

布局提升跨境物流服务能力， 11 月空运价格反弹利好业绩改善

核心观点：

● 事件

近期，公司先后发布《关于拟参与南方航空货运物流（广州）有限公司增资的公告》和《关于拟在墨西哥设立全资子公司的公告》。

● 公司拟参与南方物流混改，旨在增强跨境全链条物流服务能力

航空货运产业链中包括航空货运公司、货运代理、机场货站、地面物流公司等环节。据中国民航大学研究显示，航空货运价值链中，出发地货代占 12.2%、出发地机场货运占 7.3%、航空承运人占 48.8%、目的地机场货运占 7.3%、目的地货代占 24.4%。我们认为，若此次交易完成，将进一步提升华贸物流跨境物流服务能力，丰富公司在航空产业链中的产品体系，增强了航空货运服务的稳定性。

● 公司拟在设立墨西哥设立全资子公司，旨在加快境外网络布局，拓展海外市场

随着跨境电商的深化发展，能够率先构建全球物流网络布局的公司将更具有竞争力。公司选择美洲重要贸易国墨西哥设立子公司，反映了美洲市场具有较大的物流需求，同时公司也把握机会加快境外网络布局，拓展海外市场，切实提升公司网络协同能力和整体盈利能力。

● 2020 年 11 月航空货运价格再次反弹，持续支撑公司业绩改善

据 TAC 航空货运价格数据显示，2020 年 11 月上海至北美航空货运价格为 7.24 美元/公斤，环比增加 26%，同比增长 102%，呈现反弹趋势。因此，未来国际航空货运运价仍将保持一个较高水平，这有利于支撑公司国际空运业务的未来 1 年的业绩表现。

● 投资建议

预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.38 元、0.43 元、0.47 元，当前股价对应 PE 为 21.6x、19.2x、17.5x。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。维持给予“推荐”评级。

● 公司主要财务指标

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%	12.28%	12.10%	12.05%
归母净利润（百万元）	343.73	497.99	561.44	615.96
（增长率）	（7.49%）	（44.88%）	（12.74%）	（9.71%）
EPS（元）	0.262	0.380	0.429	0.470
P/E	31.35	21.64	19.20	17.50

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

华贸物流（603128.SH）

推荐 维持评级

分析师

王靖添

☎：8610-66568837

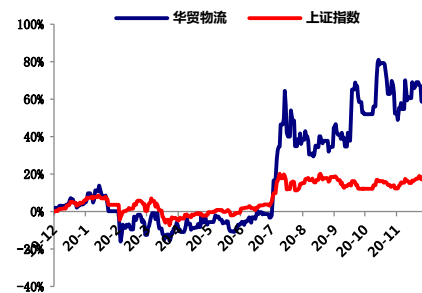
✉：wangjingtian-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢：宁修齐

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.04
2Q/2020	0.21
1Q/2020	0.06
4Q/2019	0.10
市盈率	21
总市值（亿元）	105

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

《华贸物流：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》，2020 年 10 月 21 日。

一、事件

2020 年 11 月，公司先后发布《关于拟参与南方航空货运物流（广州）有限公司增资的公告》和《关于拟在墨西哥设立全资子公司的公告》。

二、我们的分析与判断

（一）公司拟参与南方物流混改，旨在增强跨境全链条物流服务能力

南方航空货运物流（广州）有限公司（以下简称“南航物流”）在上海联合产权交易所进行公开挂牌，通过增资扩股方式公开征集 1-15 名战略投资者，释放股权比例不超过 49.5%（含员工持股）。华贸物流拟参与南航物流本次增资的竞争性谈判，拟取得南航物流不超过 15% 的股权。若此次华贸物流参与南航物流混改交易成功，将会对公司产生积极影响，主要体现在以下几个方面：一是通过运力和货源的有效结合，构建和丰富华贸物流的运力产品体系。二是共享海外网络，构建华贸物流海外多层次服务体系。三是进一步开发南航物流旗下配套物流业务，形成协同效应。

航空货运产业链中包括航空货运公司、货运代理、机场货站、地面物流公司等环节。据中国民航大学研究显示，航空货运价值链中，出发地货代占 12.2%、出发地机场货运占 7.3%、航空承运人占 48.8%、目的地机场货运占 7.3%、目的地货代占 24.4%。我们认为，若此次交易完成，将进一步提升华贸物流跨境物流服务能力，丰富公司在航空产业链中的产品体系，增强了航空货运服务的稳定性，有助于促进公司迈向跨境综合物流服务商的进程。

（二）公司拟在设立墨西哥设立全资子公司，旨在加快境外网络布局，拓展海外市场

根据公告信息显示，华贸物流此次在墨西哥设立全资子公司的拟定公司中文名称暂定为华贸国际物流（墨西哥）有限公司（以注册为准），注册资本 10 万美元，拟定经营范围是国际货运代理（以注册为准），股权结构为华贸物流（香港）有限公司（98%）和香港华贸国际物流有限公司（2%）。

华贸物流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。此次在墨西哥设立子公司是对跨境物流网络完善的战略举措。我们认为，随着跨境电商的深化发展，能够率先构建全球物流网络布局的公司将更具有竞争力。华贸物流选择美洲重要贸易国墨西哥设立子公司，反映了美洲市场具有较大的物流需求，同时公司也把握机会加快境外网络布局，拓展海外市场，切实提升公司网络协同能力和整体盈利能力。

（三）2020 年 11 月航空货运价格再次反弹，持续支撑公司业绩改善

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。据 TAC 航空货运价格数据显示，2020 年 11 月上海至北美航空货运价格为 7.24 美元/公斤，环比增加 26%，同比增长 102%，呈现反弹趋势。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。

三、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 4.98 亿元、5.61 亿元、6.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.38 元、0.43 元、0.47 元，当前股价对应 PE 为 21.6x、19.2x、17.5x。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。维持给予“推荐”评级。

四、风险提示

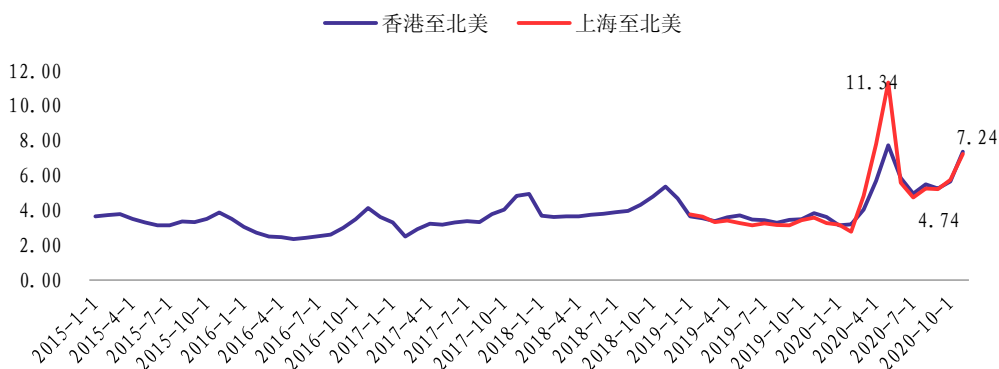
空运海运价格大幅下跌的风险；跨境物流需求不及预期的风险；国际贸易形势变化产生的风险；交通运输政策变化产生的风险；参与航空货运混改不及预期产生的风险；境外投资政策变化产生的风险。

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%	12.28%	12.10%	12.05%
归属母公司股东的净利润（百万元）	343.73	497.99	561.44	615.96
（增长率）	(7.49%)	(44.88%)	(12.74%)	(9.71%)
EPS（元）	0.262	0.380	0.429	0.470
P/E	31.35	21.64	19.20	17.50

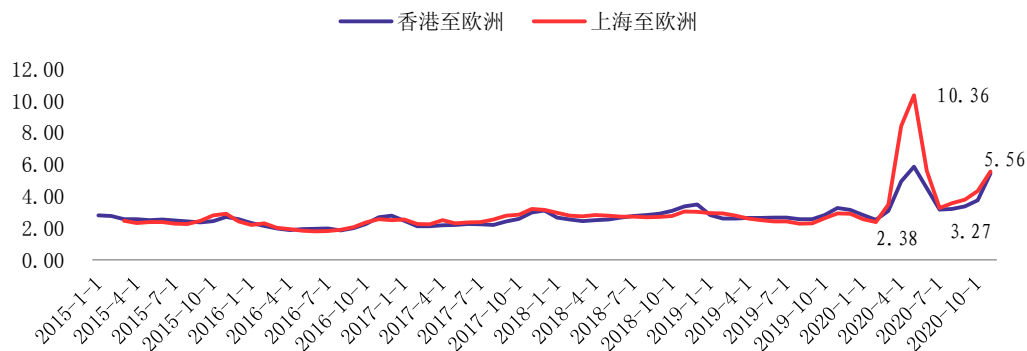
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 1：2015 年 1 月至 2020 年 11 月 TAC 航空货运价格指数（亚太至北美，单位：美元/公斤）



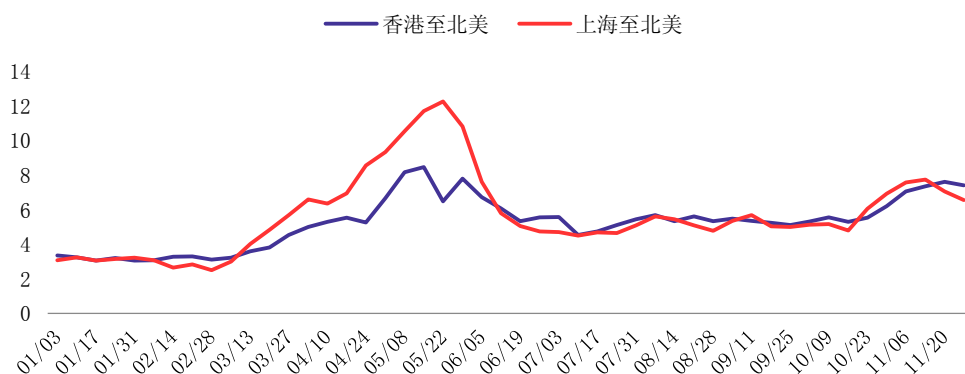
资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 2：2015 年 1 月至 2020 年 11 月 TAC 航空货运价格指数（亚太至欧洲，单位：美元/公斤）



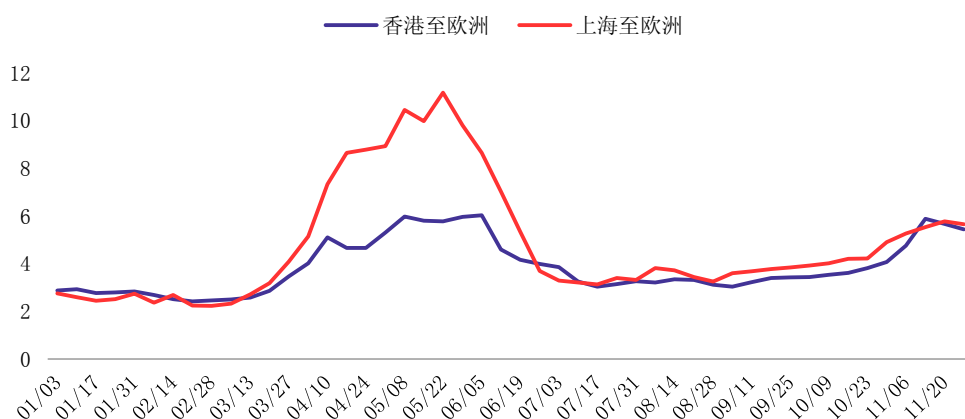
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 3：2020 年 1 月至 11 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 1 月至 11 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，以勤勉的执业态度，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。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

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

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