

# 华贸物流 (603128.SH) 物流行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市场价格 (人民币): 8.36 元  
目标价格 (人民币): 11.00-12.00 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)	7,311.44
年内股价最高最低(元)	18.48/6.31
沪深 300 指数	3169.56
上证指数	2916.62



## 跨境电商物流供应链龙头有望脱颖而出

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.290	0.177	0.273	0.341	0.392
每股净资产(元)	3.45	1.87	2.15	2.47	2.84
每股经营性现金流(元)	0.59	0.34	0.46	0.27	0.35
市盈率(倍)	28.84	47.21	30.67	24.55	21.35
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	42.53	42.53	42.53
净利润增长率(%)	42.60%	23.44%	66.56%	24.91%	15.02%
净资产收益率(%)	8.41%	9.45%	13.70%	14.91%	14.89%
总股本(百万股)	400.00	808.35	874.57	874.57	874.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 调研简报

- 2016年5月31日, 国金交运团队组织对华贸物流的联合调研, 与公司总经理、财务总监和董事会秘书深度沟通, 简要如下:
- 华贸物流管理优秀、市场拓展动力强劲, 专注于打造中国跨境第三方综合物流龙头。公司是中国本土最具规模的提供跨境一站式综合物流服务的企业之一, 战略目标是打造中国跨境第三方综合物流龙头。公司目前有 10 个业务板块, 300 家网络。建立经营一体化平台, 促使全球供应链贸易, 智能物流及信息化流程落地。过去政府和企业对物流重视程度不高, 以前企业粗放式管理, 日子过得仍然很好过。现在的企业再不重视物流, 生存都有问题。近几年物流行业管理和运营比较好, 物流业的春天到来了, 涌现出一批优秀的中小型物流企业。过去 10 年优秀的从业者孵化了一批优质企业, 多数企业没有平台、品牌、资金, 企业自己单打独斗。他们也希望和华贸物流深度合作, 华贸物流会抓住此机会, 逆势扩张, 但公司坚决不做跨界并购, 只是在考虑协同性的基础上, 会积极外延扩展, 做大做强物流主业。大股东港中旅实力雄厚, 积极支持华贸物流做大做强, 国有企业编制, 民营企业机制, 具备 30 年的市场拓展基因, 积极推出股权激励、事业合伙人制度、高管都是业务出身, 素质上明显高于竞争对手。
- 跨境电商物流供应链建设是重中之重: 国家今年对跨境电商政策调整力度比较大。跨境电商供应链目前国内没有一家做成的。公司未来将专注于跨境电商物流, 进口小包裹供应链业务。利用自己的 120 个海外跨境网点优势, 着力建设跨境电商物流供应链。在海外集货、解决货源品质诚信问题。跨境电商物流, 要解决两个痛点: 慢、成本高。公司建设强大的信息系统, 对接欧美的航空、海运运力。航空运力分布变化大, 公司每年有 20 万吨的出口交付航空公司, 商务上进口对等, 在进口的运力上, 合作的航空公司要优先满足华贸物流。即使在运输旺季, 航空货运舱位紧张时候, 先满足华贸物流的货品干线运输。现在国外高性价比的产品在国内特别受欢迎。公司从事跨境电商物流, 将国外集货、干线运输、供应链管理、国内分拨点建设、终端配送(与三通一达合作), 收购的德祥只是一部分, 在国内多个城市开展跨境电商业务。大力建设信息系统, 发力智能物流。公司志存高远, 脚踏实地, 始终围绕客户需求开展业务。积极建设物联网信息系统, 在生产、采购和分销链条打通。中国制造业供应链金融时代到来, 只有物流商做供应链金融有

### 相关报告

1. 《跨境综合物流快速发展, 中特物流将贡献业绩-华贸物流公司点评》, 2016.4.29
2. 《跨境综合物流快速发展, 进军特种工程物流-华贸物流公司点评》, 2016.4.14
3. 《“5+2”战略领航跨境物流, 资本运作拓展多元格局-华贸物流公...》, 2016.4.14

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

最大优势。公司更看重进口物流，与上海洋山港等机构深度合作，在全球采购，冷冻和冷链上积极合作。

- **中特物流在特高压设备和核物流领域占据绝对优势：**公司以 PE 13 倍收购中特物流，中特物流在电力物流和核物流领域占据绝对优势。国家电力建设，高压和特高压装备，技术含量最高。作为特种物流运输，技术专业壁垒特别高。特高压设备在铁路运输，陆路运输难度大，要求高。需要具备铁路等特种运输资质。特高压电厂建设的时候，中特物流参与。运输过程中，道路宽度，转弯半径都有严格标准，有时候要改造道路，从而适合运输。专业队伍要求高，公司 600 多个职工，60%是工程师队伍。核废料在铁路上运输，具有放射性，运输防辐射，公司和中广核成立合资核物流公司，公司占股份比例 49%。中特物流盈利能力现在还没有释放出来，未来空间很大。我们国家虽然是核大国，但铀需要从国外进口，譬如从非洲国家的巨额铀进口，物流运输，只有中特物流能够对接。

### 投资建议

- 公司以 PE 13 倍收购中特物流、着力打造跨境电商物流供应链，在跨境电商小包裹上将实质性拓展。港中旅和中国国旅整合，中国国旅旗下的优质物流资产有望注入华贸物流，发展空间广阔。

### 估值

- 不算外延扩展，出于谨慎预测，预计公司 2016/17 年 EPS 为 0.27 元和 0.34 元，我们给予公司未来 6-12 个月 11.00 元目标价位，相当于 16/17 年 40xPE 和 32xPE。

### 风险

- 跨境电商物流供应链海外集货难度较大。

**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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,533</b>	<b>7,967</b>	<b>7,978</b>	<b>8,132</b>	<b>8,446</b>	<b>9,079</b>	货币资金	610	513	647	675	726	785
增长率		-6.6%	0.1%	1.9%	3.9%	7.5%	应收款项	1,255	1,344	1,326	1,398	1,452	1,486
主营业务成本	-8,066	-7,408	-7,283	-7,396	-7,673	-8,252	存货	59	39	147	152	158	158
%销售收入	94.5%	93.0%	91.3%	90.9%	90.8%	90.9%	其他流动资产	653	609	316	346	357	380
毛利	467	559	695	736	773	827	流动资产	2,577	2,505	2,436	2,570	2,692	2,809
%销售收入	5.5%	7.0%	8.7%	9.1%	9.2%	9.1%	%总资产	88.4%	80.6%	79.5%	58.0%	58.7%	59.4%
营业税金及附加	-7	-8	-2	-2	-2	-2	长期投资	0	21	21	21	21	21
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	201	270	296	318	337	354
营业费用	-223	-246	-341	-342	-338	-363	%总资产	6.9%	8.7%	9.6%	7.2%	7.4%	7.5%
%销售收入	2.6%	3.1%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	无形资产	128	296	291	893	899	905
管理费用	-113	-131	-143	-146	-144	-154	非流动资产	338	602	627	1,861	1,892	1,919
%销售收入	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	%总资产	11.6%	19.4%	20.5%	42.0%	41.3%	40.6%
息税前利润 (EBIT)	124	174	210	247	290	307	<b>资产总计</b>	<b>2,916</b>	<b>3,107</b>	<b>3,063</b>	<b>4,432</b>	<b>4,584</b>	<b>4,728</b>
%销售收入	1.5%	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	3.4%	短期借款	617	507	682	1,007	755	464
财务费用	-17	-20	-23	-29	-31	-18	应付款项	916	1,077	727	796	825	888
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%	其他流动负债	90	115	99	339	342	350
资产减值损失	-1	-11	-10	0	0	0	流动负债	1,622	1,698	1,508	2,142	1,923	1,702
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	200	300	350
投资收益	0	0	1	75	110	121	其他长期负债	3	3	3	300	300	300
%税前利润	0.0%	0.0%	0.5%	24.0%	28.3%	27.5%	<b>负债</b>	<b>1,625</b>	<b>1,701</b>	<b>1,511</b>	<b>2,642</b>	<b>2,523</b>	<b>2,352</b>
营业利润	106	143	178	293	368	410	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,291</b>	<b>1,379</b>	<b>1,515</b>	<b>1,740</b>	<b>1,997</b>	<b>2,300</b>
营业利润率	1.2%	1.8%	2.2%	3.6%	4.4%	4.5%	少数股东权益	0	27	38	50	63	77
营业外收支	6	11	18	20	20	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,916</b>	<b>3,107</b>	<b>3,063</b>	<b>4,432</b>	<b>4,584</b>	<b>4,728</b>
税前利润	112	154	196	313	388	440	<b>比率分析</b>						
利润率	1.3%	1.9%	2.5%	3.8%	4.6%	4.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-30	-35	-42	-63	-78	-84	<b>每股指标</b>						
所得税率	27.3%	22.6%	21.4%	20.0%	20.0%	19.0%	每股收益	0.203	0.290	0.177	0.273	0.341	0.392
净利润	81	119	154	250	311	357	每股净资产	3.226	3.447	1.874	2.153	2.471	2.845
少数股东损益	0	3	11	12	13	14	每股经营现金净流	-0.562	0.586	0.339	0.464	0.266	0.346
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>81</b>	<b>116</b>	<b>143</b>	<b>238</b>	<b>298</b>	<b>343</b>	每股股利	0.085	0.116	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	1.0%	1.5%	1.8%	2.9%	3.5%	3.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	6.30%	8.41%	9.45%	13.70%	14.91%	14.89%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.79%	3.73%	4.67%	5.38%	6.50%	7.24%
净利润	81	119	154	250	311	357	投入资本收益率	4.73%	7.02%	7.37%	6.59%	7.44%	7.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	22	33	40	32	35	38	主营业务收入增长率	13.99%	-6.64%	0.14%	1.93%	3.86%	7.49%
非经营收益	23	19	29	-69	-93	-126	EBIT 增长率	6.10%	39.86%	20.68%	17.68%	17.49%	6.05%
营运资金变动	-351	64	50	162	-37	12	净利润增长率	6.73%	42.60%	23.44%	66.56%	24.91%	15.02%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-225</b>	<b>234</b>	<b>274</b>	<b>375</b>	<b>215</b>	<b>280</b>	总资产增长率	6.21%	6.55%	-1.41%	44.68%	3.43%	3.15%
资本开支	-48	-56	-50	-1,236	-40	-30	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-1	-177	0	0	0	应收账款周转天数	48.1	54.5	54.7	55.0	55.0	52.0
其他	5	0	1	75	110	121	存货周转天数	2.9	2.4	4.7	7.5	7.5	7.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-43</b>	<b>-57</b>	<b>-227</b>	<b>-1,161</b>	<b>70</b>	<b>91</b>	应付账款周转天数	28.2	30.6	31.0	31.0	31.0	31.0
股权募资	0	0	25	0	0	0	固定资产周转天数	4.6	11.0	13.5	13.4	12.8	11.8
债权募资	230	-110	175	825	-152	-242	<b>偿债能力</b>						
其他	-34	-135	-107	-12	-82	-70	净负债/股东权益	0.55%	-0.41%	2.26%	29.73%	15.99%	1.21%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>195</b>	<b>-245</b>	<b>93</b>	<b>813</b>	<b>-234</b>	<b>-312</b>	EBIT 利息保障倍数	7.1	8.6	9.2	8.6	9.2	16.8
<b>现金净流量</b>	<b>-73</b>	<b>-68</b>	<b>140</b>	<b>28</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	资产负债率	55.74%	54.75%	49.31%	59.61%	55.05%	49.73%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-14	买入	7.99	12.00~13.00
2	2016-04-14	买入	9.79	N/A
3	2016-04-28	买入	8.65	N/A

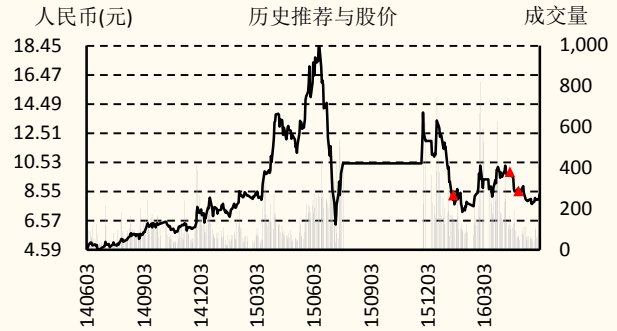
来源：国金证券研究所

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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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