

投资评级 **买入** 调高

#### 股票数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 6 个月内目标价 (元)     | 21.30       |
| 08 月 24 日收盘价 (元) | 17.10       |
| 52 周股价波动 (元)     | 13.10-28.80 |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 377/190     |
| 总市值/流通市值 (百万元)   | 6438/3256   |

#### 主要估值指标

|           | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------|------|-------|-------|
| 市盈率       | 33.6 | 29.8  | 24.1  |
| 市净率       | 5.1  | 4.3   | 3.7   |
| 市销率       | 1.78 | 1.32  | 1.02  |
| EV/EBITDA | 30.5 | 17.7  | 10.5  |
| 分红率(%)    | —    | —     | —     |

#### 相关研究

《盈利增长显著, 定增助力医疗器械供应链》

2016.08.25

《ICT 及医疗器械供应链整合者》2016.04.07

#### 市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M  | 2M   | 3M   |
|-----------|-----|------|------|
| 绝对涨幅 (%)  | 8.2 | 12.9 | 23.8 |
| 相对涨幅 (%)  | 8.4 | 9.8  | 14.7 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 虞楠

Tel: (021)23219382

Email: yun@htsec.com

证书: S0850512070003

分析师: 张杨

Tel: (021)23219442

Email: zy9937@htsec.com

证书: S0850516080007

联系人: 童宇

Tel: (021)23154181

Email: ty10949@htsec.com

## 组合售汇收益下降致利润下滑, 小米出货量暴增或带动全年业绩反转

### 投资要点:

- **公司公布 2017 年半年报。**2017 年上半年, 公司实现营业收入 22.24 亿元, 同比增长 45.86%, 归母净利润 0.94 亿元, 同比减少 17.32%。公司预计 2017 年前三季度净利润 1.17-1.96 亿元, 同比变动区间 -25% 至 25%。
- **收入、毛利双增长, 业务拓展具有成效。**公司上半年实现收入 22.24 亿元, 同比增长 45.86%, 同比增速创 2015 年上市以来新高。上半年公司业务毛利 1.37 亿元, 同比增速为 22.32%; 营业利润为 0.64 亿元, 同比增长 20.75%, 公司在费用端控制良好。公司实现收入和毛利双增长, 业务拓展在质和量上都取得一定成效。
- **银行理财收入减少, 公司组合售汇收益下降。**普路通主要从事供应链的进口业务, 招股说明书披露 2014 年进口业务占业务总量的 98%。一方面普路通以人民币存款为抵押借取外币贷款用于采购, 另一方面使用组合售汇的方式规避汇率波动风险。这一做法对利润的影响直接反映在利润表的财务费用、投资收益和公允价值变动收益三个科目。2017 年上半年, 普路通投资收益和公允价值变动收益扣除财务费用后金额为 0.43 亿元, 较 2016 年上半年的 0.76 亿元, 减少 0.32 亿元。具体来看, 2017 年上半年利息收入为 0.95 亿元, 较 16 年同期 1.39 亿元, 减少 0.44 亿元, 人民币抵押存款的理财端收入减少明显, 导致组合售汇收益下降。
- **主要客户小米 2017 年业绩亮眼或带动公司全年业绩。**根据公司招股说明书披露, 2014 年公司经手小米货值达 336 亿元, 占全年业务量的 88%, 小米业务对公司业绩影响重大。2017 年得益于小米 6 的热销、海外市场及线下市场的拓展, 小米一改去年颓势, 根据小米 CEO 雷军 7 月 7 日在新浪微博发布的数据看, 2017 年二季度小米的手机出货量达 2316 万台, 环比增长 70%。而 2016 年, 根据 IDC 统计, 小米手机全年出货量仅为 4150 万台, 小米手机二季度销量已超过 2016 年全年的一半。此外, 该条微博还显示截至 7 月 7 日, 小米之家全国开店的数量已达 123 家; 小米印度市场上半年的业绩同比增长 328%, 市场份额排名第二。我们预计 2017 年小米业绩高速增长将传导至其对供应链服务的需求, 公司作为小米重要供应链服务商将受益于小米的业绩增长。
- **盈利预测。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.57、0.71 和 0.90 元, 参照行业平均估值水平给予公司 2018 年 30 倍 PE, 目标价格 21.3 元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示。**小米出货量不及预期。

### 主要财务数据及预测

|             | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 3710.55 | 3595.01 | 4853.25 | 6309.23 | 7886.53 |
| (+/-)YoY(%) | 18.45%  | -3.11%  | 35.00%  | 30.00%  | 25.00%  |
| 净利润(百万元)    | 170.94  | 190.91  | 215.15  | 265.51  | 337.52  |
| (+/-)YoY(%) | 58.65%  | 11.68%  | 12.70%  | 23.41%  | 27.12%  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.45    | 0.51    | 0.57    | 0.71    | 0.90    |
| 毛利率(%)      | 5.51%   | 6.27%   | 6.00%   | 6.36%   | 6.73%   |
| 净资产收益率(%)   | 15.80%  | 15.15%  | 14.58%  | 15.25%  | 16.24%  |

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司比较（按 8 月 24 日收盘价计算）

| 公司简称 | 总市值（亿元） | 流通市值（亿元） | 18E 年市盈率 PE(倍) |
|------|---------|----------|----------------|
| 华鹏飞  | 59      | 25       | 31.3           |
| 怡亚通  | 171     | 171      | 31.6           |

资料来源：Wind 一致预期数据，海通证券研究所

# 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 利润表 (百万元)          | 2016            | 2017E           | 2018E           | 2019E           |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |                |                |                |                | <b>营业总收入</b>       | <b>3595.01</b>  | <b>4853.25</b>  | <b>6309.23</b>  | <b>7886.53</b>  |
| 每股收益               | 0.51           | 0.57           | 0.71           | 0.90           | 营业成本               | 3369.65         | 4562.11         | 5907.93         | 7355.37         |
| 每股净资产              | 3.35           | 3.92           | 4.62           | 5.52           | 毛利率%               | 6.27%           | 6.00%           | 6.36%           | 6.73%           |
| 每股经营现金流            | -1.64          | 1.63           | 0.19           | 0.41           | 营业税金及附加            | 0.99            | 1.15            | 1.53            | 1.94            |
| 每股股利               | 0.000          | 0.000          | 0.000          | 0.000          | 营业税金率%             | 0.03%           | 0.02%           | 0.02%           | 0.02%           |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |                |                |                |                | 营业费用               | 39.53           | 53.39           | 66.25           | 78.87           |
| P/E                | 33.57          | 29.78          | 24.14          | 18.99          | 营业费用率%             | 1.10%           | 1.10%           | 1.05%           | 1.00%           |
| P/B                | 5.09           | 4.35           | 3.68           | 3.08           | 管理费用               | 107.21          | 135.89          | 164.04          | 189.28          |
| P/S                | 1.78           | 1.32           | 1.02           | 0.81           | 管理费用率%             | 2.98%           | 2.80%           | 2.60%           | 2.40%           |
| EV/EBITDA          | 30.48          | 17.69          | 10.49          | 6.48           | EBIT               | 77.63           | 100.71          | 169.48          | 261.08          |
| 股息率 (%)            | <b>0.00%</b>   | <b>0.00%</b>   | <b>0.00%</b>   | <b>0.00%</b>   | 财务费用               | 185.22          | 217.22          | 208.62          | 208.42          |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |                |                |                |                | 财务费用率%             | 5.15%           | 4.48%           | 3.31%           | 2.64%           |
| 毛利率                | 6.27%          | 6.00%          | 6.36%          | 6.73%          | 资产减值损失             | 5.96            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 净利率                | 5.31%          | 4.43%          | 4.21%          | 4.28%          | 投资收益               | 264.06          | 354.11          | 335.61          | 329.85          |
| 净资产收益率             | 15.15%         | 14.58%         | 15.25%         | 16.24%         | <b>营业利润</b>        | <b>217.20</b>   | <b>237.61</b>   | <b>296.47</b>   | <b>382.51</b>   |
| 资产回报率              | 1.25%          | 1.35%          | 1.61%          | 1.97%          | 营业外收支              | 7.84            | 14.59           | 15.20           | 13.77           |
| 投资回报率              | -2.25%         | -2.62%         | -4.76%         | -7.98%         | <b>利润总额</b>        | <b>225.04</b>   | <b>252.20</b>   | <b>311.67</b>   | <b>396.28</b>   |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |                |                |                |                | EBITDA             | 78.17           | 102.33          | 171.25          | 263.20          |
| 营业收入增长率            | -3.11%         | 35.00%         | 30.00%         | 25.00%         | 所得税                | 34.13           | 36.97           | 46.11           | 58.69           |
| EBIT 增长率           | 5.88%          | 29.73%         | 68.28%         | 54.04%         | 有效所得税率%            | 15.17%          | 14.66%          | 14.79%          | 14.81%          |
| 净利润增长率             | 11.68%         | 12.74%         | 23.38%         | 27.12%         | 少数股东损益             | 0.00            | 0.08            | 0.05            | 0.07            |
| <b>偿债能力指标</b>      |                |                |                |                | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>190.91</b>   | <b>215.15</b>   | <b>265.51</b>   | <b>337.52</b>   |
| 资产负债率              | 91.8%          | 90.7%          | 89.4%          | 87.9%          | <b>扣除非经常性损益净利润</b> | <b>184.25</b>   | <b>202.78</b>   | <b>252.61</b>   | <b>325.86</b>   |
| 流动比率               | 1.08           | 1.09           | 1.11           | 1.13           | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2016</b>     | <b>2017E</b>    | <b>2018E</b>    | <b>2019E</b>    |
| 速动比率               | 1.07           | 1.08           | 1.09           | 1.11           | 货币资金               | 12570.74        | 13143.61        | 13157.22        | 13247.87        |
| 现金比率               | 1.48           | 1.55           | 1.55           | 1.56           | 应收款项               | 844.96          | 1106.75         | 1458.51         | 1826.05         |
| <b>经营效率指标</b>      |                |                |                |                | 存货                 | 86.74           | 105.67          | 134.06          | 163.13          |
| 应收帐款周转天数           | 87.47          | 83.24          | 84.38          | 84.51          | 其它流动资产             | 893.98          | 893.98          | 893.98          | 893.98          |
| 存货周转天数             | 7.83           | 6.75           | 6.96           | 7.04           | 流动资产合计             | 15138.20        | 15723.40        | 16283.90        | 16938.00        |
| 总资产周转率             | 0.16           | 0.31           | 0.39           | 0.47           | 长期股权投资             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产周转率            | 592.63         | 623.75         | 748.33         | 880.65         | 固定资产               | 7.49            | 9.69            | 12.17           | 14.62           |
|                    |                |                |                |                | 在建工程               | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
|                    |                |                |                |                | 无形资产               | 0.59            | 0.89            | 1.23            | 1.60            |
|                    |                |                |                |                | 非流动资产合计            | 99.60           | 100.48          | 101.54          | 102.24          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2016</b>    | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>资产总计</b>        | <b>15309.82</b> | <b>15895.90</b> | <b>16457.46</b> | <b>17112.26</b> |
| 净利润                | 190.91         | 215.23         | 265.56         | 337.59         | 短期借款               | 8542.70         | 8542.70         | 8542.70         | 8542.70         |
| 折旧摊销               | 0.54           | 1.62           | 1.76           | 2.12           | 应付账款               | 480.36          | 716.97          | 922.91          | 1146.52         |
| 营运资金变动             | -729.25        | 358.52         | -250.89        | -246.25        | 预收账款               | 112.44          | 111.28          | 154.24          | 197.79          |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>-618.54</b> | <b>612.45</b>  | <b>71.41</b>   | <b>155.62</b>  | 其它流动负债             | 4809.33         | 4809.33         | 4809.33         | 4809.33         |
| 固定资产投资             | 0.00           | -2.20          | -2.48          | -2.45          | 流动负债合计             | 14037.10        | 14407.96        | 14703.96        | 15021.17        |
| 无形资产投资             | 0.00           | -0.30          | -0.35          | -0.37          | 长期借款               | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 资本支出               | 3.14           | -12.09         | -12.37         | -10.95         | 其它长期负债             | 12.54           | 12.54           | 12.54           | 12.54           |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-3.14</b>   | <b>366.20</b>  | <b>347.99</b>  | <b>340.81</b>  | 非流动负债合计            | 12.54           | 12.54           | 12.54           | 12.54           |
| 债务变化               | -257.72        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>负债总计</b>        | <b>14049.64</b> | <b>14420.50</b> | <b>14716.49</b> | <b>15033.70</b> |
| 股票发行               | 3.09           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 实收资本               | 376.70          | 376.70          | 376.70          | 376.70          |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>317.12</b>  | <b>-405.78</b> | <b>-405.78</b> | <b>-405.78</b> | 普通股股东权益            | 1260.18         | 1475.33         | 1740.85         | 2078.36         |
| 现金净流量              | -304.56        | 572.87         | 13.61          | 90.64          | 少数股东权益             | 0.00            | 0.08            | 0.12            | 0.19            |
| 公司自由现金流            | -523.14        | 443.59         | -107.54        | -24.54         | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>15309.82</b> | <b>15895.90</b> | <b>16457.46</b> | <b>17112.26</b> |
| 股权自由现金流            | -398.08        | 226.57         | -332.13        | -255.04        |                    |                 |                 |                 |                 |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 24 日  
资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

虞楠 交通运输行业  
张杨 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海航控股,外运发展,上海机场,建发股份,中远海控,白云机场,普路通,天津港,中远海特,北京首都机场股份,保税科技,中储股份,万林股份,传化智联,大秦铁路,韵达股份,中国国航,宁沪高速,申通快递,顺丰控股,深赤湾 A,春秋航空,深圳机场,富临运业,吉祥航空,圆通速递,珠海港,宁波海运,长久物流,上港集团

### 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较标准                                                                                 | 类别     | 评级 | 说明                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----|----------------------------|
| 投资评级分为股票评级和行业评级<br><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准; | 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上;           |
|                                                                                              |        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;      |
|                                                                                              |        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;       |
|                                                                                              |        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;      |
|                                                                                              |        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
| 2. 投资建议的评级标准<br><br>报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。                              | 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;       |
|                                                                                              |        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间; |
|                                                                                              |        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。