

评级：买入 维持评级

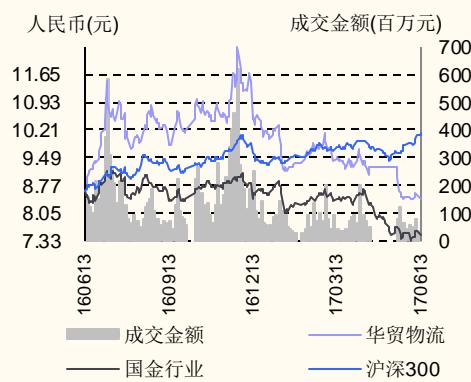
公司研究

市场价格（人民币）：8.43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) | 8,423.13 |
| 年内股价最高最低(元) | 12.34/8.42 |
| 沪深300指数 | 3582.27 |
| 上证指数 | 3153.74 |
| 人民币(元) | 成交金额(百万元) |

**传统与收购业务并进，高成长将带动估值提升****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 | 0.361 | 0.439 | 0.521 |
| 每股净资产(元) | 1.87 | 3.53 | 3.96 | 4.22 | 4.54 |
| 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 | 23.38 | 19.21 | 16.19 |
| 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% | 61.10% | 21.70% | 18.65% |
| 净资产收益率(%) | 9.45% | 6.34% | 9.10% | 10.39% | 11.47% |
| 总股本(百万股) | 808.35 | 999.18 | 999.18 | 999.18 | 999.18 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **无偿划转诚通集团，加强国有资产整合：**2017年5月18日发布复盘公告，公司间接控股股东中国旅游集团公司，将其间接持有华贸物流的4.6亿股（占公司总股本的46.1%）全部划转给中国诚通控股集团有限公司。划转后，诚通集团成为新的间接控股股东，实际控制人仍为国务院国资委。综合物流业务方面，中国诚通具有60余年的专业物流经营管理经验，可与华贸物流跨境第三方物流业务进行集团内整合，提高国有资本运营效率。
- **现代物流快速发展，公司传统与收购业务齐头并进：**我国已跃居进出口外贸总量世界第一，跨境物流市场规模不断扩大，2016年，全国社会物流总额同比增长4.6%。公司盈利主要来源即是国际货代业务为核心的跨境综合物流，货代综合排名已进入全国前十，通过扩展新渠道，业务量不断增加，有效抵消了上游运力过剩导致的运价下降。同时公司通过兼并收购战略，进入进口仓储分拨特许经营和特种物流领域，提供业绩新增长点，并通过突出的整合能力，有效形成更为完善、协同的“跨境物流+国内运输”产业链条。
- **高成长性带动估值提升：**公司各项业务发展势头良好，为业绩的高成长奠定基础。欧美经济体需求回暖，带动国际贸易增速提升，华贸物流作为国际空运货代领先公司，货代业务增长可观；2016年3月收购的中特物流将成为公司另一增长点，中特物流是国内电力大件运输领先企业，伴随十三五特高压建设加速，中特物流将在未来几年享受特高压建设带来的业绩增长；中特物流在危险品物流运输领域同样前景广阔，由于持有中广核孙公司中广核铀业物流有限公司49%的股份，预计未来中广核集团内核燃料物流业务均将交给中特物流完成。公司成长空间广阔，估值有望获得修复。

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。公司多元化物流格局初现，业务结构不断优化，坚定并购发展战略，积极外延扩张。预计公司未来三年业绩CAGR将达到32.5%，目前公司2017年PEG仅为0.71，高成长预计将带动估值提升。预测公司2017-2019年EPS分别为0.36元/0.44元/0.52元，对应PE分别为23倍/19倍/16倍，维持“买入”评级。

风险

- 宏观经济波动、业务整合不及预期、跨境电商政策风险等。

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

黄凡洋 联系人
 (8621)61038274
 huangfanyang@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1. 无偿划转诚通集团，加强国有资产整合..... | 3 |
| 2. 经济全球化助力现代物流发展..... | 4 |
| 3. 传统与收购业务并进，综合物流行业领先..... | 5 |
| 3.1 业务量增加，传统物流业务实现逆势增长..... | 6 |
| 3.2 整合能力突出，收购业务立竿见影..... | 9 |
| 3.3 供应链贸易顺应市场积极转型..... | 10 |
| 4. 高成长性带动估值提升 | 11 |
| 5. 盈利预测 | 13 |
| 6. 风险提示 | 13 |

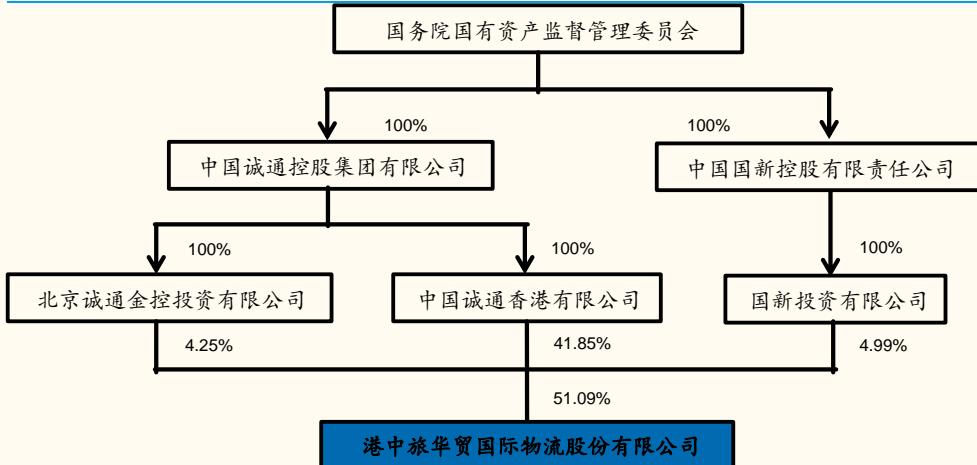
图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1：无偿划转后华贸物流股权结构图..... | 3 |
| 图表 2：华贸物流与中储股份对比..... | 4 |
| 图表 3：全国社会物流总额持续增长..... | 4 |
| 图表 4：社会物流费用同步增长..... | 4 |
| 图表 5：我国物流费用占 GDP 比重逐年降低..... | 5 |
| 图表 6：我国物流费用占 GDP 比重依然较高 | 5 |
| 图表 7：我国第三方收入规模占物流成本比重与发达国家相比较低..... | 5 |
| 图表 8：华贸物流营业收入同比增速转正..... | 6 |
| 图表 9：华贸物流归母净利润加速增长..... | 6 |
| 图表 10：华贸物流 2016 年各业务营业收入占比..... | 6 |
| 图表 11：华贸物流 2016 年各业务毛利占比..... | 6 |
| 图表 12：空运业务单价逐年减少 | 7 |
| 图表 13：海运业务单价处于下降通道 | 7 |
| 图表 14：2015 年我国货代公司综合排名..... | 7 |
| 图表 15：2015 年我国货代公司国际空运排名..... | 8 |
| 图表 16：公司传统物流业务营业收入逆势增长 | 8 |
| 图表 17：公司传统物流业务毛利率处于上升通道..... | 9 |
| 图表 18：中特物流主要业务汇总 | 10 |
| 图表 19：供应链贸易业务毛利率较低..... | 10 |
| 图表 20：供应链贸易业务拓展电子产品市场..... | 10 |
| 图表 21：2017 年国际货邮吞吐量加速上涨..... | 11 |
| 图表 22：十三五期间特高压线路加速建设 | 12 |
| 图表 23：中国跨境进口零售电商交易规模高速增长 | 12 |
| 图表 24：华贸物流 PE Band | 13 |

1. 无偿划转诚通集团，加强国有资产整合

- 华贸物流于 2017 年 5 月 18 日发布复盘公告，公司间接控股股东中国旅游集团公司，将其间接持有华贸物流的 5.1 亿股（占公司总股本的 51.09%）全部划转给国务院国资委出资监管的中国诚通控股集团有限公司及中国国新控股有限责任公司。其中，诚通集团持有 4.6 亿股（占公司总股本的 46.10%），中国国新持有 0.5 亿股（占公司总股本的 4.99%）。划转后，中国旅游集团公司将不再持有华贸物流股份，诚通集团成为新的间接控股股东，实际控制人仍为国务院国资委。

图表 1：无偿划转后华贸物流股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司新间接股东诚通集团，成立于 1992 年，公司主营业务为股权运作、金融服务、资产管理，以及综合物流服务、生产资料贸易、林浆纸生产开发及利用等。2016 年，与中国国新被确定为国有资本运营公司试点，开启国有资本运营新征程。本次收购即为深化国企改革，促进国有资本合理流动和优化配置，打造市场化运营、专业化管理的国有资本运营平台。
- 作为国有资本运营公司，诚通集团以提高国有资本运营效率为导向，服务国家战略，遵循市场规律，通过股权运作、价值管理、进退流转等方式，促进国有资本合理流动和优化配置，形成适应国有资本运营功能要求的体制机制和运营模式。
- 华贸物流主营国际货代业务，而中国诚通在综合物流业务方面，具有 60 余年的专业物流经营管理经验，拥有全国最大、分布最广，集仓储、配送、信息一体化的物流网络，具备供应链管理综合服务能力，可为客户提供全过程物流解决方案。另外，诚通集团在全国主要中心城市和港口设有货代公司，形成覆盖国内、辐射海外的全球运输网络，服务面向全国，辐射海外，可与华贸物流主营业务进行集团内整合，提高国有资本运营效率。
- 需要注意的是，诚通集团旗下已通过中国物资储运总公司，持有上市公司中储股份（600787.SH）约 44% 的股份，中储股份主营所属细分行业为仓储物流，同样拥有货代资产，或与华贸物流存在同业竞争问题。诚通集团或将双方公司资产进行重组，分别专注物流行业某细分市场，从而更有效使用集团内资产，实现集团资产效益最大化。
- 另外，此次划转后，中国旅游集团公司及其全资子公司香港中旅（集团）有限公司，不再持有华贸物流股份，公司原名港中旅华贸国际物流股份有限公司或将进行修改。

图表 2：华贸物流与中储股份对比

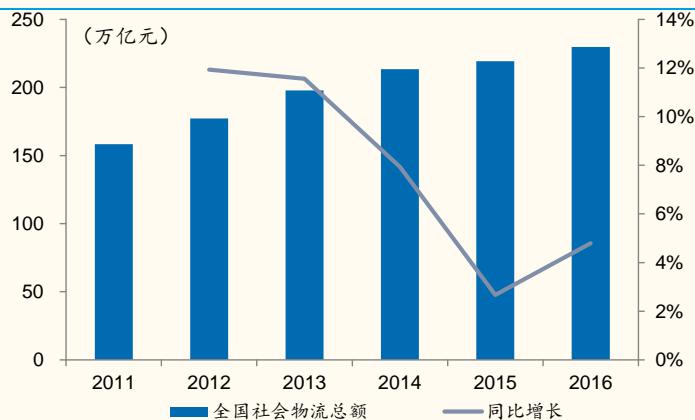
| | 华贸物流 | 中储股份 |
|----------------|--|---|
| 主营业务 | 国际空运海运货代、工程物流、直客合同物流、仓储第三方物流、海外同行合作、跨境电商物流、供应链贸易等。 | 仓储业务、运输配送、现货市场、期货交割业务、国际货代业务、加工制造业务、大宗商品供应链、金融物流、物流地产等。 |
| 市值（亿元） | 85 | 172 |
| 2016年营业收入（百万元） | 7308.26 | 15293.06 |
| 2016年净利润（百万元） | 223.66 | 767.44 |
| 诚通集团持股比例 | 46.10% | 43.74% |
| 实际控制人 | 国务院国有资产监督管理委员会 | |

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 经济全球化助力现代物流发展

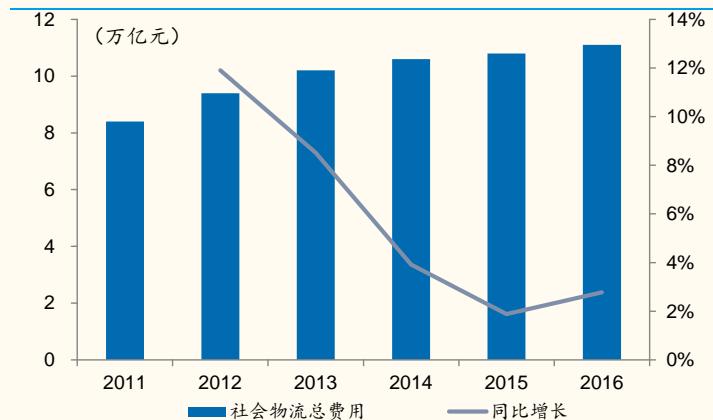
- 经济全球化过程中，货物流转方式日新月异，资源配置已扩展到整个世界，现代物流服务业在国际贸易和全球资源配置中发挥着越来越大的作用，被认为是国民经济发展的动脉和基础产业。随着国际分工日益趋向相互依存和优势互补，原材料、关键技术和制成品逐渐以更加融合的姿态，分布在全球，各国贸易依存度增加也使得货物流转变得更加频繁。
- 我国已跃居进出口外贸总量世界第一，跨境物流市场规模不断成长，物流需求分布世界各地。2016年，虽然国内经济增速放缓、进出口贸易负增长，但全国社会物流总额达到229.7万亿元，同比增长4.6%，增速相较2015年提高2.1个百分点，物流总需求持续增长。
- 我国社会物流费用（包括运输费用、保管费用和管理费用）也同步增长，2016年全社会物流总费用11.1万亿元，同比增长2.8%，增速相较2015年提高0.9个百分点。

图表 3：全国社会物流总额持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

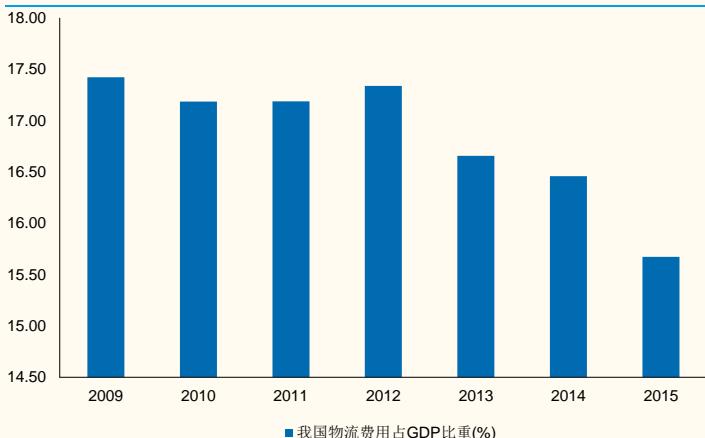
图表 4：社会物流费用同步增长



来源：Wind，国金证券研究所

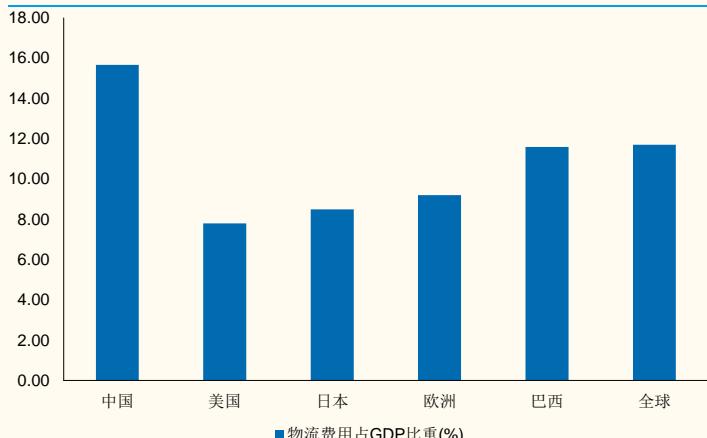
- 物流规模不断扩大的同时，我国物流效率也在不断提高。物流总费用占GDP的比例是国际通用评价物流效率的指标，该比例越低，说明物流效率越高。2015年，我国社会物流总费用与GDP的比率为15.7%，相较2009年下降1.8个百分点，2016年预计将下降至小于15%的水平。但是与发达国家相比，这一比例仍然较高，尚不及全球11.7%的整体水平，欧美日等发达国家更是均低于10%，我国物流效率仍有较大提升空间。

图表 5：我国物流费用占 GDP 比重逐年降低



来源：Wind，国金证券研究所

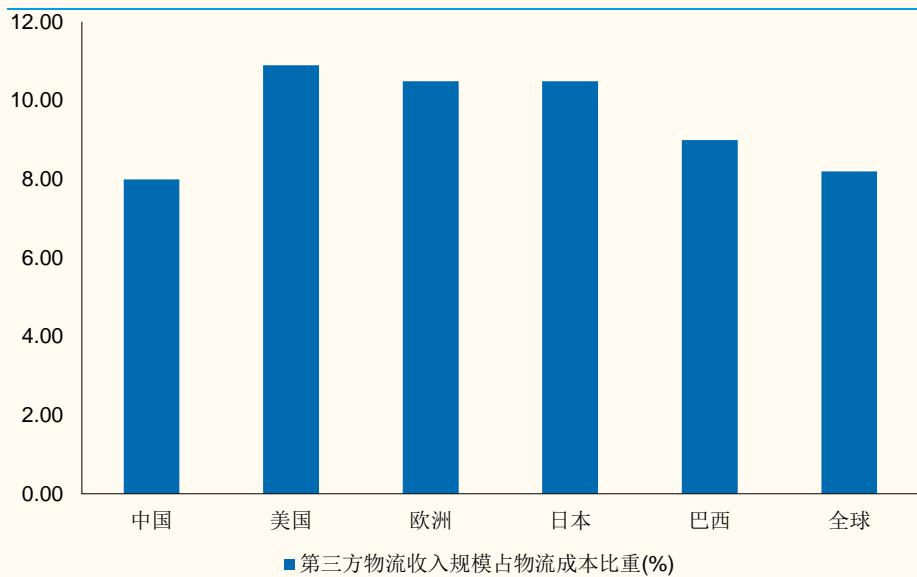
图表 6：我国物流费用占 GDP 比重依然较高



来源：Wind，国金证券研究所

- 第三方物流是指相对第一方（卖方）和第二方（买方）而言，由第三方专业物流企业完成物流活动的物流服务方。在我国整体物流需求扩大的同时，第三方物流规模同样跃居世界前列，2015 年，我国第三方物流收入规模达到 1,638 亿美元，美国与欧洲分别为 1,612 和 1,545 亿美元。不过，2015 年我国第三方物流占比物流成本为 8.0%，相比发达国家仍有一定差距，说明我国第三方物流市场仍有较大发展潜力。
- 另一方面，第三方跨境物流行业门槛较低，2013 年我国国际货代物流企业已达 3.3 万家，若包括不需登记备案的二代和三代，市场竞争更为激烈，行业集中度较低。

图表 7：我国第三方收入规模占物流成本比重与发达国家相比较低



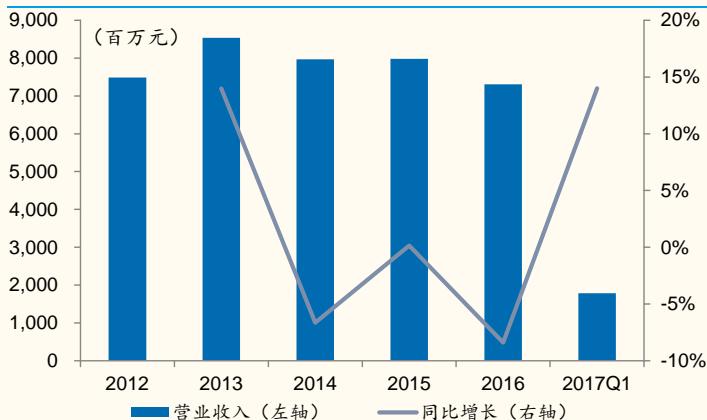
来源：Wind，国金证券研究所

3. 传统与收购业务并进，综合物流行业领先

- 华贸物流定位跨境现代综合第三方物流服务企业。2016 年，公司实现营业收入 73.08 亿元，同比下降 8.4%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比增长 56.3%。公司 2016 年营收下降主要原因，是公司正在从供应链业务中的钢铁行业中退出。而归母净利润大幅增长，主要原因是 2016 年 3 月并表的中特物流贡献 1.25 亿净利润；另外，集中采购运力使得成本进一步降低，毛利率有显著提高。

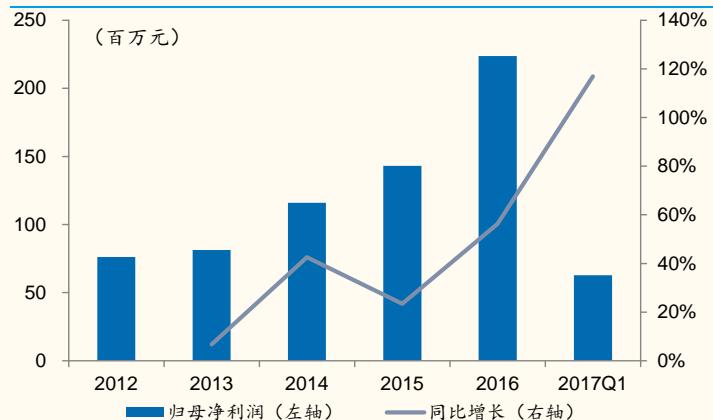
2017年一季度，华贸物流业绩更上一层楼，营业收入17.86亿元，同比增速转正，达到14.0%，实现归母净利润6278万元，同比加速增长，达到116.9%。业绩的良好表现主要是2016年同期尚未并表的中特物流贡献2271万元；以及传统业务业务量增加，带动业绩高速增长。

图表8：华贸物流营业收入同比增速转正



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：华贸物流归母净利润加速增长

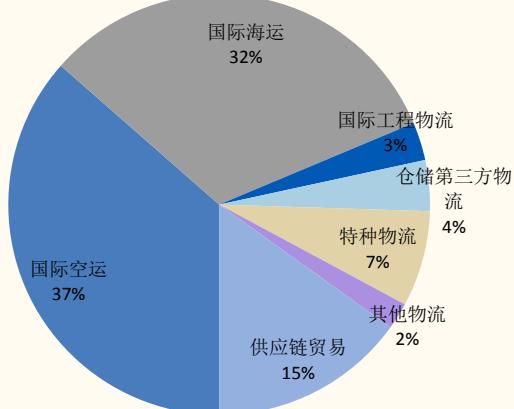


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 细看华贸物流收入组成，2016年，国际货代业务（国际空运、国际海运）、特种物流、供应链贸易是公司三大主营业务，营业收入占比分别为68.67%、7.37%和15.09%，合计达到91.12%。其相应毛利为7.35亿元，占综合毛利额的78.92%，其中国际货代业务（国际空运、国际海运）、特种物流、供应链贸易分别贡献毛利57.85%、19.20%和1.86%。

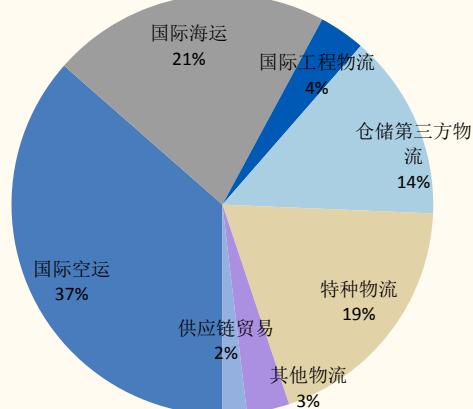
观察各主要业务毛利占比，国际货代业务为核心的跨境综合物流业务是公司盈利主要来源，占比合计达到57.9%；其他传统物流业务，如国际工程物流和仓储第三方物流毛利率较高，成为公司毛利重要组成部分，合计达到17.8%；新收购的特种物流业务对业绩增厚作用显著；而供应链业务资金量大，利润空间低，对公司的业绩贡献不明显。

图表10：华贸物流2016年各业务营业收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：华贸物流2016年各业务毛利占比



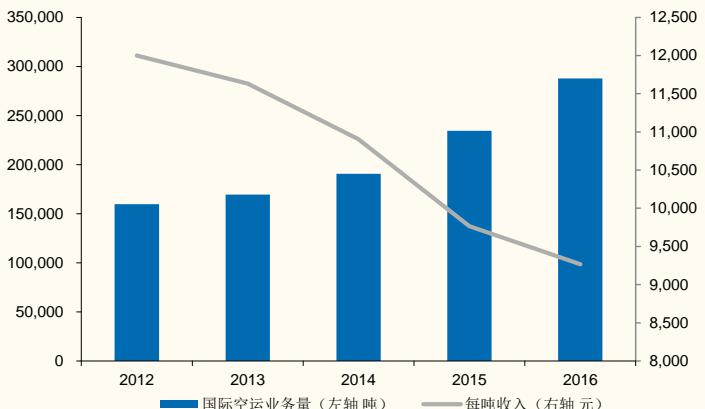
来源：公司公告，国金证券研究所

3.1 业务量增加，传统物流业务实现逆势增长

■ 华贸物流为跨境现代综合第三方物流领先公司。2016年，在主要经济体缓慢复苏，整体贸易仍显低迷的背景下，跨境运输运力供需失衡，运价下调。国际空运方面，面对行业不利因素，公司通过扩展新渠道，发展新客户，实现了销售量的增加，2016年完成国际空运业务量28.77万吨，同比增加22.64%。虽然由于航空公司为了保障载运率，降低运费，公司根据运力采购成本下调了服务产品单位售价，但国际空运业务仍然实现26.66亿元，同比上升16.4%。

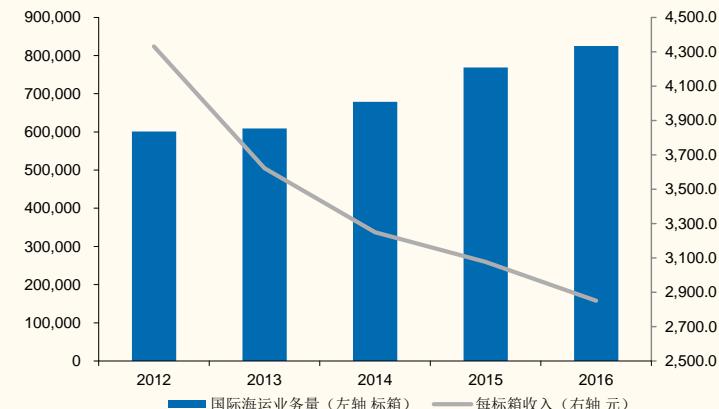
■ 国际海运方面，公司单位收入同样下降，并且处于优化客户结构阶段，业务量同比增幅仅为 7.32%。虽然毛利率较低的订舱操作业务减少，优质客户比例提升，国际海运营营业收入同比仍下降 0.54%。不过该项业务客户结构的改变使得毛利率有所提高，2016 年达到 8.46%，同比增加 0.33 个百分点。

图表 12：空运业务单价逐年减少



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：海运业务单价处于下降通道



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 货代行业商业模式即为通过获得物流订单，采购上游运力，赚取货运差价。由于物流订单越多，对运力供应商议价能力越强，所以货代行业具有明显的规模效应。但另一方面，行业模式简单，进入门槛低，导致业内货代公司众多，行业集中度较低，控制成本提高运输服务成为各货代公司关注焦点。目前行业仍处于经营分散的状态，除去拥有自有海运运力的中外运长航和中远国际货运，其余公司市场份额较低，中储总公司也仅为 6%。根据《2015 年度中国货代物流企业百强排名》，华贸物流业内已初具规模，货代综合排名第 10，空运货代排名第 5。

图表 14：2015 年我国货代公司综合排名

| 排名 | 公司 | 总营业额 (亿元) |
|----|-------------------|-----------|
| 1 | 中国外运长航集团有限公司 | 890.4 |
| 2 | 中远国际货运有限公司 | 447.3 |
| 3 | 中国物资储运总公司 | 198.5 |
| 4 | 厦门象屿速传供应链发展股份有限公司 | 186.0 |
| 5 | 敦豪全球货运(中国)有限公司 | 123.1 |
| 6 | 锦程国际物流集团股份有限公司 | 113.0 |
| 7 | 振华物流集团有限公司 | 60.7 |
| 8 | 嘉里大通物流有限公司 | 58.1 |
| 9 | 宁波雅戈尔国际贸易运输有限公司 | 54.4 |
| 10 | 华贸物流 | 53.4 |

来源：中国国际货运代理协会，国金证券研究所

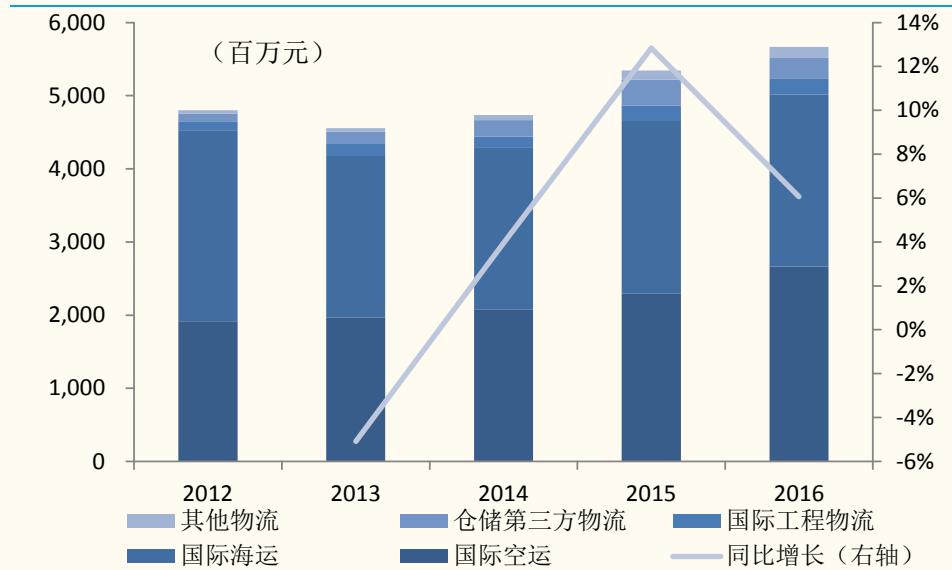
图表 15：2015 年我国货代公司国际空运排名

| 排名 | 公司 | 总营业额（亿元） |
|----|------------------|----------|
| 1 | 敦豪全球货运(中国)有限公司 | 72.1 |
| 2 | 中国外运长航集团有限公司 | 42.7 |
| 3 | 深圳市九立供应链股份有限公司 | 30.8 |
| 4 | 爱派克斯国际物流（中国）有限公司 | 24.3 |
| 5 | 华贸物流 | 22.9 |

来源：中国国际货运代理协会，国金证券研究所

- 国际工程业务在经历了 2015 年的加速增长后，2016 年表现基本与 2015 年持平。2016 年国际工程物流业务实现营业收入 2.14 亿元，同比下降 1.0%。公司正以“一带一路”国家战略为契机，大力开发对外投资的工程物流业务，比如在 2015 年创建的风电设备物流团队，成为了国际工程物流业务新的增长点，本项业务预计会持续增长。
- 第三方仓储是公司另一项传统物流业务，过去多为提供附加值不高、毛利不高的运输配送业务。但随着佛山快速消费品配送中心、上海临港仓库的投入运营，公司减少了运输配送业务，直接客户比例提升。使得虽然 2016 年仓储第三方物流营业收入 2.86 亿元，同比下降 18.75%，但该业务盈利空间持续上升，2016 年毛利率达到 46.6%，同比增加 14.7 个百分点。
- 整体来看，公司在进出口贸易负增长的背景下，传统物流业务营业收入实现了逆势增长。2016 年，公司传统物流业务（国际空运海运、国际工程物流、仓储第三方物流和其他物流）共实现营收 56.7 亿元，同比增长 6.1%。

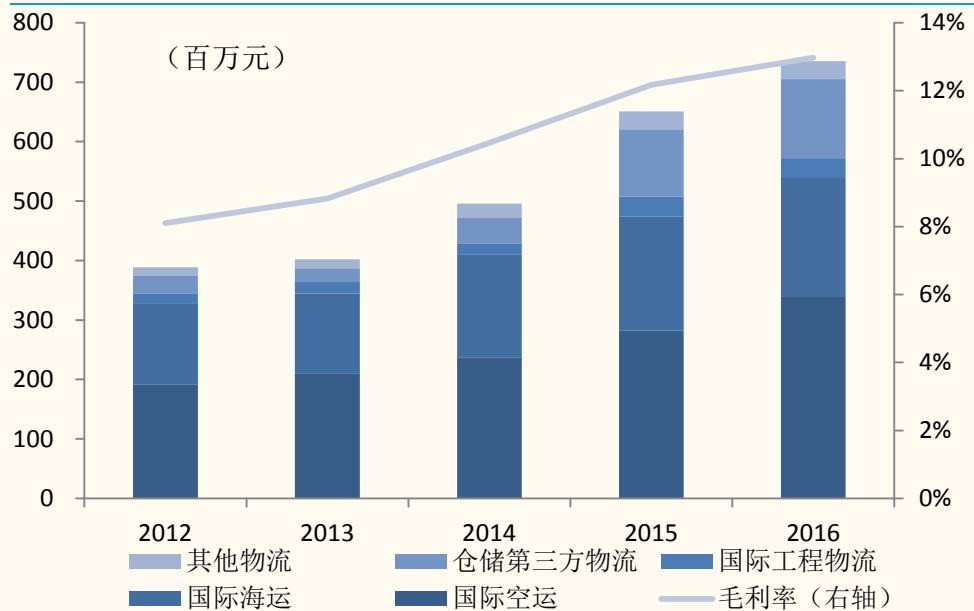
图表 16：公司传统物流业务营业收入逆势增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司传统物流业务营业收入提高的同时，毛利同样更上一层台阶。2016 年，传统物流业务毛利额为 7.35 亿元，同比增长 13.0%；并且经过客户结构的优化、业务平台建设降低采购成本，传统物流业务毛利率不断提高，2016 年达到 13.0%，相比 2015 年同期增加 0.8 个百分点。毛利的提高也成为公司归母净利润大幅增长的重要原因之一。

图表 17：公司传统物流业务毛利率处于上升通道

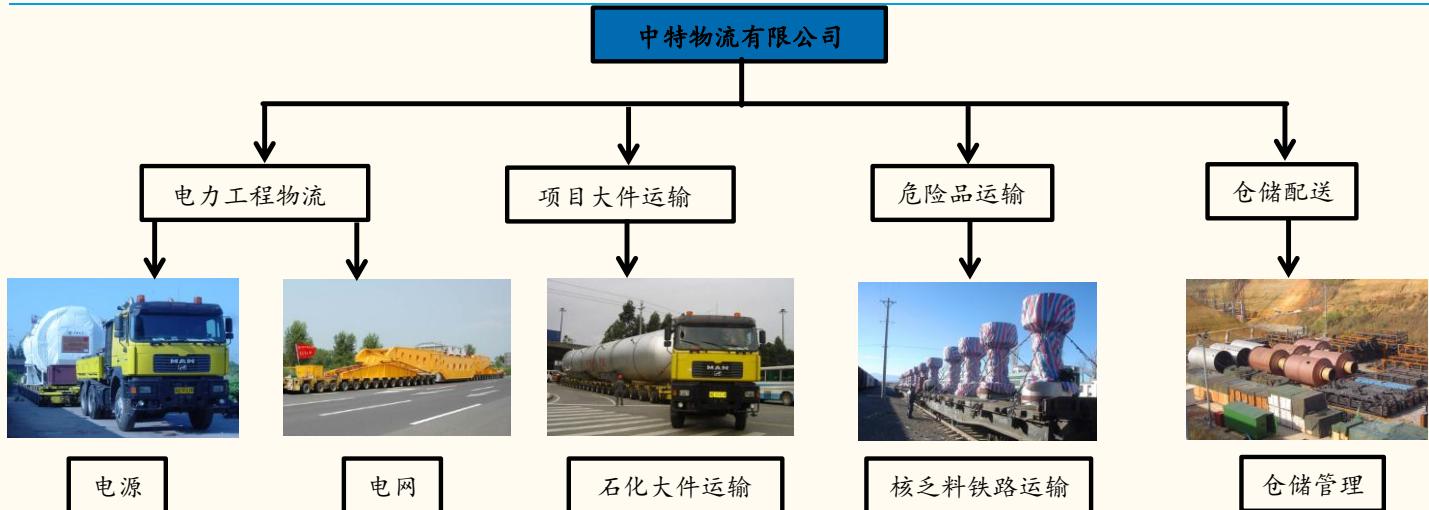


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 整合能力突出，收购业务立竿见影

- 以兼并收购实现跨越式发展是公司重要发展战略之一。2014 年 10 月收购德祥集团 65% 股权，进入进口仓储分拨特许经营领域，德祥集团也持续贡献盈利。2016 年，德祥集团实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 8.2%，贡献归母净利润 2453 万元，同比增长 113.7%。
- 2016 年，华贸物流兼并收购战略再进一步。3 月 25 日，通过发行股份和支付现金的方式，中特物流成为公司全资子公司。中特物流是国内领先的特种物流企业，主营电力工程物流、项目大件运输、危险品运输和仓储配送业务。其中电力工程物流是公司核心业务，单车运输能力达到 1800 吨，可为国家特高压电网、1000MW 发电机组和大型石化工程提供物流服务。另外，中特物流持有中广核铀业物流(北京)有限公司 49% 的股份，该公司是中国广核集团唯一的物流运输平台，拥有 7 类危险货物道路运输的全部资质。
- 2016 年，特种物流业务贡献营业收入 5.38 亿元，占整体收入 7.4%，并且毛利率达到 33.2%，贡献归母净利润 1.25 亿元，同比增长 27.9%。
- 所收购的公司业绩均有明显增长，说明华贸物流在整合物流资源的能力突出，所收购的公司能够即时为华贸物流提供新的业绩增长点。预计公司将继续坚持兼并收购实现外延发展的战略，积极寻找优质项目，更为完善、协同的“跨境物流+国内运输”产业链条。

图表 18：中特物流主要业务汇总

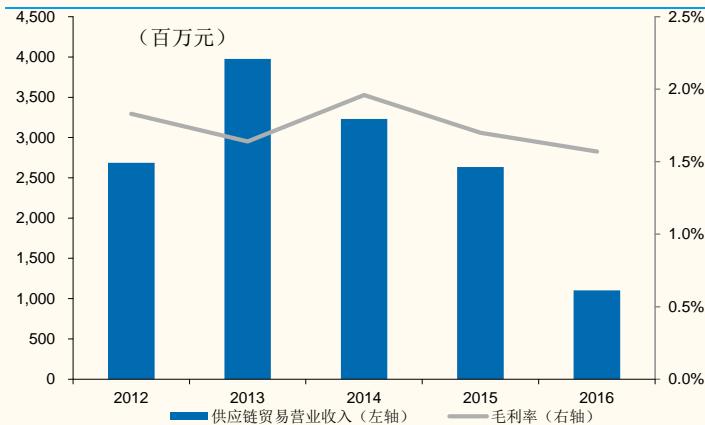


来源：中特物流官网 (<http://www.csalc.cn/cn/index.aspx>)，国金证券研究所

3.3 供应链贸易顺应市场积极转型

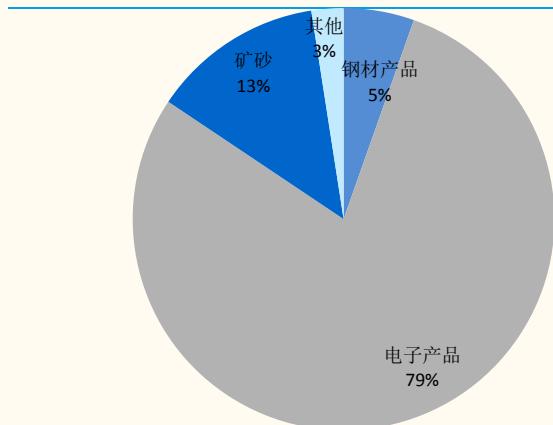
- 华贸物流的供应链贸易业务主要是在各细分产品市场，为生产和流通商提供市场信息、上下游合同管理等采购执行和分销执行的综合服务。目前，公司供应链贸易业务主要涉及钢材、电子产品和矿砂等。
- 2016 年，华贸物流供应链业务实现营业收入 11.02 亿元，同比减少 58.2%，毛利率 1.57%，相较 2015 年同期下降 0.13 个百分点。供应链贸易业务营收减少的原因，主要是从 2015 年开始，公司逐步减少钢铁业务。近年，钢铁行业产能过剩，并且钢铁供应链贸易业务资金量大、与公司跨境物流联动性低，公司为规避风险，主动减少钢贸业务。2015 年和 2016 年，钢铁供应链贸易业务营收同比分别下降 37.2% 和 92.6%，已基本从钢铁供应链业务中退出。这也是 2016 年华贸物流营业收入下降的主要原因，不过由于供应链贸易业务毛利率较低，2016 年仅为 1.6%，对公司毛利以及业绩的影响较小。
- 退出钢铁贸易供应链业务的同时，公司正在寻求供应链贸易业务的转型。延长供应链业务服务链条，可以有效提高盈利水平，公司借助一带一路建设项目以及跨境电商的快速发展，积极转变业务模式，努力扩展电子芯片市场。2016 年，电子产品供应链业务实现营业收入 8.71 亿元，同比略涨 2.6%，收入占供应链业务比重提升至 79.0%。但供应链贸易业务普遍存在毛利率低的问题，2016 年公司电子产品供应链业务毛利仅为 1.25%，如何提高供应链业务成为公司亟待解决的课题。

图表 19：供应链贸易业务毛利率较低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：供应链贸易业务拓展电子产品市场

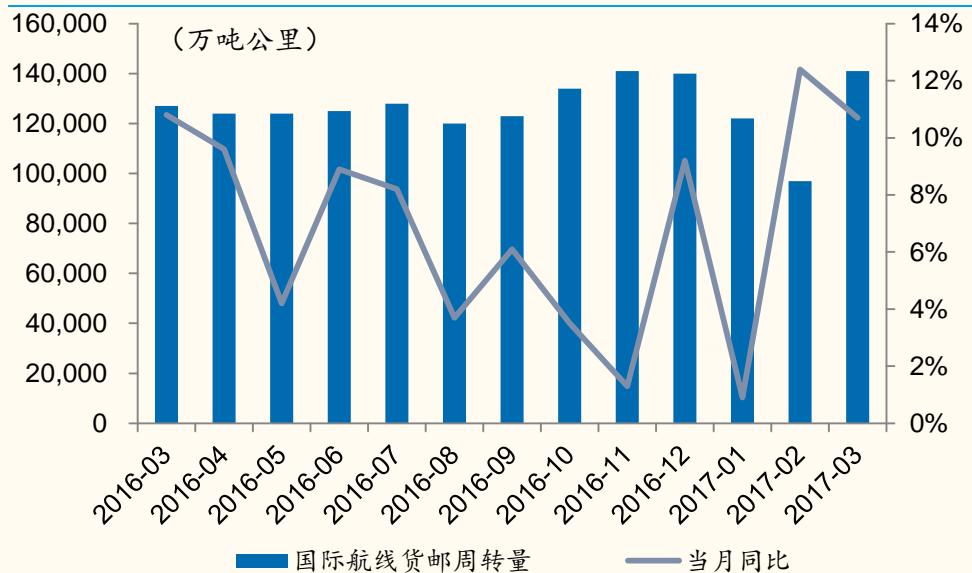


来源：公司公告，国金证券研究所

4. 高成长性带动估值提升

- 进入 2017 年，欧美经济体需求回暖，全球需求增长，主要经济体 PMI 均大幅回升，带动贸易增速提升。我国主要机场国际线货邮吞吐量均加速上涨。2017 年 1~3 月，国际航线货邮吞吐量完成 36.0 亿吨公里，同比增长 7.8%，增速相较 2016 年同期增加 2.8 个百分点。华贸物流作为国际空运货代领先公司，预计将借助国际贸易回暖，实现国际空运货代业务的收入增长。

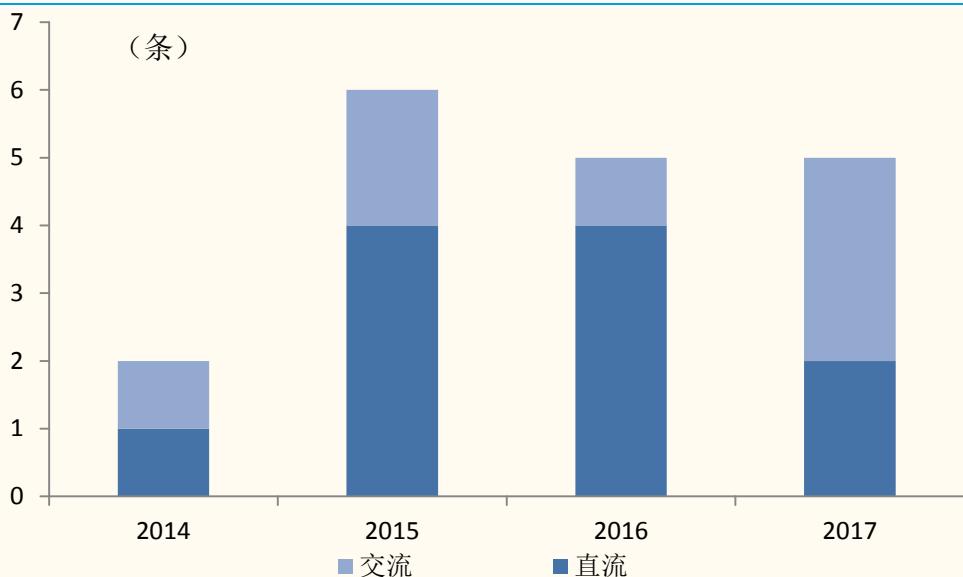
图表 21：2017 年国际货邮吞吐量加速上涨



来源：Wind，国金证券研究所

- 2016 年 3 月收购的中特物流为公司提供另一主要业绩增长点。
- 我国正大力建设特高压线路网，在建成“四交四直”特高压工程后，“三交六直”工程已经开工，扎鲁特至山东青州±800 千伏特高压直流工程已获核准。另外，为落实国家大气污染防治行动计划，国家能源局批准了 12 条跨区输电通道，将于 2016 年和 2017 年陆续开工，其中包括“四交四直”特高压工程，十三五期间，特高压建设将明显加速。
中特物流是国内电力大件运输领先企业，市占率达到 20% 左右。并且在特高压设备运输市场，需要特种车辆以及运输资质，壁垒较高，中特物流具备一定程度的护城河。考虑到特高压线路建设时长，中特物流将在未来几年享受特高压建设带来的业绩增长。
- 中特物流在危险品物流运输领域同样前景广阔。随着国家城市化建设的推进和国防军备投入的增加，核电建设速度加快及城市放射性废料处理力度加大，公司在核燃料、核乏料及城市废料运输市场的份额将稳步增加。由于持有中广核孙公司中广核铀业物流有限公司 49% 的股份，预计未来中广核集团内核燃料物流业务均将交给中特物流及下属合资公司完成，成长空间较大。

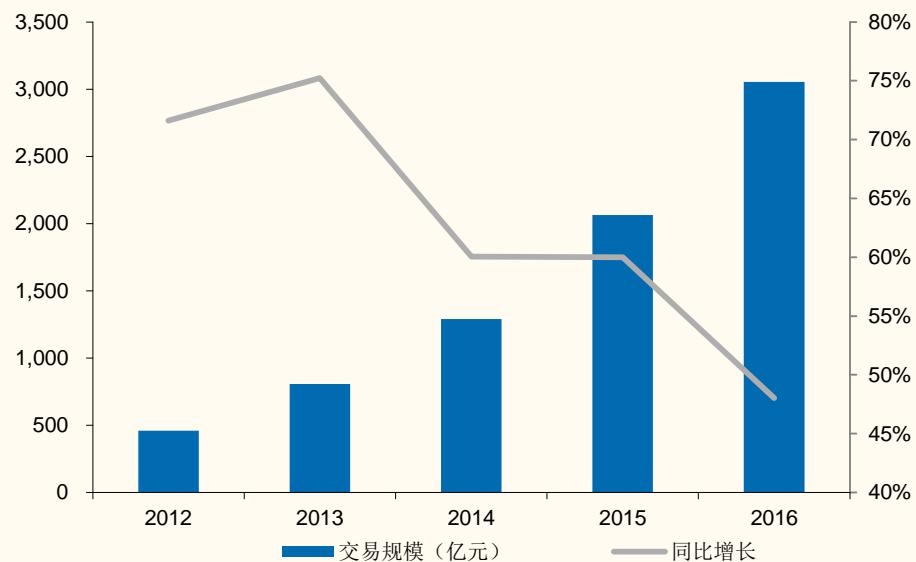
图表 22：十三五期间特高压线路加速建设



来源：国家电网，国家能源局，国金证券研究所

- 华贸物流已在世界 150 多个国家和地区建设营运网点，借助其在跨境物流领域的资源，跨境电商业务已成为公司十大核心业务之一。公司已获得国际快递专营牌照，公司拥有空运海运、境内外物流网络规模，并且与跨境电商物流关联性强的核心业务发展良好，预计公司将抓住跨境电商高速发展机遇，建立跨境电商物流服务优势，形成跨境物流全链条，进一步增厚业绩。

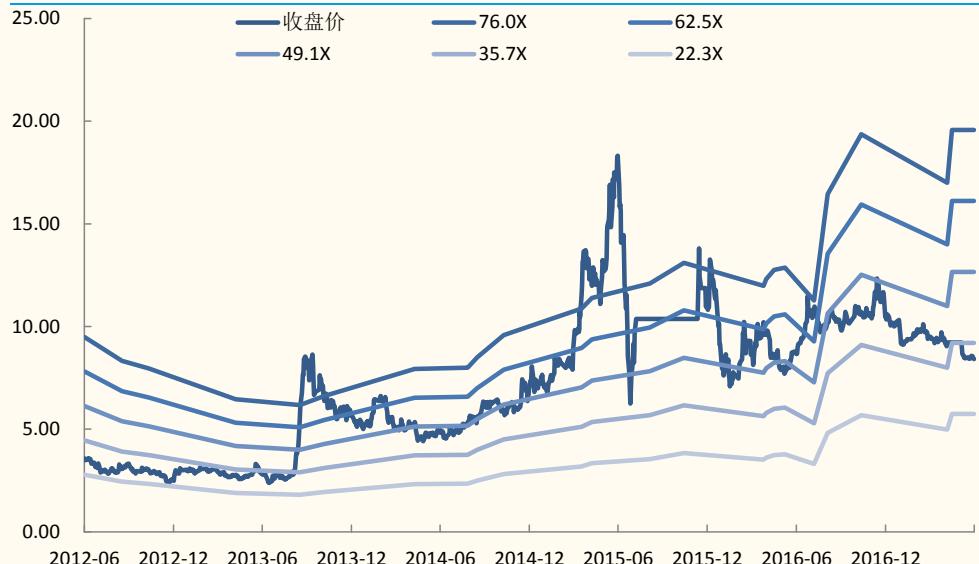
图表 23：中国跨境进口零售电商交易规模高速增长



来源：易观智库，国金证券研究所

- 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，使得公司未来业绩高成长确定性较高，预计未来三年归母净利润 CAGR 将达到 32.5%。但目前公司 2017 年 PE 估值 23 倍，处于自身低位，PEG 仅为 0.71，对标外运发展 2017 年 PE 估值 15 倍，PEG1.83，华贸物流估值较低，公司高成长性预计将带动估值提升。

图表 24：华贸物流 PE Band



来源：Wind，国金证券研究所

5. 盈利预测

- 伴随进出口贸易回暖，以及公司不断发展新客户、扩大业务量，预计公司空运业务量 2017~2019 年将同比增长 25%/25%/25%，海运业务量将同比增长 10%/5%/5%。
- 运力过剩情况依然需要时间消化，预计空运每吨收入 2017~2019 年将同比增长-5%/-5%/0%；海运每标箱收入将同比增长-5%/-5%/-5%。
- 特种物流业务处于高速发展阶段，预计特种物流营业收入 2017~2019 年将同比增长 15%/10%/10%。
- 基于以上假设，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36 元、0.44 元、0.52 元，对应 PE 分别为 23 倍、19 倍、16 倍，维持“买入”评级。

6. 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)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 7,967 | 7,978 | 7,308 | 8,107 | 8,875 | 10,017 |
| 增长率 | 0.1% | -8.4% | 10.9% | 9.5% | 12.9% | |
| 主营业务成本 | -7,408 | -7,283 | -6,377 | -7,066 | -7,701 | -8,659 |
| %销售收入 | 93.0% | 91.3% | 87.3% | 87.2% | 86.8% | 86.4% |
| 毛利 | 559 | 695 | 932 | 1,041 | 1,173 | 1,358 |
| %销售收入 | 7.0% | 8.7% | 12.7% | 12.8% | 13.2% | 13.6% |
| 营业税金及附加 | -8 | -2 | -7 | -8 | -9 | -10 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业费用 | -246 | -341 | -353 | -389 | -426 | -481 |
| %销售收入 | 3.1% | 4.3% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| 管理费用 | -131 | -143 | -206 | -227 | -248 | -280 |
| %销售收入 | 1.6% | 1.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% |
| 息税前利润(EBIT) | 174 | 210 | 366 | 416 | 490 | 587 |
| %销售收入 | 2.2% | 2.6% | 5.0% | 5.1% | 5.5% | 5.9% |
| 财务费用 | -20 | -23 | -8 | 15 | 20 | 21 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.1% | -0.2% | -0.2% | -0.2% |
| 资产减值损失 | -11 | -10 | -112 | -16 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 9 | 5 | 5 | 5 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.5% | 3.4% | 1.1% | 0.9% | 0.8% |
| 营业利润 | 143 | 178 | 255 | 420 | 514 | 611 |
| 营业利润率 | 1.8% | 2.2% | 3.5% | 5.2% | 5.8% | 6.1% |
| 营业外收支 | 11 | 18 | 22 | 20 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 154 | 196 | 277 | 440 | 534 | 631 |
| 利润率 | 1.9% | 2.5% | 3.8% | 5.4% | 6.0% | 6.3% |
| 所得税 | -35 | -42 | -40 | -66 | -80 | -95 |
| 所得税率 | 22.6% | 21.4% | 14.6% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 119 | 154 | 237 | 374 | 453 | 536 |
| 少数股东损益 | 3 | 11 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| 归属于母公司的净利润 | 116 | 143 | 224 | 360 | 438 | 520 |
| 净利率 | 1.5% | 1.8% | 3.1% | 4.4% | 4.9% | 5.2% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 119 | 154 | 237 | 374 | 453 | 536 |
| 非现金支出 | 29 | 37 | 168 | 85 | 92 | 115 |
| 非经营收益 | 19 | 29 | -6 | -30 | -47 | 52 |
| 营运资金变动 | 64 | 50 | 34 | 44 | -90 | -54 |
| 经营活动现金净流 | 231 | 270 | 433 | 473 | 409 | 650 |
| 资本开支 | -56 | -50 | -105 | -273 | -356 | -181 |
| 投资 | -1 | -177 | -248 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 投资活动现金净流 | -57 | -227 | -351 | -269 | -351 | -176 |
| 股权募资 | 0 | 25 | 1,122 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -110 | 175 | -661 | -154 | 0 | 1 |
| 其他 | -135 | -107 | -47 | 63 | -175 | -205 |
| 筹资活动现金净流 | -245 | 93 | 414 | -91 | -175 | -204 |
| 现金净流量 | -71 | 137 | 496 | 113 | -117 | 270 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 513 | 647 | 1,149 | 1,262 | 1,145 | 1,415 |
| 应收账款 | 1,344 | 1,326 | 2,048 | 1,982 | 2,170 | 2,449 |
| 存货 | 39 | 147 | 104 | 136 | 148 | 166 |
| 其他流动资产 | 609 | 316 | 154 | 158 | 171 | 190 |
| 流动资产 | 2,505 | 2,436 | 3,454 | 3,537 | 3,633 | 4,220 |
| %总资产 | 80.6% | 79.5% | 67.4% | 65.1% | 62.3% | 65.6% |
| 长期投资 | 21 | 21 | 92 | 93 | 92 | 92 |
| 固定资产 | 270 | 296 | 566 | 784 | 1,067 | 1,151 |
| %总资产 | 8.7% | 9.6% | 11.1% | 14.4% | 18.3% | 17.9% |
| 无形资产 | 296 | 291 | 955 | 959 | 963 | 967 |
| 非流动资产 | 602 | 627 | 1,669 | 1,893 | 2,200 | 2,212 |
| %总资产 | 19.4% | 20.5% | 32.6% | 34.9% | 37.7% | 34.4% |
| 资产总计 | 3,107 | 3,063 | 5,123 | 5,430 | 5,833 | 6,431 |
| 短期借款 | 507 | 682 | 152 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,077 | 727 | 1,201 | 1,231 | 1,342 | 1,509 |
| 其他流动负债 | 115 | 99 | 148 | 147 | 160 | 258 |
| 流动负债 | 1,698 | 1,508 | 1,501 | 1,378 | 1,502 | 1,767 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 3 | 3 | 37 | 25 | 25 | 25 |
| 负债 | 1,701 | 1,511 | 1,538 | 1,403 | 1,527 | 1,793 |
| 普通股股东权益 | 1,379 | 1,515 | 3,529 | 3,957 | 4,221 | 4,536 |
| 少数股东权益 | 27 | 38 | 56 | 70 | 85 | 101 |
| 负债股东权益合计 | 3,107 | 3,063 | 5,123 | 5,430 | 5,833 | 6,431 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.290 | 0.177 | 0.224 | 0.361 | 0.439 | 0.521 |
| 每股净资产 | 3.447 | 1.874 | 3.532 | 3.961 | 4.224 | 4.540 |
| 每股经营现金流 | 0.577 | 0.334 | 0.433 | 0.474 | 0.409 | 0.450 |
| 每股股利 | 0.116 | 0.066 | 0.090 | 0.140 | 0.175 | 0.205 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 8.41% | 9.45% | 6.34% | 9.10% | 10.39% | 11.47% |
| 总资产收益率 | 3.73% | 4.67% | 4.37% | 6.64% | 7.52% | 8.09% |
| 投入资本收益率 | 7.02% | 7.37% | 8.28% | 8.73% | 9.62% | 10.69% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -6.64% | 0.14% | -8.40% | 10.93% | 9.47% | 12.87% |
| EBIT增长率 | 39.86% | 20.68% | 74.37% | 13.90% | 17.71% | 19.70% |
| 净利润增长率 | 42.60% | 23.44% | 56.25% | 61.10% | 21.70% | 18.65% |
| 总资产增长率 | 6.55% | -1.41% | 67.25% | 6.00% | 7.42% | 10.25% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 54.5 | 54.7 | 70.9 | 72.0 | 72.0 | 72.0 |
| 存货周转天数 | 2.4 | 4.7 | 7.2 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 应付账款周转天数 | 30.6 | 31.0 | 40.2 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 固定资产周转天数 | 11.0 | 13.5 | 24.0 | 27.8 | 30.1 | 30.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -0.41% | 2.26% | -27.81% | -31.33% | -26.59% | -30.48% |
| EBIT利息保障倍数 | 8.6 | 9.2 | 44.5 | -27.8 | -24.6 | -27.3 |
| 资产负债率 | 54.75% | 49.31% | 30.02% | 25.83% | 26.18% | 27.89% |

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 | 3 |
| 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 | 1.00 |

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 | 2016-04-28 | 买入 | 8.65 | N/A |
| 2 | 2016-06-01 | 买入 | 8.36 | 11.00~12.00 |
| 3 | 2016-07-12 | 买入 | 10.54 | 14.00~15.00 |
| 4 | 2016-08-16 | 买入 | 10.28 | N/A |
| 5 | 2016-10-25 | 买入 | 10.71 | N/A |
| 6 | 2017-01-18 | 买入 | 9.14 | 14.00~15.00 |
| 7 | 2017-04-18 | 买入 | 9.04 | N/A |
| 8 | 2017-04-28 | 买入 | 9.23 | N/A |

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。

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 7BD