



东莞证券

DONGGUAN SECURITIES

以货代为核心的跨境综合物流服务提供商

华贸物流（603128）新股报告

投资要点：

- 公司基本情况：**华贸物流为轻资产型现代物流企业，是中国目前最具规模的跨境一站式综合物流服务和供应链贸易提供商之一。公司能为客户提供包括空运、海运、空海集运和联运、海铁联运以及工程物流等全方位的门到门跨境一站式综合物流服务。此外，公司还为生产商提供采购执行和分销执行等供应链贸易服务。
- 行业背景：**我国物流行业处于相对初级的阶段，与外资物流企业相比，我国综合物流服务市场份额处于较低水平，而国内物流业集中度低，竞争激烈。我国物流业需求随经济快速增长，2006-2011年，全国社会物流总额年复合增长率为21.59%。2006-2011年，全国进出口总值年复合增长率为15.65%，未来我国进出口贸易的长期增长将带动跨境物流需求持续增长。当前我国物流业受国家高度重视，扶持政策频频出台，给行业提供良好的发展环境。
- 竞争优势：**公司拥有丰富的行业经验和领先的市场地位、拥有丰富的服务产品和强大的跨境综合物流服务能力，以及遍布全球的服务网络。公司自主研发出覆盖全程的管理信息系统，并打造出一套高效的流水线作业模式，提高效率的同时降低业务流失的风险。此外，高素质的管理团队和人才队伍，有效的激励机制，为公司的业务发展提供动力源泉。
- 募集资金用途：**募投资金主要用于国内物流网络建设项目、国外物流网络建设项目、临港仓储物流中心建设项目以及物流供应链一体化平台建设项目。
- 估值情况：**预计2012-2014年公司的净利润年复合增长率为24.8%，对应EPS分别为0.29元、0.39元、0.50元，参照可比公司的估值水平及考虑公司业绩增速，我们给予公司12年19-22倍的PE估值，合理股价为5.51-6.38元，因此不建议申购。

公司主要财务指标预测表

单位（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,946.42	8,696.12	10,924.10	13,095.89
同比%	-0.80	25.19	25.62	19.88
归属母公司净利润	103.35	115.98	156.24	200.91
同比%	1.82	12.22	34.71	28.59
毛利率%	6.43	6.05	6.10	6.22
ROE%	16.68	13.88	15.75	16.84
每股收益(元)	0.34	0.29	0.39	0.50
每股净资产(元)	1.95	2.09	2.48	2.98

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

交通运输行业

合理价格：5.51-6.38 元

不建议申购

风险评级：一般风险

2012 年 5 月 16 日

俞春燕

SAC 执业证书编号：

S0340511010001

研究助理：黄秀瑜

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据

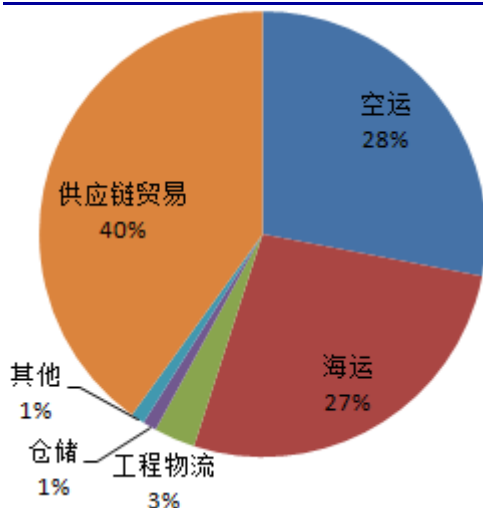
发行价(元)	6.66
申购日期	2012-5-17
发行股份（亿股）	1.00
IPO 后总股本(亿股)	4.00
发行市盈率（倍）	27.75
申购上限（股）	50000
上限资金（万元）	33.3

公司业务简介

公司为轻资产型现代物流企业，主营业务按业务类型划分为两大板块：跨境综合物流服务和供应链贸易业务，其中跨境综合物流服务分为空运业务、海运业务、工程物流、仓储及其他。

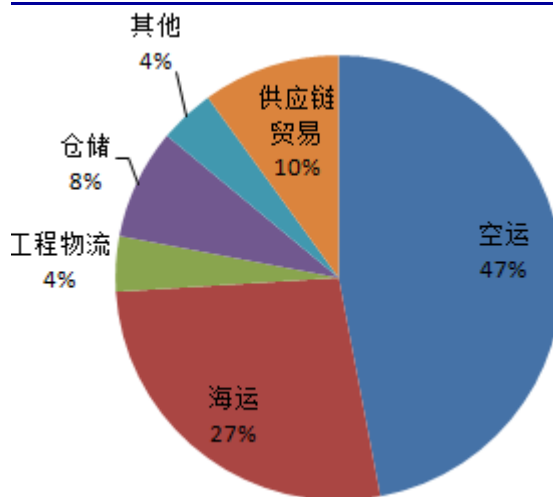
2011年，跨境综合物流服务在公司营业收入和毛利中占比分别为60%和90%，是公司最主要的利润来源，其中空运和海运业务毛利占比分别为47%和27%。

图 1：2011 年公司营业收入构成



资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

图 2：2011 年公司毛利构成



资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

公司主要竞争优势

1、丰富的行业经验和领先的市场地位。公司在以货代为核心的跨境综合物流服务行业中已有28年的发展历史。公司在中国国际货运代理协会组织的“2010年度中国国际货代物流百强企业”中综合排名位列第七，空运排名位列第四，海运排名位列第十六，是目前中国最具规模的提供跨境一站式综合物流服务的企业之一。

表 1：2010 年度中国国际货代物流百强企业（前十）

排名	企业中文名称	营业总额（万元）
1	中国外运长航集团有限公司	9,465,134
2	中远国际货运有限公司	2,964,511
3	中国物资储运总公司	2,274,858
4	敦豪全球货运（中国）有限公司	1,035,777
5	中钢国际货运有限公司	791,527
6	锦程国际物流集团股份有限公司	713,138
7	港中旅华贸国际物流股份有限公司	700,232
8	振华物流集团有限公司	648,494
9	嘉里大通物流有限公司	609,290
10	中通远洋物流集团有限公司	517,893

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

2、丰富的服务产品，强大的跨境综合物流服务能力。公司是行业内少数几家能向客户提供空运集运、海运集运、海空联运、铁海联运、海运拼箱、空运包机等多种产品的跨境综合物流服务提供商之一；能满足不同客户个性化和多样化的服务需求，兼顾客户对运费和速度的差异化要求，具有较大的成本优势。

3、遍布全国主要城市的国内网络和以海外代理为主的全球服务网络。公司自营网点已覆盖全国多个省市，设立了30余个分子机构，在香港、纽约和法兰克福拥有自营网点，与180多个海外代理建立了长期战略合作关系。公司还是WCA（World Cargo Alliance）和ALN（Aviation Logistics Network）等国际协会会员，其海外代理网络可覆盖全球。

4、拥有先进的、覆盖全程的管理信息系统。信息化管理是现代物流行业竞争的核心要素之一。经过多年的自主研发和创新，公司已经形成由十三个模块组成的全网点统一的信息化智能管理系统，具有较强的实用性和先进性，是国内同行中较为完整的操作在线平台。基于此系统，公司打造出一套高效的流水线作业模式，将各业务流程模块化，提高效率的同时降低业务流失的风险。

5、拥有一批行业经验丰富的管理层和骨干人才队伍。公司属于境外国有企业控股的跨境综合物流公司，有少部分民营资本参股，兼具国有、民营、外资企业的特点。经过28年的发展，公司逐渐摸索和创建出一套先进的管理理念和有效的激励机制，增强公司对人才的吸引力和凝聚力，为公司发展提供动力源泉。

公司募投项目情况

表 2：公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资 额 (万元)	募集资金 拟使用量 (万元)	募集资金使用进度（万元）		
				2012 年	2013 年	2014 年
1	国内物流网络建设项目	20000	20000	10500	5000	4500
2	国外物流网络建设项目	13319	13000	13000	-	-
3	临港仓储物流中心建设项目	20010	14000	13630	370	-
4	物流供应链一体化平台建设项目	5000	3000	1500	1500	-
	合计	58329	50000	38430	7070	4500

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

国内物流网络建设项目：公司跟随我国沿海制造业向中西部地区转移的趋势，计划未来4年在重庆、郑州、昆山、沈阳、长春、昆明、济南、南昌、长沙和兰州等城市设立子公司。公司对于外贸进出口业务过程中最核心的报关、订舱以及跨境运输具有很强的掌控力，因此，现有业务模式具有较强的可复制性。

国外物流网络建设项目：公司计划增加在香港的投资规模，在纽约、法兰克福和卢森堡新设3家子公司，以此作为未来日韩、东南亚、北美和欧洲新设网点的投资平台。

临港仓储物流中心建设项目：指洋山港仓储物流项目，为海运业务配套项目，有利于完善海运跨境物流服务配套设施。

物流供应链一体化平台建设项目：加强信息系统建设，打造跨境综合物流服务平台，强化国内外网络和产业链资源的整合能力，有利于公司提高市场集中度、降低运力采购

成本、提高业务毛利率。

估值与投资建议

我们预计公司2012-2014年营业收入分别同比增长25.19%、25.62%、19.88%，年复合增长率为20.82%；综合毛利率分别为6.05%、6.1%、6.22%。具体分业务预测如下：

表 3：分业务预测结果

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
跨境综合物流服务——空运						
收入（百万元）	1356.2	2146.0	1952.5	2333.2	2869.9	3443.9
增长率（%）	-9.99%	58.24%	-9.02%	20%	23%	20%
毛利率（%）	9.70%	8.70%	10.80%	10.00%	10.30%	10.30%
毛利（百万元）	131.6	186.7	210.9	233.3	295.6	354.7
跨境综合物流服务——海运						
收入（百万元）	1101.3	1978.3	1897.4	2561.5	3329.9	3995.9
增长率（%）	-28.11%	79.63%	-4.09%	35%	30%	20%
毛利率（%）	7.30%	5.50%	6.40%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利（百万元）	80.4	108.8	121.4	153.7	199.8	251.7
跨境综合物流服务——仓储						
收入（百万元）	60.9	74.8	96.0	110.4	143.2	179.0
增长率（%）	-8.28%	22.82%	28.34%	15%	30%	25%
毛利率（%）	39.60%	43.50%	35.80%	36.00%	37.00%	39.00%
毛利（百万元）	24.1	32.5	34.4	39.7	53.0	69.8
跨境综合物流服务——工程物流						
收入（百万元）	115.7	135.4	186.1	236.3	271.8	312.6
增长率（%）	-22.35%	17.03%	37.44%	27%	15%	15%
毛利率（%）	12.90%	12%	9.60%	11.30%	11.30%	11.30%
毛利（百万元）	14.9	16.2	17.9	26.7	30.7	35.3
跨境综合物流服务——其他						
收入（百万元）	63.6	83.4	54.6	60.1	66.1	72.7
增长率（%）	-16.97%	31.13%	-34.53%	10%	10%	10%
毛利率（%）	29.40%	21.90%	30.40%	30%	30%	30%
毛利（百万元）	18.7	18.3	16.6	18.0	19.8	21.8
供应链贸易业务						
收入（百万元）	1765.0	2584.4	2759.7	3394.4	4243.0	5091.6
增长率（%）	6.93%	46.42%	6.78%	23%	25%	20%
毛利率（%）	1.20%	1.50%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
毛利（百万元）	21.2	38.8	44.2	54.3	67.9	81.5
合计收入（万元）	4462.7	7002.3	6946.3	8696.0	10923.9	13095.7
增长率（%）	-10.41%	56.91%	-0.80%	25.19%	25.62%	19.88%
合计毛利（百万元）	290.9	401.3	445.3	525.8	666.8	814.9
综合毛利率（%）	6.52%	5.73%	6.41%	6.05%	6.10%	6.22%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

由于2011-2012年新设网点需要投入的资金较多，且投入当年均计入成本，因此导致公司2011、2012年的利润增速较低，加上IPO摊薄，2012年的每股收益相对较低。公司2013-2014年业绩逐步释放，两年的净利复合增长率有望达到31.62%。我们预计2012-2014年归属于母公司股东的净利润分别为1.16亿元、1.56亿元、2.01亿元，对应EPS分别为0.29元、0.39元、0.50元。预测如下表：

表 4：利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	7,002.32	6946.42	8696.12	10924.10	13095.89
营业总成本	6,877.11	6825.20	8557.03	10733.39	12847.91
营业成本	6,599.68	6499.88	8170.32	10257.30	12281.02
营业税金及附加	21.55	21.55	26.09	32.77	39.29
销售费用	144	166.24	196.12	249.07	293.90
管理费用	95	103.64	131.06	166.44	196.40
财务费用	19	29.76	29.97	23.44	32.06
资产减值损失	3	4.13	3.48	4.37	5.24
其他经营收益	1	1.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	1	1.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	126	122.36	139.09	190.71	247.98
加 营业外收入	6	11.06	10.00	10.00	10.00
减 营业外支出	0	0.40	0.40	0.40	0.40
利润总额	131	133.02	148.69	200.31	257.58
减 所得税	29	29.67	32.71	44.07	56.67
实际所得税率	21.75%	22.31%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	103	103.35	115.98	156.24	200.91
减 少数股东损益	1	-0.00	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	101.50	103.35	115.98	156.24	200.91
最新总股本(万股)	30000.00	30000.00	40000.00	40000.00	40000.00
基本每股收益(元)	0.34	0.34	0.29	0.39	0.50

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

公司主要提供跨境综合物流服务及供应链贸易业务，采取的是轻资产的经营模式。我们选取A股物流行业中业务模式类似、经营较稳定的上市公司作为参照（剔除市盈率最高的新宁物流）。

我们预计公司2012-2014年全面摊薄每股收益为0.29元、0.39元、0.50元。参照可比公司2012年市盈率均值为20.18倍，以及考虑公司的业绩增速，我们给予公司2012年19-22倍PE估值，对应股价为5.51-6.38元。

表 5：可比公司估值

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2012/5/15	(百万)	2011	2012	2013	2011	2012	2013
600787.SH	中储股份	10.59	840.1	0.47	0.54	0.66	22.53	19.61	16.05
002183.SZ	怡亚通	6.98	834.13	0.16	0.24	0.31	43.63	29.08	22.52
002210.SZ	飞马国际	6.27	397.8	0.25	0.28	0.38	25.08	22.39	16.50
300240.SZ	飞力达	16.6	111.4	0.77	0.88	1.07	21.56	18.86	15.51
600270.SH	外运发展	8.07	905.48	0.50	0.55	0.64	16.14	14.67	12.61
	行业平均						25.79	20.92	16.64

数据来源：东莞证券研究所

投资建议

未来我国经济及进出口贸易的长期稳定增长将带动跨境物流需求持续增长。而现代物流服务业作为我国现代产业结构调整 and 升级的重要支柱性产业，受到国家的高度重视和政策扶持。近年来国家已先后发布了多项物流行业鼓励政策，具体细化措施在年内还将陆续出台，公司发展处在良好的政策环境。此外，越来越多制造企业尤其是有全球采购和销售需求的制造企业的物流外包给跨境物流行业带来更大的发展空间。同时，公司主要面临与外资物流公司和大型国有企业的竞争。

公司2011-2012年新设网点投入较多，且投入当年均计入成本，导致短期利润增速下降，但随着国内外物流网络布局逐步完善，业务规模扩大且市场占有率提高，规模效应会逐步凸显，公司的业务量和盈利也将能够保持良好的增长态势。

我们预计2012-2014年公司的营业收入分别为86.96亿、109.24亿、130.96亿；归属于母公司的净利润分别为1.16亿、1.56亿、2.01亿，对应EPS分别为0.29元、0.39元、0.50元。参照可比公司2012年的估值均值20.18倍，以及考虑公司的业绩增速，我们给予公司2012年19-22倍PE估值，合理股价为5.51-6.38元，因此不建议申购。

风险因素

- (1) 宏观经济低迷；
- (2) 海外网络扩张面临一定的不确定性；
- (3) 应收账款回收和预付账款损失风险；
- (4) 汇率波动风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430