

刘 荣 86-755-82943203
 liur@cmschina.com.cn
 王轶铭 86-755-82960334
 wangym@cmschina.com.cn

2010年1月25日

成飞集成(002190.SZ)/16.38元

受益行业景气,增长预期明确

工业·机械

目标估值: 18-20元

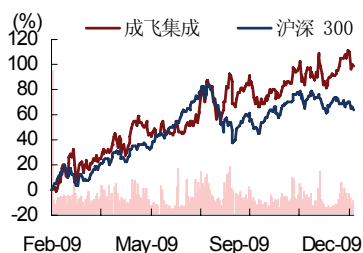
审慎推荐-B(首次)

基础数据

上证综指	3129
总股本(万股)	12889
已上市流通股(万股)	4066
总市值(亿元)	21
流通市值(亿元)	7
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	11.5%
主要股东	成都飞机工业集团公司
主要股东持股比例	68.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	29	103
相对表现	5	36	38



相关报告

公司两大主业航空零部件数控加工和汽车模具制造,均受益航空制造和汽车行业景气度提高。09年业绩好于预期,2010年公司业绩将继续保持较高速的增长。首次给与“审慎推荐-B”投资评级,6个月目标估值18-20元。

- **09年利润水平好于原来预期:** 公司近日发布2009年业绩修正预告,09年全年利润增长在0-10%之间,好于原来预期。主要原因是:数控零件加工业务属于批量生产产品,工艺趋于成熟,劳动效率提高,营业成本比原预计减少。此外,公司联营企业本年度业绩大幅提升,超出预期,致使公司投资收益比原预计增加;
- **2010年数控加工业务继续保持增长:** 公司利用自身的数控加工能力承接大股东成飞集团部分外协加工任务。为集团生产歼10、枭龙战斗机的航空零部件。由于成飞集团主要产品交付量逐年增加,公司数控加工业务保持持续增长的态势,在公司业务结构的比重也逐渐增加。我们预计该业务收入和利润在2010年均将保持25%-30%的增长速度;
- **汽车模具业务将在2010年增长20%以上:** 汽车模具业务在拿到订单到确认收入约8-12个月的时间,由于08年经济形势不好,所以公司09年的汽车模具业务出现下滑。随着09年汽车行业繁荣,各汽车厂均加大了新车型的推出力度,公司从09年下半年以来,订单量迅速增加。预计汽车模具业务2010年将收入实现20%以上的增长;
- **首次给与“审慎推荐-B”投资评级:** 公司主营业务包括航空零部件数控加工制造和汽车模具制造。受益于我国航空制造业和汽车制造业的景气度上升,公司在2010年业绩将实现25%-30%的增长。预计09、10、11年EPS为0.34、0.42、0.53元,给与公司航天军工板块平均估值水平,6个月目标区间为18-20元,首次给与“审慎推荐-B”的投资评级。

财务数据与估值

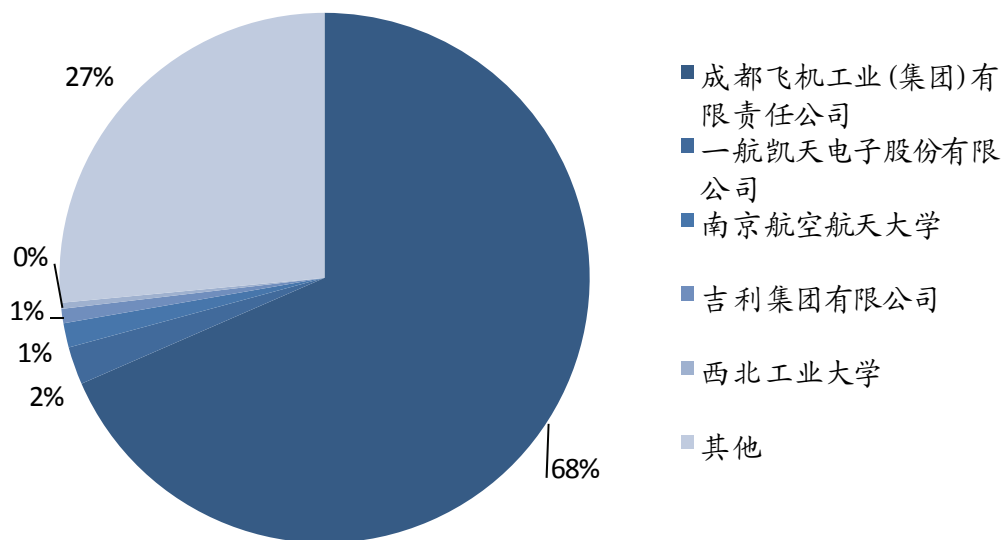
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	173	216	190	238	310
同比增长	-1%	25%	-12%	25%	30%
营业利润(百万元)	38	47	51	63	79
同比增长	9%	21%	9%	23%	27%
净利润(百万元)	35	41	44	54	69
同比增长	-2%	18%	6%	23%	27%
每股收益(元)	0.32	0.32	0.34	0.42	0.53
PE	50.4	51.2	48.2	39.0	30.8
PB	3.6	4.1	3.9	3.6	3.3

资料来源:招商证券

一、公司简介

四川成飞集成科技股份有限公司（以下简称成飞集成）是一家从事汽车模具制造和航空零部件数控加工制造的企业。公司总股本 1.27 亿股，主要控股股东是成都飞机工业（集团）有限责任公司（以下简称成飞集团），成飞集团持有公司 68.5% 的股权。

图1：成飞集成股本结构



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

公司在汽车模具制造领域有很强竞争力。目前，全国汽车覆盖件模具制造企业约 100 多家，其中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和成飞集成综合实力最强，是行业内少有的能够生产中高档轿车外覆盖件模具且年销售收入超过亿元的企业，是行业内公认的四大汽车覆盖件模具企业。

表 1、汽车覆盖件模具按用途分类

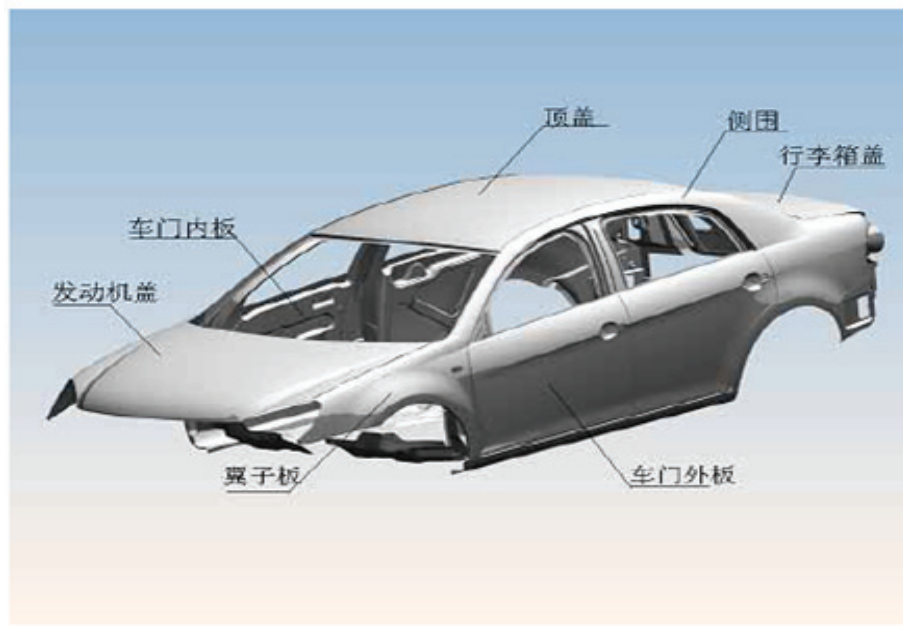
类型	特点
外覆盖件模具	用于生产汽车外覆盖件。外覆盖件指车身外表面零件，具有大型、表面质量要求高等特点。 如：车门外板、发动机盖、顶盖、后行李箱盖、侧围、翼子板。
内覆盖件模具	用于车身内表面零件，一般与外覆盖件接合，具有大型的特点。 如：车门内板、发动机盖内板、行李箱盖内板、地板等。
结构件模具	用于生产汽车结构件。结构件指车身内部除内覆盖件以外的其他零件，与内、外覆盖件相比形状偏中小，表面质量要求相对较低。 如：A 柱加强板、油底壳等。

资料来源：招商证券研发中心

公司是完全市场化的汽车覆盖件模具企业。根据与汽车制造商的关系不同，汽车覆盖件模具企业主要分为两类：依附于汽车制造商的模具企业和完全市场化的汽车覆盖件模具企业。第一类汽车模具厂把为主机厂配套作为第一要务，市场化程度较低。如一汽模具制造有限公司、东风汽车模具有限公司。此外，由于市场竞争的因素，其他汽车制造商在选择这类模具厂的时候均有较大顾虑。公司作为完全市场化的汽车模具制造商，不依附于任何汽车制造商，具有中立第三方的特性，所以与汽车制造商更容易建立广泛的合

作关系。目前，公司和一汽大众、上海大众、长安、广汽丰田、广州本田、马自达、奇瑞、江淮、吉利等建立和建立良好的合作关系。在我国大力发展自主知识产权汽车的背景下，公司与国产自主品牌汽车商的合作日益紧密。

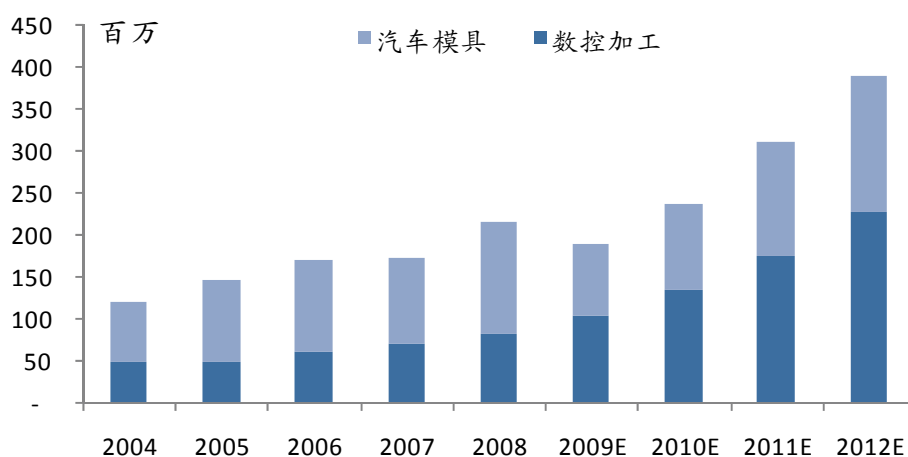
图2：汽车车身结构示意图



数据来源：招商证券研发中心

汽车模具业务将在 2010 年增长 20% 以上。汽车模具业务在拿到订单到确认收入约 8-12 个月的时间，由于 08 年经济形势不好，所以公司 09 年的汽车模具业务出现下滑。随着 09 年汽车行业繁荣，各汽车厂均加大了新车型的推出力度，公司从 09 年下半年以来，订单量迅速增加。预计汽车模具业务 2010 年将收入实现 20% 以上的增长；

图3：成飞集成收入结构



数据来源：招商证券研发中心

航空零部件数控加工业务是公司稳定增长的利润点。公司大股东成飞集团原名“国营 132 厂”，是中航工业的全资直属企业。成飞集团作为我国设计、研制、成批生产现代歼击机的主要基地，先后研制生产了歼五系列、歼七系列、歼十系列及枭龙等近 20 个机型的军机共数千架（其中出口数百架）。公司目前的主力产品是歼 10 歼击机和“枭

龙”轻型战斗机。公司利用自身的数控加工能力承接大股东成飞集团部分外协加工任务。为集团生产歼 10、枭龙战斗机的航空零部件。

2010 年数控加工业务继续保持增长: 由于成飞集团歼 10 和枭龙战斗机订单饱满, 交付量逐年增加, 公司数控加工业务保持持续增长的态势, 2004 年公司实现数控加工收入约 5100 万元, 2009 年预计将实现收入将突破 1 亿元。此外, 由于工人熟练程度不断提高, 该项业务的利润率水平也有了提高。我们预计该业务收入和利润在 2010 年均将保持 25%-30%的增长速度。

二、业绩预测和投资建议

1、业绩预测

表 2、销售收入结构预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
数控加工	71	83	104	135	175	228
YOY		17%	25%	30%	30%	30%
毛利率	33.0%	31.0%	37%	37%	37%	37%
汽车模具	101	132	86	103	134	161
YOY		30%	-35%	20%	30%	20%
毛利率	31.3%	22.8%	27%	28%	27%	27%
合计	172	215	190	238	309	389
YOY		25%	-12%	25%	30%	26%
毛利率	32.0%	26.0%	32.5%	33.1%	32.7%	32.9%

资料来源: 招商证券

2、估值水平

目前, 公司 2010 年动态 PE 为 38.5 倍, 低于具备航空军工概念上市公司的平均水平。我们认为, 公司估值依然处于一个相对合理水平。公司大股东成飞集团是我国重要的战斗机制造企业, 旗下产品歼 10 战机是我国未来 10-15 年的主力机型, 枭龙轻型战斗机也是重要的外贸产品, 市场一直对未来成飞集团的航空制造资产注入公司有预期, 因此给与了公司一定估值溢价。

表 3: 国内航天军工重点上市公司估值比较表

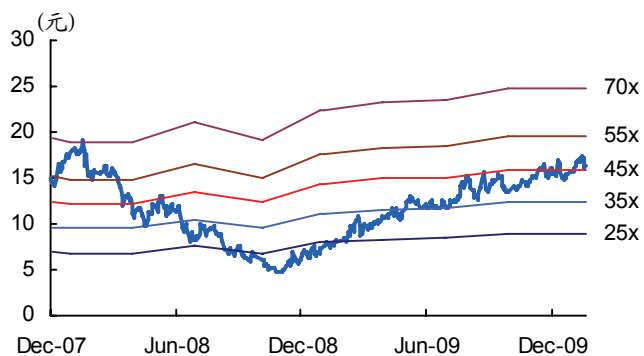
股票名称	01.22 收盘价	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
成飞集成	16.38	0.21	0.34	0.42	76.9	48.2	39.0	4.1	8.9%	21
西飞国际	14.18	0.16	0.17	0.29	90.3	83.4	48.9	4.0	1.8%	351
洪都航空	34.60	0.29	0.48	0.50	118.7	72.1	69.2	6.6	7.7%	122
航空动力	26.68	0.27	0.37	0.46	100.0	72.1	58.0	4.1	8.6%	145
哈飞股份	22.70	0.29	0.35	0.42	77.7	64.9	54.0	5.9	7.6%	77
中航重机	22.10	0.33	0.39	0.46	67.0	56.6	48.0	4.3	7.2%	115
成发科技	22.50	0.51	0.70	0.81	44.2	32.1	27.8	5.2	14.1%	30
中兵光电	23.92	0.38	0.44	0.53	63.7	54.9	44.9	6.1	14.8%	119
航天电子	12.50	0.23	0.29	0.35	54.0	43.1	35.7	3.5	7.4%	101
中国卫星	25.73	0.50	0.58	0.71	51.7	44.4	36.0	5.9	12.5%	91
平均					75.5	61.5	47.1	4.6	7.9%	1171

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

3、投资建议

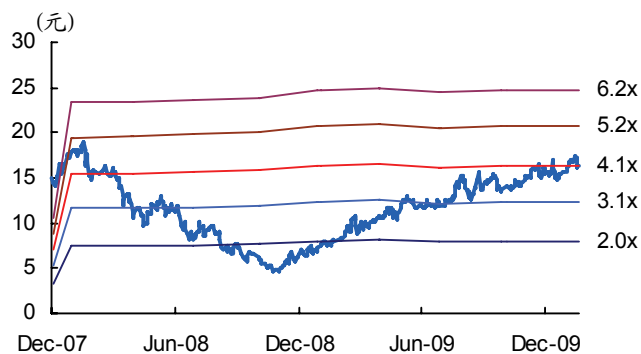
我们预计 09、10、11 年 EPS 为 0.34、0.42、0.53 元。若给与航天军工板块平均估值水平, 6 个月目标区间为 18-20 元, 首次给与 “审慎推荐-B” 的投资评级。

图 4: 成飞集成历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 成飞集成历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

4、风险因素

注入航空制造资产的预期有不确定性。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1671	3319	2880	3482	4079
现金	255	716	1289	1346	1612
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据					
应收款项	29	37	47	62	72
其它应收款	319	491	591	777	900
存货	916	1799	707	923	1064
其他	153	276	245	373	431
非流动资产	816	1174	1192	1198	1204
长期股权投资	170	125	125	125	125
固定资产	363	568	923	930	937
无形资产	71	143	144	143	142
其他	212	338	0	0	0
资产总计	2487	4493	4072	4680	5282
流动负债	830	1504	1065	1290	1437
短期借款	565	350	300	300	300
应付账款	88	326	283	369	426
预收账款	40	527	424	554	639
其他	137	301	58	67	73
长期负债	278	357	70	40	10
长期借款	95	100	70	40	10
其他	183	257	0	0	0
负债合计	1108	1861	1135	1330	1447
股本	109	1069	1069	1069	1069
资本公积金	143	40	0	0	0
留存收益	575	914	0	0	0
少数股东权益	59	69	74	81	89
母公司所有者权益	1319	2563	2863	3269	3746
负债及权益合计	2487	4493	4072	4680	5282

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	86	95	1114	368	604
净利润			428	580	682
折旧摊销			76	94	94
财务费用			12	7	4
投资收益			0	0	0
营运资金变动			593	(320)	(184)
其它			5	7	8
投资活动现金流	(100)	(408)	(97)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			3	0	0
筹资活动现金流	(27)	745	(443)	(211)	(238)
借款变动			(50)	(30)	(30)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(128)	(174)	(205)
其他			(265)	(7)	(4)
现金净增加额	(41)	433	573	57	266

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1254	1844	2365	3109	3600
营业成本	714	1163	1414	1846	2129
营业税金及附加	1	3	5	6	7
营业费用	47	53	71	93	108
管理费用	212	273	355	466	540
财务费用	30	23	12	7	4
资产减值损失	0	10	0	0	0
公允价值变动收益	6	(0)	0	0	0
投资收益	6	(0)	0	0	0
营业利润	255	319	509	690	812
营业外收入	1	7	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	254	325	509	690	812
所得税	39	45	76	104	122
净利润	216	280	433	587	690
少数股东损益	4	4	5	7	8
母公司所有者净利润	211	276	428	580	682
EPS (元)	0.43	0.51	0.79	1.07	1.26

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-1%	25%	-12%	25%	30%
营业利润	9%	21%	9%	23%	27%
净利润	-2%	18%	6%	23%	27%
获利能力					
毛利率	32.2%	26.1%	32.5%	33.1%	32.7%
净利率	20.2%	19.1%	23.1%	22.7%	22.1%
ROE	7.2%	8.0%	8.0%	9.3%	10.9%
ROIC	6.6%	6.7%	7.8%	8.9%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	11.5%	10.8%	11.5%	12.7%
净负债比率	7.3%	0.0%	3.3%	3.0%	2.8%
流动比率	3.4	6.4	7.0	6.7	6.3
速动比率	3.0	5.7	6.5	6.2	5.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转率	3.1	3.2	3.3	4.1	4.2
应收帐款周转率	2.3	3.2	3.7	5.2	5.3
应付帐款周转率	3.9	5.2	6.2	7.4	7.6
每股资料(元)					
每股收益	0.32	0.32	0.34	0.42	0.53
每股经营现金	0.59	0.29	0.79	0.43	0.46
每股净资产	4.51	3.99	4.23	4.52	4.89
每股股利	0.13	0.25	0.10	0.13	0.16
估值比率					
PE	50.4	51.2	48.2	39.0	30.8
PB	3.6	4.1	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	29.3	29.8	28.0	23.7	19.3

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名；2009 年《证券市场周刊》水晶球奖机械行业最佳分析师第一名。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，航天、军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。