

航空货运价格高位运行利好空代业务，看好跨境电商物流业务未来成长性

华贸物流 (603128.SH)

推荐 首次评级

核心观点:

1. 事件

10 月 20 日，公司发布 2020 年 3 季报业绩：2020 年前 3 季度，公司实现营业收入 98.15 亿元，同比增长 35.81%；归属母公司净利润 4.04 亿元，同比增长 57.88%；扣非归母净利润 3.95 亿元，同比增长 54.51%。

2. 我们的分析与判断

(一) 新冠疫情下，受益于空运海运价格上涨利好及跨境电商物流发展，2020 年 1-3 季度营收增速超 35%，归母净利润增速达 58%。

公司主营业务包括国际空海铁货运代理、跨境电商物流、国际工程物流、国际仓储物流、其他国际综合物流服务，以及特大件特种专业物流。2020 年前 3 季度，公司经营活动产生现金流净额 7.93 亿元，同比增长 371.01%；加权平均 ROE 为 9.42%，毛利率 12.08%。

根据公司公开披露数据显示，业务结构方面，空运、海运和跨境电商物流为三大支柱业务。2020 年上半年营收中，国际空运业务占比 45%、国际海运业务占比 29%、跨境电商物流业务占比 14%、特种物流业务占比 5%、仓储第三方物流 4%。

空运海运价格上涨利好公司货代板块业绩提升。2020 年上半年，国际空运的业务量 16.73 万吨，同比下降 2.31%；营业收入 29.31 亿元，同比增长 86.58%。主要原因是：2020 年空运市场受到疫情因素的影响，单位售价及成本均大幅增长，单位收入增长至 1.75 万元/吨，单价上涨因素致营业收入同比增加了 13.96 亿元。国际海运业务量 45.09 万标箱，同比下降 10.26%；营业收入 18.73 亿元，同比上升 3.65%。2020 年船公司因运力紧张调升运价，公司相应的调升产品单位售价，单位收入同比增加 15.50%，单价上调使营业收入同比增加了 2.51 亿元。业务量同比下降 10.26%，业务量下降致收入减少 1.85 亿元。

(二) 公司以国际货运代理为基石，积极布局全球物流网络，加快推进跨境电商物流业务深化发展。

公司是我国最早获得一级国际货运代理资质的企业之一，目前拥有 15 多个海外分支机构涉及美国、德国、卢森堡、新加坡、印尼、柬埔寨等国和地区，境外仓库 7.2 万平方米。在国际空运方面，集团公司参股国内三大航，在国内具有运力优势，同时与河南航投合作参股卢货航，在欧洲运力具有独特优势。在国际海运方面，公司与上海港、宁波舟山港、厦门港、青岛港密切合作，旗下德祥物流在上海地区海运进口分拨市场绝对领先地位。同时公司提供普通仓、海关监管仓和在保税区里的仓储服务，在货物的进口、出口及转运方面有长期丰富的经验。

分析师

王靖添

☎: 8610-66568837

✉: wangjingtian-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

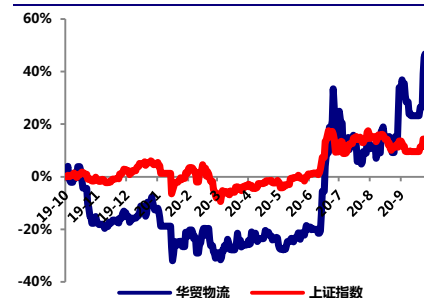
市场数据

2020/10/19

A 股收盘价(元)	8.26
A 股一年内最高价(元)	8.41
A 股一年内最低价(元)	3.74
上证指数	3336.36
市盈率(2020)	21.20
总股本(万股)	130946.30
实际流通 A 股(万股)	130946.30
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	108.16

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相对表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

《跨境电商空间广阔，航空货运领先起航——2020 年四季度投资策略》，2020 年 9 月 26 日。

在推进跨境物流业务方面，公司签订定增协议引进战略投资者蒸泰投资（“鼎晖投资”为股东之一），通过“鼎晖”在跨境电商领域既有投资，已经与部分中国 B2C 跨境出口电商企业如执御、跨境通、有棵树等进行业务合作。引入山东国投，旨在利用其战略资源加快在山东青岛、济南、烟台三地机场的国际空运包机对接，近距离优势服务更多的日韩跨境电商客户。公司旗下的华安润通与中国邮政密切合作，而中国邮政目前是跨境电商小件商品出口的主要渠道。据中国邮政集团公司数据显示，2018 年中国邮政国际业务量达 11.7 亿件，约三分之一以上的国内跨境电商轻小件通过中国邮政渠道发往海外。

根据公司公开披露数据显示，2020 年上半年公司国际空运价格 17519 元/吨，跨境电商物流单价位 33321 元/吨，是国际空运业务单价的 1.9 倍。基于前期积极布局，把握跨境电商发展的基于，公司跨境电商物流业务于 2020 年上半年取得快速发展，上半年完成业务量 2.8 万吨，营业收入 9.33 亿元。

（三）短期受国际航空运力供给不足，空运价格继续利好公司国际空运业务，长期跨境电商深度发展，需要打造国内跨境物流龙头公司。

短期来看，受新冠疫情影响，目前我国国际航线恢复较为缓慢，叠加欧洲第二波疫情的不确定性，国际客机腹舱货运运力供给短期恢复较难，国际全货机运力供给也需要时间增加。因此，我们认为到 2021 年上半年前，国际航空货运运价仍将保持一个较高水平，这将有利于支撑公司国际空运业务的未来 1 年的业绩表现。与此同时，目前海运运价也呈现出景气度向上的趋势，也就利好公司国际海运业务发展。

长期来看，跨境电商发展迅猛，需要优秀物流龙头公司支撑。据海关总署统计数据分析显示近年来跨境电子商务年近 40% 的增速发展，2020 年前 3 季度，海关跨境电商管理平台进出口为 1873.9 亿元，同比增长 52.8%，跨境电商增速远高于外贸整体水平。因此，我们认为跨境物流业务将会给公司带来相当大的业绩增量。

3. 投资建议

预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 142.51 亿元、163.89 亿元、180.27 亿元，归母净利润分别为 4.85 亿元、5.50 亿元、6.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.42 元、0.47 元，当前股价对应 PE 为 22.22x、19.60x、17.69x。我们认为，未来公司受益于跨境电商发展，业绩将呈现持续增长趋势，目前 PE 水平相对合理。给予“推荐”评级。

4. 风险提示

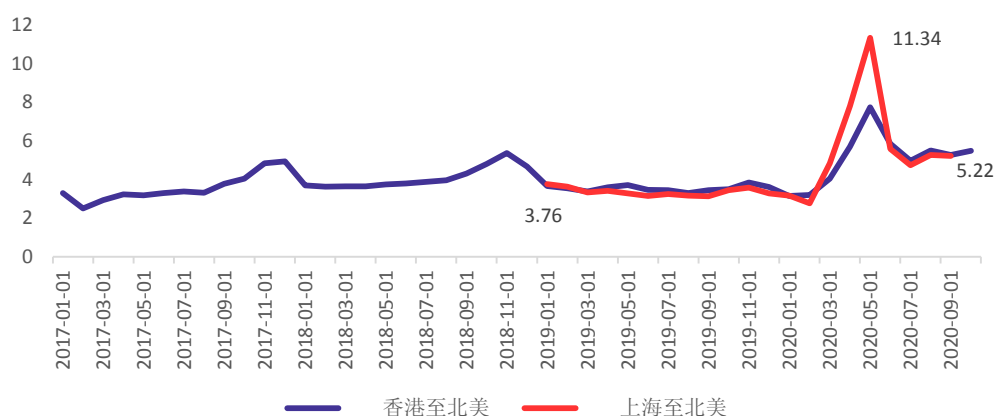
空运海运价格大幅下跌的风险；跨境物流需求不及预期的风险；国际贸易形势变化产生的风险；交通运输政策变化产生的风险。

表：华贸物流关键财务指标及预测

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10252.46	14250.93	16388.57	18027.42
（增长率）	（8.54%）	（39.00%）	（15.00%）	（10.00%）
毛利率（%）	11.68%	12.15%	12.00%	12.00%
归属母公司股东的净利润（百万元）	343.73	484.94	549.73	609.30
（增长率）	（7.49%）	（41.08%）	（13.36%）	（10.84%）
EPS（元）	0.262	0.370	0.420	0.465
P/E	31.35	22.22	19.60	17.69

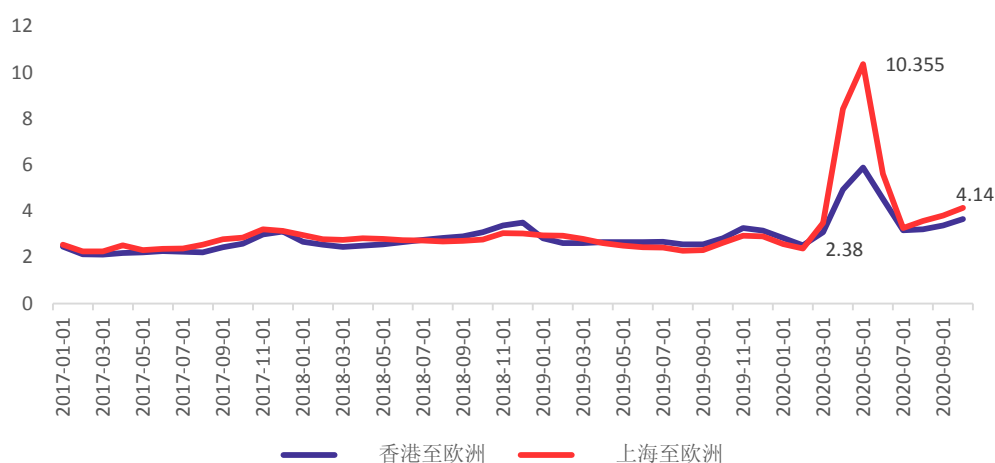
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 1：2017 年 1 月至 2020 年 10 月 TAC 航空货运价格指数（亚太至北美，单位：美元/公斤）



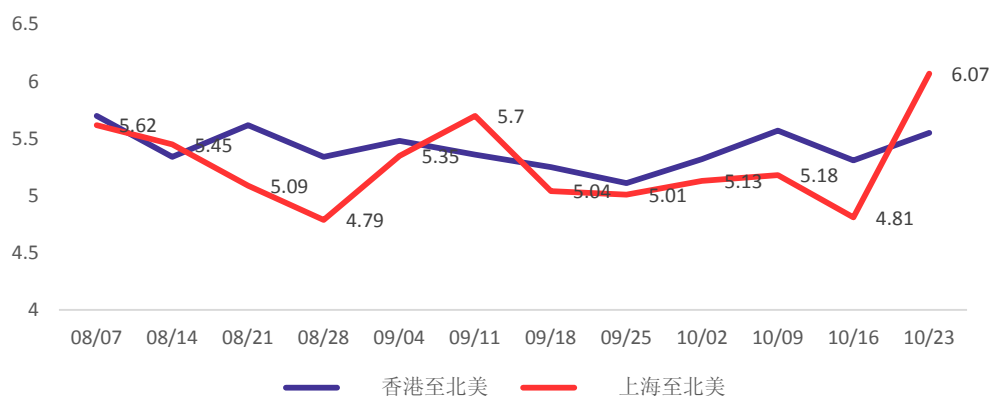
资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 2：2017 年 1 月至 2020 年 10 月 TAC 航空货运价格指数（亚太至欧洲，单位：美元/公斤）



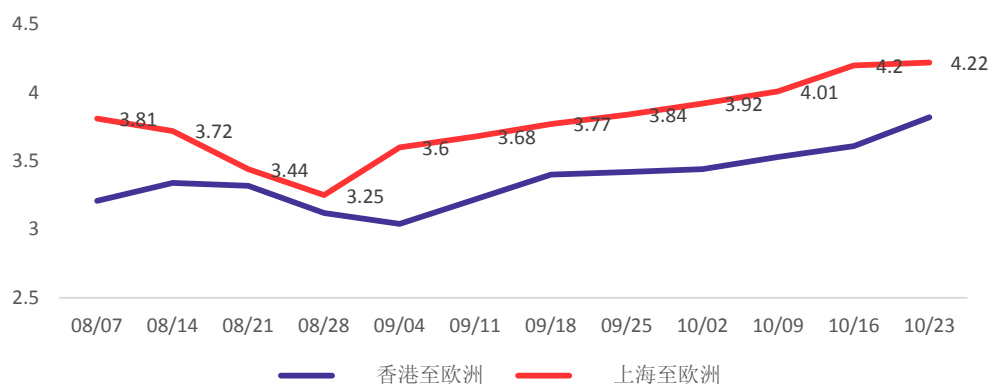
资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 3：2020 年 8 月至 10 月 TAC 航空货运周度价格指数（亚太至北美，单位：美元/公斤）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 4：2020 年 8 月至 10 月 TAC 航空货运周度价格指数（亚太至欧洲，单位：美元/公斤）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添 交通运输行业分析师

北京大学理学硕士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师，拥有丰富的交通运输战略政策研究工作经验。2018 年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。单击此处输入文字。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn