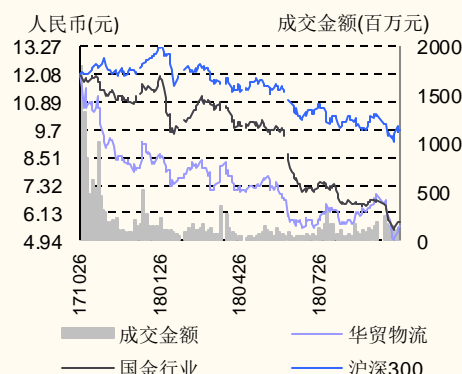


**华贸物流 (603128.SH) 买入 (维持评级)****公司点评**

市场价格 (人民币): 5.55 元

**营收增速稍有回升, 等待贸易环境好转****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)	5,616.81
年内股价最高最低(元)	12.09/4.94
沪深 300 指数	3194.31
上证指数	2603.80

**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	0.277	0.327	0.399	0.459
每股净资产(元)	3.53	3.73	4.17	4.44	4.76
每股经营性现金流(元)	0.43	0.41	0.39	0.36	0.44
市盈率(倍)	44.68	29.56	17.00	13.92	12.09
净利润增长率(%)	56.25%	24.55%	18.64%	22.13%	15.07%
净资产收益率(%)	6.34%	7.43%	7.84%	8.97%	9.64%
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**

- 公司 2018 年前三季度营收 68.6 亿, 同增 8.9%, 归母净利润 2.6 亿, 同增 19.1%, 扣非归母净利润 2.4 亿元, 同增 17.2%; Q3 单季营收 25.5 亿, 同增 11.5%, 归母净利润 0.7 亿, 同增 20.8%。

**经营分析**

- **中美贸易战利空影响犹存, 营收增速稍有回升:** 2018Q2 受中美贸易战影响, 国际空运运价和需求双双下滑, 同时受航运市场长期低迷影响, 公司海运业务增速趋缓, 使得公司营收增速仅 1.6%。不过公司 Q3 单季营收增速回暖至 11.5%, 环比 Q2 提升 10.0pct。我们判断公司及时调整经营策略, 采取降价引流的方式, 叠加 Q3 人民币大幅贬值, 刺激出口, 货代需求回暖。虽然 2018 年国际集运市场运力依然供给过剩, 但自 4 月份起持续温和复苏, 海运市场或迎来触底反弹, 并且“一带一路”的推进有利于公司特种物流的发展。未来仍需观察中美贸易战走势以及全球贸易环境, 货代市场或企稳, 但预计短期内难以出现明显好转。

Q3 公司的经营调整使得毛利率同比略有下滑, 同时应收账款增加约 1.5 亿至 21.3 亿, 但华贸管理费用率同降 0.4pct, 叠加美元贬值获得汇兑收益, 推动 Q3 单季业绩稳健增长。

- **跨境电商或成盈利新增长点, 划转诚通期待资源整合助力高速发展:** 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。公司加强科技投入和信息化建设, 有助于其增强在跨境电商货代领域竞争力, 享受跨境电商增长红利。另外公司通过无偿划转, 中国诚通成为公司间接控股股东。诚通下属物流资产丰富, 预计华贸物流将在新平台下, 继续整合战略, 提高资本运营效率, 促进业务板块均衡发展。

**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, 划转中国诚通, 物流资源整合预期强烈。预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.33 元/0.40 元/0.46 元, 对应 PE 分别为 17 倍/14 倍/12 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示**

- 国际贸易需求不及预期、业务整合不及预期、跨境电商政策风险等。

**相关报告**

1. 《耐心等待寒冬离去, 期待跨境电商新增长点-华贸物流半年报业绩点...》, 2018.8.10
2. 《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

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

**黄凡洋** 联系人

**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>9,592</b>	<b>10,678</b>	<b>11,969</b>
增长率		-8.4%	19.3%	10.1%	11.3%	12.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,283</b>	<b>-6,377</b>	<b>-7,715</b>	<b>-8,546</b>	<b>-9,452</b>	<b>-10,580</b>
<b>%销售收入</b>	<b>91.3%</b>	<b>87.3%</b>	<b>88.5%</b>	<b>89.1%</b>	<b>88.5%</b>	<b>88.4%</b>
<b>毛利</b>	<b>695</b>	<b>932</b>	<b>1,000</b>	<b>1,045</b>	<b>1,226</b>	<b>1,389</b>
<b>%销售收入</b>	<b>8.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>11.5%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.6%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-341</b>	<b>-353</b>	<b>-391</b>	<b>-432</b>	<b>-481</b>	<b>-539</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-143</b>	<b>-206</b>	<b>-233</b>	<b>-240</b>	<b>-267</b>	<b>-299</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>210</b>	<b>366</b>	<b>367</b>	<b>364</b>	<b>468</b>	<b>539</b>
<b>%销售收入</b>	<b>2.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.5%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-23</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-10</b>	<b>-112</b>	<b>-50</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>46</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>%税前利润</b>	<b>0.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>12.9%</b>	<b>3.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>
<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>255</b>	<b>354</b>	<b>400</b>	<b>487</b>	<b>560</b>
<b>营业利润率</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.7%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>196</b>	<b>277</b>	<b>359</b>	<b>405</b>	<b>492</b>	<b>565</b>
<b>利润率</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.7%</b>
<b>所得税</b>	<b>-42</b>	<b>-40</b>	<b>-70</b>	<b>-61</b>	<b>-74</b>	<b>-85</b>
<b>所得税率</b>	<b>21.4%</b>	<b>14.6%</b>	<b>19.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>237</b>	<b>289</b>	<b>344</b>	<b>419</b>	<b>480</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>16</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>143</b>	<b>224</b>	<b>279</b>	<b>330</b>	<b>404</b>	<b>464</b>
<b>净利率</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.9%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>237</b>	<b>289</b>	<b>344</b>	<b>419</b>	<b>480</b>
<b>非现金支出</b>	<b>37</b>	<b>168</b>	<b>112</b>	<b>69</b>	<b>91</b>	<b>102</b>
<b>非经营收益</b>	<b>29</b>	<b>-6</b>	<b>-35</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>5</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>50</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>-7</b>	<b>-122</b>	<b>-138</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>270</b>	<b>433</b>	<b>412</b>	<b>393</b>	<b>369</b>	<b>448</b>
<b>资本开支</b>	<b>-50</b>	<b>-105</b>	<b>-151</b>	<b>-358</b>	<b>-271</b>	<b>-96</b>
<b>投资</b>	<b>-177</b>	<b>-248</b>	<b>-174</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>41</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-227</b>	<b>-351</b>	<b>-283</b>	<b>-344</b>	<b>-266</b>	<b>-91</b>
<b>股权募资</b>	<b>25</b>	<b>1,122</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>175</b>	<b>-661</b>	<b>16</b>	<b>-102</b>	<b>132</b>	<b>-101</b>
<b>其他</b>	<b>-107</b>	<b>-47</b>	<b>-123</b>	<b>63</b>	<b>-135</b>	<b>-156</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>93</b>	<b>414</b>	<b>-88</b>	<b>-20</b>	<b>-3</b>	<b>-257</b>
<b>现金净流量</b>	<b>137</b>	<b>496</b>	<b>40</b>	<b>29</b>	<b>100</b>	<b>100</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
<b>货币资金</b>	<b>647</b>	<b>1,149</b>	<b>1,271</b>	<b>1,300</b>	<b>1,400</b>	<b>1,500</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,326</b>	<b>2,048</b>	<b>2,147</b>	<b>2,252</b>	<b>2,507</b>	<b>2,810</b>
<b>存货</b>	<b>147</b>	<b>104</b>	<b>183</b>	<b>176</b>	<b>194</b>	<b>217</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>316</b>	<b>154</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>70</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,436</b>	<b>3,454</b>	<b>3,653</b>	<b>3,787</b>	<b>4,165</b>	<b>4,597</b>
<b>%总资产</b>	<b>79.5%</b>	<b>67.4%</b>	<b>66.7%</b>	<b>64.3%</b>	<b>64.3%</b>	<b>66.6%</b>
<b>长期投资</b>	<b>21</b>	<b>92</b>	<b>178</b>	<b>179</b>	<b>178</b>	<b>178</b>
<b>固定资产</b>	<b>296</b>	<b>566</b>	<b>672</b>	<b>953</b>	<b>1,133</b>	<b>1,127</b>
<b>%总资产</b>	<b>9.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.3%</b>	<b>16.2%</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.3%</b>
<b>无形资产</b>	<b>291</b>	<b>955</b>	<b>910</b>	<b>915</b>	<b>919</b>	<b>924</b>
<b>非流动资产</b>	<b>627</b>	<b>1,669</b>	<b>1,827</b>	<b>2,104</b>	<b>2,310</b>	<b>2,308</b>
<b>%总资产</b>	<b>20.5%</b>	<b>32.6%</b>	<b>33.3%</b>	<b>35.7%</b>	<b>35.7%</b>	<b>33.4%</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,063</b>	<b>5,123</b>	<b>5,480</b>	<b>5,891</b>	<b>6,475</b>	<b>6,906</b>
<b>短期借款</b>	<b>682</b>	<b>152</b>	<b>199</b>	<b>100</b>	<b>232</b>	<b>130</b>
<b>应付款项</b>	<b>727</b>	<b>1,201</b>	<b>1,197</b>	<b>1,325</b>	<b>1,465</b>	<b>1,640</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>99</b>	<b>148</b>	<b>208</b>	<b>133</b>	<b>148</b>	<b>166</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,508</b>	<b>1,501</b>	<b>1,604</b>	<b>1,558</b>	<b>1,845</b>	<b>1,936</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>41</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>负债</b>	<b>1,511</b>	<b>1,538</b>	<b>1,693</b>	<b>1,623</b>	<b>1,910</b>	<b>2,002</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,515</b>	<b>3,529</b>	<b>3,748</b>	<b>4,215</b>	<b>4,497</b>	<b>4,820</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>39</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>84</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,063</b>	<b>5,123</b>	<b>5,480</b>	<b>5,891</b>	<b>6,475</b>	<b>6,906</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	<b>0.177</b>	<b>0.224</b>	<b>0.277</b>	<b>0.327</b>	<b>0.399</b>	<b>0.459</b>
<b>每股净资产</b>	<b>1.874</b>	<b>3.532</b>	<b>3.728</b>	<b>4.165</b>	<b>4.444</b>	<b>4.763</b>
<b>每股经营现金净流</b>	<b>0.334</b>	<b>0.433</b>	<b>0.409</b>	<b>0.388</b>	<b>0.365</b>	<b>0.443</b>
<b>每股股利</b>	<b>0.116</b>	<b>0.066</b>	<b>0.090</b>	<b>0.100</b>	<b>0.120</b>	<b>0.140</b>
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	<b>9.45%</b>	<b>6.34%</b>	<b>7.43%</b>	<b>7.84%</b>	<b>8.97%</b>	<b>9.64%</b>
<b>总资产收益率</b>	<b>4.67%</b>	<b>4.37%</b>	<b>5.08%</b>	<b>5.61%</b>	<b>6.23%</b>	<b>6.73%</b>
<b>投入资本收益率</b>	<b>7.37%</b>	<b>8.28%</b>	<b>7.26%</b>	<b>6.99%</b>	<b>8.17%</b>	<b>8.99%</b>
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	<b>0.14%</b>	<b>-8.40%</b>	<b>19.25%</b>	<b>10.05%</b>	<b>11.33%</b>	<b>12.09%</b>
<b>EBIT增长率</b>	<b>20.68%</b>	<b>74.37%</b>	<b>0.40%</b>	<b>-0.72%</b>	<b>28.30%</b>	<b>15.31%</b>
<b>净利润增长率</b>	<b>23.44%</b>	<b>56.25%</b>	<b>24.55%</b>	<b>18.64%</b>	<b>22.13%</b>	<b>15.07%</b>
<b>总资产增长率</b>	<b>-1.41%</b>	<b>67.25%</b>	<b>6.96%</b>	<b>7.50%</b>	<b>9.92%</b>	<b>6.65%</b>
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	<b>54.7</b>	<b>70.9</b>	<b>71.9</b>	<b>73.0</b>	<b>73.0</b>	<b>73.0</b>
<b>存货周转天数</b>	<b>4.7</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.5</b>	<b>7.5</b>
<b>应付账款周转天数</b>	<b>31.0</b>	<b>40.2</b>	<b>41.8</b>	<b>43.0</b>	<b>43.0</b>	<b>43.0</b>
<b>固定资产周转天数</b>	<b>13.5</b>	<b>24.0</b>	<b>22.8</b>	<b>25.7</b>	<b>23.5</b>	<b>21.0</b>
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	<b>2.26%</b>	<b>-27.81%</b>	<b>-27.25%</b>	<b>-27.19%</b>	<b>-24.72%</b>	<b>-27.11%</b>
<b>EBIT利息保障倍数</b>	<b>9.2</b>	<b>44.5</b>	<b>39.6</b>	<b>-24.1</b>	<b>-32.7</b>	<b>-35.1</b>
<b>资产负债率</b>	<b>49.31%</b>	<b>30.02%</b>	<b>30.89%</b>	<b>27.54%</b>	<b>29.50%</b>	<b>28.99%</b>

**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	1	3	7
增持	1	1	1	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.50	1.40	1.22

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	2017-01-18	买入	9.25	14.00~15.00
2	2017-04-18	买入	9.04	N/A
3	2017-04-28	买入	9.23	N/A
4	2017-06-14	买入	8.43	11.00~11.00
5	2017-08-22	买入	8.71	N/A
6	2017-10-30	买入	11.59	N/A
7	2018-08-10	买入	6.28	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