

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

2009年7月24日

成发科技(600391.SH)/25.38元

产品结构调整、注入预期增强

工业·航天军工

目标估值：29-32元

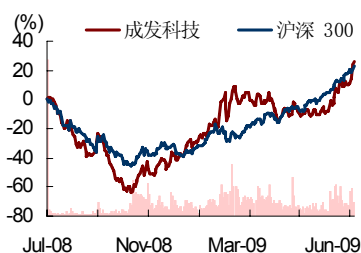
强烈推荐-B(上调)

基础数据

上证综指	3328
总股本(万股)	13130
已上市流通股(万股)	7180
总市值(亿元)	33
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	63.8%
主要股东	成都发动机集团
主要股东持股比例	50.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	36	64	22
相对表现	18	-16	-4



相关报告

- 1、《航天军工行业 2009 年中期投资策略-行业发展良好,估值压力待缓解》2009/6/15
- 2、《成发科技(600391)-稳定增长的航空发动机零部件供应商》2009/3/11

公司通过拓展新客户,加强新产品的试制成功抵御了金融危机造成外贸订单下滑的影响,并为未来发展打下了良好的基础。集团已经重返航空发动机主战场,旗下的 TRT 项目上有良好盈利能力。中航工业重组逐步深入和集团 06 年股改时做出的注入优质资产的承诺都增强了公司 09 年资产注入预期。

- **新产品为公司未来发展打下基础:** 公司 09 年加快了产品结构调整。外贸转包新产品和西门子等新客户的订单帮助抵御了传统叶片订单减少的影响。目前,新产品已经占公司外贸业务的 40%。新产品不仅现阶段是抵御传统订单减少的利器,更是为未来公司高速发展打下良好基础。
- **资产注入预期日益强烈:** 中航工业资产整合已经渐入佳境,前期市场传闻中南传动机械厂将注入公司。我们认为就是不考虑中航工业资产整合的大背景,在 06 年股改时成发集团也做出了逐步装入集团优质资产的承诺。以上两个方面均增强了我们对公司 09 年资产注入的预期。
- **成发在大飞机发动机上取得进展:** 成发集团明确提出重返航空发动机主战场的战略,并在 07 年开始了大飞机发动机相关研制工作。目前已经取得重大进展。如果这块集团优质资产装入上市公司,将极大提升公司行业地位和持续成长空间。
- **集团旗下的 TRT 项目盈利能力良好。** 受益于国家产业政策,集团旗下成发科能的高炉煤气余压透平发电装置(简称 TRT)在 06 至 08 年销售收入增长 7.8 倍,成为集团最重要的利润增长点之一。07 年科能实现净利润 5,000 万元,08 年实现收入 5.5 亿元,是与成发科技规模相当,盈利能力良好的资产。
- **上调投资评级至“强烈推荐-B”:** 公司将受益于世界航空发动机及衍生产品的产业转移,外贸转包将保持稳定快速增长。集团在大飞机发动机项目上的突破提升了公司产业地位和后续发展空间。考虑资产注入预期,目前公司在军工股中估值偏低,应该给与溢价。预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.70、0.81、1.02 元,6 个月目标价为 29-32 元。上调投资评级至“强烈推荐-B”。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	674	892	1328	1382	1575
同比增长	18%	32%	49%	4%	14%
营业利润(百万元)	75	74	107	123	156
同比增长	53%	-1%	44%	15%	27%
净利润(百万元)	65	67	92	106	134
同比增长	66%	2%	38%	15%	27%
每股收益(元)	0.50	0.51	0.70	0.81	1.02
PE	51.0	49.9	36.3	31.5	24.9
PB	6.5	6.1	5.5	4.9	4.3

资料来源:招商证券

正文目录

一、公司近期经营情况介绍	3
1、公司主动调整产品结构	3
2、房地产业务是锦上添花	4
二、成发集团潜在注入资产介绍	5
1、借大飞机发动机重返航空发动机主战场	5
2、TRT 项目是成发集团重要的利润增长点	6
3、集团房地产业务简介	6
三、估值和投资建议	7
1、业绩预测	7
2、估值分析	8
3、投资建议	9
4、风险提示	9
附件 1、成发集团某型发动机相关新闻	10
附件 2、高炉煤气余压透平发电装置简介	11

图表目录

图 1：公司主营业务结构图	3
图 2：成发集团旗下主要公司	5
图 3：宣钢 8 号主机 TRT 装置图	6
图 4：唐钢 3 号主机 TRT 装置图	6
图 5：航天军工板块与市场基准相对 PE 比较	8
图 6：航天军工板块与市场基准相对 PB 比较	8
表 1：公司主营业务收入及盈利预测	7
表 2：房地产和航空制造业对 EPS 的影响	7
表 3：国内航天军工重点上市公司估值比较表	8
附：财务预测表	12

一、公司近期经营情况介绍

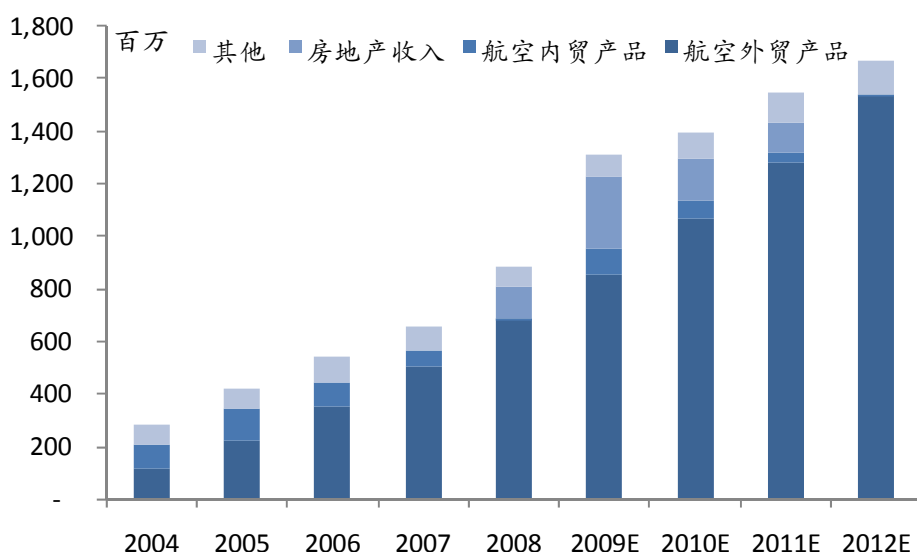
成发科技 2009 年 1 季度净利润同比下降了 66%，中期业绩预报显示公司 09 年 1-6 月实现营业收入 5.3 亿，同比增加 35%，净利润 3,678 万，同比增加 3%。为了了解公司上半年经营情况和对下半年的分析预测，我们于 09 年 7 月 20 日对成发科技进行了调研，与公司就最新的情况进行了交流。

1、公司主动调整产品结构

公司主动进行产品结构调整。受金融危机影响。公司 2、3 月份传统叶片订单减少，1 季度经营情况出现大幅下滑。公司采取两方面措施恢复外贸航空产品的规模：1、加大拓展新客户的力度（例如：加大了与霍尼韦尔、西门子等新客户的接触）。2、大力承接新产品的试制任务。公司主动通过产品结构调整，加大外贸新产品的试制，成功扭转了订单下滑的趋势，保证外贸产出同比保持增长，中期业绩预测经营指标基本达到预期。

航空外贸新产品研制进展顺利。公司加快了 GE 公司 7FA、西门子公司 V94.3A 项目的试制进度。目前 GE 公司 7FA 项目 27 个级别新品试制全部完成，西门子公司 V94.3A 项目 11 个级别获得首件认证。今天的新产品将会转换成为公司明天的成熟产品，为公司发展打下坚实基础。

图1：公司主营业务结构图



数据来源：公司公告、招商证券

外贸新产品占比已经提高到 40%左右。目前，外贸产品中新试制产品的比重大幅上升，已经达到约 40%左右。试制新产品对公司影响是多方面的：新产品试制开拓了公司外贸市场，赢得新贸订单，但是由于小批次，不定时的新产品试制影响了公司的成本，增加了费用。这也是公司中报业绩中营业收入大幅上升，盈利能力却不强的原因之一。

毛利率提升或将是公司业绩超预期的因素。尽管上半年新产品试制多导致毛利率下降，我们建议用发展眼光看问题。随着新产品试制成功，学习效应逐步体现，下半年毛利率提升或将是全年业绩超预期的因素。

航空内贸产品订单增加。公司 08 年航空内贸收入只有 455 万元左右。09 年航空内贸

收入预计为 9,600 万，主要是军方将去年延迟接受的订单交给了公司。目前，公司的航空内贸产品主要是生产涡喷 6 型航空发动机及零部件。由于配套飞机已逐步退出现役，我们预计这块业务将逐年下降。不过，在成发集团的层面已经明确提出重返军品主战场的战略。我们有理由相信公司在未来几年会在新的型号上有所突破。

目前公司并未调整年度经营计划。公司 2008 年航空外贸产品实现 6.84 亿元，公司年初的计划是 09 年同比增长 30%。到目前为止，公司并未调整年初的预计。

2、房地产业务是锦上添花

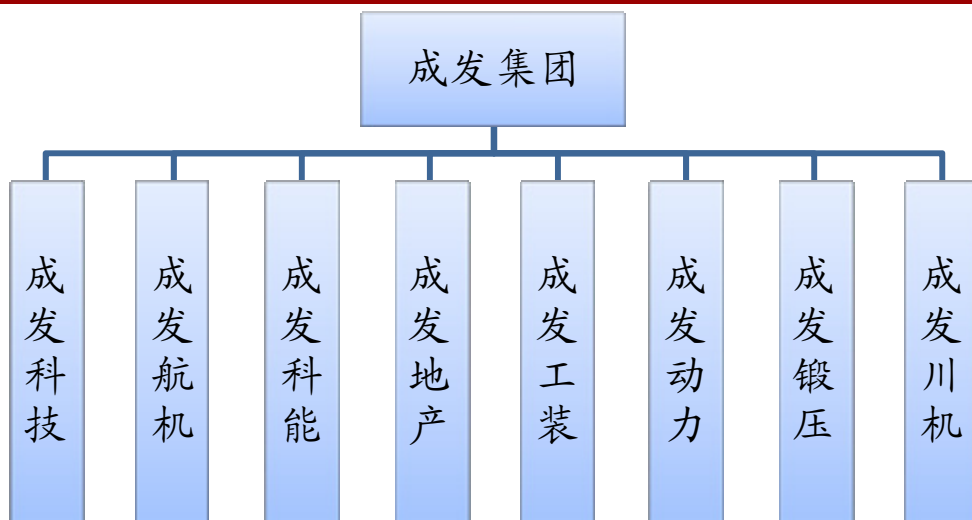
房地产业务帮助公司完成产业结构调整。成发科技在 07 年由于集团旧产区搬迁涉入房地产业务，开发了“上行锦绣”楼盘，计划分 3 期开发，其中 1、2 期共有商品房 1200 套。3 期 600 套。目前，第 1、2 期的房子基本售完，仅剩 10 余套。第 3 期正在开发建设中，面积约 5.7 万平方米，预计 10 年建成。现在成都地区房屋均价为 4,300 元左右，按此估算，三期项目预计带来约 2.5 亿收入。我们认为，房地产业务在这几年可以为公司提供稳定的收入，帮助公司更好的完成产业结构调整。

二、成发集团潜在注入资产介绍

2006 年 7 月 10 日，成发科技(600391)股改方案以全体股东 97.09%赞成率获得通过。成发集团特别承诺 2006 年-2008 年连续三年向公司股东大会提出分红比例不低于 50% 比例的分红预案，并承诺逐步向上市公司注入优质资产及业务。

公司目前还没有实施具体的资产注入计划。在中航工业“三年子公司上市、五年整体上市”的战略规划下，我们分析，要么从注入成发集团外部中航工业的相关资产，例如市场传闻的中南传动机械厂等，要么注入集团内的优质资产。无论采取什么样的方法，公司资产运作在 09 年均有望获得突破。

图2：成发集团旗下主要公司



数据来源：公司网站、招商证券

我们对集团现有的资产和业务进行初步了解，公司旗下有 8 家主要的下属公司。成发航机、成发科能、成发地产是集团旗下几块比较优质的资产。

1、借大飞机发动机重返航空发动机主战场

公司具备航空发动机研制生产的能力。由于历史原因，成发集团一度被取消了保军企业，现在公司通过自身不懈努力，已经形成了机匣、钣金、叶片、热表、装配试车等五个专业制造中心，在航空发动机关键零部件的加工制造方面形成了技术优势；具备了航空发动机研制生产所需的成套试验能力。

公司重返航空发动机主战场。重返军用航空发动机主战场是集团一直以来的奋斗的目标。在去年 10 月份，成发集团成立 50 周年的纪念会上，时任公司董事长的赵桂斌宣布“集团在大飞机项目上，已经介入了大飞机工程发动机零部件研制生产的系列工作中！”。集团新董事长杨锐履新后，将发展某重点发动机型号研制列为集团工作重点，近期已经取得突破性进展。成发集团大飞机发动机项目已经正式获得国家科研立项。

大飞机发动机资产存在注入预期。我们分析，大飞机发动机业务应在成发航机中。在大飞机发动机制造和维修领域的突破改变了原来成发航机从事燃气轮机维修的简单业务结构，提升了成发航机的资产质量。大飞机发动机尽管在集团中，短时间对上市公司业绩没有影响。但是符合产业发展前景的航空发动机产品具备广阔的成长空间，如果实施

资产注入后，将提升公司的产业地位，公司内贸产品将出现爆发性增长。短期对股价有催化剂作用。

2、TRT 项目是成发集团重要的利润增长点

TRT 项目受益我国节能产业政策。我国《“十一五”十大重点工程节能工程实施意见》明确提出，今后新上高炉必须同步配套建设高炉煤气余压透平发电装置（简称 TRT），已投产的高炉要尽快补上 TRT 装置。这些政策和外部环境，为 TRT 产品的生产企业提供了广阔的市场前景和难得的发展机遇。目前，成发集团有 5 个系列、10 余个品种，100 余台 TRT 在全国各大钢厂运行。同时，成发集团进一步加大产品自主创新力度，工业动力设备已从单纯的 TRT 发电，开始向烟气轮机发电，水泥窑发电和联合发电等领域扩展。工业动力设备呈现出系列化发展的趋势。

图3：宣钢8号主机TRT装置图



资料来源：招商证券研发中心

图4：唐钢3号主机TRT装置图



资料来源：招商证券研发中心

TRT 项目是集团最重要的利润增长点之一。2006 年至 2008 年，成发集团 TRT 销售收入增长 7.8 倍。07 年成发科能实现净利润 5,000 万元。历史同期，成发科技实现净利润 6,500 万。08 年成发科能年实现销售收入 5.5 亿元，也与成发科技的规模基本相当。TRT 项目是集团旗下盈利能力良好的资产，如果注入将大幅提高上市公司盈利能力。

3、集团房地产业务简介

集团旗下拥有一家房地产开发公司——成都发动机(集团)房地产开发有限公司（以下简称“成发地产”），成立于 1996 年，系成发集团全资子公司。公司注册资本 1500 万元，拥有房地产开发三级资质。

公司成立 12 年来，累计成功开发保障性住房（房改房和经济适用房）近 100 万平方米。在盘活存量土地资源的基础上，成发地产以开发增量土地资源为突破口，实现房地产开发的社会化、专业化、市场化、商品化，发展壮大房地产业。目前，成发地产的商品房项目开发形势喜人，三合嘉苑二期 17 万平方米商品住宅已于 2008 年交付入住；紫东芯座一期 8 万平方米已经全部售罄，二期 16 万平方米已开工建设，将于下半年开盘并陆续推向市场。“十二五”（2011-2015 年）期间，成发地产将开发普通商品住房 100 万平方米。

三、估值和投资建议

1、业绩预测

航空外贸订单将同比增长 25%左右。公司通过加大航空外贸转包新产品订单，扭住了 1 季度转包业务下滑的趋势。09 年中期将同比增长 30%。我们认为全年航空转包业务 25% 的增长率是一个偏谨慎的估计。09 年上半年新品试制增多，导致利润率下降，尽管下半年随着新品试制成功，进入稳定批量阶段，利润率会回升。出于谨慎考虑我们仍假设 09 年航空外贸的毛利率为 22%。预计 2010 年后，毛利率逐步恢复到 25%的水平。

表 1：公司主营业务收入及盈利预测

收入(百万)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
航空外贸转包	352	500	684	855	1,069	1,283
YOY	59%	42%	37%	25%	25%	20%
毛利率	23.3%	25.0%	24.7%	22%	24%	25%
航空内贸业务	88	61	5	96	67	34
YOY	-26%	-31%	-93%	2009%	-30%	-50%
毛利率	2.9%	5.9%	17.9%	18%	18%	18%
房地产业务	-	-	121	280	160	118
YOY				131%	-43%	-26%
毛利率			25.8%	25.80%	25.80%	25.80%
其他	98	97	74	82	98	113
YOY	24%	-2%	-23%	10%	20%	15%
毛利率	34.7%	26.1%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
合计	538	658	884	1,313	1,394	1,547
YOY	28%	22%	34%	49%	6%	11%
毛利率	22.1%	23.4%	24.7%	22.6%	23.9%	24.8%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

内贸业务成长取决于后续资产注入。公司现在的内贸产品涡扇 6 型航空发动机将在未来 3-4 年内完全退出市场。公司未来内贸市场将取决于集团现在培育的产品，例如大飞机航空发动机的维修和制造，高炉煤气余压透平发电装置（TRT 装置），是否注入上市公司。或者由中航工业注入旗下资产。如果优质资产注入上市公司，我们认为公司在内贸业务上将出现爆发性增长。

表 2：房地产和航空制造业对 EPS 的影响

		2008	2009E	2010E	2011E	2012E
房地产	净利润（百万）	12	28	16	12	-
	EPS	0.09	0.21	0.12	0.09	
航空主业	净利润	55	64	92	121	164
	EPS	0.42	0.49	0.70	0.92	1.25
合计	净利润	67	92	108	133	164
	EPS	0.51	0.70	0.81	1.02	1.25

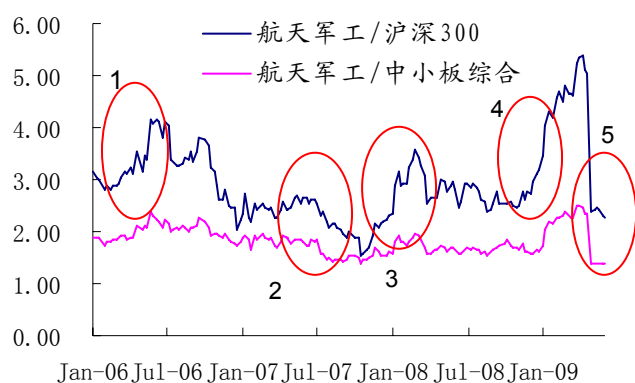
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

房地产业务取决公司未来发展战略。公司介入房地产主要是由于原来成发集团老厂房搬迁，未来集团的房地产业务是否会注入上市公司取决于中航工业和公司未来的发展战略。09年预计销售收入2.8亿元，第3期“上行锦绣”我们预计在01、11年可以给公司带来2.6亿的收入，净利润保守估计2,600万元。我们假设上市公司在“上行锦绣”这个项目完成后，没有后续开发计划。09、10、11年对上市公司分别EPS增厚为0.21、0.12、0.09。

2、估值分析

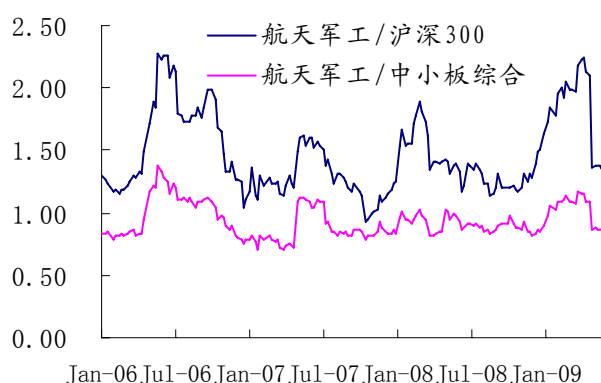
航天军工从4月以来，一直呈横盘整理的态势。我们在09年航天军工行业中期报告中指出历史上航天军工板块的平均动态PE是沪深300的2.93倍，近期航天军工板块的平均动态PE是沪深300的2.28倍，低于历史平均水平。

图5：航天军工板块与市场基准相对PE比较



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图6：航天军工板块与市场基准相对PB比较



资料来源：WIND，招商证券研发中心

公司目前动态PE低于航天军工板块的平均水平，ROE在航空制造类的主要上市公司中也名列前茅。考虑到公司良好的运营能力和资产注入预期，我们认为公司目前股价偏低。

表3：国内航天军工重点上市公司估值比较表

股票名称	7.23 收盘价	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
成发科技	25.38	0.51	0.70	0.81	49.9	36.3	31.3	6.5	9.6%	33
西飞国际	13.48	0.16	0.19	0.24	85.8	70.9	56.2	3.7	3.6%	334
洪都航空	33.68	0.29	0.32	0.40	115.5	104.2	84.6	6.6	3.3%	119
航空动力	22.11	0.27	0.37	0.55	82.9	59.8	40.2	6.5	7.9%	98
哈飞股份	18.29	0.29	0.32	0.38	62.6	57.2	48.2	4.6	7.5%	62
力源液压	19.24	0.33	0.41	0.57	58.3	47.3	33.8	3.7	6.2%	100
中航光电	19.26	0.42	0.57	0.71	46.1	34.1	27.1	5.2	12.2%	52
中航光电	23.80	0.38	0.41	0.49	63.4	58.0	48.6	9.5	19.2%	106
火箭股份	10.86	0.23	0.37	0.43	47.0	29.2	25.1	3.0	8.2%	88
中国卫星	20.30	0.50	0.58	0.73	40.8	35.0	27.9	5.0	11.4%	72
平均					66.9	53.1	42.1	4.5	8.3%	1063

资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、投资建议

面对金融危机带来的经营困难，公司积极调整产品结构，并在调整过程中为未来发展打下了坚实的基础。这也表明金融危机反而加快了世界航空发动机产业转移的步伐。公司的股改承诺和中航工业实施专业化整合、资本化运作的战略，均增强了对 09 年公司实施资产注入方案的预期。无论是前期市场传闻的中南传动机械厂，还是集团自身的成发航机和成发科能的 TRT 项目，都可以极大提升公司投资价值。公司投资要点主要有：

- 1、公司整体业绩稳定增长，市场前景广阔，增速和毛利率均存在超预期可能。
- 2、催化剂事件强烈：制造大飞机的发动机将促发股价。
- 3、后续资产注入时间越来越紧迫。

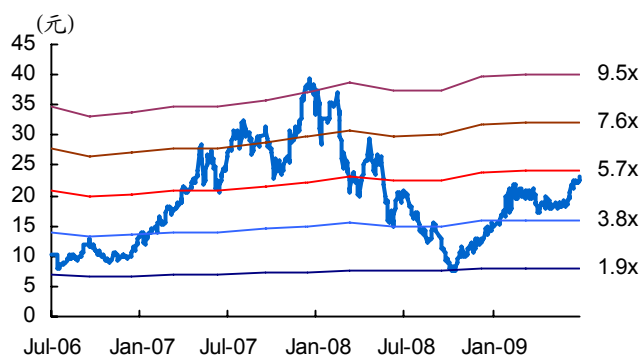
我们预计 09、10、11 年 EPS 为 0.70、0.81、1.02 元，如果不考虑房地产业务，EPS 预测分别是 0.49、0.70、0.92，考虑后续资产注入和发动机产业的高垄断性，给与公司估值溢价。按剔除房地产业务的业绩，11 年 30 倍 PE 计算，目标区间 29-32 元，上调评级至“强烈推荐-B”的投资评级。

图 7：成发科技历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 8：成发科技历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

4、风险提示

公司目前航空外贸转包业务仍然占主要地位，容易受全球经济环境的影响。如果资产注入进程慢于预期，也将影响公司投资价值。

附件 1、成发集团某型发动机相关新闻

新闻 1（2009-7-19）：成都将造首批国产大飞机发动机

昨日记者从成都发动机(集团)有限公司获悉，首批国产大飞机发动机将由该公司制造，目前该公司已正式获得国家科研立项，正夜以继日投入研制工作。（来源：成都晚报）

新闻 2（2009-6-29）：谭瑞松莅临成发公司了解某发动机试制情况

6 月 28 日，中航工业集团党组副书记、副总经理谭瑞松、中航工业战略规划部部长陈元先在成发公司董事长、总经理杨锐、党委书记黎学勤、副总经理刘建的陪同下，对成发公司某发动机试制情况进行了解。

在研制现场，谭瑞松听取了杨锐关于成发公司某发动机试制情况的汇报，并登上装配台，仔细查看了正在装配当中的某发动机。看到成发人历尽艰辛、奋力拼搏、攻坚克难试制出的一件件超大型复杂零部件，谭瑞松高度评价了成发公司通过自筹资金、抢抓机遇、励精图治，为重返航空发动机主战场所展示出的雄心及取得的成绩。谭瑞松指出，某发动机的成功研制就是要给用户树立信心，给企业开辟广阔市场。他衷心祝愿成发公司圆满完成某发动机试制，争取为航空工业的快速发展和国防建设做出更大的贡献。（来源：中航工业）

新闻 3（2008-10-17）：成发将为中国大飞机添“动力”

据成发集团董事长、总经理赵桂斌介绍，作为中国航空工业的大型骨干企业，同时也是中国大中型航空涡喷、涡扇发动机科研、生产基地，目前，成发集团已经形成了机匣、钣金、叶片等 6 个专业制造中心，在航空发动机关键零部件的加工制造上形成了自身的比较优势。

2007 年，该集团研制的新机种涡扇发动机取得重大突破，并配装在某型飞机顺利实现首飞。赵桂斌介绍，“目前，我们在大飞机项目上，已经介入了大飞机工程发动机零部件研制生产的系列工作之中！”。（来源：成都日报）

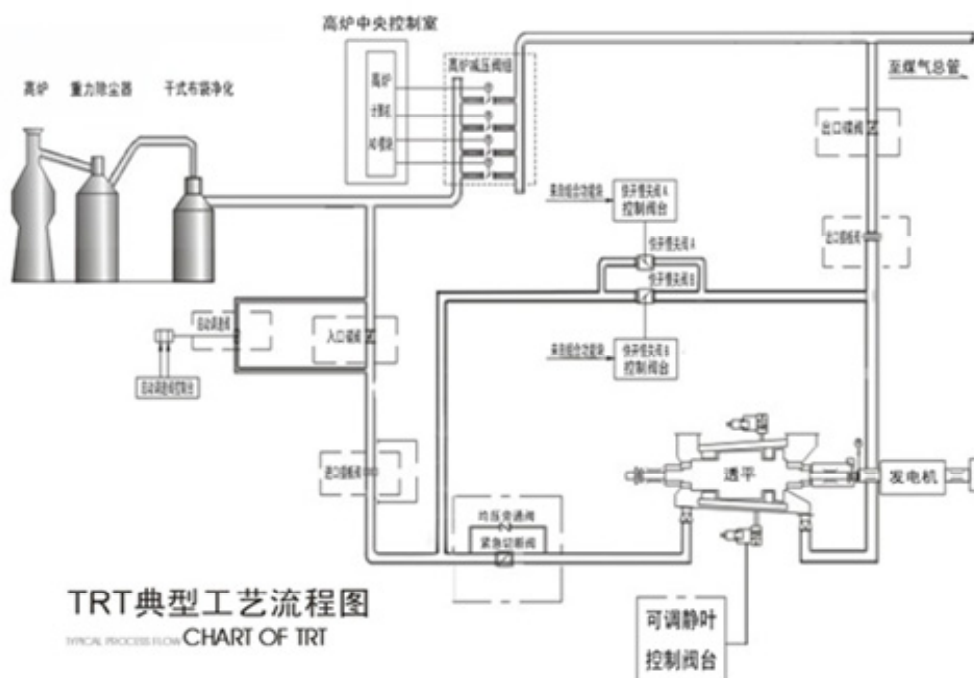
附件 2、高炉煤气余压透平发电装置简介

TRT——Blast Furnace Top Gas Recovery Turbine Unit

高炉煤气余压透平发电装置是利用高炉冶炼的副产品——高炉炉顶煤气具有的压力能及热能，使煤气通过透平膨胀机做功，将其转化为机械能，驱动发电机或其它装置发电的一种二次能源回收装置。

该装置既回收减压阀组泄放的能量，又净化煤气、降低噪音、稳定炉顶压力，改善高炉生产的条件。不产生任何污染，可实现无公害发电。是现代国际、国内钢铁企业公认的节能环保装置。

图 9：TRT 典型工艺流程图



数据来源：招商证券

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	693	767	1121	1157	1300
现金	61	103	100	100	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	6	13	14	16
应收款项	171	172	266	276	315
其它应收款	86	10	66	69	79
存货	360	445	660	682	772
其他	8	31	16	16	18
非流动资产	620	741	758	779	800
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	449	606	727	751	774
无形资产	31	30	27	24	22
其他	140	105	4	4	4
资产总计	1313	1507	1879	1937	2100
流动负债	428	717	1141	1122	1187
短期借款	44	166	681	647	652
应付账款	182	228	363	375	424
预收账款	5	12	16	16	18
其他	197	311	82	84	93
长期负债	363	231	111	111	111
长期借款	269	111	111	111	111
其他	94	120	0	0	0
负债合计	791	947	1252	1232	1298
股本	131	131	131	131	131
资本公积金	242	242	242	242	242
留存收益	139	173	238	312	405
少数股东权益	9	13	16	19	23
母公司所有者权益	513	547	611	685	779
负债及权益合计	1313	1507	1879	1937	2100

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	58	128	(84)	204	174
净利润			92	106	134
折旧摊销			52	57	59
财务费用			60	58	58
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(337)	(25)	(94)
其它			49	8	17
投资活动现金流	(201)	(30)	(80)	(80)	(80)
资本支出			(80)	(80)	(80)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	153	(56)	161	(124)	(94)
借款变动			369	(34)	5
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(28)	(32)	(40)
其他			(181)	(58)	(58)
现金净增加额	10	42	(3)	0	0

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	674	892	1328	1382	1575
营业成本	519	672	1036	1071	1213
营业税金及附加	1	4	1	1	2
营业费用	14	20	31	32	36
管理费用	36	65	93	97	110
财务费用	21	46	60	58	58
资产减值损失	7	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	75	74	107	123	156
营业外收入	4	5	0	0	0
营业外支出	4	3	0	0	0
利润总额	75	77	107	123	156
所得税	9	8	12	14	18
净利润	66	69	95	109	138
少数股东损益	1	2	3	3	4
母公司所有者净利润	65	67	92	106	134
EPS (元)	0.50	0.51	0.70	0.81	1.02

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	18%	32%	49%	4%	14%
营业利润	53%	-1%	44%	15%	27%
净利润	66%	2%	38%	15%	27%
获利能力					
毛利率	22.9%	24.7%	22.0%	22.5%	23.0%
净利率	9.7%	7.5%	6.9%	7.7%	8.5%
ROE	12.7%	12.2%	15.0%	15.4%	17.2%
ROIC	10.2%	11.0%	10.4%	11.0%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	62.8%	66.6%	63.6%	61.8%
净负债比率	23.8%	28.0%	42.1%	39.1%	36.3%
流动比率	1.6	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.8	1.7	1.9	1.6	1.7
应收帐款周转率	4.3	5.2	6.1	5.1	5.3
应付帐款周转率	3.9	3.3	3.5	2.9	3.0
每股资料(元)					
每股收益	0.50	0.51	0.70	0.81	1.02
每股经营现金	0.44	0.97	-0.64	1.55	1.32
每股净资产	3.91	4.16	4.65	5.22	5.93
每股股利	0.13	0.25	0.21	0.24	0.31
估值比率					
PE	51.0	49.9	36.3	31.5	24.9
PB	6.5	6.1	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	18.6	14.3	10.2	9.4	8.2

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 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

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。