

强烈推荐-A (首次)

华贸物流 603128.SH

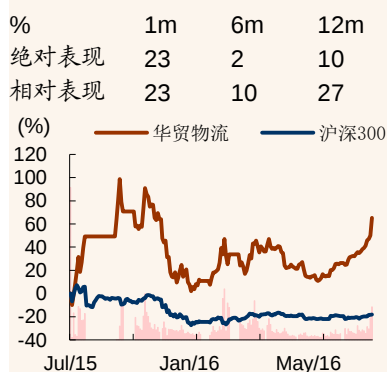
目标估值: 15 元
当前股价: 11.48 元
2016 年 07 月 06 日

轻资产内生增长, 并购进军跨境物流和特种物流

基础数据

上证综指	3017
总股本(万股)	87457
已上市流通股(万股)	80835
总市值(亿元)	100
流通市值(亿元)	93
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	6.7
资产负债率	47.2%
主要股东	港中旅华贸国际货运
主要股东持股比例	53.51%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

陈卓

021-68407470
chenzhuo5@cmschina.com.cn
S1090513070005

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

2015 年海运和航空运输供需持续失衡, 公司积极应对外部环境冲击, 传统业务保持了强劲的盈利能力。另一方面, 公司先后于 2014 年收购德祥集团拓展跨境电商产业链, 15 年收购中特物流做实工程物流板块。考虑公司主业内生增长+外延并购成长, 我们维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 15 元。

- 国内最大的跨境第三方综合物流服务商之一。华贸物流为中国港中旅集团旗下国有控股第三方物流企业, 主营业务包括跨境综合物流服务和供应链贸易。国际航空运输和海运供需结构失衡, 公司在保持单位毛利稳定的基础上, 货代业务经营规模和市场占有率不断提高。从控制风险角度, 加之下游需求不足, 公司供应链业务有所萎缩。
- 轻资产内生增长, 传统主业三年翻一番。华贸物流 14 年营业额在国际综合货代领域排名第八, 是为数不多的轻资产货代龙头。未来, 公司将投入资源建设智能物联网, 切入供应链金融领域; 并进一步完善跨境电商的海内外网点布局, 形成较强的市场影响力。坚持跨境第三方综合物流主业, 不断完善产业链及十大产品服务, 公司传统主业业绩有望三年翻一番。
- 收购德祥集团, 进军跨境电商物流。跨境电商近年来受“双十一”、“黑色星期五”等促销活动的推广而爆发式增长。上海自贸区的建立又为开展跨境物流业务加码。公司收购德祥集团获得进口仓储分拨业务资质, 备战跨境电商物流。14-15 年, 的向集团均超额完成业绩承诺, 外延并购超预期。
- 收购中特物流切入电力工程物流和核乏料运输。“十三五”规划特高压市场饕餮盛宴来袭, 核乏燃料运输市场前景广阔, 催生新的物流需求增长。通过并购中特物流, 做大工程物流板块, 华贸成为少数拥有资质、实力开展相关业务的物流公司。
- 投资策略: 我们预计公司 16/17/18 年 EPS 为 0.33/0.45/0.55 元, 对应当前股价 PE 为 34.8X/25.8X/20.9X。考虑公司主业内生增长+外延并购, 我们维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 15 元。
- 风险提示: 经济持续疲弱带来公司业绩大幅下滑。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	7967	7978	8924	9987	11138
同比增长	-7%	0%	12%	12%	12%
营业利润(百万元)	143	178	438	598	741
同比增长	35%	25%	146%	37%	24%
净利润(百万元)	116	143	332	449	553
同比增长	43%	23%	132%	35%	23%
每股收益(元)	0.29	0.18	0.33	0.45	0.55
PE	39.6	64.8	34.8	25.8	20.9
PB	3.2	6.0	3.2	2.9	2.7

资料来源: wind、招商证券 (注: 将中特物流并表后)

正文目录

一、中国本土最具规模的综合物流服务企业	6
1、覆盖全、网络广的跨境 LSP	6
2、正在不断扩张的网络	6
3、股权结构发挥“国企+民企”各自优势	7
4、跨境综合物流+供应链贸易为核心	8
二、核心业务与战略业务协同发展	9
1、业绩逆势持续增长	9
(1) 货代业务：轻资产转嫁风险	10
(2) 供应链业务：主动调整和被动调整规模下降	10
(3) 工程物流业务：大力拓展	11
(4) 仓储业务：稳步增长	12
2、轻资产运营凸显“批发商”平台优势	13
(1) 轻资产运营	13
(2) 供应商和客户高度分散	14
3、龙头地位日益凸显	14
三、备战跨境电商热潮，爆发潜力无限	16
1、电子商务爆发式增长，跨境电商发力在即	16
2、收购德祥集团进军跨境电商	16
四、收购中特物流进军特种物流	20
1、收购方案	20
2、电力工程物流龙头	21
3、特高压投资拉动国内工程物流业务	24
(1) “9 交 9 直”，特高压饕餮盛宴来袭	24
(2) 中特物流是细分市场的绝对王者	25
(3) 一体化点对点运输总包优势	27
4、受益“一带一路”，国际工程物流需求井喷	28
5、核乏燃料运输稀缺性标的	29
五、股权激励促进公司高效经营	31
六、估值及投资建议	32

1、盈利预测与投资建议	32
2、估值对比	32
3、华贸物流历史 PE-PB Band	33

图表目录

图 1: 公司历史沿革	6
图 2: 华贸物国内网点分布	7
图 3: 华贸物流国际网点分布	7
图 4: 华贸物流股权结构示意图	8
图 5: 我国进出口贸易增速	9
图 6: 我国物流行业景气指数	9
图 7: 华贸物流收入与成本 (百万)	9
图 8: 华贸物流净利润 (百万)	9
图 9: 华贸物流分项业务收入	10
图 10: 华贸物流分项业务成本	10
图 11: 华贸物流海运业务	10
图 12: 华贸物流空运业务	10
图 13: 供应链贸易业务	11
图 14: 供应链业务收入结构	11
图 15: 供应链业务毛利结构	11
图 16: 公司工程物流业务稳步增长	12
图 17: 公司仓储业务收入稳步增长	12
图 18: 华贸物流固定资产占比较低	13
图 19: 华贸物流“批发商”平台功能	14
图 20: 2011-2016 中国跨境电商规模	16
图 21: 2010-2015 中国跨境电商进出口结构	16
图 22: 我国跨境电商用户年龄构成	16
图 23: 我国跨境代购市场结构与对应物流形式	16
图 24: 德祥集团各子公司营业收入	18
图 25: 德祥集团各子公司净利润	18
图 26: 德祥集团 14、15 年超额完成业绩承诺	19

图 27: 华贸物流定增完成后股权结构	21
图 28: 中特物流超额完成 15 年业绩承诺	21
图 29: 中特物流 2015 年收入来源	22
图 30: 中特物流资产结构	23
图 31: 中特物流应收账款及占比	23
图 32: 中特物流各业务毛利率	24
图 33: 货运物流企业毛利率比较	24
图 34: “十二五” 特高压不及预期	25
图 35: “十三五” 期间特高压计划完成投资 7000 亿元	25
图 36: 中特物流国内工程物流业务架构	26
图 37: 中特物流产业链	27
图 38: 中特物流主要客户	27
图 39: 公司主要国际工程物流业务	28
图 40: 中特物流与华贸物流业务协同	29
图 41: 运行的核电产能市场份额	30
图 42: 在建的核电产能市场份额	30
图 43: 华贸物流历史 PE Band	33
图 44: 华贸物流历史 PB Band	33
表 1: 华贸物流新设立网点状况	7
表 2: 华贸物流新建仓库	7
表 3: 华贸物流主营业务划分	8
表 4: 工程物流业务特点	11
表 5: 16 年一季报公司资产结构	13
表 6: 2014 年跨境综合物流服务前五大客户	14
表 7: 2014 年跨境综合物流服务前五大供应商	14
表 8: 国际货代物流企业综合排名	15
表 9: 国际空运货代排名	15
表 10: 国际海运货代排名	15
表 11: 跨境电商业务模式	17
表 12: 德祥集团各子公司主营业务	17

表 13: 德祥集团进口仓储分拨业务	18
表 14: 德祥集团各子公司净利率与华贸物流对比	18
表 15: 德祥集团业绩补偿规则	18
表 16: 华贸物流收购中特物流交易结构	20
表 17: 中特物流收购进程	20
表 18: 业绩承诺 PE	21
表 19: 中特物流四大业务板块	22
表 20: 公司下属子公司主营业务	22
表 21: 中特物流业务优势	23
表 22: 中特物流并表后盈利能力显著改善	24
表 23: 特高压线路规划	25
表 24: 中特物流主要竞争对手	27
表 25: 国际工程物流竞争格局-四大类企业	29
表 26: 华贸物流股票期权费用摊销	31
表 27: 华贸物流股票期权行权条件	31
表 28: 华贸物流并表后盈利预测	32
表 29: 估值对比表	32
附: 财务预测表	34

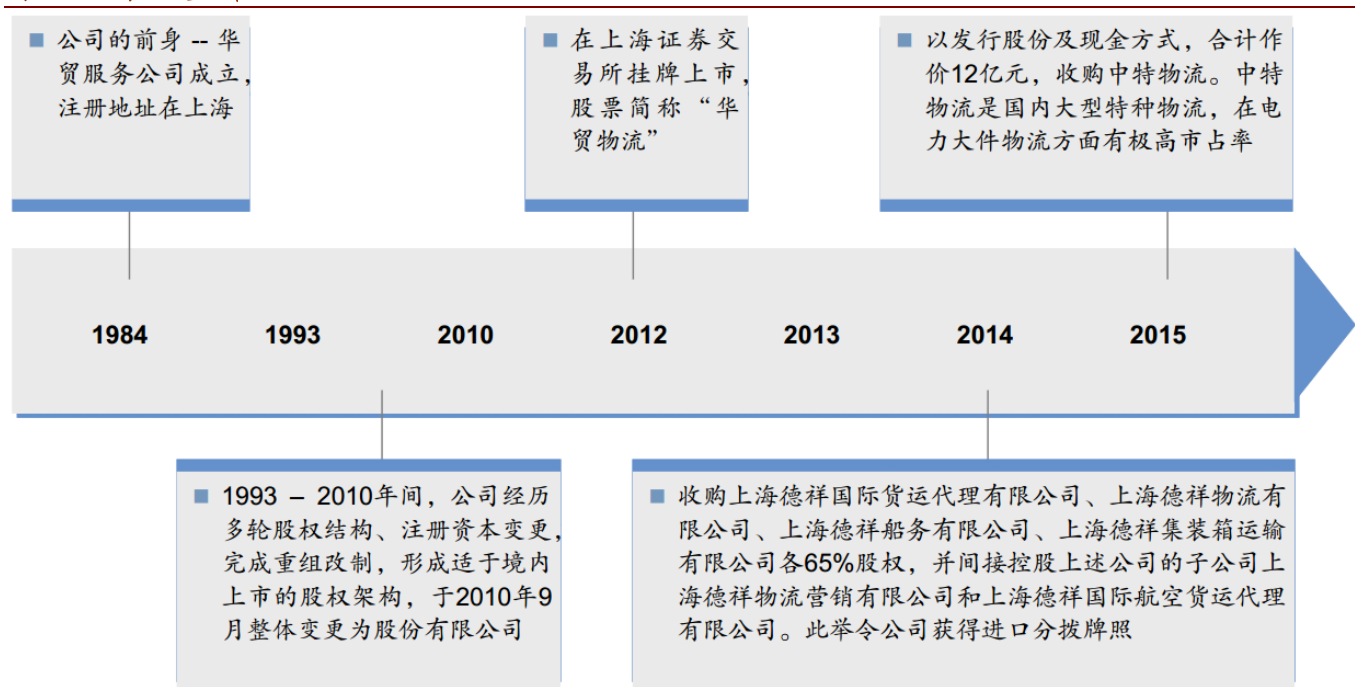
一、中国本土最具规模的综合物流服务企业

1、覆盖全、网络广的跨境 LSP

华贸物流是国内规模最大的跨境第三方综合物流服务提供商（Logistics Service Provider）。公司深耕第三方物流 30 多年，建立了国内外 60 多个直营网点，并在国外有 220 多个合作商，与承运人之间形成了紧密的合作关系

公司实现了跨境物流服务产品全覆盖，目前已经形成十大核心产品：（1）空运进口、（2）空运出口、（3）海运进口、（4）海运出口、（5）工程物流、（6）直客合同物流、（7）仓储第三方物流、（8）海外同行合作、（9）跨境电商和（10）供应链贸易。公司着力打破子版块之间的界限，共享资源，形成协同效应，为客户提供一体化服务，将华贸物流打造成综合性物流平台。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司资料

2、正在不断扩张的网络

截至 2013 年底，公司已经在 44 个城市建立 29 家分公司、41 家子公司和 6 个办事处。在国内已经形华北地区、华东地区、华南地区以及中西部地区的目标客户群，在海外则形成北美目标客户群和欧洲目标客户群。

表 1: 华贸物流新设立网点状况

年份	设立网点数目	设点城市
2010	7	厦门、成都、南京、无锡、香港、纽约
2011	5	宁波、重庆、武汉、深圳、上海
2012	4	郑州、长沙、上海、新加坡
2013	6	张家港、常熟、济南、昆山、上海外高桥、北京

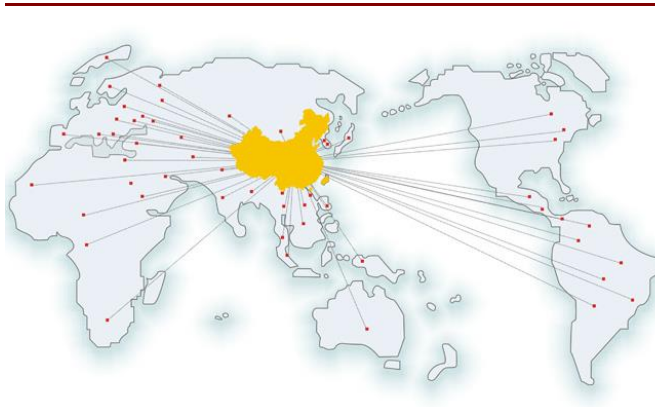
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 华贸物国内网点分布



资料来源: 招商证券

图 3: 华贸物流国际网点分布



资料来源: 招商证券

公司新建网点实现的营业收入已经达到合并营业收入增量的 50%, 拉动业务强劲增长。2014 年, 新建网点亏损减少近 1000 万。

表 2: 华贸物流新建仓库

仓库	设立时间	完成时间	投资金额	建设面积
洋山临港仓储	2011	2014	14000 万元	7.99 万平方米
佛山华南快速	2013	2014 年底	5755 万元	1.6 万平方米
佛山华南快速	2013	2014 年底	2670 万元	1.9 万平方米

资料来源: 公司公告、招商证券

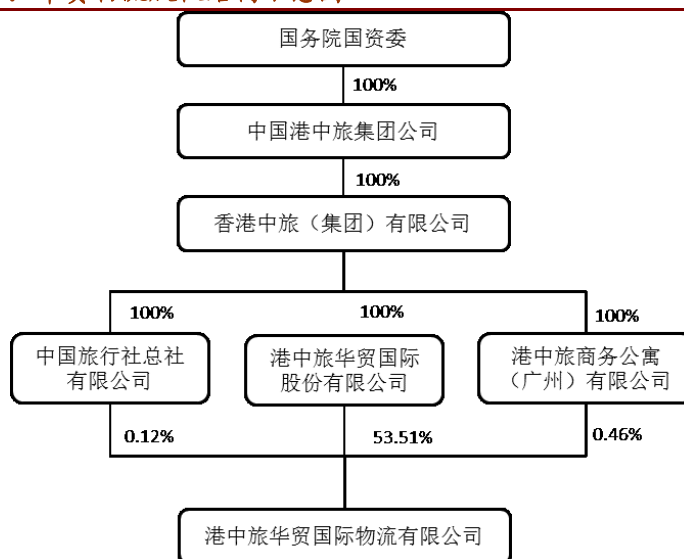
洋山港临港仓储物流中心, 现已进入试营业阶段。临港仓储物流中心距离自贸区仅有 2 公里, 公司在自贸区内有控股子公司, 形成区内区外联动发展的趋势。

按照公司的计划, 未来网点的建设要覆盖国内省会及对外开放程度较大的地级城市 95% 以上, 以发挥规模协同效应。

3、股权结构发挥“国企+民企”各自优势

公司控股股东港中旅华贸国际货运有限公司隶属于央企中国港中旅集团公司, 在开展国内业务方面有巨大的政府背景优势; 同时其注册地在香港, 具有拓展国际业务的优势。

图 4：华贸物流股权结构示意图



资料来源：wind、招商证券

4、跨境综合物流+供应链贸易为核心

华贸物流主营业务包括跨境综合物流和供应链贸易业务，其中跨境综合物流业务又可细分为海运货代、空运货代、仓储、工程物流和其它业务。

表 3：华贸物流主营业务划分

主营业务板块	子板块	业务内容
跨境综合物流业务	海运货代	该公司所从事的跨境现代综合物流服务是指按照客户要求，接受出口和进口货物的国际空运、国际海运、工程物流、直客合同物流、仓储第三方物流、海外同行合作、供应链贸易、跨境电商等业务的总包或者分包，高效组织和控制空运、海运、铁路、公路、水路、仓储、集货和分拨等的多式联运活动。
	空运货代	
	仓储	
	工程物流	
	其它物流业务	
供应链贸易业务	矿砂	为生产和流通商提供采购执行和分销执行的综合服务，包括市场信息，上下游合同管理，商品质量、价格和交货期协调，物流方案和资金安排
	电子产品	
	钢材	
	其它	

资料来源：公司资料

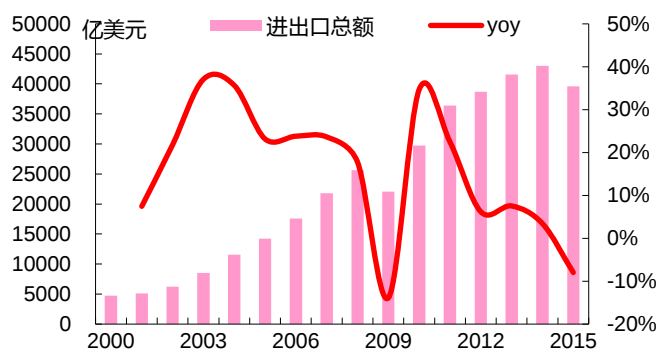
二、核心业务与战略业务协同发展

1、业绩逆势持续增长

跨境物流行业分散，集中度低，竞争激烈。物流行业进入的门坎低，在商务部主管部门备案登记的本土国际货代物流企业达 3.3 万家，其中上海 7,500 家。如包括不需要备案登记的二级货代和三级货代，行业参与者比我们想象中的还要多。

物流行业是强周期行业，受宏观经济影响，整体波动较大。物流公司会根据运力采购成本相应调整服务产品的单位售价。即在运费大幅下滑的情况下，物流企业也会相应降低服务费用。而海运、空运费用与宏观经济、贸易量、运力的供需平衡相关度较强，造成了物流行业的强周期性。

图 5：我国进出口贸易增速



资料来源：wind、招商证券

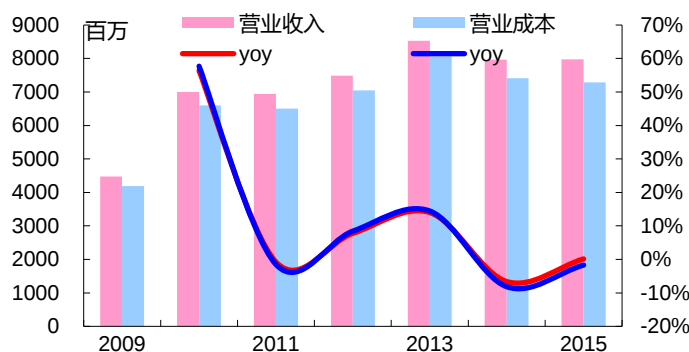
图 6：我国物流行业景气指数



资料来源：wind、招商证券

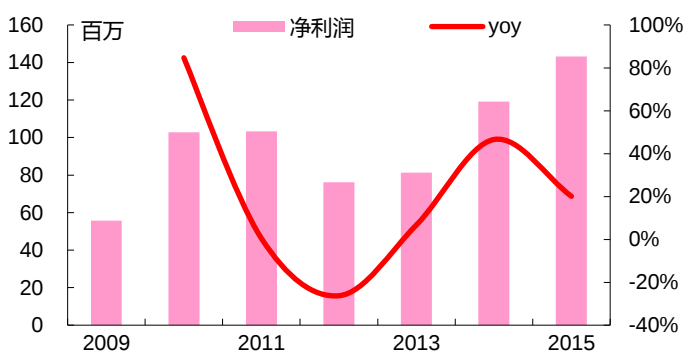
华贸物流作为国内物流行业中的领军者，在较大的市场环境压力下保持业绩稳步增长，显示出极强的盈利能力。2015 年，公司实现营业收入 79.78 亿元，同比增长 0.14%；实现归属母公司所有者的净利润 1.43 亿元，同比增长 23.44%。

图 7：华贸物流收入与成本（百万）



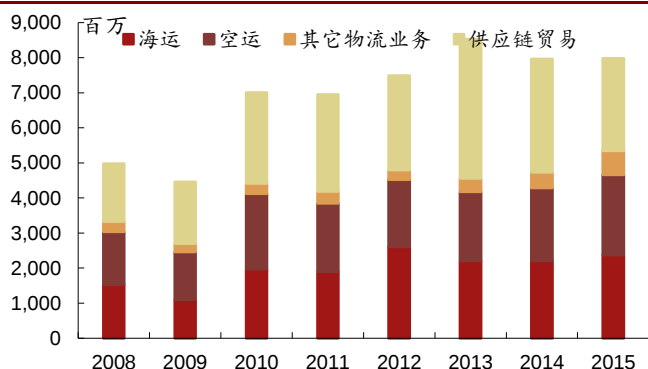
资料来源：wind、招商证券

图 8：华贸物流净利润（百万）



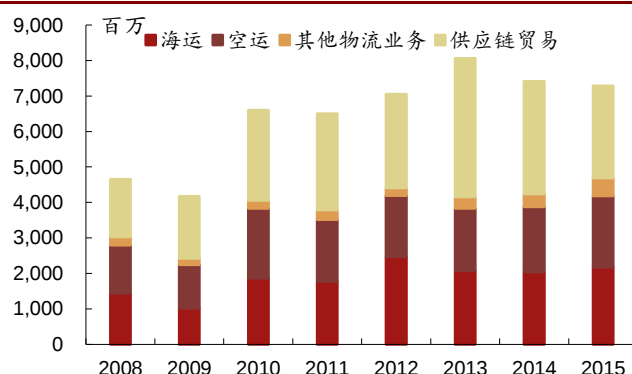
资料来源：wind、招商证券

图 9: 华贸物流分项业务收入



资料来源: Wind、招商证券

图 10: 华贸物流分项业务成本



资料来源: Wind、招商证券

(1) 货代业务: 轻资产转嫁风险

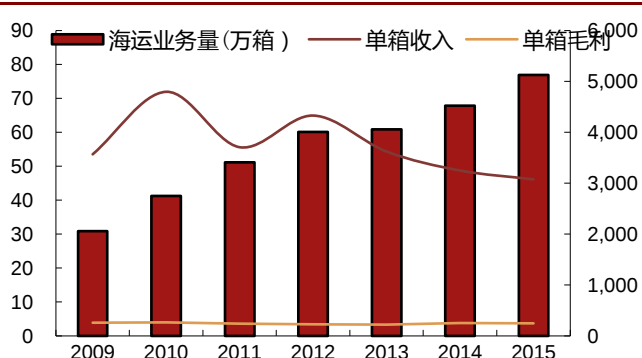
海运和空运业务都属于周期性较强的业务。公司对相应业务的定价随同市场波动，从而将价格波动风险转嫁给客户。

2015 年，公司海运和空运业务合计实现收入 46.56 亿元，占公司营业收入的 58.36%；实现毛利 4.74 亿元，占公司毛利的 68.18%；海运和空运业务的毛利率分别为 8.13% 和 12.31%。

2015 年，公司国际空运的业务量 23.45 万吨，同比增加 23.07%；营业收入 22.91 亿元，同比上升 10.22%。2015 年，公司国际海运业务量 76.89 万标箱，同比增加 13.26%；营业收入 23.65 亿元，同比增长 27.20%。

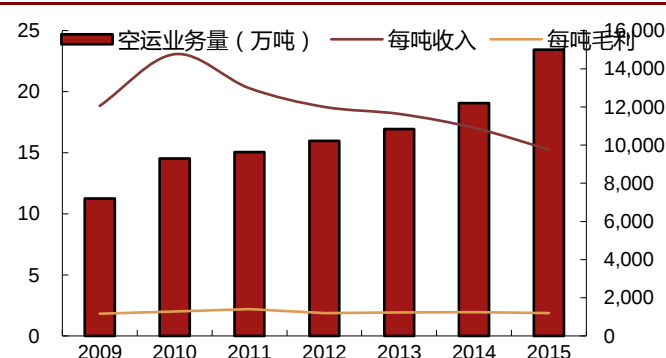
国际航空运输和海运供需结构失衡，运价持续下降。公司根据运力采购成本下调服务价格，在保持单位毛利稳定的基础上，经营规模和市场占有率不断提高。

图 11: 华贸物流海运业务



资料来源: wind、招商证券

图 12: 华贸物流空运业务



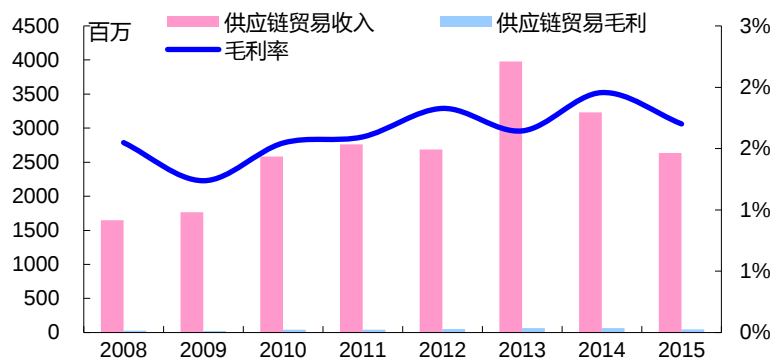
资料来源: wind、招商证券

(2) 供应链业务: 主动调整和被动调整规模下降

2015 年供应链贸易业务的营业收入 26.35 亿元，同比下降 18.47%，其中钢铁的采购执行业务收入同比下降 37.17%；电子产品的采购执行业务收入同比下降 53.25%。

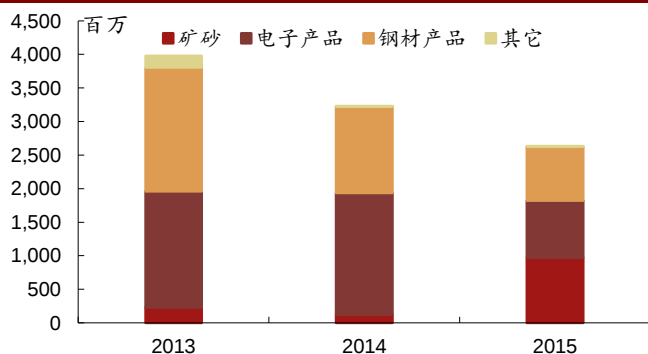
受我国经济结构调整影响,钢铁需求不足与产能过剩的矛盾突出,公司主动减少了钢铁产品经营和采购执行的规模,经营策略调整减少了相应的业务的收入。另一方面,客户指定采购的电子产品订单大幅减少,也导致了公司供应链贸易业务收入的下降。

图 13: 供应链贸易业务



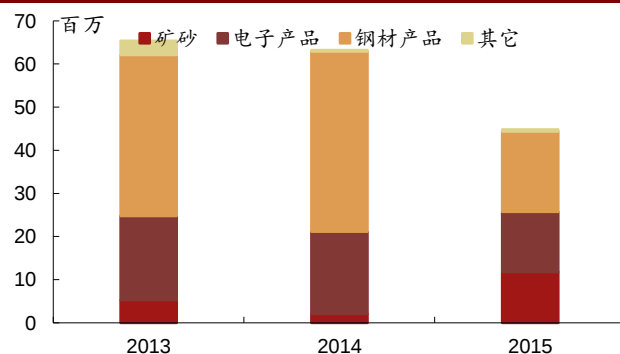
资料来源: wind、招商证券

图 14: 供应链业务收入结构



资料来源: wind、招商证券

图 15: 供应链业务毛利结构



资料来源: wind、招商证券

(3) 工程物流业务: 大力拓展

2015 年,公司国际工程物流业务量完成 3,885 票,同比增长 4.66%; 营业收入 2.12 亿元,同比增长 33.14%。

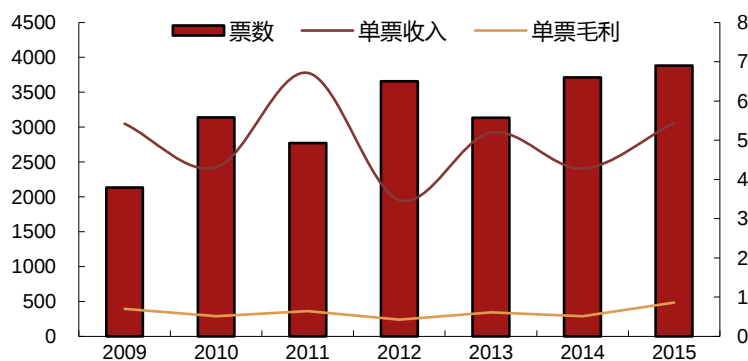
表 4: 工程物流业务特点

业务特点	具体内容
范围广	工程物流业务广泛应用于国外的工程建设、石油化工、水利电力、冶金、高铁等领域。
运送物特殊	工程物流运送的机械往往投资额大、分量重、形状不规则、单次运送批量大、运送周期长。
技术要求高	工程物流在装卸、移动方面技术含量高,个性化要求强。

资料来源: 公司公告、招商证券

公司承接的业务稳步增长。公司以“一带一路”的国家战略为市场开发目标，对内加强组织能力建设，对外增加业务拓展、客户维护和项目投标的投入，大力开发我国对外投资的工程物流业务，组建进入风电设备物流领域的经营团队。

图 16：公司工程物流业务稳步增长



资料来源：wind、招商证券

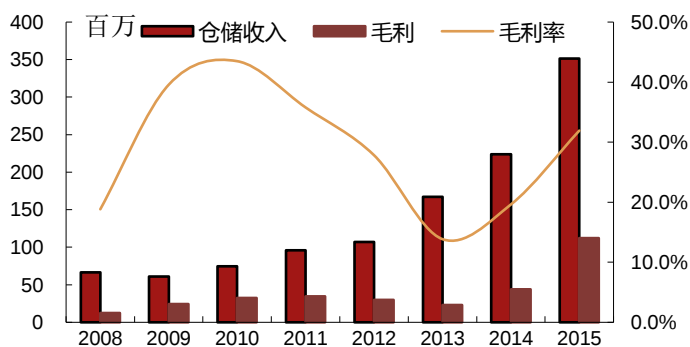
（4）仓储业务：稳步增长

公司仓储物流业务主要分为两方面：一方面是为跨境物流业务提供辅助的海关监管仓储业务，主要为国际进出口货物提供存储、分拣、贴标等增值业务；另一方面是针对同一收货人或发货人的货物集中、分拣、包装服务。

公司充分利用平台优势、资源优势、客户基础开发了全球货运、依云水、百威啤酒、颇尔等国际同行和直接客户，增加了仓储第三方物流业务的收入。

2015 年，公司仓储第三方物流业务实现营业收入 3.52 亿元，同比增长 56.99%。2014 年洋山港国际物流中心建成并投入营运、2015 年中佛山华南快速消费品物流中心建成试业，增强了仓储第三方物流的营运能力。

图 17：公司仓储业务收入稳步增长



资料来源：wind、招商证券

2、轻资产运营凸显“批发商”平台优势

(1) 轻资产运营

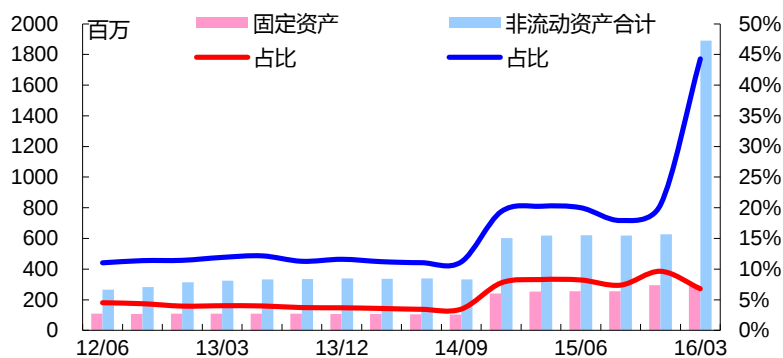
公司坚持“以轻资产为主，轻重资产有效结合”的经营方式。截止 2016 年一季度末，公司总资产 42.7 亿元，固定资产合计 2.9 亿元，仅占公司资产总额的 6.8%。

表 5：16 年一季度公司资产结构

	金额	占比
流动资产合计	2,379	55.7%
货币资金	680	15.9%
应收账款	1,115	26.1%
其它流动资产	585	13.7%
非流动资产合计	1,891	44.3%
长期股权投资	1,277	29.9%
固定资产	290	6.8%
其它非流动资产	324	7.6%
资产总计	4,270	100.0%

资料来源：Wind

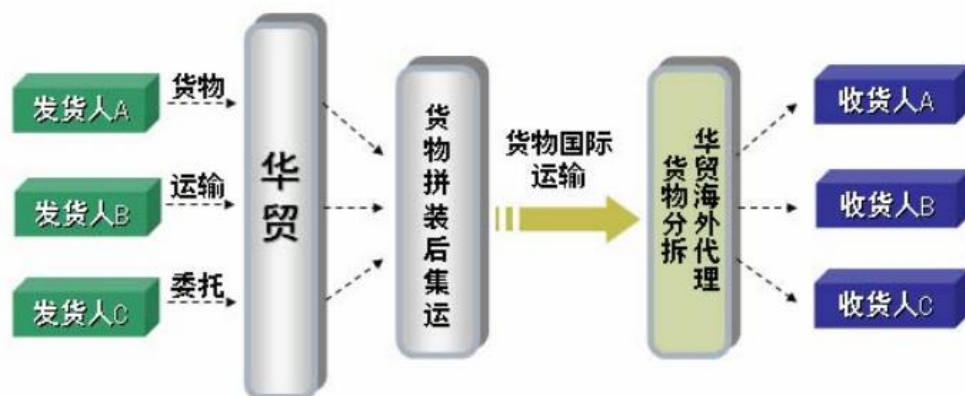
图 18：华贸物流固定资产占比较低



资料来源：Wind

公司采取轻资产运营的模式，集中大量的营运资金在业务经营方面，在国际货运中担任“批发商”角色，发挥平台优势，集成货运需求再向第三方承运人订舱、装载并支付运费来完成货运业务。

图 19: 华贸物流“批发商”平台功能



资料来源：公司资料、招商证券

(2) 供应商和客户高度分散

公司同时和大量的供应商、客户保持合作关系，避免对于单一客户和供应商依赖。2014年，公司跨境综合物流业务前五大客户收入占公司营业收入的 4.23%，前五大供应商采购成本占公司营业成本的 9%。

表 6: 2014 年跨境综合物流服务前五大客户

客户	金额	占营业收入比例(%)
百威（中国）销售有限公司	86	1.08
全球国际货运代理有限公司	84	1.06
敦豪全球货运（中国）有限公司	59	0.75
百运达国际货运代理有限公司	55	0.69
泛韩物流（上海）有限公司	52	0.65
小计	337	4.23

资料来源：公司公告

表 7: 2014 年跨境综合物流服务前五大供应商

供应商	金额	占营业成本比例(%)
马士基（中国）航运有限公司	223	3
中国南方航空股份有限公司	138	1.86
东方海外货柜航运(中国)有限公司	108	1.45
中国货运航空有限公司	101	1.37
中国国际航空股份有限公司	98	1.32
小计	667	9

资料来源：公司公告

3、龙头地位日益凸显

华贸物流在行业内拥有较高的市场占有率。公司 2015 年完成国际空运、国际海运货运量 23.45 万吨和 76.89 万标箱，分别占货邮运输总量、国际航线货邮运输量、港口进

出口集装箱吞吐量的 3.75%、12.69%、0.47%。相较国内 3.3 万家货代企业，华贸物流有极高的市场占有率，在业内稳居龙头地位。

根据中国国际货代协会统计，按照 2014 年营业额排名，华贸物流在国际综合货代领域排名第八，其中国际空运货代领域排名第三、国际海运货代领域排名第十七。排名在公司前面的企业基本上是重资产型货代，即拥有码头、仓储等资源。而华贸物流深耕物流行业 30 年，一直秉承轻资产运营模式，成为国内最大的第三方跨境物流企业。

表 8: 国际货代物流企业综合排名

	公司名称	营业收入（亿元）
1	中外运长航集团	914.6
2	中远国际货运有限公司	475.1
3	中国物资储运总公司	236
4	敦豪全球货运（中国）	135.9
5	厦门速传物流发展股份有限公司	112
6	锦江国际物流集团股份有限公司	90.3
7	上港集团物流有限公司	84.9
8	华贸物流	79.7
9	建发物流集团有限公司	78.2
10	嘉里大通物流有限公司	60.3

资料来源：公司资料

表 9: 国际空运货代排名

	公司名称	营业收入（亿元）
1	敦豪全球货运（中国）	81.5
2	中外运长航集团	41.3
3	华贸物流	22.9
4	嘉里大通物流有限公司	18.8
5	新时代国际运输服务有限公司	17.4

资料来源：公司资料

表 10: 国际海运货代排名

	公司名称	营业收入（亿元）
1	中外运长航集团	647.2
2	中远国际货运有限公司	454.6
3	锦程国际物流集团股份有限公司	69.1
...	...	...
17	华贸物流	22.1

资料来源：公司资料

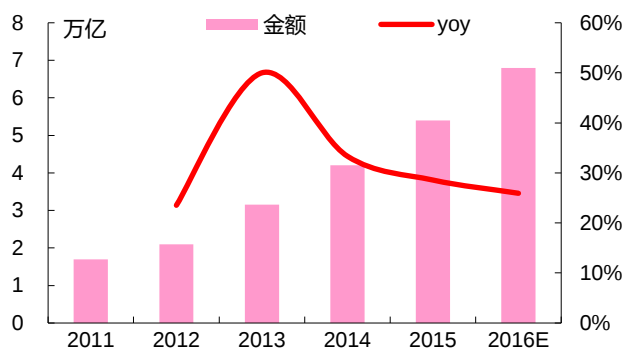
华贸物流是国内最大的跨境第三方综合物流企业，网点完善程度首屈一指。公司仅在个别局部市场有竞争对手，例如，外运发展在成都、山东地区有较强优势。但从全国范围来讲，华贸物流已成为产品最丰富、网点最完善、规模最大的轻资产物流企业。与重资产类型的对手形成明显的差异化竞争。

三、备战跨境电商热潮，爆发潜力无限

1、电子商务爆发式增长，跨境电商发力在即

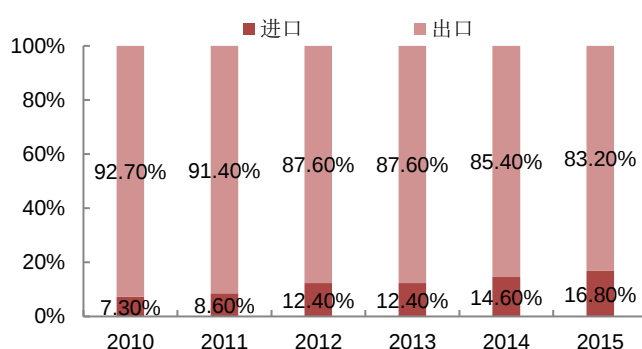
据中国电子商务研究中心（100EC.CN）监测数据显示，2015年，中国跨境电商交易规模为5.4万亿，同比增长28.6%。其中跨境出口交易规模达4.49万亿，跨境进口交易规模达9072亿。

图 20：2011-2016 中国跨境电商规模



资料来源：中国电子商务研究中心、招商证券

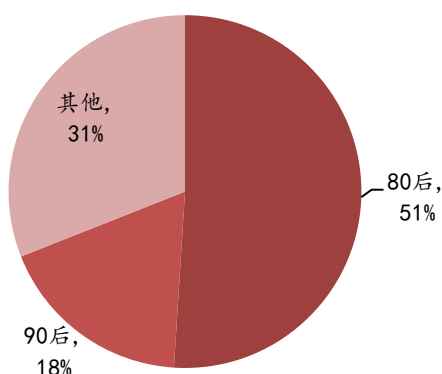
图 21：2010-2015 中国跨境电商进出口结构



资料来源：中国电子商务研究中心、招商证券

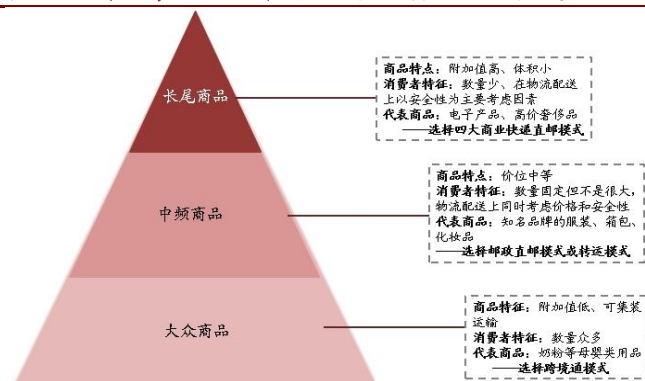
跨境电商爆炸式发展的背后的核心原因是，相同商品国内外的巨大价差：（1）定价机制差异、（2）综合税负沉重、（3）高昂的物流成本和（4）销售端的隐性成本是导致国内外巨大价差存在的几个原因。当然商品选择的丰富性，也是跨境电商发展的重要因素之一。

图 22：我国跨境电商用户年龄构成



资料来源：wind、招商证券

图 23：我国跨境代购市场结构与对应物流形式



资料来源：wind、招商证券

2、收购德祥集团进军跨境电商

迅速增长跨境电商市场依赖于跨境物流的发展，而市场上多样的商品需要各种方式来解决其跨境物流的问题。

当前跨境电商主要有三种业务模式：

表 11: 跨境电商业务模式

业务模式	描述	优劣
海外直邮	在商品原产地或销售地区设立备货仓库,按照定单跨境邮递	可选商品种类丰富,运输成本高、时间长
海外转运	在香港、日本、韩国等较近的地区设立转运仓库,按订单邮寄过关	仓库前移,缩短运送时间,可选商品种类受限
保税模式	在国内跨境电商试点城市或者自贸区设立保税仓库,进一步前移	运输时间最短、效率高,可选商品数量有限

资料来源：招商证券

目前国内跨境电商主要选择海外直邮模式和保税模式,由于保税模式的时效性强,预计未来将成为跨境电商的主要物流方式。

跨境电商发展过程中还存在诸多瓶颈。物流方面最主要的就是商品的进口仓储分拨。进口仓储分拨业务是指通过海外物流网络和集货能力,将小批次的散小货件拼装后集运到中国口岸,再进行理货、分货等业务的手续。

2014 年 11 月,公司投资 2.05 亿元收购德祥系集团 4 家子公司及附属子公司 65% 的股份,成为其直接控制人。德祥集团是上海领先的进口分拨商,在上海的市占率约 30%,也是上海地区仅有的具备进口仓储分拨特许经营资质的六家公司之一。

表 12: 德祥集团各子公司主营业务

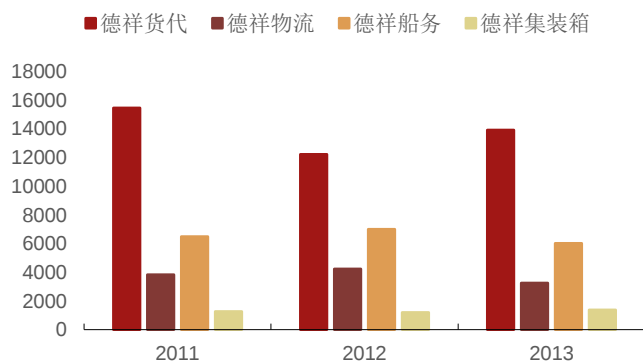
公司	主营业务
德祥货代	承办海运、空运进出口货物的国际运输代理业务,报关
德祥物流	仓储;商务咨询服务;海上、公路、水路、航空国际货运代理业务;从事货物及技术的进出口业务;五金交电、百货、机械设备等用品批售
德祥船务	集装箱装箱、拆箱;仓储;无船承运业务
德祥集装箱	普通货运、货物专用运输(集装箱 A),从事国际海上、公路、航空货物运输代理

资料来源：公司公告，招商证券

通过收购德祥集团,华贸物流打通了跨境电子商务进口备货保税模式的全球海运拼箱集运的物流通道,为电商提供低成本的跨境集运综合物流服务,增强了公司在国际海运细分市场中的服务产品和竞争优势,提升了业务的协同能力,增厚了公司盈利基础。2015 年德祥实现净利润 3,157 万元,归属华贸物流净利润 1,148 万元(扣除资金利息)

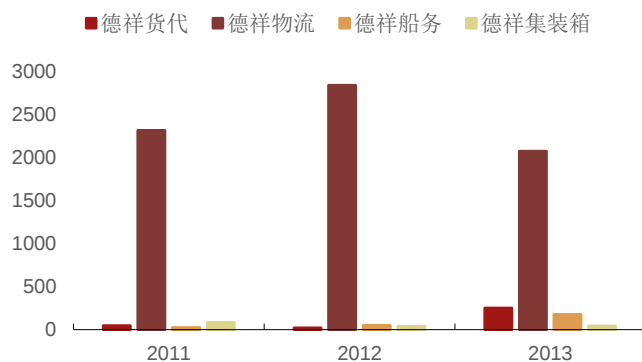
德祥货代为德祥集团主要收入来源,占比达 50% 左右,但是德祥物流为德祥集团核心盈利来源,2011、2012、2013 年占比分别达 94%、96%、81%。

图 24: 德祥集团各子公司营业收入



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 25: 德祥集团各子公司净利润



资料来源: 公司公告, 招商证券

在进口仓储分拨业务上, 德祥集团业务主要分为一手单、二手单业务。

表 13: 德祥集团进口仓储分拨业务

业务	一手单	二手单	三手单
描述	直接接受海外货代委托与整箱分拨	接受海外代理委托的整箱分拨	接受上海代理委托分拨
特点	委托货代与分拨整体业务	只委托分拨业务	只委托分拨业务
毛利润	40%	30%	25%

资料来源: 公司公告, 招商证券

2014 年公司收购德祥集团后, 将公司仓储物流业务与进口分拨业务相结合, 使仓储物流业务增长 89%。除了能够获得德祥集团进口分拨业务资质意外, 公司还可以通过参股德祥集团改善经营, 提高经营利润率。德祥集团旗下四家子公司净利率约为 10.40%, 远高于华贸物流约 1.15% 的利润率。

表 14: 德祥集团各子公司净利率与华贸物流对比

公司名称	2011	2012	2013
德祥货代	0.31%	0.16%	1.82%
德祥物流	60.57%	67.06%	64.04%
德祥船务	0.39%	0.72%	2.95%
德祥集装箱	6.71%	3.33%	3.31%
华贸物流	1.49%	1.02%	0.95%

资料来源: 公司公告, 招商证券

业绩补偿为公司收购提供收益保障。公司收购德祥集团同时与德祥集团签订业绩补偿规则对公司收益进行保护: 预测德祥集团 2015-2016 年净利润增长率不低于 10%, 2017 年度净利润增长率不低于 7%。并协定德祥集团对未达到预测业绩进行补偿。相当于公司投入的资金在 2015-2017 年分别享有不少于 7.6%, 8% 和 9% 的收益, 即公司能够获得至少 1558 万、1640 万和 1845 万元的利润。

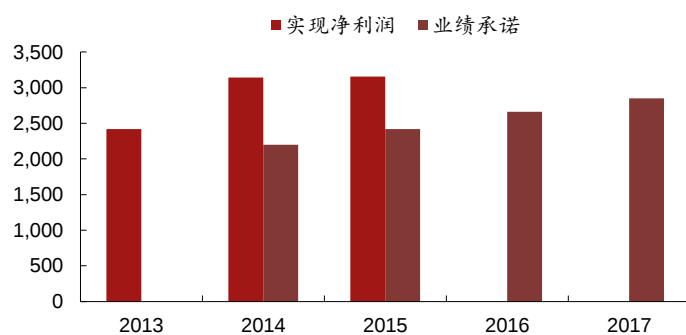
表 15: 德祥集团业绩补偿规则

2014 年预测	业绩当年预测	补偿方式
达到	达到	按持股比例分享收益
达到	未达到	优先以现金方式对未达部分进行补偿
未达到	未达到	优先以剩余股权按照 12 倍市盈率对未达部分补偿

资料来源: 公司公告, 招商证券

2014 年、2015 年连续两年德祥实现利润均超过业绩承诺，表现出极好的成长性。

图 26：德祥集团 14、15 年超额完成业绩承诺



资料来源：公司公告，招商证券

四、收购中特物流进军特种物流

“十三五”规划特高压市场饕餮盛宴来袭，核乏燃料运输市场前景广阔，催生新的物流需求增长。通过并购中特物流，做大工程物流板块，华贸成为少数拥有资质、实力开展相关业务的物流公司。

1、收购方案

2015 年 12 月 4 日，华贸物流与重组交易对方签署了协议，通过发行股份和支付现金购买中特物流 100%的股权。中特物流 100%股权作价 120,000 万元，其中以发行股份方式购买 50%的股权，以现金方式购买 50%的股权。

此外，华贸物流拟非公开发行股份不超过 133,333,333 股，发行价不低于 9 元/股，募集不超过 12 亿元。募集配套资金中的 60,000 万元将用于支付本次交易的现金对价，13,000 万元用于补充上市公司流动资金，4,000 万元用于补充标的公司流动资金，43,000 万元用于偿还上市公司银行贷款。

表 16：华贸物流收购中特物流交易结构

		发行价	发行股数	总额
购买资产	发行股份	9.06 元/股	66,225,162 股	6 亿元
	现金支付			6 亿元
配套募集资金		不低于 9 元/股	不超过 133,333,333 股	不超过 12 亿元

资料来源：公司公告

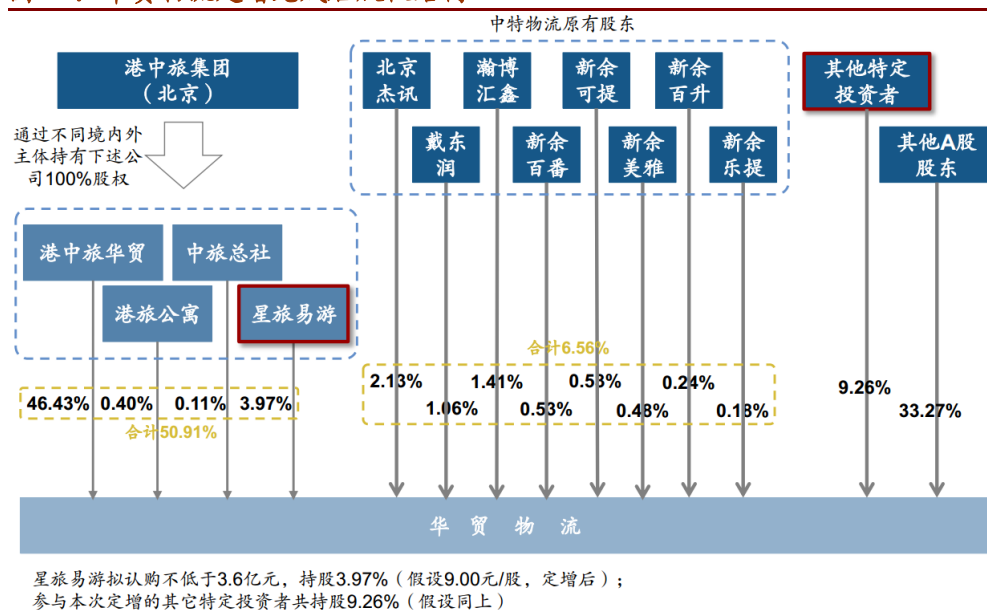
目前，中特物流 100%股权已经过户至公司名下，配套募集资金 12 亿元尚待完成。

表 17：中特物流收购进程

时间	事项
2015 年	公司继续围绕主营业务实施兼并收购，与中特物流达成 100%股权的收购协议，研究确定了重大资产重组方案。
2016 /3 /10	重大资产重组事项获得无条件通过。
2016 /3 /24	中国证监会《关于核准港中旅华贸国际物流股份有限公司向北京杰讯睿智科技发展有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。
2016 /3 /25	中特物流 100%的股权已过户至华贸物流名下，中特物流成为公司全资子公司。
待完成	发行股份募集资金 12 亿元

资料来源：公司公告

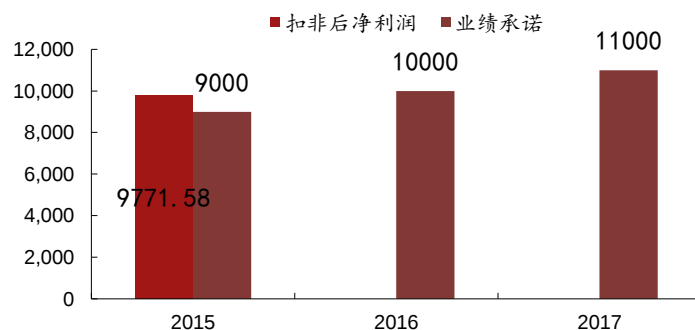
图 27：华贸物流定增完成后股权结构



资料来源：公司资料

中特物流是电力工程物流细分市场龙头，预计每年可增厚公司约1亿元净利润。2015年度中特物流实现扣非后归母净利润9,771.58万元，超额完成9000万业绩承诺。

图 28：中特物流超额完成15年业绩承诺



资料来源：公司资料

表 18：业绩承诺 PE

项目	2015	2016	2017
归母净利润（万元）	9000	10000	11000
PE	13.33	12	10.91

资料来源：公司资料

2、电力工程物流龙头

中特物流前身是湖南电力物流，在国内电力工程物流行业有较长的经营历史。其核心竞争力是高难度的运输技术和不可或缺的人才优势。目前，中特物流主营业务包括国内工程物流、国际工程物流、国内大宗商品物流和危险品物流四块。

表 19: 中特物流四大业务板块

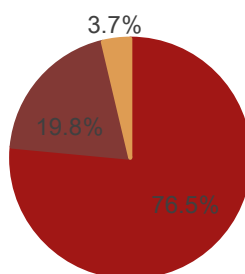
业务板块	子版块	业务内容
国内工程物流	电力大件工程物流, 市占率 20%	其核心是电力大件物流, 市场占有率极高, 是细分市场的王者
	电网大件工程物流, 市占率 40%	
	电网特高压工程物流, 市占率 70%	
国际工程物流	电力设备 房建、基建 铁路设备	围绕国内企业“出海”, 提供物流环节的总包服务, 是大市场中的小玩家
国内大宗商品物流	沥青罐车租赁	利用湛江至云南一线的铁路及自备罐车资源优势, 进行沥青、油料的运输及贸易
危险品物流	放射性物品道路运输	将以核燃料、核乏燃料等的运输为核心。我国唯一拥有铁路运输放射性物品资质的商业性质公司, 稀缺性不言而喻。

资料来源: 公司资料

从业务结构上来看, 国内工程物流是公司主要收入来源, 2015 年收入占比为 76%; 其次是国际工程物流业务, 占营业收入的 20%; 除此之外, 以沥青为核心的国内大宗商品物流业务板块还处于成长期, 占营业收入比重较小。

图 29: 中特物流 2015 年收入来源

■国内工程物流 ■国际工程物流 ■国内大宗商品物流



资料来源: 公司资料

公司下属共有 7 家子公司, 业务结构清晰。其中, 电力物流(湖南)是公司主要的净利润来源。

表 20: 公司下属子公司主营业务

子公司单位名称	持股比例	主营业务
电力物流(湖南)	100%	电力大件物流的实施主体, 是公司主要的净利润来源
中特国际(上海)	100%	普通货运, 仓储, 国际货运代理等
广西建特	100%	主要负责云南、广西等地大宗商品物流, 如沥青运输等
中广核铀业物流(北京)	49%	负责核乏燃料运输等危险物品物流
深圳中特	100%	清洁能源、智能配电系统领域内的工程技术开发、设计、咨询等
中特物流(香港)	100%	船舶运输
珠海综合能源	13%	新能源、分布式能源、储能项目的投资、建设与运营等

资料来源: 公司资料

相较于其他工程物流企业，中特物流在资质、技术、人才、装备等方面具备优势。

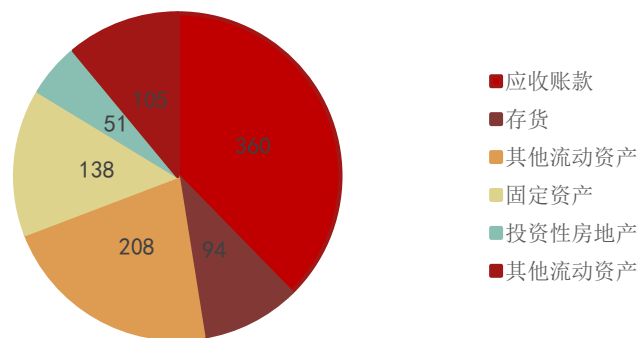
表 21: 中特物流业务优势

优势	特征
资质齐全	铁路电力特种大件运输资质（共 2 家，另一家是中铁特货公司），可在全国所有 18 个铁路局下辖铁道上开展运输业务。 铁路运输放射性物质资质（唯一商业性企业，部队及中核原子能公司也可以运输，但均为军事运输）
运输技术、人才实力雄厚	公司具有承运单重 2,000 吨以上设备的超强公路运输能力 多个与特种物流运输相关的实用专利 公司自行研发并生产 16 台铁路特种运输车辆，对技术资料、数据等拥有独家商业使用权。车辆均在铁道部备案。
装备非常精良	公路方面，拥有超大进口重型牵引车 16 辆，其中 1 台尼古拉斯重型牵引车为世界最强牵引车

资料来源：公司资料

截至 2015 年 9 月 30 日，中特物流总资产为 95,546.42 万元，其中固定资产 13,842.81 万元，占比 14.49%，主要为运输工具；无形资产 3,719.57，占比 3.89%，主要为土地使用权。

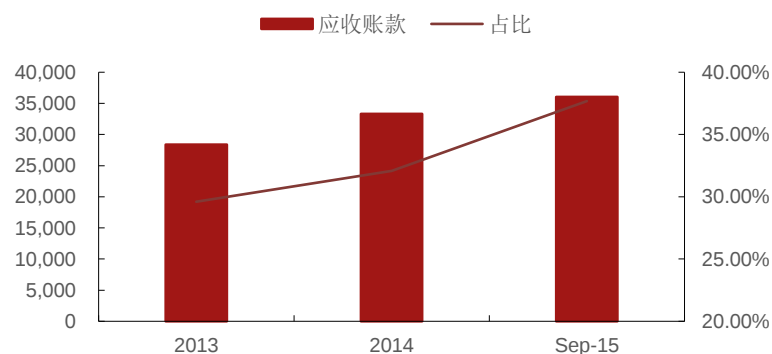
图 30: 中特物流资产结构



资料来源：公司资料

中特物流所处行业呈现项目时间长，合同金额大，付款周期相对较长等特点，使得公司应收账款占资产总额的比重较高。但由于应收账款账龄主要在一年以内，且主要客户多是行业中具有优势地位的大型国有企业，经营规模较大，资本实力雄厚，财务状况良好，因此产生坏账的可能性较小，应收账款总体质量较高。

图 31: 中特物流应收账款及占比

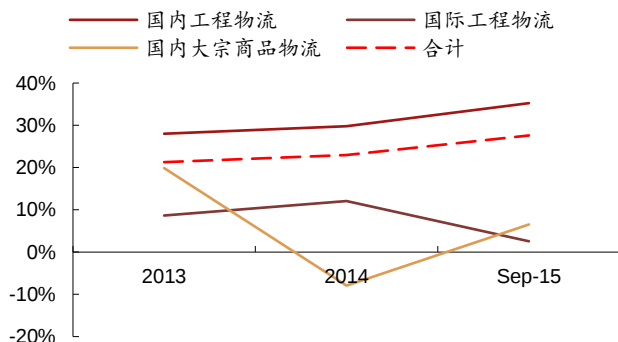


资料来源：公司资料

中特物流毛利率远高于一般货运物流企业，2013-2015 年三季度，中特物流的综合毛利率分别为 21.28%、22.97%和 27.60%，呈稳步上升态势。

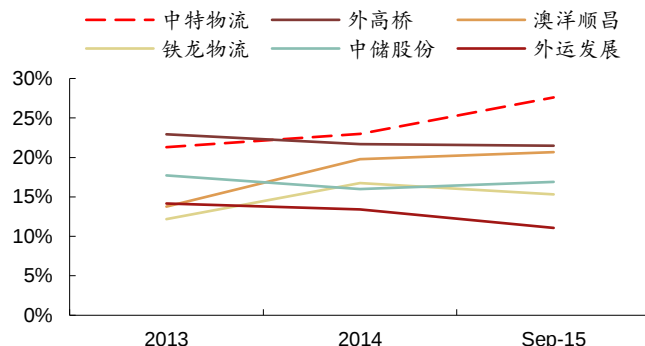
从内部来看，核心业务国内工程物流毛利率呈上升态势是公司综合毛利率上升的关键驱动因素。2015 年三季度，国际工程业务受业主工程进度放缓和以价格换市场的策略影响，毛利率有所降低。2014 年国内大宗商品物流毛利率为负则主要系国际沥青价格大幅下降所致。

图 32：中特物流各业务毛利率



资料来源：公司资料

图 33：货运物流企业毛利率比较



资料来源：wind，公司资料，招商证券

通过将中特物流并表处理，华贸物流净利率提高 1%。

表 22：中特物流并表后盈利能力显著改善

(百万元，%)	2014	2015
华贸物流		
收入	7966.9	7978.0
净利	116.0	143.1
净利率	1.5	1.8
中特物流		
收入	702.8	706.1
净利	83.5	102.0
净利率	11.9	14.4
合计		
收入		8684.1
净利		245.1
净利率		2.8

资料来源：公司资料

3、特高压投资拉动国内工程物流业务

(1) “9 交 9 直”，特高压饕餮盛宴来袭

“十二五”期间，特高压电网刚崭露头角即陷入安全性的争议，规划投资 5000 亿，实际完成预计低于 4000 亿元，显著低于预期。但是，受多重因素影响，2015 年已开始大量批线。截至 2015 年年底，我国在运行、在建和已核准待建的特高压工程共 20 项（7 交 13 直）。此外，国网还承接了巴西特高压直流输出等海外工程。

图 34: “十二五”特高压不及预期



资料来源：公司资料

特高压建设将在“十三五”期间逐步释放，预计新批线路总数是“十二五”期间的 1.4 倍，完成投资是“十二五”期间的 2 倍以上。拟在 2017 年前开展前期工作获得核准的 9 交 9 直特高压工程投资额超过 6,000 亿，是整个“十二五”期间核准的特高压工程投资额的 1.67 倍。特高压交流增长更显著，9 条特高压交流工程投资规模约为“十二五”期间的 3 倍，这意味更多设备的采购运输。

图 35: “十三五”期间特高压计划完成投资 7000 亿元



资料来源：公司资料

表 23: 特高压线路规划

时间	规划目标
2020	建成东部、西部同步电网，变电（换流）容量达 8.9 亿千瓦
2025	建设东部、西部电网同步联网工程，特高压骨干网架进一步加强，形成一个统一的同步电网
2030	建成 43 回特高压直流工程，其中跨区、跨国 29 回

资料来源：公司资料

（2）中特物流是细分市场的绝对王者

中特物流的国内工程物流业务极具特色，与特高压 FAI 相关度高。三大特点共同成就中特物流为细分市场内的绝对王者。

1) 与电力市场，尤其是特高压电网投资息息相关

电力工程运输并不算是大市场，每年的市场容量大概在 10 亿元左右，与 2-3 万亿的社会物流总费用相比，仅为一隅。然而中特以极高的装备技术人才实力，成为细分市场的

王者，在特高压领域设备运输市场份额超过 70%，并始终保持高毛利。

图 36：中特物流国内工程物流业务架构



资料来源：公司公告

2) 具行业特色的“措施费”，占运输成本 60%-70%

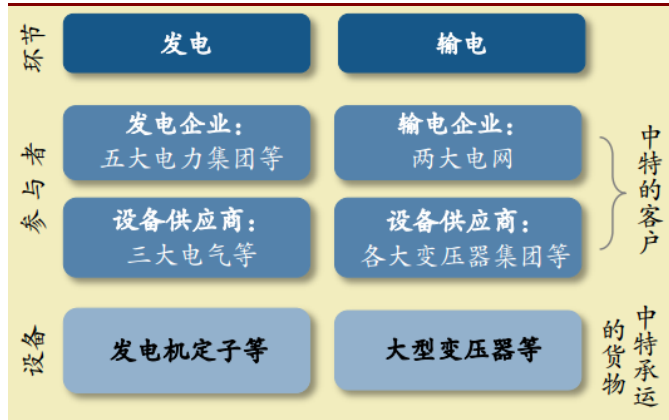
电力工程设备运输的目的地一般为偏远山区，需采取公铁联运的方式运输。道路条件经常无法满足百吨级大件运输的条件，需要中特对道路（含设施、隧道等）进行改造，改造后可能还需恢复。这部分费用由中特垫付，这是“措施费”最重要的组成部分。此外，协调费用、模拟运输费用等也是“措施费”的一种。“措施费”是中特成本最重要的部分，相比而言，一般物流的主要费用——运费（燃料、过路费等）占比较小。

中特的定价方式一般是预计成本+利润，因此，方案设计及预算是整个业务环节中非常重要的部分。中特以多年积累的经验，形成了完善的方案设计及预算体制，近些年几乎没有发生过费用大幅超预算的情况，公司的毛利率非常稳定。

3) 下游客户粘性非常高

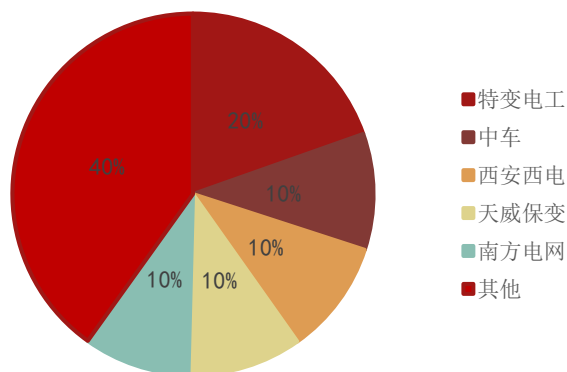
公司的下游客户主要集中于电力行业，前五大客户粘性非常高，南网、国网、特变、西变等企业长期是公司的重点客户。2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-9 月，公司前五大客户销售额合计占公司营业收入的 74.32%、65.58%和 59.27%。

图 37: 中特物流产业链



资料来源：公司资料

图 38: 中特物流主要客户



资料来源：公司资料

(3) 一体化点对点运输总包优势

中特物流是国内唯一提供铁路公路水路一体化点对点运输总包的电力大件物流企业。除此之外，公司还提供电力设备仓储保管、铁路专用线运营管理等极其专业的特色服务，这些是其他竞争对手全然不及的。

表 24: 中特物流主要竞争对手

竞争对手	基本情况	优势	客户关系	其他
中铁特货大件运输有限责任公司	铁道部直属中铁特货运输有限责任公司的全资子公司，是承担国内和进口大型设备铁路运输技术研发与组织实施的专业化运输公司	铁路运输	属于铁路内部系统，铁路运输具有得天独厚的优势	具备国内唯一的运输设备，某些方面处于垄断优势
中国远洋物流公司	中国远洋运输集团（COSCO）下属的、规模和实力位于国内行业前列的公共物流企业。中远物流为国内外广大货主和船东提供现代物流、国际船舶代理、国际多式联运、公共货运代理、空运代理、集装箱场站管理、仓储、拼箱服务；铁路、公路和驳船运输、项目开发与管理以及租船经纪等服务	远洋运输	国内远洋物流的领头羊，规模大，影响力遍及全国乃至世界	具备很强的综合实力
各省电力公司所属大件运输公司	目前各省电力公司下属大件运输企业目前已经定位为省内电网项目的组织和参与者，不鼓励出省开展大件运输业务。因此省送变电站的大件运输企业基本不参与市场竞争	电力系统属地内大件运输业务	在系统内具有较强的实力	电力系统内企业
常州交运大件运输公司	该企业为私有企业，主要组织码头吊机安装、吊装以及内河运输业务	私有企业	在电力系统有一定知名度	在码头吊装行业有一定的优势

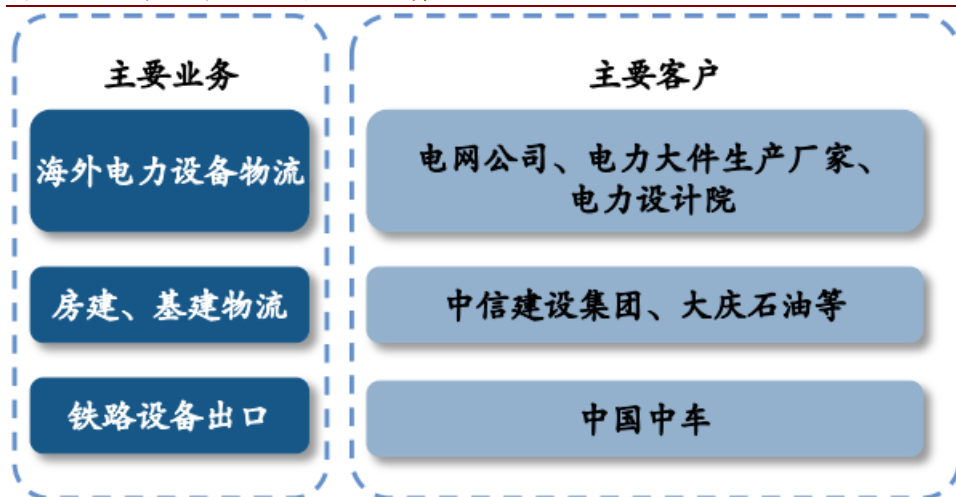
资料来源：公司资料

我国特高压变压器生产商集中，而工程建设项目一般选址在偏远欠发达地区，运输距离远、道路差；工业规模和电力线路容量不断扩大，大型装备在尺寸和重量上也不断增大；中国地域辽阔，道路条件不统一，各地区执行国家标准和规范上尺度不一，运输难度增大；大型设备制造精密度越来越高，对运输要求也越来越高；建设工期越来越短，运输协调保障越来越难。专业性将越来越强是必然趋势，更是壁垒，令中特物流在享受市场体量增大的同时，保持并提高市场占有率。

4、受益“一带一路”，国际工程物流需求井喷

国际工程物流助力“一带一路”，承载国内优势产能出海使得市场急速扩大，呈现逆周期增长，行业处于供不应求的阶段。海外电力成套设备物流是公司原有核心业务的海外延伸。中特是电网公司、变电器厂商及电力设计院设备出口的不二之选。房建基建物流主要采取项目前期物流总承包的模式，提供一站式服务。在铁路设备出口物流方面，公司与中国中车进行合作，提供地铁及高铁整车运输服务

图 39：公司主要国际工程物流业务



资料来源：公司资料

公司直面的国际项目物流市场，多年的市场竞争不仅没有形成某一、两家垄断市场的局面，反而是市场主体越战越多。主要原因是国际物流服务的市场处于扩张期，靠已有的市场主体无法完全满足需求；加之目前物流公司的服务水平总体接近，没有特别优异的服务模式和差异化的服务水平。

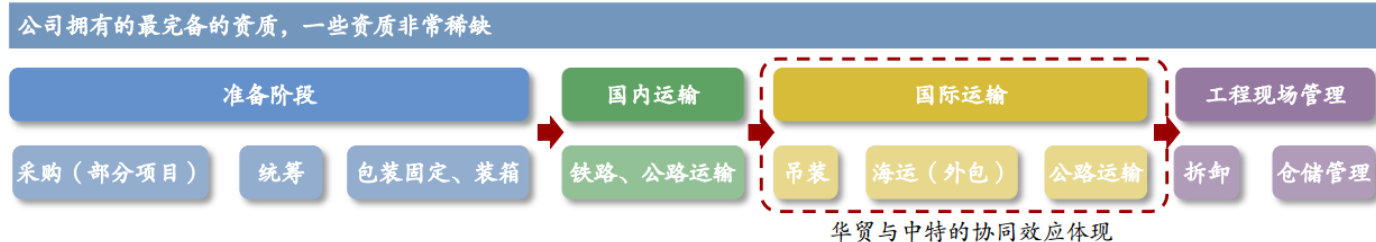
随着我国出口货物技术含量的提高，尤其是诸如高铁地铁技术及车辆、特高压输电技术及设备、核电技术及设备等，国际工程物流将呈现明显的两极分化：

- (1) 低端工程物流依旧以房建基建为主，竞争激烈，毛利率低于 10%；
- (2) 高端工程物流越来越专业，对承运商的技术要求高，形成细分市场，与国内大件物流趋同。细分市场内竞争弱、毛利率高。

值得一提的是，我国是全球唯一一个将特高压输电商业化的国家，无论在技术还是装备上均全球第一。未来全球能源互联网带动的特高压出口是一大看点，中特将是特高压出海最大的载体。

同时，华贸与中特在海外段物流体现极强的协同效应。华贸在海外拥有 220 多个网点，将为中特的国际工程物流提供最完善的支持。

图 40：中特物流与华贸物流业务协同



资料来源：公司资料

表 25：国际工程物流竞争格局-四大类企业

企业	优势	劣势
传统大型物流国企	品牌知名度高，资金实力强，底子厚，项目操作经验丰富	机制相对僵化，反应速度慢，员工忠诚度低，成本居高不下，内耗较大
原国有专业技术和贸易公司转变而成的物流企业	与客户单位的传统关系，单证操作的优势	业务范围相对局限，实体化程度低
大牌国际物流公司	比较完备的国际网络，比较精良的管理，特种设备	居高不下的成本，复杂的体制
小型货代公司	成本低廉，服务意识强，灵活	规模小，抗风险能力差，竞争大型项目机会少，没有承揽大型项目的资质

资料来源：公司资料

5、核乏燃料运输稀缺性标的

公司持 49%中广核铀业物流(北京)有限公司 49%股权，锁定中广核所有核燃料运输。

由于放射性物质潜在危害大，因此开展相关业务需要通过严格审核并取得相关资质，审核的周期较长。公司早在 2011 年便开始布局放射性物质运输业务。

中特物流与中广核成立合资公司，获得唯一拥有铁路运输放射性物品资质的商业性质公司。未来，公司将全面负责、管理中广核旗下核电站核燃料及核乏料的物流运输工作，所提供的服务包括金属铀出矿至精加工的运输环节、铀棒出厂至核电站的运输环节以及废弃铀棒至核废料处理基地的运输环节。

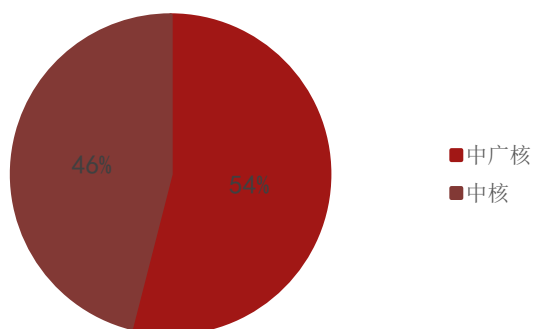
中国自 1985 年开工建设第一座核电站——秦山一期核电站至今，已建成秦山、大亚湾、岭澳核电站等 9 个核电站 22 台机组。乏燃料一般需要在中水池中继续存放 8 年才可以进行后处理。后处理基地在西北偏远地区，距华南地区约 3,600 公里。经历多年存放，核乏燃料逐渐开始淘汰，核乏燃料运输随着后处理需求逐步释放。

据测算，2020 年乏燃料的外运需求量约 610 组，到 2025 年将达 2300 组，需要采用百吨级的乏燃料运输容器运输 100 多容器次，远超目前每年 2-4 个容器次的规模，单次运输费用约为 1000 万元。且市场一旦开启便稳定存在，不可能间断。

同时，中广核集团与国际上多国合作成功控制铀资源总量超过 30.77 万吨，全球第三；根据目前确定的铀资源控制量，其前端的物流费用将高达 69.23 亿元；随着核电站的日益增加，对天然铀的需求量也将持续攀升；同时，天然铀加工后的半成品、成品，如铀块、组件、燃料棒等由于加工地点不同，对物流的需求量也相当大。天然铀、核燃料的

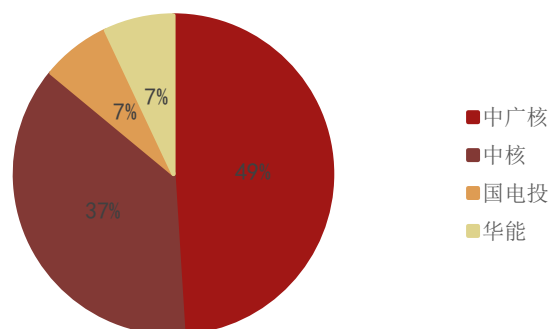
物流市场将超过 100 亿，市场前景广阔。

图 41: 运行的核电产能市场份额



资料来源：中广核

图 42: 在建的核电产能市场份额



资料来源：中广核

同时，中特物流计划涉足危险化学品运输业务，但由于危险化学品具备一定运输风险，在开展相关业务前需进行充分的技术验证及市场研究，截至目前，该业务尚处于准备阶段。

五、股权激励促进公司高效经营

2013 年 4 月，公司通过《股票期权激励计划》，用不超过 1320 万股的股票期权对公司董事、高管、中层管理人员以及其他核心业务成员共 53 人进行股权激励。有效期为五年，行权价格为 6.25 元，行权授予的股票以定向增发的方式获取。股权激励形成 1597.2 万元的期权费用将在 13-17 年作为管理费用摊销。

表 26：华贸物流股票期权费用摊销

时间	2013	2014	2015	2015	2017
费用（万元）	383.33	574.99	399.30	194.33	45.25

资料来源：公司公告、招商证券

2013 年授予的股票期权在 24 个月等待期之后可以分三期行权，并且对每期行权都设置了一定的业绩要求：

表 27：华贸物流股票期权行权条件

行权期	行权比例	业绩考核
第一期	33%	行权前一年：ROE $\geq 8\%$ ，净利润增长率 $\geq 15\%$ ，且不低于行业平均水平或对标企业 75 分位置。主营业务收入占营业收入比例 $\geq 95\%$ 。
第二期	33%	行权前一年：ROE $\geq 9\%$ ，净利润增长率 $\geq 15\%$ ，且不低于行业平均水平或对标企业 75 分位置。主营业务收入占营业收入比例 $\geq 95\%$ 。
第三期	34%	行权前一年：ROE $\geq 10.5\%$ ，净利润增长率 $\geq 15\%$ ，且不低于行业平均水平或对标企业 75 分位置。主营业务收入占营业收入比例 $\geq 95\%$ 。

资料来源：公司公告、招商证券

六、估值及投资建议

1、盈利预测与投资建议

近年来公司兼顾外延扩张及内生式增长，收购德祥集团获取进口分拨牌照扩大跨境电商布局、收购中特物流做大做强工程运输板块。我们预计公司 16/17/18 年 EPS 为 0.33/0.45/0.55 元，对应当前股价 PE 为 34.8X/25.8X/20.9X，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 15 元。

表 28：华贸物流并表后盈利预测

百万元 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
华贸物流					
收入	7,966.90	7,978.00	8,838.60	9,778.10	10,749.00
跨境综合物流	4,735.20	5,343.20	6,203.80	7,143.30	8,114.20
仓储第三方物流	223.9	351.5	457	594.1	772.3
其他	67.8	124.2	124.2	124.2	124.2
供应链贸易	3,231.70	2,634.80	2,634.80	2,634.80	2,634.80
毛利	550.7	693.8	859.1	1,020.50	1,179.10
毛利率	6.9	8.7	9.7	10.4	11
中特物流					
收入	702.8	706.1	875.2	1,093.30	1,374.90
国内工程物流	449	540.3	702.4	913.1	1,187.10
国际工程物流	236.9	139.9	146.9	154.2	161.9
国内大宗商品物流	16.9	25.9	25.9	25.9	25.9
毛利	157.9	187.1	218.8	273.3	343.7
毛利率	22.5	26.5	25	25	25
合并					
收入		8,684.10	9,713.80	10,871.40	12,123.90
yoy			12%	12%	12%
毛利		880.9	1,077.90	1,293.80	1,522.80
毛利率		10.1	11.1	11.9	12.6

资料来源：招商证券

2、估值对比

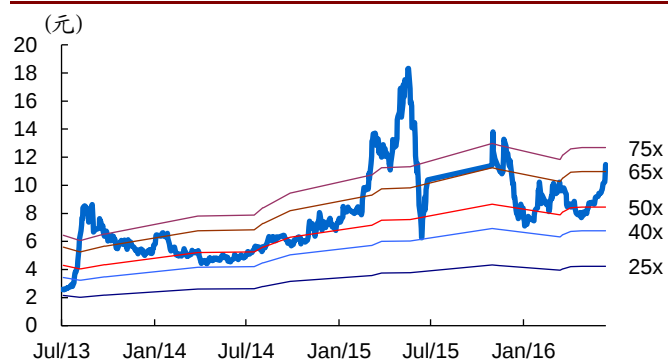
表 29：估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16E	17E	15	16E	17E	15	16E	17E			
华贸物流	603128.SH	0.18	0.33	0.45	23.4	132	18.9	64	35	26	4.7	9.9	100
中储股份	002183.SZ	0.36	0.29	0.31	22	-3	5	22	27	26	2.0	9.4	174
外运发展	600057.SH	1.12	1.18	1.33	64	6	13	17	16	14	2.4	10.2	171

资料来源：wind、招商证券

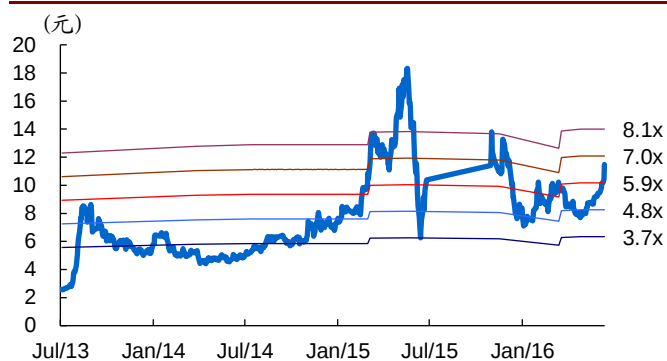
3、华贸物流历史 PE-PB Band

图 43: 华贸物流历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 44: 华贸物流历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2505	2436	3860	4239	4695
现金	513	647	1902	2052	2259
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	16	18	20	22
应收款项	1230	1161	1277	1429	1593
其它应收款	102	149	167	187	209
存货	39	147	151	168	186
其他	609	316	346	384	426
非流动资产	602	627	681	731	777
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	241	296	362	424	481
无形资产	126	123	111	100	90
其他	234	208	208	207	206
资产总计	3107	3063	4541	4970	5471
流动负债	1698	1508	884	963	1048
短期借款	507	682	0	0	0
应付账款	637	600	653	724	802
预收账款	196	53	58	64	71
其他	359	173	173	174	174
长期负债	3	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	3	3	3	3
负债合计	1701	1511	887	965	1050
股本	400	808	1008	1008	1008
资本公积金	644	264	1865	1865	1865
留存收益	373	469	745	1061	1435
少数股东权益	27	38	64	98	141
归属于母公司所有者权益	1417	1542	3618	3934	4308
负债及权益合计	3145	3091	4569	4998	5499

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	234	274	302	365	467
净利润	116	143	332	449	553
折旧摊销	22	31	42	47	51
财务费用	26	35	10	(17)	(19)
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	73	60	(113)	(154)	(167)
其它	(3)	6	32	42	50
投资活动现金流	(57)	(227)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(58)	(54)	(100)	(100)	(100)
其他投资	1	(172)	0	0	0
筹资活动现金流	(245)	82	1052	(115)	(159)
借款变动	(199)	123	(682)	0	0
普通股增加	0	408	200	0	0
资本公积增加	6	(379)	1600	0	0
股利分配	(32)	(48)	(57)	(133)	(180)
其他	(20)	(22)	(9)	18	20
现金净增加额	(68)	129	1254	150	207

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7967	7978	8924	9987	11138
营业成本	7408	7283	7934	8799	9739
营业税金及附加	8	2	2	2	2
营业费用	246	341	381	427	476
管理费用	131	143	160	179	200
财务费用	20	23	10	(17)	(19)
资产减值损失	11	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	143	178	438	598	741
营业外收入	13	21	21	21	21
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	154	196	456	616	759
所得税	35	42	98	132	163
净利润	119	154	358	484	596
少数股东损益	3	11	26	35	43
归属于母公司净利润	116	143	332	449	553
EPS (元)	0.29	0.18	0.33	0.45	0.55

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-7%	0%	12%	12%	12%
营业利润	35%	25%	146%	37%	24%
净利润	43%	23%	132%	35%	23%
获利能力					
毛利率	7.0%	8.7%	11.1%	11.9%	12.6%
净利率	1.5%	1.8%	3.7%	4.5%	5.0%
ROE	8.2%	9.3%	9.2%	11.4%	12.8%
ROIC	6.5%	7.0%	9.6%	11.3%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	49.3%	19.5%	19.4%	19.2%
净负债比率	16.3%	22.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	4.4	4.4	4.5
速动比率	1.5	1.5	4.2	4.2	4.3
营运能力					
资产周转率	2.6	2.6	2.0	2.0	2.0
存货周转率	150.0	78.4	53.3	55.2	55.1
应收帐款周转率	6.7	6.7	7.3	7.4	7.4
应付帐款周转率	11.9	11.8	12.7	12.8	12.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.29	0.18	0.33	0.45	0.55
每股经营现金	0.59	0.34	0.30	0.36	0.46
每股净资产	3.54	1.91	3.59	3.90	4.27
每股股利	0.12	0.07	0.13	0.18	0.22
估值比率					
PE	39.6	64.8	34.8	25.8	20.9
PB	3.2	6.0	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	48.0	38.2	17.5	13.7	11.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，6 年券商从业经验，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于 DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12 年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。