

业务量有望企稳，转型值得期待

增持 维持

目标价格：15.00

业绩和公告简评：

飞力达发布2014年三季度报告，2014年1-9月，公司实现营业收入22.31亿元，同比40.86%；归属于上市公司股东的净利润3227.30万元，同比减少27.76%。2014年第三季度，公司实现营业收入7.32亿元，同比增长25.22%，归属于上市公司股东的净利润1248.26万元，同比增长13.30%。

经营分析：

- **成本迅速攀升，毛利率持续下滑：**收入方面，公司前三季度营业收入增长较快，同比增幅达40%以上，主要是贸易执行业务增长较快所致。成本方面，产品结构由品牌商向ODM厂商转移，导致营业成本增长过快，同时人力和能源等成本攀升，导致毛利率继续下滑，公司前三季度整体毛利率12.91%，较去年同期减少6个百分点，创下新低，第三季度单季毛利率为12.59%，同比减少近3个百分点，环比二季度基本持平。
- **投资收益对三季度业绩构成显著影响。**今年8月，公司以990万元将其所持有的成都亚欧班列物流有限公司33%股权转让给成都维龙物流有限公司，据我们测算，该笔交易约为公司带来净利润670万元，对第三季度净利润贡献度达50%以上。
- **业务量有望逐步企稳，期待业务转型。**Gartner发布的统计结果显示，2014年第三季度全球PC出货量为7940万台，较上年同期减少0.5%，出货量下滑逐步收窄。三季度公司业务量增长有所恢复，昆山和重庆等地区表现较好。未来，昆山两岸深化合作经济实验区以及4季度融达物流园首期启动均为公司发展带来机遇，公司转型值得期待。
- **考虑到公司业绩下滑较为显著，我们调低14-16年EPS分别为0.25、0.29元和0.36元，对应当前股价55x14PE、47x15PE和38x16PE，公司业绩处于低迷，但未来将出现较大转型亮点，维持“增持”评级。**

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2021.2	2,366	3,013.69	3,950.68	4,805.73
增长率(%)	62.48	17.08	27.35	31.09	21.64
归母净利润(百万)	101.05	53.36	41.82	48.47	60.54
增长率(%)	22.39	-47.19	-21.63	15.92	24.90
每股收益	0.60	0.32	0.25	0.29	0.36
市盈率	22.83	42.81	54.88	47.35	37.91

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: qu Yongzhong@hysec.com

刘攀(S1180514050002)

电话：021-65051190

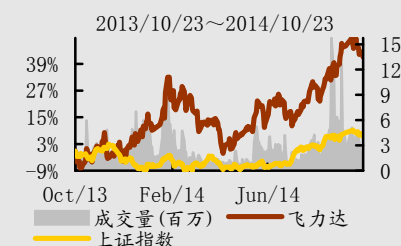
Email: liupan1@hysec.com

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

《产业西迁阵痛，转型亮点将出》

2014/7/15

《经营改善，扩张渐显成效》

2014/2/18

图 1: 三张表摘要

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	474	520	523	506	营业收入	2366	3014	3951	4806
应收款项	395	519	658	810	营业成本	1970	2591	3429	4159
存货净额	34	72	125	114	营业税金及附加	6	8	10	12
其他流动资产	73	92	121	147	销售费用	47	57	67	91
流动资产合计	976	1204	1427	1577	管理费用	244	283	358	440
固定资产	290	406	417	507	财务费用	9	12	13	17
无形资产及其他	124	122	119	117	投资收益	(4)	2	2	2
投资性房地产	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	(5)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	73	73	73	73	其他收入	0	0	(0)	(0)
资产总计	1492	1833	2066	2303	营业利润	82	64	74	87
短期借款及交易性金融负债	123	380	490	614	营业外净收支	11	10	10	10
应付款项	133	164	225	274	利润总额	93	74	84	97
其他流动负债	69	90	119	144	所得税费用	27	16	18	20
流动负债合计	325	635	834	1032	少数股东损益	13	17	18	16
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	53	42	48	61
其他长期负债	6	6	6	6					
长期负债合计	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	331	641	840	1038	净利润	53	42	48	61
少数股东权益	198	207	215	221	资产减值准备	1	(4)	0	0
股东权益	963	985	1011	1044	折旧摊销	37	38	45	49
负债和股东权益总计	1492	1833	2066	2303	公允价值变动损失	5	2	2	2
					财务费用	9	12	13	17
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	4	(133)	(131)	(93)
每股收益	0.32	0.25	0.29	0.36	其它	1	13	7	6
每股红利	0.27	0.12	0.13	0.17	经营活动现金流	102	(42)	(29)	25
每股净资产	5.75	5.88	6.04	6.23	资本开支	(105)	(150)	(56)	(139)
ROIC	6%	4%	4%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	4%	5%	6%	投资活动现金流	(108)	(150)	(56)	(139)
毛利率	17%	14%	13%	13%	权益性融资	65	0	0	0
EBIT Margin	4%	3%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	3%	3%	支付股利、利息	(45)	(19)	(22)	(28)
收入增长	17%	27%	31%	22%	其它融资现金流	(72)	258	110	124
净利润增长率	-47%	--	16%	25%	融资活动现金流	(95)	238	88	96
资产负债率	35%	46%	51%	55%	现金净变动	(102)	46	3	(17)
息率	1.9%	0.8%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	576	474	520	523
P/E	43.0	54.9	47.3	37.9	货币资金的期末余额	474	520	523	506
P/B	2.4	2.3	2.3	2.2	企业自由现金流	36	(185)	(74)	(100)
EV/EBITDA	19.2	25.7	23.8	21.7	权益自由现金流	(35)	64	26	10

资料来源: 宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。2013 年腾讯天眼第三名, 21 世纪金牌分析师亚军。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路产业链等行业。

刘 攀: 上海交通大学硕士, 3 年机械行业研究经验, 1 年产业融资租赁行业经验, 宏源证券交运行业组(设备方向)分析师。擅长草根挖掘投资机会, 重点覆盖铁路设备产业链、航运港口和船舶海工产业链等细分行业。

王滔: 中山大学硕士, 3 年交运行业研究经验, 重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有

悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。