

华鹏飞(300350.SZ)

其它运输行业

评级: 买入 首次评级

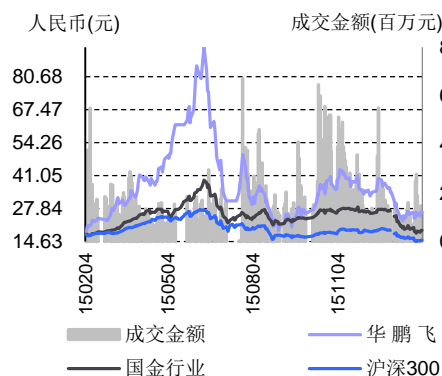
公司深度研究

市场价格(人民币): 26.60元  
 目标价格(人民币): 33.00-35.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 113.19  
 总市值(百万元) 7,886.02  
 年内股价最高最低(元) 92.50/17.45  
 沪深300指数 2948.64



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2013    | 2014   | 2015E   | 2016E  | 2017E  |
|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.355   | 0.348  | 0.311   | 0.564  | 0.928  |
| 每股净资产(元)    | 4.67    | 4.92   | 1.75    | 2.31   | 3.24   |
| 每股经营性现金流(元) | -0.70   | -0.38  | 0.39    | 1.09   | 1.66   |
| 市盈率(倍)      | 74.99   | 76.37  | 85.62   | 47.15  | 28.65  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 16.52   | 29.22  | 48.28   | 48.28  | 48.28  |
| 净利润增长率(%)   | -22.37% | -1.81% | 205.10% | 81.60% | 64.55% |
| 净资产收益率(%)   | 7.60%   | 7.08%  | 17.77%  | 24.40% | 28.65% |
| 总股本(百万股)    | 86.67   | 86.67  | 296.47  | 296.47 | 296.47 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **着力打造“大物流”战略, 营收利润同步增长:** 华鹏飞公司是国内电子信息产业专业物流服务提供商, 专注于综合物流服务及供应链商品销售等业务, 秉承大物流行业一体化供应链生态圈理念, 为客户提供代理采购、运输、仓储以及管理方案等一体化服务。根据预测, 2015-2017 公司净利润年复合增长率达到 108%, 营业收入年复合增长率达到 29%, 未来盈利能力看好。
- **收购博韩伟业, 进军物联网信息技术服务领域:** 公司收购标的博韩伟业是企业级移动信息化领军企业, 是快递领域移动信息方案及综合运营服务新秀, 公司积极切入快速消费品及电商等领域。2016 年将是公司业务快速扩张的一年, 在沈阳成立技术支持中心, 服务全国。面对移动医疗市场的供需缺口, 博韩伟业与四川电信合作的移动信息化医疗服务解决方案未来发展空间巨大。保守预计博韩伟业 2015-2017 净利润达到 1.02/1.80/2.90 亿元。
- **构建供应链生态圈, 打开盈利增长空间:** 在传统电子信息产业物流服务稳定发展的同时, 公司通过资本运作融合“信息流”、“资金流”、“物流”和“商流”, 构建物流供应链生态圈。2015 年 7 月, 完成收购博韩伟业(100%控股), 利润实现快速增长; 公司参股的赛富科技(16.43%持股)盈利良好, 前三季度贡献投资收益约 360 万元, 未来将进一步释放盈利空间。
- **预计将以更积极的姿态通过内生和外延拓展物联网:** 收购和参股在贡献投资利润的同时, 也有利于公司实现“大物流”战略布局。协同作用有望助推华鹏飞业务结构进一步优化, 将公司从物流服务提供商转型为“大物流”一体化服务提供商, 物联网、供应链、移动信息化及金融服务均是公司未来成长点。预计公司未来将进一步通过内生和外延做大做强物联网服务平台。

## 投资建议

- 考虑到华鹏飞公司电子信息专业物流服务业务发展稳定, 通过收购和参股交易获得投资收益, 拓展移动信息化服务领域未来市场需求巨大, 公司“大物流”的一体化供应链生态圈未来会给公司带来良好盈利增长模式, 予以推荐。

## 估值

- 保守预计 2015-2017 年 EPS 预测 0.31/0.56/0.93 元。横向对比物联网行业整体估值, 对应 1.2x-1.3xPEG 给出目标价格区间 33.00-35.00 元。

## 风险

- 对外投资交易对象业绩低于承诺; 物流板块行业竞争加剧。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人  
 (8621)61038200  
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 公司概览：中华物流供应链腾飞企业，多领域拓展助力公司转型 .....   | 4  |
| 公司介绍及股权结构 .....                      | 4  |
| IT 物流收入高占比，释放巨大盈利空间 .....            | 4  |
| 传统业务未来发展与展望 .....                    | 5  |
| 收购物联网技术企业，增强公司竞争力 .....              | 6  |
| 收购标的博韩伟业——企业级移动信息化主力军 .....          | 6  |
| 加速公司战略转型，构建移动信息化平台 .....             | 9  |
| 参股供应链金融公司——加快生态圈一体化 .....            | 10 |
| 参股标的赛富科技——信用风控和公共融资平台 .....          | 10 |
| 丰富供应链金融服务，定位全供应链管理 .....             | 11 |
| 着力打造“大物流”战略，构建一体化供应链生态圈 .....        | 11 |
| “大物流”平台战略，提升公司核心竞争优势 .....           | 12 |
| 引领移动信息化产业变革，满足移动医疗市场需求 .....         | 12 |
| “物联网”潜在爆发力十足，“现代物流+互联网+金融”雏形已现 ..... | 15 |
| 盈利预测与估值 .....                        | 16 |
| 假设电子信息化物流业务继续稳健增长 .....              | 16 |
| 假设博韩伟业 2016 年继续高速增长，增速将达到 60% .....  | 16 |
| 估值 .....                             | 16 |
| 风险提示 .....                           | 17 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1：公司股权结构示意图（截至 2015 年三季度） .....      | 4  |
| 图表 2：主营业务收入及利润构成 .....                  | 5  |
| 图表 3：公司主营业务收入（亿元）、同比增长率（%）及预测 .....     | 5  |
| 图表 4：公司分类业务收入（亿元）、同比增长（%）及预测 .....      | 6  |
| 图表 5：博韩伟业营收（亿元）、利润（亿元）、毛利率（%）及预测 .....  | 6  |
| 图表 6：博韩伟业各项主营业务毛利率（%）及预测 .....          | 7  |
| 图表 7：博韩伟业各项主营业务收入占比（%）及预测 .....         | 7  |
| 图表 8：博韩伟业创新商业模式示意图 .....                | 8  |
| 图表 9：博韩伟业运营管理模式示意图 .....                | 8  |
| 图表 10：博韩伟业多样化解决方案 .....                 | 9  |
| 图表 11：全国快递业务规模（亿件）、同比增长率及预测 .....       | 9  |
| 图表 12：全国医疗行业 IT 解决方案规模（亿件）及预测 .....     | 10 |
| 图表 13：赛富科技近两年净利润和未来三年预期净利润（万元） .....    | 10 |
| 图表 14：赛富科技供应链分销体系示意图 .....              | 11 |
| 图表 15：华鹏飞“大物流”发展战略 .....                | 12 |
| 图表 16：我国电子信息制造业收入（亿元）、同比增长率（%）及预测 ..... | 13 |

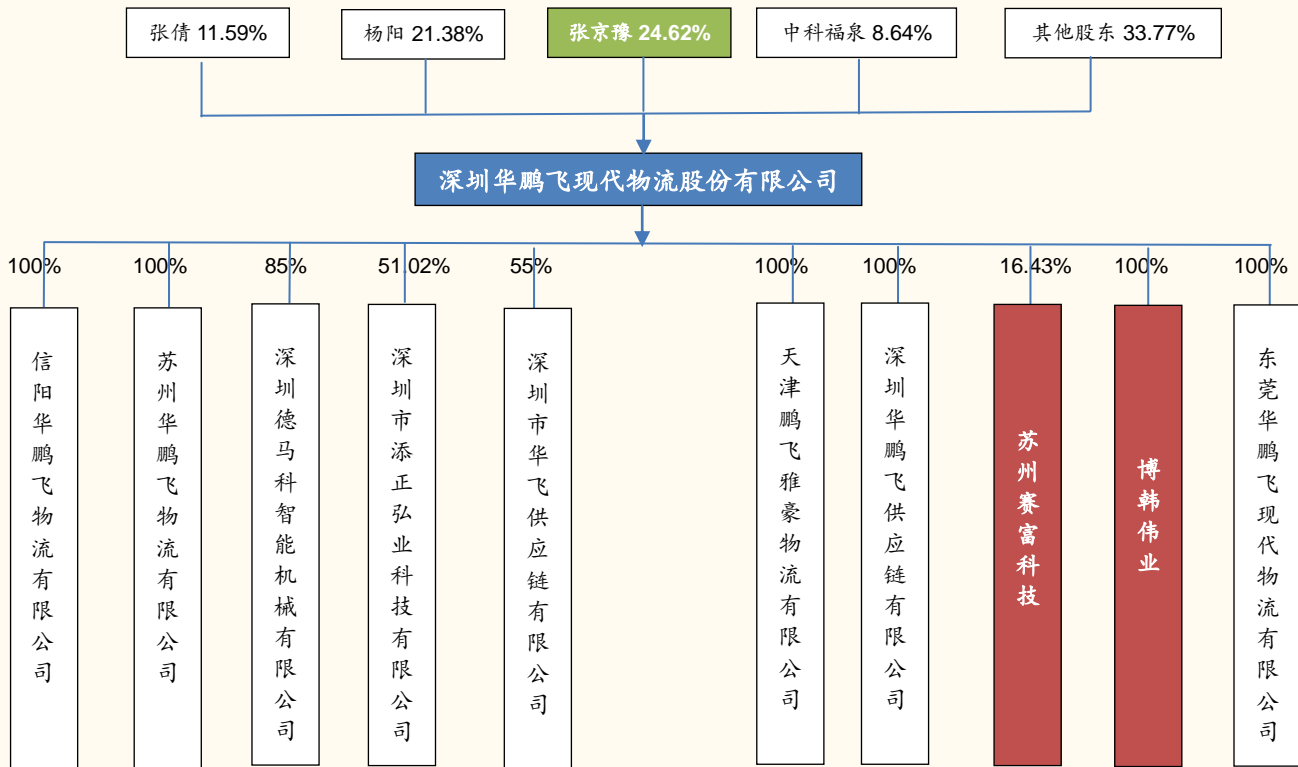
|  |    |
|--|----|
| 图表 17: 我国电子信息制造业收入 (亿元)、同比增长率 (%) 及预测..... | 13 |
| 图表 18: 我国移动医疗营业收入 (亿元)、同比增长率 (%) 及预测 ..... | 14 |
| 图表 19: 移动护士站手持终端及其优势 .....                 | 14 |
| 图表 20: “平安医院”信息化整体解决方案 .....               | 14 |
| 图表 21: 我国物联网市场规模 (亿元)、同比增长率 (%) 及预测.....   | 15 |
| 图表 22: 物联网商业活动关系图 .....                    | 15 |

## 公司概况：中华物流供应链腾飞企业，多领域拓展助力公司转型

### 公司介绍及股权结构

- 公司成立于 2000 年 11 月 15 日，于 2012 年 8 月 21 日于深圳证券交易所上市，是国内电子信息产业领域的专业物流服务商，提供“一体化、一站式、个性化”的综合物流解决方案。公司建立了行业领先的物流信息化管理平台，为中国物流与采购联合会“AAAA 级”物流企业，并连续多年被评为“深圳市重点物流企业”。
- 截至 2015 年 9 月 18 日，完成每 10 股转增 10 股的资本公积金转增方案后，公司总股本 2.96 亿（均为 A 股），流通 A 股为 1.13 亿，限售 A 股为 1.83 亿。公司董事长、实际控制人及第一大股东为张京豫先生，持股比例为 24.62%，第二大股东杨阳和第三大股东张倩持股比例分别为 21.38% 和 11.59%。

图表 1：公司股权结构示意图（截至 2015 年三季度）

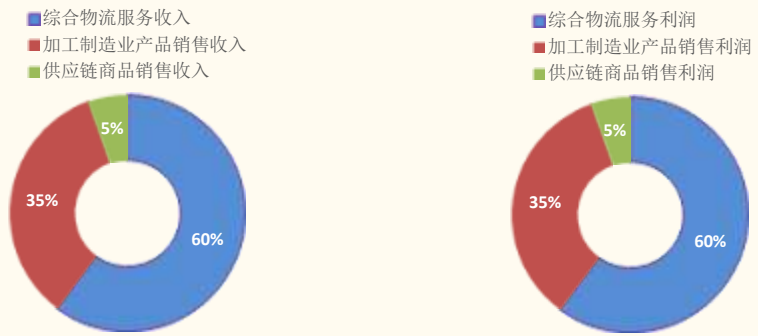


来源：公司公告、国金证券研究所

### IT 物流收入高占比，释放巨大盈利空间

- **IT 物流收入占比达到 60.1%**：按照产品及行业，公司主营业务可分为三类：综合物流服务、加工制造业产品以及供应链商品销售。2014 年电子信息产业的综合物流服务收入占比达到 60.1%，是主要的收入和利润来源；加工制造业产品销售是公司 2013 年开始拓展的业务，是公司第二大收入与利润来源，占比约 35%；供应链商品销售收入占比约为 5%。

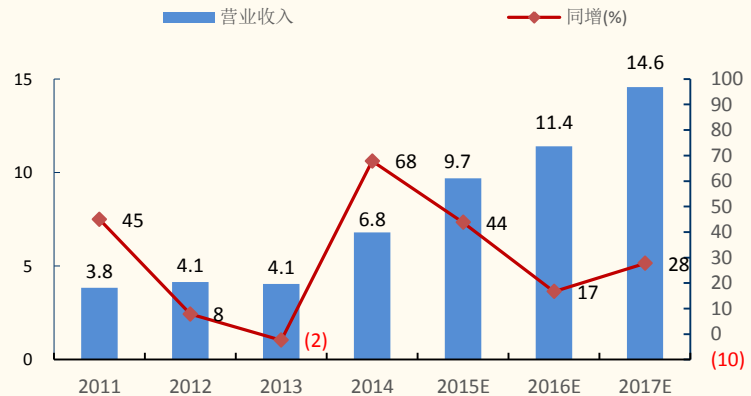
图表 2：主营业务收入及利润构成



来源：公司公告、国金证券研究所

- **预计主营收入同比增长 43.8%：**截至 2015 年三季度，公司实现营业收入 5.15 亿元，同比增长 109.5%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.29 亿元，同比增长 18.97%；2014 年，公司实现营业收入 6.80 亿元，同比增长 67.8%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元，同比增长 0.7%；毛利率为 17.8%。公司 IT 物流发展态势良好，且新增了移动信息化业务，预计 2015 年营收实现同比增长 43.8%。

图表 3：公司主营业务收入（亿元）、同比增长率（%）及预测

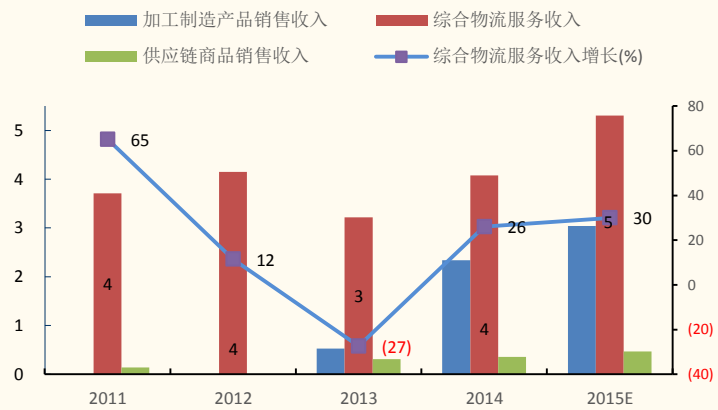


来源：公司公告、国金证券研究所

### 传统业务未来发展与展望

- **传统业务收入预计增长 15%，与大型电子信息企业长期合作：**公司绝大部分营业收入由综合物流服务收入组成，但 2013 年开始，加工制造业产品销售收入占比大幅提升，2014 年加工制造业产品销售收入占总营业收入比重达到 35%。考虑到公司与连相机、中兴通讯、华为、方正、富士康、海尔等知名大型电子信息企业建立了长期合作关系，传统主营业务会得到持续性的支持，且所拓展新业务加工制造业产品销售收入快速增长，预计 2015 年传统电子信息服务业务收入同比增长率为 15%。
- **多样化发展战略转型，积极开拓高端物流业务：**未来公司将继续专注综合物流服务及供应链商品销售等业务的稳健发展，坚持拓展电子信息产业类客户为主的同时，积极开拓其他高端物流业务，着力发展供应链管理服务和物流金融服务。

图表 4：公司分类业务收入（亿元）、同比增长（%）及预测



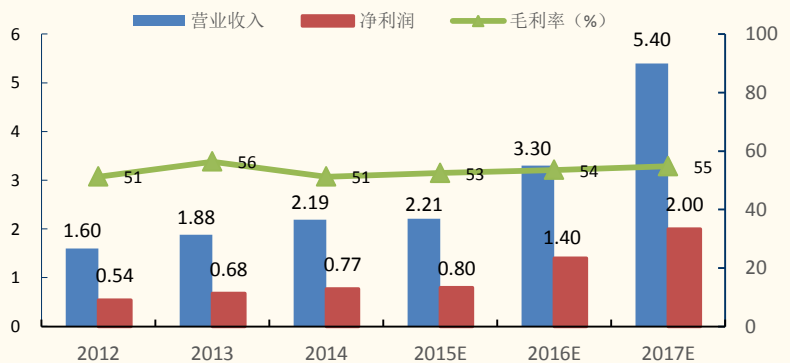
来源：公司公告、国金证券研究所

### 收购物联网技术企业，增强公司竞争力

#### 收购标的博韩伟业——企业级移动信息化主力军

- 收购启动移动信息化业务：**2015年7月，公司发布公告，完成收购博韩伟业（北京）科技有限公司（以下简称博韩伟业）100%股权，以发行股份及支付现金的方式收购。采用收益法评估，博韩伟业总资产账面价值为 2.89 亿元，总负债账面价值为 1.09 亿元，股东全部权益账面价值为 1.79 亿元。本次收购确定价格为股东全部权益评估值 1.35 亿元，其中 4.6 亿元以现金形式支付，8.9 亿元以每股 20.02 元的发行价格以股份形式支付。公司拟向杨阳、中科福泉分别发行 31,693,306 股和 12,812,187 股，共计 44,505,493 股作为股份支付对价，本次发行价格确定为 20.02 元/股。
- 博韩伟业——移动信息方案提供商：**博韩伟业（北京）公司成立于 2010 年 4 月 27 日，注册资本为人民币 1000 万元，是国内物联网技术行业的领先企业。作为一家企业级移动信息化综合运营服务上，博韩伟业的主营业务是为客户提供各行业企业级移动信息化解决方案和运营服务。
- 技术服务为主要收入来源：**博韩伟业主营业务主要分为技术服务、商品销售和技术开发三类，预计 2015-2017 年实现净利润 1.02/1.8/2.9 亿元，其中技术服务业务是博韩伟业的主要收入来源，其收费模式为按月收取运营服务费（包括设备解决方案、全生命周期运营、设备培训、运营维护和流程优化等），不仅能够帮助客户节约庞大的初期投资，而且与大量客户建立了良好的长期合作关系。商品销售和技术开发业务主要面向移动信息化行业应用初级阶段的客户，根据销售合同向交付定制化移动终端或管理平台软件并收取费用。

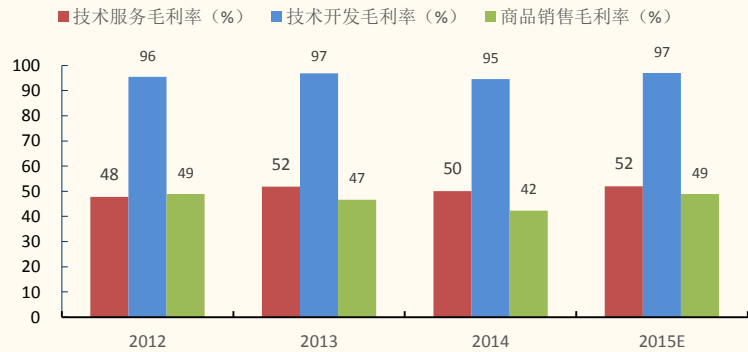
图表 5：博韩伟业营收（亿元）、利润（亿元）、毛利率（%）及预测



来源：公司公告、国金证券研究所

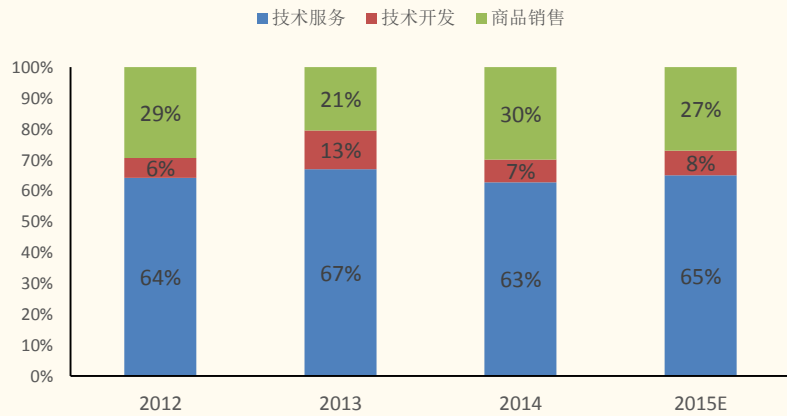


图表 6：博韩伟业各项主营业务毛利率（%）及预测



来源：公司公告、国金证券研究所

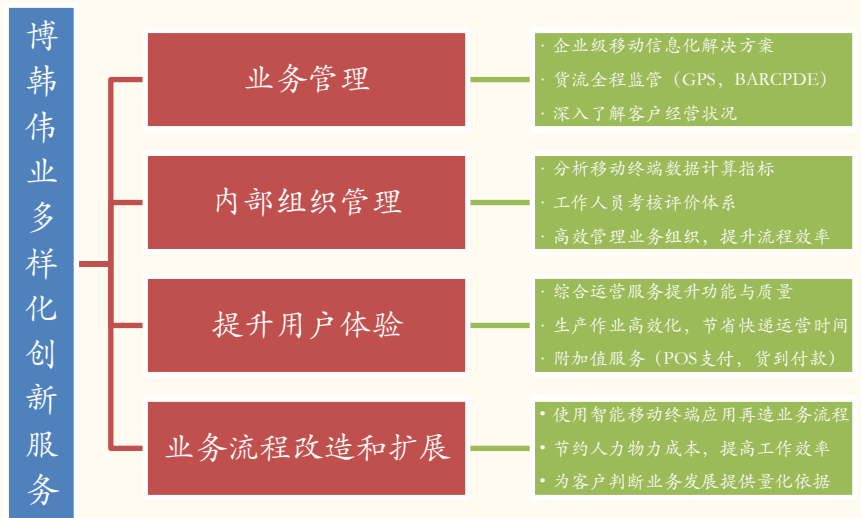
图表 7：博韩伟业各项主营业务收入占比（%）及预测



来源：公司公告、国金证券研究所

- 博韩伟业创新商业模式：**博韩伟业主要通过按月收取服务运营费用进行盈利，而其多样化的创新服务为客户提供了极大的方便。
  - 帮助客户实现业务管理：**博韩伟业通过提供企业级移动信息化解决方案，协助客户实现对货物流通全程的监管（如使用 GPS 和 BARCPDE 技术实时监测运输货物位置），并通过深入了解客户现有经营状况及特点，协助客户付出较低成本，从而极大提升客户管理效率和运营水平。
  - 帮助客户实现内部组织管理：**通过分析移动终端所采集的数据来计算物品数量、作业时间、错误操作记录等指标，并根据这些指标建立高效、客观、科学的评价体系对工作人员进行考核，从根本上帮助客户找到限制业务流程效率提升的因素，实现高效管理业务组织。
  - 帮助客户提升用户体验：**博韩伟业通过综合运营服务提升功能与质量，通过引入移动信息化技术将客户的生产作业过程高效化，从而节省了快递收取、处理、运输和派送的时间，并让客户能够体验到移动 POS 支付的快捷服务，实现货到付款，通过这些高附加值服务提升用户体验。
  - 帮助客户实现业务流程改造和扩展：**将移动信息化应用于客户的生产作业，将智能移动终端应用于传统的操作流程，实现业务流程的再造，从而节约人力物力成本，提高工作效率和盈利能力，并通过智能终端数据库为客户判断未来业务发展趋势提供量化依据。

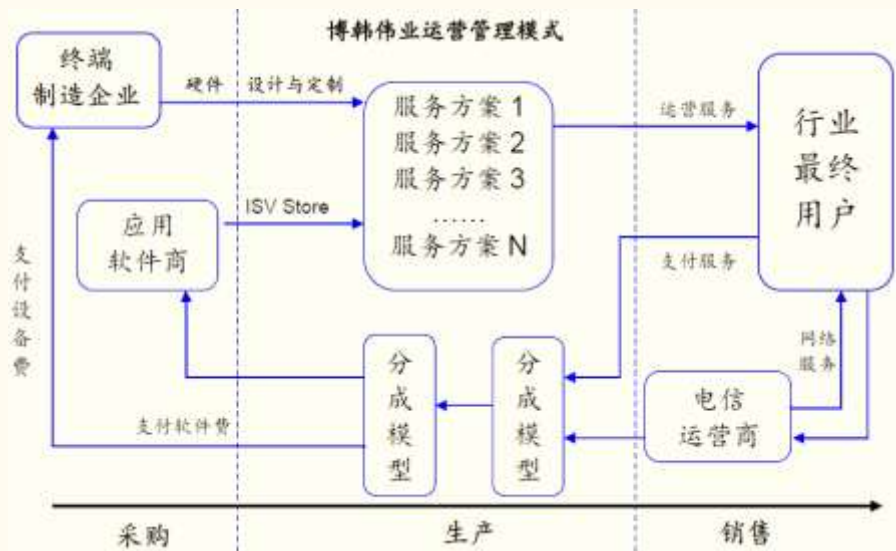
图表 8：博韩伟业创新商业模式示意图



来源：公司公告、国金证券研究部

- **博韩伟业运营管理平台：**博韩伟业是进入移动信息化综合运营服务领域时间较早的企业之一，在大型移动终端设备运营服务方面具有竞争优势，这很大部分得益于多年业务实践和拓展中所积累的丰富行业经验和专业化操作水平，在行业中具有先发优势，业务稳定性高。博韩伟业通过深挖用户需求，搭建的企业级移动信息化综合运营平台，并通过持续的技术创新与产品研发，博韩伟业在企业级移动信息化技术领域拥有多项核心技术成果，同时凭借对产业链中各厂商资源整合和业务模式创新的能力，已成为一家具有核心竞争力的基于企业移动信息化技术的大规模移动终端设备解决方案与运营服务提供商。

图表 9：博韩伟业运营管理模式示意图



来源：公司公告、国金证券研究部

- **博韩伟业市场空间巨大，2015 年业务量预计增长 50%：**移动信息化经过两到三年的培育，对于管理效率提高作用显著，推进速度比传统信息化快的多，而 2013 年底 4G 牌照的颁发更成为移动信息化推进的催化剂，BYOD 和 BYOM 的逐步普及同时增速企业移动信息化的脚步，移动信息化已经成为政府和企事业单位业务及信息化创新的主要方向，预测在 2014 年将进入高峰推广期。2014 年移动信息化行业市场规模达到 420 亿元，同



比增长 122%，空间巨大。考虑到强劲的市场需求，收购标的公司博韩伟业移动信息化业务有望增长 50%左右。

**加速公司战略转型，构建移动信息化平台**

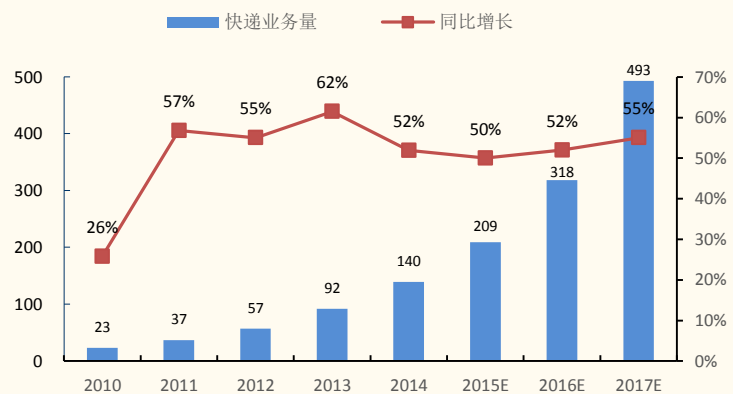
- **移动信息化行业进入高峰期：**近几年移动信息化发展势头强劲。2000 到 2013 年间，在 PC 消费增长缓慢，市场份额不断减缩，逐渐被智能手机、平板电脑、可穿戴设备和智能电视蚕食，现在全球大约 60%的联网设备是智能手机或平板；中国互联网使用者中，移动用户明显多于宽带用户，到 2015 年，移动信息化必然不亚于前几年的增长速度趋势，进入高峰期。
- **多样化解决方案成趋势：**企业随着移动信息化推进增速，移动性和数据更新性较强的众多行业面临将原有业务移动化或创新移动化业务的局势，移动业务创新推动行业定制专用设备需求，设备定制化模式将在 4G 时代成为一股不可阻挡的趋势。快递物流方面，**预计 2015 年快递业务量同比增长 50%以上；预计 2016 年电子交易额达到 22 亿元；预计医疗移动 IT 市场规模为 240 亿。**博韩伟业的多样化解决方案无疑在未来具有良好前景。

**图表 10：博韩伟业多样化解决方案**



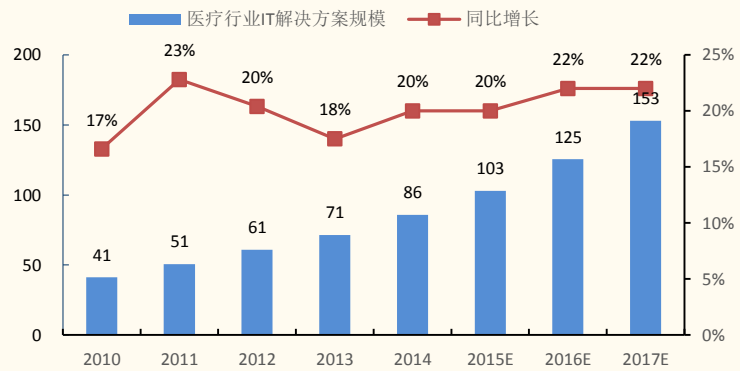
来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 11：全国快递业务规模（亿件）、同比增长率及预测**



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：全国医疗行业 IT 解决方案规模（亿件）及预测



来源：公司公告、国金证券研究所

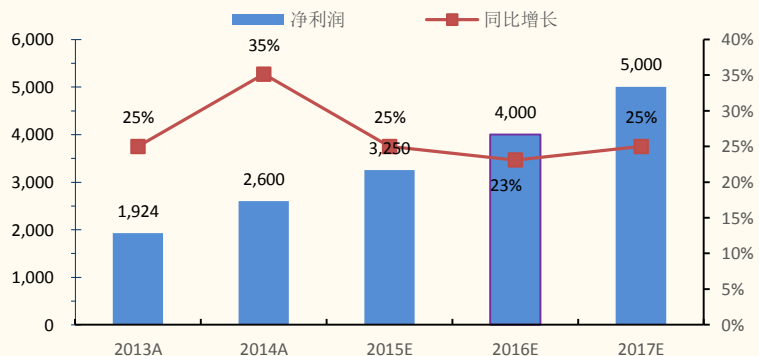
- **政府成为移动化先锋：**政府部门俨然具备移动信息化天然沃土，国家大力推进的各“金字工程”已基本完成，为移动信息化大潮奠定基础。十八大将信息化列为“新四化”之一，也意味着信息化将成为我国经济增长的中坚力量。现在移动信息化走势最突出的职能部门包括政务、警务、税务及工商等领域，在移动信息化局势以及便民社会服务需要的驱动下，政府的助推力量锦上添花。
- **收购加速公司战略转型：**收购交易完成后，博韩伟业在企业级移动信息化的综合运营能力可以使华鹏飞的服务更加及时、准确、深入，并有利于落实“大物流”战略布局，也有利于上市公司融合企业级移动信息化产业基因构建未来商业环境的开放式产业生态。

### 参股供应链金融公司——加快生态圈一体化

#### 参股标的赛富科技——信用风控和公共融资平台

- **股权转让信息：**2014年12月，公司与苏州赛富科技有限公司（以下简称“赛富科技”）签订股权转让及增资扩股协议，以5400万元持有苏州赛富科技有限公司16.43%的股份。通过此次投资，公司业务结构有望得到进一步优化，有利于增强公司的持续盈利能力和发展潜力。
- **参股标的公司简介：**赛富科技是中国首家分销链价值整合服务商。经营范围包括批发、预包装视频、汽车配件、计算机及配件、机电产品、仪器仪表、通信设等。根据公司承诺，赛富科技2015年至2017年净利润年均复合增长率达到20%以上。

图表 13：赛富科技近两年净利润和未来三年预期净利润（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **赛富科技供应链分销体系**：公司依托旗下“1号链”云服务平台，整合金融机构、渠道服务商、物流商等资源，为消费品分销链上企业提供“渠道拓展及运营外包、金融嫁接及封闭管控、分销公共增值服务”等一站式分销链价值整合服务。

图表 14：赛富科技供应链分销体系示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

### 丰富供应链金融服务，定位全供应链管理

- **符合公司发展战略**：赛富科技是我国较早专注于大数据分销链闭环风控服务的互联网金融平台，基于多年在消费品分销链上积累的渠道、服务、数据三大基础能力，构建了大数据分销链金融风险管控平台，帮助分销链上中小企业增信并从金融机构获取贷款，并衍生出拓渠道、查数据、找物流等分销增值服务。本次交易完成后，公司业务结构有望得到进一步优化，业务规模进一步扩大，有利于增强公司的持续盈利能力和发展潜力，符合公司发展战略。
- **国家产业政策支持**：公司本次交易标的赛富科技的核心业务为供应链金融服务，国家相关法律法规均支持该行业的发展。2014年9月，国务院发布了《国务院关于印发物流业发展中长期规划（2014—2020年）的通知》，鼓励传统运输、仓储企业向供应链上下游延伸服务。国务院频发促进小微企业拓宽融资渠道、丰富融资方式的政策，越来越多的金融机构、电商平台等开始从事供应链金融业务，近几年供应链金融行业高速增长，规模不断扩大。赛富科技当前的业务模式是解决中小企业融资难问题的创新方式，符合政策环境和政策方向。
- **股权投资项目收益**：根据《关于苏州赛富科技有限公司之股权转让及增资扩股框架协议》，本次交易标的公司赛富科技之实际控制人高胜涛及出让股东承诺2015年度、2016年度、2017年度扣除非经常性损益的净利润分别不低于3,250万元、4,000万元、5,000万元。如果承诺期内赛富科技净利润或累计净利润未达承诺，则应以现金方式对华鹏飞公司予以补偿。
- **业务整合助力华鹏飞转型**：本次参股交易完成后，华鹏飞将在以下几方面对赛富科技的业务进行整合。通过共享供应链数据，增加供应链数据接口，**华鹏飞从物流企业向数据运营平台企业转型**，商业模式由单一的仓储型“据点式”监管转向“全过程”物流监管及以运维为主的金融物流公司，使用融资工具使物流管控产生更多的增值价值，延伸了物流企业的价值链条，丰富了银行与华鹏飞的合作空间。深度挖掘华鹏飞现有客户的供应链价值提供融资等增值服务也可以提升华鹏飞整体盈利能力。

### 着力打造“大物流”战略，构建一体化供应链生态圈



基于公司持续增强的现代物流运营能力和稳定发展的传统物流运营业务，以及对客户需求的准确把握，未来公司将着力打造“大物流”战略，建设基于互联网信息技术下的大物流平台，实现物流、信息流和资金流三流合一，构建融合现代物流产业基础及运营服务，多产业协同发展的一体化供应链生态圈。

### “大物流”平台战略，提升公司核心竞争优势

- **构建“大物流”平台战略：**公司为实现更大限度利用社会各方面资源，节约物流开支和运营成本，策划股权投资方案，通过资本运作逐步实现自有物流与第三方企业进行信息与资源共享，着力构建“大物流”平台，通过供应链信息传导、供应链规划构建、资源提供以及战略构建。

图表 15：华鹏飞“大物流”发展战略



来源：公司公告，国金证券研究所

- **“大物流”提升公司竞争优势：**公司在继续享受年国家关于高新技术企业的相关优惠政策的同时，在“大物流”战略下持续提升核心竞争优势。**资源整合优势：**公司将自己在电子信息行业积累的经验和运营方法与各行业解决方案相融合，巩固电子信息行业地位，并实现逐步拓展其他行业客户专业服务业务、整合上下游商家、提供上下线一体化的供应链管理服务的战略目标。**物流服务专业优势：**经过多年物流行业积累，公司具有一流的物流整体方案策划能力、物流执行能力和增值服务能力。公司针对特定客户成立项目组，为客户量身定制物流服务方案，指派专业客服人员进驻重点客户，全程可视化监控，并可以响应客户要求条码管理、补货、包装等多项增值服务。**业务网络覆盖优势：**公司在全国有 40 多个业务网点，并在珠三角、长三角等电子信息产业发达地区设立物流运营中心，形成覆盖国内主要城市的物流业务网络。

- **收购助推“大物流”战略计划：**收购交易完成后，公司可以借助博韩伟业的平台搭建技术和赛富科技的融资平台，整合产业链上下游商家，进一步将自身定位为“大物流”背景下的全供应链管理解决方案提供商，为企业提供一体化供应链管理服务，满足客户供应链全流程服务需求，建设基于移动信息技术的大物流平台，实现一体化供应链生态圈。

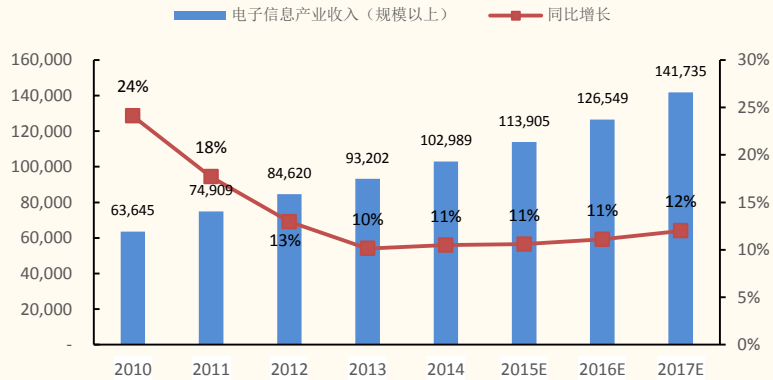
### 引领移动信息化产业变革，满足移动医疗市场需求

收购企业级移动信息化公司博韩伟业后，公司计划保持博韩伟业主营业务、经营发展战略及经营管理团队不变，并通过优化整合财务及客户管理、资源及制度管理、文化等方面，旨在最大化协同效应。引入的博韩伟业企业级移动信息化技术以及智慧医疗项目中的移动护士站将是公司未来发展的强大助力。

- **企业级移动信息化进入产业爆发期：**移动信息化是宏大的产业变革，面向企业用户的移动信息化更是蕴含着各种陆续进入产业爆发期的巨大商业机

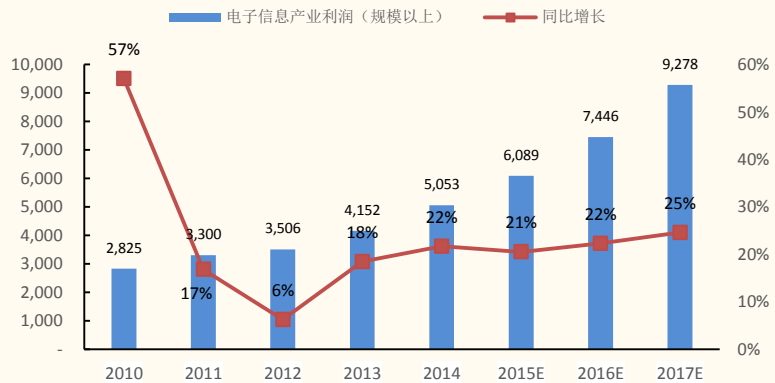
会。电子信息已经逐渐成为我国国民经济的支柱，2014 年实现电子信息制造业主营业务收入 10 万亿元，同比增长 9.8%，结合政府政策支持，可以预计电子信息行业将成为供应链管理服务业市场需求最大、发展空间最大的行业之一。随着传统供应链管理模式的无法快速满足技术进步和产业升级带来的需求，高效、低成本的企业级移动信息化将迎来产业高速增长期。

图表 16：我国电子信息制造业收入（亿元）、同比增长率（%）及预测



来源：Wind 资讯、国金证券

图表 17：我国电子信息制造业收入（亿元）、同比增长率（%）及预测

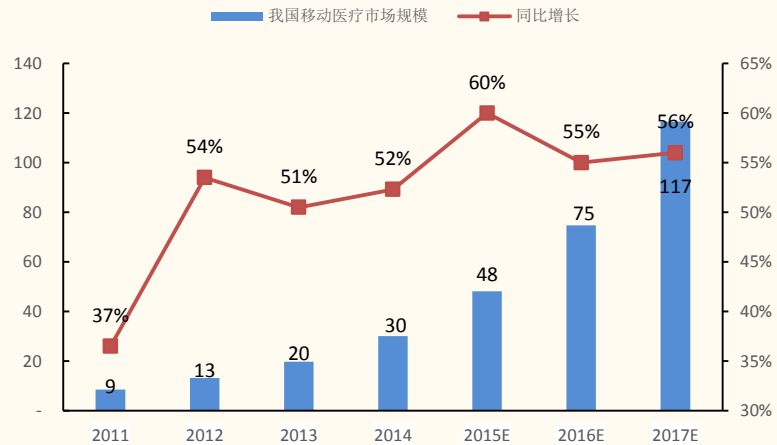


来源：Wind 资讯、国金证券

- **移动信息化与现代物流无缝衔接：**公司传统的现代物流业与企业级移动信息化存在协同作用，能够提供更高价值的增值服务。博韩伟业依靠其过硬的软件整合能力和硬件定制水平，其独特运营模式已经在市场上抢占了先机，这有利于华鹏飞整体业务水平和盈利能力的增强。
- **移动医疗市场需求强劲：**我国医疗业运行效率较低，时刻面临着医患人数的激增、医疗人员不足、医患关系不良等问题，其原因主要在于我国医疗业的信息化程度不足。自新医改启动以来，我国医疗卫生行业信息化需求和发展潜力巨大，而移动应用能够高度共享医院原有的信息系统，成本较低，并使系统更具移动性和灵活性，从而达到简化工作流程、减少医疗差错、提高整体工作效率的目的。



图表 18: 我国移动医疗营业收入 (亿元)、同比增长率 (%) 及预测



来源: Wind 资讯、国金证券研究部

- “移动护士站系统”开创全新工作模式:** 移动医疗行业发展前景可观, 博韩伟业将四川省作为移动护士站项目首发地, 率先与四川电信合作, 迅速开发移动医疗市场。目前已与近 20 家医院签署运营服务合约。移动护士站系统提升了信息传递效率、丰富了信息传递渠道、优化了医疗服务流程, 并在此基础上开发了其他增值业务 (如居家养老信息服务、跨医院电子病例平台等), 在带来更为广阔的想象空间的同时, 有望为华鹏飞公司带、来高速增长盈利。

图表 19: 移动护士站手持终端及其优势

### C568 移动护士站

专注医疗机构护理业务, 提升医疗护理水平

将移动医疗三大作用 (信息获取便捷化、提升安全性、自动记录与统计) 用于医疗护理

通过移动手持终端等设备, 致力于实现:

|            |            |
|------------|------------|
| 患者信息及时获取   | 床旁信息采集     |
| 医嘱执行的自动记录  | 查看需要执行的医嘱  |
| 患者身份与药品配对  | 实时记录, 避免抄袭 |
| 患者确认, 避免差错 | 身份记录, 工作统计 |

**数据采集**

一维、二维条码识别系统  
护士ID识别  
RFID 识别系统

**数据处理**

实时电子病历管理  
病人信息保密  
病人体征数据管理

**视频信息**

医嘱视频记录  
输液病情监测  
过程视频监控

**音频信息**

实时语音播报与提醒  
医嘱语音提醒

来源: 公司资料、国金证券研究部

图表 20: “平安医院”信息化整体解决方案

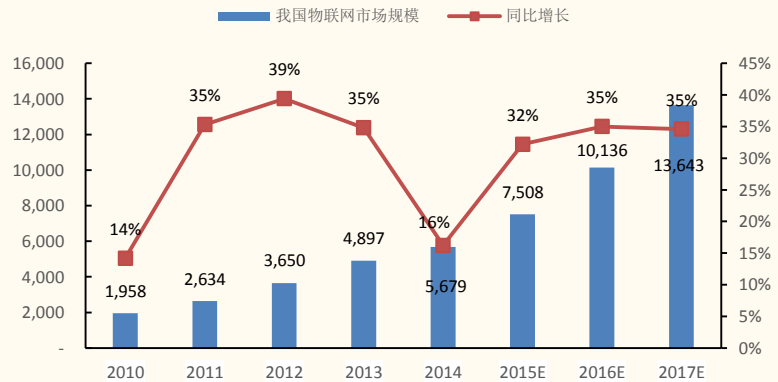


来源: 公司公告、国金证券研究部

“物联网”潜在爆发力十足，“现代物流+互联网+金融”雏形已现

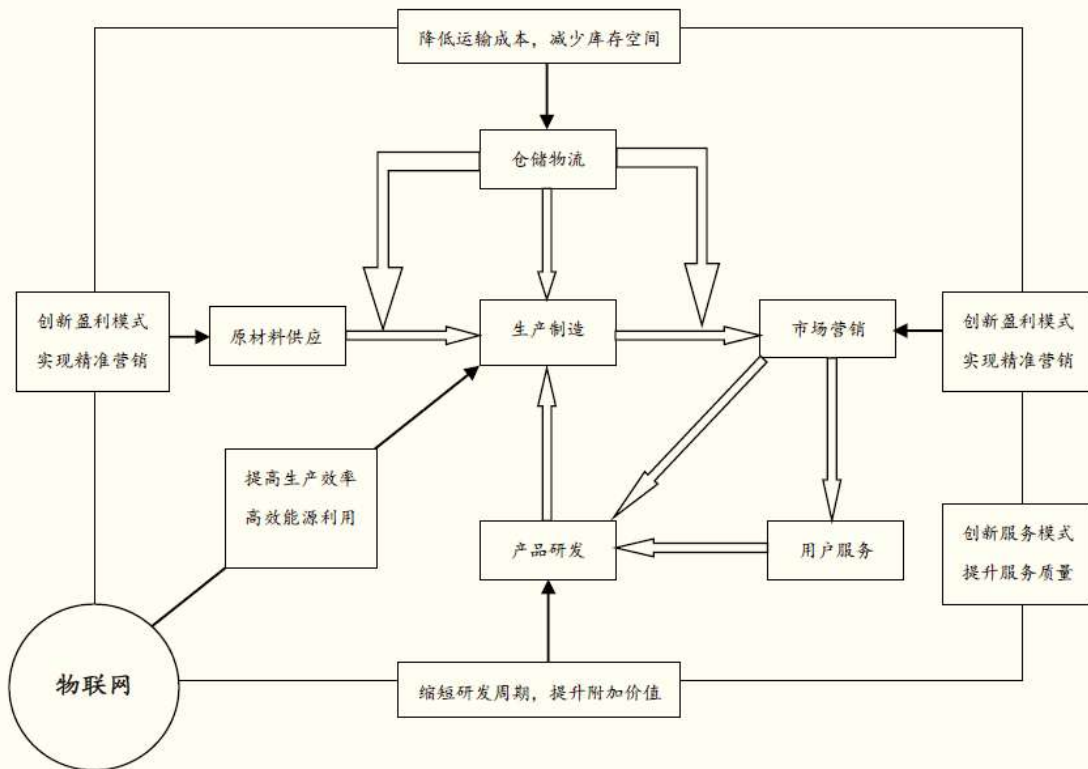
- **政策支持：**国务院在《中国制造 2025》发展规划书中首次将制造业提到国家战略高度，贯彻“三步走”的发展方针，在未来 30 年内实现向制造业国际强国转变的战略目标。
- **物联网市场规模同增 16%：**2014 年我国物联网市场规模首次突破五千亿元，预计未来三年规模增长率达每年 30%左右。博韩伟业是国内物联网技术企业的主力军和先进企业，拥有专业化的技术和构建物联网平台的丰富经验，有望利用其企业化移动信息化技术为制造业企业提供专业化的物联网技术解决方案及服务，降低成本，提高生产效率，成为我国制造业转型升级的领军企业。

图表 21：我国物联网市场规模（亿元）、同比增长率（%）及预测



来源：Wind 资讯、国金证券研究部

图表 22：物联网商业活动关系图



来源：互联网、国金证券研究所

- **互联网金融作平台，华鹏飞供应链是关键：**公司参股企业赛富科技所建立的融资平台具有较强线下能力、地面能力及渠道拓展能力，能够为华鹏飞以更高的效率、更低的成本带来更多的全供应链客户，线下向线上的转化能力也能够为华鹏飞向数据运营平台转型快速带来数据和流量。此外，华鹏飞为赛富科技提供物流、仓储以及供应链管理等服务，赛富科技为华鹏飞提供供应链管理软件、拓展上下游渠道资源、行业数据分析等服务。华鹏飞和赛富科技双方客户群资源能够进行充分融合，赛富科技客户的实质供应链由华鹏飞管理运行，增加了华鹏飞增值服务，深化了对其现有客户供应链价值的挖掘，增强华鹏飞的整体盈利能力。
- **未来增长点——供应链管理与物流金融服务：**近年来，电子商务的发展冲击了传统的物流行业，从运输、仓储运营中盈利的“苦力服务”模式的生存空间越来越窘迫，而资本对于物流、供应链的金融模式嗅觉则越来越灵敏。依托物流为载体，提供金融服务，是传统物流增值服务的重要商业模式。凭借多年运营经验和高效的管理模式，华鹏飞公司拥有扎实的电子信息化物流管理技术，今年收购标的博韩伟业公司是移动信息化行业的领军公司，参股的赛富科技在风险控制金融平台具有丰富经验。因此，基于物流流量和大数据，以华鹏飞公司的传统电子信息化物流平台为依托，未来高端供应链管理和物流金融服务成为公司的主要盈利点和增长点。

## 盈利预测与估值

### 假设电子信息化物流业务继续稳健增长

- 公司传统主营业务主要包含综合物流服务、加工制造服务、供应链商品销售等，2014年三者收入分别占比为60%、35%、5%，由于在细分领域占有率较高，毛利率多年来比较稳定，三部分毛利率2015年预测值分别为22%、15%、5%。

经营状况稳健。营业收入仅2014年出现小幅下滑，多年来增速基本在25%左右。归母净利润多年来增长率较低，但绝对值较为稳定。

假设：2015-2017年综合物流服务收入增长10%、14%、28%，加工制造服务收入增长3%、16%、15%，供应链商品销售收入增长3%、10%、12%。

### 假设博韩伟业2016年继续高速增长，增速将达到60%

- 假设博韩伟业维持高速增长期。

博韩伟业主营业务企业级移动信息化服务市场成长空间巨大，华鹏飞收购其100%股份后保留其管理和运营团队，且博韩伟业多年来毛利率稳定在50%-60%之间，且对未来三年实现净利润公布了书面承诺。

- 移动信息化服务（包括移动医疗等）已经进入快速发展阶段

预计2015-2017年博韩伟业营业收入实现增长率20%、23%、41%。2017年之后，前期积累的移动端客户对各平台将产生粘性，预计华鹏飞的电子信息物流平台也已经与博韩伟业的移动信息化系统产生充分的融合。因此，2017年后，博韩伟业的收入和毛利仍然能够维持高速增长。

- 假设公司未来三年总营业收入实现增长率44%、17%、28%；由于收购优质资产博韩伟业等，预计未来净利润实现增长率205%、82%、65%。

## 估值

- 公司将继续推进外延式增长，通过筛选投资项目，借助更多优质平台整合业务，将自身的平台运营经验与现代信息化物流管理技术相融合，实现“一体化、一站式”的供应链生态圈战略目标。考虑到未来公司的战略和行业的发展前景，在盈利预测假设下，预计公司2015-2017年每股盈利（摊薄后）为0.31元、0.56元和0.93元，对应PEG预测值为1.25x、1.35x

和 1.51x。我们给出目标价格 33.00-35.00 元，考虑到当前较低股价，确定性的高成长性，给予公司“买入”评级。

#### 风险提示

- 对外投资交易对象（博韩伟业和赛富科技）业绩低于承诺；扩大业务领域及经营范围导致公司面临产业结构调整的资源优化整合风险；物流板块行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)      |            |            |            |            |              |              | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |            |            |              |              |              |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 2012       | 2013       | 2014       | 2015E      | 2016E        | 2017E        |                 | 2012       | 2013       | 2014       | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
| <b>主营业务收入</b>     | <b>415</b> | <b>405</b> | <b>680</b> | <b>977</b> | <b>1,140</b> | <b>1,456</b> | 货币资金            | 245        | 221        | 163        | 900          | 967          | 967          |
| 增长率               |            | -2.4%      | 67.8%      | 43.8%      | 16.7%        | 27.7%        | 应收账款            | 217        | 325        | 429        | 555          | 647          | 827          |
| 主营业务成本            | -318       | -310       | -559       | -717       | -716         | -832         | 存货              | 0          | 18         | 18         | 22           | 22           | 25           |
| %销售收入             | 76.7%      | 76.5%      | 82.2%      | 73.3%      | 62.8%        | 57.1%        | 其他流动资产          | 4          | 20         | 53         | 95           | 95           | 110          |
| 毛利                | 97         | 95         | 121        | 261        | 424          | 624          | 流动资产            | 466        | 584        | 663        | 1,572        | 1,731        | 1,929        |
| %销售收入             | 23.3%      | 23.5%      | 17.8%      | 26.7%      | 37.2%        | 42.9%        | %总资产            | 84.6%      | 85.5%      | 83.9%      | 65.9%        | 58.6%        | 54.9%        |
| 营业税金及附加           | -10        | -4         | -4         | -7         | -8           | -10          | 长期投资            | 0          | 3          | 20         | 333          | 387          | 393          |
| %销售收入             | 2.5%       | 0.9%       | 0.6%       | 0.7%       | 0.7%         | 0.7%         | 固定资产            | 61         | 74         | 73         | 462          | 818          | 1,173        |
| 营业费用              | -16        | -19        | -26        | -29        | -34          | -44          | %总资产            | 11.1%      | 10.8%      | 9.3%       | 19.4%        | 27.7%        | 33.4%        |
| %销售收入             | 3.9%       | 4.7%       | 3.9%       | 3.0%       | 3.0%         | 3.0%         | 无形资产            | 17         | 18         | 17         | 17           | 17           | 17           |
| 管理费用              | -15        | -29        | -44        | -59        | -68          | -87          | 非流动资产           | 85         | 99         | 127        | 814          | 1,224        | 1,585        |
| %销售收入             | 3.7%       | 7.0%       | 6.5%       | 6.0%       | 6.0%         | 6.0%         | %总资产            | 15.4%      | 14.5%      | 16.1%      | 34.1%        | 41.4%        | 45.1%        |
| 息税前利润 (EBIT)      | 55         | 44         | 46         | 166        | 314          | 483          | <b>资产总计</b>     | <b>551</b> | <b>684</b> | <b>790</b> | <b>2,386</b> | <b>2,955</b> | <b>3,514</b> |
| %销售收入             | 13.2%      | 10.9%      | 6.8%       | 17.0%      | 27.5%        | 33.2%        | 短期借款            | 60         | 191        | 225        | 1,624        | 1,993        | 2,206        |
| 财务费用              | -6         | -8         | -12        | -50        | -99          | -118         | 应付款项            | 27         | 40         | 86         | 166          | 177          | 214          |
| %销售收入             | 1.4%       | 2.1%       | 1.8%       | 5.1%       | 8.7%         | 8.1%         | 其他流动负债          | 21         | 33         | 39         | 56           | 64           | 81           |
| 资产减值损失            | -7         | -11        | -8         | 0          | 0            | 0            | 流动负债            | 108        | 264        | 351        | 1,846        | 2,234        | 2,502        |
| 公允价值变动收益          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 长期贷款            | 60         | 0          | 0          | 0            | 0            | 1            |
| 投资收益              | 0          | 0          | 0          | 5          | 6            | 7            | 其他长期负债          | 0          | 2          | 1          | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润             | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 3.7%       | 2.5%         | 1.8%         | <b>负债</b>       | <b>168</b> | <b>266</b> | <b>351</b> | <b>1,846</b> | <b>2,234</b> | <b>2,503</b> |
| 营业利润              | 42         | 24         | 26         | 121        | 220          | 372          | <b>普通股股东权益</b>  | <b>381</b> | <b>405</b> | <b>426</b> | <b>518</b>   | <b>686</b>   | <b>961</b>   |
| 营业利润率             | 10.2%      | 6.0%       | 3.8%       | 12.4%      | 19.3%        | 25.5%        | 少数股东权益          | 2          | 13         | 12         | 22           | 35           | 50           |
| 营业外收支             | 1          | 13         | 15         | 15         | 20           | 15           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>551</b> | <b>684</b> | <b>790</b> | <b>2,386</b> | <b>2,955</b> | <b>3,514</b> |
| 税前利润              | 44         | 38         | 41         | 136        | 240          | 387          | <b>比率分析</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 利润率               | 10.5%      | 9.3%       | 6.0%       | 13.9%      | 21.1%        | 26.6%        |                 | 2012       | 2013       | 2014       | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
| 所得税               | -4         | -6         | -8         | -34        | -60          | -97          | <b>每股指标</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 所得税率              | 9.3%       | 16.7%      | 20.6%      | 25.0%      | 25.0%        | 25.0%        | 每股收益            | 0.457      | 0.355      | 0.348      | 0.311        | 0.564        | 0.928        |
| 净利润               | 39         | 31         | 32         | 102        | 180          | 290          | 每股净资产           | 4.395      | 4.668      | 4.917      | 1.748        | 2.312        | 3.241        |
| 少数股东损益            | 0          | 1          | 2          | 10         | 13           | 15           | 每股经营现金净流        | -0.117     | -0.699     | -0.385     | 0.392        | 1.095        | 1.662        |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>40</b>  | <b>31</b>  | <b>30</b>  | <b>92</b>  | <b>167</b>   | <b>275</b>   | 每股股利            | 0.080      | 0.070      | 0.000      | 0.000        | 0.000        | 0.000        |
| 净利率               | 9.5%       | 7.6%       | 4.4%       | 9.4%       | 14.7%        | 18.9%        | <b>回报率</b>      |            |            |            |              |              |              |
|                   |            |            |            |            |              |              | 净资产收益率          | 10.40%     | 7.60%      | 7.08%      | 17.77%       | 24.40%       | 28.65%       |
|                   |            |            |            |            |              |              | 总资产收益率          | 7.19%      | 4.50%      | 3.82%      | 3.86%        | 5.66%        | 7.83%        |
|                   |            |            |            |            |              |              | 投入资本收益率         | 9.89%      | 6.05%      | 5.53%      | 5.75%        | 8.67%        | 11.25%       |
|                   |            |            |            |            |              |              | <b>增长率</b>      |            |            |            |              |              |              |
|                   |            |            |            |            |              |              | 主营业务收入增长率       | 7.82%      | -2.38%     | 67.81%     | 43.78%       | 16.65%       | 27.72%       |
|                   |            |            |            |            |              |              | EBIT增长率         | 2.54%      | -19.50%    | 4.65%      | 258.95%      | 89.21%       | 53.89%       |
|                   |            |            |            |            |              |              | 净利润增长率          | 12.57%     | -22.37%    | -1.81%     | 205.10%      | 81.60%       | 64.55%       |
|                   |            |            |            |            |              |              | 总资产增长率          | 124.21%    | 24.13%     | 15.55%     | 202.10%      | 23.82%       | 18.92%       |
|                   |            |            |            |            |              |              | <b>资产管理能力</b>   |            |            |            |              |              |              |
|                   |            |            |            |            |              |              | 应收账款周转天数        | 125.9      | 196.3      | 171.7      | 180.0        | 180.0        | 180.0        |
|                   |            |            |            |            |              |              | 存货周转天数          | -          | 10.6       | 11.8       | 11.0         | 11.0         | 11.0         |
|                   |            |            |            |            |              |              | 应付账款周转天数        | -          | 8.2        | 11.2       | 11.0         | 11.0         | 11.0         |
|                   |            |            |            |            |              |              | 固定资产周转天数        | 28.5       | 66.5       | 39.5       | 133.0        | 261.5        | 293.8        |
|                   |            |            |            |            |              |              | <b>偿债能力</b>     |            |            |            |              |              |              |
|                   |            |            |            |            |              |              | 净负债/股东权益        | -32.53%    | -7.27%     | 14.06%     | 133.84%      | 142.31%      | 122.66%      |
|                   |            |            |            |            |              |              | EBIT利息保障倍数      | 9.2        | 5.3        | 3.9        | 3.3          | 3.2          | 4.1          |
|                   |            |            |            |            |              |              | 资产负债率           | 30.49%     | 38.89%     | 44.49%     | 77.35%       | 75.60%       | 71.23%       |

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 增持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD