

分析师: 王晓艳 李磊  
 执业证书编号: S0050510120012  
 S0050512080001  
 Tel: 010-59355907  
 Email: wangxiaoay@chinans.com.cn  
 地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

**交通运输**

合理估值区间(元)	7.68-9.12元
-----------	------------

**发行上市资料**

发行价格(元)	0.00
发行市盈率(倍)	0.00
发行股数(万股)	2167
发行后总股本(万股)	8667
发行日期	2012/8/13
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	
上市日期	

**基础数据(发行前)**

每股净资产(元)	2.50
总股本/流通A股(万股)	6500/0
流通B股/H股(万股)	0/0
2011年12月31日	

**相关研究****电子信息领域的专业物流服务商****华鹏飞(300350)新股分析报告****投资要点**

- 公司是国内电子信息产业领域专业物流服务商，主要为知名的电子信息企业（如联想、中兴通讯、富士康、华为、创维、方正、东芝、海尔等）提供“一体化、一站式、个性化”的综合物流整体解决方案。
- 公司的主营业务包括综合物流服务和供应链商品销售，其中综合物流服务占主营业务收入比重的96%，基本贡献了全部主营业务利润，未来仍将是公司主要收入来源，而分销物流是公司重要的业务类型，并且是公司业务收入增长的重要组成部分。公司主要成本包括自营成本（路桥费+燃油费）、外协费用等，占比分别达到34%和58%（2011年）。
- 募集资金投资项目增强自营实力。根据募投项目投资计划，将增加3万平米的仓库面积，117量运营车辆，增加3.75亿元营业收入，0.48亿元利润，有效的支撑公司未来三年的发展，强化华南和华东地区的市场地位。不过此次募投项目令固定资产和无形资产规模增长了1.6倍，每年将新增固定资产折旧和无形资产摊销一千万元以上。
- 盈利预测和估值。预计2012-2014年综合物流服务营业收入分别同比增长32%、30%和25%，公司实现每股收益分别为0.48元、0.63元和0.79元。结合物流及部分道路运输个股的估值水平，一级市场，我们按照16-19倍的价格区间，公司合理价格在7.68-9.12元；二级市场，我们按照18-23倍的价格区间，公司合理价格在8.64-11.04元。

**盈利预测**

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	263.22	385	504	652	812
增长率(%)	47.68	46.20	31.04%	29.29	24.54
净利润(百万)	35	42	54	69	35
增长率(%)	38.96	19.18	29.73	26.58	38.96
EPS(元)	0.29	0.41	0.48	0.63	0.79
毛利率(%)	24.07	24.47	22.17	22.16	22.30
净资产收益率(%)	19.89	20.67	12.70	14.72	16.31

**财务指标**

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2009A	6.42	6.13	12.51	3.30	0.00
2010A	11.32	11.17	30.50	3.91	64.42
2011A	3.31	0.00	32.99	3.98	0.00

来源: 招股说明书、民族证券

公司是国内电子信息产业领域专业物流服务商，主要为知名的电子信息企业（如联想、中兴通讯、富士康华为、创维、方正、东芝、海尔等）提供“一体化、一站式、个性化”的综合物流整体解决方案。

### 网络覆盖主要城市 华南增长最快

公司的业务网络以珠三角、长三角为主辐射全国，在珠三角、长三角等地区设立物流运营中心，在区域中心城市建立了物流分拨配送中心，在国内建立了30多个业务网点，除拉萨、西宁和银川以外的一级省会城市均设有业务网点，建立了一张覆盖全国主要区域的业务网络，能够满足大型电子信息企业较大规模的国内综合物流服务需求。从公司的主要客户范围来看，2009-2011年华南地区占收入比重分别为81%、54%和60%，华东地区占收入比重分别为17%、22%和16%，目前仍以华南地区为主，是公司的传统市场。此外，公司从2010年开拓华中地区，开拓了江苏国强、郑煤机、宇飞电子、海尔、安彩高科、博爱伟业等客户。不过，华南地区依然是公司业务增长最快的区域，2011年占新增营业收入的比重达到75%。

### 立足电子信息行业 不断向新领域拓展

公司坚持走细分市场专业物流服务的高端路线。由于电子信息产品价值高、重量轻、时效性强，通常对物流服务的要求高且收益相对较高，而公司位于电子信息产业最发达的珠三角地区，因此公司选择从电子信息产业着手，长期深耕电子信息产业高端物流服务市场，现有客户以电子信息产业为主，其中联想、富士康、中兴通讯、华为等客户均为公司长期客户，前五名客户在公司收入比重达到42%。在既有客户业务快速增长的基础之上，公司还逐步拓展新客户，2011年开拓了包括华仪电气、明阳风电、力仓风电、禾望电气等国内风电行业的客户，江苏国强、宇飞电子、美克美家、郑煤机、裕同印刷、博爱伟业等其他行业的客户。随着新领域的拓展，公司前五大客户在公司的收入比重逐步从2009年的83%下降到2011年的42%。

### 分销物流业务占比最大 成长最快

公司的主营业务包括综合物流服务和供应链商品销售，其中综合物流服务是公司的重要业务，能够提供包括物流方案设计、运输、仓储、装卸、配送与信息处理以及基于综合物流服务的RDC/DC外包管理、供应商管理库存、流通加工等增值物流服务，这部分业务占主营业务收入的比重的96%，基本贡献了全部的主营业务利润，未来仍将是主要收入来源。具体而言，综合物流服务包括分销物流、生产物流、采购与供应链物流、逆向物流以及RD/DC外包、VMI服务和流通加工等，2011年占公司综合物流服务收入的比重分别为81.5%、13.9%、1.9%、0.5%和2%，其中分销物流主要为联想、中兴通讯、东芝、海尔服务，生产物流主要为富士康和华为提供，由此可见分销物流是公司重要的业务类型，并且是公司业务收入增长的重要组成部分，占2011年新增营业收入比重的90%以上。

### 服务采用协议定价模式 毛利相对稳定

公司的服务定价模式采用协议定价模式，即与客户签订一定期间的综合物流服务框架性协议，在物流作业精算成本的基础之上，加上相对稳定的目标毛利率，确定综合物流服务价格。其中，物流作业精算成本主要考虑干线成本、配送成本、仓储成本、流通作业成本、货损成本等因素，目标毛利率主要考虑市场状况、竞争状况、客户重要性、结算期长短等因素。

在这种模式之下，公司的毛利率相对稳定，2009–2011年分别为23.8%、27.8%和25.3%。

### 适度利用外协 提高物流服务效率和效益

公司的主要成本主要包括自营成本（路桥费+燃油费）、外协费用、折旧、人工及其他、仓储费用等，其中自营成本和外协费用占比分别达到34%和58%（2011年），是主要的支出项目。由于燃油价格波动较大，公司与主要客户签订了燃油费涨价补贴条款等类似价格补偿机制以覆盖大部分新增燃油成本。由于公司自有资源有限，同时为了提高运营效率、降低物流总成本，公司使用了一定的外协服务，提供部分干线、区域物流业务，近三年涉及到的外协对象分别为245家、270家和334家，其中业务量最大的外协对象占外协费用的比重不超过6%，绝大部分在1%以下，外协对象一般都专业经营固定线路的物流业务。

### 募集资金投资项目增强自营实力

本次募集资金主要用于深圳华鹏飞物流中心扩建项目、苏州华鹏飞物流中心建设项目、信息化系统改建项目以及其他与主营业务相关的营运资金项目。2010–2011年，公司成长较快，业务量分别同比增长26%、60%，营业收入增速分别达到48%和46%。原有的物流设施无法满足公司的快速发展，公司不得不更多的利用外协对象为客户提供更多的服务。由于电子信息产品的特点，对物流服务的要求比较高，公司有必要增加自有物流营运设施、自动化仓储设备以及进行信息系统升级投资，从而有助于公司提高对客户的综合服务能力，进一步提高市场份额、加强抵御风险的能力。此外，由于自营与外协相比较，在业务规模不断增加的背景下，单位自营成本呈现下降趋势，而单位外协成本却有所上升，增加珠三角和长三角这两个区域的物流中心服务能力能够进一步提高规模效应，降低单位自营成本。根据这两个物流中心扩建和建设项目投资计划，将增加3万平米的仓库面积，117辆运营车辆，增加3.75亿元营业收入，0.48亿元利润，有效的支撑公司未来三年的发展，强化华南和华东地区的市场地位。而信息化系统改建项目将实现原有的库存管理、订单管理、运输管理、物资需求计划管理、财务、GPS、手持终端等系统的升级和集成，有助于提高物流服务的水平。

不过此次募投项目主要用于固定资产和无形资产的投资，较原有的固定资产和无形资产规模显著提高，增长了1.6倍，公司每年将新增固定资产折旧和无形资产摊销一千万元以上。

### 盈利预测

我们认为，未来三年，分销物流仍然是公司收入的主要来源，既有客户业务量保持稳定增长，新增客户有望进一步拓展收入。预计2012–2014年综合物流服务营业收入分别同比增长32%、30%和25%，毛利率大约在22.7%，公司实现每股收益分别为0.48元、0.63元和0.79元。

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	263.22	384.81	504.25	651.92	811.88
主营业务成本	199.85	290.65	392.47	507.46	630.80
主营业务税金及附加	7.28	12.80	16.77	21.68	27.00
<b>主营业务利润</b>	56.09	81.37	95.01	122.78	154.08
其他业务利润	0.59	1.12	0.00	0.00	0.00
营业费用	11.05	14.70	19.26	24.90	31.01
管理费用	10.34	13.18	17.27	22.33	27.81
财务费用	2.18	4.07	2.60	3.07	3.51
<b>EPS（元）</b>	0.29	0.41	0.48	0.63	0.79

资料来源：民族证券

## 估值水平和合理价格区间

现有上市公司中，同行业的上市公司有怡亚通、飞马国际、飞力达、新宁物流等，不过缺乏与公司业务模式相同的可比公司，其中怡亚通和飞马国际侧重于供应链采购与分销、新宁物流和飞力达侧重于仓储和保税物流，而公司则侧重于综合物流服务，特别是陆路运输。目前，上述参照公司 PE 和 PB 平均水平在 27.7 倍和 2.4 倍。此外，我们还参考了部分道路运输（主要为客运）股票的 PE 和 PB，平均水平在 13.6 倍和 1.96 倍。

一级市场，我们按照 16-19 倍的价格区间，公司合理价格在 7.68-9.12 元；二级市场，我们按照 18-23 倍的价格区间，公司合理价格在 8.64-11.04 元。

	PE	PB
怡亚通	31.3	2.99
飞马国际	24.2	3.51
新宁物流	65.3	2.50
飞力达	19.5	1.86
中位数	27.7	2.74

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	利润表	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	385	504	652	812	
现金	46	70	74	119	营业成本	291	392	507	631	
应收账款	12707	15536	20978	24495	营业税金及附加	13	17	22	27	
其它应收款	1023	658	1515	1191	营业费用	15	19	25	31	
预付账款	482	583	795	918	管理费用	13	17	22	28	
存货	0	539	47	556	财务费用	4	3	3	4	
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0	
<b>非流动资产</b>					公允价值变动	0	0	0	0	
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	
固定资产	2164	3095	16757	15852	<b>营业利润</b>	46	56	72	92	
无形资产	1628	1461	2643	2326	营业外净收益	1	0	0	0	
其他	1962	15726	1226	1226						
<b>资产总计</b>	24561	46051	51317	58417	<b>利润总额</b>	47	56	72	92	
<b>流动负债</b>					所得税	12	14	18	23	
短期借款	4000	4000	4000	4000	<b>净利润</b>	35	42	54	69	
应付账款	0	43	53	50	少数股东损益	0	0	0	0	
其他	1684	1940	1760	1983	<b>归属母公司净利</b>	35	42	54	69	
<b>非流动负债</b>					EBITDA	60	68	97	117	
长期借款	2420	2420	2420	2420	EPS（元）	0.41	0.48	0.63	0.79	
其他	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	8104	8403	8234	8453	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	197	194	191	186						
股本	6500	8667	8667	8667	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		
资本公积金	4398	19231	19231	19231	<b>成长能力</b>					
留存收益	5362	9555	14995	21880	营业收入	46.20%	31.04%	29.29%	24.54%	
归属母公司股东权益	16261	37454	42893	49778	营业利润	42.28%	22.46%	29.73%	26.58%	
<b>负债和股东权益</b>	24561	46051	51317	58417	归属母公司净利	38.96%	19.18%	29.73%	26.58%	

### 现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>					<b>偿债能力</b>			
净利润	3523	4190	5436	6881	资产负债率	32.99%	18.25%	16.04%
折旧摊销	967	972	2156	2222	净负债比率			
财务费用	424	260	307	351	流动比率	3.31	4.06	5.28
资产减值损失	379	0	0	0	速动比率	3.31	3.97	5.27
营运资金变动	5571	3521	7074	4566	营运能力			
其它	-101	0	0	0	总资产周转率	1.57	1.09	1.27
<b>投资活动现金流</b>					应收账款周转	3.03	3.25	3.11
资本支出	2523	17000	1000	1000	固定资产周转	17.78	16.29	3.89
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>			
其他	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.48	0.63
<b>筹资活动现金流</b>					每股经营现金	-0.13	0.21	0.09
短期借款	4000	4000	4000	4000	每股净资产	1.88	4.32	4.95
长期借款	2420	2420	2420	2420	<b>估值比率</b>			
普通股增加	0	2167	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	14	14833	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00
其他	-260	-307	-351	-447	EV/EBITDA	0.32	0.39	0.33
<b>现金净增加额</b>	-876	2358	404	4497				-0.03

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。