

评级：强烈推荐（维持）

交通运输 物流

公司深度报告

证券研究报告

分析师 郭强 S1080510120010
 研究助理 张庆 S1080110120028
 电话：0755-82485040
 邮件：zhangqing2@fcsc.cn

交易数据

上一日交易日股价（元）	9.13
总市值（百万元）	1,526
流通股本（百万股）	75
流通股比率（%）	44.88
资产负债表摘要 (09/12)	
股东权益（百万元）	906
每股净资产（元）	5.42
市净率（倍）	1.68
资产负债率（%）	28.05

公司与沪深300指数比较



相关报告

《搭乘宏碁重新起飞的航班》

飞力达(300240)

——站队 Win8 阵营 淘金变形本市场

摘要：

- **飞力达将自身发展牢牢与品牌商绑定。**飞力达2004年起就为宏碁提供第三方物流服务。飞力达的主要特色服务VMI由于深入到制造商价值链当中，把制造环节前端的一部分挪到仓储环节予以执行。这种定制化服务使得飞力达充分熟悉客户的需求特点，客户对飞力达提供的物流服务依赖性大大增强。这也使得飞力达将自身业绩与客户牢牢绑定，2011年飞力达业绩随着其当时第一大客户宏碁出货量的下滑而遭受损失。
- **飞力达业绩取决于笔电市场的生态环境。**我们与市场观点不一致的地方在于，我们认为飞力达2011年度的业绩下滑并非主要由PC市场容量下降和中国出口萎靡导致，其主要原因在于苹果对笔电生态链的改造，导致消费者注意力从笔电及PC市场转移。飞力达主要客户均属于WINTEL阵营，2011年飞力达业绩下滑的时候，也正是微软阵营遭受苹果侵蚀最厉害的时候。
- **Win8 改变笔电生态，催生变形本大市场。**2012年10月26日Win8正式发布，首先推向市场的是RT系统，大约三个月后Pro版也将面世。前期处于观望状态的换机需求预计将在Win8 Pro正式推出后井喷式爆发，承接这些需求的将是各大硬件厂商为Win8量身定制的系列变形本产品。
- **宏碁等 Win8 阵营硬件商主攻变形本将推升飞力达业绩。**由于品牌商大客户出货量对飞力达业绩至关重要，因此，微软阵营中的宏碁等企业把战略重心放在未来变形本市场上，这将极为有利于飞力达未来几年的业绩增长。
- **上调至“强烈推荐”评级。**我们预计2012-2014年公司EPS为0.56、0.69和0.83元，复合年增长率达到21%，PE为16.2、13.2和10.9倍。由于看好微软Win8系统推出带来的笔电市场生态环境改善，以及品牌商大客户凭借变形本未来几年出货量的增长，加上目前相对较低的PE，我们上调飞力达评级至“强烈推荐”。
- **风险提示：**变形本销量不佳，宏观经济与出口增长低于预期。



目 录

1 综合物流服务是飞力达的灵魂	3
1.1 业内领先的 IT 业综合物流服务能力	3
1.2 基础物流服务是必要的支持和保障	3
1.3 2012 年，公司加大贸易执行与技术服务业务力度	4
1.4 综合物流服务是公司的灵魂	5
1.5 品牌商大客户的出货量决定了公司仓储物流业务量的大小	6
2 飞力达将自身发展与品牌商牢牢绑定	8
2.1 价值链与客户深度咬合	8
2.2 品牌商大客户高速发展，是飞力达业绩成长的充分条件	8
3 飞力达业绩取决于笔电行业生态环境变化	10
4 微软的反击带来全新市场	11
4.1 微软吹响反击的号角	11
4.1.1 WIN8 系统推出，变形本将成为未来笔电主力	11
4.1.2 变形本市场将从 2013 年开始启动，2014 年增长加速	13
4.2 宏碁早已完成战略调整，为变形本时代到来未雨绸缪	13
4.3 微软阵营的反击和宏碁的战略调整将极大地利好飞力达的业绩	14
5 前例：谷歌阵营的反击拉升了一系列公司的市值	15
5.1.1 谷歌 NEXUS 7 平板电脑整机制造商华硕	15
5.1.2 谷歌 NEXUS 7 平板电脑触控芯片厂商义隆电	15
5.1.3 谷歌 NEXUS 4 手机整机制造商 LG	16
6 盈利预测关键假设	17
7 风险提示	17



1 综合物流服务是飞力达的灵魂

飞力达把自身业务分为四类，分别是综合物流服务、基础物流服务、贸易执行和技术服务。其中，综合物流服务是公司的立业之本，公司的核心竞争力就在于拥有业内领先的IT业综合物流服务能力。

1.1 业内领先的IT业综合物流服务能力

2004年，公司开始介入全球第一大笔记本电脑品牌商宏碁的综合物流服务外包领域，标志着公司品牌商发展战略的开始。为满足IT制造业品牌客户多样化、精细化的物流服务需求，公司加大物流资讯系统的研发力度，成功构建了现代物流领域领先的物流资讯平台，实现与IT制造业产业链品牌商、制造商和供应商的物流信息共享与交换，此外，公司不断开发和创新物流服务模式，成功研发出叠加多种个性化服务的品牌商VMI服务模式。随着与宏碁业务合作的不断深入，公司最终成为宏碁在大中华地区唯一指定为其提供品牌商VMI模式的物流服务商。

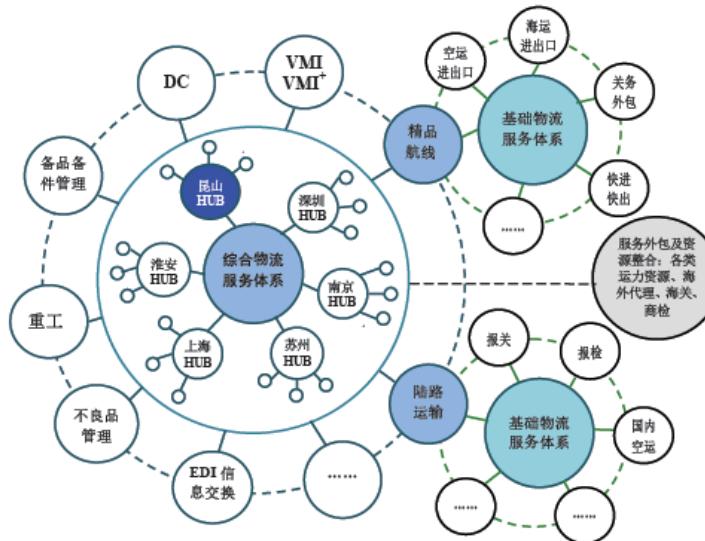
2006年开始，公司将品牌商VMI综合服务模式迅速复制、拓展到联想、索尼等其它IT制造业知名品牌的物流外包业务中。由于品牌商具有提升供应链整体流通效率的高端需求和对IT产业链的强势影响力，公司通过服务好品牌商客户发展战略，将综合物流业务模式拓展延伸至IT制造业供应链前端客户综合物流服务中，积累了如仁宝、纬创资通、三星、LGD等全球知名制造商和供应商客户。

1.2 基础物流服务是必要的支持和保障

基础物流服务作为综合物流服务必要的支持和保障，主要包括货运代理、国内运输以及相关延伸增值服务，其中，打造国际货运代理业务中的精品航线有利于保持和提升基础物流服务整体竞争力，是飞力达基础物流服务重点拓展的业务。



图 1：飞力达业务模式



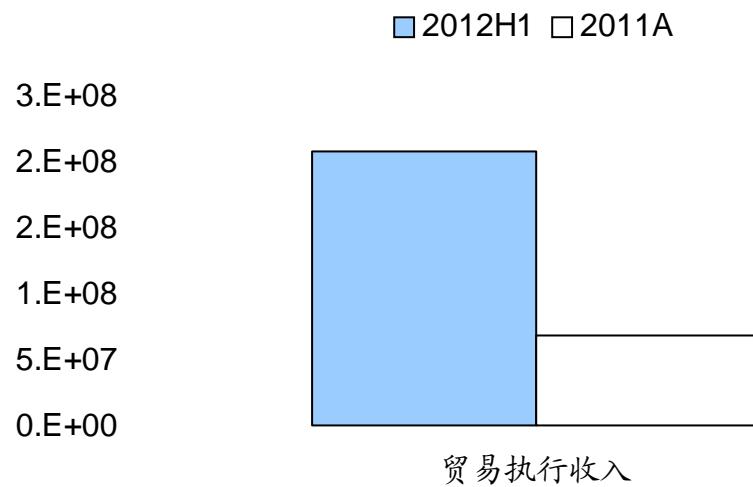
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

1.3 2012 年，公司加大贸易执行与技术服务业务力度

2012 年起公司加大了跨行业拓展力度，开展了很多非 IT 行业的贸易执行，贸易执行收入迅速增长。2012 年上半年该项业务额超过 2 亿元，而 2011 年全年该项业务收入不到 7 千万元。

我们预计该项业务未来几年将保持稳定增长，由于贸易执行毛利率约 2%，公司并未将此作为战略重心予以考虑，因此该业务发展对公司仓储物流主业难以带来根本性影响。

图 2：2012 年贸易执行收入大幅增长



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司 2011 年 8 月 31 日收购华东信息，截止 2012 年 6 月 30 日，华东信息总资产 0.41 亿，净资产 0.36 亿。2012 上半年，华东信息营业收入 0.38 亿，净利润 639 万元。由于对华东信息科技有限公司的收购，公司技术服务收入同比 2011 年大幅增加。2012



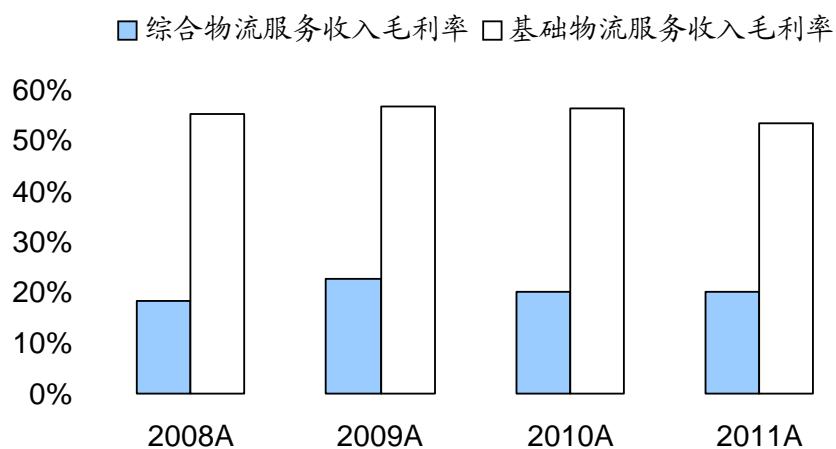
年仅上半年该项业务收入就达到约 0.35 亿元，而 2011 年全年仅有 0.29 亿元。

我们认为，由于技术服务业务 2012 年的收入增长源于对华东信息的收购，未来几年内该业务不会再出现如今年的翻倍增长。由于华东信息科技有限公司在供应链管理方面的技术优势，我们预计该项业务未来几年仍将保持平稳增长，毛利率水平稳定。

1.4 综合物流服务是公司的灵魂

综合物流服务由于技术含量高，操作复杂，管理难度大，因而其毛利率水平较高，超过 50%，成为公司利润的主要来源。

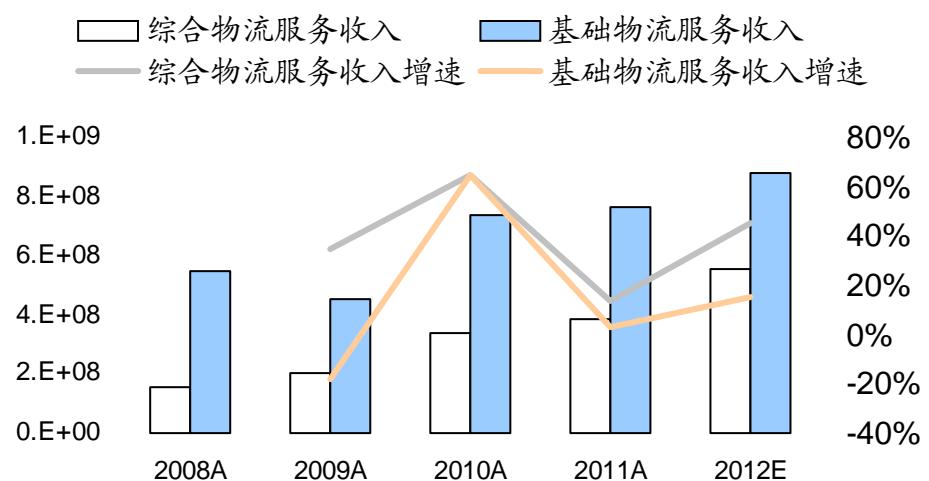
图 3：综合物流服务毛利率远高于基础服务毛利率



数据来源：WIND 第一创业证券研究所

基础物流服务业务量与综合物流服务业务量成正相关关系，同升同降，但综合物流服务的增速略高于基础物流服务。

图 4：综合物流服务收入增速高于基础服务收入增速



数据来源：WIND 第一创业证券研究所



1.5 品牌商大客户的出货量决定了公司仓储物流业务量的大小

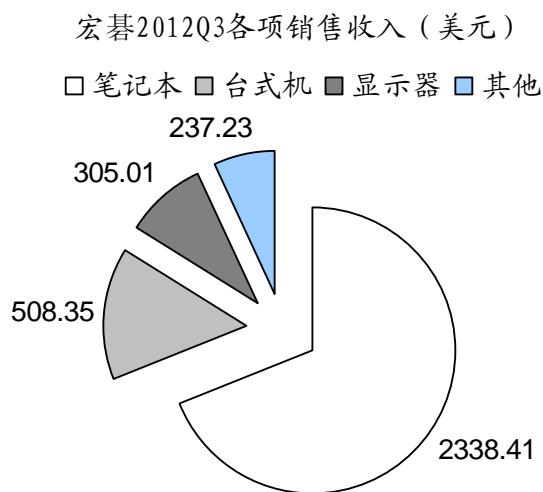
2012 年迅猛增长的贸易执行与技术服务并非公司业务重点，飞力达业务重心仍在仓储物流服务上，尤其是综合物流服务。

飞力达总体营收以及物流服务业务量的大小，与品牌商大客户的出货量息息相关。

市场调研机构 Gartner 二季度报告显示，飞力达 IT 物流领域第一大客户宏碁今年第二季度笔记本电脑出货量达 756.8 万台，较一季度增长 1.2%，同比增长 6.5%。全球市场占有率达到 14.6% 上升至 15.4%，超过惠普，跃居全球第一。

宏碁二季度总营收中有 67% 是笔记本电脑销售带来的收入，同比增长 21%。以地区来看，其在欧洲、中东及非洲地区高达 30% 的强劲增长——其中欧洲区增长 22%，市场占有率达到 20%——抵消了其在世界其他地区轻微的营收回落。

图 5：宏碁主要产品是笔记本电脑

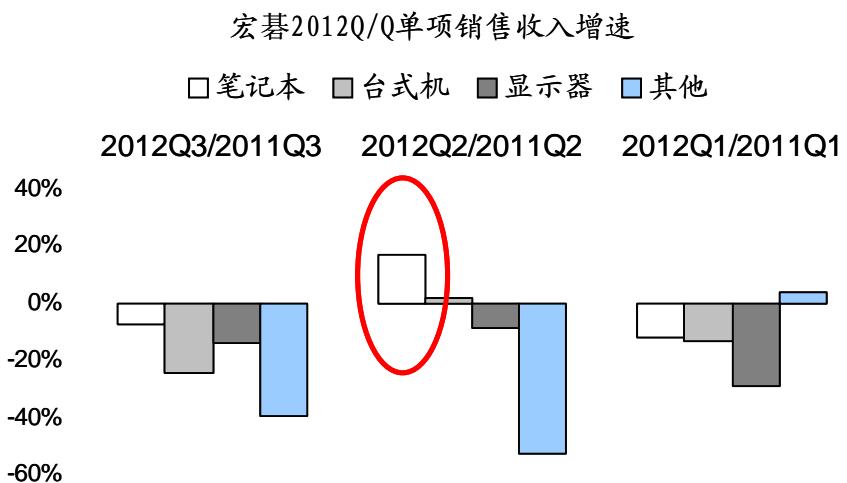


数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

正是由于 IT 领域第一大客户宏碁在第二季度的出货量恢复增长，飞力达 2012 年中报显示营收 9.1 亿元，同比增长 66%，净利润 0.39 亿元，同比增长 18%，一举走出一季度净利下滑 -26% 的泥潭。



图 6：宏碁笔电在 2012 二季度回暖带动了飞力达业绩增长



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



2 飞力达将自身发展与品牌商牢牢绑定

2.1 价值链与客户深度咬合

IT 行业高端客户在选择物流服务时条件苛刻，要求物流服务商具有良好的品牌声誉、丰富的行业经验、高效的运营系统、广泛的业务网络。物流服务商只有通过客户的相关认证，达成与客户的初步合作意向，运营能力和服务质量得到客户认可之后，才能逐步赢得客户更多的服务外包，并且通过不断延伸服务链，实现自身与客户信息系统的对接，最终成为客户的战略合作伙伴和价值同盟。

飞力达的主要特色服务 VMI，由于深入到制造商价值链当中，把制造环节前端的一部分挪到仓储环节予以执行。这种定制化服务使得飞力达充分熟悉客户的需求特点，客户对飞力达提供的物流服务依赖性大大增强，转换成本成了客户不能承受之重。

为避免高昂的转换成本，客户不会轻易更换嵌入到其价值链前端的物流服务商，即便在开拓新市场的情况下，也会与原物流服务商继续保持紧密合作关系。例如宏碁在重庆开设新厂时，便提出要求希望飞力达能在重庆设点为其提供仓储服务。

由于难以在短时期内获得客户充分认可，新进入者很难渗透进入飞力达所在的物流服务领域累积客户资源。

2.2 品牌商大客户高速发展，是飞力达业绩成长的充分条件

能为品牌商提供 VMI 服务，需要及时掌握品牌的生产需求计划，品牌商也要对仓储服务提供者给予充分的信任。时间越长，仓储服务提供商对客户的信息了解越充分，品牌商对仓储服务提供者的信任也越强。

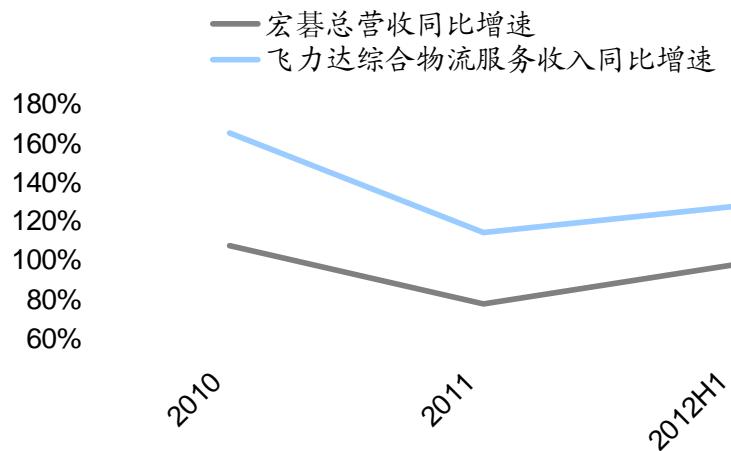
2004 年起公司就成为宏碁的战略合作伙伴，迄今已有 8 年时间，2 年后，公司又进入到联想、华硕等 IT 企业的物流体系。飞力达不仅在 IT 物流领域积攒了多年专业经验，也和这些品牌商大客户结成了牢不可破的战略合作关系。

但这种牢固的客户关系使得飞力达自身业绩深受客户业绩良莠的左右，尤其是其 IT 领域第一大客户宏碁，如下图所见，2010-2012 年，宏碁自身的起伏导致了飞力达综合物流服务收入的波动。

我们认为，由于综合物流服务是飞力达的灵魂，因此飞力达整体绩效要看其综合物流服务业务的增长，而该项业务又与品牌商大客户自身业绩紧密相连。当品牌商大客户迎来高速发展期时，飞力达也相应能取得高速成长。



图 7：宏碁业绩起伏导致了飞力达综合物流服务收入的波动



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



3 飞力达业绩取决于笔电行业生态环境变化

我们与市场观点不一致的地方在于，我们认为飞力达 2011 年度的业绩下滑并非主要由 PC 市场容量下降和中国出口萎靡导致，其主要原因在于苹果对笔电生态链的改造，导致消费者注意力从笔电及 PC 市场转移。飞力达主要客户均属于 WINTEL 阵营，2011 年飞力达业绩下滑的时候，也正是其大客户宏碁及华硕出货量不断下滑之际。

苹果系列产品的出现，改变了不论信息产品的生产者还是消费者，都不得不使用同样的硬件的传统。智能手机及平板电脑将信息产品的消费者与生产者分离开来。信息产品的消费者无需使用键盘鼠标，触屏方式是他们休闲娱乐最好的选择。

由于这些人群的购买转向了适合他们需求的智能手机及平板电脑，与键鼠输入绑定的笔电和 PC 销量受到严重冲击。

2011 年飞力达上市之后，股价一路下滑，其业绩也多次低于市场预期。这段时间恰逢苹果产品迅速侵蚀传统笔电和 PC 市场之时。2010 年 6 月 Iphone4 面市，2011 年 4 月 Ipad2 面市，2011 年 10 月 Iphone4s 面市。苹果系列产品的出现，使得消费者对数码产品的购买顺序从首选笔电转为首选手机，其次平板，再次才轮到笔电。不难看出，2010 下半年起，至 2011 年这一两年间，苹果对手机、笔记本电脑产业链的再造给微软的硬件伙伴带来了严重的冲击。

而飞力达的各大客户如宏碁和华硕均未处于苹果产业链中。品牌商如宏碁、华硕以及制造商如仁宝，均生产或销售基于 WINTEL 的 PC 和笔电产品。正是由于产业生态的巨大调整，才使得飞力达业绩随客户出货量一路下行。

此外，我们还认为，飞力达未来业绩增长并不取决于其重庆地区业务量增长，因为重庆地区业务量的增长是以昆山地区品牌商出货量的分流为代价的。重庆与昆山地区总体笔电出货量才是飞力达未来业绩增长的驱动力，而这个总量取决于笔电市场未来的规模以及品牌的经营策略。



4 微软的反击带来全新市场

4.1 微软吹响反击的号角

10月26日，微软正式推出Win8系统。宣告WINTEL阵营结束几年来退却防守的姿态，兼顾笔电的同时进军平板电脑市场。这次反击并非亦步亦趋跟在苹果身后，而是充分利用微软操作系统自身基础，将触控与键鼠输入合二为一，兼顾信息产品的消费者和生产者。

信息产品的消费者在购买苹果或安卓系统的平板电脑之外，又多了一个选择，不仅如此，当这些信息产品的消费者试图制造信息产品，如生成文档或数据计算时，他们也可以用到Win8系统的键鼠输入功能。

如此一来，被苹果产品分离出去的这部分目标人群，将可能有很大一部分重新回到微软麾下。

4.1.1 Win8 系统推出，变形本将成为未来笔电主力

2012年三季度，根据Gartner统计，宏碁出货量同比下滑10.2%，出货量863.3万台。7、8、9三个月宏碁出货量均同比有所下滑。不仅仅是宏碁，惠普、戴尔等其他各大硬件厂商均出现不同程度出货量下滑。我们认为，其中重要因素在于众多换机需求在等待Win8产品在10月份的推出。

10月26日Win8正式发布，首先推向市场的是RT系统，大约三个月后Pro版也将面世。前期受压制的换机需求预计将在Win8 Pro正式推出后井喷式爆发，承接这些需求的将是各大硬件厂商为Win8量身定制的系列变形本产品。

表1：笔电市场三季度的下滑是在等待Win8系统

Company	3Q12 Shipments	3Q12 Market Share (%)	3Q11 Shipments	3Q11 Market Share (%)	3Q12-3Q11 Growth (%)
Lenovo	13,767,976	15.7	12,536,756	13.1	9.8
HP	13,550,761	15.5	16,217,987	17	-16.4
Dell	9,216,638	10.5	10,676,513	11.2	-13.7
Acer Group	8,633,267	9.9	9,616,572	10.1	-10.2
ASUS	6,380,690	7.3	5,708,807	6	11.8
Others	35,954,748	41.1	40,683,666	42.6	-11.6
Total	87,504,080	100	95,440,301	100	-8.3

数据来源：Gartner 第一创业证券研究所

变形本是即可以触摸屏幕当作平板电脑使用，又可以通过键盘鼠标操作的新式笔记本电脑。其变形模式包括屏幕的拆分、旋转甚至多屏显示等等。



图 8：变形本兼顾触摸和键鼠输入，屏幕可翻转或拆分



数据来源：公司网站 第一创业证券研究所

由于 Win8 系统兼顾键鼠输入和触屏输入，这使得各品牌制造商设计出各种屏幕可翻转或拆分的变形本，以适应不同消费者的使用习惯。

表 2：目前主要厂商推出的变形本

品牌商	产品名	操作系统	处理器	价格(美元)	屏幕大小
宏碁	Iconia Tab W510	Win 8	Intel Atom	500	10
	Iconia W700	Win 8	Intel Core i3	800	11.6
华硕	Vivo Tab RT	Win 8	NVIDIA Tegra 3	600	10
	VivoTab Smart	Win 8	Intel Atom	500	10
	VivoTab	Win 8	Intel Atom	800	11.6
	Taichi	Win 8	Core i5	1299	11.6
戴尔	XPS 10 Tablet	Win RT	Snapdragon S4	500	10.1
	Latitude 10 Tablet	Win 8 Pro	Intel Atom Z2760	649	10.1
	XPS Duo 12	Win 8	Core i7	1200	12.5
惠普	Envy x2	Win 8	Intel Atom	850	11.6
联想	IdeaPad Yoga 13	Win 8	Core i5	1100	11.6
	IdeaPad Yoga 11	Win RT	ARM	800	11.6
	IdeaTab Lynx	Win 8	Intel Atom	600	11.6
	ThinkPad Edge Twist	Win 8	Core i7	849	12.5
微软	Surface	Win 8 Pro	Core i5		10.6
	Surface RT	Win 8 RT	NVIDIA Tegra 3	500	10.6
三星	ATIV Tab	Win 8 RT	ARM	600	10
	ATIV Smart PC	Win 8	Core i5	650	11.6
	ATIV Smart PC Pro	Win 8	Core i5	1200	11.6
索尼	VAIO Duo 11	Win 8	Core i3/i5/i7	1699	11.6
	VAIO Tap 20	Win 8	Core i3	880	20
东芝	Satellite U920T	Win 8	Core i3	1200	12.5
松下	Toughbook C1	Win 8 RT	Core i5	2500	12
	Toughbook C2	Win 8 Pro	Core i5	2950	12.5

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



4.1.2 预计变形本市场将从 2013 年开始启动, 2014 年增长加速

我们认为, 由于能兼顾信息产品的生产者和消费者, 变形本对传统笔电的取代性会很高, 现阶段因为触控设备供应仍显紧张, 变形本成本仍有很大下降空间, 因此变形本大量取代传统笔电的情形出现还需要 2~3 年时间。2013 年为变形本的启动年, 2014 年增长加速。该次更新换代预计将持续到 2015 年。

4.2 宏碁早已完成战略调整, 为变形本时代到来未雨绸缪

飞力达在 IT 领域的第一大客户宏碁曾经将销售重心放在上网本上, 自苹果平板电脑推出之后, 消费者对上网本的需求急剧下降, 上网本的销量一路走低, 导致 2010-2011 年宏碁总体出货量不断萎缩。由于宏碁是飞力达第一大客户, 宏碁的萎靡直接导致飞力达 2011 年业绩的同比下滑。而从 2011 年下半年起, 宏碁逐渐放弃上网本策略, 转而将注意力集中在超级本和平板电脑市场。2012 年 2 季度, 宏碁出货量停止下滑, 实现了约 1.5% 的正增长。

宏碁出货量的触底反弹与宏碁的战略方针调整不无关系。2012 年年初起, 宏碁对笔记本产品线进行了细分, 放弃上网本战略后, 在产品设计和规划上更加注重消费者体验。重新规划的 5 条产品线分别针对不同的消费群体, 分别是针对高端人士的超级本 S 系列, 针对商务人士的 M 系列, 针对追求性能的学生和游戏爱好者的 V3 系列, 针对大众人群的新轻薄本 V5 系列, 强调性价比的 E 系列。同时借助伦敦奥运契机, 宏碁推出了特色鲜明的奥运机型, 包括笔记本、平板电脑、一体机和显示器等等。这些战略调整和营销措施对宏碁 Q2 业绩贡献不小。

随着宏碁的战略调整成功以及出货量的增长, 飞力达 2012 年三季报显示营收 15 亿, 净利润 0.73 亿元, 同比增长 29%。

目前, 宏碁将下一步战略重心放在了 Win8 系列变形本上。宏碁接连推出两款 Win8 变形本, 分别是 Iconia W510 和 Iconia W700。宏碁 Iconia W510 配置英特尔 Atom 2760 1.5GHz 处理器, 64GB SSD, 10.1 英寸 IPS 显示屏, 分辨率为 1366×768 , 配有前置 200 万像素和后置 800 万像素摄像头, 搭配电池续航达 9 小时, 支持 Micro SD 插槽, 重量不到 800g。宏碁 Iconia W700 配备英特尔 1.7GHz i5 3317U 处理器, 128GB 固态硬盘, 11.6 英寸全高清 IPS 显示屏, 配备 1080p 前置摄像头和 720P 后置摄像头, 搭配电池续航时间达 8 小时, 重约 950g。

这两款 Win8 系统变形本的推出, 正式拉开了宏碁抢滩变形本市场的序幕。



4.3 微软阵营的反击和宏碁的战略调整将极大地利好 飞力达的业绩

我们认为，由于品牌商大客户出货量对飞力达业绩至关重要，因此，微软阵营此次 Win8 系统的反击和宏碁的变形本战略将极为有利于飞力达未来几年的业绩增长。

自 2012 年年底 Win8 pro 发布，粗略预估 2013 年变形本出货量约占整体笔电市场的 20~30%，如果宏碁能在此细分市场成为老大。我们毛估宏碁明年变形本出货规模约能达到 500~800 万台。如果其其余产品保持 2012 年出货量不变，宏碁 2013 年出货量将比 2012 年增长约 15%-25%。飞力达其他品牌商大客户如华硕、联想等未来如果也能同样受益于 Win8 系统催生的新市场，出货量保持年 15%以上的增速，则飞力达未来几年仓储物流服务收入增速也将不低于 15%。



5 前例：谷歌阵营的反击拉升了一系列公司的市值

谷歌先于微软开始挑战苹果在平板电脑领域的统治，随着谷歌2012年正式进军平板电脑市场，一系列谷歌产业链的企业随之受益，尤其是台湾电子企业。

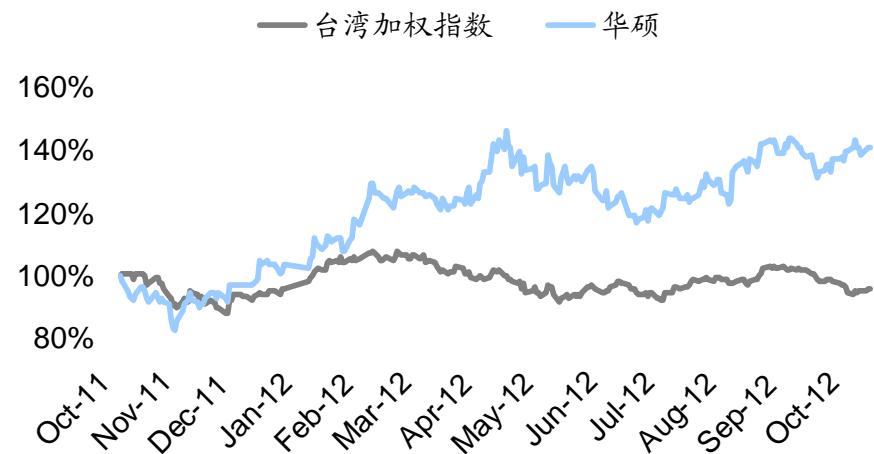
谷歌产业链各公司在2012年的表现，正是微软Win8产业链各公司未来发展的前例。

5.1.1 谷歌 Nexus 7 平板电脑整机制造商华硕

谷歌第一款平板电脑Nexus 7由华硕组装制造，2012年6月，Nexus 7正式发布。在台湾市场上，截止2012年11月1日，华硕股价过去12个月涨幅达到49%。而同期台湾股指涨幅仅有11%，不考虑股息，华硕录得相对收益38%。

华硕2012年第三季平板电脑出货量几乎是二季度3倍，达230万台，随着新的32G 3g版Nexus上市，预计四季度华硕平板销量能超过250万台。

图9：华硕股价随着谷歌的反击而飙升



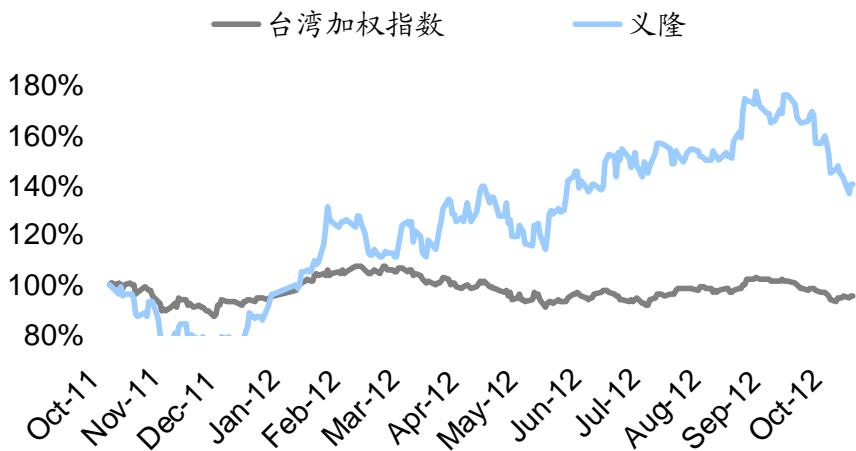
数据来源：WIND 第一创业证券研究所

5.1.2 谷歌 Nexus 7 平板电脑触控芯片厂商义隆电

谷歌Nexus 7触控控制芯片订单交给了义隆(2458.TW)，截止2012年11月1日，义隆(2458.TW)过去12个月股价涨幅也恰好与华硕一样，达到49%。而同期台湾股指涨幅仅有11%，不考虑股息，义隆电录得相对收益38%。



图 10：义隆电股价随着谷歌的反击而飙升

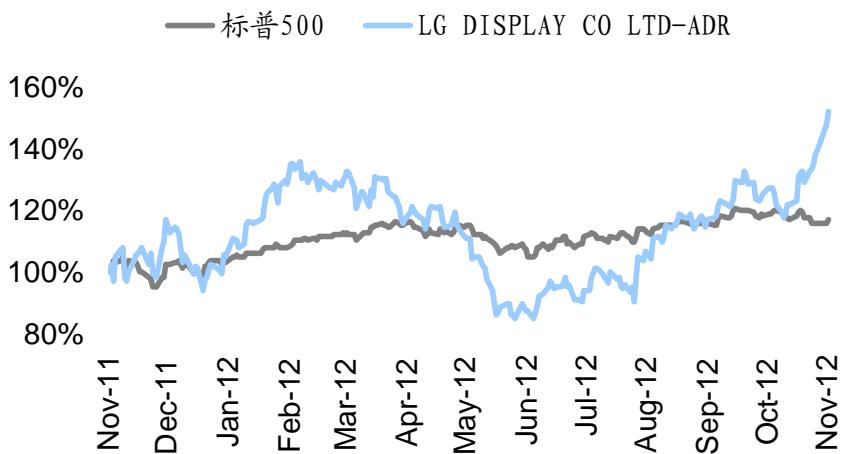


数据来源：WIND 第一创业证券研究所

5.1.3 谷歌 Nexus 4 手机整机制造商 LG

10月29日，谷歌发布最新Nexus系列产品，其中Nexus 4手机整机制造交给LG完成。截止2012年11月1日，为Nexus 4提供IPS显示屏的LG display(LPL)过去12个月股价涨幅为52%，而同期标普500指数仅上涨14%，不考虑股息影响，LG display录得相对收益达38%。

图 11：LG display 股价在接到谷歌新手机订单后飙升



数据来源：WIND 第一创业证券研究所



6 盈利预测关键假设

- 变形本市场将在 2013 年启动，2014 年快速增长，公司仓储物流服务收入 2013 年增速达到 16%，2014 年达到 22%；
- 贸易执行和技术服务收入稳定增长；
- 可用仓库面积明年大幅增长。

7 风险提示

- 经济迅速下行，出口恶化；
- 变形本销量不佳；
- 新增仓库面积低于预期。



盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	973.2	1,234.9	1,529.5	1,878.9	一、营业收入	1,244.0	2,055.7	2,466.8	2,757.9
货币资金	511.2	642.7	883.5	1,183.7	减：营业成本	861.9	1,562.3	1,859.2	2,032.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	30.3	33.9	41.3	49.3
应收款项	201.0	300.5	360.6	402.5	销售费用	37.9	63.1	86.4	96.6
预付款项	221.9	205.1	198.0	204.8	管理费用	205.4	266.6	319.9	383.9
存货	1.7	3.9	4.7	5.1	财务费用	9.4	9.8	8.8	14.1
其他流动资产	37.4	82.7	82.7	82.7	资产减值损失	1.9	0.9	1.2	0.8
非流动资产	268.2	303.2	278.6	253.9	加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	69.9	69.0	69.0	69.0	投资收益	5.6	0.5	5.5	5.5
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中：联营企业收益	5.6	0.5	5.5	5.5
固定资产	83.0	94.9	68.4	42.0	二、营业利润	102.8	119.4	155.5	186.5
在建工程	24.2	53.4	55.2	57.0	加：营业外收入	21.7	28.9	29.7	30.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	1.1	1.4	2.0	2.3
无形及递延性资产	88.3	83.9	83.9	83.9	三、利润总额	123.4	146.9	183.2	214.9
其它非流动资产	2.9	2.1	2.1	2.1	减：所得税费用	26.2	31.3	45.8	53.7
资产总计	1,241.5	1,538.1	1,808.1	2,132.8	四、净利润	97.2	115.6	137.4	161.2
流动负债	369.8	499.3	631.9	795.4	归属母公司净利润	82.6	94.4	115.7	139.5
短期借款	240.0	222.9	326.4	477.9	少数股东损益	14.6	21.2	21.7	21.7
应付账款	50.5	158.0	198.2	216.2	五、总股本(百万股)	107.0	167.1	167.1	167.1
预收帐款	20.7	23.7	26.9	29.8	EPS(元)	0.77	0.56	0.69	0.83
其它流动负债	58.5	94.6	80.4	71.4					
非流动负债	0.4	0.4	0.4	0.4					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它非流动负债	0.4	0.4	0.4	0.4					
负债合计	370.2	499.7	632.3	795.8					
少数股东权益	75.5	111.2	132.9	154.6					
股本	107.0	167.1	167.1	167.1					
资本公积与其它	471.6	470.8	470.8	470.8					
留存收益	217.3	289.4	405.1	544.5					
股东权益合计	795.8	927.3	1,042.9	1,182.4					
负债和股东权益	1,241.5	1,538.1	1,808.1	2,132.8					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-163.6	183.6	142.5	159.0	成长能力				
净利润	97.2	115.6	137.4	161.2	营业收入	15.4%	65.2%	20.0%	11.8%
折旧摊销	30.6	30.1	27.7	27.3	营业毛利	12.5%	29.1%	23.2%	19.4%
财务费用	11.1	9.8	8.8	14.1	主业盈利	-3.3%	19.5%	23.3%	22.5%
投资损失	-5.6	-0.5	-5.5	-5.5	母公司净利	12.5%	14.3%	22.5%	20.6%
营运资金变动	-295.7	55.3	-23.5	-36.1	获利能力				
其它变动	-1.2	-26.8	-2.3	-1.9	毛利率	30.7%	24.0%	24.6%	26.3%
投资活动现金流	-71.2	-59.3	3.7	3.7	主业盈利/收入	8.7%	6.3%	6.5%	7.1%
资本支出	-55.7	-61.6	-1.8	-1.8	ROS	7.8%	5.6%	5.6%	5.8%
长期投资	-14.7	0.1	0.0	0.0	ROE	10.4%	10.2%	11.1%	11.8%
其它变动	-0.8	2.3	5.5	5.5	ROIC	9.4%	10.0%	10.0%	9.7%
筹资活动现金流	554.0	6.2	94.6	137.4	偿债能力				
债务融资	79.2	-17.1	103.5	151.5	资产负债率	29.8%	32.5%	35.0%	37.3%
权益融资	494.0	20.8	0.0	0.0	利息保障倍数	10.4	11.8	15.6	11.5
其它变动	-19.2	2.4	-8.8	-14.1	速动比率	2.53	2.30	2.28	2.25
汇率变动影响	-4.4	0.4	0.0	0.0	经营现金净额/当期债务	-0.68	0.82	0.44	0.33
现金净增加额	314.7	130.9	240.9	300.2	营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.34	1.36	1.29
					应收账款天数	58.17	52.62	52.62	52.54
					存货天数	0.72	0.89	0.90	0.91
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	1.01	0.78	0.96	1.17
					每股经营现金流	-1.53	1.10	0.85	0.95
					每股净资产	6.73	4.88	5.45	6.15
					估值比率				
					P/E	11.83	16.16	13.19	10.94
					P/B	1.36	1.87	1.68	1.48
					P/S	0.79	0.74	0.62	0.55
					EV/EBITDA	5.09	7.03	5.27	3.75

数据来源：公司公告 第一创业研究所



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135