

2009 年 03 月 11 日

市场数据(人民币)

市价(元)	21.53
已上市流通A股(百万股)	71.80
总市值(百万元)	2,826.80
年内股价最高最低(元)	32.65/7.58
沪深 300 指数	2240.78
上证指数	2158.57
2007 年股息率	0.99%


相关报告

- 1 《业绩略超预期,09 年值得期待》, 2009.1.9
- 2 《非经常性费用是业绩低于预期的主要原因》, 2008.10.26
- 3 《转包业务仍将保持快速增长》, 2008.9.19

机械行业研究小组
张昊

 (8621)61038223
 zhangh@gjzq.com.cn

董亚光

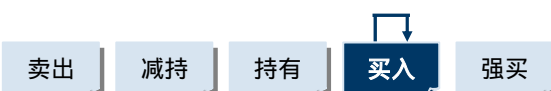
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

成发科技 (600391.SH)

——不利影响逐渐消除,09 年期望更上层楼


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.299	0.498	0.509	0.852	1.017	1.123
净利润增长率	61.61%	66.46%	2.20%	67.47%	19.41%	10.45%
先前预期每股收益(元)				0.611	0.945	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.639	N/A	N/A
市盈率(倍)	34.11	74.81	24.48	25.28	21.17	19.16
行业优化市盈率(倍)	60.65	147.71	68.35	68.35	68.35	68.35
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	0.55	1.13	11.12	0.37	1.09	1.83
已上市流通A股(百万股)	58.61	71.80	71.80	71.80	71.80	71.80
总股本(百万股)	131.30	131.30	131.30	131.30	131.30	131.30

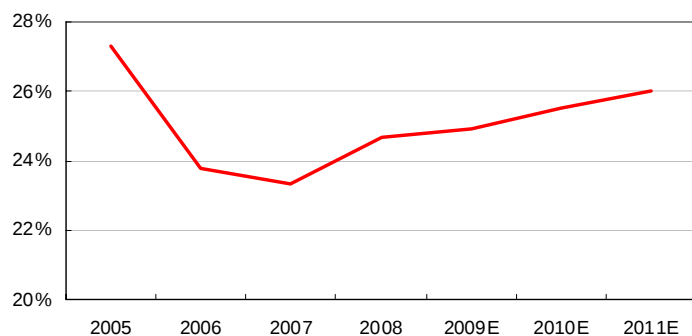
来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 08 年成发科技实现销售收入 892 百万元, 净利润 688 百万元, 每股收益 0.51 元。销售收入高于我们预测 47 百万元, 每股收益高于我们预测 19% 左右。内贸军品与地产业务是收入预测差距的来源, 其中地产业务是净利润预测差距的最重要的来源。细分看:
 - ◆ 转包产品公司实现 684 百万元的收入, 略低于我们预期 3% 左右; 转包业务毛利率为 24.65%, 基本符合预期;
 - ◆ 内贸民品公司实现 74 百万元的收入, 低于我们预测的 87 百万元, 但该业务毛利率达到 24%, 高于我们预期 4 个百分点;
 - ◆ 由于确认时点原因, 公司 08 年实现内贸军工产品为 4.6 百万元, 低于我们 62 百万元的预测, 但由于该产品毛利率仅有 6%, 因此对整体业绩预测影响甚微;
 - ◆ 地产收入确认 121 百万元, 预计净利润为 10 百万元左右。
- 展望 09 年, 根据公司的接单与排产状况, 我们预计:
 - ◆ 转包产品 09 年将实现 1.32 亿美金的收入, 按人民币计价的收入将增长 29%; 在人民币放缓升值的背景下, 该业务的毛利率提升至 24.9%, 较 08 年上调 0.25 个百分点。实际根据我们测算, 08 年人民币汇率升值拉低公司毛利率达 3 个百分点以上, 但考虑到 09 年公司新产品较多, 因此给出上述保守预测结果;
 - ◆ 内贸民品 09 年将实现 89 百万元的收入, 细分看公司空调部件生产较为稳定, 而纺织机械部件受经济下滑影响较大。
 - ◆ 09 年将确认 08 年遗留的 60 百万元左右的内贸军品收入, 预计全年完成 61 百万元的收入。

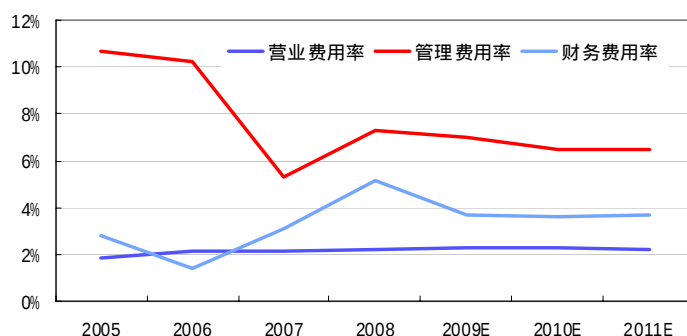
- ◆ 根据公司房地产现有销售状况，我们预计 09 年房地产业务将实现 254 百万元的收入，较 08 年增长 110%，按 8% 的净利润率折算，将实现净利润 20.3 百万元，折合每股收益 0.155 元。
- 费用增长是成发科技 08 年业绩增速放缓的主要原因，其中财务费用与管理费用大幅超出 08 年初我们的预期。展望 09 年我们预计公司三项费用总额可达到 169 百万元，较 09 年公司经营目标高出 1 百万元。
 - ◆ 08 年公司财务费用达到 46 百万元，财务费用率高达 5.2%，我们预计其中接近 20 百万元来自汇兑损失。由于人民币放缓升值，09 年该项影响将大为降低。我们预计 09 年公司财务费用率将下降至 3.7%。
 - ◆ 08 年公司管理费用达到 65 百万元，管理费用率高达 7.2%，主要原因来自：1) 新产品开发带来的研发支出，但对 09 年公司的业绩贡献有正面影响；2) 成立分公司普瑞玛带来的前期开办费用；3) 房地产业务带来的前期管理费用增加；4) 解聘 100 名员工带来的 5.75 百万元一次性费用。基于谨慎原则，我们预计 09 年公司管理费用率为 7%。
- 公司 08 年实现每股经营性现金流 0.97 元，远高于净利润 0.51 元，揭示公司实际经营情况更为理想。主要原因可能来自于：1) 公司对部分固定资产采取加速折旧的方式；2) 各项业务回款情况良好。我们在此提示投资者，公司将在 2010 年 5 月有一期价值 79 百万元的分 3 年加速折旧的融资租赁到期，届时每年可减少折旧 20 百万元左右，可提高毛利率 1.5~2 个百分点。
- 公司自 06 年上半年启动的一轮资本开支高峰已基本结束，在现有技术、设备条件下可满足生产需要，09 年公司资本开支将变得谨慎。后续如公司获得更大规模的订单，将适时增加资本开支。
- 08 年公司各项流动资产指标较 07 年有所改进，仅有存货周转率较 07 年有所降低，主要原因来自房地产业务有一定的存货需要确认。
- 中期看，中航集团成立或可为公司带来外延式增长的惊喜。
- 长期看，成发科技是一家市场化程度非常高的快速成长型企业，产品市场容量大，公司竞争力强。公司成为世界级发动机零部件供应商的目标将不会改变。
- 未来成发科技将继续以其擅长的“多品种、小批量”生产方式来对冲航空业周期下滑的状况。08 年公司技术创新投入 52 百万元，新增外贸新产品 101 个，交付零件 85 个。我们重申此前的观点，市场份额的提升与产品种类的增多是公司收入增长的重要驱动力。
- 我们预计 09 年~11 年公司主营收入分别为 1,302、1,372 及 1,476 百万元，可分别实现净利润 112、134 及 148 百万元，同比增长 67.47%、19.41% 及 10.45%，对应 EPS 为 0.852、1.017 及 1.123 元。如剔除地产贡献的每股 0.155 元收益，09 年公司主业将实现 0.698 元的每股收益。

图表1：考虑汇率稳定及加速折旧，转包毛利率稳中有升



来源：国金证券研究所

图表2：已谨慎预测三项费用率



图表3：细分转包客户收入结构

	销售收入(百万美元)			增速	
	2008E	2009E	2010E	2009E	2010E
GE	69	87.63	105.16	27%	20%
RR	16	18.56	22.27	16%	20%
斯伦贝谢	10	20.00	26.00	100%	30%
西门子	0.2	0.30	0.33	50%	10%
HoneyWell	0.2	0.30	0.33	50%	10%
其他	4.6	5.06	6.58	10%	30%
总计	100.00	131.85	160.67	31.85%	21.86%
汇率(人民币/美元)	6.95	6.8	6.7		
人民币计价(百万元)	695.00	896.58	1076.46	29.00%	20.06%

来源：国金证券研究所

图表4：细分收入盈利预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
内贸产品						
销售收入（百万元）	119.16	87.86	4.55	61.46	61.46	61.46
增长率（YOY）	27.27%	-26.27%	2.00%	1250.00%	0.00%	0.00%
毛利率	9.90%	2.85%	17.93%	6.00%	6.00%	6.00%
销售成本（百万元）	107.36	85.35	3.74	57.77	57.77	57.77
增长率（YOY）	51.27%	-20.50%	-95.62%	1446.26%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	11.80	2.50	0.82	3.69	3.69	3.69
增长率（YOY）	-47.94%	-78.77%	-67.40%	351.73%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	28.34%	16.32%	0.51%	4.72%	4.48%	4.16%
占主营业务利润比重	12.43%	2.05%	0.37%	1.20%	1.11%	1.01%
外贸产品						
销售收入（百万元）	221.90	351.90	684.08	896.58	1,076.46	1,291.75
增长率（YOY）	97.01%	58.58%	94.40%	31.06%	20.06%	20.00%
毛利率	23.80%	23.32%	24.65%	24.90%	25.50%	26.00%
销售成本（百万元）	169.09	269.84	515.43	673.33	801.96	955.90
增长率（YOY）	106.49%	59.58%	91.02%	30.63%	19.10%	19.19%
毛利（百万元）	52.81	82.06	168.65	223.25	274.50	335.86
增长率（YOY）	71.75%	55.39%	105.52%	32.37%	22.96%	22.35%
占总销售额比重	52.78%	65.38%	77.38%	68.88%	78.45%	87.50%
占主营业务利润比重	55.64%	67.33%	77.17%	72.37%	82.35%	92.23%
其他						
销售收入（百万元）	79.38	98.49	74.34	89.21	107.06	123.11
增长率（YOY）	0.58%	24.08%	-10.00%	20.00%	20.00%	15.00%
毛利率	38.19%	37.88%	24.05%	23.00%	23.00%	20.00%
销售成本（百万元）	49.06	61.18	56.47	68.69	82.43	98.49
增长率（YOY）	-4.06%	24.70%	-7.71%	21.66%	20.00%	19.48%
毛利（百万元）	30.31	37.31	17.88	20.52	24.62	24.62
增长率（YOY）	9.12%	23.07%	-52.08%	14.77%	20.00%	0.00%
占总销售额比重	18.88%	18.30%	8.41%	6.85%	7.80%	8.34%
占主营业务利润比重	31.94%	30.61%	8.18%	6.65%	7.39%	6.76%
房地产						
销售收入（百万元）			121.12	254.34	127.17	
增长率（YOY）		N.A.	N.A.	110.00%	-50.00%	
毛利率			25.77%	24.00%	24.00%	
销售成本（百万元）			89.90	193.30	96.65	
增长率（YOY）		N.A.	N.A.	315.81%	-50.00%	
毛利（百万元）			31.21	61.04	30.52	
增长率（YOY）			N.A.	754.50%	-50.00%	
占总销售额比重			13.70%	19.54%	9.27%	
占主营业务利润比重			14.28%	19.79%	9.16%	
销售总收入（百万元）	420.44	538.25	884.09	1301.59	1372.15	1476.33
销售总成本（百万元）	325.52	416.37	665.53	993.10	1038.82	1112.16
毛利（百万元）	94.92	121.88	218.56	308.50	333.33	364.17
平均毛利率	22.58%	22.64%	24.72%	23.70%	24.29%	24.67%

来源：国金证券研究所

图表5：三张报表预测

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	538	674	892	1,302	1,372	1,476
增长率		25.2%	32.3%	46.0%	5.4%	7.6%
主营业务成本	-416	-519	-672	-993	-1,039	-1,112
% 销售收入	77.4%	77.1%	75.3%	76.3%	75.7%	75.3%
毛利	122	154	220	308	333	364
% 销售收入	22.6%	22.9%	24.7%	23.7%	24.3%	24.7%
营业税金及附加	-1	-1	-4	-5	-4	-4
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	-12	-14	-20	-30	-32	-32
% 销售收入	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%
管理费用	-55	-36	-65	-91	-89	-96
% 销售收入	10.2%	5.3%	7.3%	7.0%	6.5%	6.5%
息税前利润（EBIT）	54	104	131	182	208	231
% 销售收入	10.1%	15.4%	14.7%	14.0%	15.2%	15.7%
财务费用	-8	-21	-46	-48	-50	-54
% 销售收入	1.4%	3.1%	5.2%	3.7%	3.6%	3.7%
资产减值损失	0	-7	-10	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	47	75	74	131	158	177
营业利润率	8.7%	11.2%	8.4%	10.1%	11.5%	12.0%
营业外收支	2	0	3	3	3	3
税前利润	48	75	77	134	161	180
利润率	9.0%	11.2%	8.6%	10.3%	11.8%	12.2%
所得税	-9	-9	-8	-20	-24	-27
所得税率	18.6%	12.0%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	39	66	69	114	137	153
少数股东损益	0	1	2	2	4	5
归属于母公司的净利	39	65	67	112	134	148
净利率	7.3%	9.7%	7.5%	8.6%	9.7%	10.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	39	66	69	114	137	153
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	46	68	75	85	97
非经营收益	8	9	18	52	49	54
营运资金变动	-41	-63	-27	-77	-54	-59
经营活动现金净流	41	58	128	164	218	244
资本开支	-183	-132	-99	-130	-122	-123
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	35	-69	69	0	0	0
投资活动现金净流	-148	-201	-30	-131	-122	-123
股权募资	0	3	2	0	-42	0
债权募资	55	114	108	18	60	-29
其他	12	36	-166	-51	-108	-84
筹资活动现金净流	67	153	-56	-32	-90	-113
现金净流量	-40	10	42	1	6	8

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	52	61	103	104	110	118
应收款项	146	263	187	296	342	376
存货	214	360	445	517	541	579
其他流动资产	12	8	31	32	33	35
流动资产	424	693	767	948	1,025	1,108
% 总资产	46.4%	52.8%	50.9%	54.3%	55.0%	56.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	430	585	705	760	801	830
% 总资产	47.0%	44.6%	46.8%	43.5%	43.0%	42.1%
无形资产	60	31	30	34	34	34
非流动资产	490	620	741	797	837	867
% 总资产	53.6%	47.2%	49.1%	45.7%	45.0%	43.9%
资产总计	914	1,313	1,507	1,746	1,863	1,975
短期借款	160	44	312	498	588	558
应付款项	152	367	399	478	494	507
其他流动负债	16	17	5	89	61	67
流动负债	328	428	717	1,065	1,143	1,131
长期贷款	45	269	111	61	31	32
其他长期负债	73	94	120	2	2	2
负债	446	791	947	1,127	1,176	1,165
普通股股东权益	463	513	547	603	668	786
少数股东权益	5	9	13	16	19	24
负债股东权益合计	914	1,313	1,507	1,746	1,863	1,975

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.299	0.498	0.509	0.852	1.017	1.123
每股净资产	3.526	3.906	4.165	4.591	5.087	5.986
每股经营现金净流	0.316	0.440	0.973	1.250	1.657	1.861
每股股利	0.050	0.140	0.250	0.426	0.203	0.225
回报率						
净资产收益率	8.48%	12.74%	12.21%	18.56%	20.00%	18.77%
总资产收益率	4.30%	4.98%	4.43%	6.41%	7.17%	7.47%
投入资本收益率	6.92%	10.92%	11.89%	13.16%	13.57%	14.05%
增长率						
主营业务收入增长率	28.02%	25.20%	32.29%	45.99%	5.42%	7.59%
EBIT增长率	32.30%	80.94%	26.22%	39.43%	14.39%	10.95%
净利润增长率	61.61%	66.46%	2.20%	67.47%	19.41%	10.45%
总资产增长率	22.97%	43.66%	14.82%	15.80%	6.71%	6.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.1	84.4	70.0	75.0	80.0	80.0
存货周转天数	168.0	201.6	218.6	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	61.5	94.1	111.5	92.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	195.4	243.4	248.2	185.0	186.5	180.6
偿债能力						
净负债/股东权益	32.78%	48.15%	57.04%	73.53%	74.08%	58.18%
EBIT利息保障倍数	7.4	4.9	2.8	3.8	4.2	4.3
资产负债率	48.80%	60.25%	62.84%	64.58%	63.12%	58.98%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	6
买入	0	1	1	2	8
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.80	1.70

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-05-16	买入	26.04	32.08 ~ 36.09
2 2008-08-21	买入	16.30	N/A
3 2008-09-19	买入	14.38	14.63 ~ 17.46
4 2008-10-26	买入	8.90	N/A
5 2009-01-09	买入	14.70	N/A

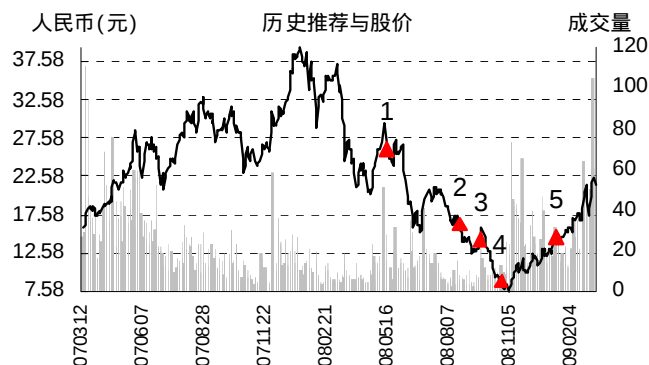
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。