

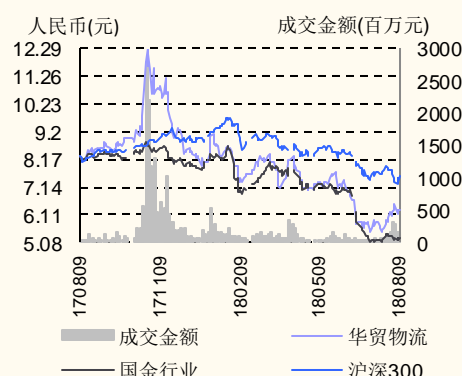
# 华贸物流 (603128.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.28 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	954.80
总市值(百万元)	6,355.60
年内股价最高最低(元)	12.29/5.47
沪深 300 指数	3397.53
上证指数	2794.38



## 相关报告

- 1.《传统业务趋势良好，诚通入主期待整合-华贸物流公司点评》，2017.10.30
- 2.《货代回暖+收购业务强势，整合并购一起抓-华贸物流公司点评》，2017.8.22

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

## 耐心等待寒冬离去，期待跨境电商新增长点

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.224	0.276	0.324	0.407	0.497
每股净资产(元)	3.53	3.73	4.11	4.34	4.64
每股经营性现金流(元)	0.43	0.41	0.46	0.44	0.58
市盈率(倍)	44.68	29.72	19.41	15.45	12.62
净利润增长率(%)	56.25%	23.89%	18.18%	25.67%	22.35%
净资产收益率(%)	6.34%	7.39%	7.87%	9.37%	10.74%
总股本(百万股)	999.18	1,005.42	1,012.04	1,012.04	1,012.04

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 2018H1 公司营业收入为 43.07 亿元，同比增长 7.46%，归母净利润为 1.82 亿元，同比增长 18.42%，扣非净利润为 1.69 亿元，同比增长 14.64%。2018 年上半年，公司完成空运业务量 17.05 万吨，同比增长 4.93%；海运业务量 45.11 万标箱，同比增长 5.55%。业绩表现符合预期。

### 经营分析

- 贸易战拖累航空货运需求，耐心等待利空出尽：公司 1-6 月完成空运业务量 17.05 万吨，同比增长 4.93%，较上年同期增速下滑 18.1 pcts。2018 年上半年受贸易战及其引发的人民币大幅贬值影响，国际空运运价和需求双双下滑。受系统性风险影响，公司空运业务增速下滑明显。未来贸易战形势明朗、汇率利空出尽，空运市场或企稳，公司业绩将有所恢复，但预计短期内难以出现明显好转。
- 航运温和复苏，助力海运业务触底反弹：公司 1-6 月完成海运业务量 45.11 万标箱，同比增长 5.55%。受航运市场长期低迷影响，公司海运业务增速趋缓。2018 年国际集运市场虽然运力依然供给过剩，但自 4 月份起持续温和复苏，船舶舱位利用率处于高位，运价持续上涨。受益航运复苏，海运市场或将迎来触底反弹。整体看，运力增速的确定性下滑和需求的相对韧性，使集运板块整体处于周期底部向上的位置，贸易战或影响复苏的时间和力度。
- 战略聚焦新业务培育，跨境电商或成盈利新增长点：当前跨境电商持续高速发展，据预测，到 2020 年，跨境电商或可达外贸进口额 40%。跨境电商的发展带来新增货代需求。跨境电商对时效性要求高，而公司积极推进“科技驱动”战略，加强信息化建设，成功开发可实现“报关一体化”的 CTS 报关平台，效率提升明显。公司加强科技投入和信息化建设或增强其在跨境电商货代领域竞争力，享受跨境电商增长红利。

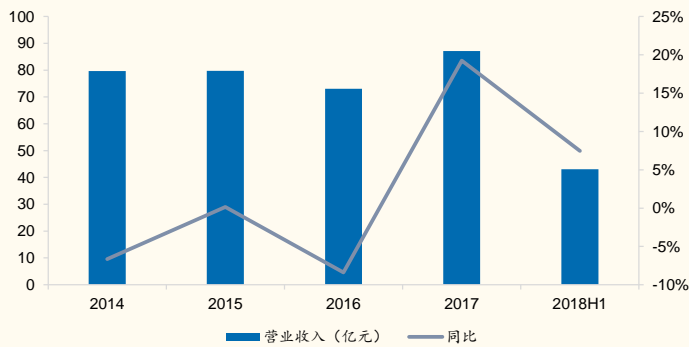
### 投资建议

- 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 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.32 元/0.41 元/0.50 元，对应 PE 分别为 19 倍/15 倍/13 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

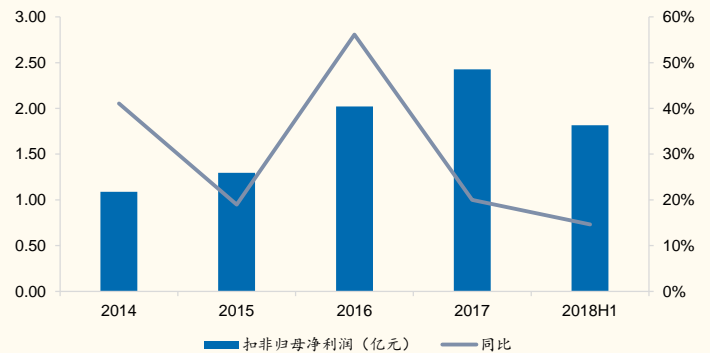
- 宏观经济波动、业务整合不及预期、跨境电商政策风险等

图表 1：公司营业收入及增速



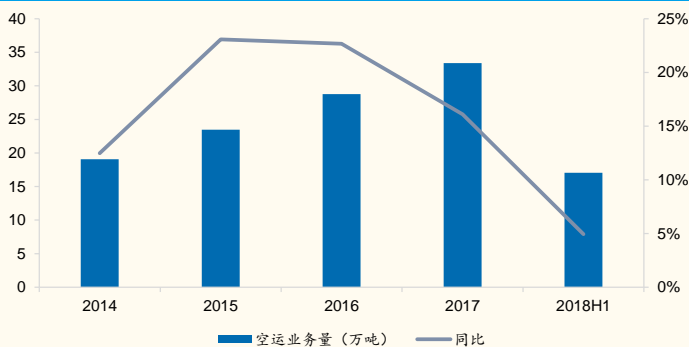
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司扣非归母净利润及增速



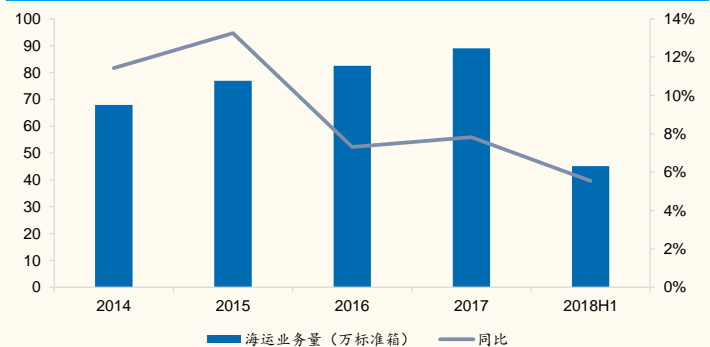
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司空运业务量及增速



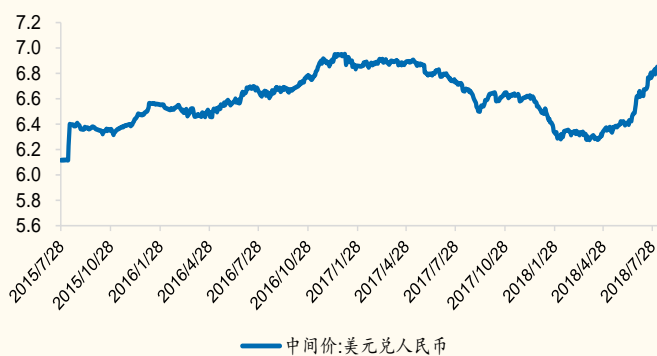
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司海运业务量及增速



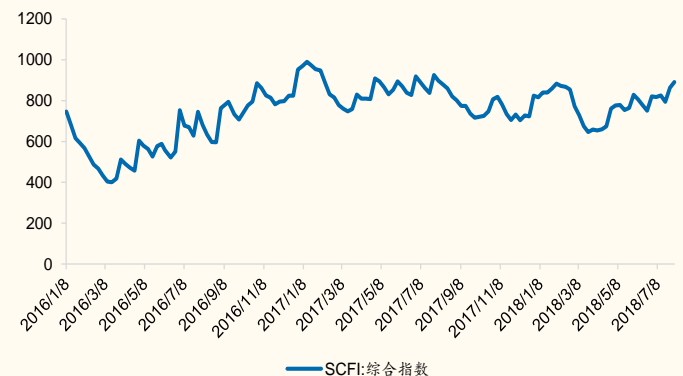
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：二季度美元汇率持续上涨



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：集运指数温和回升



来源：wind，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,978</b>	<b>7,308</b>	<b>8,715</b>	<b>8,852</b>	<b>9,902</b>	<b>11,466</b>
增长率		-8.4%	19.3%	1.6%	11.9%	15.8%
主营业务成本	-7,283	-6,377	-7,715	-7,758	-8,626	-9,978
%销售收入	91.3%	87.3%	88.5%	87.6%	87.1%	87.0%
毛利	695	932	1,000	1,094	1,276	1,488
%销售收入	8.7%	12.7%	11.5%	12.4%	12.9%	13.0%
营业税金及附加	-2	-7	-9	-9	-10	-11
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-341	-353	-391	-443	-495	-550
%销售收入	4.3%	4.8%	4.5%	5.0%	5.0%	4.8%
管理费用	-143	-206	-233	-248	-277	-321
%销售收入	1.8%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	210	366	367	395	494	605
%销售收入	2.6%	5.0%	4.2%	4.5%	5.0%	5.3%
财务费用	-23	-8	-9	-9	-6	-5
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-10	-112	-50	-9	-11	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	9	45	5	5	5
%税前利润	0.5%	3.4%	12.5%	1.2%	1.0%	0.8%
营业利润	178	255	353	382	482	591
营业利润率	2.2%	3.5%	4.0%	4.3%	4.9%	5.2%
营业外收支	18	22	5	20	20	20
税前利润	196	277	358	402	502	611
利润率	2.5%	3.8%	4.1%	4.5%	5.1%	5.3%
所得税	-42	-40	-70	-60	-75	-92
所得税率	21.4%	14.6%	19.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	154	237	288	341	426	519
少数股东损益	11	13	11	14	15	16
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>143</b>	<b>224</b>	<b>277</b>	<b>327</b>	<b>411</b>	<b>503</b>
净利率	1.8%	3.1%	3.2%	3.7%	4.2%	4.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	154	237	288	341	426	519
非现金支出	37	168	112	84	108	133
非经营收益	29	-6	-35	-8	-25	72
营运资金变动	50	34	45	45	-67	-136
经营活动现金净流	270	433	412	463	442	590
<b>资本开支</b>	<b>-50</b>	<b>-105</b>	<b>-151</b>	<b>-987</b>	<b>-356</b>	<b>-181</b>
投资	-177	-248	-174	-1	0	0
其他	1	2	41	5	5	5
投资活动现金净流	-227	-351	-283	-983	-351	-176
<b>股权募资</b>	<b>25</b>	<b>1,122</b>	<b>18</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	175	-661	16	231	108	-186
其他	-107	-47	-123	11	-199	-228
筹资活动现金净流	93	414	-88	249	-91	-413
<b>现金净流量</b>	<b>137</b>	<b>496</b>	<b>40</b>	<b>-271</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	647	1,149	1,271	1,000	1,000	1,000
应收账款	1,326	2,048	2,147	2,221	2,421	2,792
存货	147	104	183	159	177	205
其他流动资产	316	154	52	172	190	217
流动资产	2,436	3,454	3,653	3,553	3,787	4,213
%总资产	79.5%	67.4%	66.7%	56.4%	55.4%	58.0%
长期投资	21	92	178	179	178	178
固定资产	296	566	672	883	1,158	1,235
%总资产	9.6%	11.1%	12.3%	14.0%	16.9%	17.0%
无形资产	291	955	910	1,629	1,633	1,638
非流动资产	627	1,669	1,827	2,748	3,049	3,054
%总资产	20.5%	32.6%	33.3%	43.6%	44.6%	42.0%
<b>资产总计</b>	<b>3,063</b>	<b>5,123</b>	<b>5,480</b>	<b>6,300</b>	<b>6,836</b>	<b>7,267</b>
短期借款	682	152	199	433	540	354
应付款项	727	1,201	1,197	1,352	1,504	1,739
其他流动负债	99	148	208	238	265	335
流动负债	1,508	1,501	1,604	2,023	2,309	2,427
长期贷款	0	0	40	40	40	41
其他长期负债	3	37	49	25	25	25
<b>负债</b>	<b>1,511</b>	<b>1,538</b>	<b>1,693</b>	<b>2,088</b>	<b>2,374</b>	<b>2,493</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,515</b>	<b>3,529</b>	<b>3,748</b>	<b>4,159</b>	<b>4,394</b>	<b>4,690</b>
少数股东权益	38	56	39	53	68	84
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,063</b>	<b>5,123</b>	<b>5,480</b>	<b>6,300</b>	<b>6,836</b>	<b>7,267</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.177	0.224	0.276	0.324	0.407	0.497
每股净资产	1.874	3.532	3.728	4.111	4.343	4.636
每股经营现金净流	0.334	0.433	0.409	0.458	0.437	0.583
每股股利	0.116	0.066	0.090	0.140	0.175	0.205
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.45%	6.34%	7.39%	7.87%	9.37%	10.74%
总资产收益率	4.67%	4.37%	5.06%	5.20%	6.02%	6.93%
投入资本收益率	7.37%	8.28%	7.25%	7.13%	8.28%	9.91%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	0.14%	-8.40%	19.25%	1.57%	11.86%	15.80%
EBIT增长率	20.68%	74.37%	0.40%	7.58%	25.00%	22.63%
净利润增长率	23.44%	56.25%	23.89%	18.18%	25.67%	22.35%
总资产增长率	-1.41%	67.25%	6.96%	14.97%	8.50%	6.30%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	54.7	70.9	71.9	74.0	72.0	72.0
存货周转天数	4.7	7.2	6.8	7.5	7.5	7.5
应付账款周转天数	31.0	40.2	41.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	13.5	24.0	22.8	27.8	28.8	27.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	2.26%	-27.81%	-27.25%	-12.52%	-9.41%	-12.69%
EBIT利息保障倍数	9.2	44.5	39.6	43.1	79.1	128.4
资产负债率	49.31%	30.02%	30.89%	33.14%	34.73%	34.31%

### 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：贝格数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-16	买入	10.12	N/A
2	2016-10-25	买入	10.71	N/A
3	2017-01-18	买入	9.25	14.00~15.00
4	2017-04-18	买入	9.04	N/A
5	2017-04-28	买入	9.23	N/A
6	2017-06-14	买入	8.43	11.00~11.00
7	2017-08-22	买入	8.71	N/A
8	2017-10-30	买入	11.59	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



### 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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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 7GH