

成飞集成 (002190): 业绩下滑料在下半年有所显现

中性 (维持)

汽车及配件行业

当前股价: 11.89 元

报告日期: 2009 年 4 月 15 日

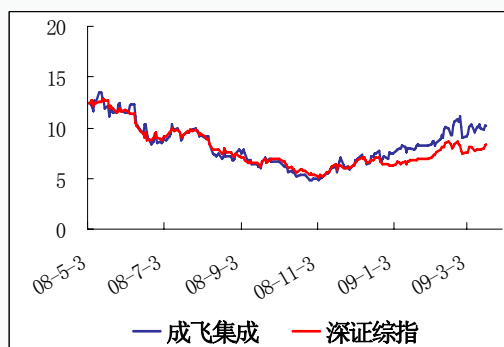
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	17282	21558	20480	23449
(+/-)	-0.93%	24.74%	-5.00%	14.50%
营业利润	3834	4657	4700	5429
(+/-)	9.39%	21.47%	0.93%	15.50%
归属于母公司的净利润	3488	4120	4396	5002
(+/-)	-1.94%	18.11%	6.70%	13.79%
每股收益 (元)	0.42	0.32	0.34	0.39
市盈率 (倍)	28.31	37.16	34.86	30.64

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (万股)	12,889/8,823
非限售流通股市值 (亿元)	10.49
每股净资产 (元)	3.99
资产负债率 (%)	11.47

股价表现 (最近一年)



天相汽车组

010-66045566-8064 pangyc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年一季报显示, 公司实现主营业务收入 2522 万元, 同比增长 42.12%; 利润总额 572 万元, 同比增长 49.6%; 净利润 486 万元, 同比增长 49.6%; 摊薄每股收益为 0.04 元, 符合我们前期的预测。
- 较长的产品生产周期及严谨的收入确认方式是利润同比依然大幅提升的主要原因。公司是国内生产汽车模具的龙头企业之一, 车模具业务收入占主营业务收入的 60% 左右。汽车模具为单件定制式生产, 一般加工周期为 8-12 个月, 因此企业的月度甚至季度的收入都会不均衡。此外, 公司采用较为严谨的收入确认方法, 因此部分车模的订单收入仅计入当期的预收账款。基于上述原因, 公司今年一季度的车模业务收入主要来源于 08 年初期的订单业务, 而没有反映出 08 年下半年车模订单数量减少的情况。
- 业绩下滑料在下半年有所显现。作为衡量车模业务未来一段时期订单情况的重要指标, 公司 08 年末的存货和预收款项分别同比下降了 20.22% 和 46.91%。我们预计, 车模业务收入的大幅放缓将在今年下半年体现出来。
- 对外数控加工将保持稳定增长。对外数控加工约占公司营业收入的 40%, 其收入主要来自军方对一航成飞歼十等飞机的需求, 因此较为稳定。考虑到今年是建国 60 年大庆, 军工产品需求可能增加, 我们预计今年对外数控加工业务具有 18% 左右的增速。
- 原材料价格回落, 毛利率显著回升。公司产品的主要原材料是铸铁。得益于前期钢铁等原材料价格的大幅回落, 今年一季度公司的综合产品毛利率提升至 32.79%, 大幅高于 08 年的 26.13%。预计今年综合毛利率将恢复至 31% 左右的正常水平。
- 募集资金项目进度放缓。公司的在建项目为汽车模具设计与制造四期技术改造。项目达产后, 公司将新增模具产能 283 套, 整体生产能力进而提高至 547 套。不过, 因下游汽车行业前景尚未不明朗, 公司放缓了项目进度。我们预计项目 2010 年达产的计划具有一定的不确定性。
- 暂不考虑募集资金项目达产的情况, 预测公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.34 元和 0.39 元, 以 4 月 14 日 11.89 元的收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为 34.86 倍和 30.64 倍。维持“中性”的投资评级。

图表 成飞集成（002190）盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	17,282	21,558	20,480	23,449
增长率(%)	-0.93%	24.74%	-5.00%	14.50%
减：营业成本	11,719	15,926	14,131	16,180
毛利率(%)	32.19%	26.13%	31.00%	31.00%
减：营业税金及附加	32.63	113.54	61.44	70.35
销售费用	461	505	614	539
管理费用	916	1,242	1,147	1,337
财务费用	219	-642	102	234
期间费用率	9.24%	5.13%	9.10%	9.00%
资产减值损失	179	39	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	78.26	282.76	276.48	340.02
营业利润	3,834	4,657	4,700	5,429
增长率(%)	9.39%	21.47%	0.93%	15.50%
加：营业外收入	341	119	332	366
减：营业外支出	137.5	0.23	8.2	11.7
利润总额	4,038	4,775	5,024	5,783
增长率(%)	7.62%	18.27%	5.20%	15.11%
利润率(%)	23.36%	22.15%	24.53%	24.66%
减：所得税	549.42	655	627.96	780.66
实际税负比率(%)	13.61%	13.72%	12.50%	13.50%
净利润	3,488	4,120	4,396	5,002
归属于母公司所有者净利润	3,488	4,120	4,396	5,002
增长率(%)	-1.94%	18.11%	6.70%	13.79%
净利润率(%)	20.18%	19.11%	21.46%	21.33%
少数股东损益	0	0	0	0
总股本（万股）	8041	12889.2	12889.2	12889.2
每股收益（元）	0.42	0.32	0.34	0.39
每股净资产（元）	4.51	3.99	4.10	4.30
净资产收益率（%）	7.21%	8.01%	8.00%	8.50%

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100