

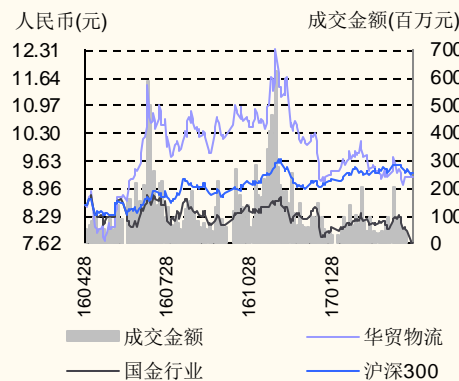
市场价格(人民币): 9.23元

并表中特增厚业绩, 股东重组期待新资源

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) | 9,222.48 |
| 年内股价最高最低(元) | 12.34/7.70 |
| 沪深 300 指数 | 3446.72 |
| 上证指数 | 3152.19 |



相关报告

1. 《传统物流稳健, 并购战略提供新增长-华贸物流公司点评》, 2017.4.18
2. 《并购提升业绩, 优化结构增强盈利-华贸物流公司点评》, 2017.1.18
3. 《中特物流并表增厚利润, 并购战略或持续推进-华贸物流三季报点评》, 2016.10.25
4. 《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
5. 《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

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.177 | 0.224 | 0.355 | 0.430 | 0.508 |
| 每股净资产(元) | 1.87 | 3.53 | 3.95 | 4.21 | 4.51 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.33 | 0.43 | 0.47 | 0.40 | 0.64 |
| 市盈率(倍) | 64.94 | 44.68 | 26.03 | 21.46 | 18.16 |
| 行业优化市盈率(倍) | 23.23 | 23.23 | 23.23 | 23.23 | 23.23 |
| 净利润增长率(%) | 23.44% | 56.25% | 58.43% | 21.26% | 18.18% |
| 净资产收益率(%) | 9.45% | 6.34% | 8.97% | 10.21% | 11.26% |
| 总股本(百万股) | 808.35 | 999.18 | 999.18 | 999.18 | 999.18 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年一季度实现营业收入 17.86 亿元, 同比增加 14.0%; 实现归属上市公司股东净利润 6278 万元, 同比增加 116.9%; 基本每股收益 0.06 元, 同比增长 50%。

经营分析

- **并表中特物流, 业绩大幅增长:** 本期公司利润总额、归母净利润分别同比增长 111.23%、116.90%, 利润增长幅度较大, 主要由于中特物流贡献利润总额 2,271 万元, 去年同期尚未并表。中特物流是国内电力工程物流行业的龙头, 毛利率高, 盈利能力强, 本期公司毛利率为 12.6%, 同比增长 2.37pts。预计中特物流将保持 10% 以上的增长速度, 为公司业绩提供新的增长点。另外, 德祥物流利润总额 911 万元, 同比增长 27.94%; 由于业务量增加, 原有传统业务利润总额增长 58.46%, 毛利增加 1,933 万元。
- **间接控股股东筹划重大事项, 停牌等候结果:** 2017 年 4 月 18 日, 公司间接控股股东中国旅游集团通知, 正在筹划重大事项, 或将其持有的公司股份, 转让至国资委出资监管的其他中央企业, 公司间接控股股东可能将发生变更。由于实际控制人中国港中旅集团公司与中国国旅集团战略重组完成, 华贸物流为旗下唯一物流上市平台, 预计将获得新资源, 释放更大潜能。
- **跨境第三方物流企业, 市场化激励提高竞争力:** 比较跨境重资产第二方物流等类型的企业, 公司更具备整合物流市场资源的能力, 灵活性高, 应变快, 有利于满足客户需求, 并降低物流成本, 服务优势明显, 业绩增长速度行业领先。目前正积极建设跨境电商物流供应链, 和欧美澳高端消费品卖家直接对接, 实现端到端物流配送。同时, 华贸虽属央企, 但通过员工持股和管理层股权激励计划, 提高了公司经营效率, 有利于实现股东利益最大化。

投资建议

- 华贸物流多元化物流格局初现, 业务结构不断优化, 坚定并购发展战略, 积极外延扩张。收购德祥集团, 致力于打造跨境综合物流业务, 协同和资源互补效果明显; 中特物流电力工程物流行业的龙头, 盈利能力强, 大幅增厚业绩。股东重组, 资源重新调配或释放更大潜能。预测 2017-2019 年的 EPS 为 0.36 元、0.43 元、0.51 元, 对应 PE 分别为 26 倍、21 倍、18 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动、跨境电商政策风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 主营业务收入 | 7,967 | 7,978 | 7,308 | 8,107 | 8,875 | 10,017 |
| 增长率 | | 0.1% | -8.4% | 10.9% | 9.5% | 12.9% |
| 主营业务成本 | -7,408 | -7,283 | -6,377 | -7,089 | -7,728 | -8,691 |
| %销售收入 | 93.0% | 91.3% | 87.3% | 87.4% | 87.1% | 86.8% |
| 毛利 | 559 | 695 | 932 | 1,018 | 1,147 | 1,326 |
| %销售收入 | 7.0% | 8.7% | 12.7% | 12.6% | 12.9% | 13.2% |
| 营业税金及附加 | -8 | -2 | -7 | -8 | -9 | -10 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业费用 | -246 | -341 | -353 | -389 | -426 | -481 |
| %销售收入 | 3.1% | 4.3% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| 管理费用 | -131 | -143 | -206 | -227 | -248 | -280 |
| %销售收入 | 1.6% | 1.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 174 | 210 | 366 | 394 | 463 | 555 |
| %销售收入 | 2.2% | 2.6% | 5.0% | 4.9% | 5.2% | 5.5% |
| 财务费用 | -20 | -23 | -8 | 30 | 36 | 39 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.1% | -0.4% | -0.4% | -0.4% |
| 资产减值损失 | -11 | -10 | -112 | -16 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 9 | 5 | 5 | 5 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.5% | 3.4% | 1.2% | 1.0% | 0.8% |
| 营业利润 | 143 | 178 | 255 | 413 | 503 | 596 |
| 营业利润率 | 1.8% | 2.2% | 3.5% | 5.1% | 5.7% | 6.0% |
| 营业外收支 | 11 | 18 | 22 | 20 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 154 | 196 | 277 | 433 | 523 | 616 |
| 利润率 | 1.9% | 2.5% | 3.8% | 5.3% | 5.9% | 6.2% |
| 所得税 | -35 | -42 | -40 | -65 | -78 | -92 |
| 所得税率 | 22.6% | 21.4% | 14.6% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 119 | 154 | 237 | 368 | 445 | 524 |
| 少数股东损益 | 3 | 11 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| 归属于母公司的净利润 | 116 | 143 | 224 | 354 | 430 | 508 |
| 净利率 | 1.5% | 1.8% | 3.1% | 4.4% | 4.8% | 5.1% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 119 | 154 | 237 | 368 | 445 | 524 |
| 非现金支出 | 29 | 37 | 168 | 85 | 92 | 115 |
| 非经营收益 | 19 | 29 | -6 | -30 | -47 | 52 |
| 营运资金变动 | 64 | 50 | 34 | 47 | -89 | -53 |
| 经营活动现金净流 | 231 | 270 | 433 | 470 | 401 | 638 |
| 资本开支 | -56 | -50 | -105 | -223 | -306 | -131 |
| 投资 | -1 | -177 | -248 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 投资活动现金净流 | -57 | -227 | -351 | -219 | -301 | -126 |
| 股权募资 | 0 | 25 | 1,122 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -110 | 175 | -661 | -154 | 0 | 1 |
| 其他 | -135 | -107 | -47 | 63 | -175 | -205 |
| 筹资活动现金净流 | -245 | 93 | 414 | -91 | -175 | -204 |
| 现金净流量 | -71 | 137 | 496 | 160 | -75 | 308 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 513 | 647 | 1,149 | 1,309 | 1,234 | 1,542 |
| 应收款项 | 1,344 | 1,326 | 2,048 | 1,982 | 2,170 | 2,449 |
| 存货 | 39 | 147 | 104 | 136 | 148 | 167 |
| 其他流动资产 | 609 | 316 | 154 | 159 | 172 | 191 |
| 流动资产 | 2,505 | 2,436 | 3,454 | 3,586 | 3,723 | 4,348 |
| %总资产 | 80.6% | 79.5% | 67.4% | 66.1% | 63.9% | 67.8% |
| 长期投资 | 21 | 21 | 92 | 93 | 92 | 92 |
| 固定资产 | 270 | 296 | 566 | 734 | 967 | 1,001 |
| %总资产 | 8.7% | 9.6% | 11.1% | 13.5% | 16.6% | 15.6% |
| 无形资产 | 296 | 291 | 955 | 959 | 963 | 967 |
| 非流动资产 | 602 | 627 | 1,669 | 1,843 | 2,100 | 2,062 |
| %总资产 | 19.4% | 20.5% | 32.6% | 33.9% | 36.1% | 32.2% |
| 资产总计 | 3,107 | 3,063 | 5,123 | 5,428 | 5,823 | 6,410 |
| 短期借款 | 507 | 682 | 152 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,077 | 727 | 1,201 | 1,235 | 1,347 | 1,515 |
| 其他流动负债 | 115 | 99 | 148 | 147 | 160 | 258 |
| 流动负债 | 1,698 | 1,508 | 1,501 | 1,382 | 1,507 | 1,773 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 3 | 3 | 37 | 25 | 25 | 25 |
| 负债 | 1,701 | 1,511 | 1,538 | 1,407 | 1,532 | 1,799 |
| 普通股股东权益 | 1,379 | 1,515 | 3,529 | 3,951 | 4,206 | 4,509 |
| 少数股东权益 | 27 | 38 | 56 | 70 | 85 | 101 |
| 负债股东权益合计 | 3,107 | 3,063 | 5,123 | 5,428 | 5,823 | 6,410 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.290 | 0.177 | 0.224 | 0.355 | 0.430 | 0.508 |
| 每股净资产 | 3.447 | 1.874 | 3.532 | 3.955 | 4.210 | 4.513 |
| 每股经营现金净流 | 0.577 | 0.334 | 0.433 | 0.471 | 0.401 | 0.638 |
| 每股股利 | 0.116 | 0.066 | 0.090 | 0.140 | 0.175 | 0.205 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 8.41% | 9.45% | 6.34% | 8.97% | 10.21% | 11.26% |
| 总资产收益率 | 3.73% | 4.67% | 4.37% | 6.53% | 7.38% | 7.92% |
| 投入资本收益率 | 7.02% | 7.37% | 8.28% | 8.27% | 9.12% | 10.17% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -6.64% | 0.14% | -8.40% | 10.93% | 9.47% | 12.87% |
| EBIT增长率 | 39.86% | 20.68% | 74.37% | 7.74% | 17.63% | 19.74% |
| 净利润增长率 | 42.60% | 23.44% | 56.25% | 58.43% | 21.26% | 18.18% |
| 总资产增长率 | 6.55% | -1.41% | 67.25% | 5.96% | 7.27% | 10.07% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 54.5 | 54.7 | 70.9 | 72.0 | 72.0 | 72.0 |
| 存货周转天数 | 2.4 | 4.7 | 7.2 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 应付账款周转天数 | 30.6 | 31.0 | 40.2 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 固定资产周转天数 | 11.0 | 13.5 | 24.0 | 27.8 | 30.1 | 30.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -0.41% | 2.26% | -27.81% | -32.55% | -28.75% | -33.42% |
| EBIT利息保障倍数 | 8.6 | 9.2 | 44.5 | -12.9 | -12.8 | -14.3 |
| 资产负债率 | 54.75% | 49.31% | 30.02% | 25.92% | 26.31% | 28.07% |

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 | 4 |
| 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 | 1.00 |

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。

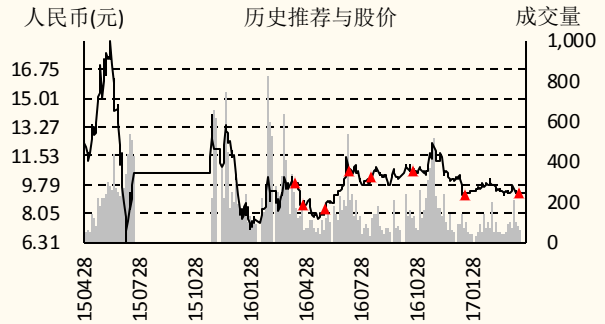
最终评分与平均投资建议对照：

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 | 2016-04-14 | 买入 | 9.79 | N/A |
| 2 | 2016-04-28 | 买入 | 8.65 | N/A |
| 3 | 2016-06-01 | 买入 | 8.36 | 11.00~12.00 |
| 4 | 2016-07-12 | 买入 | 10.54 | 14.00~15.00 |
| 5 | 2016-08-16 | 买入 | 10.28 | N/A |
| 6 | 2016-10-25 | 买入 | 10.71 | N/A |
| 7 | 2017-01-18 | 买入 | 9.14 | 14.00~15.00 |
| 8 | 2017-04-18 | 买入 | 9.04 | 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