

成发科技（600391）：外贸转包业务仍显低迷，资产重组预期强烈

中性（维持）

机械行业/军工

当前股价：32.28 元

报告日期：2010 年 4 月 16 日

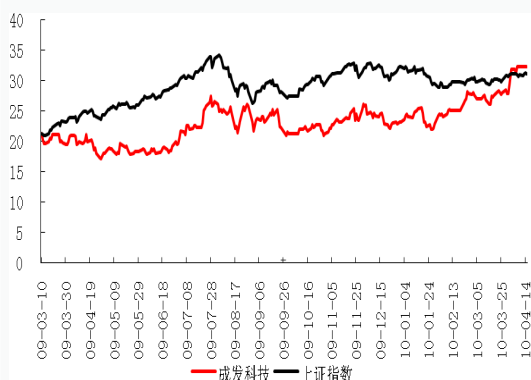
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1037	1261	1517	1825
YOY(%)	16%	22%	20%	20%
营业利润	48	63	95	121
YOY(%)	-36%	31%	52%	27%
归属于母公司的				
净利润	48	54	82	104
YOY(%)	-28%	13%	52%	27%
每股收益（元）	0.37	0.41	0.63	0.80
市盈率（倍）	88	78	52	41

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	13,130/7,180
流通市值（亿元）	23.18
每股净资产（元）	4.28
资产负债率（%）	65.26%

股价表现（最近一年）



联系人：天相机械组

021-58824282-836 wangsw@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年年报显示，1-12 月份公司实现营业收入 10.37 亿元，较上年同期相比增长 16.28%；实现营业利润 4,770 万元，较上年同期相比下降 35.94%；实现归属母公司净利润 4,802 万元，较上年同期相比下降 28.1%；每股收益 0.37 元。同比下降 27%。其中，第四季度实现营业收入同比下降 11%，环比上升 24.77%；实现每股收益为-0.02 元。业绩低于我们的预期。
- 房地产业务大幅增长导致主营业务收入保持较高增速。公司主要业务包括航空外贸转包、国内航空零部件产品和其他产品、房地产业务等。报告期内，金融危机对公司的影响逐渐显现，国际市场需求下滑，部分外贸订单交付推迟或取消，公司外贸转包收入和国内民品收入减少。公司主营业务收入增长的主要来源是房地产项目收入大幅增长了 169%；占公司收入 55% 以上的外贸转包业务同比下降 11%，我们认为外贸转包业务有望小幅增长。
- 未来业绩增长仍在航空外贸转包业务。由于房地产项目销售已近尾声，剩余可售房源不多，对 2010 年公司主营业务收入的贡献作用将明显降低，航空发动机转包业务仍是公司业绩增长的推动力量。面对目前民用产品市场的现状，公司将调整产品结构，尽可能地拓宽民品市场销售规模，提升民品业务收入的占比，力争在 2010 年实现民品销售收入的突破。
- 资产注入预期日渐增强。公司 2010 年 4 月 8 日公告正式开始策划重大资产重组事项，公司股改时大股东承诺将择机注入优质资产。我们预期中航工业旗下的相关资产和成发集团旗下的相关资产均有可能注入。目前资产注入条件日趋成熟。
- 盈利预测及投资评级。由于全球经济危机对航空发动机零部件转包业务的影响，我们预计该业务在今年销售收入增速约为 5% 左右。另外，房地产业务对公司业绩贡献将逐步下降。因此在未考虑资产重组的情况下，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.41 元、0.63 元、0.80 元，按照昨日收盘价计算，对应动态 PE 分别为 78 倍、52 倍、41 倍，估值偏高，我们维持“中性”投资评级，但公司存在一定的交易性机会。
- 风险提示：资产重组具有不确定性；外贸转包业务增速低于预期的风险。

图表：成发科技（600391）盈利预测（万元）

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	89,154	103,667	126,097	151,716	182,526
YoY (%)	32.29%	16.28%	21.64%	20.32%	20.31%
毛利率 (%)	24.66%	22.33%	21.36%	21.73%	21.74%
二、营业总成本	81,708	98,897	119,846	142,187	170,398
营业成本	67,165	80,517	99,166	118,747	142,837
营业税金及附加	438	2,263	1,891	1,517	1,551
资产减值损失	992	1,691	1,891	1,821	2,008
期间费用	13,113	14,426	16,897	20,102	24,002
其中：销售费用	1,997	2,730	3,215	3,717	4,289
管理费用	6,483	9,017	10,529	12,592	15,150
财务费用	4,633	2,679	3,152	3,793	4,563
期间费用率 (%)	14.71%	13.92%	13.40%	13.25%	13.15%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	7,446	4,770	6,251	9,529	12,128
YoY (%)	-1.04%	-35.94%	31.06%	52.44%	27.27%
营业利润率 (%)	8.35%	4.60%	4.96%	6.28%	6.64%
加：营业外收入	519	234	116	116	116
减：营业外支出	268	242	85	85	85
四、利润总额	7,696	4,762	6,282	9,560	12,159
YoY (%)	2.13%	-38.13%	31.93%	52.18%	27.18%
减：所得税	819	96	942	1,434	1,824
实际所得税率 (%)	10.64%	2.02%	15.00%	15.00%	15.00%
五、净利润	6,877	4,666	5,340	8,126	10,335
YoY (%)	3.73%	-32.16%	14.45%	52.18%	27.18%
其中：归属母公司所有者净利润	6,679	4,802	5,420	8,227	10,438
YoY (%)	2.20%	-28.10%	12.87%	51.80%	26.87%
少数股东损益	199	-136	-80	-102	-103
EPS(全面摊薄)	0.51	0.37	0.41	0.63	0.80
每股净资产(元)	4.16	4.28	5.04	5.67	6.47
ROE (%)	12.23%	8.55%	8.18%	11.05%	12.30%

数据来源：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：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100