



汽车行业研究小组 杨胜
021-53519888-1970
Yangsheng97@gmail.com

三轮驱动，亮点纷呈

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	14.98
12mth A 股价格区间 (元)	4.75/15.8
总股本 (百万股)	128.89
无限售 A 股/总股本	31.54%
流通市值 (百万元)	609.03
每股净资产 (元)	3.94
PBR (X)	3.80
DPS (Y08, 元)	0.2

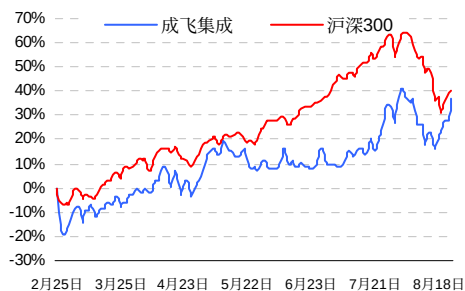
主要股东 (09H1)

成都飞机工业(集团)有限公司	68.46%
一航凯天电子股份有限公司	2.31%

收入结构 (09H1)

对外数控加工	53.17%
汽车模具	46.67%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：YS09-CT04

相关报告：

■ 报告背景

近日我们拜访了成飞集成，与管理层沟通了解了汽车模具业务和数控加工业务的近况，以及旗下合资公司的进展。

■ 主要观点

汽车模具业务发展潜力较大

预计国内汽车模具市场未来 10 年复合增速超过 20%，公司为国内一流汽车模具企业，也是规模最大的独立模具企业，很可能获得超过行业的平均增速。从中短期来看，公司今年的模具订单开始复苏，尤其是下半年更是复苏明显，预计下半年汽车模具业务收入仍将处于较低水平，但随着新增订单确认收入，明年模具收入将增长较快。且随着钢材价格维持低位，汽车模具毛利率有望逐步走高。

数控加工业务稳定业绩

公司数控加工业务主要为给集团公司加工枭龙等战机的结构件，收入和毛利率均较为稳定。因集团公司仍有部分业务交由集团外企业完成，在公司汽车模具业务下滑时，能向集团公司争取到此部分业务，从而起到稳定公司业绩的作用。

与奇瑞关联企业合资拓宽业务渠道

与奇瑞关联企业的合资标志着公司业务向下游拓展，将从 10 年下半年开始推动公司收入和业绩的快速增长，同时更有利于长三角区域的模具业务开拓。

■ 投资建议

未来 6 个月内，维持评级为“跑赢大市”

公司汽车模具业务潜力较大，数控加工业务平稳业绩，合资企业拓宽业务渠道，维持公司“跑赢大市”评级。此外，60 年国庆军演可能给公司带来一定的交易性机会。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	215.58	182.78	278.92	383.81
增长率	24.74%	-15.21%	52.60%	37.61%
归属于母公司所有者的净利润	41.20	41.86	51.54	67.25
增长率	18.11%	1.60%	23.13%	30.48%
每股收益 (元)	0.32	0.32	0.40	0.52
PER (X)	46.9	46.1	37.5	28.7

每股收益按最新股本 128.89 百万股摊薄计

一、汽车模具业务发展潜力较大

1、国内汽车模具市场潜力较大

从国内市场来看，汽车模具业务主要依赖于新车型推出带来的改款需求。根据我们初步统计，08 年国内推出全新乘用车车型超过 60 款，按照每款车型模具费用 1.5 亿元估算，则国内模具市场需求达到 90 亿。再考虑到小改款车型带来的模具需求，初步估算国内汽车模具市场规模或超过 100 亿元。

从增速来看，预计国内汽车模具市场增速应快于汽车销量增速。我国尚处于汽车工业发展初期，08 年每千人汽车拥有量仅为 38 辆，未来较长的一段时间内汽车销量预计将快速增长。但目前国内汽车型号相对于国际市场而言仍相对较少，且车型更新较慢。近几年随着国际汽车巨头纷纷在国内设立合资企业，将国外汽车企业每年小改款，三年中改款，六年大改款的惯例引入国内市场，国内市场车型的更新换代速度明显提升，这大幅提升了对汽车模具的需求。此外，国内厂商生产的模具具有较大成本优势（约为国际厂商价格的 1/2），进口替代和出口占比提升也将进一步提升国内汽车模具市场的增速。

综合来看，预计未来 10 年内国内汽车模具市场增速将快于汽车销量增速，预计复合年均增速超过 20%，这将给汽车模具行业的相关公司带来较大投资机会。

2、公司为国内最大的独立模具供应商

公司为国内四大汽车模具生产企业之一，其他三家企业分别为一汽模、天汽模和二汽模，其中市场份额最大的一汽模产销规模约为公司的三倍，但公司是四大模具企业中唯一的独立模具供应商。因为整车企业对新产品开发有一定的保密需求，因此独立的模具企业相对附属于汽车集团的模具企业在开拓本集团外业务方面，有一定的先天优势。当然在开拓一汽集团、天汽集团和二汽集团业务方面，公司也存在较大的劣势。

公司目前下游客户已经包括一汽大众、上海大众、上海通用和广州本田等大型合资企业，配套车型也包括一汽大众迈腾和广本雅阁等中高端车型，证实公司在技术方面已经处于国内的领先水平。但公司目前在 30 万以上的高端车型模具方面，与国外企业在技术上

仍有一定差距。

总体而言，公司属于国内一流的模具供应商，且其独立供应商的身份更有利于业务的开拓，技术实力相对较强，因此公司模具业务在未来应能取得高于国内模具市场平均水平的增速。

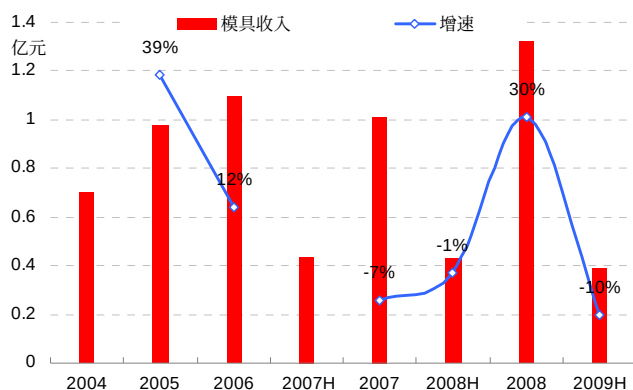
3、去年订单下滑，但今年迅速恢复

受 08 年汽车市场迅速下滑影响，公司去年，尤其是去年下半年模具业务订单迅速下滑。受益今年汽车市场回暖，公司模具业务订单开始恢复，尤其是下半年开始恢复更快。

因为模具业务订单执行一般需要 8-12 个月，因此模具业务收入在今年上半年同比下滑 10%（图 1）。虽然去年下半年模具订单继续下滑，但上半年订单迅速回暖，且部分可以在下半年确认收入，预计下半年模具收入将环比小幅回升。但因为去年下半年基数较高，同比仍将下滑较多。从明年开始，公司模具业务收入将再次较快增长。

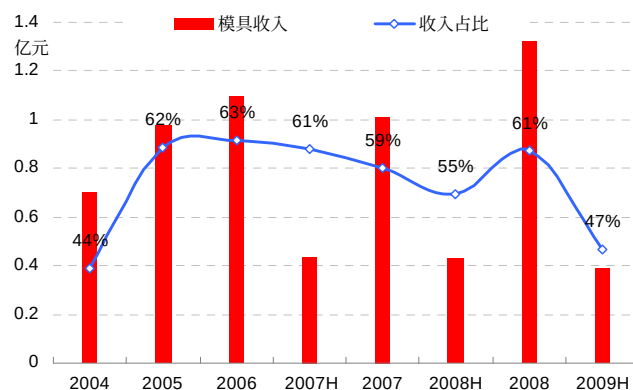
上半年公司模具业务收入占比由 08 年的 61% 下滑至 47%（图 2）。预计下半年此比例将略微下滑，而从明年开始，随着今年新增模具订单确认收入，此比例应再次上升。

图 1 上半年模具收入增速下滑



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 2 模具收入占比下滑较多



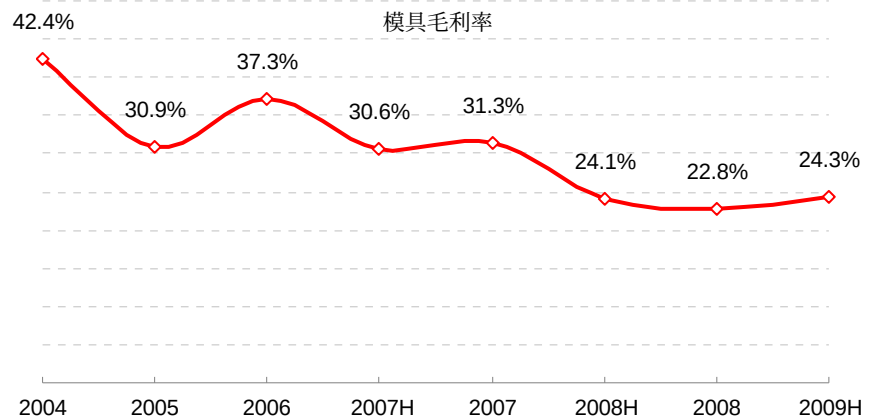
数据来源：公司公告 上海证券研究所

4、汽车模具业务毛利率将小幅提升

公司汽车模具业务原材料价格占比约为 30-40%，包括铸件和标准件等，因此钢材价格的变化对公司毛利率有一定影响。国内钢材价格在去年 6 月份达到高点，导致公司 08 年下半年模具业务毛利率迅速走低（图 3）。09 年以来，钢材价格继续走低，虽然近期有所抬

头，但总体而言仍处于相对低位。以铸铁为例，09 年均价 3000 元/吨较 08 年均价 4500 元/吨降低超过 30%。简单推算，钢材价格的下降可能导致公司毛利率提高超过 5 个百分点。这也是上半年公司模具业务收入规模下滑，但毛利率仍较 08 年升高了 1.5 个百分点的最主要原因。因为钢材价格传导的时滞，**预计下半年模具业务毛利率将较上半年继续走高，预计在 26%左右。**

图 3 模具业务毛利率上半年小幅回升



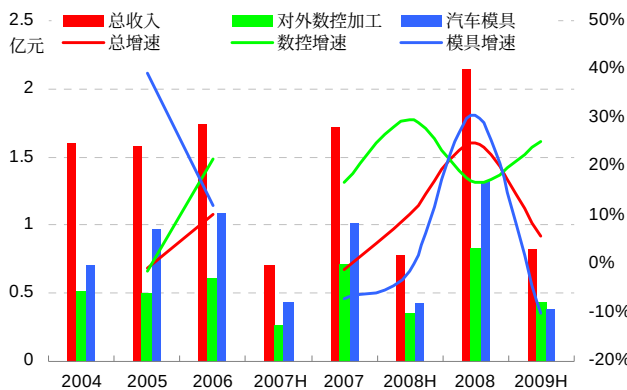
数据来源：公司公告 上海证券研究所

二、数控加工业务稳定业绩

公司数控加工业务主要为大股东成飞集团加工枭龙等战机的结构件，业务量相对稳定，毛利率也能保持较高水平。且因为集团部分数控加工业务由集团外企业完成，在上市公司业务量不足的时候，能将部分外包业务转给上市公司，从而在一定程度上起到稳定上市公司业绩的作用。今年上半年数控机床收入增速高达 25%，在汽车模具业务收入下滑 10%的情况下，带动公司收入微增 6%。预计下半年汽车模具收入仍将同比下滑，公司将争取更多集团数控加工业务，公司业绩将也将为平滑。

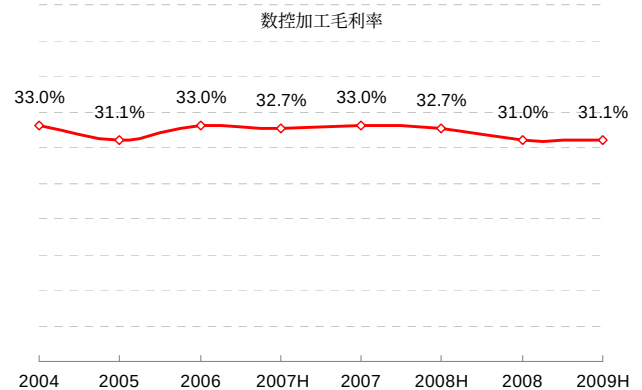
作为集团军工配套，数控加工业务毛利率始终稳定在较高水平。但仍可观察到小幅波动，毛利率在 08 年开始小幅走低，08 年下半年达到最低，在 09 年小幅回升，这说明原材料价格对数控加工业务毛利率仍有小幅影响。预计下半年原材料价格仍将维持相对低位，公司数控加工毛利率应稳中有升。

图 4 数控加工业务稳定公司业绩



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 5 数控加工毛利率维持较高水平



数据来源：公司公告 上海证券研究所

附：枭龙战机简介 (数据来源：百度知道)

“枭龙”战机项目由中国航空工业第一集团公司和巴基斯坦空军共同投资，由前者所属成都飞机设计研究所、成都飞机工业(集团)有限责任公司和中国航空技术进出口总公司等单位，根据国际、国内市场需求自主研制开发的先进轻型多用途歼击机。它能够适应二十一世纪作战环境特点，满足中国新型航空武器装备发展需求。

三、与奇瑞关联企业合资拓展业务渠道

公司前期公布公告，以募集资金中的 0.8 亿元出资，与奇瑞汽车关联企业瑞鹄公司设立合资公司，除了开展汽车模具业务之外，合资公司还从事冲压件、压合件和小排量白车身等汽车冲压类零部件的生产。公司与奇瑞合资，有利于开拓公司模具在安徽地区（奇瑞、江淮）、上海地区（上海大众、上海通用）和浙江地区（吉利汽车）等区域的业务，对公司长远发展利好。同时标志着公司开始进入模具的下游-冲压类汽车零部件行业。虽然冲压类汽车零部件毛利率相对较低，但如运营得当，毛利率仍可能超过 20%（以凌云股份为例，毛利率超过 20%）。

目前合资公司正在筹备之中，预计汽车零部件业务明年上半年开始试运行，明年下半年将为公司贡献收入，11 年开始应能贡献一定利润。从中长期来看，合资企业将带来更多股东价值。

此外，公司虽然原有募集资金减少 0.8 亿元，但预计仍能在 12 年达到 480 套左右的模具年产能。虽然较原计划 540 套左右的产能有所减少，但我们判断仍可满足当时的市场需要，且届时合资公司

也能提供一部分产能，并不影响募集资金的使用效果。

四、财务预测和投资评级

按照上述分析，我们对公司 09 年到 11 年各业务销售收入和毛利率进行了预测。

表 1 成飞集成各业务销售收入及毛利率预测

指标名称	2006A	2007A	2008A	09H1A	09H2E	2009E	2010E	2011E
数控加工收入（万元）	6081	7110	8303	4402	5500	9902	10892	11981
毛利率	33.0%	33.0%	31.0%	31.1%	31.5%	31.3%	32.0%	32.0%
汽车模具收入（万元）	10921	10126	13207	3863	4500	8363	12000	14400
毛利率	37.3%	31.3%	22.8%	24.3%	26.0%	25.2%	25.5%	25.5%
汽车零部件收入（万元）							5000	12000
毛利率							12.0%	15.0%
总收入	17445	17282	21558	8278	10000	18278	27892	38381
毛利率	35.1%	32.2%	26.1%	28.0%	29.0%	28.6%	25.6%	24.2%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

根据以上的分析，我们对公司 09 年到 11 年业绩进行了估算。预计公司 09、10 和 11 年每股收益分别为 0.32、0.40 和 0.52 元。按照 8 月 24 日收盘价 14.98 元计算，09、10 和 11 年动态市盈率分别为 46 倍、37 倍和 29 倍。

公司在汽车模具方面处于国内厂商第一梯队，技术水平相对较高，下游需求将随国内汽车模具市场快速增长。公司数控加工业务需求稳定，毛利率较高，能在一定程度上平滑公司业绩。公司与奇瑞关联公司的合资使得业务向下游延伸，未来成长空间较大。

此外，公司作为成飞集团下唯一的上市平台，在西飞国际和洪都航空都通过定向增发收购集团公司主要资产后，成飞集团在未来也可能依靠上市公司平台展开资本运作。

综合考虑，给予公司“跑赢大市”评级，6 个月目标价 18 元，此目标价按照 10 年市盈率 45 倍给出。我们认为公司未来业绩仍可能超预期，建议中长线投资者伺机介入。此外，公司有军工题材，60 年国庆军演可能给公司带来一定的交易性机会。

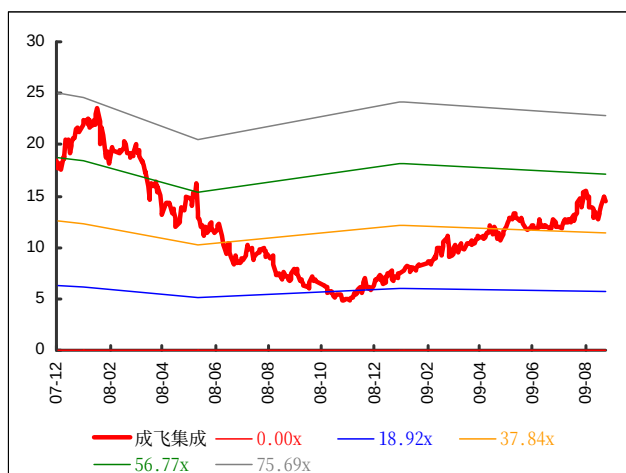
表 2 成飞集成盈利简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	172.82	215.58	182.78	278.92	383.81
营业总成本	135.27	171.84	142.53	224.20	313.01

营业成本	117.19	159.26	130.55	207.46	290.75
营业税金及附加	0.33	1.14	0.24	0.56	0.77
销售费用	4.61	5.05	3.52	5.30	6.91
管理费用	9.16	12.42	8.95	13.67	18.42
财务费用	2.19	-6.42	-2.25	-2.79	-3.84
资产减值损失	1.79	0.39	1.53	0.00	0.00
投资净收益	0.78	2.83	3.86	5.58	7.68
营业利润	38.34	46.57	44.11	60.30	78.47
营业外收入	3.41	1.19	4.28	2.79	3.84
营业外支出	1.38	0.00	0.02	0.00	0.00
利润总额	40.38	47.75	48.37	63.09	82.31
所得税	5.49	6.55	6.51	8.83	11.52
净利润	34.88	41.20	41.86	54.25	70.79
归属母公司股东的净利润	34.88	41.20	41.86	51.54	67.25
每股收益	0.27	0.32	0.32	0.40	0.52

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 128.9 百万股摊薄计

图 6 公司 PE 走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 公司 PB 走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。