

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 7.24
合理价格区间(元): 8.02~8.75

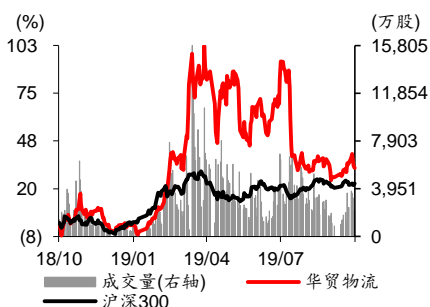
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 021-28972077
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1《华贸物流(603128 SH,增持): 中报略超预期, 外延有望增厚盈利》2019.08
- 2《华贸物流(603128,增持): 股权激励落地, 自贸区主题催化》2019.04
- 3《华贸物流(603128,买入): 切入跨境电商物流, 受益进口增长》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

三季报低于预期, 仍需外延发力

华贸物流(603128)

仍需外延发力, 维持“增持”评级

前三季度, 公司实现收入 72.27 亿元 (+5.4%), 归母净利 2.56 亿元 (+0.1%), 扣非后归母净利 2.56 亿元 (+5.8%), 业绩表现低于我们的预期。考虑四季度业绩仍有超预期可能, 我们维持公司 19/20/21 年 EPS 预测为 0.36/0.42/0.48 元, 对应即期股价 19.9/17.2/14.9X PE; 给予公司 19 年 22-24X PE, 目标价区间 8.02-8.75 元, 维持“增持”评级。

主业表现尚可, 三季报低于预期

3Q19, 公司实现收入 27.33 亿元 (+7.2%), 增速环比 2Q 基本持平; 毛利 2.81 亿元 (+8.0%), 毛利率同比提升 0.1pct 至 10.3%; 四项费用同比增长 13.5%至 1.92 亿元; 归母净利 0.71 亿元 (-4.7%), 低于我们此前预期的 0.85 亿元; 扣非后归母净利 0.70 亿元 (-3.9%)。三季度, 公司收入增速和毛利率表现尚可, 盈利低于预期: 1) 四项费用增速较上半年的 5.8% 明显加快; 2) 计提信用减值损失 363 万元, 去年同期回拨 766 万元。

参与河南航投物流混改, 表现值得期待

2019 年 10 月, 公司拟以 1.19 亿元增资河南航投物流 (对应估值 1.23 亿元/1.04X PB), 获得其 49% 股权。航投物流依托河南航投相关洲际航线, 主营航空货代, 同时从事部分跨境电商业务; 2018/1H19 分别亏损 34 万元和 947 万元。通过和华贸现有业务的协同, 航投物流表现值得期待。

外延收购估值合理, 有望增厚业绩

2019 年 8 月 22 日, 公司公告拟收购大安国际和迅诚国际航空货代业务组 70% 股权, 交易对价约 6.19 亿元 (对应 18 年盈利约 8.1X PE)。标的公司估值合理, 并能和公司跨境电商业务形成协同。截止三季度末, 公司资产负债率仅 27.3%, 货币资金约 12 亿元, 杠杆率有较大提升空间。假设公司以现金完成本次收购, 基于 5% 的现金利率和标的 18 年盈利测算, 预计增厚公司盈利 5300 万元 (占 19 年预测净利润的 14%)。

股权激励释放活力, 行权复合利润增速 15%

2019 年 4 月 22 日, 公司以 5.82 元/股向 246 名对象授予 3000 万份股权激励。根据三年行权条件 (行权数量占比 33%/33%/34%), 公司 17 年至 19/20/21 年利润复合增速超过 15%; 本次股权激励覆盖上市公司和主要分子公司核心高管, 条件设计合理, 理顺了管理层激励。

估值合理, 维持“增持”评级

华贸物流三季报低于预期, 考虑四季度业绩仍有超预期可能, 我们维持公司 19/20/21 年 EPS 预测为 0.36/0.42/0.48 元, 对应即期股价 19.9/17.2/14.9X PE。可比物流企业对应 19/20 年 Wind 一致预期 PE 中值 18.5/16.2X; 考虑外延预期, 我们给予华贸物流 19 年 22-24X PE (较行业估值溢价 19%-29%), 维持目标价区间 8.02-8.75 元和“增持”评级。

风险提示: 全球经济放缓、特高压投资低于预期、外延并购不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,012
流通 A 股 (百万股)	1,012
52 周内股价区间 (元)	5.14-11.28
总市值 (百万元)	7,327
总资产 (百万元)	5,593
每股净资产 (元)	3.98

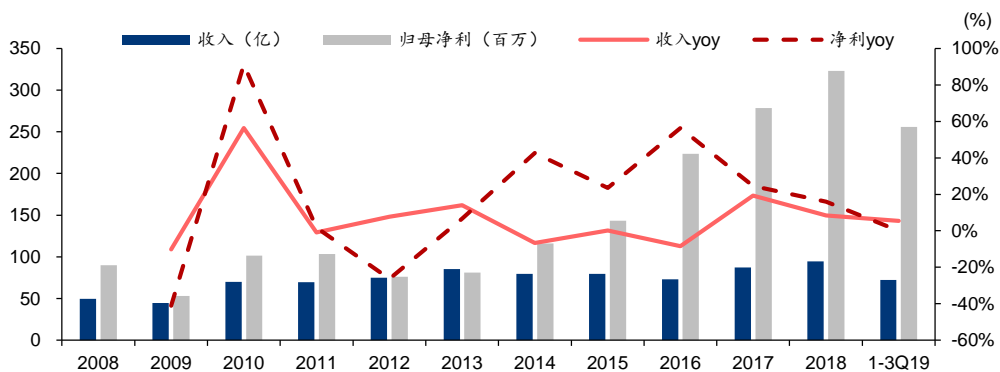
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,715	9,445	10,512	11,822	13,634
+/-%	19.25	8.38	11.29	12.46	15.34
归属母公司净利润 (百万元)	278.56	323.00	368.82	425.81	490.17
+/-%	24.55	15.95	14.19	15.45	15.11
EPS (元, 最新摊薄)	0.28	0.32	0.36	0.42	0.48
PE (倍)	26.30	22.69	19.87	17.21	14.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 华贸物流收入和净利润增长放缓



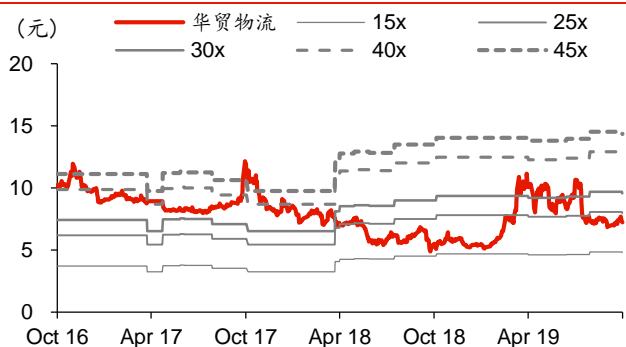
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 可比物流企业估值表 (2019.10.25)

代码	简称	股价	EPS				PE				PEG	PB	市值 (亿)
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
603066.SH	音飞储存	7.70	0.25	0.36	0.48		30.5	21.2	16.2		0.82	2.38	23
603569.SH	长久物流	11.50	0.67	0.62	0.64	0.75	17.2	18.5	17.8	15.2	4.23	2.67	64
603871.SH	嘉友国际	30.72	2.28	2.22	2.76	3.41	13.5	13.8	11.2	9.0	0.94	2.83	48
002930.SZ	宏川智慧	16.40	0.43	0.47	0.54	0.60	38.1	34.6	30.4	27.3	3.24	3.14	56
601598.SH	中国外运	4.27	0.18	0.37	0.39	0.40	23.7	11.5	11.0	10.6	0.77	1.21	316
603713.SH	密尔克卫	35.93	1.05	1.25	1.75	2.33	34.3	28.7	20.5	15.4	1.12	4.12	55
002010.SZ	传化智联	7.73	0.20	0.44	0.63	0.74	38.7	17.4	12.3	10.5	0.71	2.02	252
物流企业 (剔除供应链和快递)							30.5	18.5	16.2	12.9	0.94	2.67	814

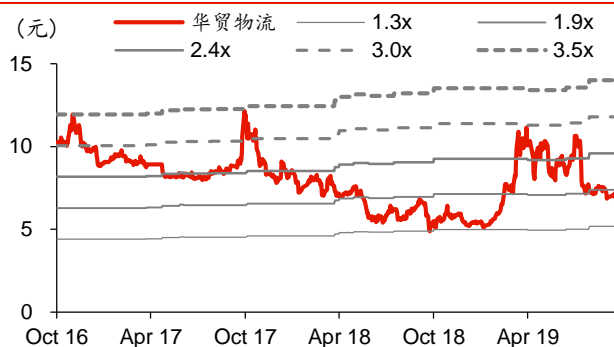
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 18年为扣非后归母净利润, 19-21数据为Wind一致预期值, 行业估值为个股估值中位数)

图表3: 华贸物流历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 华贸物流历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,653	3,736	3,904	4,345	4,885
现金	1,271	1,244	1,131	1,226	1,288
应收账款	1,753	1,950	2,170	2,440	2,814
其他应收账款	220.05	189.28	210.66	236.90	273.22
预付账款	33.20	41.36	45.89	51.53	59.41
存货	183.30	82.80	91.87	103.17	118.94
其他流动资产	192.76	229.29	255.18	286.97	330.98
非流动资产	1,827	1,744	1,758	1,771	1,784
长期投资	58.60	63.35	63.35	63.35	63.35
固定投资	545.22	634.14	669.32	701.16	729.99
无形资产	188.68	180.91	162.82	146.54	131.89
其他非流动资产	1,034	865.52	862.68	860.40	858.58
资产总计	5,480	5,480	5,662	6,116	6,669
流动负债	1,604	1,462	1,359	1,482	1,655
短期借款	199.24	202.34	0.00	0.00	0.00
应付账款	964.76	876.34	972.34	1,092	1,259
其他流动负债	440.16	383.04	386.26	390.27	395.87
非流动负债	88.65	75.35	75.35	75.35	75.35
长期借款	39.82	40.47	40.47	40.47	40.47
其他非流动负债	48.83	34.88	34.88	34.88	34.88
负债合计	1,693	1,537	1,434	1,558	1,730
少数股东权益	38.96	35.21	50.91	69.03	89.89
股本	1,005	1,012	1,012	1,012	1,012
资本公积	1,926	1,868	1,868	1,868	1,868
留存公积	816.92	1,028	1,298	1,610	1,970
归属母公司股东权益	3,748	3,908	4,177	4,490	4,849
负债和股东权益	5,480	5,480	5,662	6,116	6,669

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	414.66	139.14	257.04	270.80	253.31
净利润	278.56	323.00	368.82	425.81	490.17
折旧摊销	65.26	68.62	85.76	86.71	87.65
财务费用	23.73	(4.19)	(1.40)	(8.20)	(9.63)
投资损失	(44.74)	(53.03)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	44.66	(196.83)	(181.83)	(221.66)	(305.74)
其他经营现金	47.19	1.57	15.70	18.12	20.86
投资活动现金	(283.39)	(43.76)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
资本支出	152.98	54.25	100.00	100.00	100.00
长期投资	(13.93)	(66.91)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(144.34)	(56.42)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(50.40)	(167.54)	(270.12)	(75.05)	(91.12)
短期借款	(54.41)	(87.30)	(202.34)	0.00	0.00
长期借款	39.82	0.65	0.00	0.00	0.00
普通股增加	6.23	6.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.41	(57.88)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(54.46)	(29.63)	(67.78)	(75.05)	(91.12)
现金净增加额	80.87	(72.16)	(113.08)	95.75	62.19

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,715	9,445	10,512	11,822	13,634
营业成本	7,715	8,369	9,286	10,428	12,021
营业税金及附加	9.00	8.38	9.33	10.49	12.10
营业费用	391.12	439.62	473.04	531.97	613.55
管理费用	233.19	254.61	283.37	318.66	367.53
财务费用	9.27	(2.80)	(1.40)	(8.20)	(9.63)
资产减值损失	49.94	8.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	44.74	53.03	30.00	30.00	30.00
营业利润	352.57	421.50	492.25	570.95	659.82
营业外收入	8.55	9.77	9.77	9.77	9.77
营业外支出	1.80	2.47	2.47	2.47	2.47
利润总额	359.31	428.80	499.55	578.25	667.12
所得税	70.00	92.06	115.03	134.31	156.08
净利润	289.31	336.74	384.52	443.94	511.03
少数股东损益	10.76	13.75	15.70	18.12	20.86
归属母公司净利润	278.56	323.00	368.82	425.81	490.17
EBITDA	416.94	477.35	576.61	649.47	737.83
EPS (元, 基本)	0.28	0.32	0.36	0.42	0.48

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.25	8.38	11.29	12.46	15.34
营业利润	38.21	19.55	16.78	15.99	15.56
归属母公司净利润	24.55	15.95	14.19	15.45	15.11
获利能力 (%)					
毛利率	11.48	11.40	11.67	11.79	11.83
净利率	3.20	3.42	3.51	3.60	3.60
ROE	7.43	8.27	8.83	9.48	10.11
ROIC	6.99	7.55	8.68	9.24	9.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.89	28.05	25.33	25.47	25.94
净负债比率 (%)	4.36	4.43	0.71	0.66	0.61
流动比率	2.28	2.56	2.87	2.93	2.95
速动比率	2.16	2.50	2.81	2.86	2.88
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.72	1.86	1.93	2.04
应收账款周转率	5.08	5.10	5.10	5.13	5.19
应付账款周转率	8.73	9.09	10.05	10.10	10.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.32	0.36	0.42	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.14	0.25	0.27	0.25
每股净资产(最新摊薄)	3.70	3.86	4.13	4.44	4.79
估值比率					
PE (倍)	26.30	22.69	19.87	17.21	14.95
PB (倍)	1.96	1.88	1.75	1.63	1.51
EV_EBITDA (倍)	15.24	13.31	11.02	9.78	8.61

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com