

成飞集成(002190)

产品结构合理抵御风险,“汽模”业务恢复未来可期

首次评级

可选消费/汽车与零配件

2009 年 9 月 11 日

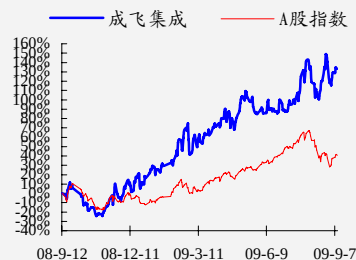
投资要点:

- 公司是中航工业集团下成飞集团公司的上市公司,是国内上市最大的“汽模”设计、加工、生产公司,规模属于国内四强之一,相较于其他三家,公司是唯一一家独立“汽模”供应商。
- 公司的“汽模”产品遍布国内主要车型,公司获得 VDA6.4 认证标志着公司的产品质量和管理能力获得国际认可。募投项目由于地震等原因推迟,预计 2011 年实现投产,产能将扩充 1 倍。2010 年交付产品订单恢复,未来业绩可期。
- 公司承接大股东成发集团出口“枭龙”战机的零部件,订单数量保持稳定增长,毛利率维持在 30%以上,预计未来订单增长量仍然可以保持在 15%-20%。由于“汽模”上半年的萎缩,数控加工业务占比首超 50%。
- 公司与奇瑞关联公司合资建厂,探讨新的经营模式,服务到位,将在大型汽车生产商周围建厂,除原有“汽模”业务外,还将拓展业务,提供“白车身”的零部件组装服务。
- 我们预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 1.80 亿元、2.64 亿元、3.50 亿元。EPS 分别为 0.302、0.388、0.501 元。基于对公司未来发展的预期和对未来行业的判断,给予公司“谨慎推荐”的评级,公司业绩稳定增长,可以长期持有。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	21,558	24.74	4,120	18.11	0.32		46.11	
2009E	18,000	-16.50	3,889	-5.62	0.30		48.86	
2010E	26,400	46.67	4,998	28.54	0.39		38.01	
2011E	35,000	32.58	6,457	29.19	0.50		29.42	

走势图



市场数据

2009/9/11

收盘价:	14.74 元
52 周最高价:	16.29 元
52 周最低价:	4.75 元
平均持仓成本:	14.68 元

基本数据

2009Q2

总股本(万股):	12,889
流通 A 股(万股):	12,889
每股收益(元):	0.15
每股净资产(元):	3.94
每股经营现金流(元):	0.11
市净率:	3.74

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

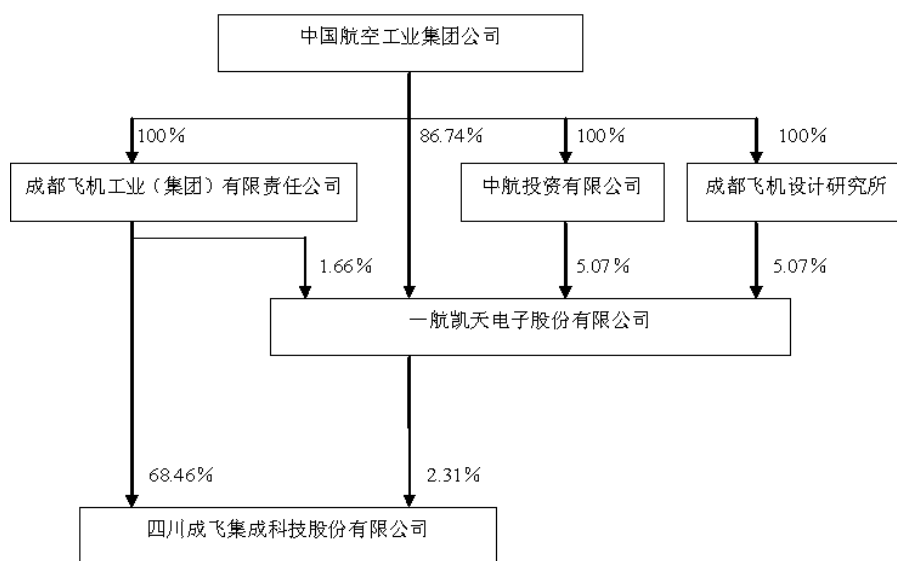
地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、成飞集团唯一的上市公司

四川成飞集成科技股份有限公司是以成都飞机工业（集团）有限责任公司原汽模中心为主要班底，由成都飞机工业（集团）有限责任公司联合成都航空仪表公司、吉利集团有限公司、南京航空航天大学、西北工业大学共同发起以汽车磨具设计、加工、制造为核心业务的机械制造型上市公司。

图表 1. 公司现有股权结构



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司的控股股东成都飞机工业（集团）有限责任公司是中航工业旗下的特大型企业之一，是我国研制、生产歼击机的重要基地，生产的“歼-10”飞机、“枭龙”飞机代表着我国航空工业发展的水平。作为中航工业防务板块中的主要组成部分，成飞集团仍然具有大量优质的军工资产，销往巴基斯坦的“枭龙”战机累计将达到250架，成为巴基斯坦空军的基石；“歼-10”虽然在我军已经列装，但是与巴方关于“歼-10”出口的项目也进入实质性谈判阶段，巴方曾公开表示将在双方签订技术合作协议结束的两至两年半后得到第一批“歼-10”（FC-20）战机，成飞集团的军品资产其优良性不言而喻。

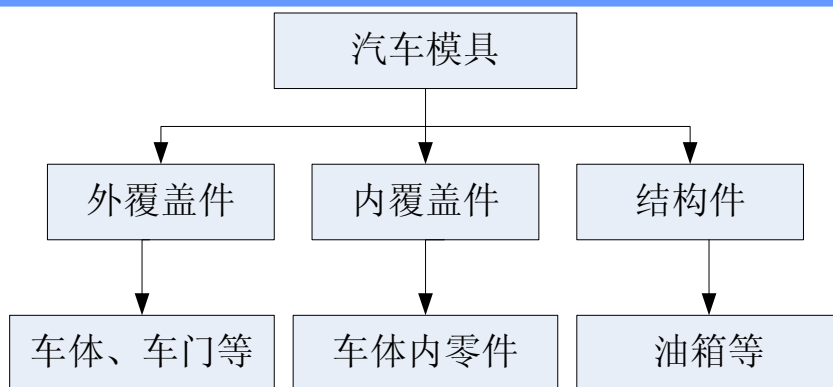
从中航工业的整合角度看，整机资产未来将注入洪都航空，但是飞机的零部件加工存在注入到成飞集成的可能。目前，公司的产品中已经涵盖部分飞机的零部件，同时，此项板块的业务还在稳定增长。限于整合操作已完全由中航工业来操作，所以，暂无明确时间表。

二、“汽模”业务期待复苏

1. 行业基本情况

汽车主要是通过冲压成型原理，将薄钢板（卷）冲压成不同的形状，再通过焊接工艺将其组合成车身（驾驶室），最后再与车架、底盘等组装成整车。冲压生产之前需要按照生产零件的特征制造相应的模具。所以，“汽模”行业不同于传统的机械加工行业，属于单件或者小批量生产的产品。同时，由于模具只针对特定车型，那么修改车型、生产新车将需要重新定制模具。由于车身不同的部位形状迥异，不但要考虑车身外形的可观赏性，还要考虑其可加工性，因此薄钢板（卷）在冲压成型时不仅对模具具有较高的精度要求，同时对模具的寿命、薄钢板（卷）的可延展性等也有着相应的要求。总体上看，汽车覆盖件模具的制造具有技术密集、资金密集的特征。

图表 2. “汽模”产品构成



资料来源：东北证券金融与产业研究所

目前，“汽模”行业年产值超过 1 亿元的企业为国内四大车模生产商，一汽模具制造有限公司、东风汽车模具有限公司、天津汽车模具有限公司、四川成飞集成科技股份有限公司。其中，前三家主要依靠整车厂进行关联性交易，成飞集成是目前国内最大的独立汽模生产商。除此 4 家外，近年还新涌现出一批年产值超过或接近 1 亿元的企业，例如福臻实业公司、普什模具有限公司、北京比亚迪模具有限公司、哈尔滨哈飞汽车模具制造有限公司、跃进汽车集团南京模具装备有限公司、上海千缘汽车车身模具有限公司、河北兴林车身制造集团有限公司和潍坊模具厂等。此外，全国还有年产值 5000 万元左右的企业 10 多家。这 20 多家的汽车覆盖件模具生产企业是目前行业的主力。

汽车生产商往往出于对风险的考虑，会将新车型的模具生产分配给几家模具生产商，缩短生产时间的同时也降低了风险，这也就意味着关联性“汽模”生产企业也需要独立的生产商联合生产配套产品。由于保密等原因，三大厂商往往不互相选

择生产商。

新车型的模具需求一般早于新车 1-2 年，订单更要提前半年到 1 年的时间。所以，对于汽车市场未来两年的需求量的判断是构成新的汽车磨具需求的主要指标。从目前国内市场看，近些年新车型上市的数量明显增多；同时，国内民营汽车生产商的蓬勃发展，也为国内的“汽模”生产商提供了广大的市场需求。

在汽车模具行业中，德国的生产水平最高，美日的水平次之，对于国外的大型汽车生产商，往往在起生产基地周围建立模具生产商，国内厂商的产品质量具其要求还存在一定的差距。国内合资厂商的中高端车型部分模具仍然和生产线配套而来，但是随着国内生产商与国际主流厂商的不断接触和自身实力的提升，加之远远低于国际同类型产品的价格优势，国内替代将是未来发展的必然趋势。从国内的一些合资厂商看，以成本控制见长的日本厂商已经开始在国内采购。这也意味着在技术上，国内厂商的生产能力已经逐步获得市场的认可。

每种新车型的所有覆盖件模具的总价值在 1.2 亿元至 1.5 亿元之间，每年国内需求中改进和新生产的车型相当于 25 台套至 30 台套，全行业的生产规模在 30-40 亿之间。随着汽车产业振兴规划的推出，国内汽车的销售出现大幅回暖，2009 年 8 月中国已然超越美国，成为汽车单月销售最大的国家。但是，从国内的需求来看，伴随着国人收入的提升，汽车的需求更加明显，所以预计未来汽车厂商将投放更多的车型参与到市场竞争。这也就意味着未来对于汽车模具的需求将会持续增加，预计未来行业的符合增长率超过 25%。

2. 订单恢复明年业绩可期

公司作为国内最大的独立“汽模”供应商，在与另外三大“汽模”生产商单独合作时，具有其他三家不具备的优势，这就使得企业能够和其他三大共享规模优势。同时，相对于其他新兴的“汽模”企业，公司在技术、能力和规模都具有一定优势，所以，在“汽模”领域公司具有得天独厚的优势。加之公司的本源“汽模中心”和“一汽模”、“二汽模”有着与生俱来的关系，更为公司取得订单提供了保障。

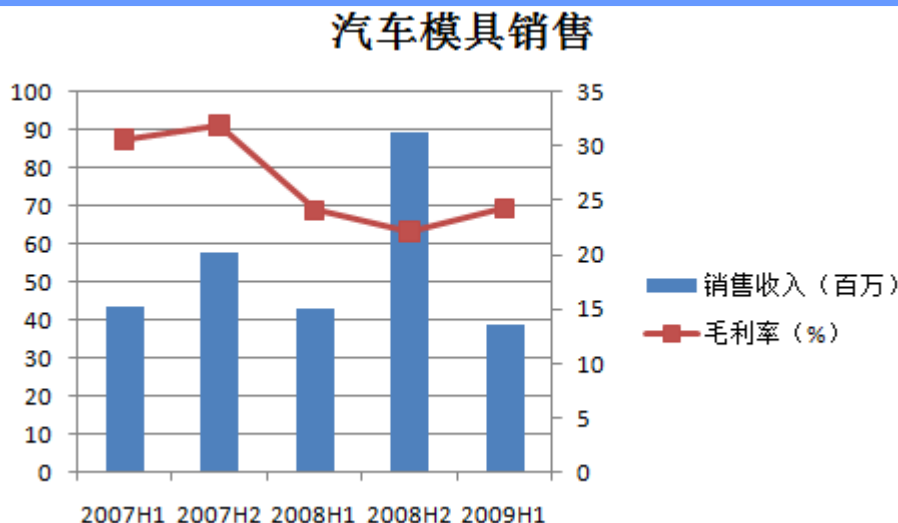
公司的模具产品已经遍布国内的主要汽车生产商，从奇瑞、江淮、一汽大众、上海大众到广州本田，车型从 A3、雅阁、凯美瑞、斯柯达到帕萨特，这在一定程度上也意味着公司的生产能力达到国内领先的水平。

同时，公司已经通过了德国汽车工业质量标准“VDA 6.4:2005”的认证工作。通用（GM）、福特（Ford）、戴姆勒（Daimler）、宝马（BMW）、大众（Volkswagen）及快意（Fiat）等大型车厂，以及旗下的合资车厂都已订下期限，要求其模具及生产设备供应商于通过最新的环球汽车工装管理系统标准“VDA 6.4:2005”标准。这也说明公司的生产能力和管理水平已经达到了欧美主流生产商的标准。但是，从实际生产情况，公司在 30 万以上的高端汽车的模具生产中与主流生产商还存在一定

的差距。

2008 年上半年开始受到金融危机的影响，各大主流汽车生产商已经开始减少新车型的开发和上市，导致公司在 2009 年上半年的生产存在一定的萎缩。但是，从公司目前的订单情况看，已经开始出现复苏迹象，而且下半年的增长尤为迅速。

图表 3. 汽车模具销售情况



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司上年的销售收入同比仍然处在低点，但是公司毛利率已经开始出现一定的回升。公司的模具产品的主要原材料为锻铸件，由于钢价的全面下降，公司的毛利率在下半年仍然会出现回升，预计将达到 26-28%。由于 2008 年公司的生产主要为 2007 年订单，所以造成了较高的基数，所以预计公司下半年的同比将出现一定的下滑，但是 2009 年订单的恢复意味着公司此项业务将达到近期的低点。2010 年将出现同比的上升。

公司此次募集资金主要用于四期技改项目。募投项目实施前，公司大型、高档汽车模具的产能为 264 套/年，预计全部技改项目完成后，公司此项业务的产能将扩展 1 倍。由于四川的汶川地震、以及行业 08 年的不景气导致公司推迟技改项目的实施计划，公司预计将在 2011 年全部完成此项技改。届时，公司的产能和预计公司发展向吻合，也避免了在行业波动周期低谷时过度的将资金投资于固定资产而无法产生必要的收益，进而摊薄收益率。

3. 新颖经营模式拓宽企业思路

从“汽模”行业的特征看，汽车模具多为铸造或者锻造件，所以长途运输会产生高额的运输成本，所以如果能够在汽车生产商的较近的距离建立生产商，将直接降低公司的成本，增强公司的竞争力。

公司将出资 8000 万元和奇瑞汽车关联企业瑞鹄公司设立合资公司，将在汽车模具业务展开合作，同时，还将涉及冲压件、压合件和小排量白车身等汽车冲压类零部件的生产。公司在早期已经和奇瑞公司有过的合作，随着奇瑞集团战略的调整，公司将进一步进驻奇瑞集团的汽模业务，合资厂的建立对公司打开安徽、上海、浙江等市场起到了有效的推动作用。于此同时，公司已经开始进入到冲压业务领域，白车身加工具有大批量加工的特点，虽然毛利率会有所下降，但是销售额的上升空间可以远远超过因此带来的损失。（冲压件的毛利率一般在 20%以上）“白车身”是指将外覆盖件和内覆盖件等冲压件通过焊接形成的整车车身。

合资公司预计将在 2010 年开始生产，2010 年下半年产生收入，2011 年贡献销售利润。

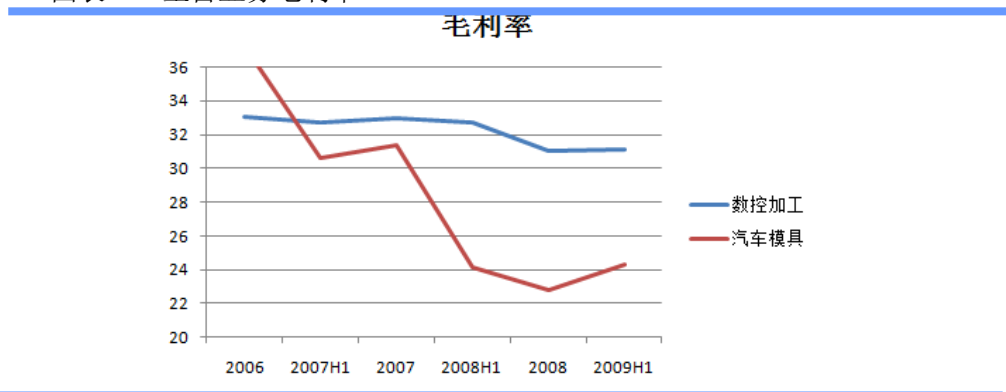
虽然合资公司的规模有限，但是这种合作的模式对于部分中小汽车生产商来看，是降低其生产成本的有效途径，在中国汽车行业蓬勃发展的今天，汽车生产商更多的将精力放置于市场的掠夺，这种合作模式将是企业的首选。从国外汽车行业的发展看，在大型的汽车生产商周围往往聚集了大量的汽车零部件生产商，所以公司的合作模式正式符合汽车模具乃至汽车零部件生产的主流模式，未来此种模式的推广将为公司进一步占领市场提供了较好的范本。

从中航工业的整合力度看，不排除公司在未来几年通过资本运作，收购同类型企业，以增大自己的市场份额。

三、 数控加工稳步增长

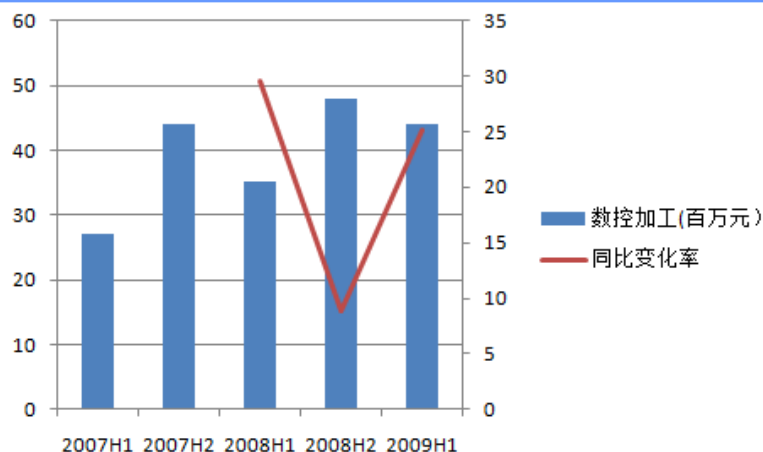
公司目前的数控加工产品主要是向大股东成飞集团提供“枭龙”战机的零部件，业务数量稳步增长，同时，毛利率虽有下降，但是仍然保持在 30%以上的高位，这也增强公司资产的整体盈利能力，在汽车模具 2009 年低谷的时候，公司的此项业务也成为公司盈利能力的有效补充，在汽车模具业务收入下降 10%的情况下，公司营业收入增长 6%，整体上平滑了公司业绩的变化，且占比仍将一定程度的增加。

图表 4. 主营业务毛利率



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图表 5. 数控加工业务



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图表 6. 数控加工业务占比



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

从军品的交付看，往往在后半年，尤其是在四季度的交付量是最大的，公司预计下半年的增长幅度同比在 15%到 20%，全年的总量增长保持在 20%左右。同时，随着公司加工能力的不断增强，募投的四期技改项目的不断推进，公司将从大股东成飞集团争取更多的加工业务。大股东成飞集团的“枭龙”飞机外销订单尚有 40 架未交付，公司的订单将确保增长。近日，巴基斯坦军方表示将从中国购进三代战斗机“歼-10”，作为成飞的又一主打战机“歼-10”的外销也将增加公司从大股东成飞集团获得加工的订单量。

四、盈利预期与估值

1. 盈利预期与基本假设

- 1) 假设公司下半年的汽车模具业务同比仍然处于下跌阶段, 由于去年同期基数较高, 2009 年下半年的同比降幅将接近 50%; 公司 2010 年将出现一定程度的复苏, 其总量将回复到 2008 年的水平。
- 2) 汽车模具的毛利率水平在下半年保持一定的回升态势, 全年维持在 26%左右, 未来随着钢材料价格的波动略有调整;
- 3) 数控加工业务保持 15%-20%的增长, 毛利率保持在 31%左右, 较为稳定;
- 4) 汽车零部件加工在 2010 年开始体现, 预计毛利水平在 10%-15%;
- 5) 2010 汽车零部件的销售收入在 3000 万-5000 万的水平;

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	174.45	172.82	215.58	180.00	264.00	350.00
增长率(%)	10.17%	-0.93%	24.74%	-16.50%	46.67%	32.58%
归属母公司股东净利润	35.57	34.88	41.20	38.89	49.98	64.57
增长率(%)	17.79%	-1.94%	18.11%	-5.62%	28.54%	29.19%
每股收益 (EPS)	0.276	0.271	0.320	0.302	0.388	0.501
每股股利 (DPS)	0.000	0.374	0.083	0.165	0.212	0.275
销售毛利率	35.08%	32.19%	26.13%	30.00%	28.00%	28.00%
销售净利率	20.39%	20.18%	19.11%	21.60%	18.93%	18.45%
净资产收益率 (ROE)	14.46%	7.21%	8.01%	7.31%	9.01%	11.06%
投入资本回报率 (ROIC)	18.83%	14.73%	16.61%	12.82%	29.43%	22.06%
市盈率 (P/E)	53.41	54.47	46.11	48.86	38.01	29.42
股息率 (分红/股价)	0.000	0.025	0.006	0.011	0.014	0.019

2. 投资评级

我们预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 1.80 亿元、2.64 亿元、3.50 亿元。EPS 分别为 0.302、0.388、0.501 元。基于对公司未来发展的预期和对未来行业的判断, 给予公司“谨慎推荐”的评级, 公司业绩稳定增长, 可以长期持有。

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	174.45	172.82	215.58	180.00	264.00	350.00
减: 营业成本	113.25	117.19	159.26	126.00	190.08	252.00
营业税金及附加	0.78	0.33	1.14	0.95	1.39	1.84
营业费用	2.89	4.61	5.05	4.22	6.19	8.20
管理费用	20.64	9.16	12.42	10.37	15.21	20.17
财务费用	2.01	2.19	-6.42	-7.29	-7.67	-8.18
资产减值损失	0.00	1.79	0.39	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.16	0.78	2.83	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	35.05	38.34	46.57	45.75	58.80	75.97
加: 其他非经营损益	2.47	2.04	1.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.52	40.38	47.75	45.75	58.80	75.97
减: 所得税	1.94	5.49	6.55	6.86	8.82	11.39
净利润	35.57	34.88	41.20	38.89	49.98	64.57
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	35.57	34.88	41.20	38.89	49.98	64.57
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	10.97	311.21	261.58	386.11	296.06	431.17
应收和预付款项	83.85	74.80	107.03	48.36	179.63	122.63
存货	19.86	55.34	44.15	23.66	78.63	56.99
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10.23	20.11	22.64	22.64	22.64	22.64
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	159.14	132.17	116.83	91.70	66.57	41.44
无形资产和开发支出	10.82	12.31	12.93	11.29	9.66	8.03
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	294.87	605.94	565.16	583.76	653.19	682.90
短期借款	20.00	45.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	28.86	77.01	50.77	51.80	98.64	99.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	48.86	122.01	50.77	51.80	98.64	99.15
股本	80.41	107.41	128.89	128.89	128.89	128.89
资本公积	31.63	255.91	234.42	234.42	234.42	234.42
留存收益	133.98	120.61	151.07	168.65	191.24	220.43
归属母公司股东权益	246.01	483.93	514.38	531.96	554.56	583.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	246.01	483.93	514.38	531.96	554.56	583.75
负债和股东权益合计	294.87	605.94	565.16	583.76	653.19	682.90
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	49.95	64.35	37.36	138.54	-70.33	162.31
投资性现金净流量	9.46	-2.95	-24.47	0.00	0.00	0.00

筹资性现金净流量	-54.38	226.54	-57.25	-14.02	-19.71	-27.20
现金流量净额	5.20	287.73	-44.35	124.52	-90.04	135.11

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209