

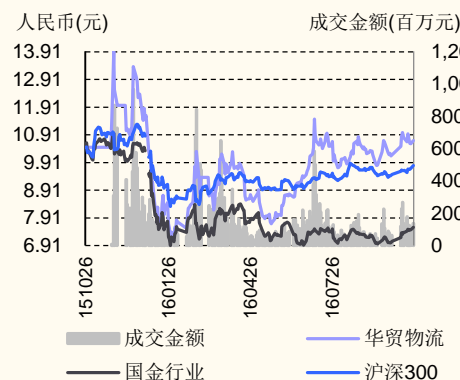
市场价格(人民币): 10.71元

中特物流并表增厚利润, 并购战略或持续推进

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)	10,701.27
年内股价最高最低(元)	13.93/7.15
沪深300指数	3367.58
上证指数	3128.25



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	0.322	0.399	0.479
每股净资产(元)	3.45	1.87	2.21	2.59	3.05
每股经营性现金流(元)	0.59	0.34	0.71	0.45	0.58
市盈率(倍)	50.23	64.94	33.31	26.87	22.36
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%	96.44%	23.96%	20.18%
净资产收益率(%)	8.41%	9.45%	15.77%	16.67%	16.96%
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

事件

- 公司发布 2016 年第三季度报告。前三季度, 公司实现营业收入 51.62 亿元, 同比减少 9.61%, 归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元, 同比增长 108.08%, 基本每股收益 0.25 元, 同比增长 92.31%。

评论

- **中特物流并表大幅增厚利润, 平台协同效应降本增效:** 收入有所下滑, 主要原因是公司在有序退出利润空间较低的钢铁行业, 供应链贸易业务向中国企业走出去、一带一路建设项目、跨境电商交易等方向转型。公司前三季度实现净利润高速增长, (1) 主要源于收购的中特物流并表, 贡献净利润 9785 万, 约占公司利润总额增幅的 86%。德祥集团的业绩也持续增长。(2) 公司十项核心业务的协同水平进一步增强, 净利润同比增长 13.3%, 并有效降低成本, 对运力运价实施集中采购, 致使平均毛利率达到 10.86%(已剔除中特物流的影响, 如包含中特物流的毛利率为 12.37%), 同比增加 2.32 个百分点。
- **在手现金 10.7 亿元, 并购战略有望持续推进:** 公司积极推进并购战略, 2014 年 10 月收购德祥集团 (2.05 亿收购其 65% 股权), 2016 年 3 月收购中特物流 (12 亿收购其 100% 股权, 6 亿现金+价值 6 亿的股份), 成效显著, 收购标的业绩超预期, 带来持续增长动力。交易对手承诺中特物流 2016 年净利润不低于 1 亿元, 而前三季度已达到近 9800 万元。公司在 7 月份增发股份募集了 12 亿元, 货币资金大幅增加, 达到 10.7 亿元, 公司当前资产负债率仅为 28%, 外延扩张预期强烈。
- **集团整合, 有望成为物流资产的上市平台:** 公司大股东是港中旅, 经国务院批准, 中国国旅集团有限公司整体并入中国港中旅集团公司, 成为其全资子公司。国旅集团业务涵盖旅行服务、免税品经销、交通运输、电子商务等领域。集团整合后, 公司有望成为物流资产的上市平台。

投资建议

- 公司核心业务协同发展, 内生增长与外延并购推动业绩增长, 并可能受益于港中旅和中国国旅集团的整合。预测 2016-2018 年的 EPS 为 0.32、0.40 及 0.48 元, 给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动的风险, 收购整合不达预期的风险等。

相关报告

1. 《中特物流并表利润大幅增加, 跨境综合物流业务快速发展-华贸物流...》, 2016.8.16
2. 《国旅整体并入港中旅, 助力跨境物流起飞-华贸物流公司研究》, 2016.7.12
3. 《跨境电商物流供应链龙头有望脱颖而出-华贸物流: 跨境电商物流供...》, 2016.6.1
4. 《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》, 2016.4.28
5. 《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

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

戴亚雄 联系人
(8621)61038274
daiyaxiong@gjzq.com.cn

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
主营业务收入	8,533	7,967	7,978	7,302	7,574	8,043	货币资金	610	513	647	675	726	785
增长率		-6.6%	0.1%	-8.5%	3.7%	6.2%	应收款项	1,255	1,344	1,326	1,255	1,302	1,316
主营业务成本	-8,066	-7,408	-7,283	-6,478	-6,678	-7,054	存货	59	39	147	133	137	135
%销售收入	94.5%	93.0%	91.3%	88.7%	88.2%	87.7%	其他流动资产	653	609	316	309	317	332
毛利	467	559	695	824	896	988	流动资产	2,577	2,505	2,436	2,372	2,482	2,569
%销售收入	5.5%	7.0%	8.7%	11.3%	11.8%	12.3%	%总资产	88.4%	80.6%	79.5%	56.0%	56.7%	57.2%
营业税金及附加	-7	-8	-2	-1	-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	-314	-303	-322	%总资产	6.9%	8.7%	9.6%	7.5%	7.7%	7.9%
%销售收入	2.6%	3.1%	4.3%	4.3%	4.0%	4.0%	无形资产	128	296	291	893	899	905
管理费用	-113	-131	-143	-131	-129	-137	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%	44.0%	43.3%	42.8%
息税前利润 (EBIT)	124	174	210	377	463	528	资产总计	2,916	3,107	3,063	4,234	4,374	4,488
%销售收入	1.5%	2.2%	2.6%	5.2%	6.1%	6.6%	短期借款	617	507	682	875	619	244
财务费用	-17	-20	-23	-26	-25	-10	应付款项	916	1,077	727	699	721	762
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	其他流动负债	90	115	99	327	330	335
资产减值损失	-1	-11	-10	0	0	0	流动负债	1,622	1,698	1,508	1,901	1,670	1,341
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	200	250	300
投资收益	0	0	1	5	6	7	其他长期负债	3	3	3	300	300	300
%税前利润	0.0%	0.0%	0.5%	1.3%	1.3%	1.3%	负债	1,625	1,701	1,511	2,401	2,220	1,941
营业利润	106	143	178	356	444	525	普通股股东权益	1,291	1,379	1,515	1,783	2,091	2,469
营业利润率	1.2%	1.8%	2.2%	4.9%	5.9%	6.5%	少数股东权益	0	27	38	50	63	77
营业外收支	6	11	18	20	20	30	负债股东权益合计	2,916	3,107	3,063	4,234	4,374	4,488
税前利润	112	154	196	376	464	555	比率分析						
利润率	1.3%	1.9%	2.5%	5.1%	6.1%	6.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-30	-35	-42	-83	-102	-122	每股指标						
所得税率	27.3%	22.6%	21.4%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.203	0.290	0.177	0.322	0.399	0.479
净利润	81	119	154	293	362	433	每股净资产	3.226	3.447	1.874	2.206	2.587	3.055
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	0.711	0.454	0.580
归属于母公司的净利润	81	116	143	281	349	419	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%	3.9%	4.6%	5.2%	回报率						
							净资产收益率	6.30%	8.41%	9.45%	15.77%	16.67%	16.96%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.79%	3.73%	4.67%	6.64%	7.97%	9.33%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	4.73%	7.02%	7.37%	10.11%	11.94%	13.32%
净利润	81	119	154	293	362	433	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	13.99%	-6.64%	0.14%	-8.47%	3.72%	6.19%
非现金支出	22	33	40	32	35	38	EBIT 增长率	6.10%	39.86%	20.68%	79.68%	22.83%	14.12%
非经营收益	23	19	29	-2	5	-21	净利润增长率	6.73%	42.60%	23.44%	96.44%	23.96%	20.18%
营运资金变动	-351	64	50	252	-34	19	总资产增长率	6.21%	6.55%	-1.41%	38.21%	3.31%	2.61%
经营活动现金净流	-225	234	274	575	367	469	资产管理能力						
资本开支	-48	-56	-50	-1,236	-40	-30	应收账款周转天数	48.1	54.5	54.7	55.0	55.0	52.0
投资	0	-1	-177	0	0	0	存货周转天数	2.9	2.4	4.7	7.5	7.5	7.0
其他	5	0	1	5	6	7	应付账款周转天数	28.2	30.6	31.0	31.0	31.0	31.0
投资活动现金净流	-43	-57	-227	-1,231	-34	-23	固定资产周转天数	4.6	11.0	13.5	14.9	14.3	13.3
股权募资	0	0	25	0	0	0	偿债能力						
债权募资	230	-110	175	692	-206	-325	净负债/股东权益	0.55%	-0.41%	2.26%	21.80%	6.64%	-9.45%
其他	-34	-135	-107	-9	-76	-62	EBIT 利息保障倍数	7.1	8.6	9.2	14.6	18.4	52.5
筹资活动现金净流	195	-245	93	684	-282	-387	资产负债率	55.74%	54.75%	49.31%	56.70%	50.75%	43.25%
现金净流量	-73	-68	140	28	51	59							

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。

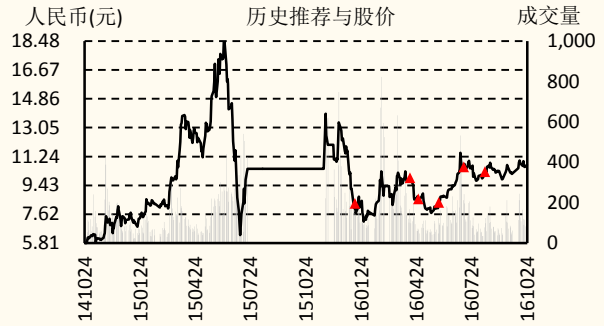
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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
4	2016-06-01	买入	8.36	11.00~12.00
5	2016-07-12	买入	10.54	14.00~15.00
6	2016-08-16	买入	10.28	N/A

来源：国金证券研究所



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