

军工行业

庞琳琳

010-88092288-3705

pll@swsc.com.cn

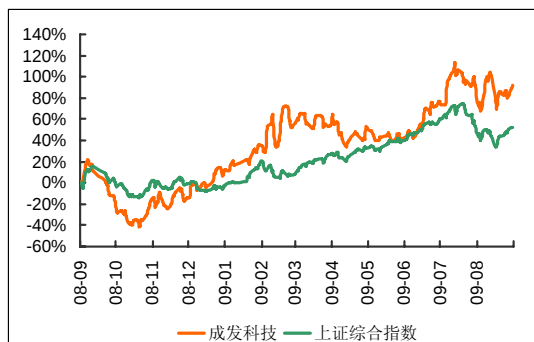
“航机、科能”，非同小可；板块整合，更加宽广！

——成发科技（600391）调研报告——

2009 年 9 月 16 日

增持（维持）

市场表现（2008.9.16 ~ 2009.9.15）



基本财务指标

指标	2008A	2009E	2010E
每股收益（元）	0.51	0.71	0.68
净资产收益率（%）	12.61	16.58	13.06
销售毛利率（%）	24.66	24.05	23.70
市盈率（倍）	48	35	36

相关研究

- 2009/03/11 四季度业绩激增挽前期窘势——08 年年报点评
- 2008/10/27 实现全年经营计划有支撑——08 年三季报点评
- 2008/08/25 房地产项目或助完成全年经营计划——08 年半年报点评
- 2007/11/20 外贸转包挑大梁——深度研究报告

我们的独特之处：

本报告在深入调研和充分交流的基础上，就公司大股东优质资产注入和公司在中航工业发动机板块定位可能两个方面进行详细分析和探讨。

投资摘要：

- 公司大股东成发集团在公司股改时曾做出“择机逐步注入优质资产的承诺”，目前产业培育已取得了明显的进展，条件日趋成熟。操作上的关键问题解决后，公司的资产注入事项就将进入快行通道。
- “成发航机”为集团核心业务，以制造和修理航空发动机、燃气轮机及其衍生产品为主，是我国教练机动力主要承担单位，目前主要承担国家某重点型号发动机的研制任务及其整机、零配件生产。
- “成发科能”属技术领先型企业，为集团精干业务，市场前景广阔，盈利能力非常强。主要产品有余压透平发电装置、压缩机、余热透平发电装置等，均属于航空发动机衍生产品，与公司产品技术同源。
- 中航工业集团将在未来 2—4 年将会分步实施发动机板块的资产整合，我们猜测公司有可能整合发动机板块下的外贸转包资产，将充分享受这块巨大的市场蛋糕；或者成为未来民用航空发动机业务平台，短期有国家投入，长期背靠巨大市场空间。
- 公司外贸航空业务一段时间内仍处于低迷期，内贸航空产品虽有增长，但基数太小，对业绩贡献有限，而房地产业务将助力公司度过行业低迷期。
- 估算公司 09 年、10 年和 11 年可实现基本每股收益 0.71 元、0.68 元和 0.76 元，目前估值水平已不低。考虑到大股东优质资产注入的承诺，而且可注入资产确实优质，加之公司在中航工业发动机板块层面更大的发展空间，我们仍维持“增持”评级。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

我们近期对公司进行了实地调研，与公司董秘兼副总经理李志伟先生就公司的经营情况、大股东资产注入以及未来发展等方面进行了沟通。

一、大股东优质资产确实，期待资产注入

公司大股东成发集团在公司股改时曾做出“择机逐步注入优质资产的承诺”，根据我们了解到的情况，成发集团旗下现有“成发航机”和“成发科能”两块优质资产。

1、“成发航机”：向产业链上游延伸，获取主机研制的高端技术和更广阔的发展空间

“成发航机”系成发集团下属分公司，属集团核心业务，以制造和修理航空发动机、燃气轮机及其衍生产品为主，是公司内贸业务的主要关联方。成发集团目前主要承担国家某重点型号发动机的研制任务及其整机、零配件生产，该型号发动机属国内该领域最先进型号，需求迫切，一旦研制成功部队列装，需求量非常可观，成发集团也将就此迎来新的发展机遇。该项目目前进展正常，由于前期研发投入较多，形成效益尚需时间。

“成发航机”的业务与公司高度相关，公司为其发动机整机提供主要零部件。一旦该块业务注入，公司将获取发动机主机研制的尖端技术，不仅可以向上延伸至产业链中游、高附加值的发动机主机领域，实现研发、制造技术水平的升级，获取比下游零部件领域更强的竞争优势；而且，新型号产品的大批量生产，也将迅速扩大公司内贸业务的收入规模，加之该型号产品属最新型军品，毛利水平也会较高，公司盈利能力也将随之提升；同时，作为中航工业集团中涉及先进航空发动机研制的少数企业，将会获得更多话语权和更广阔的发展空间。

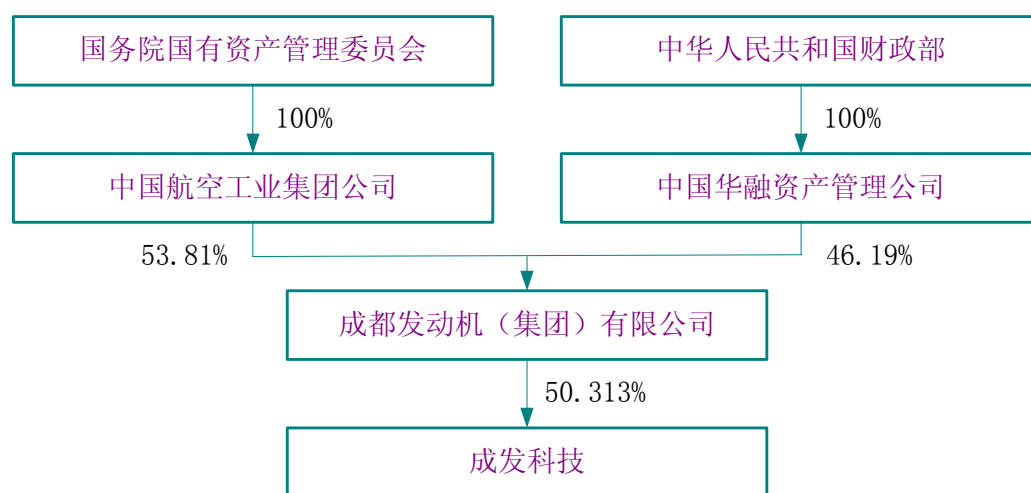
2、“成发科能”：技术同源实现多元化，形成利润新增点

“成发科能”是成发集团下属专门从事工业动力设备研发、生产和销售的业务单位，主要产品有余压透平发电装置、压缩机、余热透平发电装置等，均属于航空发动机衍生产品。属技术领先型企业，为集团精干业务，盈利能力非常强。员工不超过 200 人，绝大部分为研发和销售人员，内部工厂从事少量加工，部件制造大部分外协。高炉煤气余压透平发电装置（TRT）主要应用钢铁行业，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，驱动发电机发电的能量回收装置，属节能环保型配套产品，在国内外钢铁企业大量应用，市场前景非常广阔。该单位 07 年开始爆发性增长，08 年销售收入超过 5 亿元，主要产品属于工业上重大成套设备，回款期较长，截至目前还未走完一个完整周期，也就是说收入还未完全确认。主要产品与钢铁行业高度相关，随着钢铁行业的整体转好，该业务单位未来几年业绩仍将高速增长。

“成发科能”主要产品均属于航空发动机衍生产品，与公司核心业务相关度也非常高，而且

由于技术上的同源性，公司也为其提供部件制造的外协工作。以核心技术为基础，延伸其航空制造技术（加工工艺和检测技术）到相关业务领域，实现多元化经营，是保证公司持续稳定增长的重要思路。集团注入“成发科能”的优质资产，确是符合公司的发展思路，由于其主要产品技术较为成熟，市场前景广阔，如能注入将是公司多元化道路上迈出的最坚实一步，形成新的业绩增长点，削弱单一业务受市场影响波动较大的不利因素。

图 1，公司与实际控制人的产权及控制关系



资料来源：公司公告

公司在 09 年半年报里提到“成发集团根据自身资产及产业的情况，从股改至今一直在积极培育优质产业，目前产业培育已取得了明显的进展，条件日趋成熟”，而且也表示将“适时履行注入资产承诺”。从实际操作方面来看，仅仅成发集团表示优质资产注入条件日趋成熟，并愿意履行承诺还不够，还牵扯到成发集团的实际控制人中航工业集团公司和中国华融资产管理公司，这也是操作上最关键的问题。具体来说，就是还要符合中航工业发动机业务板块总体发展规划，而中国华融资产管理公司则主要关注资产注入的对价问题，要求取得最大的利益。一旦这两方面问题得到解决，公司的资产注入事项就将进入快行通道。

二、板块定位决定公司未来发展

1、我国航空发动机研制上升到国家意志，产业成长空间巨大

研制航空发动机技术难度大，投资多，周期长，风险大，世界上能搞飞机制造业的国家不少，而能独立研制发展航空发动机的只有美、英、俄、法等少数几个国家。拥有研制先进航空发动机的技术实力不仅可以提升军事实力、满足现代国防装备的需求，而且先进航空发动机技术也可以转化为民用，基础工业的各个领域也将显著受益，拥有广阔的军民用市场需求。

航空发动机制造一直是中国航空工业的软肋，发达国家都对军用航空发动机核心技术实行严密封锁，走独立自主研制航空发动机道路，研制发展先进水平的航空发动机是我国的必然选择。随着太行、秦岭及昆仑三大发动机的研制成功，尤其是属于三代机水平的太行问世，实现了我国军用航空发动机从第二代向第三代、从涡喷向涡扇、从中等推力向大推力的跨越；同时也意味着，在发生大规模常规战争的情况下，我国能够独立大批量地生产三代战机补充前线，显著提升我军作战能力。未来在三代机的基础上进一步改型，还可以将歼 10 改进到三代半，随着三代发动机的设计定型，我国还可以正式进入四代机的研制工作，逐步缩小与美、俄等先进国家的差距。有了先进的军用涡扇发动机，我们就可以在此基础上衍生出大涵道比的民用涡扇发动机，我们的大型军事运输和大型民用客机也就有了自己的动力，解决国产大飞机没有国产发动机的尴尬。同样，在军用涡扇发动机基础上，我们还可以生产出发电用的燃气轮机，生产出护卫舰、驱逐舰用以及未来航空母舰的燃气动力。

一个国家，没有独立自主研制发展的航空发动机事业，就没有独立自主发展的航空工业；没有先进的航空发动机事业，就没有先进的航空工业。2006 年 1 月我国已正式把大飞机（包括大型军事运输机和大型民用客机）和大飞机发动机项目确定为《国家中长期科学和技术发展规划纲要》的 16 个重大专项之一，并将研制我们自己的大飞机（含发动机）上升到了国家意志，这为我国航空发动机技术的提升提供了机遇，也给国内航空发动机制造企业创造了前所未有的发展机会。

2、中航工业发动机板块资产整合将在未来 2~4 年分步实施

作为中航工业集团十三个板块中的重中之重，发动机板块资产整合最受关注，中航工业集团去年提出 3~5 年内实现分公司整体上市的目标，那么，未来 2~4 年将会分步实施发动机板块的资产整合。中航工业发动机板块现拥有六大航空发动机制造企业，分别是沈阳黎明、西航、贵州黎阳、成发集团、南方动力和哈尔滨东安发动机。其中，沈阳黎明拥有我国最先进的军用航空发动机总装业务，承担三代战机动力——太行发动机的总装业务，是国内目前规模最大、为国防主力战机提供动力最多的旗舰型企业；西航主要承担秦岭和涡喷 8 的整机制造，承担太行和昆仑的核心部件制造，属重点协作单位，规模与黎明相当；南方动力则是我国主要的直升机动力及螺旋桨发动机的制造企业，规模约为西航、黎明的一半；黎阳公司收入和资产规模更小一些，主要生产推涡喷歼击机动力；成发集团目前主要承担教练机动力研制，目前正在进行国家某重点型号发动机研制工作。

表 1，国内主要航空发动机制造企业概览

企业	主要研制项目	参与发动机型号
西航发动机	轰炸机、战斗轰炸机、大型军用运输机动力及与黎明合作研发大推及高推歼击机动力	秦岭、涡喷 8 整机，太行、昆仑核心部件
沈阳黎明	与西安航空动力合作研发大推及高推歼击机动力	太行、昆仑整机，涡喷 5、涡喷 6 甲
贵州黎阳	中推涡喷歼击机动力	涡喷 7、涡喷 13 系列整机
成发集团	目前正在进行某新型发动机研发	涡喷 6 乙
南方动力	直升机动力、螺旋桨发动机	活塞 5、活塞 6 系列、涡桨 5 系列和涡桨 6 系列
哈尔滨东安	直升机和运输机动力，直升机减速传动系统及飞机附件传动系统	活塞 7、活塞 8

资料来源：西南证券研发中心整理

截至目前，中航工业十三个板块中，中航飞机公司和中航直升机公司的整合思路较为清晰，最终将以唯一平台实现整体上市。依此思路，发动机板块也有可能整合到一起，在一个平台上实现整体上市，或者是依据业务或市场不同划分，以多个平台整合不同类型资产，每个平台独立上市，达到板块整体上市的目的。

3、公司板块定位两种可能

目前发动机板块有两家 A 股上市公司，一个是本公司——成发科技（600319），以航空发动机零部件外贸转包和内贸零部件生产为主业，另外一个就是西航旗下的航空动力（600893），以航空发动机整机制造和航空零部件外贸转包生产为主业。从板块地位来看，西航动力作为我国三大航空发动机生产基地之一，公司产品涉及到了我国第一代至第四代航空发动机几乎全部型号，承担秦岭和涡喷 8 的整机制造，承担太行和昆仑的核心部件制造，另外还开展舰船用燃气轮机、导弹零部件及三代机改型、四代机预研等工作，公司板块整合平台地位显著，有可能会继续整合沈阳黎明等航空发动机整机资产。

也就是说，与航空动力相比，在中航工业发动机板块整合平台地位方面，成发科技并不具有优势。那么，成发科技最终如何定位仍是未知数。参考中航工业其他板块的整合思路，以及发动机板块业务自身的特点，我们猜测公司的定位问题有以下几种可能：

➤ 整合发动机板块下的外贸转包资产，将充分享受这块巨大的市场蛋糕

在发动机板块内，通过交叉持股，公司有可能成为板块外贸零部件转包业务的整合平台。有数据显示，08 年整个中航工业发动机零部件转包收入约为 4.4 亿美元，其中航空动力为 1.977 亿美元，成发科技为 1.1 亿美元，沈阳黎明规模稍小约为 5000 万美元。三家公司主要与美国 GE 公司、普惠公司、英国罗罗公司、法国斯奈克玛公司等国际航空发动机制造商合作，产品类别基

本相同，但对应整机类型有所不同，有一定的竞争关系。如能将全部发动机零部件转包资产整合到一起，既可以集中资源、提升研发及制造能力，又可以统一的品牌对外承接转包业务，减少各家企业间不必要的竞争，提升转包生产的谈判能力。

表 2，中航工业发动机板块转包资产整理

	合作对象及转包产品	收入规模（08 年）
沈阳黎明	与美国 GE 公司、普惠公司、英国罗罗公司、法国斯奈克玛公司等多家有转包合作业务，提供机匣件、环型件、结构件和钣金件等产品。	5000 万美元
航空动力	为 RR、GE、PW、SNECMA 等提供航空发动机和燃气轮机的精铸、精锻叶片，盘环类零件和结构件等，以盘环类为主。	1.977 亿美元
成发科技	为 GE、RR、GEAE 等提供航空发动机和燃气轮机的叶片、机匣、环形件和钣金件等。	1.1 亿美元

资料来源：西南证券研发中心整理

近年来，国际航空制造业逐步向低成本国家转移的趋势越来越明显，对于中国来说，成本的优势以及越来越提升的制造加工方面的竞争优势必然会为获得更多的转包份额带来筹码。同时，作为转包方的国际航空制造企业不断集中直接转包对象以及增加二级转包商等政策的实施也为中国航空制造企业增加转包规模提供了机会。一般来说，一国所获得的国际航空制造转包规模是与其飞机市场的需求规模是成正比的。波音公司和空客公司预测，未来二十年中国将是航空市场发展最快的区域，到 2026 年民用飞机需求量将达到 2,929~3,380 架，价值约为 3500 亿美元。根据国际惯例，航空制造业向外出售的产品中，输出方至少应向输入方转包生产不低于 20% 的零部件，即“补偿贸易额度”。按 20% 比率计算，那么未来二十年内，中国平均每年可获得的航空转包规模约为 35 亿美元；即使按 10% 保守估算，平均每年中国可获得的航空转包规模也将达到 17.5 亿美元。受国际金融危机影响，全球航空制造业都处于低迷阶段，但我们有理由相信，随着国际航空制造业的复苏，未来中国的航空制造转包也将会将具有巨大的发展空间。

由于航空转包生产属于高技术壁垒的产业，行业内公司基本都集中于中航工业下属各企业，从事发动机零件转包生产的企业基本被西航、沈阳黎明和成发集团所垄断，其他企业很难进入。因此，从产业成长空间和行业进入门槛来看，整合后成为发动机板块转包资产平台后，公司将充分享受我国航空发动机外贸转包这块巨大的市场“蛋糕”。

➤ 成为未来民用航空发动机业务平台，短期有国家投入，长期背靠巨大市场空间

可以说，我国在大型民用客机以及航空发动机领域一直处于空白，市场全部被飞机制造商——波音和空客、发动机制造商——通用、罗罗、普惠等所垄断。随着去年大型客机以及大型发动机重大专项作为国家意志而启动，不久的将来，我国民用航空这块空白纪录也将被刷新。我国民用航空市场非常巨大，民族航空制造业将迎来前所未有的发展机遇，可以肯定的是，民用航空发动机领域必将是发展的重中之重，一旦研制成功，无论是国家的战略意义还是市场的商业前景都是巨大的。

虽然基本原理相同，技术上相通性较大，但与军用飞机发动机相比，民用飞机发动机技术要

求更高，军用飞机的发动机寿命只有几千个小时，而民用飞机发动机则要求在高速运转的状况下维持几万个飞行小时。我们注意到，作为我国大型客机发动机项目的责任主体——中航商用飞机发动机有限责任公司在上海成立，致力于国产大飞机发动机的研发、总装、试验、市场营销、客户服务、和适航取证等工作。这是不是预示着中航工业集团有意将军、民用发动机经营主体分开，军用发动机由沈阳黎明、西航动力等整合后的主体运作，而大型客机所用民用发动机由中航商飞承担，双方在研发等高级层面深度合作，而总装、试验等业务独自运作，民用发动机零部件也可转包给制造类企业。这样也可以解决一直困扰企业的保密性问题，很多航空制造企业的军民用生产线都是共用的，保密工作难度很大。军民用航空发动机经营主体分离后，保密性问题也就迎刃而解了。

我们认为，在中航工业发动机板块整合中，有可能按军、民用分线，航空动力最有优势成为军用发动机整机整合平台，那么，成发科技成为板块民用发动机平台也是有可能的。未来二十年，我国将是民用航空市场需求发展最快的区域，到 2026 年民用飞机需求量将达到 2,929~3,380 架，价值约为 3500 亿美元。一旦我们自己的大飞机（包括大发动机）研制成功，其国内市场空间将是非常巨大的，也将会在全球范围内与波音、空客竞争，获取更多的国际市场份额。

另一方面，大发动机研制难度高、周期长，将会是一个漫长的系统工程，短期内很难产生直接效益，需要大量的前期投入。据了解，大飞机项目（包括大发动机）在今后三到五年需要投入 600 亿元，而到最终投放市场，相关总体投入将达到 2000 亿元，其中发动机作为最核心的部分，相比于飞机、机载系统、材料等部分研发难度更大，也需要更多的投入。成为民用发动机平台后，公司也将与军用发动机平台公司共同进行大发动机的研制工作，如前文所述，由于民用发动机比军用发动机有着更高的性能要求，公司可能承担的研发工作量更复杂，获得的研发投入也理应更多。

从了解的情况看，中航工业发动机板块整合并无新消息，以上两种可能都是我们的猜测。还有一种可能，如果中航工业发动机板块只有一个整体上市平台的话，无疑航空动力更具优势，成发科技最后就会成为一个壳资源，为集团其他资产整合所用。我们判断，如果大股东成发集团承诺的资产注入能尽快启动的话，最后一种可能就可以最先排除。

三、房地产业务助力度过行业低迷期

受国际金融危机影响，年初以来公司部分外贸订单出现展期甚至取消的情况，截至 9 月份新订单缺口较大，外贸业务收入上半年同比出现小幅下降，结束连续多年的快速增长势头。数据显示，国际航空制造业复苏还有待时日，09 年全球飞机及发动机交付量还不是最低，预计 2010 年会更低，因此公司外贸航空订单低点也将会出现在 2010 年。针对此不利局面，公司加强了新产品开发力度，争取通过增加品种来弥补订单批量下降的不足。下半年公司外贸航空业务增长还要看国际航空制造业复苏情况，预计全年此项业务仍将同比小幅下降。上半年由于产品结构原因，主要是毛利率较高的叶片收入确认较多，外贸航空业务毛利率达到最近几期最高水平；但这种产

品结构很难长期持续，考虑到下半年原材料成本的上升，预计 09 年全年外贸航空业务毛利率水平恐难维持上半年的水平，会有一定程度下降。

由于新品试制大量增加，在较低基数基础上，上半年公司内贸航空业务收入同比实现大幅增长。内贸航空产品目前仍处于新老交替阶段，目前新产品（8 号工程）进展顺利。随着产品的成熟，今后公司内贸航空产品销售收入将有望逐渐增长，但在短期内暴发性增长的可能性不大。上半年收入主要来自集团 8 号工程零部件生产，预计下半年以 6 号发动机主要零件生产为主，6 号发动机装备的歼-6 和强-5 仍未退役，发动机到达寿命后仍有更新需求。公司于年初预计全年关联交易会达到 9600 万元，但上半年仅实现 1000 多万元，目前情况看全年很难实现年初目标。预计下半年内贸航空收入会显著高于上半年，但由于老型 6 号发动机零部件居多，毛利率水平也会相对低一些。

公司房地产项目名称为“上行锦绣”，一共三期，1、2 期四栋楼主体工程已完成，2010 年下半年交付，3 期那两栋楼才动工，要 2011 年中交付，商铺和停车位会放在后面销售。该项目一共 1800 多户，户型面积区间为 50 平米到 130 平米，全部均价 4500 元/平米左右，粗略估算，项目全部销售收入约为 8 亿元（不含商铺和停车位）。08 年房地产项目确认收入 1.21 个亿，09 年上半年确认 1.84 个亿，至此还有 5 亿左右的收入尚未确认，将在未来两年半内确认完毕（不含商铺和停车位）。由于地理位置影响，加之当时建造成本较高，本着收入确认谨慎性原则，房地产项目毛利率较行业正常水平偏低。

综合来看，公司外贸航空业务一段时间内仍处于低迷期，内贸航空产品虽有增长，但基数太小，对业绩贡献有限，而依靠房地产业务的支撑，未来三年内公司综合业绩下滑幅度有限，如果某个年份房地产业务收入确认较大的话，当年还有可能出现一定程度的增长。

四、估值与评级

盈利预测假设：

- 不考虑资产注入和整合的外延式增长，也不考虑房地产项目中的商铺和停车位收入；
- 实现 09 年年初计划 12.98 亿元的收入目标有困难，估算 09 年、10 年和 11 年的收入增长率为 14.32%、-7.07%和-5.14%；
- 外贸业务毛利率有小幅下滑，内贸业务和房地产业务毛利率逐年提升，估算 09 年、10 年和 11 年综合毛利率分别为 24.05%、23.70%和 24.67%；
- 09 年上半年管理费用上升较大，主要是由于研发投入增加所致，预计以后各期会有所下降；
- 所得税率 15%；

估算公司 09 年、10 年和 11 年可实现营业收入 1010.69 百万元、939.23 百万元和 890.93 百

万元，归属母公司税后净利润 94.93 百万元、91.03 百万元和 101.21 百万元，以总股本 131.3 百万股计算，则 09 年、10 年和 11 年可实现基本每股收益 0.71 元、0.68 元和 0.76 元。

表 3，盈利预测简表

单位：百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	538.25	673.91	884.09	1010.69	939.23	890.93
毛利率	22.64%	22.92%	24.03%	24.05%	23.70%	24.67%
毛利	121.86	154.48	212.44	243.02	222.58	219.75
净利润	39.44	66.30	68.77	94.93	91.03	101.21
每股收益	0.29	0.50	0.51	0.71	0.68	0.76

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

以 9 月 15 日收盘价 24.63 元/股计算，对应 09 年、10 年和 11 年的市盈率分别为 34.80 倍、36.32 倍和 32.59 倍，公司目前估值水平已不低。考虑到大股东优质资产注入的承诺，而且可注入资产确实优质，加之公司在中航工业发动机板块层面更大的发展空间，我们仍维持“增持”评级。

表 4 主要报表及财务指标预测结果

单位：万元

利润表	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2009E	2010E	2011E
营业收入	101,069	93,923	89,093	净利润	9,493	9,103	10,121
营业成本	76,767	71,665	67,118	折旧	6,507	6,047	5,737
营业毛利	24,302	22,258	21,975	应收预付账款	-2,536	1,431	967
营业税金及附加	501	465	267	存货增加	-6,372	3,596	2,430
销售费用	2,021	1,878	1,782	其它科目	0	0	0
管理费用	8,086	7,044	6,236	运营资本变化	-3,705	2,091	1,413
财务费用	2,527	2,160	1,782	经营活动现金流	12,090	17,145	16,756
营业利润	11,168	10,709	11,907	固定资产	-16,608	-347	-1,885
所得税	1,675	1,606	1,786	长期投资	0	0	0
净利润	9,493	9,103	10,121	无形资产	-429	242	164
每股收益	0.71	0.68	0.76	投资活动现金流	-17,117	-59	-1,691
				短期负债增加	0	0	0
				长期负债增加	2,820	-4,135	-5,291
资产负债表	2009E	2010E	2011E	普通股股本增加	1,102	-3,165	-4,636
货币资金	11,778	10,945	10,382	应付股利	-1,002	-1,393	-1,351
应收票据	635	590	560	资本公积增加	3,305	-9,494	-4,636
应收帐款	19,609	18,222	17,286	筹资活动现金流	6,501	-17,918	-15,628
存货	50,868	47,272	44,842	现金及等价物增加	1,475	-833	-563
在建工程	11,320	10,520	9,979				
固定资产	69,315	64,414	61,103				
长期投资净额	0	0	0	主要财务指标	2009E	2010E	2011E
无形资产	3,424	3,182	3,019	总资产报酬率	5.39%	5.62%	6.32%
资产总计	172,324	160,141	151,910	净利率	9.39%	9.69%	11.36%
				毛利率	24.05%	23.70%	24.67%
短期借款	16,600	16,600	16,600	净资产收益率	16.58%	13.06%	14.96%
应付帐款	26,102	24,257	23,010	资产负债率	59.97%	59.91%	58.22%
流动负债合计	77,475	74,204	71,993	EBIT / 利息支出	5.20	5.41	6.37
长期借款	12,152	8,987	4,351	流动比率	1.13	1.10	1.07
长期应付款	12,239	11,374	10,789	总资产周转率	0.63	0.57	0.58
负债合计	103,346	95,940	88,438	存货周转率	1.62	1.46	1.47
				付款周期(天)	115.62	127.94	127.75
实收资本	14,231	11,067	6,431	货币资金 / 销售	42.18	42.18	42.18
资本公积	27,513	18,019	13,383	应收账款周转率	5.55	5.01	5.06
盈余公积	5,562	6,913	8,354	存货周转率	1.62	1.46	1.47
未分配利润	20,067	26,330	33,144	应付账款 / 存货	51.31%	51.31%	51.31%
所有者权益	64,201	63,471	64,201	长期投资 / 营收	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：公司公告、西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>