

2009 年 04 月 08 日

成发科技 (600391.SH)

——09 年业绩将呈现前低后高的走势

市场数据(人民币)

市价(元)	19.80
已上市流通A股(百万股)	71.80
总市值(百万元)	2,599.66
年内股价最高最低(元)	29.62/7.58
沪深 300 指数	2479.35
上证指数	2347.39
2007 年股息率	0.99%


相关报告

- 1 《不利影响逐渐消除,09 年期望更上层楼》, 2009.3.11
- 2 《业绩略超预期,09年值得期待》, 2009.1.9
- 3 《非经常性费用是业绩低于预期的主要原因》, 2008.10.26

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)

卖出 减持 持有 **买入** 强买

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	1.012	1.121
净利润增长率	61.61%	66.46%	2.20%	67.52%	18.75%	10.82%
先前预期每股收益(元)				0.852	1.012	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.733	0.840	N/A
市盈率(倍)	34.11	74.81	24.48	23.24	19.57	17.66
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)	0.49%	0.38%	2.01%	2.34%	1.13%	1.25%
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”

事项：

- 成发科技发布 09 年 1 季度业绩预减公告，较去年同期下滑 50%以上，同时公告维持公司 09 年度经营计划不变。

基本结论

- 公司一季报低于我们的预期，主要原因有二：
 - ◆ 新产品试制情况较多，涵盖：1) 集团军品新型号发动机零部件，2) 转包新型号零部件。新产品的试制影响了公司一季度的排产。
 - ◆ 子公司普瑞马亏损较为严重。
- 公司 09 年销售收入的计划为：转包产品 1.2 亿美元、民品 1.1 亿元、内贸产品 0.96 亿元、房地产 3 亿元。
- 我们对于公司能够完成 09 年经营计划的信心来自：
 - ◆ 公司在手订单较为充足，部分推迟的订单可以被快速增长的新型号零部件弥补，取消订单的情况基本不会发生；
 - ◆ 公司产能不存在大问题，经过一季度产品结构调整后收入将逐季走高。
 - ◆ 普瑞马盈亏平衡点为月销售额 200 万元，一季度普瑞马完成收入情况不佳，但民品的订单可保证普瑞马在 09 年完成扭亏为盈。
- 我们预计 09 年公司分季业绩将呈现前低后高的走势。我们维持公司 09 年~11 年的盈利预测，即主营收入分别为 1,302、1,372 及 1,476 百万元，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：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

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	1	1	1	5
买入	0	5	6	7	12
持有	0	3	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.22	2.21	2.20	2.10

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
6 2009-03-11	买入	20.60	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。