	95667474.39
减：所得税(元)	7124768.686	9024119.553	11088568.06
加：未确认的投资损失(元)			
加：净利润差额(特殊报表科目)(元)			
净利润差额(合计平衡项目)(元)			
六、净利润(元)	51403257.95	65146146.55	84578906.33
减：少数股东损益(元)	-30517.91392	-23204.49118	-51213.53251
归属于母公司所有者的净利润(元)	51433775.87	65169351.04	84630119.86
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.16	0.21	0.27
(二) 稀释每股收益(元)	0.16	0.21	0.27

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>