

公司研究/中报点评

2017年08月27日

交通运输/物流 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 11.24  
合理价格区间(元): 11.94-12.89

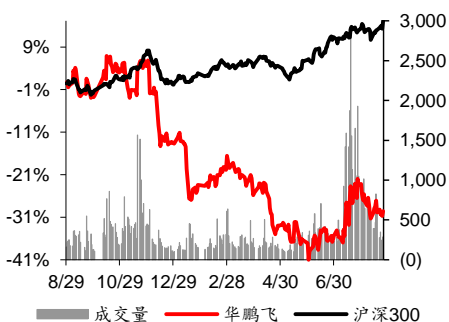
**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

- 1 《华鹏飞(300350,增持): “大物流”战略稳步推进》2017.03
- 2 《华鹏飞(300350):转型智能物流、医疗,享行业高速增长红利》2016.07
- 3 《华鹏飞(300350):业绩恢复增长,多途径打开成长空间》2012.10

股价走势图



资料来源: Wind

# 稳健增长与并购, 构建智能物流

## 华鹏飞(300350)

### 1H17 收入+55.5%, 归母净利润+69.4%

公司公布 1H17 业绩, 营业收入同比增长 55.5%至 4.4 亿元, 毛利润同比增长 81.8%, 毛利率同比增 4.9 个百分点至 34.0%, 归母净利润同比增长 69.4%至 5853.2 万元。2Q 当季, 收入同比增长 93.2%, 环比增长 44.6%, 归母净利润同比上升 98.9%, 环比增长 10.5%。2016 年底宏图创展并表因素贡献了主要收入和盈利增量, 内生业绩增长略低于预期。

### 宏图创展并表贡献业绩增量, 内生稳健增长

新并表的测绘及数据服务业务收入 1.7 亿元, 占总收入的 39.1%, 毛利率 34.8%, 毛利润 5,944 万元, 毛利润贡献占比 40.1%, 净利润 3,336 万元, 华鹏飞控股 51%, 归母净利润贡献占比 29.1%。因商品销售业务继续压缩, 扣除并表影响, 公司收入同比降 5.3%, 但智能移动服务成本下降较快, 本期公司毛利润同比增长 8.9%, 归母净利润增长 20.2%, 内生增长稳健。

### 顺应物流行业智能化趋势, 物联网运营持续拓展

公司战略明确将从目前“服务运营”向“数据运营”转变, 稳步推进向智能化物流的转型, 以物流行业手持智能硬件为载体, 建立物联信息采集系统等平台, 通过提供行业应用服务与客户建立合作。同时, 利用 2016 年底收购的宏图创展在测绘技术方面的优势, 着手布局地理位置数据服务行业应用合作。本期, 公司智能移动服务收入同比增 3.1%, 受益于成本端开支逐渐减少, 毛利率增 13.1 个百分点至 65.3%, 毛利润增 29.0%。预计短期项目尚处初期, 收入保持稳定, 毛利率伴随成本控制依然有提升空间。

### 综合物流多维拓展, 收入稳定

综合物流服务多行业、多领域拓展。公司传统综合物流服务聚焦中高端客户, 陆续与通信、家电、电力等行业知名客户签订了年度框架合作协议。业务方面, 逐步开展快运业务, 提高了深圳至福、厦线路以及江浙沪区域的货物运输效率。行业方面, 通过控股成都得道物流, 进入烟草行业物流运营领域。本期, 综合物流服务板块收入同比增长 8.6%至 1.7 亿元, 毛利率跌 2.0 个百分点至 19.5%, 毛利润同比降 1.4%。未来伴随快运业务规模增长, 收入规模有望扩张, 毛利贡献受快运低盈利的影响将略有下降。

### 业绩稳健, 智能物流愿景可期, 维持“增持”

宏观经济稳定叠加快递维持较高增速影响, 公司传统综合物流、数据终端业务稳中有升, 业绩稳健。公司发展智慧物流战略明晰、执行能力较强, 虽然短期业绩并未显现, 但考虑该方向符合行业长期趋势, 公司具备先入优势, 较一般物流企业估值具备溢价。报告日, 申万物流 II 行业整体 2017E 市盈率 31.4X, 给予公司 25%-35% 估值溢价, 即市盈率 39.3X-42.4X。预计 2017-19 年业绩为 1.62/1.82/2.22 亿元 (前值 1.79/2.07/2.50 亿元), 目标价下调至 11.94-12.89 元, 维持增持评级,

风险提示: 客户较为集中, 大型客户订单减少, 物联网发展低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	533.64
流通 A 股 (百万股)	219.09
52 周内股价区间 (元)	9.41-30.85
总市值 (百万元)	5,998
总资产 (百万元)	2,638
每股净资产 (元)	3.55

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	777.07	695.68	975.31	1,071	1,148
+/-%	14.32	(10.47)	40.20	9.84	7.18
归属母公司净利润 (百万元)	85.33	131.90	162.32	181.58	222.46
+/-%	176.84	54.59	23.06	11.87	22.51
EPS (元, 最新摊薄)	0.16	0.25	0.30	0.34	0.42
PE (倍)	70.30	45.47	36.95	33.03	26.96

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

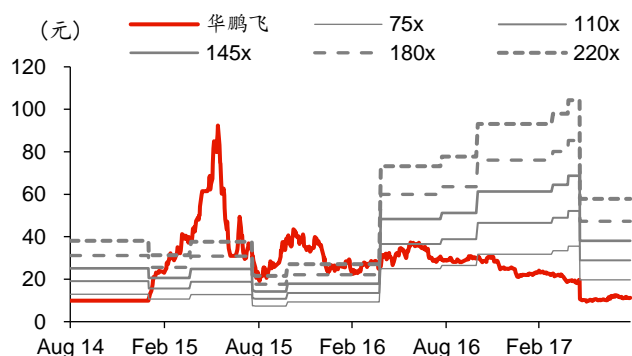
图表1: 公司利润简表

单位: 百万元	2017H1	同比	环比	2016H1	2017Q2 当季	2017Q1 当季
营业收入	436.6	55.5%	44.6%	280.7	258.1	178.5
营业成本	288.4	44.7%	47.1%	199.2	171.7	116.7
毛利	148.2	81.8%	39.8%	81.5	86.4	61.8
毛利率	33.95%	4.91%	-1.15%	29.04%	33.48%	34.63%
营业税金及附加	2.2	83.3%	10.4%	1.2	1.2	1.1
销售费用	13.3	3.0%	-5.5%	12.9	6.4	6.8
管理费用	46.3	54.9%	66.9%	29.9	28.9	17.3
财务费用	3.3	324.3%	47.2%	0.8	2.0	1.3
资产减值损失	-1.4	63.8%	-156.7%	-0.9	1.9	-3.3
营业利润	84.4	116.1%	19.4%	39.1	45.9	38.5
加: 营业外收入	4.1	84.1%	124.6%	2.2	2.8	1.3
减: 营业外支出	2.7	2290.7%	1379.2%	0.1	2.5	0.2
利润总额	85.8	108.5%	16.9%	41.2	46.3	39.6
减: 所得税	14.2	110.6%	4.5%	6.7	7.3	6.9
净利润	71.6	108.1%	19.6%	34.4	39.0	32.6
减: 少数股东损益	13.1	-10919.7%	72.3%	-0.1	8.3	4.8
归属于母公司所有者的净利润	58.5	69.4%	10.5%	34.6	30.7	27.8

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

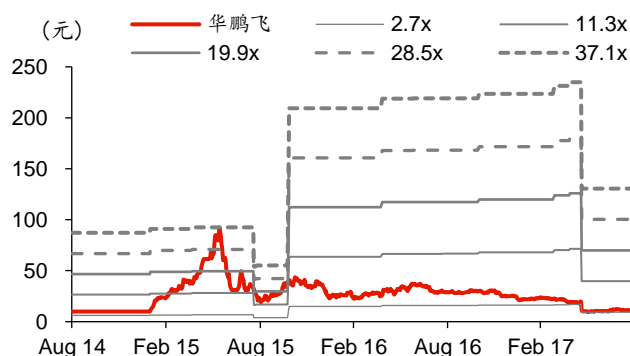
PE/PB-Bands

图表2: 华鹏飞历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 华鹏飞历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	714.46	921.97	1,052	1,190	1,308
现金	187.77	156.48	146.30	160.69	238.09
应收账款	243.05	286.40	370.60	418.53	444.50
其他应收账款	183.03	80.54	149.73	150.72	166.42
预付账款	13.65	10.65	14.74	15.89	16.48
存货	53.94	293.41	290.12	354.57	353.18
其他流动资产	33.03	94.49	80.66	89.97	89.76
非流动资产	1,426	1,709	1,692	1,674	1,658
长期投资	58.40	60.94	67.51	75.73	85.59
固定投资	200.12	197.81	196.28	188.71	178.12
无形资产	70.08	81.39	69.03	55.78	42.83
其他非流动资产	1,098	1,369	1,360	1,354	1,351
资产总计	2,141	2,631	2,744	2,865	2,966
流动负债	350.43	535.02	787.42	694.95	538.20
短期借款	178.80	161.75	453.86	320.32	166.17
应付账款	11.57	133.36	127.06	157.63	156.30
其他流动负债	160.06	239.92	206.50	217.00	215.73
非流动负债	46.98	166.52	47.33	48.84	48.42
长期借款	24.68	29.35	29.35	29.35	29.35
其他非流动负债	22.30	137.17	17.98	19.49	19.07
负债合计	397.40	701.55	834.75	743.79	586.62
少数股东权益	13.28	81.60	108.02	137.57	173.77
股本	296.47	296.47	533.64	533.64	533.64
资本公积	1,207	1,207	780.39	780.39	780.39
留存公积	226.97	344.05	487.69	669.27	891.73
归属母公司股	1,730	1,848	1,802	1,983	2,206
负债和股东权益	2,141	2,631	2,744	2,865	2,966

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	192.32	335.86	(67.64)	181.61	254.24
净利润	87.80	136.35	188.74	211.13	258.66
折旧摊销	46.95	70.45	23.78	26.08	26.48
财务费用	14.14	5.87	19.02	24.86	12.21
投资损失	(11.83)	(14.74)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	52.03	120.06	(308.08)	(93.67)	(46.82)
其他经营现金	3.23	17.86	8.89	13.21	3.71
投资活动现金	(433.26)	(322.62)	(7.17)	(8.83)	(10.47)
资本支出	81.18	91.09	0.00	0.00	0.00
长期投资	19.75	(40.00)	6.57	8.22	9.86
其他投资现金	(332.32)	(271.53)	(0.60)	(0.62)	(0.61)
筹资活动现金	276.78	(46.97)	64.63	(158.39)	(166.37)
短期借款	(46.20)	(17.05)	292.11	(133.54)	(154.15)
长期借款	24.68	4.68	0.00	0.00	0.00
普通股增加	209.80	0.00	237.17	0.00	0.00
资本公积增加	1,009	0.58	(426.91)	0.00	0.00
其他筹资现金	(920.38)	(35.17)	(37.75)	(24.84)	(12.22)
现金净增加额	36.43	(33.73)	(10.18)	14.39	77.40

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	777.07	695.68	975.31	1,071	1,148
营业成本	585.16	457.96	633.01	682.75	707.79
营业税金及附加	2.65	4.20	5.03	5.84	6.15
营业费用	29.10	24.86	29.26	34.18	35.91
管理费用	62.65	65.85	87.78	98.08	104.52
财务费用	14.14	5.87	19.02	24.86	12.21
资产减值损失	1.50	16.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.83	14.74	0.00	0.00	0.00
营业利润	93.69	134.88	201.21	225.55	281.58
营业外收入	9.43	24.19	19.27	20.91	20.37
营业外支出	0.41	0.20	0.27	0.24	0.25
利润总额	102.71	158.87	220.21	246.22	301.69
所得税	14.91	22.52	31.47	35.09	43.03
净利润	87.80	136.35	188.74	211.13	258.66
少数股东损益	2.48	4.45	26.43	29.55	36.20
归属母公司净利润	85.33	131.90	162.32	181.58	222.46
EBITDA	154.78	211.20	244.01	276.49	320.27
EPS (元)	0.16	0.25	0.30	0.34	0.42

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.32	(10.47)	40.20	9.84	7.18
营业利润	253.67	43.96	49.18	12.10	24.84
归属母公司净利润	176.84	54.59	23.06	11.87	22.51
获利能力 (%)					
毛利率	24.70	34.17	35.10	36.27	38.35
净利率	10.98	18.96	16.64	16.95	19.37
ROE	4.93	7.14	9.01	9.16	10.09
ROIC	5.46	6.38	8.71	9.66	11.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.56	26.66	30.42	25.96	19.78
净负债比率 (%)	53.08	27.24	57.89	47.01	33.33
流动比率	2.04	1.72	1.34	1.71	2.43
速动比率	1.88	1.17	0.97	1.20	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.29	0.36	0.38	0.39
应收账款周转率	2.33	2.31	2.57	2.36	2.31
应付账款周转率	36.54	6.32	4.86	4.80	4.51
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.25	0.30	0.34	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.63	(0.13)	0.34	0.48
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.46	3.38	3.72	4.13
估值比率					
PE (倍)	70.30	45.47	36.95	33.03	26.96
PB (倍)	3.47	3.25	3.33	3.02	2.72
EV_EBITDA (倍)	38.99	28.57	24.73	21.83	18.84

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
 ©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com