

南京熊猫（600775）：2008 年收入前高后低 09 年或现前低后高 中性（维持）

通信行业

当前股价：5.13 元

报告日期：2009 年 3 月 27 日

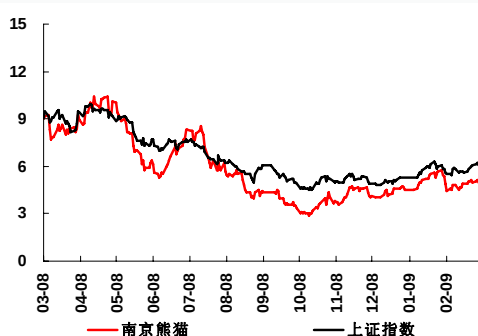
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,010	1,131	1,130	1,224
(+/-)	10.84%	11.99%	-0.08%	8.33%
营业利润	116	20	58	101
(+/-)	20.8%	-83.1%	194%	74.9%
归属于母公司的净利润	89	37	51	86
(+/-)	2.9%	-58.2%	36.9%	68.9%
每股收益（元）	0.14	0.06	0.08	0.13
市盈率（倍）	37.7	93.0	67.9	40.2

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	65,502/14,380
非限售流通股市值（亿元）	7.59
每股净资产（元）	2.28
资产负债率（%）	42%

股价表现（最近一年）



联系人—康志毅 组长—邹高

010-66045565 kangzy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司年报显示，2008年公司实现营业收入11.3亿元，同比增长12%；营业利润1,958万元，同比下降85%；利润总额4,480万元，同比下降63%；归属母公司净利润3,720万元，同比下降65%；EPS为0.06元。

- 宏观经济对公司影响显著，2008 年度公司营业收入增速前高后低，2009 年或现前低后高。

（1）受宏观经济不景气影响，公司单季收入下滑明显（图表 1）。2008 年上半年公司主要业务保持快速增长，其中第 1 季度业务收入同比增长 60%，第 2 季度业务收入增速略有上涨，扩大到 65%，而从第 3 季度开始国内宏观经济形势开始走弱，公司业务也开始出现疲态，收入增速降低至 25%，第 4 季度增速更是降至为-28%。

（2）主要业务跨度广，受宏观经济影响大。公司主要产品包括电子制造产品，电子信息产品，机电仪产品和卫星通信产品（图表 3）。2008 年下半年以来，国内电子通信产品（3G 通信设备除外）需求普遍放缓，公司受到显著影响。我们估计公司 2009 年上半年主要业务仍难有乐观表现，下半年或有起色。

- 2008 年度综合毛利率、投资收益、营业外收支三大因素迫使净利润大幅度下滑，2009 年或将改善。

（1）综合毛利率：公司 2008 年毛利率同比下降 5 个百分点，达到 12.3%，是近四年来最低点。公司四项主要产品的毛利率都出现不同程度的下滑。主要原因是电子通信产品出口减少，国内相关产品产能过剩，竞争更加激烈，毛利率有所下降。2009 年上半年需求方面难有改观，但是由于原材料价格也出现了大幅下降，公司综合毛利率有可能在 12%-13%之间维稳。

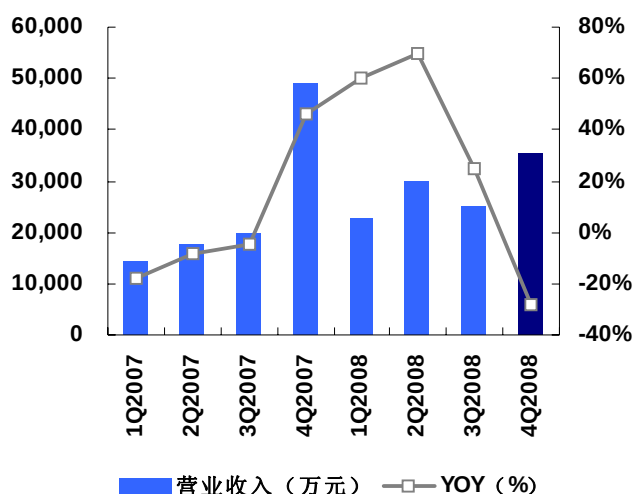
（2）投资收益（图表 4）：公司 2008 年度实现投资收益 2.01 亿元，同比下降 12.7%。投资收益下降的主要原因是公司参股公司的 ENC（南京爱立信熊猫通信有限公司，参股 27%）盈利增速下滑和 BMC（北京索爱普天移动通信有限公司，参股 20%）盈利有所下降，但是我们估计 2009 年投资收益或有微升。原因：①随着 2009 年电信运营商（尤其是中国移动和中国联通）固定资产资本开支的继续放大，ENC 有望取得较快成长；②电信运营商手机采购量有可能在 2009 年放大，作为市场主流品牌索尼爱立信内销部分将会受益，但是外销

部分仍难有起色。(3) 2008 年华飞彩显 (参股 25%) 亏损 2.4 亿元, 公司相关投资收益为-6,057 万元, 我们判断 2009 年彩显市场难有起色, 保守起见我们估计 2009 年公司将继续亏损。

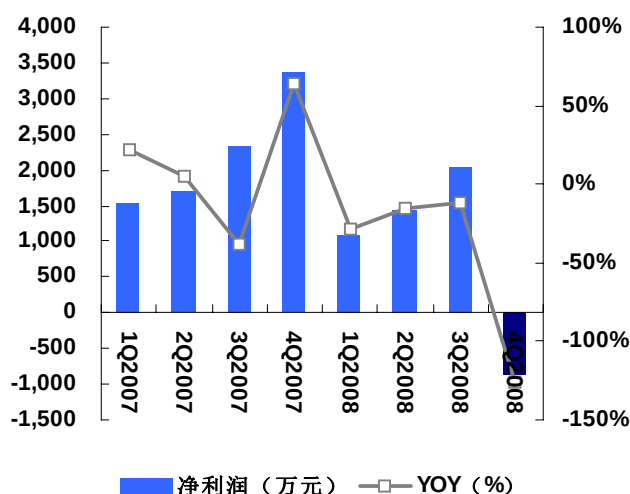
(3) 营业外收支: ①营业外收入同比增加 208.6%, 主要原因是公司收到政府补助款和债务重组利得。其中政府补助占营业外收入的 66%, 2009 年政府补助还难以确定, 保守起见我们以 2007 年为准推算。②营业外支出同比减少 81.4%, 主要是因为 2007 年度省国信以其持有华飞公司 25%股权抵押其欠本公司债务引起营业外支出较多, 2008 年回归正常。

- **盈利预测与评级:** 综上所述, 我们估计 2009 年公司收入前低后高, 同时净利润将有一定上升, 2010 年将或将全面好转。我们下调 2009 年 EPS0.02 元, 上调 2010 年 EPS0.02 元, 分别达到 EPS0.08 元和 0.13 元, 以 2009 年 3 月 24 日收盘价 5.13 元计算, 对应动态市盈率为 68 倍和 40 倍, 估值明显过高, 维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示:** (1) 电子通信产品价格下降风险; (2) 投资收益不确定风险; (3) 宏观经济不景气风险。

图表 1. 南京熊猫 (600775) 营业收入分季度增长情况

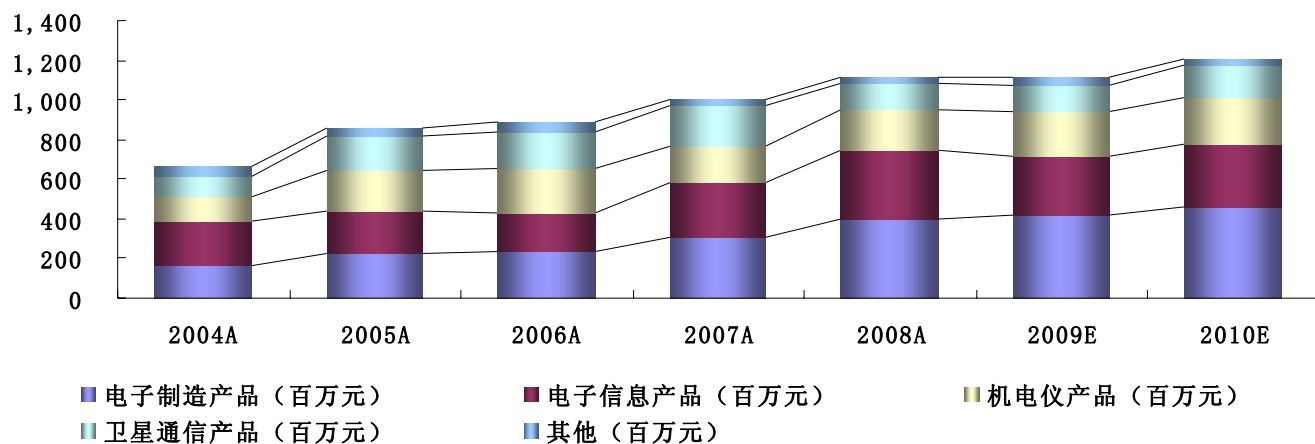


图表 2. 南京熊猫 (600775) 净利润分季度增长情况



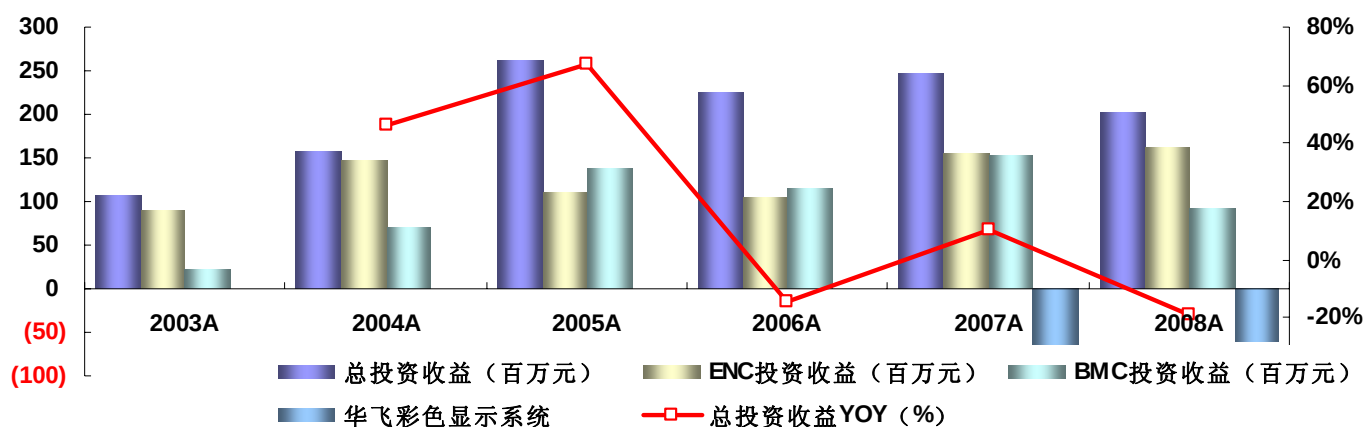
资料来源: 天相投资顾问有限公司

图表 3. 南京熊猫（600775）分业务增长变化情况



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 4. 南京熊猫（600775）投资收益变化情况



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 5. 南京熊猫（600775）年度与季度业绩对比

单位：万元	2007	2008	同比变化	2007Q4	2008Q4	同比变化
一、营业总收入	100,994	113,104	11.99%	49,087	35,380	-27.92%
营业总收入增长（%）	10.84%	11.99%	1.15%	45.93%	-27.92%	-73.85%
（1）营业收入（主营业务收入）	100,994	111,298	10.20%	49,087	33,574	-31.60%
营业收入增长（%）	10.84%	10.20%	-0.64%	45.93%	-31.60%	-77.53%
主营业务毛利率（%）	17.26%	12.29%	-4.98%	18.14%	-2.82%	-20.96%
（2）其他业务收入	0	1,806	n.a.	0	1,806	n.a.
二、营业总成本	112,451	131,274	16.74%	52,231	46,339	-11.28%
营业成本	83,558	98,941	18.41%	40,183	34,520	-14.09%
其中：主营业务成本	83,558	97,624	16.83%	40,183	33,204	-17.37%
其他业务成本	0	1,317	n.a.	0	1,317	n.a.
营业税金及附加	538	476	-11.57%	153	128	-16.58%
资产减值损失	3,845	3,581	-6.87%	2,715	1,674	-38.36%
期间费用	24,510	28,276	15.37%	9,179	10,017	9.13%
其中：销售费用	1,828	2,650	44.96%	(222)	(281)	26.22%
销售费用率	1.81%	2.38%	0.57%	-0.45%	-0.84%	-0.38%
管理费用	16,562	20,756	25.32%	7,614	9,892	29.93%
管理费用率	10.84%	18.65%	7.81%	15.51%	29.46%	13.95%
财务费用	6,120	4,870	-20.42%	1,788	405	-77.33%
财务费用率	6.06%	4.38%	-1.68%	3.64%	1.21%	-2.43%
期间费用率（%）	24.27%	25.00%	0.73%	18.70%	28.31%	9.61%
加：公允价值变动净收益	0	0	n.a.	0	0	n.a.
投资净收益	23,051	20,128	-12.68%	6,910	8,235	19.16%
三、营业利润	11,594	1,958	-83.11%	3,766	(2,724)	n.a.
营业利润增长（%）	20.82%	-83.11%	-103.93%	68.71%	-172.33%	-241.04%
营业利润率（%）	11.48%	1.73%	-9.75%	7.67%	-7.70%	-15.37%
加：营业外收入	950	2,931	208.60%	839	2,458	192.94%
其中：补贴收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.
减：营业外支出	2,193	409	-81.35%	286	185	-35.47%
其中：非流动资产处置净损失	0	0	n.a.	0	0	n.a.
四、利润总额	10,351	4,480	-56.72%	4,320	(450)	n.a.
利润总额增长（%）	6.58%	-56.72%	-63.30%	88.49%	-110.43%	-198.91%
减：所得税	723	600	-17.03%	99	356	260.99%
实际所得税率（%）	6.98%	13.38%	6.40%	2.28%	-79.10%	-81.38%
五、净利润	9,628	3,880	-59.70%	4,221	(807)	n.a.
净利润增长（%）	2.34%	-59.70%	-62.04%	79.33%	-119.11%	-198.44%
其中：归属母公司所有者净利润	8,909	3,720	-58.24%	3,354	(854)	n.a.
母公司净利润增长（%）	2.87%	-58.24%	-61.11%	63.95%	-125.46%	-189.41%
净利润率（%）	8.82%	3.29%	-5.53%	8.60%	-2.28%	-10.88%
少数股东损益	719	160	n.a.	867	47	n.a.
基本每股收益（元/股）	0.14	0.06	-57.14%	0.06	(0.01)	n.a.

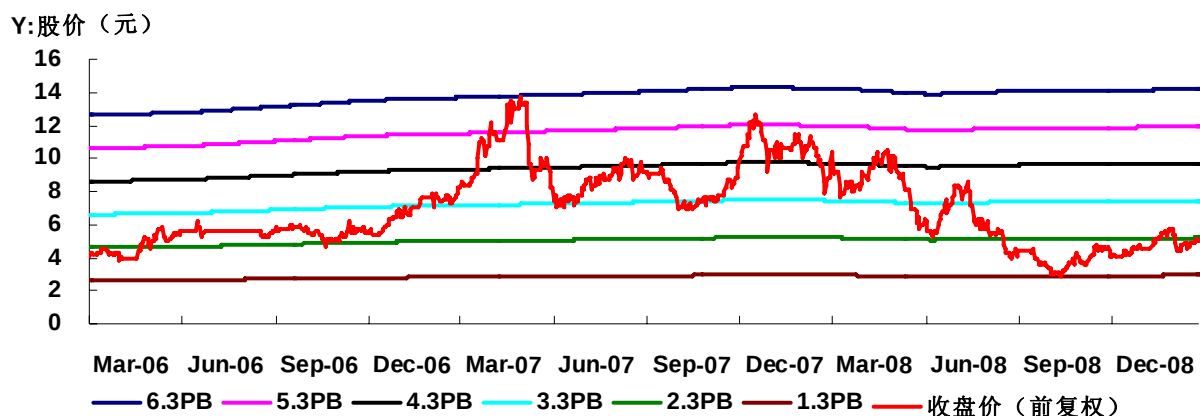
资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 6. 南京熊猫（600775）盈利预测（万元）

单位：万元	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	85,441	91,117	100,994	113,104	113,008	122,418
营业总收入增长（%）	28.05%	6.64%	10.84%	11.99%	-0.08%	8.33%
(1) 营业收入（主营业务收入）	85,441	91,117	100,994	111,298	111,202	120,612
营业收入增长（%）	28.05%	6.64%	10.84%	10.20%	-0.09%	8.46%
主营业务毛利率（%）	14.94%	17.03%	17.26%	12.29%	12.25%	12.34%
(2) 其他业务收入	0	0	0	1,806	1,806	1,806
二、营业总成本	103,761	104,077	112,451	131,274	130,675	140,532
营业成本	72,672	75,599	83,558	98,941	98,899	107,047
其中：主营业务成本	72,672	75,599	83,558	97,624	97,582	105,730
其他业务成本	0	0	0	1,317	1,317	1,317
营业税金及附加	359	515	538	476	500	543
资产减值损失	0	1,745	3,845	3,581	1,751	1,100
期间费用	30,730	26,218	24,510	28,276	29,524	31,842
其中：销售费用	2,454	1,790	1,828	2,650	3,280	3,618
管理费用	22,632	19,218	16,562	20,756	20,572	21,951
财务费用	5,644	5,209	6,120	4,870	5,671	6,272
期间费用率（%）	35.97%	28.77%	24.27%	25.41%	26.55%	26.40%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	26,286	22,556	23,051	20,128	23,421	28,176
YOY		-14.19%	2.19%	-12.68%	16.36%	20.30%
三、营业利润	9,073	9,596	11,594	1,958	5,755	10,063
营业利润增长（%）	62.93%	5.77%	20.82%	-83.11%	193.87%	74.86%
营业利润率（%）	10.62%	10.53%	11.48%	1.73%	5.09%	8.22%
加：营业外收入	582	419	950	2,931	950	950
减：营业外支出	709	304	2,193	409	409	409
四、利润总额	9,023	9,711	10,351	4,480	6,296	10,604
利润总额增长（%）	63.03%	7.63%	6.58%	-56.72%	40.53%	68.42%
减：所得税	318	304	723	600	944	1,591
实际所得税率（%）	3.52%	3.13%	6.98%	13.38%	15.00%	15.00%
五、净利润	9,184	9,408	9,628	3,880	5,351	9,013
净利润增长（%）	73.36%	2.44%	2.34%	-59.70%	37.91%	68.42%
其中：归属母公司所有者净利润	8,970	8,661	8,909	3,720	5,127	8,634
母公司净利润增长（%）	71.29%	-3.45%	2.87%	-58.24%	37.81%	68.42%
净利润率（%）	10.50%	9.51%	8.82%	3.29%	4.54%	7.05%
少数股东损益	214	747	719	160	225	379
基本每股收益（元/股）	0.12	0.13	0.14	0.06	0.08	0.13
每股净资产（元/股）	1.93	2.06	2.19	2.28	2.33	2.46
净资产收益率（%）	6.05	6.42	6.20	2.52	3.44	5.35

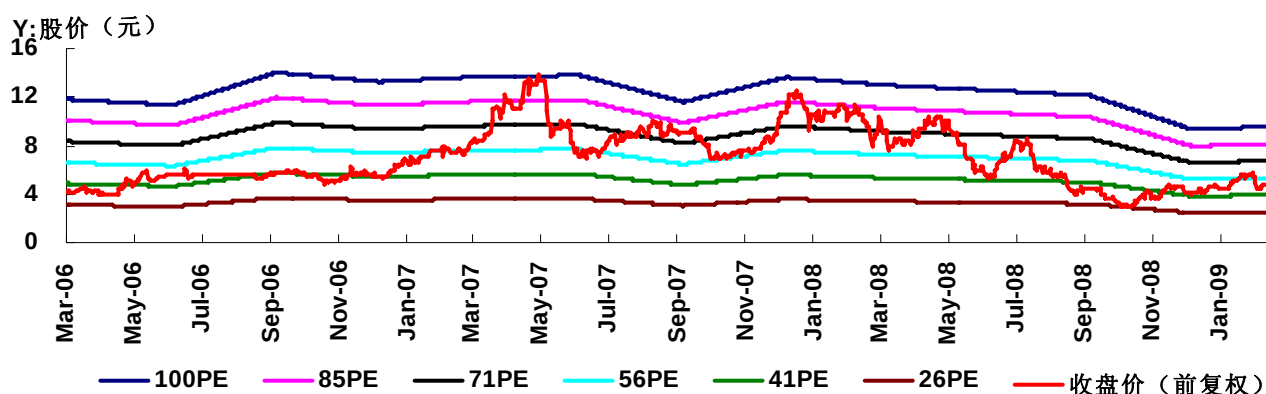
资料来源：上市公司公告，天相投顾

图表 7. 南京熊猫（600775）市净率曲线图



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 8. 南京熊猫（600775）市盈率曲线图



资料来源：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：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002