

公司研究/季报点评

2017年10月29日

交通运输/物流 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 11.59  
合理价格区间(元): 11.3-12.3

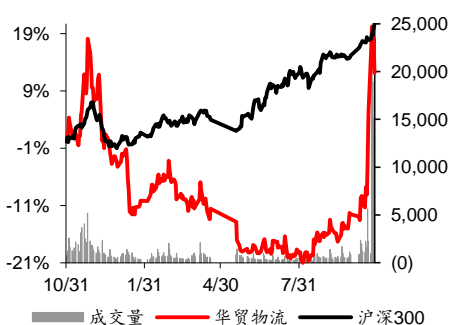
**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

- 1《华贸物流(603128,买入): 经营业绩稳定增长, 国改潜在标的》2017.08
- 2《华贸物流(603128,买入): 资产经营试点, 股权灵活性提升》2017.05
- 3《华贸物流(603128,买入): 淡季不淡, 高增长确定性强》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

# 诚通入主, 静待定位变化

## 华贸物流(603128)

### 1-3Q17 收入同比+21.9%, 归母净利-0.1%, 低于预期

1-3Q 公司营业收入 62.9 亿元, 同比增长 21.9%, 归母净利润 2.1 亿元, 同比减少 0.1%。其中, 第三季度营业收入 22.9 亿元, 同比增长 20.3%, 归母净利润 0.6 亿元, 同比下降 23.6%。由于货代运价上涨及高毛利的中特物流因安全生产因素在旺季停运 1 个多月, 公司第三季度毛利率环比下降 1.3 个百分点至 10.6%, 1-3Q 毛利率 11.6%, 同比下降 0.7 个百分点, 业绩不及预期。

### 传统货代稳定, 中特部分收益顺延至 2018 年

公司传统货代业务稳定增长, 扣非后净利润同比增长 21.3%, 其中空运、海运业务量分别同比上升 20.0% 及 9.2%。同时, 运价维持上升趋势, 空运、海运单位收入分别同比上升 9.4% 及 23.8%, 单价成本也同步上升。公司经营现金流入同比增长 23.2%, 与货代收入、利润增长保持同步, 体现出公司良好的经营能力与市场地位。第三季度, 中特盈利低于预期, 主要由于 9 月-10 月特殊时期, 全国对安全生产要求较高, 造成中特特大件运输无法正常开展, 因此虽然在手订单与产能充足, 但盈利同比下滑。随着冬季来临, 运输难度上升, 部分旺季订单业务执行与收益将顺延到 2018 年。

### 诚通就位, 定位变化预期升温

10 月 27 日, 公司进行了董事会改选, 控股股东诚通集团 3 位董事正式进入董事会, 同时华贸主管业务副总陈宇升任总经理。从董事会与高管人员变动情况来看, 我们预计公司此前在港中旅集团中独立发展的定位或将出现改变。诚通下属物流资产庞大, 其控股的中国物资储运总公司拥有国内最大的仓储占地和较大的货代业务, 据中国国际货运代理协会 2016 年中国货代排行, 中储总公司排名全国第 4, 营业额是排名第 7 的华贸物流的 2.3 倍。业务能力突出、管理完善的华贸物流与中储庞大货代业务对接, 符合国务院 10 月 13 日发布的促进供应链发展政策, 具有良好的社会效应。

### 规模扩张可期, 自贸港概念推高估值, 下调至“增持”

由于外贸回暖和中特收购带来的基数上升, 预计公司盈利增速略有下滑。未来若诚通在业务、股权等方面对华贸进行支持, 华贸规模将有望实现快速发展。作为自贸港概念受益标的, 近期华贸估值出现较快提升。因 2017 年盈利不及预期, 下调 2017-19 年盈利预测至 3.20/4.32/5.13 亿元, 3 年盈利复合增速 32%, 考虑到公司受自贸港和国改政策催化, 合理 PEG 区间为 1.1-1.2X, 对应 2017E 市盈率 35.2-38.4X, 对应目标价 11.3-12.3 元, 下调至“增持”评级。

风险提示: 外贸增速下滑, 诚通资源对接不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,005
流通 A 股 (百万股)	911.08
52 周内股价区间 (元)	8.16-12.43
总市值 (百万元)	11,653
总资产 (百万元)	5,223
每股净资产 (元)	3.63

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7,978	7,308	9,072	9,634	10,542
+/-%	0.14	(8.40)	24.14	6.20	9.42
归属母公司净利润 (百万元)	143.14	223.66	319.83	432.21	512.79
+/-%	23.44	56.25	43.00	35.14	18.64
EPS (元, 最新摊薄)	0.14	0.22	0.32	0.43	0.51
PE (倍)	81.58	52.21	36.51	27.02	22.77

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

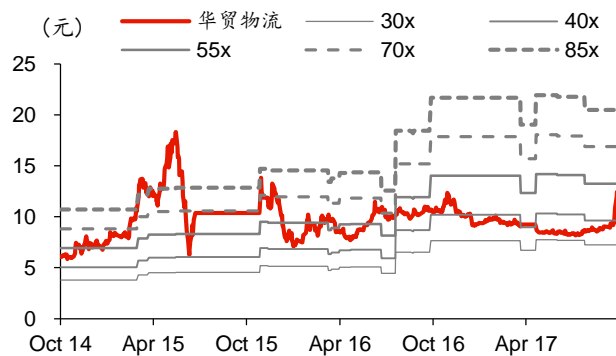
图表1: 利润简表

单位: 百万元	1-3Q17	1-3Q16	yoy	1H17	3Q17 当季	3Q16 当季	当季同比	2Q17 当季	当季环比
营业收入	6,293.8	5,162.4	21.9%	4,008.3	2,285.5	1,899.7	20.3%	2,222.1	2.9%
营业成本	5,562.5	4,523.9	23.0%	3,519.3	2,043.1	1,653.1	23.6%	1,958.3	4.3%
毛利润	731.3	638.5	14.5%	489.0	242.4	246.6	-1.7%	263.8	-8.1%
毛利率	11.6%	12.4%	-0.7%	12.2%	10.6%	13.0%	-2.4%	11.9%	-1.3%
税金及附加	5.7	3.2	78.3%	3.5	2.2	1.2	79.6%	2.0	13.9%
销售费用	287.0	253.6	13.2%	186.8	100.2	90.4	10.8%	97.0	3.3%
管理费用	160.3	112.1	42.9%	104.9	55.4	52.2	6.2%	50.5	9.6%
财务费用	7.1	15.5	-53.9%	3.9	3.2	2.9	9.2%	3.3	-3.2%
资产减值损失	-0.8	0.5	-267.5%	-0.7	-0.1	-0.0	160.0%	-0.7	-84.1%
投资净收益	6.9	4.6	48.3%	4.6	2.2	4.6	-51.4%	4.6	-51.2%
营业利润	279.0	258.3	8.0%	195.3	83.7	104.5	-19.9%	116.4	-28.1%
加: 营业外收入	6.2	20.4	-69.7%	4.7	1.5	0.8	86.6%	1.3	12.4%
减: 营业外支出	0.6	1.4	-59.5%	0.4	0.2	1.1	-81.9%	0.3	-37.9%
利润总额	284.5	277.2	2.7%	199.6	85.0	104.2	-18.4%	117.4	-27.6%
减: 所得税	60.0	51.7	15.9%	40.3	19.6	19.8	-1.0%	23.6	-17.0%
净利润	224.6	225.5	-0.4%	159.2	65.4	84.4	-22.5%	93.7	-30.3%
减: 少数股东损益	10.0	10.7	-6.3%	5.9	4.1	4.2	-2.6%	3.2	27.7%
归属于母公司所有者的净利润	214.6	214.8	-0.1%	153.3	61.3	80.2	-23.6%	90.5	-32.3%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

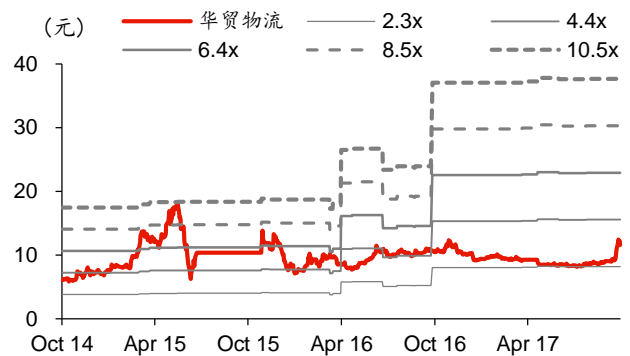
PE/PB - Bands

图表2: 华贸物流历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 华贸物流历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,436	3,454	3,863	4,280	4,694
现金	647.37	1,149	1,140	1,395	1,549
应收账款	1,161	1,680	2,100	2,226	2,435
其他应收账款	149.37	144.08	174.46	188.57	204.02
预付账款	261.96	137.25	173.08	182.12	198.41
存货	146.51	103.92	146.40	145.97	163.43
其他流动资产	69.75	239.60	129.96	142.16	144.25
非流动资产	627.32	1,669	1,604	1,657	1,687
长期投资	0.00	14.82	14.82	14.82	14.82
固定投资	295.54	480.74	523.68	518.42	498.13
无形资产	123.41	234.64	283.98	361.05	424.25
其他非流动资产	208.36	939.04	781.29	762.39	750.14
资产总计	3,063	5,123	5,467	5,937	6,382
流动负债	1,508	1,501	1,562	1,694	1,773
短期借款	682.39	151.80	151.80	151.80	151.80
应付账款	599.63	803.59	1,013	1,066	1,162
其他流动负债	226.00	545.36	396.51	475.67	459.48
非流动负债	2.50	37.45	19.56	27.95	24.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.50	37.45	19.56	27.95	24.26
负债合计	1,511	1,538	1,581	1,722	1,797
少数股东权益	38.10	56.21	75.09	100.61	130.88
股本	808.35	999.18	1,008	1,008	1,008
资本公积	264.50	1,913	1,957	1,957	1,957
留存公积	469.28	617.42	846.28	1,150	1,489
归属母公司股	1,515	3,529	3,811	4,114	4,453
负债和股东权益	3,063	5,123	5,467	5,937	6,382

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	273.68	436.40	88.52	509.04	432.40
净利润	154.19	236.86	338.71	457.73	543.06
折旧摊销	30.82	60.15	58.07	65.75	69.72
财务费用	22.76	8.21	7.27	3.03	0.77
投资损失	(1.01)	(9.32)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	46.06	31.63	(354.13)	(34.27)	(185.77)
其他经营现金	20.87	108.87	38.61	16.80	4.61
投资活动现金	(226.82)	(351.49)	(52.51)	(122.18)	(103.94)
资本支出	54.43	108.22	50.00	30.00	30.00
长期投资	(40.00)	71.50	(55.07)	6.00	2.00
其他投资现金	(212.39)	(171.78)	(57.58)	(86.18)	(71.94)
筹资活动现金	82.32	380.89	(45.03)	(131.62)	(174.56)
短期借款	175.48	(530.59)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	408.35	190.84	8.35	0.00	0.00
资本公积增加	(379.48)	1,649	43.83	0.00	0.00
其他筹资现金	(122.04)	(928.00)	(97.21)	(131.62)	(174.56)
现金净增加额	140.24	499.40	(9.01)	255.24	153.90

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,978	7,308	9,072	9,634	10,542
营业成本	7,283	6,377	8,041	8,461	9,218
营业税金及附加	1.70	7.17	8.90	9.45	10.34
营业费用	340.86	352.53	390.10	409.46	442.76
管理费用	143.23	206.47	213.19	221.59	237.19
财务费用	22.76	8.21	7.27	3.03	0.77
资产减值损失	9.55	111.60	33.48	10.04	10.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.01	9.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	178.36	255.09	378.27	519.77	622.86
营业外收入	20.99	24.09	20.00	18.00	15.00
营业外支出	3.24	1.94	1.80	2.00	2.20
利润总额	196.10	277.25	396.47	535.77	635.66
所得税	41.92	40.39	57.75	78.05	92.60
净利润	154.19	236.86	338.71	457.73	543.06
少数股东损益	11.05	13.20	18.88	25.52	30.27
归属母公司净利润	143.14	223.66	319.83	432.21	512.79
EBITDA	231.94	323.45	443.60	588.55	693.35
EPS (元)	0.18	0.22	0.32	0.43	0.51

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.14	(8.40)	24.14	6.20	9.42
营业利润	24.67	43.02	48.29	37.41	19.83
归属母公司净利润	23.44	56.25	43.00	35.14	18.64
获利能力 (%)					
毛利率	8.72	12.75	11.37	12.18	12.56
净利率	1.79	3.06	3.53	4.49	4.86
ROE	9.45	6.34	8.39	10.50	11.51
ROIC	10.17	9.06	11.42	15.11	16.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.31	30.02	28.92	29.00	28.16
净负债比率 (%)	45.18	9.87	9.60	8.82	8.45
流动比率	1.62	2.30	2.47	2.53	2.65
速动比率	1.52	2.23	2.38	2.44	2.56
营运能力					
总资产周转率	2.59	1.79	1.71	1.69	1.71
应收账款周转率	6.52	4.97	4.64	4.31	4.38
应付账款周转率	11.78	9.09	8.85	8.14	8.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.22	0.32	0.43	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.43	0.09	0.51	0.43
每股净资产(最新摊薄)	1.50	3.50	3.78	4.08	4.42
估值比率					
PE (倍)	81.58	52.21	36.51	27.02	22.77
PB (倍)	7.71	3.31	3.06	2.84	2.62
EV_EBITDA (倍)	45.79	32.83	23.94	18.04	15.32

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com