

金飞达：订单减少，业绩持续下滑

——2008 年年报和 2009 年一季报点评

报告关键点：

- 2008 年报：收入和净利润同比增速分别为 16.89% 和 -17.72%
- 2009 年一季报：收入和净利润同比增速分别为 -24.14% 和 -38.07%
- 维持“中性 - A”投资评级

报告摘要：

- 2008 年报和 2009 年一季报业绩持续下滑：**2008 年年报显示，公司实现营业总收入和净利润分别为 8.37 亿元和 5032.94 万元，同比分别增长 16.89% 和 -17.72%，全年摊薄后 EPS 为 0.38 元。08 年利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金股利 1 元（含税），以资本公积金每 10 股转增 5 股。
- 同期公布的 2009 年一季报显示，公司 1 - 3 月实现营业总收入 1.35 亿元，同比下降 24.14%，归属于母公司所有者的净利润为 815.22 万元，同比下降 38.07%，每股收益为 0.06 元。同时，公司预计 09 年 1 - 6 月归属于母公司所有者的净利润同比下滑 20% - 40%，我们预计中报 EPS 约为 0.13 元。
- 外需低靡，订单减少是业绩下滑的主要原因：**公司产品 95% 以上出口美国市场，采用“以销定产”的销售模式，08 年下半年以来，美国市场需求下滑，导致公司订单量快速下滑，降幅在 30% - 40% 左右，这一趋势在 09 年一季度没有得到明显的好转，直接导致了公司收入增速的快速下滑，且 09 年一季度收入同比出现较大幅度的负增长。
- 毛利率稳步回升：**2008 年人民币对美元汇率的快速升值以及原材料成本的快速上升，导致产品的综合毛利率为 15.32%，较 07 年下滑了 4.31 个百分点；09 年一季度随着人民币对美元汇率的稳定，以及原材料采购价格的趋稳，以及出口退税税率提高的效应逐步体现，公司产品的综合毛利率稳步回升至 19.11%。
- 所得税率提高吞噬净利润：**公司及其下属子公司享有的优惠所得税率逐年提高，08 年母公司所得税率由 07 年 12.5% 提高至 25%；09 年下属两家子公司由免税提高至 12.5%，使得公司 08 年和 09 年一季度的实际所得税率分别提高至 12.5% 和 21.44%，吞噬了当期的净利润。
- 维持“中性 - A”投资评级：**尽管公司 ODM 业务接单能力较强，客户稳定，订单毛利率高于行业平均水平，但 09 年美国消费形势不容乐观，我们下调公司 09 - 11 年 EPS 至 0.42 元、0.51 元、0.65 元，维持“中性 - A”投资评级，6 个月目标价 9 元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	716.1	837.1	686.4	823.7	1,029.6
Growth(%)	35.3%	16.9%	-18.0%	20.0%	25.0%
净利润	61.2	50.3	56.8	68.1	87.0
Growth(%)	29.2%	-17.7%	12.9%	19.8%	27.8%
毛利率(%)	19.6%	15.3%	19.0%	19.0%	19.0%
净利率(%)	8.5%	6.0%	8.3%	8.3%	8.5%
每股收益(元)	0.46	0.38	0.42	0.51	0.65
每股净资产(元)	1.52	4.17	4.59	5.09	5.72
市盈率	24.5	29.8	26.4	22.0	17.2
市净率	7.4	2.7	2.4	2.2	2.0
净资产收益率(%)	35.8%	10.3%	10.9%	11.7%	13.3%
ROIC(%)	60.5%	24.9%	20.1%	18.1%	20.0%
EV/EBITDA	12.4	17.6	16.0	13.1	10.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.2%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

中性-A

上次评级：

目标价格：9.00 元

期限：6 个月 上次预测：

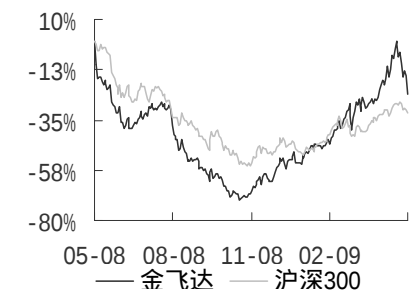
现价：11.20 元

报告日期：2009-04-28

市场数据

总市值(百万元)	1,500.80
流通市值(百万元)	380.80
总股本(百万股)	134.00
流通股本(百万股)	34.00
12 个月最高/最低	4.16/16.00 元
十大流通股东(%)	7.51%
股东户数	11,551

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.75)	19.77	9.31
绝对收益	(2.18)	43.41	(23.29)

研究员

赵梅玲

助理行业分析师

021-68765110

zhaoml@essences.com.cn

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-28**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	716.1	837.1	686.4	823.7	1,029.6	成长性					
减: 营业成本	575.5	708.8	556.0	667.2	834.0	营业收入增长率	35.3%	16.9%	-18.0%	20.0%	25.0%
营业税费	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	营业利润增长率	35.2%	-19.8%	30.4%	22.5%	25.5%
销售费用	21.3	16.6	13.7	20.6	25.7	净利润增长率	29.2%	-17.7%	12.9%	19.8%	27.8%
管理费用	26.1	41.3	34.3	41.2	51.5	EBITDA 增长率	44.5%	-23.7%	15.2%	23.6%	23.7%
财务费用	13.8	5.7	-3.3	-3.3	-3.8	EBIT 增长率	45.8%	-25.7%	14.7%	23.4%	25.9%
资产减值损失	1.1	1.8	6.0	1.3	1.9	NOPLAT 增长率	45.3%	-27.0%	1.3%	20.6%	28.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	77.5%	25.6%	33.9%	16.2%	9.6%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	2.2	3.5	5.5	净资产增长率	63.2%	174.1%	10.1%	10.8%	12.5%
营业利润	78.0	62.5	81.5	99.9	125.4	利润率					
加: 营业外净收支	-0.7	3.3	1.0	-1.0	1.0	毛利率	19.6%	15.3%	19.0%	19.0%	19.0%
利润总额	77.3	65.9	82.5	98.9	126.4	营业利润率	10.9%	7.5%	11.9%	12.1%	12.2%
减: 所得税	4.4	8.2	15.7	18.8	24.0	净利率	8.5%	6.0%	8.3%	8.3%	8.5%
净利润	61.2	50.3	56.8	68.1	87.0	EBITDA/营业收入	13.6%	8.9%	12.5%	12.8%	12.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	12.8%	8.2%	11.4%	11.7%	11.8%
货币资金	19.2	254.0	252.1	260.2	313.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	35	30	55	69	59
应收帐款	111.2	140.2	114.3	137.2	171.5	流动营业资本周转天数	55	79	121	114	106
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	173	290	241	221
预付帐款	4.6	80.3	80.3	80.3	80.3	应收帐款周转天数	50	53	64	54	53
存货	91.3	103.0	81.8	98.2	122.8	存货周转天数	39	42	49	40	39
其他流动资产	-0.0	0.3	-0.1	0.2	0.7	总资产周转天数	146	218	366	330	298
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	100	124	196	202	182
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	16.8	19.0	22.4	27.9	ROE	35.8%	10.3%	10.9%	11.7%	13.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.0%	8.5%	9.4%	10.1%	11.3%
固定资产	71.7	69.5	141.0	173.7	166.5	ROIC	60.5%	24.9%	20.1%	18.1%	20.0%
在建工程	-	0.3	0.7	0.8	0.9	费用率					
无形资产	19.6	4.8	4.6	4.4	4.2	销售费用率	3.0%	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	13.1	12.9	18.5	18.8	18.9	管理费用率	3.6%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	330.7	682.0	712.3	796.2	907.2	财务费用率	1.9%	0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
短期债务	70.0	15.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	8.5%	7.6%	6.5%	7.1%	7.1%
应付帐款	61.9	107.9	86.8	104.2	130.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	38.3%	18.0%	13.6%	14.3%	15.5%
其他流动负债	-5.1	0.1	9.0	9.0	9.0	负债权益比	62.2%	22.0%	15.7%	16.7%	18.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.78	4.70	5.46	5.04	4.91
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.06	3.86	4.61	4.18	4.03
负债总额	126.8	123.0	96.8	114.2	140.3	利息保障倍数	6.64	11.97	-23.74	-28.89	-31.97
少数股东权益	38.0	45.1	55.1	67.1	82.5	分红指标					
股本	100.0	134.0	134.0	134.0	134.0	DPS(元)	-	-	0.08	0.10	0.13
留存收益	66.3	380.9	426.3	480.8	550.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	203.9	559.0	615.5	681.9	766.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	72.9	57.6	56.8	68.1	87.0	EPS(元)	0.46	0.38	0.42	0.51	0.65
加: 折旧和摊销	6.0	6.5	7.4	9.2	9.3	BVPS(元)	1.52	4.17	4.59	5.09	5.72
资产减值准备	1.1	1.8	6.0	1.3	1.9	PE(X)	24.5	29.8	26.4	22.0	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	2.7	2.4	2.2	2.0
财务费用	4.3	12.7	0.9	-3.3	-3.3	P/FCF	-54.0	-21.5	-26.6	-1,144.6	38.4
投资收益	-0.0	-0.0	-2.2	-3.5	-5.5	P/S	2.1	1.8	2.2	1.8	1.5
少数股东损益	11.7	7.3	10.0	12.0	15.4	EV/EBITDA	12.4	17.6	16.0	13.1	10.4
营运资金的变动	-94.8	-45.4	29.3	-23.4	-35.1	PEG	3.2%	21.1%	21.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	15.6	20.2	104.1	60.4	69.2	CAGR(%)	7.7	1.4	1.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-31.1	-29.2	-84.6	-42.1	-2.1	ROIC/WACC	6.1	2.5	2.0	1.8	2.0
融资活动产生现金流量	6.6	244.6	-13.1	-10.3	-13.6	REP	0.8	1.6	1.6	1.5	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007 年 7 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王昊文	深圳联系人
0755-82558069	wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034