

华贸物流 (603128)

——跨界电商物流战略布局进一步完善，重申“买入”

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年12月22日

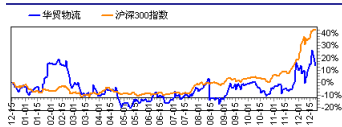
收盘价(元)	14.71
一年内最高/最低(元)	16.61/8.99
上证指数/深证成指	3127/10609
市净率	4.4
息率(分红/股价)	0.58
流通A股市值(百万元)	2354

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	3.35
资产负债率%	55.07
总股本/流通A股(百万)	400/160
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华贸物流(603128)——买入跨境电商“卖铲人”!》 2014/12/14

《好生产,好生活——投资正在崛起的现代服务业(PPT)》 2014/11/19

证券分析师

张西林 A0230512070001
zhangxl@swsresearch.com

联系人

吴一凡
(8621)23297818x7469
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	8,533	14	81	7	0.20	5.5	6.3	72	30
1-3Q14	5,981	-6	80	35	0.20	6.4	6.0		
2014E	8,888	4.2	109	34.1	0.27	5.9	7.8	54.4	34.4
2015E	9,228	3.8	139	27.1	0.35	6.3	9.0	42.0	28.1
2016E	9,606	4.1	176	26.7	0.44	6.7	10.2	33.4	22.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **公司公告/新闻：**公司公告取得快递业务经营许可证公告，许可证详细信息如下：许可证编号——国邮20140534C，业务范围——代理国际快递（邮政企业专营业务除外），地域范围——上海市、江苏省南京市
- **跨境电商物流战略布局进一步完善，跨境综合物流服务产品更丰富。**公司经批准取得在上海市、江苏省南京市经营快递业务的特许经营权，增加了公司的经营范围。这将有利于公司发挥自身的资源和网络优势开发国际快递业务，有利于公司规划、整合和拓展跨境电商的物流服务，进一步提升公司跨境现代综合物流服务的核心竞争力。公司在跨境电商物流战略布局进一步完善，跨境综合物流服务产品更丰富；在公司由传统2B物流业务向2C物流业务延伸过程中，公司可供客户选择的服务更多元化。
- **快递业近三年业务量复合增速均超50%，上海、江苏两地业务量及收入高基数高增长、单件收入高。**2013年中国快递业务投递量同比增长61.6%达91.9亿件，2011年和2012年分别同比增长57.0%和54.8%；2011-2013年快递业务收入分别同比增长31.9%、39.2%和36.6%，2013年快递业务收入达1441.7亿元（对应单件收入为15.7元）。公司业务经营地域范围所选的上海市和江苏省南京市是高基数、高增长的区域，2013年全年上海市和江苏省分别完成快递业务量9.50亿件和9.84亿件（业务量全国按省排名分别是第四、第三，排名第一、二位的是广东省和浙江省），分别同比增长58.6%和54.1%；按快递业务收入，2013年上海市、江苏省快递业务收入分别同比增长40.9%、38.3%至257.6亿元（全国排名第二）和143.0亿元（全国排名第四）。上海单件快递收入为27.1元，远高于全国平均水平15.7元/件，亦高于广东省的16.0元/件和12.7元/件，为全国最高水平。高基数、高增长和高单件收入为公司开展国际快递代理业务提供良好的市场环境。
- **公司业务布局进展速度超我们预期体现公司团队的执行力，重申“买入”评级。**我们看好公司战略布局跨境电商物流业务，认为公司定位于专业化跨境电商“卖铲人”角色与跨境电商行业高速发展的趋势一致。我们近期与市场沟通公司传统业务竞争优势、新布局业务的潜质和高效且有执行力的团队，发现市场对此的认知预期差非常大。此次申请国际快递业务牌照资质，进展速度超我们预期，再一次体现公司团队的执行力。维持2014-2016年将分别实现0.27元、0.35元和0.44元盈利预测（未考虑并购项目），重申“买入”评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,486	8,533	8,888	9,228	9,606
跨境综合物流服务	4,800	4,556	4,711	4,843	5,001
供应链贸易	2,686	3,978	4,177	4,385	4,605
海运-跨境综合物流服务	2,604	2,207	2,326	2,419	2,539
空运-跨境综合物流服务	1,917	1,971	1,978	1,997	2,017
营业总成本	7,392	8,428	8,738	9,038	9,364
营业成本	7,048	8,066	8,362	8,649	8,961
跨境综合物流服务	4,411	4,154	4,254	4,336	4,432
供应链贸易	2,637	3,912	4,108	4,313	4,529
海运-跨境综合物流服务	2,466	2,072	2,165	2,230	2,308
空运-跨境综合物流服务	1,726	1,762	1,753	1,753	1,753
营业税金及附加	13	7	8	8	8
销售费用	204	223	232	241	251
管理费用	104	113	118	123	128
财务费用	21	17	18	17	17
资产减值损失	1	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	94	106	150	191	241
营业外收支	8	6	0	0	0
利润总额	103	112	150	191	241
所得税	27	30	41	52	66
净利润	76	81	109	139	176
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者的净利润	76	81	109	139	176

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	76	81	109	139	176
加: 折旧摊销减值	21	22	8	8	8
财务费用	21	23	18	17	17
非经营损失	0	(0)	0	0	0
营运资本变动	(290)	(355)	(16)	(15)	(17)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(172)	(225)	119	148	183
资本开支	68	48	40	45	60
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(54)	(43)	(40)	(45)	(60)
吸收投资	629	0	0	0	0
负债净变化	(79)	230	0	0	0
支付股利、利息	55	30	18	17	17
其它融资现金流	(5)	0	0	0	0
融资活动现金流	490	200	(18)	(17)	(17)
净现金流	263	(73)	61	86	106

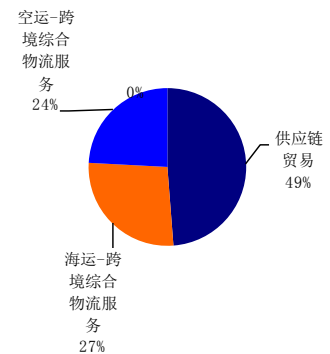
资料来源:申万研究

关键假设

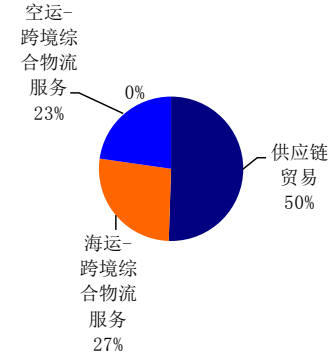
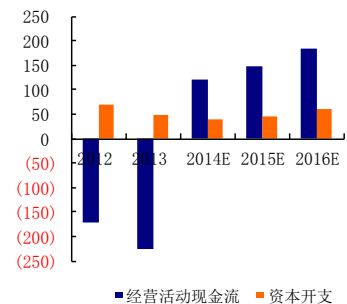
	2013	2014E	2015E	2016E
空运业务量YOY	6%	0%	1%	1%
空运费率YOY	-3%	0%	0%	0%
海运业务量YOY	1%	8%	4%	5%
海运费率YOY	-16%	-2%	0%	0%

收入结构

2013年收入结构


成本结构

2013年成本结构


资本开支与经营活动现金流


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。