

华贸物流 (603128.SH) 其它运输行业

评级：买入首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 7.99 元
目标价格 (人民币): 12.00-13.00 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)	808.35
总市值(百万元)	6,458.71
年内股价最高最低(元)	18.48/6.31
沪深 300 指数	3155.88
上证指数	2949.60



“5+2”战略领航跨境物流，资本运作拓展多元格局

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.203	0.290	0.186	0.237	0.320
每股净资产(元)	3.23	3.45	3.77	4.05	4.44
每股经营性现金流(元)	-0.28	0.29	0.20	0.19	0.27
市盈率(倍)	39.35	27.60	43.06	33.70	24.96
行业优化市盈率(倍)	16.52	29.22	50.33	50.33	50.33
净利润增长率(%)	6.73%	42.60%	29.53%	27.77%	34.98%
净资产收益率(%)	6.30%	8.41%	9.97%	11.83%	14.58%
总股本(百万股)	400.00	400.00	808.35	808.35	808.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **实施“5+2”战略，多元化物流格局初现：**公司持续实施“5+2”战略，即做强做大国际空运、国际海运、国际工程物流、仓储第三方物流和供应链贸易五个业务板块，同时加大合同物流和海外市场营销的拓展力度。加快拓展高毛利率的战略业务，将有助于提高公司的盈利水平。公司将在长期战略指导下，向网络一体化经营和集约化发展方向迈进。
- **收购德祥集团，拓展进口分拨业务：**公司以 2.05 亿元收购德祥集团 65% 股权，德祥为上海地区经海关批准具有专营进口分拨业务特殊监管区资质的仅有六家专业公司之一。随着跨境电商迅猛发展，上海自由贸易规模的扩大，以及跨境电商快件海关集中监管政策落地，跨境散小货件的物流规模将持续快速增长，进口仓储分拨业务的市场前景广阔。收购后将有助于提升公司的盈利能力。
- **收购中特物流，进军特种工程物流：**公司以 12 亿元收购中特物流 100% 股权，中特物流是以国内工程物流、国际工程物流以及国内大宗商品物流为主要业务的大型特种物流集团。收购完成后，华贸物流进入特种物流领域，提升公司工程物流业务板块的综合实力。中特物流的综合毛利率水平却显著高于华贸物流，预计大幅增加利润规模，发挥协同效应，提升盈利水平。
- **引入股权激励，提升团队积极性：**公司于 2013 年引入了股权激励计划，并已于 2015 年 10 月 23 日全部行权，公司新增发行普通股 8,349,000 股，占现有总股本 1%。同时，公司于 2014 年为进一步推行强激励硬约束机制，通过深入学习、调研混合所有制改革政策和员工持股方案，着手研发长期激励制度，将大幅激活经营团队积极性和创造性。

投资建议

- 华贸物流受益于国有企业性质和跨境电商增长，在持续实施“5+2”战略、主营业务板块稳定增长的同时，通过收购德祥拓展进口分拨业务，收购中特以进军特种工程物流，提升未来盈利水平，予以推荐。

估值

- 我们给予公司未来 12.35 元目标价位，对应 EPS 为 0.19/0.24/0.32 元，相当于 69x/54x/40x PE，考虑到目前公司较低股价，予以“买入”评级。

风险

- 特种物流业务拓展低于预期；宏观经济波动的风险；网络投资扩张的风险。

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

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
heguowen@gjzq.com.cn

内容目录

一级国际货代公司，领跑跨境综合物流.....	4
主营跨境综合物流，具有行业领先地位	4
公司股权结构	4
公司长期战略规划——资源整合迈开收购步伐，开辟跨境电商物流通道	4
着力实施“5+2”战略，构建多元化物流格局.....	5
主营业务为核心，实施“5+2”战略.....	5
国内实现网络覆盖，国际合作辐射全球	9
集约经营最大化协同效应，轻资产模式规避周期风险	10
兼并收购实现跨越式发展，国际快递牌照开辟新通道	10
收购德祥集团，取得仓储特许经营权	11
收购德祥集团——进口分拨业务专营公司.....	11
上海进口分拨领头羊，核心竞争优势明显.....	11
公司进入全新领域，拓展新盈利增长点	12
收购中特物流，进军特种工程物流.....	12
收购中特物流——国际大型特种物流.....	12
行业进入壁垒高，“一带一路”促增长	14
收购价格极具吸引力，业绩良好支撑对赌协议	16
最大化发挥协同效应、携手共赢提升盈利能力	16
所有制改革有突破，资产注入有预期	17
国有控股结合民营机制，优质资本多元化股权结构.....	17
引入股权激励计划，大幅提升管理水平	17
盈利预测.....	18
估值	18
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：华贸物流股权结构.....	4
图表 2：华贸物流收入结构.....	5
图表 3：华贸物流毛利结构.....	6
图表 4：华贸物流毛利率变化趋势.....	6
图表 5：华贸物流各项业务毛利率比较	7
图表 6：分业务营业收入及预测（亿元）——国际空运.....	7
图表 7：分业务营业收入及预测（亿元）——国际海运.....	7
图表 8：分业务营业收入及预测（亿元）——国际工程物流	8
图表 9：分业务营业收入及预测（亿元）——仓储第三方物流.....	8
图表 10：华贸物流供应链贸易业务结构	8
图表 11：华贸物流国内投资网络	9

图表 12: 华贸物流海外投资网络	9
图表 13: 华贸物流 2014 年流动资产与非流动资产占比	10
图表 14: 收购德祥集团目标公司	11
图表 15: 德祥进口分拨仓库 (监管、出口、外高桥、保税仓库)	12
图表 16: 并购交易细节	13
图表 17: 募集配套资金具体用途	13
图表 18: 中特物流业务板块格局	14
图表 19: 中特物流收入结构	14
图表 20: 中特物流毛利结构	15
图表 21: 中特物流各业务毛利率趋势	16
图表 22: 2014 年主要财务数据对比	16
图表 23: 华贸物流交易前后净利率比较	17
图表 24: 华贸物流股权结构变化	17

一级国际货代公司，领跑跨境综合物流

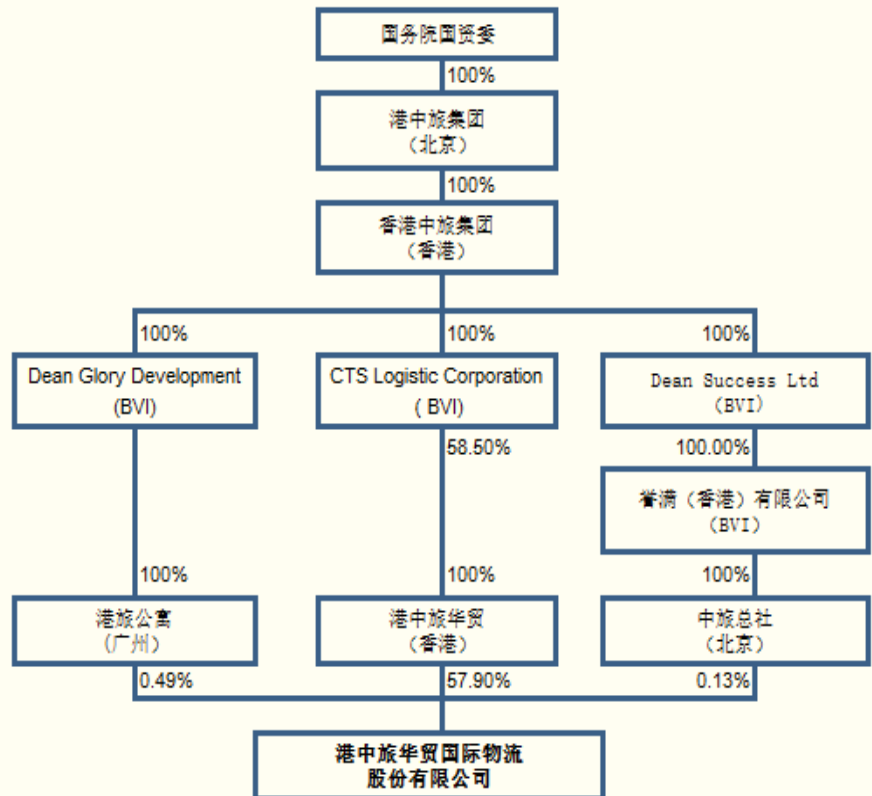
主营跨境综合物流，具有行业领先地位

- 华贸物流，全称港中旅华贸国际物流股份有限公司，于 2012 年 5 月 17 日于上海证券交易所 A 股上市，其前身为华贸有限外商投资企业，最早可追溯到 1984 年成立华贸服务公司。公司的主营业务是提供以国际货代业务为核心的跨境一站式综合物流服务以及以综合物流服务平台为基础的采购和分销执行供应链贸易服务。2014 年年报显示，公司跨境综合物流业务占总收入和毛利润分别为 59%和 89%，供应链贸易占总收入和毛利润分别为 41%和 11%。公司总部位于上海，是中国最早获得国家经营许可的一级国际货代企业之一，在跨境综合物流行业具有领先地位。

公司股权结构

- 2010 年由国务院国资委审批通过其作为港中旅集团物流贸易业务重组整合平台，重组改制并境内上市。公司现有总股本达到 808,349,000 股，公司于上市时的限售股份皆已解禁。公司实际控股股东为港中旅集团，通过港中旅华贸、中旅总社及港旅公寓共持有公司 58.52%股份。目前，公司流通市值为 74.5 亿元。

图表 1：华贸物流股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

公司长期战略规划——资源整合迈开收购步伐，开辟跨境电商物流通道

- 资源整合，迈向网络一体化：按照围绕市场资源、业务资源、客户资源和管理资源四方面，按照业务的市场半径，构建由原总部-分子公司相对较为分散和各自为政的模式，转型为总部-平台中心-分子公司的三级管控模式，目标是全面提升业务模式和竞争优势，以此为有利条件构建全网络的市场营销和组织管理体系，向网络一体化经营、集约化发展方向迈进。
- 收购兼并，推进资本运营：按照“通过兼并收购实现跨越式发展”战略，公司在一方面抓好募投项目建设，另一方面积极推进资本运营，实施兼并

收购计划，成功收购德祥集团 65% 股权，取得了《海关监管场所注册证书》等特许经营权，迈开了兼并收购的步伐，增强了公司在国际海运细分市场中的服务产品和竞争优势，提升了业务的协同能力，增厚了公司盈利基础。

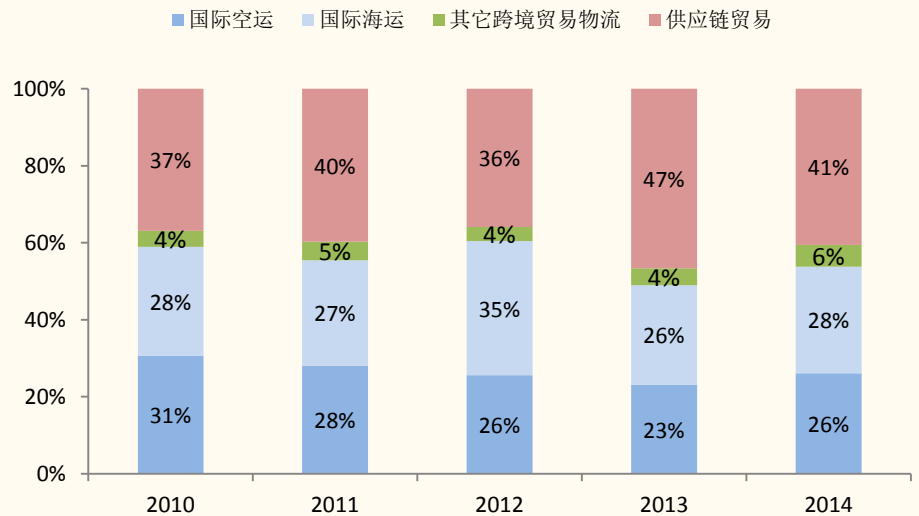
- 开辟跨境电商物流通道：公司专注跨境综合物流业务，战略性收购德祥集团股权后，打通了跨境电子商务进口备货保税模式的全球海运拼箱集运物流通道，为电商提供低成本跨境集运综合物流服务。公司申请取得国际快递专营牌照，打通了跨境电商国际空运的物流通道，利于发挥国际空运的规模优势。公司新开辟的海上和天上跨境电商物流通道将促进公司跨境综合物流业务的发展。

着力实施“5+2”战略，构建多元化物流格局

主营业务为核心，实施“5+2”战略

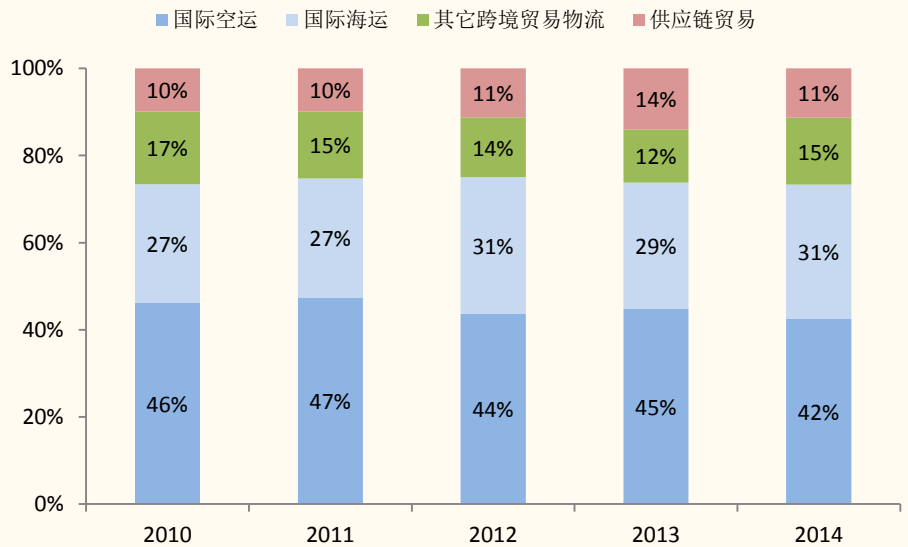
- 公司持续实施“5+2”战略，即做强做大国际空运、国际海运、国际工程物流、仓储第三方物流和供应链贸易五个业务板块，同时加大合同物流和海外市场营销的拓展力度。
- 国际空运和海运货代是公司盈利的主要来源。2014 年，国际空运、国际海运和供应链贸易三大核心收入各占营业收入 26.1%、27.7%和 40.6%，合计达 94.34%。国际空运、国际海运和供应链贸易占毛利比重分别为 42.5%、30.8%和 11.31%，合计达到 84.6%。在面临进出口外贸增速持续下滑的情况下，公司通过对国际空运、海运业务集中运力采购、开发差异化服务产品、优化客户结构等措施，收入和毛利率水平均提高。

图表 2：华贸物流收入结构



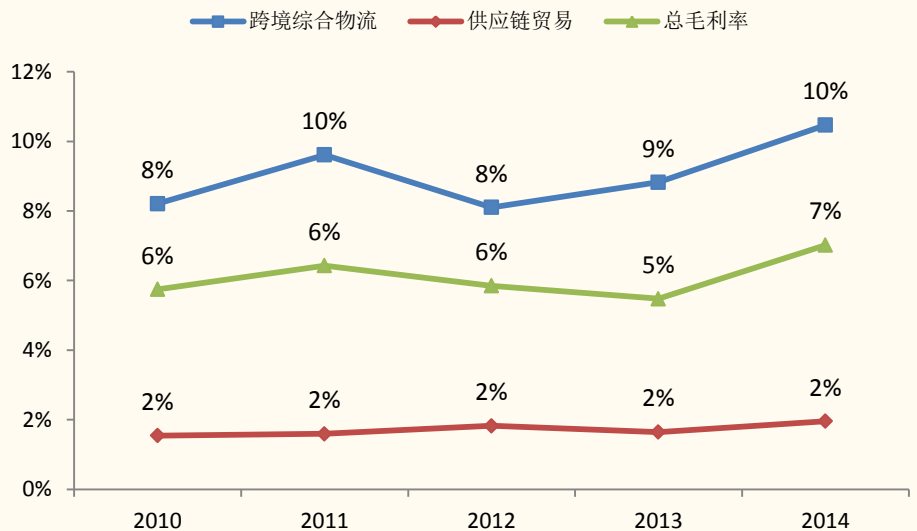
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：华贸物流毛利结构



来源：公司公告，国金证券研究所

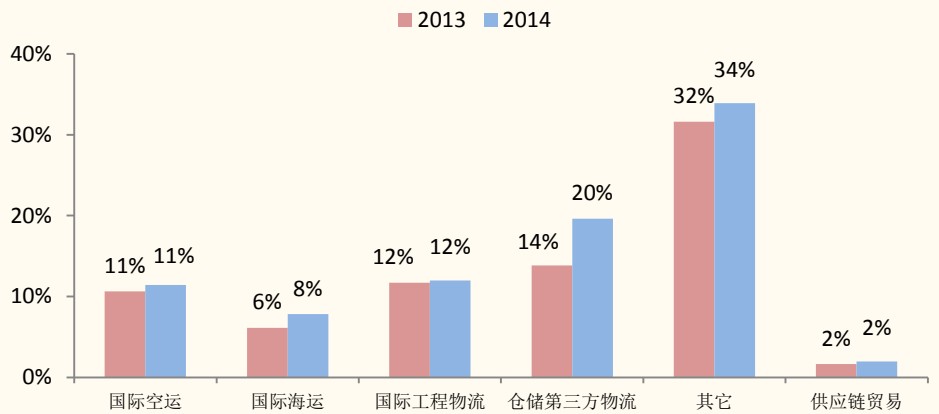
图表 4：华贸物流毛利率变化趋势



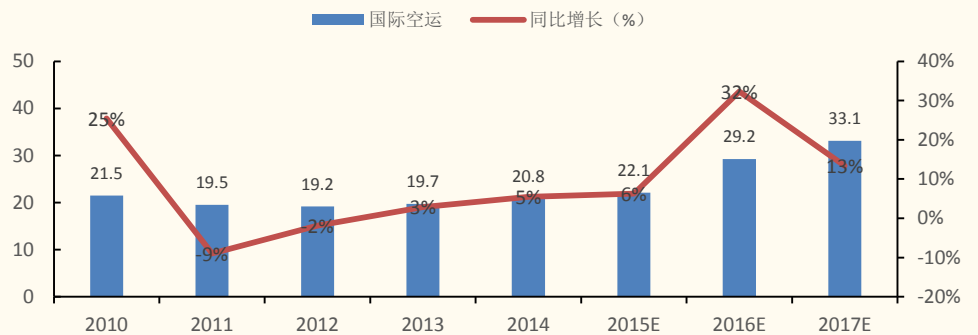
来源：公司公告，国金证券研究所

- 随着我国央企和经济建设支柱领域“走出去、引进来”工程规模的不断扩大，形成了巨大的跨境工程物流需求市场。同时，近几年物流节点城市对现代仓储物流的需求也十分旺盛。所以，作为公司战略业务的国际工程物流和仓储第三方物流将迎来快速增长。这两项业务也是毛利率较高的业务，明显高于公司的综合毛利率水平。2014 年国际工程物流和仓储第三方物流的毛利率分别为 12.0%和 19.6%。因而，加快拓展高毛利率的战略业务，将有助于提高公司的盈利水平。

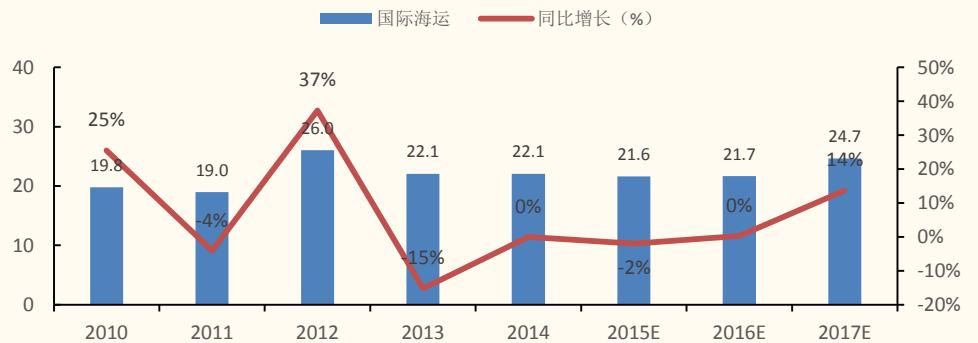
图表 5: 华贸物流各项业务毛利率比较



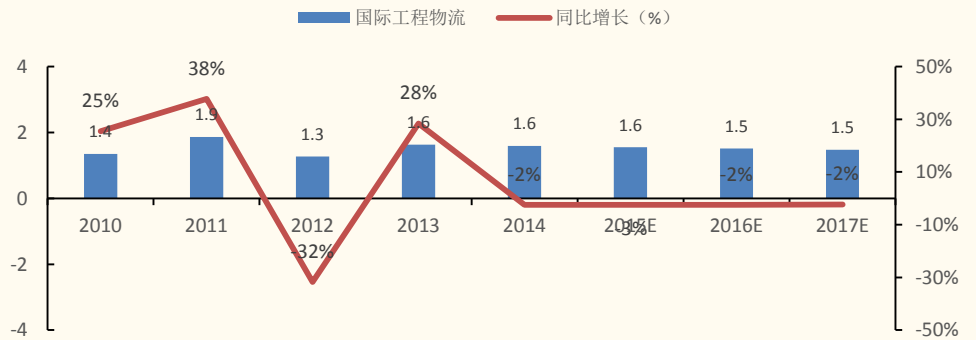
图表 6: 分业务营业收入及预测 (亿元) ——国际空运



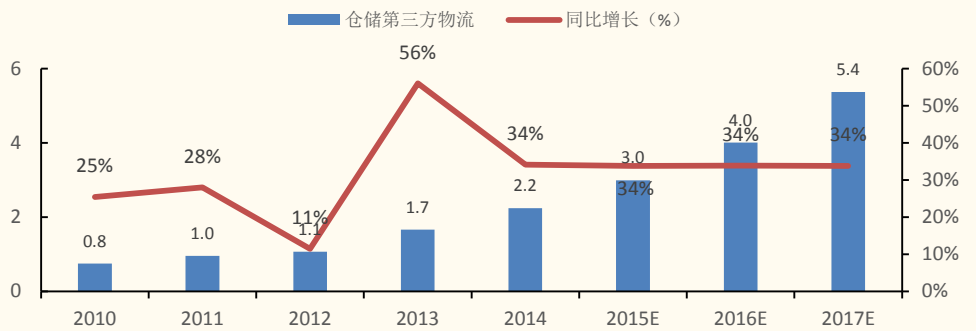
图表 7: 分业务营业收入及预测 (亿元) ——国际海运



图表 8: 分业务营业收入及预测 (亿元) ——国际工程物流



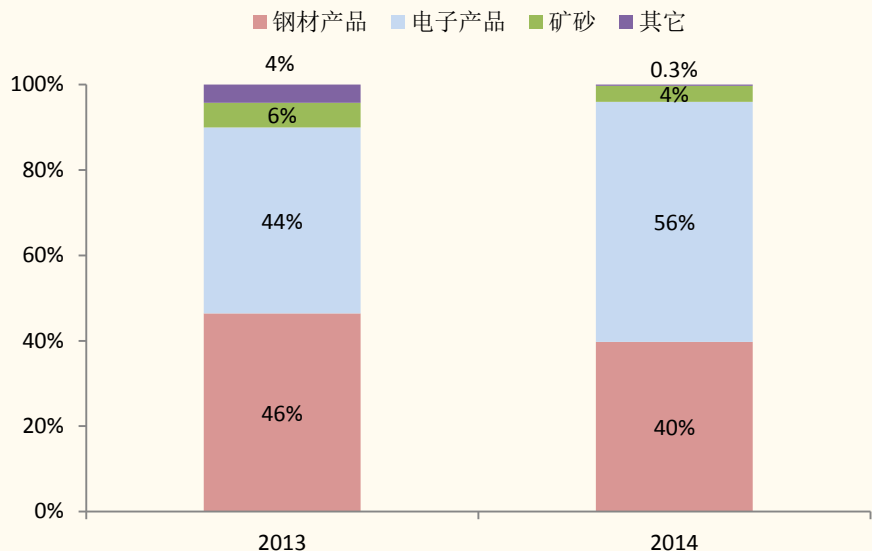
图表 9: 分业务营业收入及预测 (亿元) ——仓储第三方物流



来源: 国金证券研究所

- 受累于大宗商品需求的减弱, 钢铁以及矿砂业务量不断下降。公司通过不断调整供应链贸易业务结构, 加大电子产品的业务比重, 从而减少对盈利水平冲击。2014 年度, 在营业收入中, 钢铁及矿砂经营收入的比重为 43%, 电子产品经营收入的比重为 56%, 电子产品的比重明显上升。虽然供应链贸易竞争激烈、毛利率不高, 但供应链贸易可以与公司的物流业务实现协同效应和规模化运作, 共享信息及客户资源, 对于加快完善和延伸产业链、提升客户依存度、扩大经营规模、提高市场知名度具有战略意义。

图表 10: 华贸物流供应链贸易业务结构

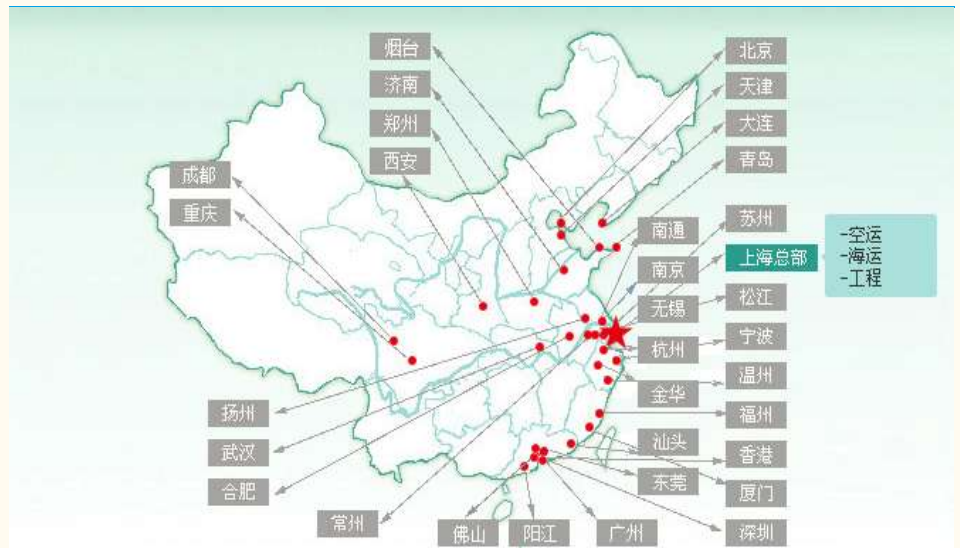


来源：公司公告，国金证券研究所

国内实现网络覆盖，国际合作辐射全球

- 公司的营业网络已经遍布了全国主要节点城市，并通过自营海外网络为点、海外代理网络为面的方式将公司的网络辐射到了世界各地。公司广泛的国内网络以及长期稳定的海外合作网络为客户的全球物流需求提供了完整的服务网络。
- 公司网络具体布局：1) 国内投资网络：公司在中国大陆和香港地区投资设立了 34 个业务和服务网络，布局从沿海向内陆辐射，基本覆盖了我国各主要港口和经济发达城市；2) 海外投资网络：公司在美国纽约、洛杉矶、亚特兰大、迈阿密和德国法兰克福投资设立了 5 个海外业务和服务网络；3) 全球合作网络：公司在美洲、欧洲、亚洲、澳洲、非洲等 150 多个主要港口和货物集散城市，与当地同行建立了长期稳定合作关系，服务网络遍布世界各地。

图表 11：华贸物流国内投资网络



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：华贸物流海外投资网络

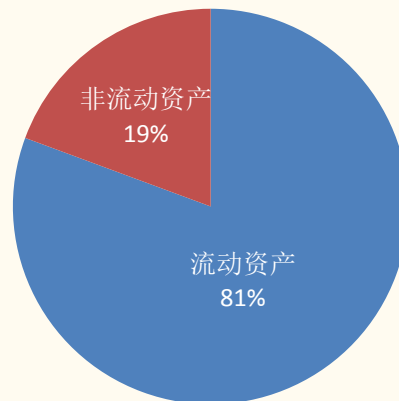


来源：公司公告，国金证券研究所

集约经营最大化协同效应，轻资产模式规避周期风险

- 华贸物流通过集约化经营模式产生规模优势，进而形成协同效应：1) 规模优势利于公司与承运人建立长期稳定且多地域、多网点的深度合作，并提升了公司的议价能力；2) 公司各个业务板块之间相辅相成，为客户提供丰富且链条完整的服务。例如公司为货主提供空运业务的同时，可以为其提供第三方仓储业务，从而增加了客户的粘性。3) 公司同时掌握空运和海运资源，并能提供铁路、水运和卡车运输，多式联运服务进一步丰富了公司的服务产品。4) 依靠现有国内外网络，通过进一步网点加密，以及各网点之间共享客户、信息与运力资源，扩大了货源规模，降低了运输采购成本。
- 华贸物流的定位是轻资产为主，轻重资产有效结合的经营方针。2014 年，公司非流动资产占总资产比例为 19%。相较于重资产物流企业，公司更具整合和优化市场资源的能力，并且在面对市场变化时能做出灵活及时的反应，因而规避了较大的经营风险。相较于完全轻资产模式，公司又规避了运力资源不易控制的缺点。此外，轻资产为主的模式又有效规避了经济的周期性风险，因而公司业绩往往能高于物流行业的平均增长水平。物流行业与宏观经济景气程度密切相关，当全球经济上升，进出口贸易活跃时，跨境物流服务需求以及供应链贸易需求同时出现增长；而当全球经济下滑，进出口贸易低迷时，跨境物流服务需求以及供应链贸易需求则将下降，从而影响整个行业的盈利水平。而公司的盈利主要来源是国际空运和海运货代，其本质就是赚取差价，因此毛利率的平稳增长是业绩增长的关键。公司的单位业务量的毛利润水平相对稳定。在经济放缓时，虽然运价水平下降，但国际货代业务具有较强的两端议价能力；而当经济回暖时，量价齐升实现业绩弹性。

图表 13：华贸物流 2014 年流动资产与非流动资产占比



来源：公司公告，国金证券研究所

兼并收购实现跨越式发展，国际快递牌照开辟新通道

- 公司按照“通过兼并收购实现跨越式发展”的战略，完善综合服务优势和增强盈利能力。公司具有央企背景，资本实力雄厚，并且银行授信额度较高，所以在未来，公司可能会继续采用收购、兼并、战略投资等多种资本运作方式实现其多元化物流企业的目标。公司已经成功收购德祥集团 65% 股权，取得了《海关监管场所注册证书》（俗称“海运进口分拨牌照”）等特许经营权，打通了跨境电子商务进口备货保税模式的全球海运拼箱集运的物流通道，为电商提供低成本的跨境集运综合物流服务，增强了公司在国际海运细分市场中的服务产品和竞争优势，提升了业务的协同能力，增厚了公司盈利基础。
- 公司在本年申请取得国际快递专营牌照，核准在上海市和江苏省南京市从事国际快递业务，从而打通了跨境电商国际空运的物流通道，有利于公司发挥国际空运的规模优势为电商提供物流服务。

收购德祥集团，取得仓储特许经营权

收购德祥集团——进口分拨业务专营公司

- 收购的德祥集团下属公司为上海地区经海关批准具有专营进口分拨业务特殊监管区资质的仅有六家专业公司之一，主营海运进口分拨业务，连续多年保持了上海口岸进口分拨排名领先的行业地位。随着全球经济一体化及经营管理网络化进程的不断深入，集团在国内建立了多个具法人地位的子公司与分公司，国际上也已拥有超过 100 家海外代理。
- 公司拟收购股权的目标公司由四家公司以及两家全资附属公司组成，分别为上海德祥国际货运代理有限公司、上海德祥物流有限公司、上海德祥船务有限公司和上海德祥集装箱运输有限公司，两家全资附属公司为上海德祥物流营销有限公司和上海德祥国际航空货运代理有限公司。

图表 14：收购德祥集团目标公司

目标公司	经营范围	简称	收购股权
上海德祥国际货运代理有限公司	承办海运、空运进出口货物的国际运输代理业务，报关	货代公司	65%
上海德祥物流有限公司	仓储；商务咨询服务；五金交电、宝货、建筑装潢材料、金属材料、化工原料、机械设备、办公用品的批售；海上、公路、水路、航空国际货运代理业务；货物及技术的进出口业务	物流公司	65%
上海德祥船务有限公司	集装箱装箱、拆箱；仓储（除易燃易爆危险品）；无船承运业务	船务公司	65%
上海德祥集装箱运输有限公司	普通货运，货物专用运输（集装箱 A），从事国际海上货物运输代理，从事国际公路货物运输代理，从事国际航空货物运输代理	集装箱公司	65%
上海德祥国际航空货运代理有限公司	货运代理，快递服务，国际航线或香港、澳门、台湾航线的航空货运销售代理业务（危险品除外），国际公路货物运输代理业务（涉及行政许可的，凭许可证经营）	航空公司	65%
上海德祥物流营销有限公司	物流营销策划，物流咨询，从事国际航空货物运输代理，从事国际海上货物运输代理，从事国际公路货物运输代理	营销公司	65%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 本次交易的股权转让价款为人民币 20,509 万元。出让方 2015 年承诺净利润不低于 2,420 万元；2016 年承诺净利润不低于 2,662 万元；2017 年承诺净利润不低于 2,848 万元，即年复合增长率不低于 10%。

上海进口分拨领头羊，核心竞争优势明显

- 目标公司持有海关总署批准的上海海关监管场所注册登记证书，为上海地区仅有的具备进口仓储分拨特许经营资质的六家公司之一，且连续多年在上海口岸进口分拨排名中保持行业领先地位，在该业态中具有较强的核心竞争优势。
- 德祥进口分拨业务整合了仓储、清关、转关、拆箱、理货、单证处理、配送等的全流程，形成一条龙服务，向客户提供完善、快速、高效的增值服务。德祥仓库地理位置优越，设置完善，能够保证客户及时提货，并确保货物安全存放。提货速度及客户运输成本均处于行业领先地位，拥有核心竞争优势。

图表 15: 德祥进口分拨仓库 (监管、出口、外高桥、保税仓库)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司进入全新领域, 拓展新盈利增长点

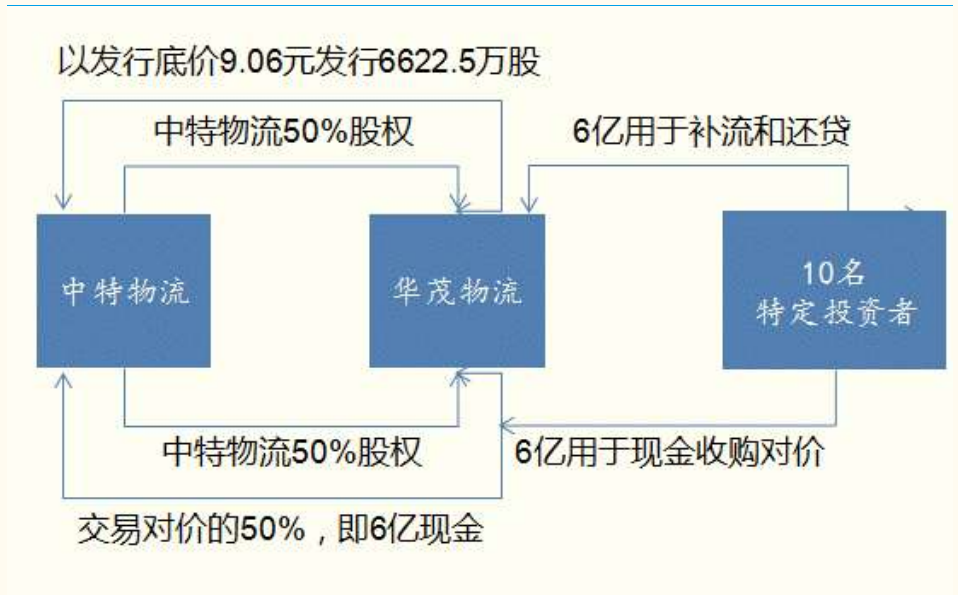
- 随着跨境电商迅猛发展, 上海自由贸易规模的扩大, 以及跨境电商快件海关集中监管政策落地, 跨境散小货件的物流规模将持续快速增长, 进口仓储分拨业务的市场前景广阔。凭借目标公司的核心竞争力和公司整合跨境电商产业的物流规划, 本次收购将有助于提升公司的盈利能力。本次交易符合公司的战略发展目标、公司和全体股东的利益。
- 收购前, 华贸始终未获得开展进口仓储分拨业务特许经营资质。但目标公司持有海关总署批准的上海海关监管场所注册登记证书, 为上海地区仅有的具备进口仓储分拨特许经营资质的六家公司之一, 本次收购完成后, 意味着公司以跨境物流为核心, 进入了这一新的市场领域, 在完善跨境综合物流服务能力的同时, 与公司已有的业务资源开展整合, 进一步做大这项业务的市场占有率, 增强公司的盈利能力, 拓展公司新的盈利增长点。

收购中特物流, 进军特种工程物流

收购中特物流——国际大型特种物流

- 依据最新草案, 华贸物流将以发行股份和支付现金相结合的方式, 共计 12 亿元, 购买中特物流 100% 的股权。50% 的对价来自于向中特物流部分股东发行股份购买资产, 发行价格初步拟定为 9.06 元/股, 发行股份数量为 6622.5 万股, 另外 50% 对价将用现金支付。

图表 16: 并购交易细节



来源：公司公告，国金证券研究所

- 此外，公司还将向不超过 10 名特定投资者定增募资 12 亿，其中星旅易游（公司实际控制人港中旅集团的全资子公司）拟认购不低于 3.6 亿。配套资金中的 6 亿将用于支付收购中特物流的现金对价部分。剩余资金将用于补充流动资金和偿还银行贷款。

■

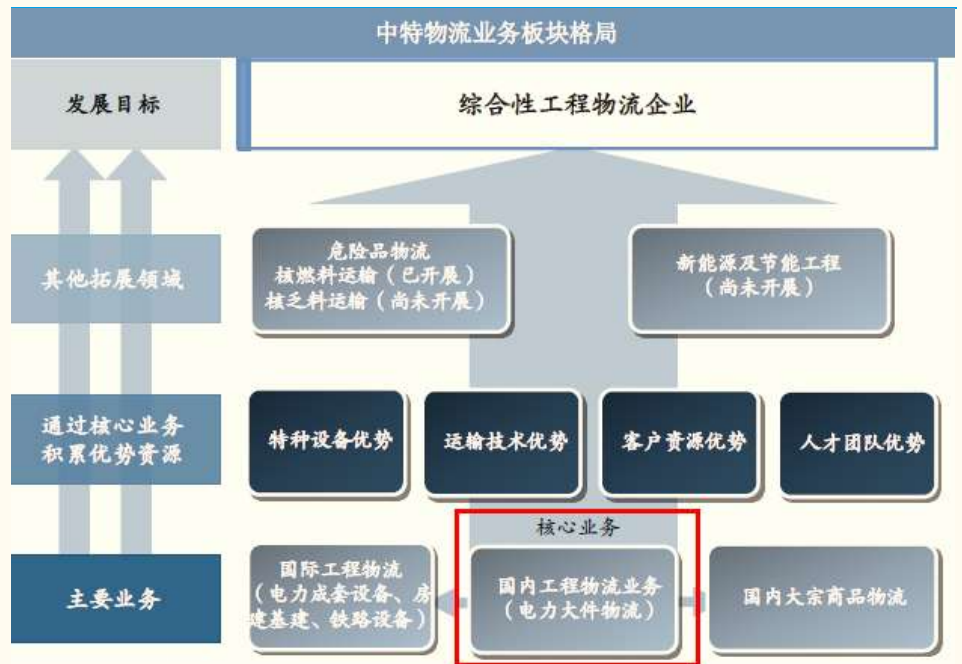
图表 17: 募集配套资金具体用途

募集配套资金具体用途	金额（亿元）
支付本次发行股份及支付现金购买资产的现金对价	6
偿还上市公司银行贷款	4.3
补充华贸物流流动资金	1.3
补充中特物流流动资金	0.4
合计	12

来源：公司公告，国金证券研究所

- 中特物流是以国内工程物流、国际工程物流以及国内大宗商品物流为主要业务的大型特种物流集团。国内工程物流以电力大件物流为主，为电力工程提供一体化物流解决方案，是公司的核心业务；国际工程物流以电力成套设备、基建与房建材料及铁路装备出口物流为主；国内大宗商品物流则围绕沥青油品物流业务展开。同时，中特物流正在积极布局危险品物流业务（核燃料、核乏料运输）。

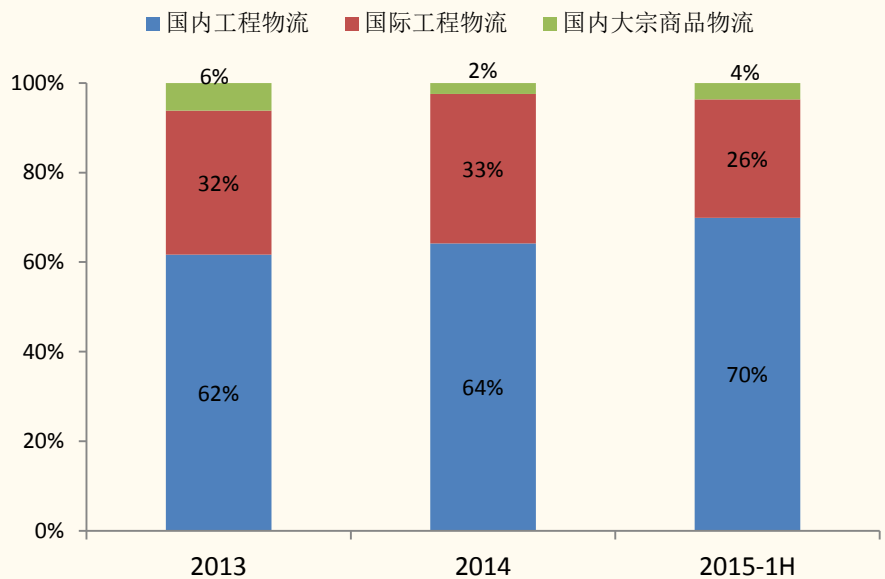
图表 18: 中特物流业务板块格局



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从中特物流的收入结构来看，以电力大件物流为主的国内工程物流是公司的核心收入来源，占 60%以上营业收入，且比重逐步增加，其市场占有率为 20%。其次是以电力成套设备、基建与房建材料及铁路装备出口物流为主的国际工程物流，占 30%左右的营业收入。除此之外，公司还涉及少量的以沥青为主的国内大宗商品物流服务。

图表 19: 中特物流收入结构

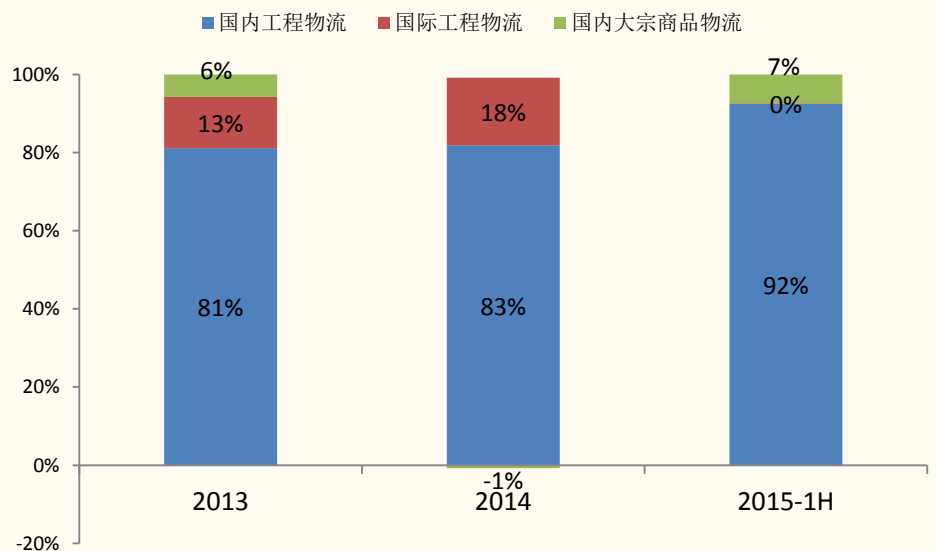


来源：公司公告，国金证券研究所

行业进入壁垒高，“一带一路”促增长

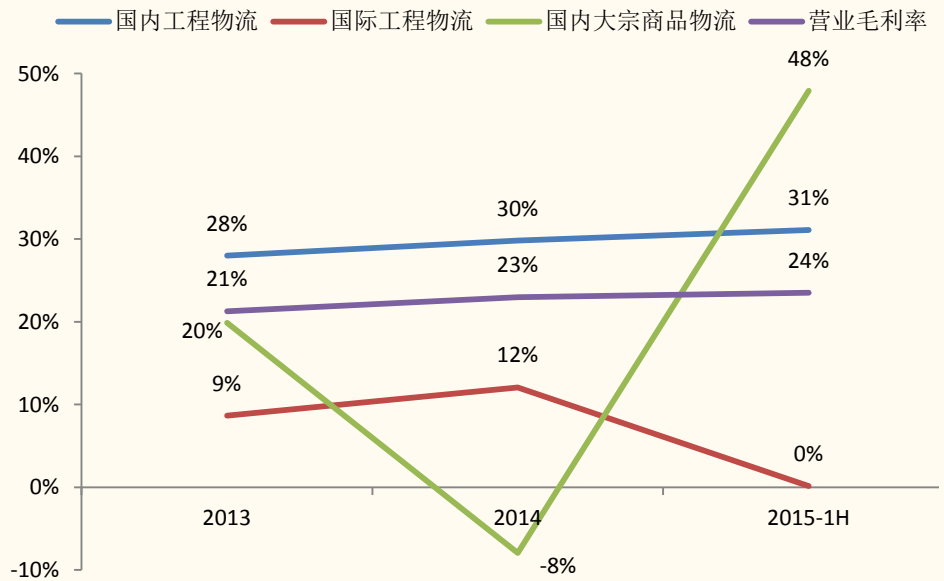
- 从中特物流所处的行业特点来看，中特物流所在的特种物流行业进入壁垒较高，对相关的资质、技术、设备以及人员素质有较高的要求。具体而言，中特物流在以下几方具有核心优势：1) 中特物流具有交通运输四类大件、电力行业运输总承包甲级、公路、铁路危险品运输以及国际货运代理等资质；2) 公司拥有丰富的铁路及公路运输装备资源，是国内唯一拥有电力大件铁路运输特种自备车辆的路外企业。同时，公司与国内主要铁路特种车辆制造企业、铁路科研院所建立了紧密合作关系，将在一定时期内保持国内铁路大件专列运输的领先优势；3) 公司坚持以专业技术为导向，为公司开展特种物流业务提供了充分的技术保障。公司通过了国家高新技术企业认证，拥有多个与特种物流运输相关的实用新型专利和软件著作权；4) 公司拥有丰富的特种物流项目操作经验以及长期稳定的客户资源。中特物流成立以来累计运送 200 吨以上大型电力设备 3,000 多台，大件运输总里程 600 万公里以上。客户资源方面，在国内工程物流方面，公司与国家电网、南方电网、特变电工、天威保变、ABB 以及大唐、国家电投等国内外知名企业建立了长期友好合作关系，并被国家电网授予特高压交流试验示范工程“特殊贡献单位”荣誉。国内工程业务中积累的丰富项目经验和客户资源为国际工程物流等业务的拓展奠定了良好的基础。
- 目前，高端特种物流行业仍然由技术主导，特大型装备及特殊性货物的运输技术集中在业内少数企业手中，因此业内领先企业拥有一定的项目定价权，利润率相对较高。2014 年，中特物流的毛利率达到 23%，其中国内工程物流毛利率将近 30%，显著高于其他物流子行业。中特物流所拥有的核心优势有效保障了其高毛利率的可持续性。
- 从中特物流的毛利结构可看出国内工程物流业务贡献了 80% 以上的毛利，且占比在不断提高。所以中特物流在国内工程物流业务的毛利可持续性直接影响了其盈利能力的稳定性。从 2013 年到 2015 年上半年，中特物流的营业毛利润与国内工程物流业务毛利率同时呈上升趋势。2015 年上半年，国际工程物流受到中信安哥拉项目确认收入较少，以及中特物流给予部分国际业务战略客户较低的定价的影响，毛利率水平较低。随着大部分收入和毛利在下半年实现，毛利率将回到正常水平。国内大宗商品物流业务受 2014 年沥青贸易相关需求萎缩，2014 年毛利率为负。2015 年上半年，国内大宗商品物流业务主要为罐车租赁业务，毛利率相对较高。

图表 20：中特物流毛利结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21: 中特物流各业务毛利率趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 随着国家“一带一路”政策的实施, 未来国际工程物流业务将是发展的重点, 也是未来毛利增长的重要驱动因素。“一带一路”沿线总人口约 44 亿, 经济总量约 21 万亿美元, 分别约占全球的 63%和 29%, 且沿线市场涵盖的大多是新兴市场和发展中国家, 普遍处于经济发展的上升期, 基础设施建设水平较差, 存在巨大提升空间。中特物流紧抓“一带一路”机遇, 积极布局国际工程物流业务。目前主要以电力成套设备、房地产建筑材料、铁路设备出口物流为主。公司曾与中信建设合作“非洲国家战略”的奠基工程安哥拉住房项目, 同时在铁路设备出口物流方面与中国中车合作, 提供地铁及高铁整车物流服务, 目前, 公司正在深度跟踪越南永兴电厂项目、津巴布韦援建电厂项目和阿根廷泥船项目等大型国际物流项目。在国家“一带一路”战略布局背景下, 中特物流国际工程物流板块有望获得高速增长。

收购价格极具吸引力, 业绩良好支撑对赌协议

- 以 2015 年承诺利润为参考, 华贸物流本次收购价格对应 PE 仅 13 倍, 而远低于停牌前华贸物流 55 倍 PE, 并低于 A 股物流板块整体水平, 其对价极具吸引力。
- 此外公司的业绩承诺保障了未来的业绩增长。中特物流 2014 年收入和净利润分别为 7 亿和 0.8 亿, 占华贸物流 2014 年对应指标的 9%和 69%, 并承诺 15-16 年实现归母扣除净利润 9000 万元和 1 亿元, 15-17 年三年累计归母扣非净利润不低于 3 亿元, 若累计利润低于承诺差额不高于 10%, 以现金补足, 若高于先优先以股份补偿, 不足则以现金补偿。

图表 22: 2014 年主要财务数据对比

	华贸物流 (亿元)	中特物流 (亿元)	中特物流占比
资产总额	31.1	12	39%
资产净额	13.8	12	87%
营业收入	79.7	7	9%
净利润	1.2	0.8	67%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

最大化发挥协同效应、携手共赢提升盈利能力

- 本次交易帮助华贸物流进入特种物流领域，从而提升公司工程物流业务板块的综合实力。虽然中特物流的收入规模相较华贸物流而言较小，但中特物流的综合毛利率水平却显著高于华贸物流。因而，合并完成后，利润规模将会大幅增加，公司的盈利能力也会显著提升。

图表 23：华贸物流交易前后净利率比较

	2014	2015-1H
交易前净利率	1.5%	1.8%
交易后净利率	2.3%	2.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

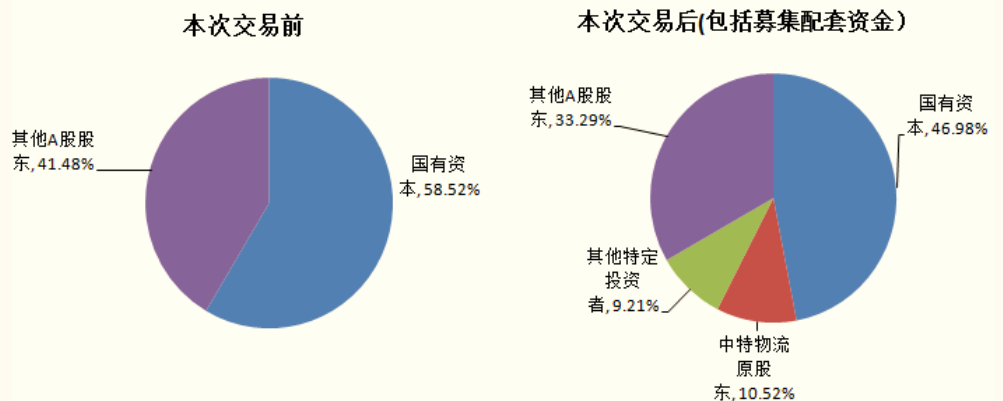
- 此外，华贸物流与中特物流同属与现代物流业，交易完成后，将通过资源、信息共享，进一步扩大原有物流网络的覆盖范围，实现规模效应和协同效应。中特物流可以依托华贸物流在核心业务领域的多年经营，进一步巩固和开拓国际工程物流和国内大宗商品物流业务，同时通过协同合作减少各环节之间的损耗，优化成本结构，实现产业链的整合升级。

所有制改革有突破，资产注入有预期

国有控股结合民营机制，优质资本多元化股权结构

- 公司实际控制人是国务院国资委旗下的港中旅集团，现持有公司 58.52% 股份。若此次成功收购中特物流并完成募集配套资金，那么港中旅集团的持股比例将会减少为 46.98%。通过此次向中特物流股东发行股份购买资产引入了民营资本，同时增发募集配套资金引入了机构投资者，从而形成了国有资本、民营资本和社会优势资本相结合的多元化的股权结构。这样的结构有助于增强公司治理结构，并有效保障了此次收购达到预期目标。

图表 24：华贸物流股权结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

引入股权激励计划，大幅提升管理水平

- 公司于 2013 年引入了股权激励计划，授予 53 位高管和核心骨干股票期权激励计划。该项计划已于 2015 年 10 月 23 日全部行权，公司新增发行普通股 8,349,000 股，占现有总股本 1%。同时，公司于 2014 年为进一步推行强激励硬约束机制，公司深入学习、调研混合所有制改革政策和员工持股方案，着手研发激活经营团队积极性和创造性的长期激励制度。股权激

励计划和员工出谷计划能够充分调动并发挥管理层、业务骨干以及员工的积极性和创造力，有利于实现股东利益最大化。

盈利预测

- 宏观经济：目前处于周期底部区间，需求增长放缓；
- 综合物流服务：空运业务量增长略高于与全市场增速水平，单位收入持平，单位毛利小降；海运运量增长但增速下行，单位收入有增长，单位毛利小增；
- 分业务预测：未来三年国际空运业务收入预计增幅为 15.0%/13.7%/14.0%，国际海运业务收入预计增幅为-12.0%/-10.0%/2.0%，国际工程物流业务收入预计增幅为-2.4%/-2.4%/-2.4%，仓储第三方物流业务收入预计增幅为 33.9%/33.9%/33.9%，
- 我们预计未来三年公司收入增速分别为-0.6%、9.0%、9.2%，净利润增速分别为 29.5%、27.8%、35.0%，目标价 12.35 元。

估值

- 面对新形势下的市场环境，公司坚持创新发展思路，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 0.19 元、0.24 元和 0.32 元，对应 PE 预测值为 69x，54x 和 40x。我们给出目标价格 12.35 元，考虑到当前较低股价，给予公司“买入”评级。

五、风险提示

- 重组失败，特种物流业务拓展低于预期；
- 宏观经济波动的风险；
- 网络投资扩张的风险；

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
主营业务收入	7,486	8,533	7,967	7,920	8,631	9,423	货币资金	698	610	513	600	600	600
增长率		14.0%	-6.6%	-0.6%	9.0%	9.2%	应收账款	1,194	1,255	1,344	1,306	1,424	1,554
主营业务成本	-7,048	-8,066	-7,408	-7,240	-7,849	-8,506	存货	67	59	39	50	54	58
%销售收入	94.1%	94.5%	93.0%	91.4%	90.9%	90.3%	其他流动资产	473	653	609	600	650	704
毛利	438	467	559	679	782	917	流动资产	2,431	2,577	2,505	2,556	2,728	2,917
%销售收入	5.9%	5.5%	7.0%	8.6%	9.1%	9.7%	%总资产	88.6%	88.4%	80.6%	80.2%	80.2%	80.8%
营业税金及附加	-13	-7	-8	-8	-9	-10	长期投资	0	0	21	21	21	21
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定投资	177	201	270	319	366	390
营业费用	-204	-223	-246	-333	-363	-396	%总资产	6.5%	6.9%	8.7%	10.0%	10.8%	10.8%
%销售收入	2.7%	2.6%	3.1%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	128	128	296	291	287	282
管理费用	-104	-113	-131	-143	-155	-170	非流动资产	314	338	602	631	674	694
%销售收入	1.4%	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	11.4%	11.6%	19.4%	19.8%	19.8%	19.2%
息税前利润 (EBIT)	117	124	174	196	256	342	资产总计	2,745	2,916	3,107	3,187	3,402	3,611
%销售收入	1.6%	1.5%	2.2%	2.5%	3.0%	3.6%	短期借款	387	617	507	505	493	409
财务费用	-21	-17	-20	-14	-14	-12	应付款项	1,063	916	1,077	1,009	1,091	1,188
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	其他流动负债	52	90	115	136	159	192
资产减值损失	-1	-1	-11	0	0	0	流动负债	1,502	1,622	1,698	1,649	1,743	1,789
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	3	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,504	1,625	1,701	1,649	1,743	1,789
营业利润	94	106	143	181	242	331	普通股股东权益	1,241	1,291	1,379	1,507	1,622	1,777
营业利润率	1.3%	1.2%	1.8%	2.3%	2.8%	3.5%	少数股东权益	0	0	27	31	37	44
营业外收支	8	6	11	19	15	15	负债股东权益合计	2,745	2,916	3,107	3,187	3,402	3,611
税前利润	103	112	154	200	257	346	比率分析						
利润率	1.4%	1.3%	1.9%	2.5%	3.0%	3.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-27	-30	-35	-46	-59	-79	每股指标						
所得税率	26.0%	27.3%	22.6%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.190	0.203	0.290	0.186	0.237	0.320
净利润	76	81	119	154	198	266	每股净资产	3.102	3.226	3.447	3.767	4.054	4.443
少数股东损益	0	0	3	4	6	7	每股经营现金净流	-0.215	-0.281	0.293	0.202	0.187	0.271
归属于母公司的净利润	76	81	116	150	192	259	每股股利	0.040	0.043	0.058	0.075	0.096	0.130
净利率	1.0%	1.0%	1.5%	1.9%	2.2%	2.7%	回报率						
							净资产收益率	6.14%	6.30%	8.41%	9.97%	11.83%	14.58%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.78%	2.79%	3.73%	4.71%	5.64%	7.17%
净利润	76	81	119	154	198	266	投入资本收益率	5.31%	4.73%	7.02%	7.38%	9.15%	11.81%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	18	22	33	25	27	30	主营业务收入增长率	7.77%	13.99%	-6.64%	-0.59%	8.99%	9.17%
非经营收益	24	23	19	16	8	6	EBIT 增长率	-24.52%	6.10%	39.86%	12.65%	30.61%	33.81%
营运资金变动	-290	-351	64	-34	-83	-85	净利润增长率	-26.28%	6.73%	42.60%	29.53%	27.77%	34.98%
经营活动现金净流	-172	-225	234	162	150	217	总资产增长率	38.16%	6.21%	6.55%	2.57%	6.74%	6.14%
资本开支	-68	-48	-56	-51	-55	-35	资产管理能力						
投资	0	0	-1	0	0	0	应收账款周转天数	44.3	48.1	54.5	55.0	55.0	55.0
其他	14	5	0	0	0	0	存货周转天数	3.9	2.9	2.4	2.5	2.5	2.5
投资活动现金净流	-54	-43	-57	-51	-55	-35	应付账款周转天数	27.4	28.2	30.6	30.0	30.0	30.0
股权募资	629	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	5.3	4.6	11.0	12.5	12.6	12.5
债权募资	-79	230	-110	-2	-12	-84	偿债能力						
其他	-61	-34	-135	-22	-83	-97	净负债/股东权益	-25.08%	0.55%	-0.41%	-6.17%	-6.44%	-10.49%
筹资活动现金净流	489	195	-245	-24	-95	-182	EBIT 利息保障倍数	5.6	7.1	8.6	13.5	18.8	29.6
现金净流量	263	-73	-68	87	0	0	资产负债率	54.80%	55.74%	54.75%	51.75%	51.23%	49.56%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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