

交通运输—物流

报告原因：调研报告

2014年5月30日

市场数据：2014年5月29日

收盘价（元）	9.72
一年内最高/最低（元）	18.63/4.60
市净率	2.92
市盈率	47.1
流通A股市值（百万元）	6004

基础数据：2013年3月31日

每股净资产（元）	3.28
资产负债率%	56.48
总股本/流通A股（百万）	160/400
流通B股/H股（百万）	-/-

相关研究

分析师：孟令茹

执业证书编号：S0760511010011

电话：0351-8686978

邮箱：menglingru@sxzq.com

联系人：孟令茹

电话：0351-8686978

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

华贸物流 (603128)

并购预期、业务发展重点调整、网点减亏提升公司价值

增持

评级

公司研究/跟踪报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2012A	7,486.02	7.77	76.19	-26.28	0.21	5.85	8.35	46.29
2013A	8,533.35	13.99	81.32	6.73	0.20	5.48	6.15	48.60
2014E	9,542.72	11.83	115.22	41.69	0.29	5.85	0.08	33.74
2015E	10,238.99	7.30	145.93	26.65	0.36	6.15	0.09	26.64

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- ◆ **确立五大业务均衡发展战略目标，战略业务有序推进。**2013年公司确立了包括海运、航空和供应链贸易为内容的核心业务及包括工程物流业务、仓储第三方物流业务为内容的战略业务协同和均衡发展的战略目标。由于工程物流业务与仓储第三方物流业务规模较小，公司确立五大业务均衡发展战略目标后已经开始发力战略业务投入和发展，由于两项战略业务毛利率相对较高，而战略业务之一工程物流业务市场竞争程度低于普货物流市场，仓储第三方物流业务契合城市物流节点城市建设需求且易于形成与其他物流业务的协同配合，后期发展空间值得期待。
- ◆ **仓储物流业务近期发展加快。**2013年投资2亿元的募投项目之一洋山港华贸国际物流中心刚刚建设，2014年又投资5000多万元在佛山建设快速消费品分拨中心，一二期同时建设，年底建成，2015年投入使用。仓储物流业务毛利近14%，高于传统物流业务，且仓储物流业务也是实现公司电商平台发展的重要内容。仓储物流业务存在并购的预期。
- ◆ **网点建设调整：后期减亏在望。**2013年亏损1000多万，网点亏损原因主要在于未达到规模，海外网点亏损原因主要在于用人问题，公司已经针对上述问题做出相应调整，目前正向有力方向发展。国内网点亏损主要是在于建设初期未达一定规模。随着国内已建网点客户市场的培育，以及国外网点建设战略的适度调整，预计网点运营2014年将会大幅减亏。
- ◆ **“营改增”影响望由“负面”转为“中性”。**由于营改增实施后，对现代物流企业来说，税费较原来普遍增加且幅度较大，行业意见较为集中，引起财政部和国税总局的高度重视，在“财税（2013）106号”和其《国际货物运输代理服务增值税免税政策解读》中，国际运输服务业纳入了可享受免征增值税的范围。根据相关信息汇总，认为最终税负有望回至改革之前水平。营改增影响有望由负面转为中性，有助于提升物流企业估值水平。**优化激励机制，对接上海自贸区建设，提升公司估值。**
- ◆ **投资建议：首次给予“增持”评级。**我们预计未来6个月内公司股价走势获得强于上证综指5%的超额收益的可能性较大，给予“增持”评级。
- ◆ **投资风险。**公司工程物流及仓储物流业务发展低于预期；2014年由于没有找到合适标的导致并购资产业务推迟至后期。

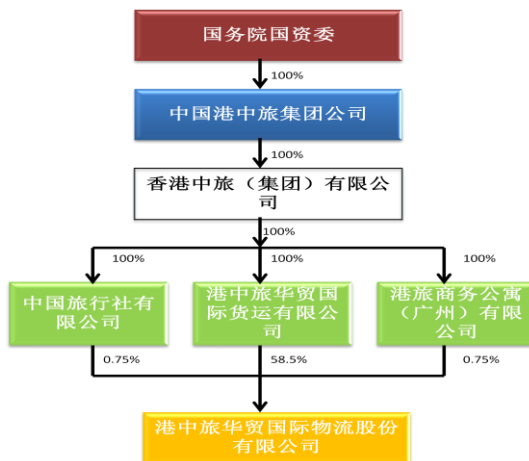
一、国资背景上市公司，品牌优势突出

华贸物流全称为港中旅华贸国际物流股份有限公司。公司成立于 1984 年，2010 年进行股份制改造，2012 年 5 月 29 日完成首次公开发行 A 股并在上海证券交易所上市，公司首发上市募集资金 6.29 亿元，主要用于国内物流网络建设、国外物流网络建设、临港仓储物流中心建设项目和物流供应链一体化平台项目建设。公司上市后注册资本为 4 亿元，股本总数为 4 亿股，其中港中旅华贸、创华投资、中国旅行社和港旅商务分别持有 58.5%、15%、0.75%和 0.75%股权。截止 2013 年底，除创华投资股权降至 10%之外，其他四股东持股比例未发生变化。大股东锁定期间为 2012 年 5 月 29 日至 2015 年 5 月 29 日。经过一系列整合工作，港中旅集团旗下的物流贸易业务已全部整合进入华贸国际。

图 1 实际控制人中国港中旅集团主要业务



图 2 公司股权结构图



资料来源：招股说明书

资料来源：公司公告

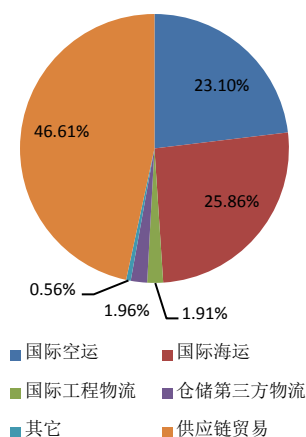
直接控股股东为港中旅华贸国际货运有限公司，持有公司股本比例为 58.5%，实际控制人为中国港中旅集团公司，港中旅集团根植于香港已逾八十年，是国务院国资委管辖的中央骨干企业，成立于 2006 年，注册资本为 70.53 亿元，经营范围包括旅游、钢铁、房地产及物流贸易等，截至 2013 年末，港中旅集团总资产为 710.7 亿元，实现营收 513.71 亿元，实现净利润（不含少数股东损益）7.06 亿元。实力相对雄厚、业务范围广泛的港中旅集团，有助于公司各项业务开展。

二、业务均衡发展战略有序推进，战略业务成长空间值期待

海运及空运货代业务是公司利润来源，空运代理业务毛利率高于可比公司。公司以海运空运货代业务为核心业务，2013 年该块业务营收占比 48.96%，毛利占比为

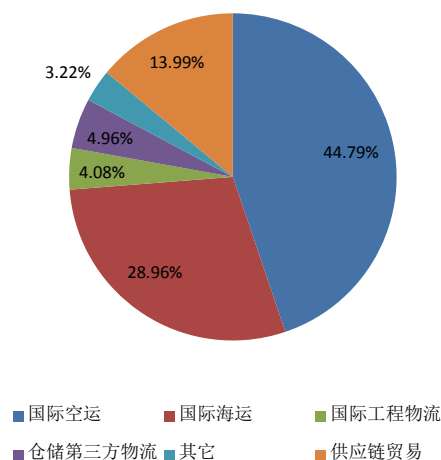
55.07%，2009 年海运及空运营占比为 55.07%，毛利占比为 72.64%，是公司主要收入和利润来源，其中空运代理业务毛利率高于可比公司外运发展 3-4 个百分点。供应链贸易业务盈利贡献次之，2010 年该项业务营收占比 39.55%，毛利占比 7.51%，2013 年营收占比 46.61%，毛利占比提高至 13.99%，但较海运及空运代理业务依然存在一定差距。国际工程物流业务及仓储第三方物流业务发展规模较小，2010-2013 年营收及毛利占比始终处在 4%左右，而毛利占比近年来有所提升但始终维持在 9-13%的较低水平。

图 3 2013 年收入结构：%



资料来源：wind

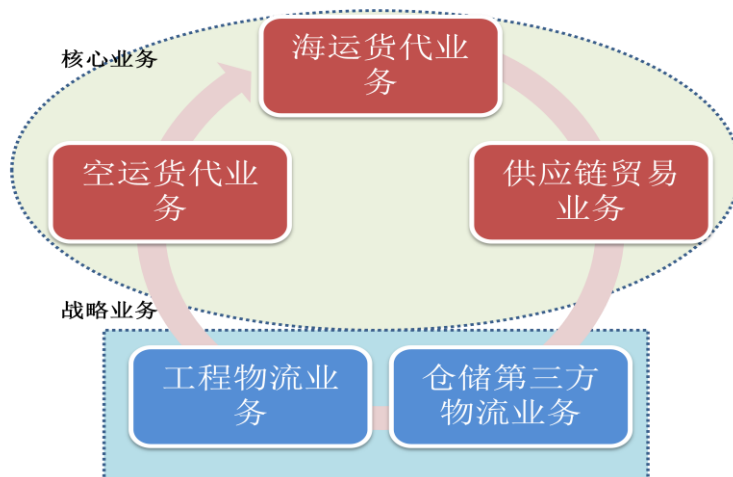
图 4 2013 年毛利结构：%



资料来源：wind

确立五大业务均衡发展战略目标，战略业务有序推进。经过多年发展，传统货运代理市场竞争已经非常激烈，传统货代业务仅靠扩大规模发展模式的盈利空间提升收窄。根据我国中央国资企业和经济建设支柱领域“走出去、引进来”工程规模的不断扩大而形成巨大的跨境物流需求市场发展及物流节点城市建设对现代仓储物流需求提升趋势的逐步确立，2013 年公司确立了包括海运、航空和供应链贸易为内容的核心业务及包括工程物流业务、仓储第三方物流业务为内容的战略业务协同和均衡发展的战略目标。由于工程物流业务与仓储第三方物流业务规模较小，公司确立五大业务均衡发展战略目标后已经开始发力战略业务投入和发展，由于两项战略业务毛利率相对较高，而战略业务之一工程物流业务市场竞争程度低于普货物流市场，仓储第三方物流业务契合城市物流节点城市建设需求且易于形成与其他物流业务的协同配合，后期发展空间值得期待。

图 5 五大业务协同推进战略目标



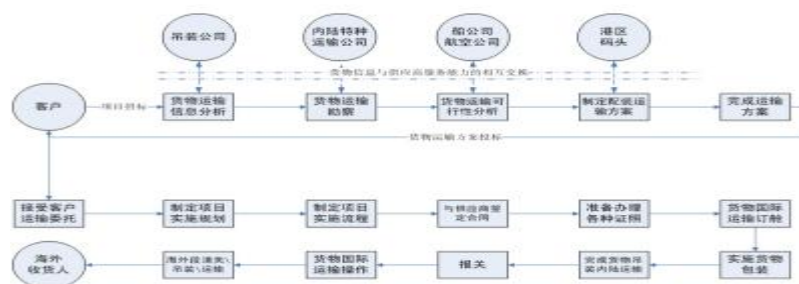
资料来源：公司公告

- ◆ **空运、海运货代业务定位：巩固现有市场份额，多措并举逐步提升盈利质量。**经过多年发展，公司已经通过量的积累实现了对航空公司及船公司较强的议价能力，后期发展着力点在于巩固现有市场份额，优化客户结构，不断提高直接客户服务比例（目前公司直接客户比例仅在 10-15% 之间，发展潜力较大），增强公司在跨境门到门物流全过程总包及全链条供应链管理系统和竞争能力，进而提升公司货代业务的内生盈利水平，保持持续的市场竞争力。
- ◆ **供应链贸易业务定位：扩大高附加值电子产品的采购执行与供应链管理经营规模，逐步提升盈利质量。**在规避原油钢贸业务风险的基础上，顺应电子产品消费加快趋势，公司确立了聚焦并扩大电子产品采购执行与供应链管理力度，扩大了供应链贸易业务规模，提高了该项业务对公司整体业务营收和盈利的贡献度，2012-2013 年期间，公司电子业务收入比重由 21% 提升至 44%，供应链贸易业务营收比重也由 35.88% 提升至 46.61%。
- ◆ **发力战略业务，并初现成效。**确立五大业务均衡发展战略目标后，公司近两年进一步发力工程物流业务和仓储第三方物流两大战略业务，2012-2013 年期间，公司跨境工程物流业务营收占比由 1.70% 提升至 1.91%，毛利占比由 3.57% 提升至 4.08%；仓储第三方物流业务营收占比由 1.43% 提升至 1.96%。由于战略业务处在发展初期，国际工程物流业务营收占比及毛利占比均处在相对低位，但是公司已经有序推进两大战略业务，如工程物流业务组建专业公司进行运作、2014 年启动佛山快速消费品分拨中心两期项目建设等，根据公司对其定位和当前业务发展看，后期发展空间值得期待。

三、政策鼓励+需求向好，提升工程物流业务发展空间

工程物流业务市场竞争低于普货物流。工程物流主要用于国内和国际的工程建设、石油化工、装备制造、水利电力、冶金、高铁等领域，服务模式为参加大型机械设备生产企业运输招标获取相应业务资格，从而提供从产地提货 to 境外安装卸货一站式“交钥匙”综合物流服务；盈利模式为运输项目中标价格确认为公司收入，而对下游运输等相关物流企业整合能力决定该项业务成本，一般从组织运输到收入确认介于 2-3 个月之间。工程物流由于具有设备投资额大、分量重、形状不规则、装卸移动技术含量高、批量大和业务执行时间长等特点，物流技术复杂性和个性化要求更高，对物流公司的品牌专业性提高更高要求；此外，国内工程设备生产企业主要集中在特变电工、南车、北车等大型央企和国企大型成套设备的跨境运输上，广泛的人脉网络也是承揽该项业务必不可少的条件。总之，较强的专业实力、雄厚的资金实力和人脉网络形成对民营企业进入该块业务的重要壁垒，使跨境工程物流业务低于普货物流竞争市场激烈程度。

图 6. 工程物流业务流程图



资料来源：公司公告

政策扶持使中国大型设备出口市场持续好转，为工程物流业务发展提供支撑。鼓励大型成套设备出口已经成为外贸持续稳定增长和调整出口结构的重要举措，也是提升中国制造国际竞争力的必要要求。

- ◆ **2009 年 5 月：**为缓解金融危机对国内经济的冲击，国家出台《装备制造业产业调整和振兴规划》提出完善出口退税政策，适当提高部分高技术、高附加值装备产品的出口退税率，鼓励金融机构增加出口信贷资金投放，支持国内企业承揽国外重大工程，带动成套设备和施工机械出口，实施期间为 2010-2011 年；
- ◆ **2012 年 6 月：**商务部、财政部和外交部三部委联合印发《关于进一步完善大型成套设备出口融资保险专项安排有关事宜的通知》（商产函〔2012〕346

号)，使“421 专项安排”政策常态化。

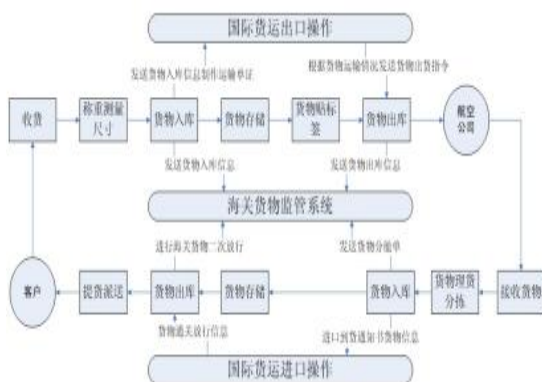
- ◆ **2014 年 3 月：**李克强总理在政府工作报告中也明确提出鼓励通信、铁路、电站等大型成套设备出口，让中国装备享誉全球。在非洲等发展中国家工业化发展对大型设备需求背景下，国家扶持有其是出口信贷政策使中国大型成套设备出口具有较强的竞争优势。为工程物流业务发展提供条件。

发力工程物流业务，提升公司业绩弹性。之前公司工程物流业务主要由公司总部和大连分公司负责。为发展国际工程物流业务，2013 年公司投资 5009 万元资金在大型设备央企国企聚集地北京注册成立工程物流专业公司，并新组建一支跨境工程物流的专业经营团队，引进刘庆武先生（曾在国际著名物流公司任职多年）担任公司副总经理主要负责该块业务，并构建了上海总部与欧洲物流企业互派员工共同开发市场的良好运作机制。依靠多年的品牌实力，公司已成为多家大型中央和地方国有企业的核心供应商。由于国际工程物流业务专业性较强，竞争程度低于普货竞争，该块业务毛利率相对较高，2013 年达到 14% 的水平。同时由于工程物流项目费用较高，有时上亿甚至十几亿，致使工程物流项目对整体业绩弹性较大。2013 年公司工程物流业务营收达到 1.62 亿元，同比增长 27.98%，营收占比 1.91%，毛利占比 4%。根据工程物流业务运行状况，预计 2014 年营收有望达到 6-7 亿元。我们认为由于该市场竞争程度低于普货竞争，且国内经济面临下滑背景，国际出口信贷政策将进一步提升大型成套设备出口规模，进而带动工程物流业务的持续发展。

三、仓储业务拓展赋予公司另一增长动力

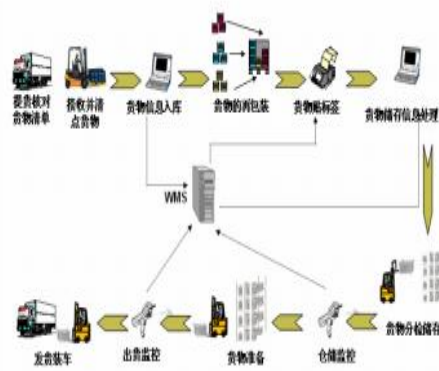
仓储第三方物流业务主要是按照不同业务类型和客户需求，为客户提供储存、理货、配载、包装、分拣、贴标唛唎、控温控湿、冷藏冷冻、贵重物品保安、配送等各种附加值服务，公司仓储业务主要分为国际货代业务配套的海关监管仓储和集装箱内装仓储和配送中心。仓储物流业务是适应物流节点城市建设对现代仓储物流发展需求强烈的需要，也是实现海运、供应链贸易业务等协同发展的关键业务。仓储面积和管理能力是仓储第三方物流业务得以发展的关键。目前公司仓储面积总计 19.36 万平方米，其中，自有仓储面积比例已经提升至约 50% 的水平。后期该项业务看点有三：

图 7 公司监管仓储业务流程



资料来源：招股说明书

图 8 公司配送中心业务流程



资料来源：公司公告

募投项目-临港仓储物流中心建设完成，后期将逐步实现盈利。为适应公司现有硬件设备满足高效率作业和货物装载技术需求，提高服务客户水平，也为顺应以往宝山、外高桥、军工路等港区的部分航线迁至洋山港导致仓储相关业务逐步向洋山港区专营趋势，2012 年公司投资 2 亿元的募投项目之一，临港仓储物流中心项目，利于实现海运仓储、运输、空箱堆场、物流及配送及相关服务一体化发展。该项目总占地 120 亩，共计 7.99 万平方米。截止 2013 年底，该项目建设完工并投入运营，但由于处在运营初期，当期亏损 300 多万元，随着海外市场经济逐步回暖，预计 2014 年将逐步实现盈利。根据募投项目预测，建成投产三年后净利润达 3000 万元。

佛山快速消费品分拨中心 2014 年底建设完成，2015 年投入运营。根据公司战略合作客户在佛山使用仓库的需要，以及佛山三水国际饮料食品基地内大型制造企业对仓储的潜在需求，2014 年 2 月开始公司在佛山同时启动华南快速消费品仓储分拨中心两期项目建设，投资总额预算约 5755 万元，其中，第一期建造 16,000 平方米仓库，5,000 平方米货站，1,000 平方米仓库内办公场所，投资金额约 3,085 万元人民币；第二期建造 19,000 平方米仓库，投资金额约 2,670 万元人民币。目前两期项目有序推进之中，预计 2014 年底建设完工，2015 年投入运营。尽管短期内对公司难以贡献收益，仓储物流业务毛利近 14%，高于传统物流业务，随着客户的积累逐步达产，有利于公司整体盈利水平的提升，也有助于推动公司各项业务均衡协同发展。

存在并购预期，仓储第三物流业务预期较强。2012 年公司 IPO 时公司在发展战略目标中明确提出：“以资本力量和管理为基础，以海内外服务网络完整、产业链延伸和满足客户多层次需求为主要目标，以人才凝聚力和信息化为主要手段，将在海内外重点地区和国内重点产业链等方面选择符合条件的物流企业，采用收购、兼并、

战略投资或投资新建等多种资本运作方式，稳妥地实现低风险、低成本、高增长的扩张和发展战略，做大做强企业”。2013 年公司年度报告中明确提出完成 2014 年经营目标举措之一就是“收购兼并，实现跨越式发展”。为实现仓储物流业务与其他业务均衡发展，公司一直寻找合适的并购对象。

我们认为充分利用资本市场整合仓储物流等重资产业务将最有可能成为公司后期收购重点。原因在于供应链贸易业务与仓储物流配合能大幅降低供应链贸易业务风险，同时也能实现海运代理业务的协同发展；而仓储物流又是公司后期电商平台整合的重要基础。此外，分析物流市场并购发展实践，可以知道，物流业市场中的网络收购并不一定带来预期和理想的效果，而并购轻资产的物流公司又存在较高的客户不稳定的风险。为此，我们推测公司将仓储物流业务列入并购目标的可能性较大。一旦并购成功，仓储物流业务将会实现快速发展。

四、网点减亏助于提升公司业绩增速

网络规模是现代物流行业竞争的核心要素之一。拓展国内外物流网络建设有助于增强公司集约化经营优势，延长服务完整性，拓展营运空间。

- ◆ **募投项目-网点建设目标。**2012 年公司募投项目之一：2012-2015 年 3 年期间完善国内外物流网址建设，包括在重庆、郑州、昆山、沈阳、长春、昆明、济南、南昌、长沙和兰州等城市完善国内网点布局，以及通过增加华贸物流香港投资规模，连同在纽约、法兰克福和卢森堡新设 3 家子公司，进而初步完成公司海外重点网络布局。
- ◆ **网点建设情况：**有序推进。目前公司顺应产业发展及转移趋势，有序推进国内外网点布局建设工作。2013 年公司相继在昆山、济南、张家港、常熟、上海外高桥、北京等地设立了 6 家分子公司，网点规模得以进一步拓宽。2013 年底公司已在 44 个城市建立了 29 家分公司、41 家子公司和 6 个办事处，较 2012 年新增 6 家分公司、8 家子公司。
- ◆ **网点经营情况：2013 年亏损 1000 多万，后期有望减亏。**2013 年公司网点亏损达到 1000 多万，超过公司扣除非经常性损益后的净利润的 10%，亏损网点主要集中在新加坡、美国及新整合的网点，国内网点也有亏损但是不多。网点亏损原因主要在于未达到规模，海外网点亏损原因主要在于用人问题，公司已经针对上述问题做出相应调整，目前正向有力方向发展。国内网点亏损主要是在于建设初期未达一定规模。
- ◆ **网点建设调整：后期减亏在望。**未来公司将围绕产业内陆转移战略趋

势开展国内网点扩建工作。基于国内外法律环境挑选恰到人选较为困难，后期国外网点建设暂时放缓一些，采取先在境外具有物流节点城市建网、待培育成熟后再扩展的发展战略，随着国内已建网点客户市场的培育，以及国外网点建设战略的适度调整，预计网点运营 2014 年将会大幅减亏。

表 1. 公司网点建设及对外投资状况

年度	主要网点建设情况	备注
2011 年	宁波、洛杉矶、重庆、香港	-
2012 年	郑州、长沙、新加坡、台湾	-
2013 年	北京、上海外高桥、常熟、昆山、张家港、济南	对深圳港中旅供应链贸易有限公司增资 3500 万元至 5000 万元、对香港中贸增资港币 949.99 万元至 1000 万元。
2014 年	佛山	投资 5000 万元建设佛山快速消费品分拨中心。

资料来源：公司公告；注：统计日期为 2014 年 4 月 30 日。

五、“营改增”影响望由“负面”转为“中性”

营改增启动情况：为降低企业税负，实现税负征收的科学化与合理化，2011 年底国家启动交通运输领域“营改增”试点工作，具体如下：

- ◆ **2011 年 11 月 16 日：**财政部、国家税务总局颁布《关于在上海市开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点的通知》（财税【2011】111 号），2012 年 1 月 1 日起实施；
- ◆ **2012 年 7 月 31 日：**印发《财政部国家税务总局关于在北京等 8 省市开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2012〕71 号），将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京市、天津市、江苏省、浙江省（含宁波市）、安徽省、福建省（含厦门市）、湖北省、广东省（含深圳市）等 8 个省（直辖市）；
- ◆ **2013 年 8 月 1 日：**在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营改增试点。

营改增实际上增加了现代物流企业的负担。公司作为从事现代服务业企业，也纳入营改增范围。尽管营改增初衷在于降低交运企业税负，但执行效果却事与

愿违。具体来看：

- ◆ 货运代理业务税负增加 1%。货运代理业务属于代理服务业务，营改增之前，按照营业税服务业务税目，依 5% 的税率征收营业税，其营业额为取得的全部业务收入减除实际代为支付的运输标的的直接费用后的余额。直接运输标的直接费用包括：保险费、陆路运费、海运费、空运费、关税、海关代正增值税、包装费、仓储费、报关费、代缴港杂费、三检费、装卸搬运费等。营改增之后，按照上述余额的 6% 征收营业税。税负直接增加 1%。
- ◆ 营改增之后，能够提供合格的进项税发票才能实现进项税部分的抵扣。实际情况是，存在部分小公司拿不到增值税发票及零税率的增值税发票情况。
- ◆ 跨境物流业务中存国内企业从事的部分境外的外国代理业务，不能开增值税发票，也不能抵扣。

由于营改增实施后，对现代物流企业来说，税费较原来普遍增加且幅度较大，行业意见较为集中，引起财政部和国税总局的高度重视，在“财税（2013）106 号”和其《国际货物运输代理服务增值税免税政策解读》中，国际运输服务业纳入了可享受免征增值税的范围。根据相关信息汇总，认为最终税负有望回至改革之前水平。营改增影响有望由负面转为中性，有助于提升物流企业估值水平。

六、优化激励机制，对接上海自贸建设，提升公司估值

业绩考核条件严格，切实发挥激励机制优化效果。2013 年 4 月份股权激励草案定稿，当年 6 月 28 日正式授予公司 8 名高管，45 位中层、核心骨干总计 1320 万份股票期权，占公司总股本的 3.3%，授予的股票期权的行权价格为 6.25 元，自授予日起满 24 个月后开始行权。行权期业绩考核目标较为严格，除考虑净资产收益率、净利润增速、主业收入占比外，同时对标同行业平均发展水平。通过优化激励机制，统一于公司利益与员工利益，能够充分调动公司员工积极性，做大做强公司主业。

表 2.公司行权期及业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期：	◆ 行权前一年度加权平均净资产收益率不低于 8%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；

	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 行权前一年度净利润年度增长率不低于 15%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； ◆ 行权前一年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
第二个行权期：	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 行权前一年度加权平均净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； ◆ 行权前一年度净利润年度增长率不低于 15%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； ◆ 行权前一年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
第三个行权期：	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 行权前一年度加权平均净资产收益率不低于 10.75%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； ◆ 行权前一年度净利润年度增长率不低于 15%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； ◆ 行权前一年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。

资料来源：公司公告

对接上海自贸区建设，充分分享新一轮开放红利。上海自贸区作为李克强总理新一轮改革开放的重要部分，有助于上海打造成全球经济中心，实现经济转型升级，上海自贸区建设意义重大，是中国新一轮改革开放重要突破口。作为中国新一轮改革开放的重要突破口和试点典范，优惠政策连续出台，位于上海自贸区企业将充分受益。公司已在自贸区（外高桥、浦东国际机场、洋山港综合保税区）分别设立了营运公司，充分利用自贸区企业可以境外低成本贷款的优惠政策。随着自贸区建设的有序推进，公司将继续分享到自贸区新一轮改革开放的红利。

七、盈利预测与投资建议

盈利预测假设：

- ◆ 工程物流业务：大幅增长，工程物流业务已有在手订单，工程物流项目金额较大，盈利弹性高；
- ◆ 二是海运业务：实现一定比例增长，去年海运业务下滑较大，基数较低，随着欧美市场需求逐步好转，预计进出口业务最差时期已经过去；
- ◆ 三是洋山港华贸国际物流中心项目后期逐步实现盈利。3 万平方米仓储面积 2013 年建设完工，当年亏损 300 多万。
- ◆ 四是 2013 年近期新建网点亏损 1000 多万，公司对网点亏损较大的国外网点已经采取措施将会减亏，国内网点随着客户市场资源培育也将逐步盈利；
- ◆ 五是供应链贸易业务规模保持稳定，但盈利水平将有所提升。

表 3 各分项业务收入预测表 单位：万元

	2012A	2013A	2014E	2015E
空运收入	191739	197095	200875	212415
海运收入	260382	220709	266415	302170
仓储物流收入	10705	16727	20752	28084
工程物流收入	12723	16283	75000	90000
供应链贸易收入	268620	397769	391230	391230

资料来源：公司公告 山西证券

投资建议：首次给予“增持”评级。公司在巩固传统海运、空运等业务的同时，重点投资和发展毛利较高的工程物流、仓储物流业务的调整战略正在有序推进之中是公司最大亮点，且海外市场回暖趋势未变，提升公司盈利水平；公司于 2013 年股权激励计划，激励公司上下齐心协力；并购重资产业务成功及 2014 年 7 月物流供应链一体化平台建设项目正式上线，加上营改增影响有望由负面转为中性，提升公司估值水平。为此，我们预计未来 6 个月内公司股价走势获得强于上证综指 5% 的超额收益的可能性较大，给予“增持”评级。

八、投资风险

- ◆ 公司工程物流及仓储物流业务发展低于预期；
- ◆ 2014 年由于没有找到合适标的导致并购资产业务推迟至后期。

表 4. 盈利预测表

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	6,946.42	7,486.02	8,533.35	9,542.72	10,238.99
营业收入	6,946.42	7,486.02	8,533.35	9,542.72	10,238.99
同比增速：%	-0.80%	7.77%	13.99%	11.83%	7.30%
二、营业总成本	6,825.20	7,391.52	8,427.76	9,385.10	10,039.16
营业成本	6,499.88	7,048.04	8,065.94	8,984.47	9,609.29
综合毛利率：%	6.43%	5.85%	5.48%	5.85%	6.15%
营业税金及附加	21.55	13.49	7.20	8.05	8.64
销售费用	166.24	203.75	222.55	246.20	264.17
管理费用	103.64	103.66	113.44	126.86	136.12
财务费用	29.76	21.09	17.46	19.52	20.94
资产减值损失	4.13	1.50	1.17	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	1.14	0.00	0.00		
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0	0
四、营业利润	122.36	94.49	105.60	157.61	199.83
加：营业外收入	11.06	8.97	7.21	0.79	0.79
减：营业外支出	0.40	0.55	1.02	0	0
五、利润总额	133.02	102.91	111.79	158.40	200.62
减：所得税	29.67	26.72	30.48	43.18	54.69
六、净利润	103.35	76.19	81.32	115.22	145.93
减：少数股东损益	-0.00	-0.00	-0.00	0	0
归属于母公司所有者的净利润	103.35	76.19	81.32	115.22	145.93
同比增速：%	1.82%	-26.28%	6.73%	41.69%	26.65%
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.34	0.21	0.20	0.29	0.36
(二) 稀释每股收益(元)	0.00	0.21	0.20	0.29	0.36

资料来源:wind 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。