

证券研究报告—动态报告/公司快评

交通运输

物流 II

华贸物流 (603128)

重大事件快评

买入

(首次评级)

2021年03月15日

跨境物流领域再下一城，成长之路稳扎稳打

证券分析师：黄盈

huangying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010003

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004

事项：

事件：公司公告收购深圳市深创建供应链有限公司 33.5% 股权；华贸物流本次收购对价为 5025 万元，按照 33.5% 股权予 20 年深创建的利润计算，该价格对应 20 年 PE 不超过 5 倍。

国信交运观点：公司在跨境电商市场加强布局，新收购项目有望于原有业务产生正面共振。盈利预测方面，预计公司未来收入利润将大幅收到跨境电商业务的带动，国际海运空运业务增速将继续修复，给予 2020-2022 年归母净利润预测 5.55、7.31、9.11 亿，对应当前股价 PE 为 33/25/20X，我们认为公司未来成长天花板尚远，且中期业绩的成长性与确定性双高，首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**收购项目不及预期；跨境电商行业需求不及预期；宏观经济波动超出预期

评论：

■ **被收购标的情况：**被收购标的为深圳市深创建供应链有限公司，截止 2020 年 12 月 31 日，该标的已拥有重资产 4854.16 万元，净资产 1517.18 万元；2020 全年收入达到 6162.29 万，净利润 3643.32 万，净利率水平较高。纵向对比 2019 年，深创建在资产规模、收入体量、净利率等方面均有长足进步。华贸物流本次收购对价为 5025 万元，按照 33.5% 股权予 20 年深创建的利润计算，该价格对应 20 年 PE 不超过 5 倍。

■ **跨境电商市场景气度高企，公司卡位核心资源**

公司原先在国际航空货运市场经营多年，拥有较强的资源基础。2019 年，公司通过收购华大国际、华安润通进入跨境电商物流市场，主要为中国邮政集团公司及其旗下中国邮政速递物流股份有限公司提供国际邮件航空运输采购及地面操作服务。2020 年，新冠疫情带来跨境电商出口行业的蓬勃生长，公司把握机遇，进一步发挥原有优势，扩大了其在跨境电商物流尤其是航空国际物流方面的优势。2020 年上半年，公司跨境电商业务完成业务量 2.8 万吨，营业收入 9.33 亿元，收入占比达到 14.4%，但考虑跨境电商远高于传统货代的毛利率水平，我们认为跨境电商业务将成长为公司未来的核心利润来源。

■ **疫情冲击下，货代业务格局存在改善可能，或将开启新一轮成长周期**

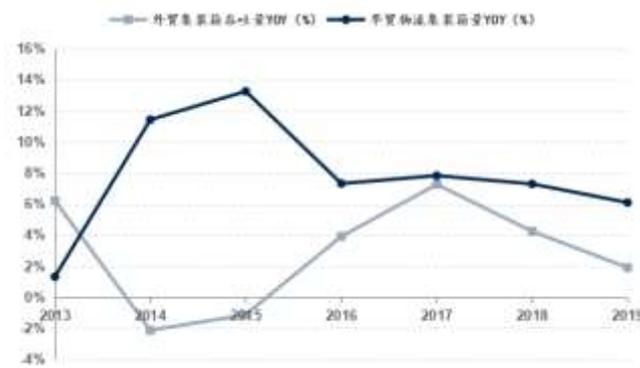
疫情冲击之下，航空与海运货代运力资源紧缺，小型货代企业经营压力巨大。纵观华贸物流历史，从海运与空运业务量角度，公司体现了稳健成长，且增速高于行业，间接说明了公司在业内的竞争力，我们认为本轮疫情将带来行业内的集中度提升，公司未来将开启新一轮成长周期。

图 1: 2009-2019 航空国际货运量增速 VS 华贸航空货运量增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2013-2019 外贸集装箱吞吐量增速 VS 华贸海运集装箱量增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

■ 持续收购扩张业务版图，各版块间协同效应较高

公司历史上沿着“外延收购+内生成长”的道路，不断进行版图扩张。细数公司过去几年的收购项目，公司专注国际物流，通过对仓储、工程物流、货代资源等方面的收购，不断夯实自身的核心能力，获取更优质的资产或打入某些核心客户，历史上公司收购对象的估值均较为合理，收购时经营基础较好，且我们认为各版块之间存在较强的联动效应，我们认为公司将沿着这一道路继续成长为综合性国际货运企业。

表 1: 华贸物流近年来主要收购

收购对象	收购时间	标的业简介	收购股权	收购对价 (万)	收购对价 PE	收购时利润 (万, 收购前完整年度)
德祥物流	2014.10.31	德祥分拨仓	65%	20509	14.34 以 2013 年净利润为基准计算	2416.89
中特物流	2015.11.7	以国内工程物流、国际工程物流以及国内大宗商品物流为主要业务的大型特种物流集团。	100%	120000	14.36 以 2014 年净利润为基准计算	8353.67
华安润通	2019.8.21	其经营模式为：接受中国邮政委托，作为其国际邮件航空运输采购代理，向取得授权合作关系的航空公司采购部分国际航线的邮件运输服务，并提供配套的邮件从国际互换局分拣中心至口岸机场库区的地面运输、货物装卸服务，涵盖的国际邮件服务产品包括全球邮政特快专递（EMS）、国际 e 邮宝、航空函件、航空包裹等。	70%	55580	7.94	9999.87
华大国际	2019.8.21	其经营模式为：接受中国邮政委托，作为其国际邮件航空运输采购代理，向取得授权合作关系的航空公司采购部分国际航线的邮件运输服务，并提供配套的邮件从国际互换局分拣中心至口岸机场库区的地面运输、货物装卸服务，涵盖的国际邮件服务产品包括全球邮政特快专递（EMS）、国际 e 邮宝、航空函件、航空包裹等。	70%	6300	16.18	556.3
河南航投	2019.10.15	航投物流的主营业务是航空货运代理。	49%	11851.63	-	-33.55

洛阳中重 运输	2020.7.9	中重运输作为中信重工的全资子公司,长期作为中信重工的运输配套保障,从事厂内原材料及货物的转运以及中信重工设备销售业务的运输配送。	60%	6920.72	5.41	2131.88
深创建供 应链	2021.3.3	旗下的深圳跨境贸易物流监管中心有限公司是经深圳海关批准设立、由蛇口海关实施监管的作业场所,拥有全国首个落地于保税港区的跨境电商全业态监管功能区。	34%	5025	4.12	3643.32

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议

公司在跨境电商市场加强布局，新收购项目有望于原有业务产生正面共振。盈利预测方面，预计公司未来收入利润将大幅收到跨境电商业务的带动，国际海运空运业务增速将继续修复，给予**2020-2022**年归母净利润预测**5.55、7.31、9.11**亿，对应当前股价**PE**为**33/25/20X**，我们认为公司未来成长天花板尚远，且中期业绩的成长性与确定性双高，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 公司收入拆分 (单位: 百万)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	9,445.44	10,252.46	13,364.57	16,348.53	18,705.25
YOY(%)	8.38%	8.54%	30.35%	22.33%	14.42%
综合物流服务	8,334.91	9,227.08	13,314.73	16,298.69	18,655.41
YOY(%)	7.61%	10.70%	44.30%	22.41%	14.46%
国际海运	3,490.53	3,955.62	4,177.13	6,004.63	6,560.06
YOY(%)	14.28%	13.32%	5.6%	43.8%	9.2%
国际空运	3,596.62	3,713.12	5,997.58	6,477.39	7,076.55
YOY(%)	5.53%	3.24%	61.5%	8.0%	9.2%
特种物流	571.95	552.24	607.46	637.84	720.76
YOY(%)	-14.75%	-3.45%	10.0%	5.0%	13.0%
仓储第三方物流	379.33	449.99	404.99	485.99	607.49
YOY(%)	21.94%	18.63%	-10.0%	20.0%	25.0%
跨境电商物流		230.72	1799.62	2348.50	3329.00
YOY(%)			680.0%	30.5%	41.8%
国际工程物流	173.48	137.16	130.30	136.82	143.66
YOY(%)	6.98%	-20.94%	-5.0%	5.0%	5.0%
其他物流	123	188.23	197.64	207.52	217.90
YOY(%)	-11.48%	53.03%	5.0%	5.0%	5.0%
供应链贸易业务	1,110.53	1,025.39	49.84	49.84	49.84
YOY(%)	14.52%	-7.67%	-95.1%	5.0%	5.0%
归母净利润	323.00	351.26	555.44	731.32	910.51
归母净利润 YOY (%)	16.0%	8.7%	58.1%	31.7%	24.5%
归母净利率 (%)	3.4%	3.4%	4.2%	4.5%	4.9%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1149	1069	1154	1200
应收款项	2700	3378	4132	4728
存货净额	61	157	191	218
其他流动资产	61	94	114	131
流动资产合计	3972	4797	5712	6397
固定资产	635	671	671	666
无形资产及其他	175	168	161	154
投资性房地产	1439	1439	1439	1439
长期股权投资	188	246	338	429
资产总计	6408	7321	8320	9085
短期借款及交易性金融负债	522	488	561	391
应付款项	969	1324	1542	1758
其他流动负债	478	627	766	871
流动负债合计	1969	2440	2869	3020
长期借款及应付债券	40	40	40	40
其他长期负债	221	283	361	362
长期负债合计	262	323	401	402
负债合计	2231	2763	3270	3423
少数股东权益	62	86	121	165
股东权益	4115	4472	4929	5497
负债和股东权益总计	6408	7321	8320	9085

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.27	0.42	0.56	0.70
每股红利	0.11	0.15	0.21	0.26
每股净资产	3.14	3.42	3.76	4.20
ROIC	8%	12%	16%	18%
ROE	9%	12%	15%	17%
毛利率	12%	13%	13%	14%
EBIT Margin	4%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	7%
收入增长	9%	30%	22%	14%
净利润增长率	9%	58%	32%	25%
资产负债率	36%	39%	41%	39%
息率	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%
P/E	52.8	33.4	25.4	20.4
P/B	4.5	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA	41.0	26.0	21.1	17.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10252	13365	16349	18705
营业成本	9055	11620	14190	16168
营业税金及附加	12	13	16	19
销售费用	472	601	736	823
管理费用	263	381	448	493
财务费用	5	1	2	2
投资收益	6	25	18	22
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	16	7	7	7
营业利润	468	779	982	1229
营业外净收支	(0)	1	1	(3)
利润总额	468	780	983	1226
所得税费用	93	187	197	245
少数股东损益	24	37	55	71
归属于母公司净利润	351	555	731	911

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	351	555	731	911
资产减值准备	(8)	0	0	0
折旧摊销	56	71	77	82
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	1	2	2
营运资本变动	(561)	(240)	(375)	(316)
其它	23	24	34	44
经营活动现金流	(140)	410	467	720
资本开支	(17)	(100)	(70)	(70)
其它投资现金流	0	(100)	(20)	0
投资活动现金流	(142)	(258)	(181)	(161)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(139)	(198)	(274)	(342)
其它融资现金流	463	(34)	73	(170)
融资活动现金流	187	(232)	(201)	(512)
现金净变动	(95)	(80)	85	46
货币资金的期初余额	1244	1149	1069	1154
货币资金的期末余额	1149	1069	1154	1200
企业自由现金流	(161)	305	404	663
权益自由现金流	301	270	476	491

相关研究报告

《华贸物流-603128-新股询价报告-稳步发展的综合物流服务商》 ——2012-05-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032