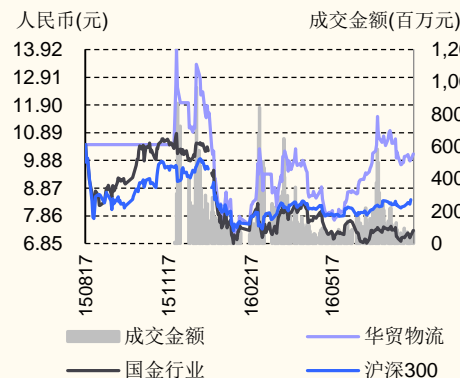


**华贸物流 (603128.SH)**
**其它运输行业**
**评级：买入 维持评级**
**公司点评**

市场价格 (人民币): 10.12 元

**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)	808.35
总市值(百万元)	10,111.75
年内股价最高最低(元)	13.93/7.15
沪深 300 指数	3294.23
上证指数	3050.67


**相关报告**

1. 《国旅整体并入港中旅，助力跨境物流起飞-华贸物流公司研究》，2016.7.12
2. 《跨境电商物流供应链龙头有望脱颖而出-华贸物流：跨境电商物流供...》，2016.6.1
3. 《跨境综合物流快速发展，中特物流将贡献业绩-华贸物流公司点评》，2016.4.28
4. 《跨境综合物流快速发展，进军特种工程物流-华贸物流公司点评》，2016.4.14
5. 《“5+2”战略领航跨境物流，资本运作拓展多元格局-华贸物流公...》，2016.1.14

## 中特物流并表利润大幅增加，跨境综合物流业务快速发展

**公司基本情况(人民币)**

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.290	0.177	0.273	0.341	0.392
每股净资产(元)	3.45	1.87	2.15	2.47	2.84
每股经营性现金流(元)	0.59	0.34	0.46	0.27	0.35
市盈率(倍)	50.23	64.94	37.12	29.72	25.84
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	42.53	42.53	42.53
净利润增长率(%)	42.60%	23.44%	66.56%	24.91%	15.02%
净资产收益率(%)	8.41%	9.45%	13.70%	14.91%	14.89%
总股本(百万股)	400.00	808.35	874.57	874.57	874.57

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 华贸物流 2016 年上半年实现营业收入 32.63 亿元，同比下降 13.04%；归属母公司净利润为 1.35 亿，同比增加 119.18%。

**经营分析**

- **中特物流并表大幅增厚利润，平台协同效应降本增效：**公司上半年实现净利润高速增长，主要源于上年收购的中特物流并表，贡献净利润 5890 万，占公司利润总额增幅的 80%。同时公司通过不断完善业务结构，现已形成由国际空运出口、国际空运进口、国际海运出口、国际海运进口、工程物流、直客合同物流、仓储第三方物流、海外同行合作、跨境电商物流、供应链贸易构成的十项核心业务平台。通过加强十项核心业务的平台建设，发挥平台网络协同效应、聚焦渠道及客户管理，运力运价集中采购，致使公司毛利率达到 12.01%，较去年同期增加 3.81 个百分点。
- **跨境综合物流业务快速发展，定位最具规模的跨境第三方物流平台：**按行业区分，公司大部分利润增长来源于综合跨境物流业务，该业务毛利较上年同期增加约 9000 万。其中国际空运业务量达到 13.2 万吨，同比增长 25.62%。上半年供应链贸易业务营收同比减少约 4.7 亿元，主要原因是公司在有序退出利润空间较低的钢铁行业，上半年钢铁产品收入同比大幅下降 88.36%。公司战略目标是打造中国跨境第三方物流龙头，通过对内各业务协同增效，对外在考虑协同性的基础上积极兼并收购，做大做强物流主业。
- **集团整合，优质物流资产存在注入预期：**华贸物流大股东是港中旅，经国务院批准，中国国旅集团有限公司整体并入中国港中旅集团公司，成为其全资子公司。国旅集团业务涵盖旅行服务、免税品经销、交通运输、电子商务等领域。集团整合后，华贸物流为旅游集团下唯一物流上市平台，预计中国国旅旗下物流资产盈利近 1 亿元，未来可能会注入公司。公司发力第三方跨境电商物流，中国国旅的免税第三方物流配送有望交付给专业化的华贸物流。

**投资建议**

- 预测 2016-2018 年的 EPS 为 0.27、0.34 及 0.39 元。公司将受益于跨境综合物流发展，通过内生发展外延收购锻造核心竞争力；港中旅和中国国旅整合，中国国旅旗下的优质物流资产有望注入华贸物流。给予“买入”评级。

**风险**

- 跨境电商政策风险。

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

**沙沫** 联系人  
(8621)60230253  
shamo@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,533</b>	<b>7,967</b>	<b>7,978</b>	<b>8,132</b>	<b>8,446</b>	<b>9,079</b>
增长率		-6.6%	0.1%	1.9%	3.9%	7.5%
主营业务成本	-8,066	-7,408	-7,283	-7,396	-7,673	-8,252
%销售收入	94.5%	93.0%	91.3%	90.9%	90.8%	90.9%
毛利	467	559	695	736	773	827
%销售收入	5.5%	7.0%	8.7%	9.1%	9.2%	9.1%
营业税金及附加	-7	-8	-2	-2	-2	-2
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-223	-246	-341	-342	-338	-363
%销售收入	2.6%	3.1%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%
管理费用	-113	-131	-143	-146	-144	-154
%销售收入	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	124	174	210	247	290	307
%销售收入	1.5%	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	3.4%
财务费用	-17	-20	-23	-29	-31	-18
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-1	-11	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	75	110	121
%税前利润	0.0%	0.0%	0.5%	24.0%	28.3%	27.5%
营业利润	106	143	178	293	368	410
营业利润率	1.2%	1.8%	2.2%	3.6%	4.4%	4.5%
营业外收支	6	11	18	20	20	30
税前利润	112	154	196	313	388	440
利润率	1.3%	1.9%	2.5%	3.8%	4.6%	4.8%
所得税	-30	-35	-42	-63	-78	-84
所得税率	27.3%	22.6%	21.4%	20.0%	20.0%	19.0%
净利润	81	119	154	250	311	357
少数股东损益	0	3	11	12	13	14
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>81</b>	<b>116</b>	<b>143</b>	<b>238</b>	<b>298</b>	<b>343</b>
净利率	1.0%	1.5%	1.8%	2.9%	3.5%	3.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	81	119	154	250	311	357
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	22	33	40	32	35	38
非经营收益	23	19	29	-69	-93	-126
营运资金变动	-351	64	50	162	-37	12
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-225</b>	<b>234</b>	<b>274</b>	<b>375</b>	<b>215</b>	<b>280</b>
资本开支	-48	-56	-50	-1,236	-40	-30
投资	0	-1	-177	0	0	0
其他	5	0	1	75	110	121
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-43</b>	<b>-57</b>	<b>-227</b>	<b>-1,161</b>	<b>70</b>	<b>91</b>
股权募资	0	0	25	0	0	0
债权募资	230	-110	175	825	-152	-242
其他	-34	-135	-107	-12	-82	-70
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>195</b>	<b>-245</b>	<b>93</b>	<b>813</b>	<b>-234</b>	<b>-312</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-73</b>	<b>-68</b>	<b>140</b>	<b>28</b>	<b>51</b>	<b>59</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	610	513	647	675	726	785
应收款项	1,255	1,344	1,326	1,398	1,452	1,486
存货	59	39	147	152	158	158
其他流动资产	653	609	316	346	357	380
流动资产	2,577	2,505	2,436	2,570	2,692	2,809
%总资产	88.4%	80.6%	79.5%	58.0%	58.7%	59.4%
长期投资	0	21	21	21	21	21
固定资产	201	270	296	318	337	354
%总资产	6.9%	8.7%	9.6%	7.2%	7.4%	7.5%
无形资产	128	296	291	893	899	905
非流动资产	338	602	627	1,861	1,892	1,919
%总资产	11.6%	19.4%	20.5%	42.0%	41.3%	40.6%
<b>资产总计</b>	<b>2,916</b>	<b>3,107</b>	<b>3,063</b>	<b>4,432</b>	<b>4,584</b>	<b>4,728</b>
短期借款	617	507	682	1,007	755	464
应付款项	916	1,077	727	796	825	888
其他流动负债	90	115	99	339	342	350
流动负债	1,622	1,698	1,508	2,142	1,923	1,702
长期贷款	0	0	0	200	300	350
其他长期负债	3	3	3	300	300	300
<b>负债</b>	<b>1,625</b>	<b>1,701</b>	<b>1,511</b>	<b>2,642</b>	<b>2,523</b>	<b>2,352</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,291</b>	<b>1,379</b>	<b>1,515</b>	<b>1,740</b>	<b>1,997</b>	<b>2,300</b>
少数股东权益	0	27	38	50	63	77
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,916</b>	<b>3,107</b>	<b>3,063</b>	<b>4,432</b>	<b>4,584</b>	<b>4,728</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.203	0.290	0.177	0.273	0.341	0.392
每股净资产	3.226	3.447	1.874	2.153	2.471	2.845
每股经营现金净流	-0.562	0.586	0.339	0.464	0.266	0.346
每股股利	0.085	0.116	0.000	0.050	0.050	0.050
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.30%	8.41%	9.45%	13.70%	14.91%	14.89%
总资产收益率	2.79%	3.73%	4.67%	5.38%	6.50%	7.24%
投入资本收益率	4.73%	7.02%	7.37%	6.59%	7.44%	7.80%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	13.99%	-6.64%	0.14%	1.93%	3.86%	7.49%
EBIT 增长率	6.10%	39.86%	20.68%	17.68%	17.49%	6.05%
净利润增长率	6.73%	42.60%	23.44%	66.56%	24.91%	15.02%
总资产增长率	6.21%	6.55%	-1.41%	44.68%	3.43%	3.15%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	48.1	54.5	54.7	55.0	55.0	52.0
存货周转天数	2.9	2.4	4.7	7.5	7.5	7.0
应付账款周转天数	28.2	30.6	31.0	31.0	31.0	31.0
固定资产周转天数	4.6	11.0	13.5	13.4	12.8	11.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	0.55%	-0.41%	2.26%	29.73%	15.99%	1.21%
EBIT 利息保障倍数	7.1	8.6	9.2	8.6	9.2	16.8
资产负债率	55.74%	54.75%	49.31%	59.61%	55.05%	49.73%

### 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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-14	买入	7.99	12.00~13.00
2	2016-04-14	买入	9.79	N/A
3	2016-04-28	买入	8.65	N/A
4	2016-06-01	买入	8.36	11.00~12.00
5	2016-07-12	买入	10.54	14.00~15.00

来源：国金证券研究所

### 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



### 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为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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**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 7BD