

2014 年 04 月 08 日

证券研究报告·公司研究·交通运输

海博股份 (600708) 中度报告

买入 (维持)

当前价: 9.28 元



依托光明集团，向食品冷链物流进军

投资要点

- 公司 2010 年~2013 年的收入的年均复合增长率达到 35.1%，净利润的年均复合增长率达到 33%。2013 全年，公司营业收入为 25.3 亿元，较上年增长 20.1%，净利润 1.9 亿元，同比增长 12.3%。
 - 运输业务是毛利润的主要贡献者。运输业务（未拆分出租车与物流）收入占公司收入的四成左右，贡献的毛利最多，超过六成。而占收入近四成的商业，其毛利较低，仅为一成出头。食品冷链物流业务：公司依托大股东光明食品集团主业，以食品物流作为公司业务的发展方向，介入和发展食品冷链物流。
 - 农产品、食品冷链物流前景看好。农产品、食品 B2C 模式容易建立，下游消费者数量庞大，农业产品属于生活必需品，其消费者是所有的社会个体，线上建立交易平台将吸引巨大的交易流量；农产品、食品标准化将进一步提升，相信未来针对农产品的质量认证将会快速发展；农产品、食品的供应链物流要求相对较高（农产品易变质）。《农产品冷链物流发展规划》中提出到 2015 年，肉类和水产品冷链物流水平显著提高，食品安全保障能力显著增强；果蔬冷链物流进一步加快发展。
 - 公司全面布局冷链物流业务。西虹桥项目以“冷链物流”为核心，建成后打造从采购、储运、加工到分销、服务代理一体化的冷链物流的全产业链模式。公司积极“触网”，通过开展线上业务，开拓 B2C 模式，收购了“菜管家”51% 的股份，有利于公司打通食品冷链物流全产业链，打造大股东光明食品优质农产品第三方冷链物流平台。公司通过申宏冷藏公司的“两个中心”建设，推进从“房东”向“经营者”商业模式转型，为未来打通冷链物流产业上下游，实现原料采购到产品配送的全产业供应链一体化服务打下基础。
 - 盈利预测与投资建议。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.34 元、0.42 元和 0.51 元，对应动态市盈率分别为 27 倍、22 倍和 18 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**西虹桥项目投资回报低于预期；线上业务拓展不利。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2534.5	3110.9	3854.5	4811.5
增长率	20%	23%	24%	25%
归属母公司净利润（百万元）	161.33	174.23	212.31	261.71
增长率	7%	8%	22%	23%
每股收益 EPS（元）	0.32	0.34	0.42	0.51
净资产收益率 ROE	0.11	0.11	0.12	0.14
PE	29.36	27.18	22.31	18.10
PB	3.22	2.99	2.75	2.50

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：李慧

执业证号：S1250511010006

电话：010-57631192

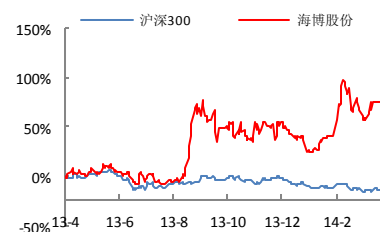
邮箱：lih@swsc.com.cn

研究助理：熊莉

电话：023-63786278

邮箱：xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.1
流通 A 股(亿股)	5.08
52 周内股价区间(元)	4.6-10.75
总市值(亿元)	47.36
总资产(亿元)	39.41
每股净资产(元)	2.88

相关研究

1. 海博股份(600708): 出租业稳中有升，物流业转型发展 (2014-04-04)

目 录

一、运输业务贡献大半毛利，公司毛利率呈现较平稳状态.....	1
（一）公司近三年年均复合增长率达到 35.1%.....	1
（二）运输业、旅游饮食服务、工业毛利率近两年稳步回升.....	2
（三）海博出租、思乐得、海博物流三大主业格局.....	2
二、农产品、食品冷链物流：前景看好.....	2
三、开拓 O2O 模式，全面布局冷链业务.....	3
（一）西虹桥冷链物流园区：3 年，6 万吨以上库容量.....	3
（二）收购菜管家：发展线上业务，拓展 B2C 模式.....	4
（三）收购海外优质企业资源：香港极限天资.....	4
（四）开设精品展示中心：申宏市场展示展销中心.....	5
四、预测与估值.....	5

插图目录

图 1: 公司主营业务分业务收入情况（万元）	1
图 2: 公司主营业务分业务收入结构（%）	1
图 3: 公司主营业务分业务毛利情况（万元）	1
图 4: 公司主营业务分业务毛利结构	1
图 5: 公司盈利能力的基本指标情况	2
图 6: 公司主营业务毛利率分业务情况(%)	2
图 7: 菜管家网站	4

表格目录

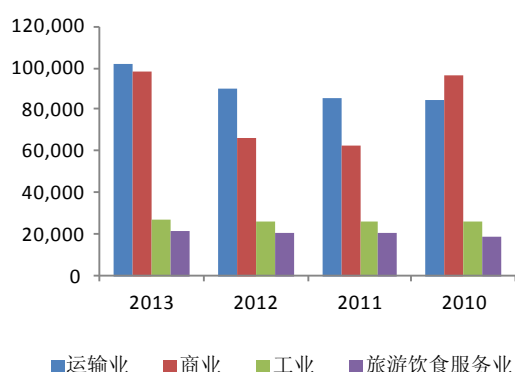
表 1: 西虹桥冷链物流园区项目概况	4
表 2: 海博股份盈利预测	6

一、运输业务贡献大半毛利，公司毛利率呈现较平稳状态

（一）公司近三年年均复合增长率达到 35.1%

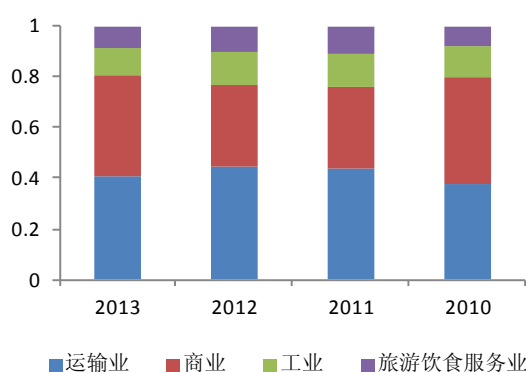
公司 2010 年~2013 年的收入的年均复合增长率达到 35.1%，净利润的年均复合增长率达到 33%。2013 全年，公司营业收入为 25.3 亿元，较上年增长 20.1%，净利润 1.9 亿元，同比增长 12.3%；公司营业收入和净利润增长主要原因是申宏公司通过实施“两个中心”的经营转型策略；海博物流投资收购菜管家 51% 股权，合并报表；海博出租通过对具有实际控制权的长期股权投资企业青岛海博客运合并报表。

图 1：公司主营业务分业务收入情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

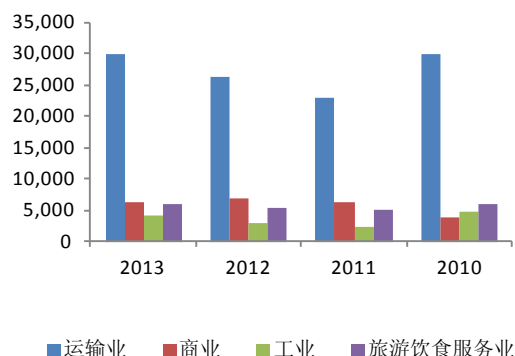
图 2：公司主营业务分业务收入结构（%）



数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

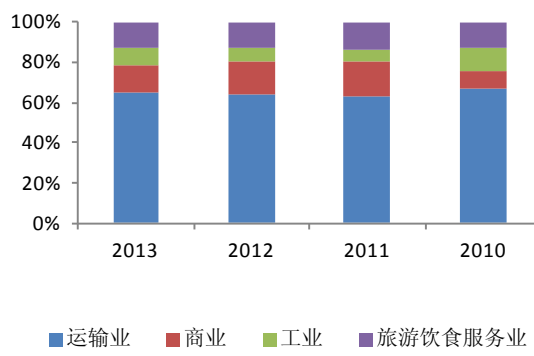
分业务结构看，运输业务（未拆分出租车与物流）收入占公司收入的四成左右，贡献的毛利最多，超过六成。而占收入近四成的商业，其毛利较低，仅为一成出头。2013 年运输业务的收入和毛利占比分别为 41.1% 和 64.8%，商业的收入和毛利占比分别为 39.4% 和 13.2%，旅游饮食服务业毛利占比 12.9%。

图 3：公司主营业务分业务毛利情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

图 4：公司主营业务分业务毛利结构

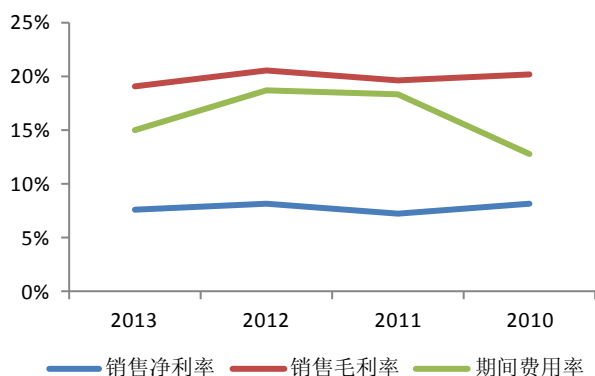


数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

（二）运输业、旅游饮食服务、工业毛利率近两年稳步回升

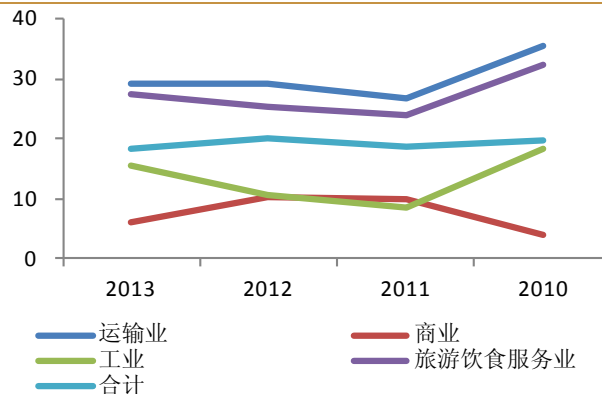
2010 年~2013 年期间，公司主营业务毛利率呈现较平稳状态，2013 年公司毛利率为 18.5%，比 2012 年低 1.3 个百分点。近两年来，运输业、旅游饮食服务、工业毛利率近两年稳步回升，保持在较高水平商业毛利上升势头趋缓。2013 年，运输业毛利率为 29.2%，旅游饮食服务业毛利率为 27.3%，工业毛利率为 15.5%，商业毛利率为 6.2%。公司期间费用率为 15.1%，较去年同期小幅减少 3.5 个百分点，销售净利率 7.6%，基本持平于前期。

图 5: 公司盈利能力的基本指标情况



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

图 6: 公司主营业务毛利率分业务情况 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

（三）海博出租、思乐得、海博物流三大主业格局

公司财务报告中，运输业主要包括海博出租车业务和货迪物流业务；商业为海博汽配及汽车销售收入；工业为思乐得，主要生产并销售不锈钢产品；旅游及饮食服务业主要包括申宏冷藏、万安（远东）公司、货运代理等。目前，公司形成了海博出租、海博物流、思乐得不锈钢制品业务三大主业格局。

二、农产品、食品冷链物流：前景看好

农业拥有巨大的供应链物流发展潜力。第一，B2C 的供应链物流模式容易建立，首先下游消费者数量庞大，农业产品属于生活必需品，其消费者是所有的社会个体，交易主体基数大，线上建立交易平台将吸引巨大的交易流量。第二，农产品标准化将进一步提升，相信未来针对农产品的质量认证将会快速发展，这一进程的加快也会进一步提升农产品的标准化，届时各类农产品均将拥有自己的“身份证”。第三，农产品的供应链物流要求相对较高（农产品易变质）。

农产品供应链物流市场情况有利于发展供应链物流业务。目前这个市场尚未建立真正有影响力的交易平台，供应链物流还能在信息流环节快速切入，未来交易市场前景看好；最后农业前景相对较好，贴近消费领域，不属于产能过剩需要调结构的领域。所以针对当前国内市场而已，首推农产品的供应链物流。

农产品供应链物流相应的目标客户规模较小，适宜发展供应链金融。农产品供应链物流业务的应该包括初级农产品生产企业，包括猪肉、鱼等肉类生产企业，也包含蔬菜、水果、

花卉等生产企业。这些企业规模较小，也具有融资需求，是发展资金流信贷的优质对象，其次伴随农产品质量认证的快速推进，交易特性提升，供应链物流自建交易平台，不仅拓宽农产品销售渠道，也反方向促进线上信息平台的流量增加。

农产品冷链物流是指使肉、禽、水产、蔬菜、水果、蛋等生鲜农产品从产地采收(或屠宰、捕捞)后在产品加工、贮藏、运输、分销、零售等环节始终处于适宜的低温控制环境下最大程度地保证产品品质和质量安全、减少损耗、防止污染的特殊供应链系统。

2010年6月颁布的《农产品冷链物流发展规划》中提出，各地区要结合本地的实际情况，初步建立冷链物流技术体系，制订推广冷链物流规范和标准，加快冷链物流基础设施建设，培育一批冷链物流企业，形成设施先进、管理规范、网络健全、全程可控的一体化冷链物流服务体系，以降低农产品产后损失和流通成本，促进农民增收，确保农产品品质和消费安全。到2015年，建成一批效率高、规模大、技术新的跨区域冷链物流配送中心，冷链物流核心技术得到广泛推广，形成一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心冷链物流企业，初步建成布局合理、设施先进、上下游衔接、功能完善、管理规范、标准健全的农产品冷链物流服务体系。肉类和水产品冷链物流水平显著提高，食品安全保障能力显著增强；果蔬冷链物流进一步加快发展。果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别提高到20%、30%、36%以上，冷藏运输率分别提高到30%、50%、65%左右，流通环节产品腐损率分别降至15%、8%、10%以下。

三、开拓 O2O 模式，全面布局冷链业务

公司依托大股东光明食品集团主业，以食品物流作为公司业务的发展方向，介入和发展食品冷链物流，着力打造集大型冷库、低温加工、冷链运输、信息处理等功能为一体的现代冷链物流体系，与光明集团食品主业形成协同发展的效应，发挥第三方物流降本增效的优势；以上海国际航运中心建设为转机，开发在临港物流保税区建成5.8万平方米仓储基地的业务，发展现代保税物流；以西郊国际农产品交易中心建设为契机，整合已有资源介入食品冷链物流业，逐步形成完整、高效并具有独特核心竞争力的商业模式，加快传统物流向现代物流的转型。

（一）西虹桥冷链物流园区：3年，6万吨以上库容量

公司于2013年12月31日启动西虹桥冷链物流园区项目建设，是光明集团为西郊国际农产品市场相配套的重点项目，将为光明集团在全市生鲜食品的供应上提供更强的保障手段，使餐桌上的食品质量更优异，安全更可靠。该项目占地125亩，其中物流仓储面积83,689平方米，形成6万吨以上的库容量（单层低温冷库约1.5万吨，多层低温冷库5.8万吨），并建有国内领先、功能完善的现代冷链物流配套设施；配套商办面积42,200平方米。

该项目按12年测算，准备建设期3年，经营期9年。其中九年累计营业收入177,819万元、利润总额15,262万元。按折现7%测算的内部收益率为6.01%，动态投资回收期为10.15年，投资利润率为8.79%。

表 1：西虹桥冷链物流园区项目概况

西郊冷链物流 园区项目	建设内容	各期建筑面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)		建设期	项目总投资 (亿元)	
第一期	冷库	61,152	141,639		38 个月	10.56	
第二期	配套商办	42,200	地上面积	地下车库		公司自筹	银行贷款
第三期	冷库和普库	22,537	125,889	15,750		3.16	7.4

数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

西虹桥项目以“冷链物流”为核心，建成后将打造从采购、储运、加工到分销、服务代理一体化的冷链物流的全产业链模式，以现代信息技术和物联网为支撑，突出农产品加工、储运等各个环节的低温保鲜和全程安全，强化从田头到餐桌的市场配合和社会服务功能。与西郊国际农产品交易中西差异化对接、与光明食品集团资源配套协同、与大虹桥功能区错位互补，有利于公司加快第三方食品物流业的转型发展。

（二）收购菜管家：发展线上业务，拓展 B2C 模式

公司积极“触网”，通过开展线上业务，开拓 B2C 模式，于 2013 年 10 月以 2980 万元的价格收购了“菜管家”51%的股份，有利于公司打通食品冷链物流全产业链，打造大股东光明食品优质农产品第三方冷链物流平台。“菜管家”09 年成立至今，月销售收入已超过百万，并且已经建立符合 GMP 食品安全管理体系的物流仓储基地，开通了 COD 货到付款和在线支付结算体系，是一个成熟的第三方 B2C 电商平台。

图 7：菜管家网站


数据来源：西南证券

（三）收购海外优质企业资源：香港极限天资

去年 12 月公司下属光明海博投资以 3.18 亿港元收购极限天资 70% 股权，第一次迈出国际化步伐，重点布局冷链物流业务板块，涉足香港市场，有利于公司提升冷链物流业务的整体实力和资产规模，提高经营水平和经营效率，进行产业结构优化。极限天资为持股平台公司，持有下属 5 家香港企业股权，五家子公司均设立在香港，分别针对不同的细分市场和产业链，包括万安（远东）有限公司（Million (Far East)Limited）、万安餐饮有限公司（Million

Food Service Limited)、万安美高有限公司 (Million Gourmet Limited)、万安物流有限公司 (Million Logistics Limited)、万安置业有限公司 (Million Properties Limited)。主要业务为肉类冻品、海产冻品的进口、冷藏运输和销售,包括进口牛肉、鸡肉、海鲜、猪肉等,其中,牛肉占比约 58%;有少量的调味料、酒类产品的进口和销售业务。市场目前集中在香港、澳门、广东等地区。

（四）开设精品展示中心：申宏市场展示展销中心

上海申宏冷藏食品交易市场是海博物流下属申宏公司开设的专业冻品交易市场,作为上海唯一一家从事低温肉类批发的市场,其交易量占上海冻品肉类批发量的 65%,年交易金额达 70 亿人民币。

申宏市场展示展销中心于 2013 年 8 月开业,位于周家嘴路、军工路路口,占地 280 平方米,主要经营进口牛羊肉、海鲜农产品的批发、零售和展示,将为全国精品低温肉类提供展示推广的平台。

四、预测与估值

公司大股东光明食品集团 2013-2015 年发展战略规划将海博物流归入“9+1”核心主业的发展蓝图,通过收购“菜管家”电商平台、境外收购极限天资,快速提升公司物流业的基础实力。此外,公司通过申宏冷藏公司的“两个中心”建设,推进从“房东”向“经营者”商业模式转型,为未来打通冷链物流产业上下游,实现原料采购到产品配送的全产业供应链一体化服务打下基础。公司西虹桥冷链物流园区项目以“冷链物流”为核心,与西郊国际农产品交易中西差异化对接、与光明食品集团资源配套协同、与大虹桥功能区错位互补,有利于公司加快第三方食品物流业的转型发展。

海博股份在上海自贸试验区内的洋山深水港拥有 165 亩土地,上盖 6 万平方米保税仓库;在宜山路拥有 21 亩土地,上盖 2.2 万平方米海博总部办公室;在闸北区拥有 22 亩闸北运输场;在康桥拥有 42 亩康桥出租场站;在吴泾拥有 20 亩吴泾出租场站。另外,在青浦华新镇拥有西虹桥冷链物流基地 125.9 亩土地的国有建设用地使用权。按照室内土地每平方米 1 万元、临港保税区每平方米 2 万元单价计算,公司现有土地估价 37.4 亿元。

2014 年,根据公司投资计划,主要用于车辆收购更新及西虹桥冷链项目建设等,预计资金 4.9 亿元。

盈利预测说明与假设:

- ✓ 西虹桥冷链物流园区项目项目可如期投入并产生收益;
- ✓ 未来三年营业收入增幅分别为 23%、24%和 25%,综合毛利率水平分别为 19.18%、19.26%和 19.3%;
- ✓ 期间费用逐步适度降低,适用所得税率为 24.7%,

根据以上说明和假设,我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 3110.86 百万元、3854.18 百万元和 4811.50 百万元,归属母公司所有者的净利润分别为 174.23 百万元、212.31 百万元和 261.71 百万元,对应摊薄后每股收益分别为 0.34 元、0.42 元和 0.51 元,对应动态市盈率分别为 27 倍、22 倍和 18 倍,维持“买入”评级。

表 2: 海博股份盈利预测

资产负债表					主要财务比率				
单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E	单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	292.19	622.17	770.90	962.30	营业收入	2534.5	3110.9	3854.5	4811.5
应收和预付款项	269.82	439.16	439.01	656.98	增长率	20%	23%	24%	25%
存货	94.21	120.77	145.35	186.66	归属母公司股东净利润	161.33	174.23	212.31	261.71
其他流动资产	0.31	0.31	0.31	0.31	增长率	7%	8%	22%	23%
长期股权投资	138.69	138.69	138.69	138.69	每股收益(EPS)	0.32	0.34	0.42	0.51
投资性房地产	28.56	24.26	19.95	15.65	每股经营现金流	1.00	0.43	0.68	0.54
固定资产和在建工程	1463.26	1353.53	1228.62	1103.70	销售毛利率(%)	19.04	19.18	19.26	19.31
无形资产和开发支出	1566.69	1529.73	1492.78	1455.82	销售净利率(%)	7.58	6.50	6.39	6.31
其他非流动资产	8.47	4.24	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)(%)	10.96	11.00	12.33	13.84
资产总计	3862.22	4232.86	4235.61	4520.11	投入资本回报率(ROIC)(%)	3.82	4.18	4.93	6.29
短期借款	1503.94	1643.11	1469.26	1410.03	市盈率(P/E)	29.36	27.18	22.31	18.10
应付和预收款项	516.52	618.07	623.02	755.19	市净率(P/B)	3.22	2.99	2.75	2.50
长期借款	10.92	0.00	0.00	0.00	利润表				
其他负债	85.75	85.75	85.75	85.75	单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	2117.13	2346.93	2178.04	2250.97	营业收入	2534.5	3110.9	3854.5	4811.5
股本	510.37	510.37	510.37	510.37	减: 营业成本	2052.0	2514.1	3112.1	3882.6
资本公积	58.14	58.14	58.14	58.14	营业税金及附加	8.86	26.07	32.30	40.32
留存收益	903.03	1015.95	1153.54	1323.15	营业费用	48.08	62.22	77.09	96.23
归属母公司股东权益	1471.55	1584.46	1722.05	1891.66	管理费用	254.18	311.98	386.56	482.54
少数股东权益	273.54	301.48	335.52	377.48	财务费用	80.54	93.25	84.51	71.84
股东权益合计	1745.09	1885.93	2057.57	2269.14	资产减值损失	14.94	11.18	11.18	11.18
负债和股东权益合计	3862.22	4232.86	4235.61	4520.11	加: 投资收益	12.85	0.00	0.00	0.00
					公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					营业利润	88.75	92.06	150.72	226.82
					加: 其他非经营损益	12.75	10.39	10.39	10.39
现金流量表					利润总额	259.89	268.36	327.01	403.11
单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E	减: 所得税	67.65	66.20	80.66	99.43
经营性现金净流量	508.28	219.23	344.73	277.51	净利润	192.24	202.16	246.35	303.68
投资性现金净流量	-59.75	132.81	132.81	132.81	减: 少数股东损益	30.91	27.94	34.04	41.96
筹资性现金净流量	-365.12	-22.06	-328.82	-218.92	归属母公司股东净利润	161.33	174.23	212.31	261.71
现金流量净额	80.60	329.98	148.72	191.40					

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn