

分析师: 吴云英 (8621)68751781 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120001

联系人: 张明洪 (8621)68751781 zhangmq@cjsc.com.cn

主业维持小幅增长, 稳健是公司目前主基调

事件描述

飞力达今日公布2011年三季报, 公司2011年前三季度共实现营业收入8.65亿元, 同比增11.61%; 其中第三季度单季度实现营业收入3.2亿元, 同比增12.80%。

公司前三季度整体毛利率为32.50%, 同比增加1.52个百分点; 其中第三季度单季度毛利率为30.54%, 同比增1.19个百分点, 环比下滑4.16个百分点。

公司前三季度归属于母公司的净利润为5691.07万元, 同比增加15.5%, 其中3季度实现归属于母公司净利润为2232.14万元, 同比增长19.42%。公司前三季度基本每股收益为0.64元, 其中第3季度实现基本每股收益0.21元, 同比下降8.7%, 环比下滑22.22%。

我们认为:

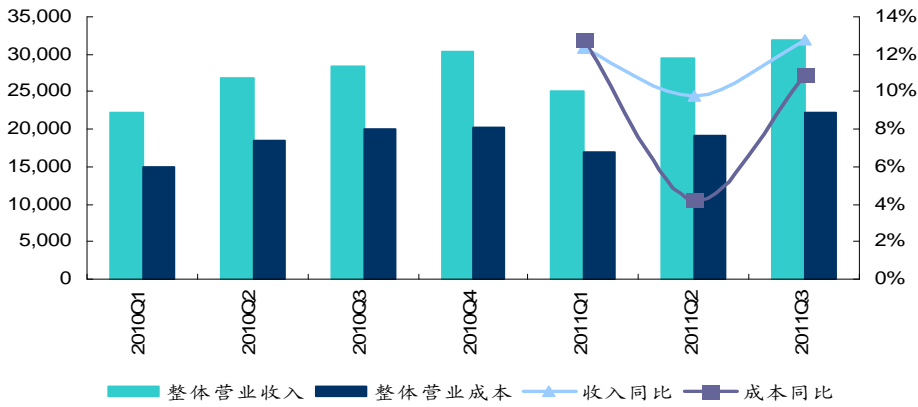
- 1) IT产业增速三季度有所回暖, 公司整体营收同比小幅增长;
- 2) 公司整体毛利率维持平稳, 小幅波动;
- 3) 销售费用率大幅下降促归属母公司净利润增幅领先于营收增幅。

市场上对西部地区IT产业发展对昆山地区IT产业的替代效应表示担忧, 进而对昆山地区IT物流商的业绩增速持谨慎态度。通过我们近期在重庆的调研, 昆山地区IT产业受到西部地区的竞争压力不大, 重庆和成都保税区分流的是昆山IT制造业的部分“增量”而非“存量”。在今年笔记本电脑市场低迷的背景下, 西部地区IT业所受冲击较大, 而昆山地区则增速平稳。公司不管是从仓库总量, 还是业务规模在昆山地区都稳居行业龙头。IT制造业物流服务提供商以“仓库主导, 管理并行”来驱动公司的成长, 公司紧跟客户扩张的脚步, 稳步布局, 同时也继续加强IT系统的完善, 既保证了在需求压力下公司仓库的及时扩张, 也确保了公司管理能力的齐头并进。随着公司未来募投项目仓库新增产能的陆续投放, 综合物流业务收入有望继续保持高速增长。而基础物流随着欧美经济的复苏和国内内需的加速, 增速回归正常水平可期。我们预计, 公司2011-2013年全面摊薄EPS分别为0.91元、1.175元和1.532元, 对应未来三年业绩增速分别为32.65%、29.12%和30.38%。维持“谨慎推荐”。

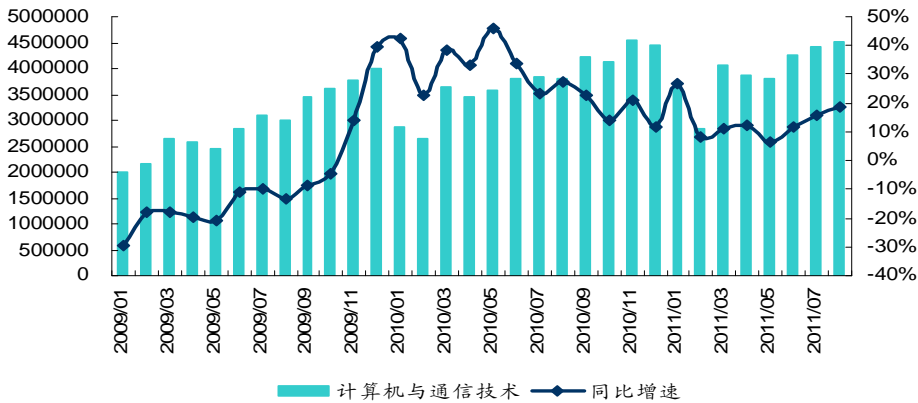
事件评论

第一, IT产业增速三季度有所回暖, 公司整体营收同比小幅增长

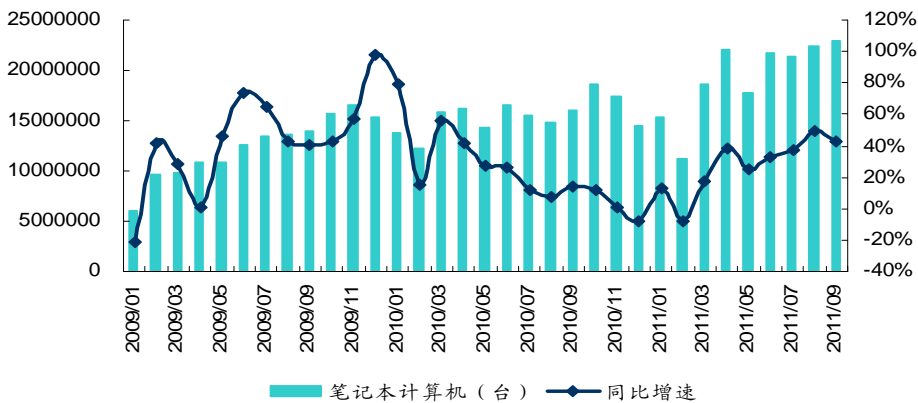
公司第三季度营业收入同比小幅增长12.80%, 环比二季度增长8.36%。我们认为主要是随着3季度计算机出口的有所回暖, 综合物流依然保持, 基础物流业务摆脱上半年持续低迷的阴霾, 推动公司整体营收同比和环比都小幅增长。

图 1：公司近年整体营收和成本及同比增速


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：中国计算机与通信技术出口量及同比增速


数据来源：Wind，长江证券研究部

图 3：中国笔记本电脑出货量及同比增速


资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1: 飞力达利润简表

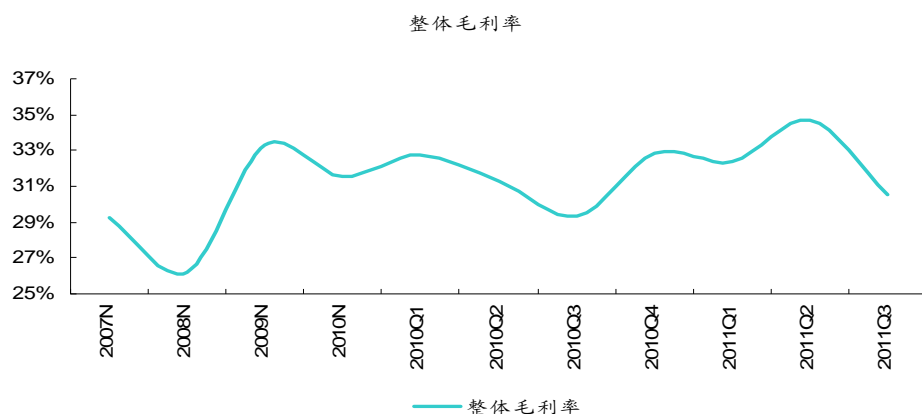
	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	22317.94	26867.94	28333.08	30281.35	25060.65	29494.73	31961.12
毛利率	32.71%	31.25%	29.35%	32.87%	32.42%	34.70%	30.54%
主营利润	7300.88	8396.99	8316.27	9954.30	8125.16	10235.95	9760.09
三项费用率	22.15%	16.69%	19.69%	20.19%	23.25%	21.49%	18.01%
销售费用	773.60	741.76	873.77	864.35	1157.90	1426.09	293.36
管理费用	4061.77	3593.29	4409.31	4866.66	4354.68	4596.46	5234.98
财务费用	107.36	149.83	294.94	382.21	313.49	316.79	227.16
期间费用	4942.73	4484.88	5578.02	6113.22	5826.07	6339.35	5755.50
营业税金及附加	534.92	584.81	667.95	777.68	636.31	764.20	805.29
资产减值损失	0.00	107.69	113.77	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1810.37	3339.81	2635.50	2892.48	1850.07	3075.45	3099.04
利润总额	2049.69	3369.91	2822.57	3609.54	1976.06	3186.15	3364.69
所得税费用	496.57	756.06	539.52	525.30	354.31	546.45	796.17
归属于母公司净利润	962.87	2095.56	1869.101877	2412.44	1297.9	2161.02	2232.14
少数股东权益	590.24	518.30	413.95	671.80	323.85	478.67	336.38
净利率	6.96%	9.73%	8.06%	10.19%	6.47%	8.95%	8.04%
每股收益	0.12	0.26	0.24	0.30	0.16	0.27	0.21

资料来源: Wind, 长江证券研究部

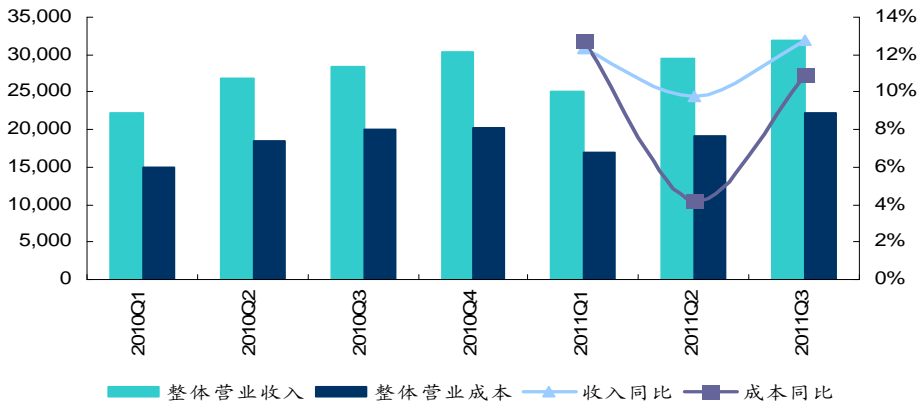
第二, 公司整体毛利率维持平稳, 小幅波动

随着公司 2011 年新租仓库产能的陆续投放, 我们调研了解到公司爆仓率也有所下滑 (平均从 1.4 回落到 1.1), 单位折旧的上行使得收入和成本同比增速差收窄, 进而导致毛利率略有下滑。第 3 季度整体毛利率为 30.54%, 但仍然稳定在行业较高水准。相比第二季度增加 0.16 个百分点, 略高于行业物流行业整体水平。公司前三季度整体毛利率为 32.50%, 同比增加 1.52 个百分点, 主要受益于毛利率较高的综合物流服务在公司总营收中占比持续提高。

图 4: 公司近年来毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5：公司近年整体营收和成本及同比增速


资料来源：Wind，长江证券研究部

第三， 归属于母公司净利润增幅领先于营收增幅

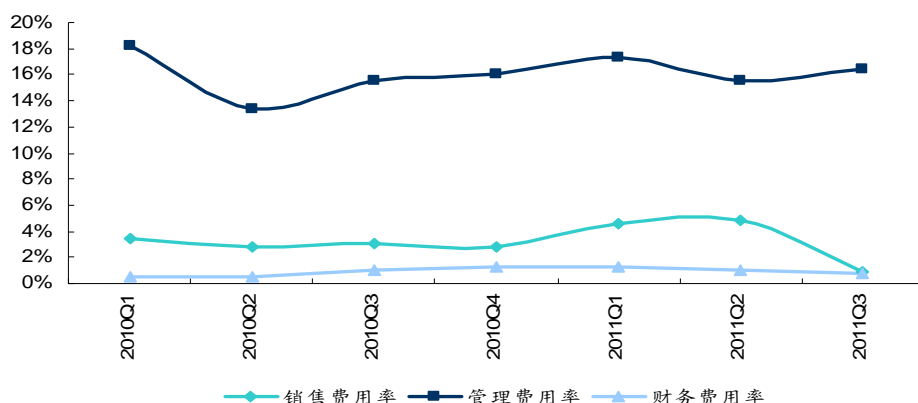
公司第三季度实现归属于母公司净利润为 2232.14 万元，同比增长 19.42%，而同期整体营收同比增长为 12.8%，一方面是由于收购盈利能力较好（2011 年上半年：华东信息净利率 11.58% 大幅高于飞力达的 7.81%）的华东信息并表所致，按照合同约定，华东信息 2011 年 1 月 1 日至股权过户日前的未分配利润，飞力达将按照 55% 的股权比例享有，华东信息上半年实现净利润 499 万元，归属公司的利润为 275 万元，而公司亦在 8 月 31 日公布对华东信息股权已经完成过户；另一方面也说明公司的期间费用率控制卓有成效，通过我们在重庆的调研了解到，飞力达在重庆与相关客户的仓库管理合同已经签订，所以 3 季度用来拓展业务的销售用大幅下降，期间费用率的有效控制促归属于母公司净利润增速领先于营收增幅。

表 2：飞力达期间费用一览

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	飞力达	行业均值	飞力达	行业均值	飞力达	行业均值
2010Q1	3.47%	1.29%	18.20%	4.20%	0.48%	0.22%
2010Q2	2.76%	1.13%	13.37%	3.87%	0.56%	0.19%
2010Q3	3.08%	0.98%	15.56%	3.66%	1.04%	-0.02%
2010Q4	2.85%	0.96%	16.07%	3.52%	1.26%	-0.16%
2011Q1	4.62%	0.86%	17.38%	3.25%	1.25%	-0.07%
2011Q2	4.84%	0.96%	15.58%	3.25%	1.07%	-0.25%
2011Q3	0.92%	3.81%	16.38%	9.77%	0.71%	-2.12%

资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：近年来公司三费率

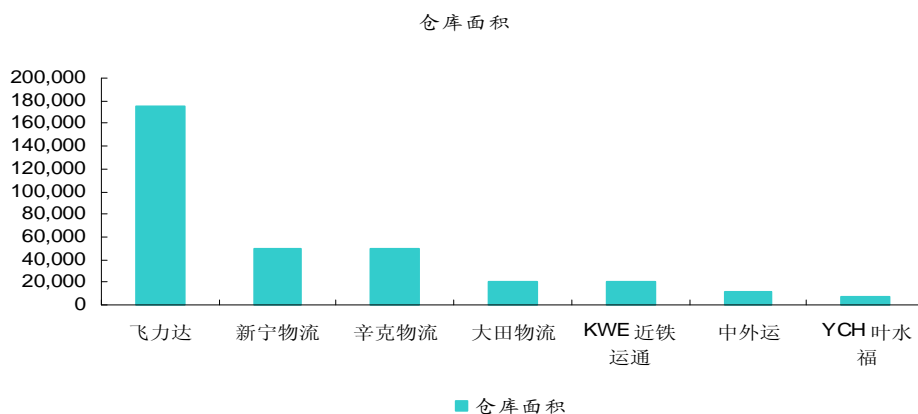


资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，昆山地区 IT 物流提供商龙头地位难撼，基础物流业务恢复可期，给予“谨慎推荐”

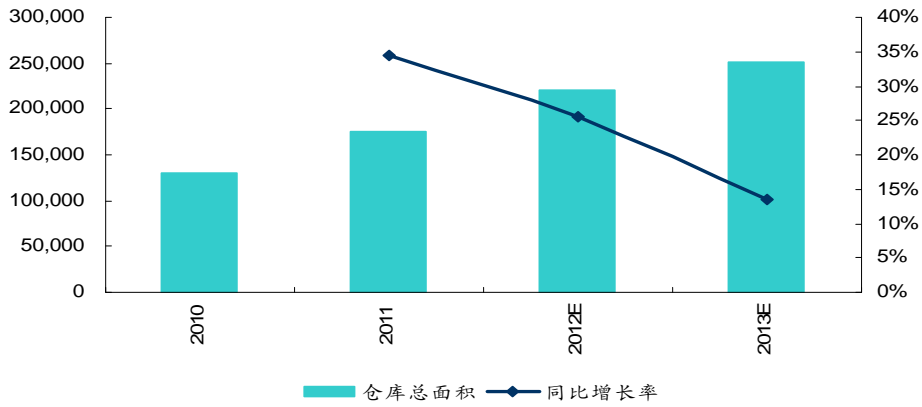
市场上对西部地区 IT 产业发展对昆山地区 IT 产业的替代效应表示担忧，进而对昆山地区 IT 物流商的业绩增速持谨慎态度。通过我们近期在重庆的调研，昆山地区 IT 产业受到西部地区的竞争压力不大，重庆和成都保税区分流的是昆山 IT 制造业的部分“增量”而非“存量”。在今年笔记本电脑市场低迷的背景下，西部地区 IT 业所受冲击较大，而昆山地区则增速平稳。公司不管是从仓库总量，还是业务规模在昆山地区都稳居行业龙头。IT 制造业物流服务提供商以“仓库主导，管理并行”来驱动公司的成长，公司紧跟客户扩张的脚步，稳步布局，同时也继续加强 IT 系统的完善，既保证了在需求压力下公司仓库的及时扩张，也确保了公司管理能力的齐头并进。随着公司未来募投项目仓库新增产能的陆续投放，综合物流业务收入有望继续保持高速增长。而基础物流随着欧美经济的复苏和国内内需的加速，增速回归正常水平可期。我们维持公司 2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.91 元、1.175 元和 1.532 元的预测，对应未来三年业绩增速分别为 32.65%、29.12%和 30.38%。给予“谨慎推荐”

图 7：公司仓库面积大幅领先竞争对手



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8: 公司未来几年仓库面积稳步扩张



资料来源: Wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1078	1389	1786	2318	货币资金	195	538	469	614
营业成本	738	943	1213	1572	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	340	445	573	746	应收账款	161	207	266	345
% 营业收入	31.5%	32.1%	32.1%	32.2%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	26	33	43	55	预付账款	3	4	6	7
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	33	42	54	70	流动资产合计	361	751	744	971
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	169	218	279	359	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.7%	15.7%	15.6%	15.5%	长期股权投资	54	58	61	64
财务费用	9	5	4	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	固定资产合计	72	209	409	436
资产减值损失	0	4	5	7	无形资产	63	60	57	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	8	8	8	8
投资收益	4	4	4	4	递延所得税资产	2	1	1	1
营业利润	107	147	193	255	其他非流动资产	18	18	18	18
% 营业收入	9.9%	10.6%	10.8%	11.0%	资产总计	578	1104	1299	1553
营业外收支	12	10	10	10	短期贷款	180	0	0	0
利润总额	119	157	203	265	应付款项	53	68	87	113
% 营业收入	11.0%	11.3%	11.4%	11.4%	预收账款	18	23	30	39
所得税费用	23	31	40	52	应付职工薪酬	13	17	22	28
净利润	95	126	163	213	应交税费	9	12	15	20
归属于母公司所有者的净利润	73.4	97.3	125.7	163.9	其他流动负债	26	33	42	54
润					流动负债合计	299	152	196	254
少数股东损益	22	29	38	49	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.69	0.91	1.17	1.53	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	负债合计	299	152	196	254
经营活动现金流净额	99	149	205	275	归属于母公司所有者权益	232	876	989	1136
取得投资收益收回现金	0	0	0	0					
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	47	76	114	163
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	280	952	1103	1299
固定资产投资	-87	-167	-256	-109	负债及股东权益	578	1104	1299	1553
其他	-24	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-111	-167	-256	-109	EPS	0.686	0.910	1.175	1.532
债券融资	0	0	0	0	BVPS	2.90	10.94	9.24	10.62
股权融资	2	556	0	0	PE	27.11	20.45	15.83	12.14
银行贷款增加(减少)	125	-180	0	0	PEG	0.88	0.67	0.52	0.40
筹资成本	33	-15	-17	-21	PB	6.40	1.70	2.01	1.75
其他	-65	0	0	0	EV/EBITDA	14.81	7.81	5.95	4.00
筹资活动现金流净额	94	361	-17	-21	ROE	31.6%	11.1%	12.7%	14.4%
现金净流量	81	343	-69	145					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。

张明洪，英国阿斯顿商学院管理会计学士、投资分析硕士，研究公路、铁路及物流行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
