

成发科技（600391）：业绩稳定增长背后仍有隐忧

中性（下调）

机械/军工

当前股价：21.53 元

报告日期：2009 年 3 月 11 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	674	892	1009	1150
(+/-)	18.30%	32.29%	13.15%	14.00%
营业利润	75	74	83	107
(+/-)	53.40%	-1.04%	11.19%	28.64%
归属于母公司 的净利润	65	67	70	91
(+/-)	66.00%	2.20%	4.49%	29.67%
每股收益（元）	0.50	0.51	0.53	0.69
市盈率（倍）	43.1	40.6	31.2	26.3

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（亿股）	1.31/0.72
流通市值（亿元）	8.96
每股净资产（元）	4.16
资产负债率（%）	62.84

股价表现（最近一年）



天相机械组

010-66045433 liuli002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业收入 8.9 亿元，同比增长 32.29%；营业利润 7696 万元，同比增长 2.13%；归属于母公司所有者的净利润 6679 万元，同比增长 2.20%；基本每股收益 0.51 元。分配方案为每 10 股派发红利 2.6 元（含税）。
- 08 年外贸航空品销售持续增长，经济危机导致的需求下降或在 09 年反映。公司从事外贸航空零部件转包生产，主要客户为 GE（订单占比 60%）、RR（订单占比 20%）、等国际知名飞机制造厂商。由于我国廉价的劳动力成本优势，国际航空零部件转包产业的重心逐渐向中国转移，业务收入占比为 77%的外贸航空品销售势头良好，同比增长 37%。但由于航空发动机转包及制造行业对经济危机的反映有滞后效应，故预计该业务增速在 09 年将会放缓。
- 房地产业务贡献的收入应当理性看待。房地产业务于 2008 年第四季度开始确认收入，收入占比达到 14%。但该行业受国家宏观经济波动的影响程度较大，2008 年仅完成了经营计划的 40%，且房地产行业与公司的传统业务航空发动机转包毫不相关，故认为房地产业务带来的收益应当理性看待。
- 期间费用大增，导致营业利润与去年同期持平。销售费用同比增长 38.38%，主要原因是房地产项目业务量增加导致销售费用支出增长较快；管理费用同比增长 81.65%的主要原因为研发费用支出较大以及子公司四川成发普睿玛机械工业制造有限责任公司的设立；财务费用同比增长 119.73%，主要是因为银行贷款利息支出增加及汇率变动导致汇兑损失所致。另外，营业税金及附加同比增长 446.05%，主要是因为房地产项目建设及销售增加了相关税金。
- 盈利预测及投资评级。我们预测公司2009年-2011年的每股收益分别是0.53元、0.69元、0.82元，按照2009年3月10日收盘价21.53元计算，对应的动态市盈率分别是40.6倍、31.2倍、26.3倍，由于市盈率较高，前期涨幅较大，下调投资评级为“中性”。
- 风险提示：汇率波动将对以美元计价的航空外贸转包业务收入构成负面影响，财务费用会因汇兑损失的增加而增加。全球经济危机将导致航空发动机的需求下滑。



图表 成发科技盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011
营业收入	67,391	89,154	100,879	115,000	135,000
增长率	18.30%	32.29%	13.15%	14.00%	17.39%
毛利率	22.90%	24.66%	24.66%	24.78%	24.53%
营业税金及附加	80	438	600	700	800
销售费用	1,443	1,997	2,500	2,750	3,100
管理费用	3,569	6,483	6,500	6,900	8,150
财务费用	2,108	4,633	6,000	6,500	7,450
期间费用率	10.60%	14.71%	14.87%	14.04%	13.85%
资产减值损失	723	992	1000	1000	1000
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,524	7,446	8,279	10,650	12,610
营业利润率	11.20%	8.35%	8.21%	9.26%	9.34%
增长率	53.40%	-1.04%	11.19%	28.64%	18.40%
加：营业外收入	387	519	400	400	400
减：营业外支出	375	268	300	300	300
利润总额	7,536	7,697	8,379	10,750	12,710
利润率	11.20%	8.63%	8.31%	9.35%	9.41%
减：所得税	906	819	1200	1500	1700
实际税负比率	12.00%	10.64%	14.32%	13.95%	13.38%
净利润	6,630	6,878	7,179	9,250	11,010
净利润率	9.80%	7.71%	7.12%	8.04%	8.16%
减：少数股东损益	95	199	200	200	300
归属母公司净利润	6,535	6,679	6,979	9,050	10,710
增长率	66.00%	2.20%	4.49%	29.67%	18.34%
总股本(万股)	13130	13130	13130	13130	13130
每股收益(元)	0.50	0.51	0.53	0.69	0.82

资料来源：天相投资顾问有限公司

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：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014