

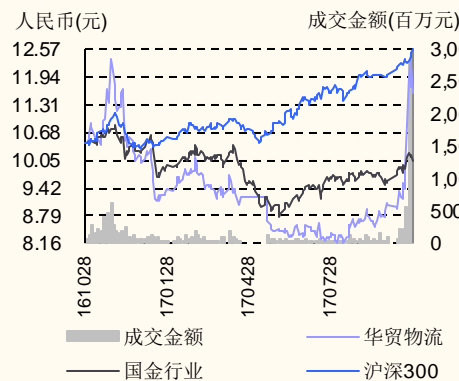
市场价格(人民币): 11.59元

传统业务趋势良好, 诚通入主期待整合

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)	911.08
总市值(百万元)	11,652.76
年内股价最高最低(元)	12.43/8.16
沪深300指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

1. 《货代回暖+收购业务强势, 整合并购一起抓-华贸物流公司点评》, 2017.8.22
2. 《传统与收购业务并进, 高成长将带动估值提升-华贸物流公司研究》, 2017.6.14
3. 《并表中特增厚业绩, 股东重组期待新资源-华贸物流公司点评》, 2017.4.28
4. 《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
5. 《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

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	0.346	0.408	0.488
每股净资产(元)	1.87	3.53	3.93	4.16	4.45
每股经营性现金流(元)	0.33	0.43	0.47	0.41	0.65
市盈率(倍)	64.94	44.68	33.45	28.41	23.74
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%	55.74%	17.75%	19.67%
净资产收益率(%)	9.45%	6.34%	8.82%	9.80%	10.98%
总股本(百万股)	808.35	999.18	1,005.42	1,005.42	1,005.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2017 年前三季度实现营业收入 62.94 亿元, 同比增长 21.92%; 实现归母净利润 2.15 亿元, 同比下降 0.10%, 合基本每股收益 0.21 元。

经营分析

- 货代业务量价齐升, 成本上涨拉低毛利: 2017 年前三季度, 公司传统货代业务录得量价齐升。业务量方面, 空运、海运业务量分别同比上升 20.0% 及 9.2%; 运价方面, 空运、海运单位收入分别同比上升 9.4% 及 23.8%。量价齐升使得 Q3 实现营收 22.9 亿元, 同比增长 20.3%, 维持较快速度。不过成本端上涨更为快速, Q3 营业成本同增 23.6%, 单季毛利率下降 2.4pts 至 10.6%, 使得 Q3 毛利 2.4 亿元, 同比下降 1.7%。
- 特种物流执行顺延, 传统业务业绩趋势良好: 公司 Q3 毛利及毛利率有所下滑, 主要是因为毛利贡献较大的特种物流业务, 为满足安全生产形势需要, 超高压大型变压器运输项目的执行相应顺延, 目前在手订单与产能充足, 相关业绩将递延至明年。不过由于进出口外贸市场增长较快, 并且公司实行“严考核、强合力”等管理创新举措, 十项传统核心业务扣非净利润同比增长 21.29%, 传统业务增长趋势稳健。
- 划转中国诚通, 期待资源整合助力高速发展: 2017 年 5 月, 通过无偿划转, 中国诚通成为公司间接控股股东。诚通已经正式成为国资委确定的资本运营公司, 下属物流资产丰富, 控股的中国物资储运总公司货代排行全国第 4, 目前诚通 3 位董事正式进入董事会。预计华贸物流将在新平台下, 继续整合战略, 提高资本运营效率, 促进业务板块均衡发展。公司希望通过整合资源+兼并收购的方式, 形成更为完善、相互协同的“跨境物流+国内运输”产业链条, 加大仓储资源的投入和现代物流中心的建设, 实现跨越式发展, 成为一流跨境现代综合第三方物流企业。

投资建议

- 华贸物流在传统货代、特种物流以及跨境电商领域前景广阔, 未来业绩高成长确定性高, 未来三年 CAGR 有望达到 30%。公司多元化物流格局初现, 坚定并购发展战略, 划转中国诚通, 物流资源整合预期强烈。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.35 元/0.41 元/0.49 元, 对应 PE 分别为 33 倍/28 倍/14 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动、业务整合不及预期、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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,967	7,978	7,308	8,107	8,875	10,017	货币资金	513	647	1,149	1,000	1,000	1,000
增长率		0.1%	-8.4%	10.9%	9.5%	12.9%	应收款项	1,344	1,326	2,048	1,990	2,170	2,439
主营业务成本	-7,408	-7,283	-6,377	-7,066	-7,701	-8,659	存货	39	147	104	136	148	166
%销售收入	93.0%	91.3%	87.3%	87.2%	86.8%	86.4%	其他流动资产	609	316	154	158	171	190
毛利	559	695	932	1,041	1,173	1,358	流动资产	2,505	2,436	3,454	3,284	3,488	3,795
%销售收入	7.0%	8.7%	12.7%	12.8%	13.2%	13.6%	%总资产	80.6%	79.5%	67.4%	55.7%	54.5%	56.5%
营业税金及附加	-8	-2	-7	-8	-9	-10	长期投资	21	21	92	93	92	92
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	270	296	566	784	1,067	1,151
营业费用	-246	-341	-353	-389	-426	-481	%总资产	8.7%	9.6%	11.1%	13.3%	16.7%	17.1%
%销售收入	3.1%	4.3%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	无形资产	296	291	955	1,673	1,677	1,681
管理费用	-131	-143	-206	-227	-248	-280	非流动资产	602	627	1,669	2,607	2,914	2,926
%销售收入	1.6%	1.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	%总资产	19.4%	20.5%	32.6%	44.3%	45.5%	43.5%
息税前利润 (EBIT)	174	210	366	416	490	587	资产总计	3,107	3,063	5,123	5,891	6,403	6,721
%销售收入	2.2%	2.6%	5.0%	5.1%	5.5%	5.9%	短期借款	507	682	152	467	605	356
财务费用	-20	-23	-8	-7	-5	-3	应付款项	1,077	727	1,201	1,231	1,342	1,509
%销售收入	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	其他流动负债	115	99	148	147	160	258
资产减值损失	-11	-10	-112	-8	-10	-12	流动负债	1,698	1,508	1,501	1,845	2,107	2,124
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	9	5	5	5	其他长期负债	3	3	37	25	25	25
%税前利润	0.0%	0.5%	3.4%	1.2%	1.0%	0.8%	负债	1,701	1,511	1,538	1,870	2,132	2,150
营业利润	143	178	255	406	480	576	普通股股东权益	1,379	1,515	3,529	3,951	4,185	4,470
营业利润率	1.8%	2.2%	3.5%	5.0%	5.4%	5.8%	少数股东权益	27	38	56	70	85	101
营业外收支	11	18	22	20	20	20	负债股东权益合计	3,107	3,063	5,123	5,891	6,403	6,721
税前利润	154	196	277	426	500	596	比率分析						
利润率	1.9%	2.5%	3.8%	5.3%	5.6%	6.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-35	-42	-40	-64	-75	-89	每股指标						
所得税率	22.6%	21.4%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.290	0.177	0.224	0.346	0.408	0.488
净利润	119	154	237	362	425	507	每股净资产	3.447	1.874	3.532	3.929	4.162	4.446
少数股东损益	3	11	13	14	15	16	每股经营现金净流	0.577	0.334	0.433	0.470	0.408	0.646
归属于母公司的净利润	116	143	224	348	410	491	每股股利	0.116	0.066	0.090	0.140	0.175	0.205
净利率	1.5%	1.8%	3.1%	4.3%	4.6%	4.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.41%	9.45%	6.34%	8.82%	9.80%	10.98%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	3.73%	4.67%	4.37%	5.91%	6.41%	7.30%
净利润	119	154	237	362	425	507	投入资本收益率	7.02%	7.37%	8.28%	7.84%	8.50%	10.07%
非现金支出	29	37	168	77	100	125	增长率						
非经营收益	19	29	-6	-10	-26	71	主营业务收入增长率	-6.64%	0.14%	-8.40%	10.93%	9.47%	12.87%
营运资金变动	64	50	34	44	-90	-54	EBIT增长率	39.86%	20.68%	74.37%	13.90%	17.71%	19.70%
经营活动现金净流	231	270	433	473	410	649	净利润增长率	42.60%	23.44%	56.25%	55.74%	17.75%	19.67%
资本开支	-56	-50	-105	-987	-356	-181	总资产增长率	6.55%	-1.41%	67.25%	14.98%	8.69%	4.97%
投资	-1	-177	-248	-1	0	0	资产管理能力						
其他	0	1	2	5	5	5	应收账款周转天数	54.5	54.7	70.9	72.0	72.0	72.0
投资活动现金净流	-57	-227	-351	-983	-351	-176	存货周转天数	2.4	4.7	7.2	7.0	7.0	7.0
股权募资	0	25	1,122	6	0	0	应付账款周转天数	30.6	31.0	40.2	40.0	40.0	40.0
债权募资	-110	175	-661	313	138	-248	固定资产周转天数	11.0	13.5	24.0	27.8	30.1	30.0
其他	-135	-107	-47	43	-197	-225	偿债能力						
筹资活动现金净流	-245	93	414	361	-59	-473	净负债/股东权益	-0.41%	2.26%	-27.81%	-13.26%	-9.24%	-14.06%
现金净流量	-71	137	496	-149	0	0	EBIT利息保障倍数	8.6	9.2	44.5	58.2	90.2	178.4
							资产负债率	54.75%	49.31%	30.02%	31.74%	33.31%	31.99%

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	2	4	4
增持	0	0	1	5	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.56	1.56

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	2016-07-12	买入	10.54	14.00~15.00
2	2016-08-16	买入	10.28	N/A
3	2016-10-25	买入	10.71	N/A
4	2017-01-18	买入	9.14	14.00~15.00
5	2017-04-18	买入	9.04	N/A
6	2017-04-28	买入	9.23	N/A
7	2017-06-14	买入	8.43	11.00~11.00
8	2017-08-22	买入	8.71	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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH