

航空航天设备

真怡 S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

成发科技

600391

中性

中期业绩下滑明显，内外贸航空产品毛利率下滑是主因

公司公告 10 年中期业绩：10 年 1-6 月收入 5.53 亿元，同比增长 3.45%；1-6 月归属于上市公司股东净利润 0.27 亿元，同比减少 40.78%；10 年 1-6 月 EPS 为 0.20 元/股，较上年同期下降 41.18%。

投资要点：

- 公司 1-6 月收入略增，一方面是外贸转包业务同比减少约 7%，房地产业务较去年同期略降 5%；另一方面，内贸航空产品在去年较低的基数上大幅增长，其他产品同比增长约 50%。由于外贸转包业务占比约 50%，房地产业务占比约为 32%，这两部分比重较大，故这两部分业务同比下滑对公司总体业务的影响相对较大。
- 净利润同比减少幅度较大，主要是因为综合毛利率下降了约 3 个百分点。这其中，内贸航空产品毛利率为 -4.54%，外贸转包业务毛利率下降了 13 个百分点，尽管房地产业务毛利率提升了近 18 个百分点，其他产品也提升了 3 个百分点，但外贸转包业务占比相对较大，且内贸航空产品亏损的影响也较大。
- 公司对内贸航空产品亏损的解释是报告期科研试制投入大，营业成本高企，亏损属于阶段性的。随着产品的成熟，今后内贸航空产品销售收入将有望逐渐增长，但在短期内取得突破的可能性不大，故我们认为内贸航空产品收入可能会有增长，但毛利率短期内可能仍会较低甚至亏损；对于外贸转包业务收入的下滑，半年报中补充说明了外贸航空产品已经出现恢复性增长，但燃气轮机产品有较明显的下降；毛利率的下滑也主要是产品结构及结算外币贬值的原因；对于房地产业务 10 年将会售完清盘，这部分业务将不再持续；其他产品将会稳步发展。
- 我们根据半年报的情况对公司的盈利预测进行了调整，并假设 10 年完成增发收购，将拟收购的航空发动机业务中军品业务与公司的内贸发动机零部件业务之间进行内部抵消，考虑公司持有 51.67%中航哈轴股权，考虑以 15.35 元/股发行 7000 万股后，公司 10-12 年 EPS 为 0.44、0.59、0.71 元，EPS 复合增长率约为 27%，目前 PE 为 47 倍左右，如果分业务来看估值水平不低，给与中性评级。
- 风险因素在于：增发预案后续还需要取得相关国有资产监督管理部门及行业主管部门批准，还需经公司股东大会审议通过并由中国证监会核准。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1037	1708	1535	1719
同比(%)	16%	65%	-10%	12%
归属母公司净利润(百万元)	48	89	118	144
同比(%)	-28%	86%	33%	21%
毛利率(%)	22.3%	19.9%	19.6%	20.3%
ROE(%)	8.6%	5.3%	6.8%	7.8%
每股收益(元)	0.24	0.44	0.59	0.71
P/E	87.11	46.84	35.33	29.15
P/B	7.45	2.50	2.40	2.29
EV/EBITDA	22	14	13	11

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月合理价格 20.00 元

当前股价：20.78 元

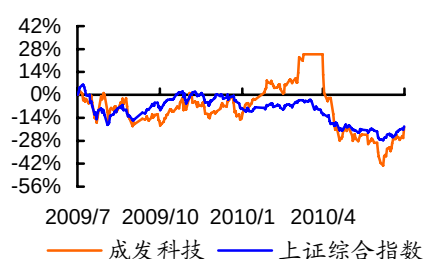
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2648.12
总股本(百万)	131
流通股本(百万)	72
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.32
每股净资产(元)	4.30
资产负债率	65.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
成发科技	23.54	-28.47	-9.49
上证综合指数	9.11	-7.68	-11.41



相关报告

《成发科技-非公开发行价格和发行数量变化、增发继续推进》2010-7-13
《成发科技-增发融资意在设立中航轴承、收购发动机资产和扩充产能》2010-4-29
《成发科技-收入增源于房地产，业绩减源于外贸、毛利率下滑等诸多因素》2010-4-16

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	847	1937	1792	2322	营业收入	1037	1708	1535	1719
现金	100	397	1290	569	营业成本	805	1369	1233	1371
应收账款	186	450	109	516	营业税金及附加	23	34	3	3
其它应收款	15	53	2	57	营业费用	27	44	40	45
预付账款	12	10	7	-1	管理费用	90	111	100	112
存货	526	1014	373	1169	财务费用	27	23	-6	-10
其他	7	12	11	12	资产减值损失	17	10	10	10
非流动资产	778	984	972	971	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	699	925	934	938	营业利润	48	117	155	188
无形资产	30	28	25	23	营业外收入	2	4	3	3
其他	49	31	13	10	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	1625	2922	2764	3293	利润总额	48	118	156	189
流动负债	702	860	614	1042	所得税	1	18	23	28
短期借款	123	0	0	0	净利润	47	100	132	160
应付账款	336	530	271	621	少数股东损益	-1	11	14	17
其他	243	330	343	420	归属母公司净利润	48	89	118	144
非流动负债	358	377	377	377	EBITDA	144	219	246	285
长期借款	307	307	307	307	EPS (元)	0.37	0.44	0.59	0.71
其他	52	71	71	71					
负债合计	1060	1237	991	1419	主要财务比率				
少数股东权益	3	13	27	44	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	131	201	201	201	成长能力				
资本公积	243	1194	1194	1194	营业收入	16.3%	64.8%	-10.2%	12.0%
留存收益	187	277	350	435	营业利润	-35.9%	144.6%	32.8%	21.4%
归属母公司股东权益	561	1671	1745	1830	归属于母公司净利润	-28.1%	86.0%	32.6%	21.2%
负债和股东权益	1625	2922	2764	3293	获利能力				
					毛利率	22.3%	19.9%	19.6%	20.3%
					净利率	4.6%	5.2%	7.7%	8.3%
					ROE	8.6%	5.3%	6.8%	7.8%
					ROIC	7.8%	7.5%	16.2%	9.5%
					偿债能力				
					资产负债率	65.3%	42.3%	35.9%	43.1%
					净负债比率	46.19	24.78%	30.92	21.61%
					流动比率	1.21	2.25	2.92	2.23
					速动比率	0.42	1.02	2.28	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.75	0.54	0.57
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	2.86	3.17	3.08	3.07
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.44	0.59	0.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	-1.15	5.10	-2.82
					每股净资产(最新摊薄)	2.79	8.30	8.67	9.09
					估值比率				
					P/E	87.11	46.84	35.33	29.15
					P/B	7.45	2.50	2.40	2.29
					EV/EBITDA	22	14	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

真怡, 工学硕士, 中投证券研究所非汽车交运设备行业研究员。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434