

603128.SH

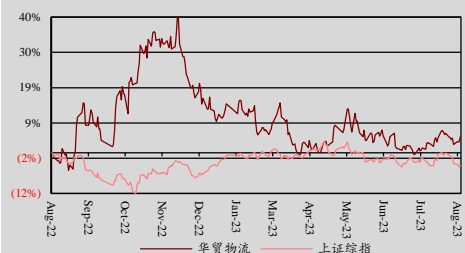
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 9.34

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.5)	3.7	(7.7)	1.0
相对上证综指	(12.1)	5.1	(4.0)	4.9

发行股数 (百万)	1,309.46
流通股 (百万)	1,309.46
总市值 (人民币 百万)	12,230.38
3个月日均交易额 (人民币 百万)	64.94
主要股东	
中国物流集团有限公司	45.79

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年8月17日收市价为标准

相关研究报告

《华贸物流》20221214

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：物流

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

联系人：刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070018

华贸物流

内生 α 放大外部催化，公司下半年经营或迎边际改善

8月4日，上海航运交易所发布周内SCFI由上周续涨10.09点至1039.23点，集运市场需求渐增叠加旺季预期催化，船公司限制供给维持供需平衡，驱动运价上行。维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- 欧美主阵地需求渐增，旺季预期助推运价顺势上涨。SCFI连续两周位于1000点以上，上周(7.28-8.4)增幅0.9%较前一周收窄，主要是因为各航线走势分化。本周欧洲运价转跌，运价降至947美元，降幅2.8%，而北美航线维持强劲走势，美西航线续涨59美元至2002美元/TEU，涨幅3%；美东航线续涨160美元至3013美元，涨幅5.6%。近期海运货量渐增，需求较上半年有所改善，船公司意图抬高运价，通过削减运力供给实现了供需相接，支撑运价上行。7月以来，船公司已成功调涨3次运价。我们认为，本轮需求短期或迎季节性改善，中长期运价表现仍取决于需求增速能否匹配供给增速。
- 非欧美市场被低估，一带一路沿线业务具有长期成长性。2023年上半年，我国对美国、欧盟进出口表现不佳，同比增速为负，而在东盟、RECP等统计口径下的同比增速表现较好，支撑整体进出口表现。一带一路长期受政策催化，沿线国家需求稳健增长，涵盖基建工程、大宗商品、汽车制造等多个领域。5月19日，华贸物流公告与厦门建发股份下属子公司设立合资公司，主要从事大宗商品与消费品供应链物流服务，拟进一步开拓一带一路市场。预计一带一路业务的增长能一定程度对冲欧美市场下滑的影响。
- 由高速发展过渡到高质量发展，跨境电商市场有望迎来新增量。跨境电商市场出口交易规模由2013年的2.7万亿增长至2022年的12.3万亿，增速逐渐放缓，当前跨境电商正转向高质量发展。Temu在美国上线不到一年，下载量位列前茅，月用户访问量反超SHEIN、AliExpress等，与此同时，其版图向新兴国家市场拓展，除了拉美、东南亚等高热度地区，Temu此次计划入驻的中东显然是被低估的市场。2022年海湾六国人均GDP在2.3万美元-8.4万美元，人均消费能力强加之电商市场渗透率较低，中东片区市场空间有待进一步打开，我们认为Temu的快速发展有望为跨境电商物流贡献新的增量。
- 深化直客战略抵御市场波动，外部催化作用下预计改善更为明显。公司深度践行直客战略，2022年新获得比亚迪集团、建发集团、迈瑞医疗、拼多多、安克创新等200余家优质客户。直客战略下，其业绩增长主要依靠客单价提升，量的影响一定程度上被削弱。2023年Q1，公司营收同比下滑53.16%，归母净利润同比下滑12.24%，对比德迅、DSV净利润Q1分别下滑44%、25%，展现下行时期直客战略对利润的稳定作用。我们认为，直客战略助力公司穿越周期，考虑到当前海运市场下半年美线需求或将有所改善、跨境电商持续发展、一带一路贡献稳定增量等多重催化下，公司有望在内外共振下实现业绩边际改善。

估值

- 我们预计公司2023-2025年归母净利润为10.71/11.44/12.30亿元，同比+20.5%/6.8%/7.5%，EPS为0.82/0.87/0.94元/股，对应PE分别11.4/10.7/9.9倍，此次调整原因系2022年至今海运市场波动，维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

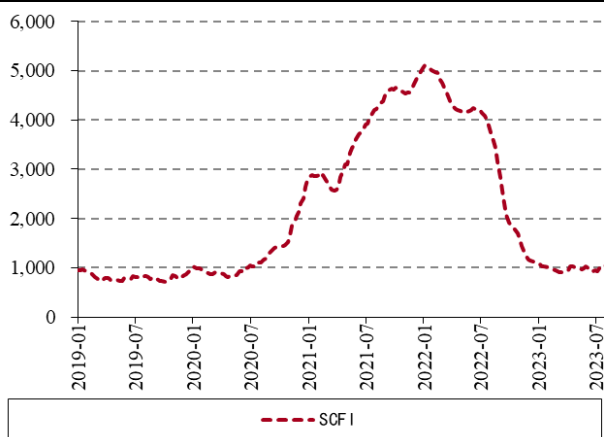
- 全球经济波动、海运市场波动。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入 (人民币 百万)	24,668	22,070	23,064	25,152	27,502
增长率 (%)	75.0	(10.5)	4.5	9.1	9.3
EBITDA (人民币 百万)	1,330	1,207	1,471	1,605	1,670
归母净利润 (人民币 百万)	837	888	1,071	1,144	1,230
增长率 (%)	57.7	6.2	20.5	6.8	7.5
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	0.64	0.68	0.82	0.87	0.94
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.90	1.15	-
调整幅度 (%)	-	-	(9.76)	(32.18)	-
市盈率(倍)	14.6	13.8	11.4	10.7	9.9
市净率(倍)	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA(倍)	12.8	10.0	7.7	6.7	6.2
每股股息 (人民币)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
股息率 (%)	1.7	3.2	4.4	4.7	5.1

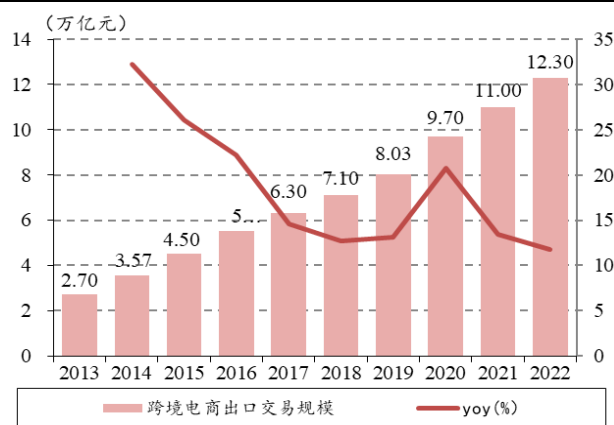
资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2019.01-2023.07 SCFI



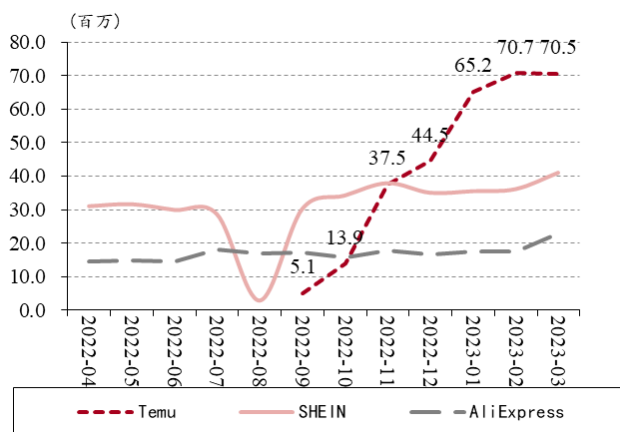
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 2013-2022 我国跨境电商出口交易规模及同比增速



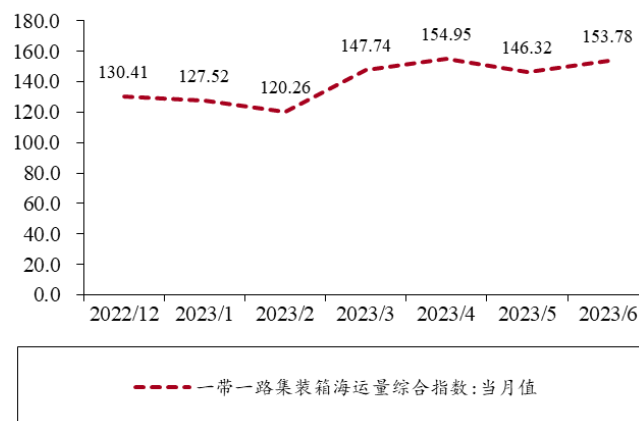
资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. Temu、SHEIN、AliExpress 在美用户访问量



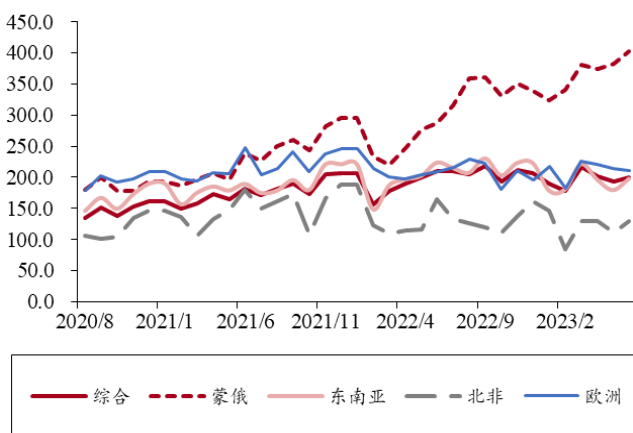
资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 2022.12-2023.06 一带一路海运集装箱综合指数



资料来源：同花顺，中银证券

图表 5. 2020.08-2023.06 一带一路贸易额指数



资料来源：同花顺，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,668	22,070	23,064	25,152	27,502
营业收入	24,668	22,070	23,064	25,152	27,502
营业成本	22,191	19,721	20,396	22,282	24,344
营业税金及附加	11	11	11	12	13
销售费用	739	758	799	830	935
管理费用	498	516	524	556	625
研发费用	38	23	30	33	36
财务费用	56	(75)	(58)	(20)	(24)
其他收益	15	25	20	20	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(6)	(2)	(0)	(1)	(1)
资产处置收益	12	2	6	6	6
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	34	32	33	33	33
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,189	1,177	1,422	1,518	1,632
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	3	2	4	3	3
利润总额	1,190	1,176	1,419	1,516	1,630
所得税	257	251	305	325	350
净利润	933	925	1,114	1,190	1,280
少数股东损益	96	36	44	47	50
归母净利润	837	888	1,071	1,144	1,230
EBITDA	1,330	1,207	1,471	1,605	1,670
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.64	0.68	0.82	0.87	0.94

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,253	6,524	9,935	10,012	12,087
现金及等价物	1,666	2,575	4,296	5,200	5,479
应收帐款	4,423	2,866	4,704	3,551	5,476
应收票据	86	45	166	64	187
存货	29	11	57	17	63
预付账款	334	330	125	372	171
合同资产	220	56	236	83	265
其他流动资产	496	642	352	725	445
非流动资产	3,271	3,248	3,145	3,002	2,914
长期投资	288	340	390	420	450
固定资产	642	602	526	450	375
无形资产	275	271	254	236	219
其他长期资产	2,066	2,036	1,975	1,895	1,870
资产合计	10,523	9,772	13,080	13,015	15,001
流动负债	3,755	3,259	4,018	3,357	4,674
短期借款	217	250	0	0	0
应付账款	2,420	1,438	2,488	1,802	2,885
其他流动负债	1,118	1,571	1,530	1,555	1,789
非流动负债	1,359	498	2,472	2,454	2,463
长期借款	969	151	0	0	0
其他长期负债	390	347	2,472	2,454	2,463
负债合计	5,114	3,757	6,490	5,811	7,137
股本	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309
少数股东权益	279	205	249	295	346
归属母公司股东权益	5,130	5,811	6,341	6,909	7,518
负债和股东权益合计	10,523	9,772	13,080	13,015	15,001

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	933	925	1,114	1,190	1,280
折旧摊销	146	167	167	166	121
营运资金变动	(970)	400	(326)	(11)	(390)
其它	146	(38)	(69)	(73)	(56)
经营活动现金流	256	1,454	886	1,272	956
资本支出	(87)	(31)	0	0	0
投资变动	(88)	(63)	(50)	(30)	(30)
其他	(502)	(123)	40	39	39
投资活动产生的现金流	(677)	(218)	(10)	9	9
银行借款	909	(785)	(401)	0	0
股权融资	(500)	(473)	(540)	(577)	(620)
其他	251	824	1,786	200	(66)
筹资活动现金流	660	(434)	845	(377)	(686)
净现金流	239	802	1,721	904	279

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	75.0	(10.5)	4.5	9.1	9.3
营业利润增长率(%)	64.1	(1.0)	20.8	6.8	7.5
归属于母公司净利润增长率(%)	57.7	6.2	20.5	6.8	7.5
息税前利润增长(%)	65.7	(12.2)	25.4	10.3	7.6
息税折旧前利润增长(%)	70.9	(9.3)	21.9	9.1	4.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	57.7	6.2	20.5	6.8	7.5
获利能力					
息税前利润率(%)	4.8	4.7	5.7	5.7	5.6
营业利润率(%)	5.2	9.0	19.8	23.3	25.0
毛利率(%)	10.0	10.6	11.6	11.4	11.5
归母净利润率(%)	3.4	4.0	4.6	4.5	4.5
ROE(%)	16.3	15.3	16.9	16.6	16.4
ROIC(%)	20.4	20.5	17.8	19.6	20.4
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
净负债权益比	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率	1.9	2.0	2.5	3.0	2.6
营运能力					
总资产周转率	2.7	2.2	2.0	1.9	2.0
应收账款周转率	6.8	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	12.4	11.4	11.7	11.7	11.7
费用率					
销售费用率(%)	3.0	3.4	3.5	3.3	3.4
管理费用率(%)	2.0	2.3	2.3	2.2	2.3
研发费用率(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	1.1	0.7	1.0	0.7
每股净资产(最新摊薄)	3.9	4.4	4.8	5.3	5.7
每股股息	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.6	13.8	11.4	10.7	9.9
P/B(最新摊薄)	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.8	10.0	7.7	6.7	6.2
价格/现金流(倍)	47.8	8.4	13.8	9.6	12.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371