



业绩超预期，将是海淘集货模式最大赢家

2015.3.29

强烈推荐(维持)

姚玮(首席分析师) 郑桂先(助理研究员)

电话: 020-88836125 010-83226009

邮箱: yaow@gzgzs.com.cn zhenggx@gzgzs.com.cn

执业编号: A1310512110002

事件:

公司于3月28日公布年报显示，2014年实现营业收入79.67亿元，同比增长-6.64%；利润总额1.54亿元，同比增加37.73%；净利润1.19亿元，同比增长46.58%，其中收购的德祥集团贡献净利润723.40万元，占净利润比重的6.24%。公司实现EPS 0.29元，同比增长45%。

点评:

- 业绩同比大幅增加，略超预期(我们预计2014EPS0.27元)。**在营业收入同比下降6.64%的情况下，利润总额和净利润大幅提升，主要因为营业成本的降低8.16%，综合毛利率提升1.54%（其中跨境物流毛利率提升1.65%，供应链贸易毛利率提升0.32%）。这主要得益于公司在2014年度的平台建设，集团化采购经营策略，形成规模优势，降低对外采购成本（对外采购成本占99%，是成本的主要来源）。另一方面，收购德祥贡献净利润723.40万元，占比6.24%。

- 平台中心化建设，整合资源提升综合竞争力。**货代公司的核心竞争力就是比拼规模优势，公司的平台化建设将利于公司核心竞争力的提升。平台中心化指，以区域平台中心建设为抓手，围绕市场资源、业务资源、客户资源和管理资源四个方面，持续开展网络资源的整合和运用工作，按照业务的市场半径，构建由原总部-分子公司相对较为分散和各自为政的模式，转型为总部-平台中心-分子公司的三级管控模式。

- 跨境电商物流已布局，有待上游电商放量。**收购德祥打通了跨境电商进口保税模式的全球海运拼箱集运的物流通道；而且公司在本年申请取得国际快递专营牌照，核准在上海和江苏省南京从事国际快递业务，打通了跨境电商国际空运的物流通道，利于发挥国际空运的规模优势为电商组织开展物流服务。随着法规和政策的落地，以及上游电商的放量，公司的跨境电商物流业务可期。

- 灵活多样的激励措施，保障业绩。**华贸虽然是国企，但激励机制灵活多样，目前公司采用三种激励方式：a) 市场化的薪酬；b) 奖金与业绩直接挂钩：子公司及孙公司的经营团队可以保留当年净利润的30%归团队所有，上市公司高管则是享有当年净利润的5%的业绩奖金；c) 对53名核心骨干实施股权激励。

- 盈利预测：**2015-17年归属上市公司净利润分别为2.04/2.48/2.78亿元，对应2015-17年EPS分别为0.51/0.62/0.70元。由于公司是A股中唯一一家从事综合跨境物流的公司，经营稳健，未来并购预期强烈，**给予公司2015年60倍市盈率，目标价为30.68元，股价空间44.63%，给予“强烈推荐”评级。**

- 风险提示：**行业竞争激烈；宏观经济下调对物流行业影响；业绩不及预期；跨境电商物流业务开展速度不及预期

华贸物流 603128.SH

现价 21.21 元

目标价 30.68 元

股价空间： 44.6%

股价走势



股价表现

	涨跌(%)	1M	3M	6M
华贸物流	27.7	41.2	65.4	
物流III (申万)	31.9	62.3	89.8	
沪深300	12.8	19.1	62.7	

基本资料

总市值(亿元)	48.52
总股本(万股)	40,000.00
流通股比例	40.00%
资产负债率	54.75%
大股东	港中旅华贸国际货运有限公司
大股东持股比例	58.50%

相关报告

- 电商物流专题研究：融合与重构—20141019
- 迎双十一，电商物流哪家强—20141108
- 跨境物流看“外运”—20141110
- 德祥助力进口业务，工程物流成战略重点—20141203



附表：盈利预测估值模型单位：百万元

资产负债表				
	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2505.21	3053.74	3428.87	3676.15
现金	512.69	763.15	775.77	849.47
应收账款	1230.07	1451.41	1588.50	1784.98
其它应收款	101.82	127.45	114.61	159.67
预付账款	593.19	608.15	843.72	772.32
存货	39.38	68.49	67.91	72.06
其他	28.06	35.08	38.35	37.67
非流动资产	601.69	512.20	524.72	556.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	240.76	245.97	231.34	223.95
无形资产	126.44	153.57	163.94	175.86
其他	234.49	112.66	129.44	156.42
资产总计	3106.91	3565.94	3953.58	4232.38
流动负债	1698.41	1999.56	2176.07	2215.58
短期借款	506.91	604.64	859.97	517.71
应付账款	636.71	820.40	799.96	999.41
其他	554.79	574.52	516.15	698.45
非流动负债	2.62	2.71	2.69	2.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.62	2.71	2.69	2.68
负债合计	1701.04	2002.27	2178.77	2218.26
少数股东权益	27.05	27.16	27.29	27.42
归属母公司股东权益	1378.82	1536.50	1747.52	1986.70
负债和股东权益	3106.91	3565.94	3953.58	4232.38
利润表				
	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7966.93	9992.62	10968.44	12047.94
营业成本	7407.94	9269.86	10153.37	11146.72
营业税金及附加	8.31	14.99	16.45	18.07
营业费用	245.81	299.78	329.05	361.44
管理费用	131.14	131.90	134.91	148.19
财务费用	20.17	19.40	20.31	21.01
资产减值损失	10.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	143.06	256.69	314.34	352.51
营业外收入	12.69	9.62	9.84	10.71
营业外支出	1.78	1.12	1.31	1.40
利润总额	153.97	265.20	322.88	361.82
所得税	34.78	60.99	74.26	83.22
净利润	119.19	204.20	248.61	278.60
少数股东损益	3.24	0.11	0.13	0.13
归属母公司净利润	115.96	204.09	248.48	278.47
EBITDA	193.91	332.72	399.38	429.16
EPS (元)	0.29	0.51	0.62	0.70

现金流量表				
	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	234.47	183.40	-121.37	553.19
净利润	119.19	204.20	248.61	278.60
折旧摊销	22.34	50.13	51.81	46.33
财务费用	20.17	19.40	20.31	21.01
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	161.08	-94.65	-441.32	208.16
其它	-88.31	4.32	-0.79	-0.91
投资活动现金流	-57.03	35.13	-63.55	-76.94
资本支出	236.22	-71.29	9.42	27.51
长期投资	21.08	-14.06	2.34	3.12
其他	200.27	-50.22	-51.79	-46.31
筹资活动现金流	-245.27	-69.00	-18.97	-85.11
短期借款	-110.01	-3.21	38.81	-24.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-135.25	-65.80	-57.78	-60.30
现金净增加额	-67.83	149.52	-203.90	391.14
主要财务比率				
	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-0.07	0.25	0.10	0.10
营业利润	0.35	0.79	0.22	0.12
归属母公司净利润	0.43	0.76	0.22	0.12
盈利能力				
毛利率	0.07	0.07	0.07	0.07
净利率	0.01	0.02	0.02	0.02
ROE	0.09	0.14	0.15	0.15
ROIC	0.07	0.10	0.10	0.12
偿债能力				
资产负债率	0.55	0.56	0.55	0.52
净负债比率	0.36	0.39	0.48	0.26
流动比率	1.48	1.53	1.58	1.66
速动比率	1.45	1.49	1.54	1.63
营运能力				
总资产周转率	2.65	3.00	2.92	2.94
应收账款周转率	0.15	0.15	0.14	0.15
应付账款周转率	11.91	12.72	12.53	12.39
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.51	0.62	0.70
每股经营现金	0.59	0.46	-0.30	1.38
每股净资产	3.51	3.91	4.44	5.04
估值比率				
P/E	41.04	41.57	34.14	30.47
P/B	3.45	5.52	4.85	4.27
EV/EBITDA	24.65	25.10	21.52	19.06

资料来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。