

**中信证券研究部**


**刘正**  
首席交运分析师  
S1010511080004



**扈世民**  
交运分析师  
S1010519040004



**关鹏**  
交运分析师  
S1010520030003



**联系人：汤学章**

**核心观点**

**公司连续 7 年业绩正增长，近 7 年年增速均高于 10%，期间扣非净利 CAGR 26%；今年上半年受益疫情，公司预计扣非净利同增 40~50%。市场忽视了公司业绩稳健、高确定性增长的特质，而近年来其股价更多表现为题材驱动。我们认为公司凭借主业货代持续扩份额、优化客户结构保持增长，同时持续并购高性价比的优质标的，带来协同效应并增厚利润，公司短中期业绩成长确定性高，股价有望回归价值驱动，给予目标价 12.40 元，对应 2021 年年 PE 20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**

**被忽视的“白马股”，内生外延助力公司业绩连续 7 年增长，期间扣非净利 CAGR 26%。**华贸物流主营业务为传统的海空货代业务，我们认为市场忽视了华贸物流业绩持续稳健、高确定性增长的特质（公司扣非净利连续 7 年保持 10%+ 的稳健增长，期间 CAGR 26%），而将华贸物流股价变动更多归因为自贸区题材驱动。公司业绩持续性增长来自内生外延双轮驱动，2013~2019 年公司增量净利润中，货代等内生主业贡献其中的 41%，而外延并购则贡献另外的 59%，内生增长叠加外延并购共同推动公司业绩未来持续增长，公司股价有望回归价值驱动。

**货代强者，受益疫情，货代及跨境电商加速增长，推动上半年业绩同增 40~50%。**公司空运/海运货代业务实力排名国内第四/第八，毛利占公司总毛利的 64%，近 2 年受贸易摩擦影响，毛利从 15% 的增速放缓至 8%。即便未来行业需求较弱，但考虑到公司持续提升份额（中国货代行业 CR10 不足美国一半）、优化客户结构、服务中高端化，预计货代业务仍将稳健增长。上半年疫情期间航空运力大幅萎缩、运价大涨之际，公司凭借前瞻性的自有运力布局以及长期与各大航空公司保持友好合作关系，在其他货代公司无法拿到舱位情况下，公司稳定输出运力，获得业绩增长。同时疫情加速消费线上化，跨境零售电商 2020Q1 实现 35% 的高增速，公司去年并购的跨境电商物流商华安物流或实现较快增长。受益空运货代以及跨境电商物流业绩放量，公司预计上半年扣非净利同增 40~50%。

**外延并购扩大服务半径，多种物流齐头并进。**保持当前主业持续增长的同时，公司坚持“以兼并收购实现跨越式发展”的发展战略，增厚公司业绩的同时也增强了公司的综合运营实力。公司自上市后，连续多年实现成功并购案例，回头来看，每次并购共同具备两大特征：1) 收购估值合理，当年且后续年度能够有效增厚 EPS。公司过去 6 年收购的三个标的，平均 PE 仅 10 倍；2) 资产质优且并购标的业务能与公司现有业务形成良好互补并达到有效协同。在业绩承诺期之后，公司一般会对收购标的与自身业务进行协同整合，收购标的均贡献持续稳健的经营业绩。

**风险因素：**经济下滑导致航空货代需求低预期，跨境电商政策变动。

**投资建议：**疫情期间运力短缺、运价大幅上涨，公司凭借自身运力优势以及专业的服务能力，为客户提供稳定服务，抓住疫情机遇，实现业绩提速增长。短中期看，货代主业保持份额提升及业绩增长，同时通过外延并购将公司做强做大，公司股价有望回归价值驱动。我们预计公司 2020/21/22 年 EPS 为 0.55/0.62/0.71 元，现价对应 PE 为 15/13/11 倍，给予目标价 12.40 元，对应 2021 年 PE 20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

华贸物流	603128
评级	<b>买入（首次）</b>
当前价	7.97 元
目标价	12.4 元
总股本	1,012 百万股
流通股本	1,012 百万股
52 周最高/最低价	10.65/5.04 元
近 1 月绝对涨幅	25.51%
近 12 月绝对涨幅	-20.62%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,445	10,252	12,218	13,947	15,206
增长率 YoY%	8%	9%	19%	14%	9%
净利润(百万元)	323	351	554	625	716
增长率 YoY%	16%	9%	58%	13%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.32	0.35	0.55	0.62	0.71
PE	25	23	15	13	11
PB	2	2	2	2	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 7 日收盘价

## 目录

<b>核心货代优势突出，业务结构持续优化</b> .....	1
业务结构持续优化，综合盈利能力逐年提升 .....	1
内生增长&外延并购推动公司连续 7 年业绩正增长，公司股价走势将回归价值驱动 .....	2
<b>货代业务：实力居前，疫情凸显公司实力</b> .....	5
货代行业景气受外贸波动影响，扩份额&延伸服务&优化客户结构是出路 .....	5
公司货代毛利占比 2/3，业务持续优化支撑公司保持较好盈利 .....	7
疫情推高航空运价，公司运力资源占优，业绩受益显著 .....	10
仓储物流平稳增长，跨境电商物流颇具看点 .....	12
<b>外延并购扩大服务半径，多种物流齐头并进</b> .....	14
外延收购价格合理，持续增厚公司业绩 .....	14
收购标的资产质量高且业务协同性强 .....	15
<b>风险因素</b> .....	17
<b>盈利预测与估值评级</b> .....	17

## 插图目录

图 1: 2019 年跨境物流贡献毛利比重约 98%	1
图 2: 国际空运和海运是跨境物流毛利最主要的来源	1
图 3: 2012-2019 年公司毛利结构	1
图 4: 公司综合毛利率水平逐年提升	1
图 5: 华贸物流股权结构	2
图 6: 2012-2019 年华贸物流营收情况	3
图 7: 2012-2019 年华贸物流扣非净利情况	3
图 8: 2013 到 2019 年华贸物流累计增量净利来源占比情况	3
图 9: 2013 年 5 月以来华贸物流及上港集团股价累计上涨关联度较高	4
图 10: 2013 年以来华贸物流 PE-Band	4
图 11: 货代操作示意图	5
图 12: CCFI 集装箱运价指数与进出口增速保持较高的关联度	6
图 13: 2018 年中国货代前 100 营收规模占比结构	6
图 14: 2016 年国内货代行业市场份额 (营收占比)	6
图 15: 1991~2019 年全球商品贸易与民航货运周转量	7
图 16: 2016~2018 年中国外运海运业务份额持续提升	7
图 17: 2019 年中国外运业务营收结构情况	7
图 18: 2018 年国际海运货代前 50 营收规模份额占比	8
图 19: 2018 年国际空运货代前 50 营收规模份额占比	8
图 20: 2012~2019 年华贸物流各业务毛利占比变动情况	8
图 21: 2012~2019 年华贸物流空运代理业务毛利增长情况	9
图 22: 2012~2019 年华贸物流海运代理业务毛利增长情况	9
图 23: 2012~2019 年华贸物流海运代理业务量	9
图 24: 2012~2019 年华贸物流海运代理价格	9
图 25: 2013~2019 年华贸物流海运业务量增速高于行业水平	10
图 26: 2013~2019 年华贸物流空运业务量增速高于行业水平	10
图 27: 2013~2019 年华贸物流货代毛利率波动情况	10
图 28: 2017~2018 年华贸物流毛利率高于龙头中国外运	10
图 29: 2020 年前 5 月中国国航国际航线可用吨公里同比	11
图 30: 2020 年前 4 月国内民航国际航线货邮周转量同比	11
图 31: 上半年上海发往北美的空运价格情况	11
图 32: 2019/20 年 5 月~6 月上海发往北美的空运价格情况	11
图 33: 华贸物流通过参股河南航投物流公司向上游布局运力资源	12
图 34: 2012~2019 年华贸物流仓储第三物流营收情况	13
图 35: 2012~2019 年华贸物流仓储第三物流毛利润情况	13
图 36: 2013~2019 年跨境电商 GMV 增长情况	13
图 37: 2016~2020Q1 通过海关跨境电商管理平台零售进出口 GMV	13
图 38: 2012~2020 年 M5 中国国际及港澳台快递件量增长情况	14
图 39: 公司持续外延并购扩大物流服务半径	15

## 表格目录

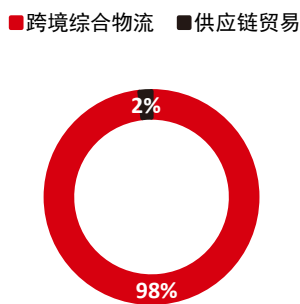
表 1：华贸物流第二期 A 股股票期权激励计划各年度业绩考核目标 .....	3
表 2：2014 年华贸物流跨境综合物流服务前五供应商情况 .....	11
表 3：德祥物流四大子公司业务情况 .....	15
表 4：公司工程&特种物流布局 .....	16
表 5：2016~2022 年华贸物流各业务营收增长及预测情况 .....	17
表 6：2016~2022 年华贸物流各业务毛利率变动及预测情况 .....	18
表 7：2018~2022 年中重运输营收及净利增长及预测情况 .....	19
表 8：2018~2022 年华贸物流盈利及预测情况 .....	19

## 核心货代优势突出，业务结构持续优化

### 业务结构持续优化，综合盈利能力逐年提升

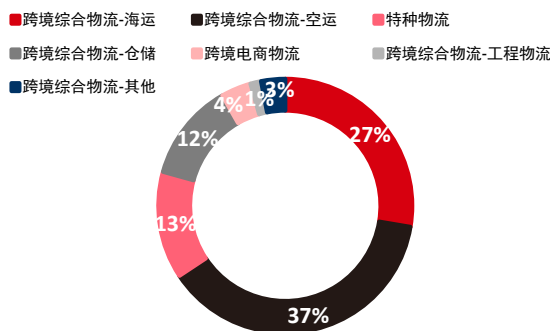
公司主业毛利由跨境综合物流组成，2019 年占比约 98%。其中国际航空、海运货代毛利分别占比为 37%、27%；是公司核心利润来源；特种物流、仓储、跨境电商、工程物流分别占比为 13%、12%、4%、1%是公司物流业务重要补充，公司物流业务主要盈利模式是通过为客户提供跨境物流服务收取一定的服务费用。

图 1：2019 年跨境物流贡献毛利比重约 98%



资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

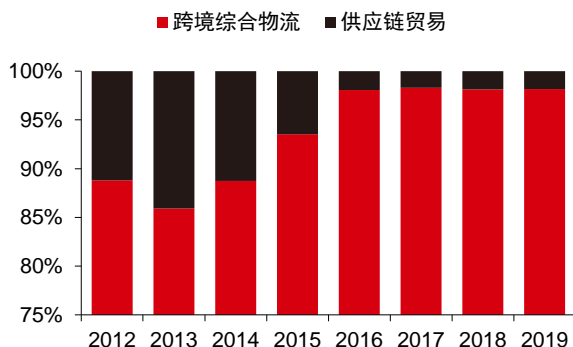
图 2：国际空运和海运是跨境物流毛利最主要的来源



资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

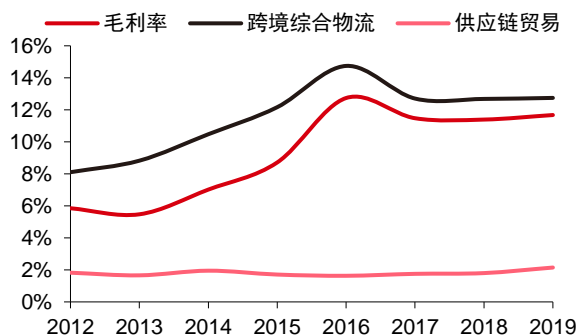
从公司过去 8 年业务结构来看，公司持续积极调节业务结构，主动退出和收缩前期涉及毛利率低、坏账风险高的钢材等领域供应链业务，相关业务毛利占比已经由 12 年的 11% 降至 2019 年的 2%。得益于此，公司综合毛利率逐年提升，2019 综合毛利率已接近 12%。公司既实现盈利能力的提升又大幅降低整体业务风险。

图 3：2012-2019 年公司毛利结构



资料来源：华贸物流年报，中信证券研究部

图 4：公司综合毛利率水平逐年提升

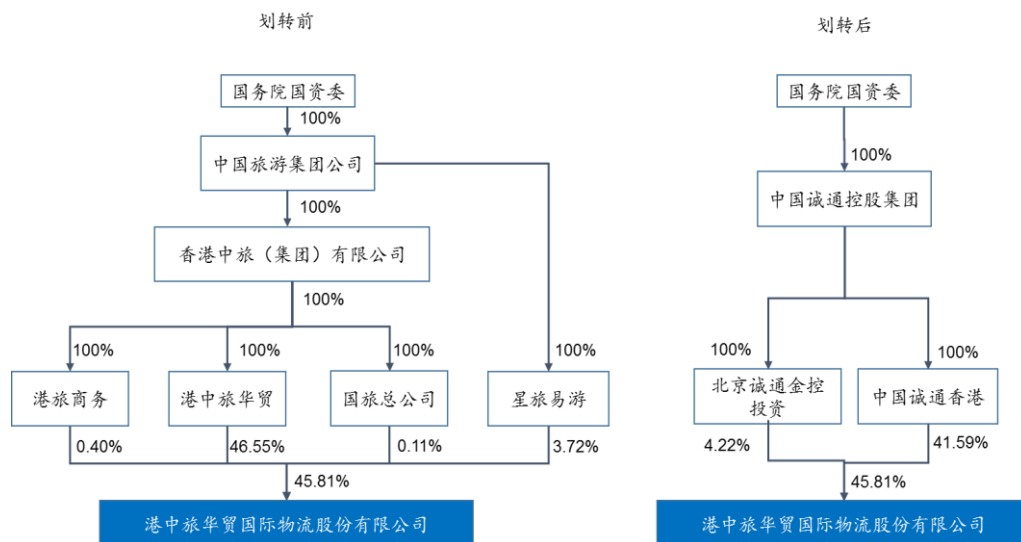


资料来源：华贸物流年报，中信证券研究部

2017 年中国旅游集团与中国诚通集团完成华贸控股权无偿划拨，诚通集团为公司目前的控股股东。2017 年 5 月 24 日，中国旅游集团公司、港中旅华贸、国旅总社、港旅商务、星旅易游、诚通集团、诚通金控、诚通香港签署《关于港中旅华贸国际物流股份有

限公司之部分国有股份无偿划转协议》。港中旅华贸、国旅总社、港旅商务、星旅易游拟将持有的华贸物流 46.55%、0.11%、0.40%、3.72%的股权无偿划转至诚通集团。划转完成后，华贸物流的直接控股股东由港中旅华贸变更为诚通香港，最终实际控制人仍然是国务院国资委。诚通集团、诚通香港、诚通金控与华贸物流之间将保持相互间的人员独立、资产独立、机构独立、业务独立和财务独立。

图 5：华贸物流股权结构



资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

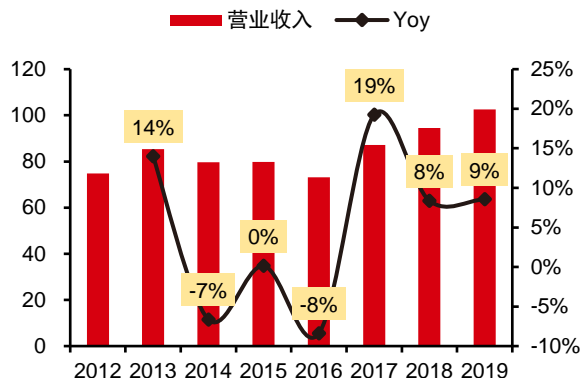
诚通集团是国资委首批建设规范董事会试点企业和首家国有资产经营公司试点企业，2016年2月被确定为中央企业国有资本运营公司试点。诚通集团拥有丰富的专业物流运营经验和充沛的物流资源，其业务包括提供供应链管理综合服务，制定全过程物流解决方案，组织面向全国并辐射海外的仓储、运输、配送、多式联运、国际货代、等综合物流服务。

诚通集团的物流板块主要由旗下核心子公司：中国储运和中国物流有限公司负责经营。划入诚通集团后，华贸物流将成为第三大物流板块，将与集团内其他物流资产形成强强联合、优势互补并发挥协同效应。

### 内生增长&外延并购推动公司连续 7 年业绩正增长，公司股价走势将回归价值驱动

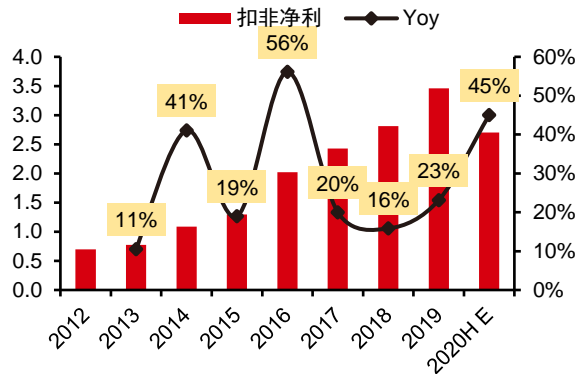
拉长时间维度看，其实公司过去 7 年业绩表现出色，连续 7 年扣非净利增长，7 年扣非 CAGR 26%。今年上半年受益疫情期间航空运价大幅上涨，公司空运业务增长显著，公司预计上半年扣非净利润同增 40~50%。

图 6：2012-2019 年华贸物流营收情况（亿元）



资料来源：华贸物流年报，中信证券研究部

图 7：2012-2019 年华贸物流扣非净利情况（亿元）

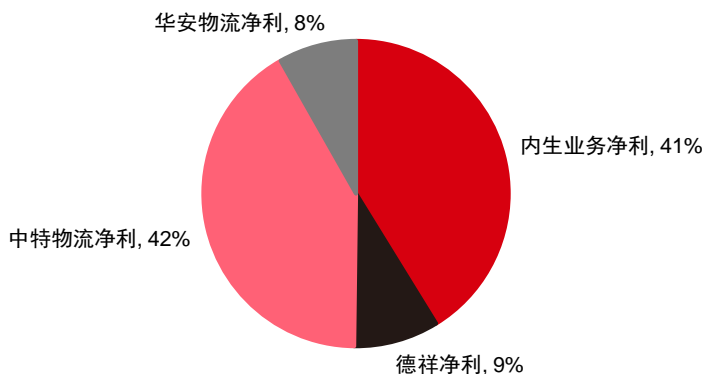


资料来源：华贸物流年报预测，中信证券研究部

我们认为公司出色的业绩增长来自内生增长以及外延并购。我们统计，公司归母净利润从 2013 年的 0.8 亿元累计增长 332% 至 3.5 亿元，增量净利中公司货代等内生主业贡献其中的 41%，而外延并购则贡献另外的 59%，内生增长叠加外延并购共同推动公司业绩持续增长。

除此之外，作为国企的华贸物流先后二次推进股权激励（2013 和 2019 年），激发公司内部员工积极性并提升经营效率，外加组织架构持续优化，进一步支撑公司业绩稳健增长。

图 8：2013 到 2019 年华贸物流累计增量净利来源占比情况



数据来源：Wind，中信证券研究部

表 1：华贸物流第二期 A 股股票期权激励计划各年度业绩考核目标

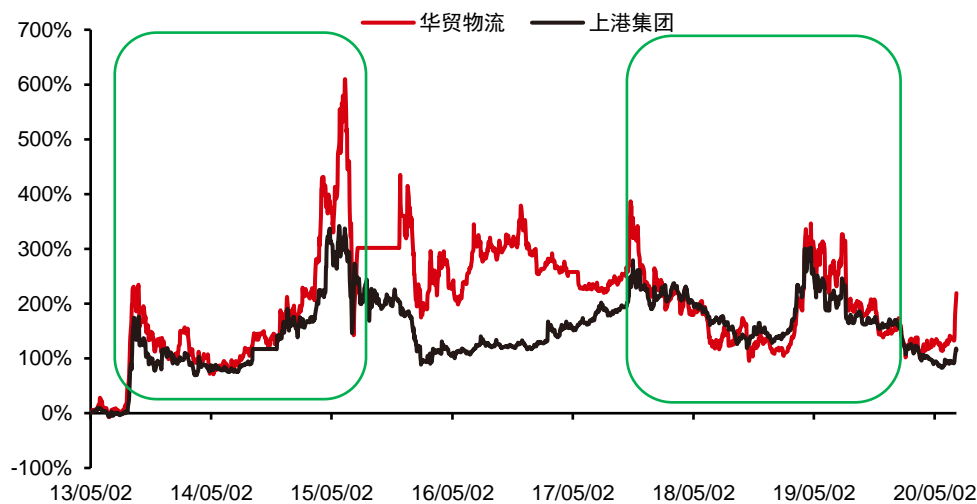
行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2019 年加权平均净资产收益率不低于 7.5%，且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2019 年经济增加值（EVA）按照国务院国资委对于中央企业的相关要求，达到董事会下达的目标值且经济增加值改善值大于零。
第二个行权期	2020 年加权平均净资产收益率不低于 8.0%，且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2020 年经济增加值（EVA）按照国务院国资委对于中央企业的相关要求，达到董事

行权期	业绩考核目标
	会下达的目标值且经济增加值改善值大于零。
第三个行权期	2021 年加权平均净资产收益率不低于 8.5%，且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017 年净利润为基数，2021 年净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2021 年经济增加值（EVA）按照国务院国资委对于中央企业的相关要求，达到董事会下达的目标值且经济增加值改善值大于零。

资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

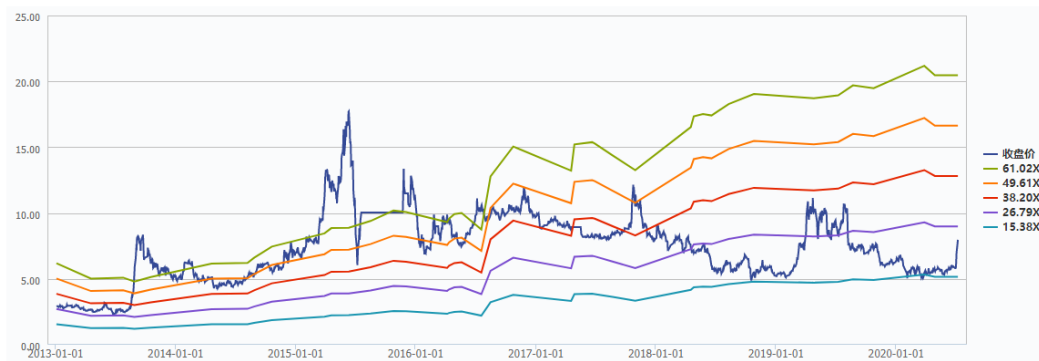
**公司股价有望脱离题材炒作，回归价值驱动。**我们认为市场忽视了华贸物流业绩增长的持续性，这也导致华贸物流股价波动更多是由题材驱动，例如上海自贸区、自贸港等事件，同时持续的业绩增长也不断消化曾经题材驱动上涨的估值，目前估值处于历史低位。而我们认为公司的主业货代通过持续扩份额、优化客户结构等措施获得内生性业绩增长，同时后续公司有望持续通过优质的外延并购获得额外业绩增长，共同驱动公司业绩未来稳步增长。随着市场对于公司内在价值的发现，公司股价走势后续有望回归价值驱动。

图 9：2013 年 5 月以来华贸物流及上港集团股价累计上涨关联度较高



数据来源：Wind，中信证券研究部

图 10：2013 年以来华贸物流 PE-Band



数据来源：Wind

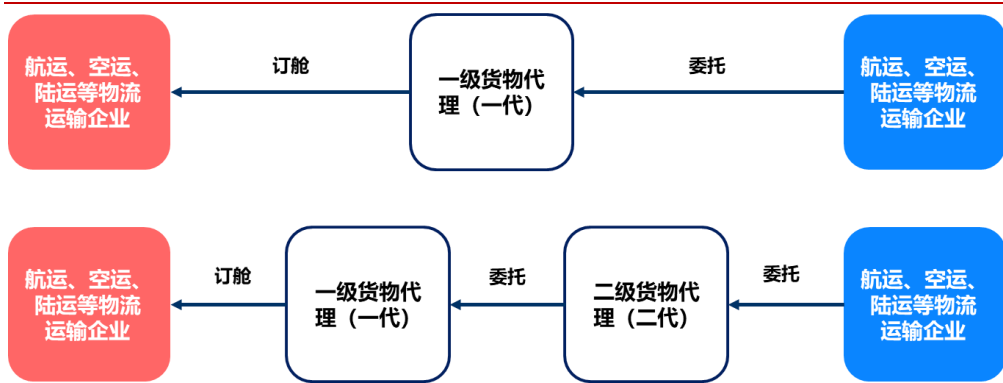


## ■ 货代业务：实力居前，疫情凸显公司实力

### 货代行业景气受外贸波动影响，扩份额&延伸服务&优化客户结构是出路

货物代理充当货主与船主之间的中间商角色，帮助货主寻找物流承运商完成货物运输而赚取业务收入。货物代理是货代企业受货主委托，通过采购物流配送服务、报检、报关等一系列操作流程使得货主的货物最终可以成功运送到指定目的地，而货代企业凭借帮货主代办一系列繁琐物流配送流程而收取一定的代理费。

图 11：货代操作示意图

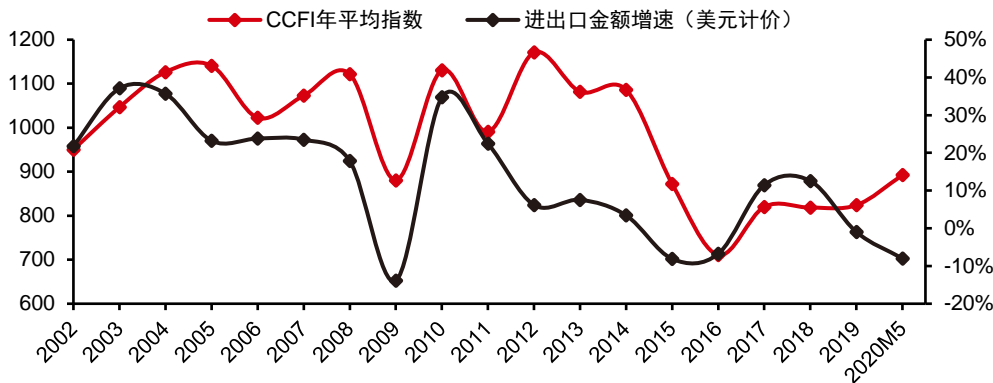


数据来源：中信证券研究部

**国际货代行业受外贸活动影响较大。**货代行业客户来自各个行业的 B 端客户，而各行各业的物流配送需求受到宏观经济波动影响，其中对于国际货代行业，进出口贸易额的增长情况将会直接影响到该行业的景气程度。若进出口增长较快，运输行业供不应求，运价上涨，上游承运商盈利较好，货代企业也可以收取更多的代理费；而如果外贸需求较弱，运价下跌，上游承运商盈利较差，则货代企业也较难享受到较高的利润。

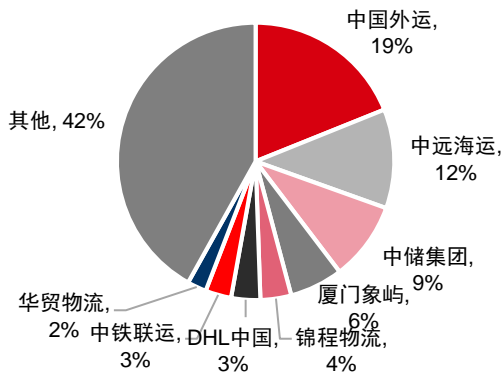
**国内货代行业增量红利期已过，市场较为分散。**2008 年之前中国经济高速发展，国内外贸企业出口需求持续扩张，船舶运力供不应求，运价持续上涨，货代行业的高利润率吸引大量企业进入，行业竞争分散，中小货代企业数量众多。但是随着最近几年外贸增速放缓，集装箱运价下行，货代服务供过于求，行业利润率收窄，部分中小货代企业逐步退出，不过行业集中度仍然较为分散，据不完全统计，商务部主管部门备案登记空海运货代市场中的中国国际货代物流企业达 3.3 万家，其中上海 7,500 家，如包括不需要备案登记的二代和三代，行业参与者更多。

图 12: CCFI 集装箱运价指数与进出口增速保持较高的关联度



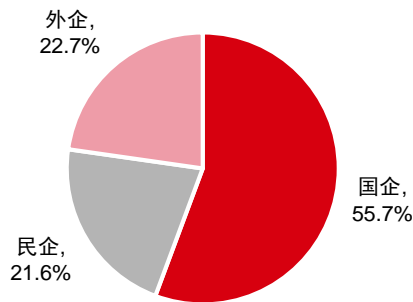
数据来源: 海关总署, Wind, 中信证券研究部

图 13: 2018 年中国货代前 100 营收规模占比结构



资料来源: CIFA, 中信证券研究部

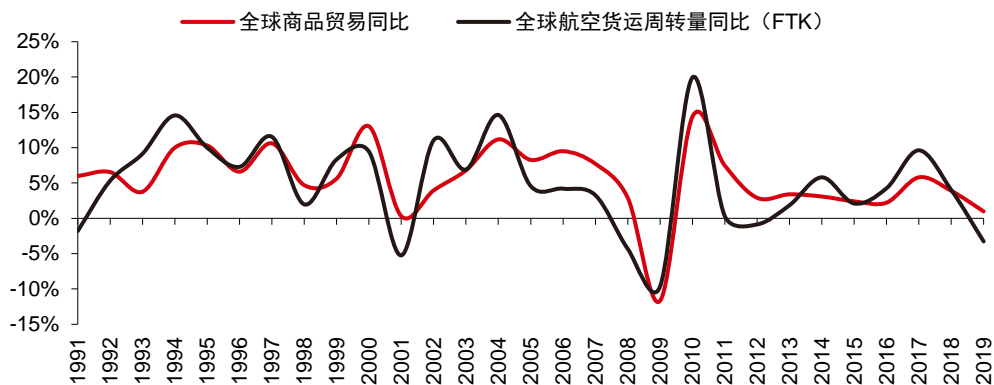
图 14: 2016 年国内货代行业市场份额 (营收占比)



资料来源: CIFA, 中信证券研究部

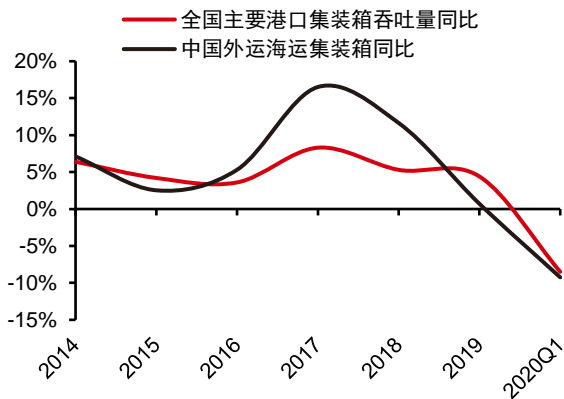
**货代行业增量空间不大, 扩份额&延伸服务&优化客户结构是对冲经济波动、寻找业绩增量的出路之一。**金融危机之后, 全球经济放缓, 同时叠加贸易保护主义时有发生, 全球外贸活动再难像以往那样高速增长。随着国际货代成长红利期过去, 整个行业进入缓慢增长阶段, 全球外贸持续波动, 行业周期属性逐步显现。在行业增长放缓之下, 部分货代企业通过持续扩大市场份额的方式, 对冲外贸波动影响, 获得业务量及业绩的增长; 部分货代企业则通过延伸服务链条, 从单一的货代业务到具备端到端的综合物流服务, 保持业绩增长; 其他企业则通过减少小客户、开拓盈利能力较高的大客户及直接客户的方式, 优化客户结构, 提升盈利能力, 进而推动业绩增长。

图 15: 1991~2019 年全球商品贸易与民航货运周转量



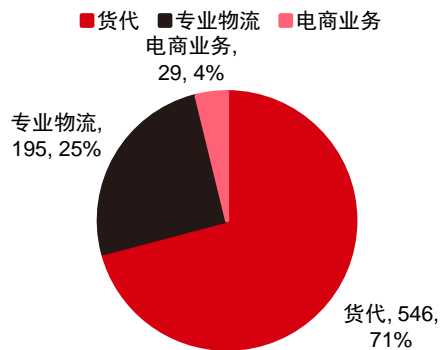
数据来源: IATA Monthly Statistics, IMF, 中信证券研究部

图 16: 2016~2018 年中国外运海运业务份额持续提升



资料来源: 国家统计局, 华贸物流公告, 中信证券研究部

图 17: 2019 年中国外运业务营收结构情况 (亿元)

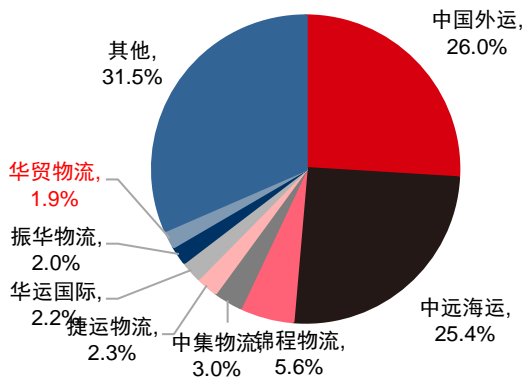


资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

### 公司货代毛利占比 2/3, 业务持续优化支撑公司保持较好盈利

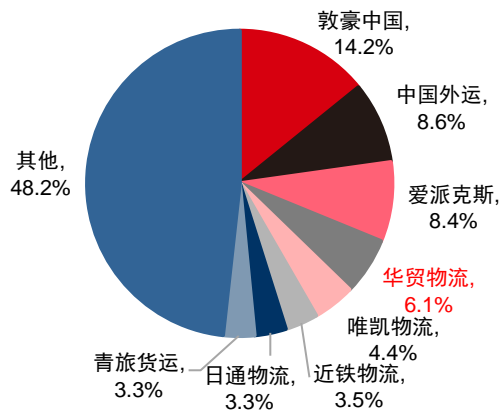
公司货代业务综合实力行业第八, 业务多元化逐步降低货代盈利占比。中国国际货运代理协会统计, 2018 年华贸物流货代营收规模排名国内第八, 营收规模在百强货代企业营收总和中占到了 2.4%。随着公司先后布局仓储、工程物流, 同时通过涉足特种物流和跨境电商物流, 公司核心主业货代业务毛利占比从 2012 年的 75%逐步下降至 2019 年的 64%。

图 18：2018 年国际海运货代前 50 营收规模份额占比



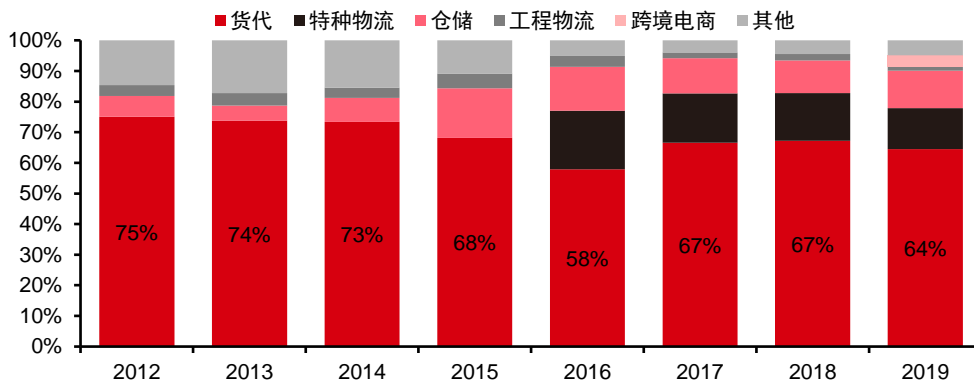
资料来源：CIFA，中信证券研究部

图 19：2018 年国际空运货代前 50 营收规模份额占比



资料来源：CIFA，中信证券研究部

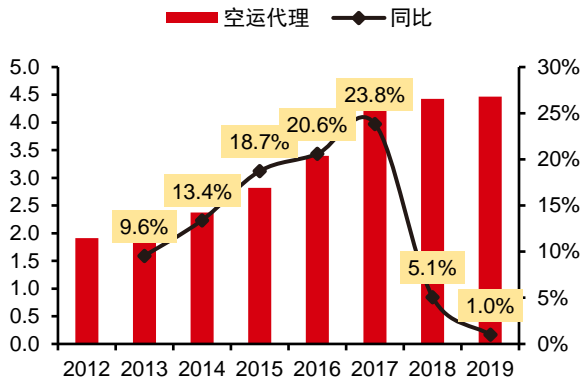
图 20：2012~2019 年华贸物流各业务毛利占比变动情况



数据来源：华贸物流公告，中信证券研究部

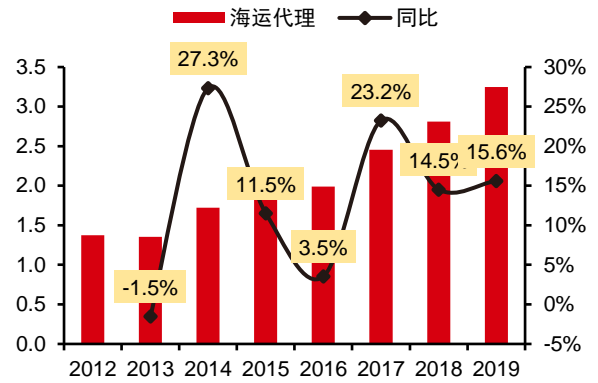
华贸物流空运货代行业第四，运力优势占优，近 2 年盈利增长放缓。2018 年华贸物流航空货代营收国内份额占比 6.1%，排名行业第四。公司航空货代长期与国内重要航司保持良好合作关系，与主流航司签订优势运力协议，同时 2019 年参股河南航投物流，延伸货代上游，借助河南航投运力资源为未来货代业务发展提供运力基础。除了运力上的优势，公司还具备专业服务能力，为客户提供定制化的货代物流服务以及专业的包机解决方案。近 2 年贸易摩擦对国内进出口产生扰动，公司空运货代毛利增长放缓明显。

图 21: 2012~2019 年华贸物流空运代理业务毛利增长情况 (亿元)



资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

图 22: 2012~2019 年华贸物流海运代理业务毛利增长情况 (亿元)

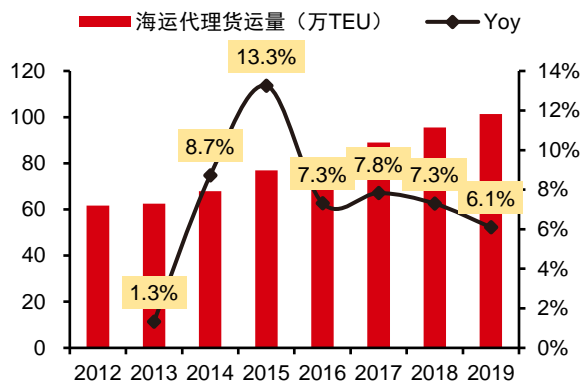


资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

华贸物流海运行业第八, 旗下德祥物流具备进口分拨以及危险仓储操作资质, 近 2 年运价提升推高业务增长。2018 年华贸物流海运货代营收国内份额占比 1.9%, 排名行业第八。虽然公司在空运货代上的优势地位更高, 但是近 2 年公司海运货代凭借量价双增, 公司海运货代毛利增长明显要好于空运货代。

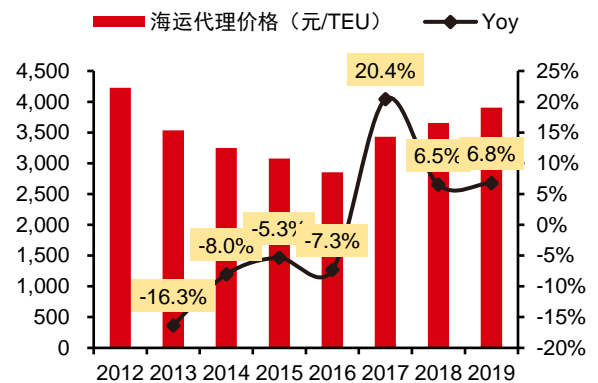
此外, 公司 2014 年通过收购德祥集团 65% 的股权, 取得海运进口分拨牌 (德祥物流是上海区域拥有进口分拨资质的六家物流企业之一, 在进口仓储分拨这一特许经营领域, 占有 35% 以上的市场份额), 打通了跨境电子商务进口备货保税模式的全球海运拼箱集运的物流通道, 增强了公司在国际海运细分市场中的服务产品和竞争优势, 提升了业务的协同能力。

图 23: 2012~2019 年华贸物流海运代理业务量



资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

图 24: 2012~2019 年华贸物流海运代理价格

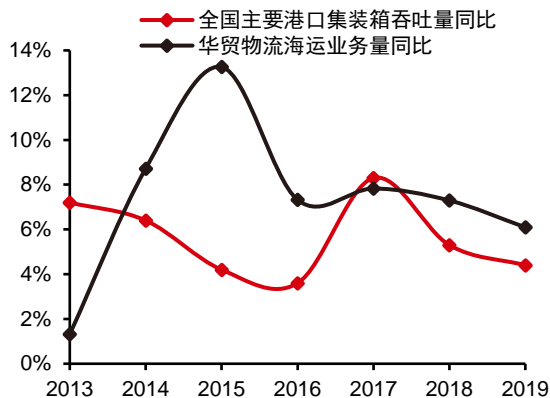


资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

公司持续提升份额, 同时优化客户结构, 增加中高端货代服务, 盈利保持稳定。随着近几年全球贸易放缓, 货代行业步入低个位数增长阶段, 而华贸物流凭借优质的物流服务、稳定的运力资源、大客户资源的稳步开发, 实现货代份额的持续提升。在份额提升的过程中, 虽然运价持续波动, 但是公司通过优化客户结构 (开拓盈利能力较高的大客户)、增

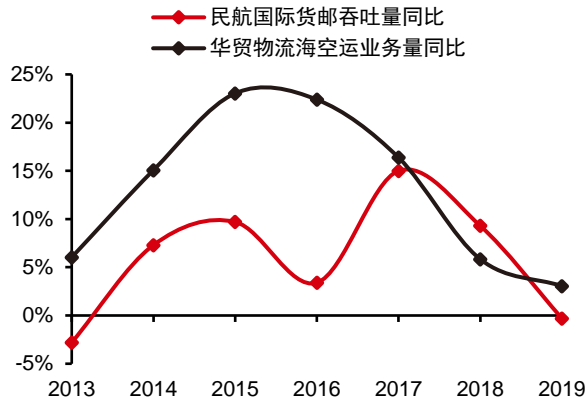
加中高端及增值附加物流服务、主动减少毛利较低的业务，保持了稳定的毛利率，且毛利率要明显高于行业龙头中国外运，体现了公司货代业务较高的盈利能力及经营效率。

图 25: 2013~2019 年华贸物流海运业务量增速高于行业水平



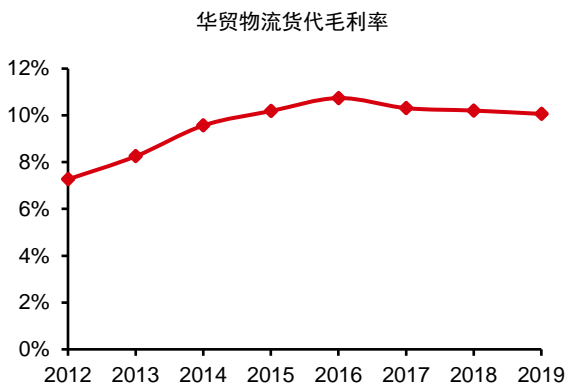
资料来源: 华贸物流公告, 国家统计局, 中信证券研究部

图 26: 2013~2019 年华贸物流空运业务量增速高于行业水平



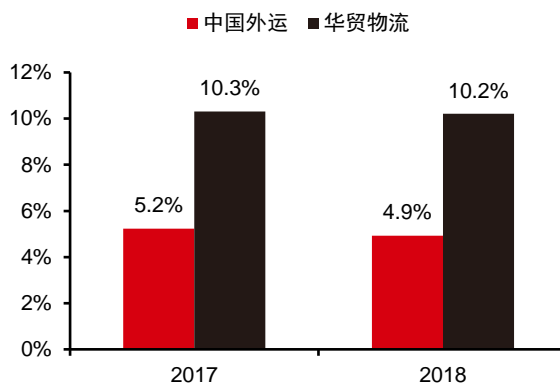
资料来源: 华贸物流公告, 国家统计局, 中信证券研究部

图 27: 2013~2019 年华贸物流货代毛利率波动情况



资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

图 28: 2017~2018 年华贸物流毛利率高于龙头中国外运



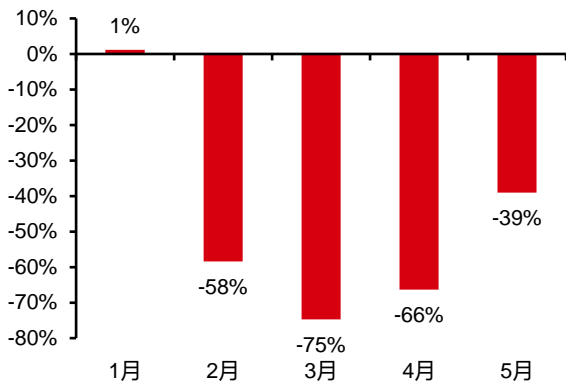
资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

## 疫情推高航空运价，公司运力资源占优，业绩受益显著

疫情期间客机航班大幅取消致客机腹舱运力萎缩，叠加疫情物资配送需求增加较多，国际航空货运价格跳升明显。受疫情影响，国内客机航班大幅取消（以国航为例，2~4 月国航国际航线可用吨公里同比降幅均在 50%以上），而我国 2/3 的货物由客机腹舱运输（国内货物约 80%由客机腹舱运输，国际货物约 50%由客机腹舱），客运腹舱运力萎缩 60%，相当于全行业运力萎缩 40%。客机腹舱运力萎缩，但是疫情物资配送需求短期大幅攀升，航空货运市场运力供不应求（国航国际航线可用吨公里降幅明显小于国内民航国际货邮周转量）大幅推高航空运价。

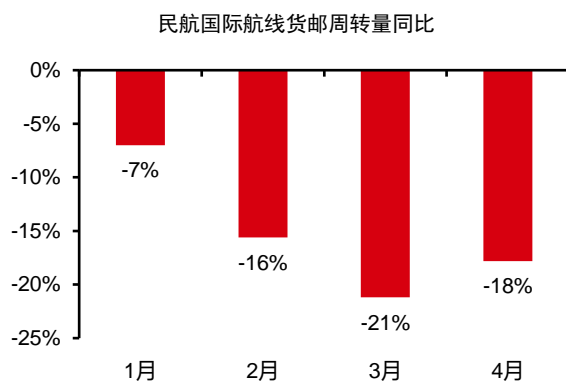
据 TAC Index, 上半年上海发往北美的航空货运价格从起初\$3/kg 一度攀升至\$12/kg, 上涨 3 倍多。即使后续部分国际客运航班恢复以及客改货增加运力导致 6 月航空运价环比回落，仍然明显高于去年同期。

图 29: 2020 年前 5 月中国国航国际航线可用吨公里同比



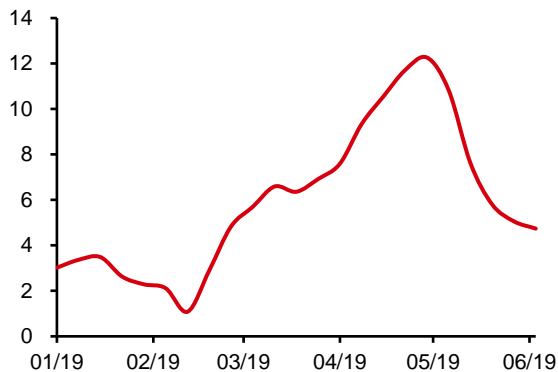
资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

图 30: 2020 年前 4 月国内民航国际航线货邮周转量同比



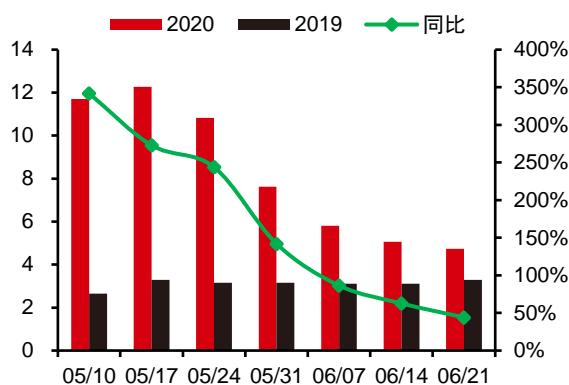
资料来源: 民航局, 中信证券研究部

图 31: 上半年上海发往北美的空运价格情况 (\$/kg)



资料来源: TAC Index, 中信证券研究部

图 32: 2019/20 年 5 月~6 月上海发往北美的空运价格情况 (\$/kg)



资料来源: TAC Index, 中信证券研究部

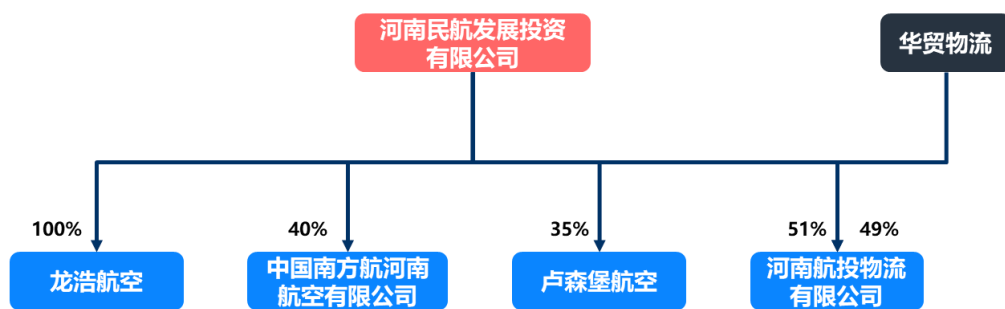
疫情极端情况下, 华贸物流运力可控较高的优势凸显, 预计业务量下降程度明显小于行业, 但是高运价推高公司业绩增长。疫情冲击下, 客机腹舱运力大幅萎缩, 航空货舱一票难求。在供求严重失衡之下, 中小货代由于实力有限, 无法拿到足够的运力资源, 而作为头部企业的华贸物流由于持续保持与国内主流航司的合作关系, 签订了长期运力供给协议, 在疫情极端情况下可以优先获得运力资源保证, 同时华贸物流去年通过参股河南航投, 向上游运力端延伸布局, 从而支撑疫情期间公司稳定获得运力舱位、开展包机服务。

表 2: 2014 年华贸物流跨境综合物流服务前五供应商情况

供货商	金额 (亿元)	占营业成本比例
马士基 (中国) 航运有限公司	2.23	3.0%
中国南方航空股份有限公司	1.38	1.9%
东方海外货柜航运(中国)有限公司	1.08	1.5%
中国货运航空有限公司	1.01	1.4%
中国国际航空股份有限公司	0.98	1.3%
小计	6.67	9.0%

资料来源: 华贸物流公告, 中信证券研究部

图 33：华贸物流通过参股河南航投物流公司向上游布局运力资源



数据来源：Wind，中信证券研究部

此外由于华贸物流客户结构要明显优于中小货代企业，华贸货代客户抗风险能力较强，因此疫情下华贸原有客户业务量下降幅度要小于中小货代企业的客户。因此在疫情航空运力不足而运价攀升之下，华贸物流化危为机，扩大份额，虽然业务量可能有所减少，但是高运价支撑业绩增长，同时叠加组织变革及效率提升，最终公司在上半年取了较好业绩，公司预计上半年扣非净利润同增 40~50%。

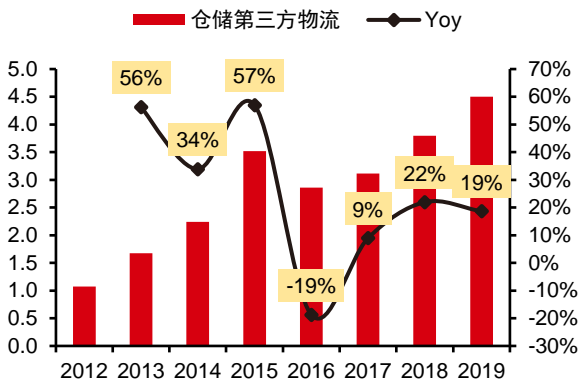
下半年运价虽然可能会继续回落，但是考虑今年国际客机航班仍较难完全恢复的预期，预计欧美复工复产推进进一步改善下半年外贸业务量，下半年航空运价仍将维持比去年高的水平。同时考虑到华贸物流与部分大客户签订了较长期的协议订单，因此预计下半年运价回落无碍，公司后续业绩会继续保持较好增长。

### 仓储物流平稳增长，跨境电商物流颇具看点

**2012 年布局仓储物流业务，持续开拓客户。**2012~2013 年公司组建了近 70 人的仓储第三方物流业务经营团队，加大投入，加快客户开发，为汽车、机械设备、食品饮料、服装等知名品牌制造和流通企业提供仓储、分拨、运输等综合服务。公司目前拥有及租用的仓储面积超过十七万平米，分布于上海、深圳、无锡、南京、厦门等内地和香港、洛杉矶、休斯顿等各服务网点。公司的仓储第三方物流主要有海关监管、配送中心、集装箱内装以及公共型仓库，同时最近几年公司也加大力度延伸仓储业务，增加业务盈利能力（理货、配载、包装、分拣、贴标、控温控湿、冷藏冷冻、贵重物品保安、配送等）。

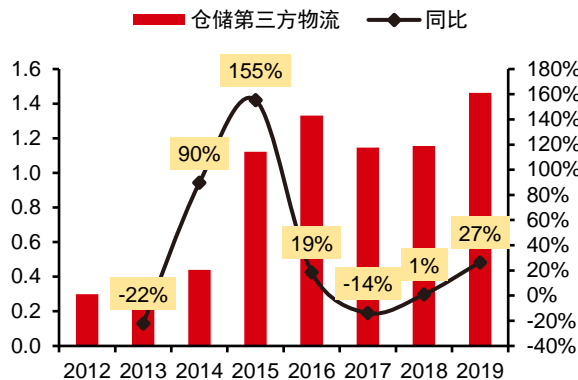


图 34：2012~2019 年华贸物流仓储第三方物流营收情况（亿元）



资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

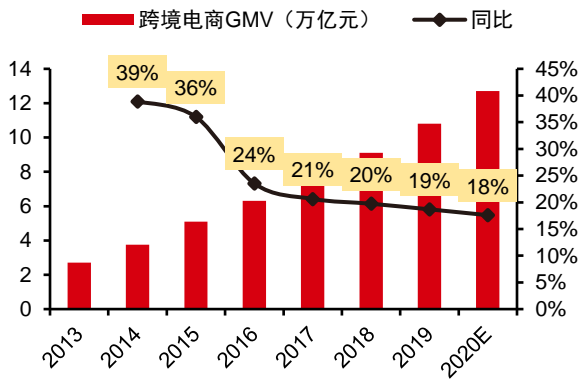
图 35：2012~2019 年华贸物流仓储第三方物流毛利润情况（亿元）



资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

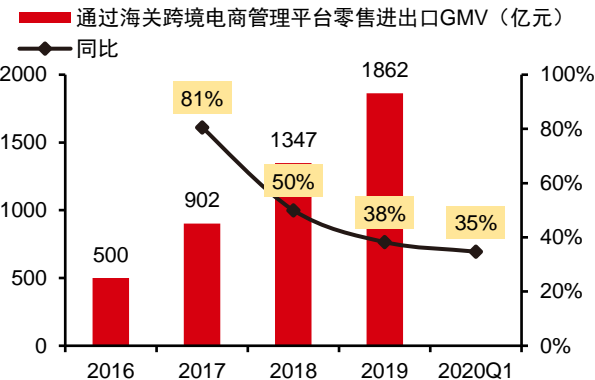
**跨境电商零售需求保持高景气，公司并购华安物流，强化业务布局。**由于国家对跨境电商的政策支持，过去几年跨境电商逐步替代传统外贸成为进出口外贸中增长最好的细分领域。2019 年我国跨境电商交易规模达 10.8 万亿元，同比增长 19%，在我国进出口贸易总额中占到了 34%。而跨境电商较好增长的同时，其中的跨境电商零售额（B2C 或 C2C）增速更快。面对跨境电商零售快速增长的需求，华贸物流 2019 年通过收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司 70% 股份，加速跨境电商物流平台建设。

图 36：2013~2019 年跨境电商 GMV 增长情况



资料来源：前瞻产业研究院（含预测），中信证券研究部

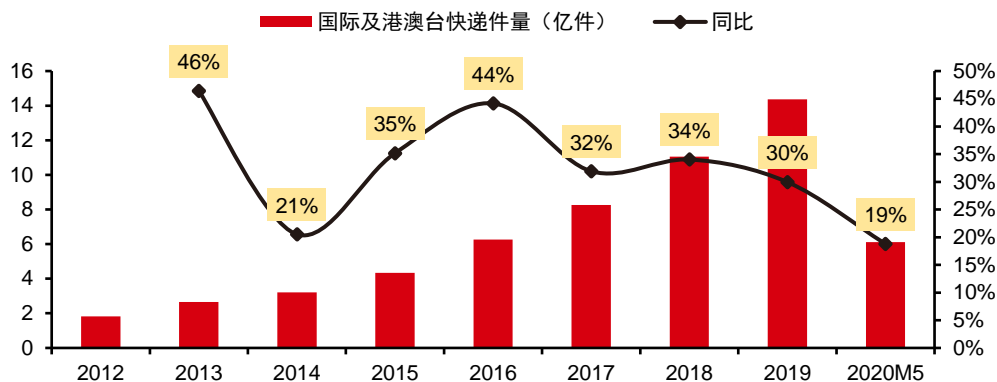
图 37：2016~2020Q1 通过海关跨境电商管理平台零售进出口 GMV



资料来源：海关总署，中信证券研究部

北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流（一起简称华安物流，下同）是中国邮政最大的国际邮件空运代理商之一，承接中国邮政集团公司及其下属企业国际邮政航空函件（邮政小包）的运力集采、地面服务及货运代理等业务。考虑到后续跨境零售电商持续保持较快增长，而华安物流为国内主要国际快递包裹服务供应商的邮政提供跨境电商代理的业务量同样有望保持较快增长。2019 年公司跨境电商营收和毛利分别为 2.3 亿和 0.4 亿元，其中毛利占公司总毛利的 3.7%，由于 2019 年 10 月华贸物流才完成对华安物流 70% 股份收购，因此我们估计 2019 年公司财报并表了华安物流约一个季度的业绩。

图 38：2012~2020 年 M5 中国国际及港澳台快递件量增长情况



数据来源：国家邮政局，中信证券研究部

通过收购华安物流，公司不仅切入中国邮政货代供应商链条中，分享跨境零售电商增长红利，收购后，华贸物流和华安物流进行运力集采、营销团队等资源共享，发挥协同效应，降低成本，同时扩大客户群体，做大货代主业。

## ■ 外延并购扩大服务半径，多种物流齐头并进

### 外延收购价格合理，持续增厚公司业绩

保持当前主业持续增长的同时，公司坚持“以兼并收购实现跨越式发展”的发展战略，增厚公司业绩的同时也增强了公司的综合运营实力。公司自上市后，连续多年实现成功并购案例，回头来看，每次并购共同具备两大特征：

- 1、收购估值合理，当年且后续年度能够有效增厚 EPS；
- 2、资产质优且并购标的业务能与公司现有业务形成良好互补并达到有效协同。

#### 历次并购分别为：

2014 年 11 月，华茂物流投资约 2.05 亿元收购德祥系集团四家子公司及附属子公司 65% 的股份。根据 2015 年德祥贡献利润评估作价的市盈率为 9.97 倍，显著低于并表时华贸物流 48 倍的 PE (ttm) 水平。

2015 年 12 月 4 日，通过发行股份和支付现金购买中特物流 100% 股权。中特物流 100% 股权作价 12 亿元，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。中特物流评估作价的市盈率为 14.36 倍，显著低于华贸物流 66 倍 PE(ttm) 的水平。中特物流的并表将华贸物流的每股收益从 0.13 元提高到 0.19 元。

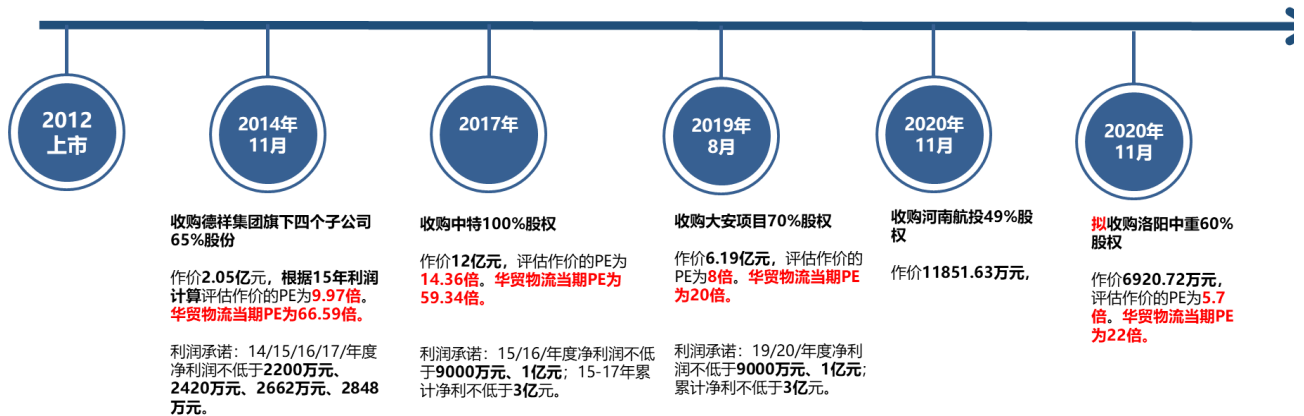
2019 年 8 月 21 日通过收购北京华安润通国际物流有限公司 70% 股权的方式承接大安国际物流（北京）有限公司持有的货运代理相关业务组合，本公司子公司华贸物流（香港）有限公司通过收购 HUADA (HK) International Logistics Co., Ltd（华大国际物流有限公司）70% 股权的方式承接迅诚国际物流有限公司持有的货运代理相关业务组合，交易对价合计

约 6.19 亿元。2018 年两家公司合计利润与 1.09 亿元，对应 PE 估值约 8 倍。

2019 年 11 月，以公开举牌方式参与航投物流本次增资获取其 49% 股权，拟增资价格为人民币 11851.63 万元。

2020 年 6 月，拟以公开举牌方式参与洛阳中重运输有限责任公司 60% 股权转让项目，2019 年洛阳中重净利润为 2131 万元，公司拟收购价格为 6920.72 万元。对应 PE 估值约为 5.7 倍。远低于当前 22.9 倍 PE (ttm) 的估值。

图 39：公司持续外延并购扩大物流服务半径



资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

## 收购标的资产质量高且业务协同性强

德祥是以进口分拨仓储为主打的综合性专业物流企业。其进口分拨海关监管仓库是上海的 6 家进口分拨仓库之一，被上海海关命名为“中华人民共和国上海海关第 5 监管区”。在进口仓储分拨这一特许经营领域，2018 年占有上海 35% 以上的市场份额。控股德祥四大子公司一方面增厚了华贸物流的仓储业务，另一方面打通了海运拼箱集运物流通道，逐步进入跨境电商物流领域。

表 3：德祥物流四大子公司业务情况（万元）

公司名称	业务概述
德祥物流	仓储；商务咨询服务；五金交电、百货、建筑装潢材料、金属材料(除贵金属)、化工原料(有毒及危险品除外)、机械设备、办公用品的批售；海上、公路、水路、航空国际货运代理业务；从事货物及技术进出口业务
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，包括：揽货、订舱、中转、集装箱拼装拆箱、等短途运输服务及咨询业务
德祥船务	集装箱装箱、拆箱；仓储(除易燃易爆危险品)；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)，从事国际海上货物运输代理，从事国际公路运输代理，从事国际航空货物代理

资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部

收购德祥后，公司将进口分拨业务与仓储物流业务相结合，仓储业务的盈利水平显著提高。2019 年仓储第三方物流业务的营业收入 4.50 亿元，同比增长 18.63%。公司的德

祥物流分拨仓储业务、佛山快速消费品配送中心、上海临港仓库陆续引进更多优质的直接客户，再加上仓储服务的延伸服务，仓储业务的规模明显提升。毛利 1.46 亿元，同比增长 26.52%，毛利率 32.49%，同比增加 2.03 个百分点。2019 年末仓储业务毛利占比已经达到 12%，成为重要的利润来源。

公司战略性收购了德祥集团不仅增厚仓储业务业绩，也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。

为抓住进出口货物碎片化及跨境电子商务迅猛发展带来的机遇，公司在收购德祥后申请取得了国际快递专营牌照，核准在上海市和江苏省南京市从事国际快递业务，打通了跨境电商国际空运的物流通道。随着法规和政策的落地，公司新开辟的海上和天上跨境电商物流通道将促进公司跨境综合物流业务的发展。

**中特物流成立于 2005 年，主要经营国际工程物流、国内工程物流、国内大宗商品物流三大业务。**根据公司 2019 年年报数据，中特物流同样也是公司毛利重要组成部分，毛利占比约 13%。中特物流的工程物流业务的纳入，既增强了公司的国际工程物流业务的综合实力，也填补了国内工程物流业务的弱势，使得国内国际业务相互协调发展。

表 4：公司工程&特种物流布局

业务板块	子版块	主运营子公司 (持股比)	业务概述	主要客户
国内工程物流	电力大件（电源）	湖南电力物流 (100%)	核心是电力大件物流，市占率 20%，公司所有业务板块的基石	两大电网，五大发电集团
	电网大件（电网）			
	电网特高压工程			
国际工程物流	电力成套设备	中特国际物流 (100%)	围绕国内企业“出海”，提供物流环节的总包服务	中信建设、上海电气、中国中车、特变电工沈变公司、天威保变
	房建、基建			
	铁路设备			
国内大宗商品物流	沥青罐车租赁	广西建特 (100%)	铁路运输沥青等石油化工品，租赁自有沥青罐车	中海油
危险品物流	放射性物品道路运输	中广核铀业物流 (49%)	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。	中广核

资料来源：华贸物流年报，中信证券研究部

2019 年底，公司分别收购大安国际、诚迅国际 70% 股份，标的公司深耕跨境电商物流的细分市场，能够协助上市公司加速跨境电商物流平台的建设，并与上市公司的跨境电商业务板块形成协同效应。其次参股的河南航投物流帮助公司夯实航空货代主业，并在 2020 年上半年疫情全国航空运力吃紧背景下为公司提供了强有力的运力支撑。

近几年跨境电商快速增长，逐渐抢占传统贸易份额，根据海关总署公布的数据显示，跨境电商新动能显著增强，2019 年我国跨境电商等外贸新业态继续保持蓬勃发展态势，其中通过海关跨境电商管理平台进出口达到 1,862.1 亿元，增长了 38.3%。市场采购方式进出口 5,629.5 亿元，增长了 19.7%。两者合计对整体外贸增长贡献率近 14%。跨境电商物流也必将有更蓬勃的发展。2019 年公司实现跨境电商物流业务量 8,050 吨。营业收入

2.31 亿元，毛利 0.45 亿元，毛利率达 19.31%。公司持续的并购充分扩大了公司物流服务的半径，并且实质上增厚了公司的 EPS。

## ■ 风险因素

经济下滑导致航空货代需求低预期，跨境电商政策变动；

## ■ 盈利预测与估值评级

### 1) 营收预测

**海运营收：**今年疫情冲击外贸需求，预计海运增速放缓，明年全球经济复工复产有望带动海运需求复苏，我们预计 2020/21/22 年公司海运营收同增 0%/15%/12%。

**空运营收：**今年疫情期间，航空运力大幅萎缩而运价大幅上涨，虽然公司空运货代量可能增长会有压力，但是预计今年运价大幅上涨仍将支撑公司航空货代营收加速上涨。明年全球贸易活动料将复苏，空运货代量有望提速增长，我们预计 2020/21/22 年公司空运营收同增 25%/10%/5%。

**仓储营收：**随着德祥物流分拨仓储业务、佛山快速消费品配送中心、上海临港仓库陆续引进更多优质的直接客户，公司不断拓展仓储服务的延伸服务，同时公司不断增加自有第三方仓储资源，预计未来 3 年仓储业务仍能保持较快增长，我们预计 2020/21/22 年公司仓储营收同增 15%/15%/12%。

**跨境电商物流：**去年公司完成对华安物流 70% 股份收购从而新增跨境电商物流业务，考虑到去年公司仅并表约华安物流一个季度的业绩，再叠加今年疫情有望加速华安物流跨境电商物流业务增长，以及未来几年跨境零售电商仍将保持较快增长，我们预计 2020/21/22 年公司跨境电商物流营收同增 420%/25%/20%。

表 5：2016~2022 年华贸物流各业务营收增长及预测情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	73.1	87.2	94.5	102.5	122.2	137.3	149.6
Yoy	-8.4%	19.3%	8.4%	8.5%	19.2%	12.3%	9.0%
跨境综合物流	62.1	77.5	83.4	92.3	112.4	127.3	139.5
Yoy	16.2%	24.8%	7.6%	10.7%	21.9%	13.2%	9.6%
海运	23.5	30.5	34.9	39.6	39.6	45.5	51.0
Yoy	-0.5%	29.8%	14.3%	13.3%	0.0%	15.0%	12.0%
空运	26.7	34.1	36.0	37.1	46.4	51.1	53.6
Yoy	16.4%	27.8%	5.5%	3.2%	25.0%	10.0%	5.0%
特种物流	5.4	6.7	5.7	5.5	5.6	5.7	5.9
Yoy		24.7%	-14.8%	-3.5%	2.0%	2.0%	2.0%
仓储	2.9	3.1	3.8	4.5	5.2	6.0	6.7
Yoy	-18.8%	8.7%	21.9%	18.7%	15.0%	15.0%	12.0%

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
跨境电商物流				2.3	12.0	15.0	18.0
Yoy					420.0%	25.0%	20.0%
工程物流	2.1	1.6	1.7	1.4	1.4	1.5	1.5
Yoy	0.9%	-24.3%	6.8%	-20.8%	2.0%	5.0%	4.0%
其他	1.5	1.4	1.2	1.9	2.3	2.6	2.9
Yoy	20.2%	-6.7%	-11.5%	52.8%	20.0%	15.0%	10.0%
供应链贸易	11.0	9.7	11.1	10.3	9.7	9.9	10.1
Yoy	-58.1%	-12.1%	14.5%	-7.7%	-5.0%	2.0%	2.0%

资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部预测

## 2) 毛利率预测

**海运毛利率：**整体来看公司海运货代业务毛利率较为稳定，最近 2 年保持小幅提升趋势，我们预计随着公司不断提高直客占比、增加高端服务、同时减少低毛利的订舱业务，2020/21/22 年公司海运毛利率同比增加 0.1pct/0.2pct/0.1pct。

**空运毛利率：**考虑到今年疫情期间航空运价大幅上涨，预计公司航空货代业务盈利能力将有明显提升，而明年运价回落，公司空运货代业务毛利率会同样有所下降。长期看，与海运业务相同逻辑，我们看好公司不断提高直客占比、增加高端服务、同时减少低毛利的订舱业务，航空货代业务盈利能力有望保持小幅提升，我们预计 2020/21/22 年公司空运毛利率同比增加 2.0pcts/-1.8pcts/0.0pct。

**仓储毛利率：**考虑到公司仓储方面不断引进更多盈利能力更高的优质客户，同时前期布局的仓储延伸增值开始逐步进入盈利收获期以及规模效应逐步显现，我们认为公司仓储业务未来将保持盈利缓慢提升，预计 2020/21/22 仓储毛利率同比增加 1.0pct/1.0pct/0.5pct。

**跨境电商物流毛利率：**随着业务规模扩大，同时盈利更高的 2C 跨境零售电商物流业务占比提升，我们预计 2020/21/22 年公司跨境电商物流毛利率同比增加 1.0pct/1.0pct/0.5pct。

表 6：2016~2022 年华贸物流各业务毛利率变动及预测情况

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	12.7%	11.5%	11.4%	11.7%	13.5%	13.1%	13.3%
+/-	4.0%	-1.3%	-0.1%	0.3%	1.8%	-0.4%	0.2%
跨境综合物流	14.7%	12.7%	12.7%	12.7%	14.4%	13.9%	14.0%
+/-	2.6%	-2.0%	0.0%	0.1%	1.7%	-0.5%	0.1%
海运	8.5%	8.0%	8.0%	8.2%	8.3%	8.5%	8.6%
+/-	0.3%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
空运	12.8%	12.4%	12.3%	12.0%	14.0%	12.2%	12.2%
+/-	0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.3%	2.0%	-1.8%	0.0%
特种物流	33.3%	24.0%	29.3%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
+/-		-9.3%	5.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
仓储	46.5%	36.8%	30.5%	32.5%	33.5%	34.5%	35.0%
+/-	14.6%	-9.7%	-6.4%	2.0%	1.0%	1.0%	0.5%
跨境电商物流				19.3%	20.3%	21.3%	21.8%

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
+/-					1.0%	1.0%	0.5%
工程物流	15.4%	12.0%	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
+/-	-0.4%	-3.4%	0.7%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	20.4%	16.3%	23.4%	19.2%	18.2%	17.2%	16.2%
+/-	-25.1%	-4.1%	7.1%	-4.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
供应链贸易	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	2.6%	3.1%	3.6%
+/-	-0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%

资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部预测

### 3) 中重运输并表预测

我们假设公司在年底完成对中重运输的收购，今年中重运输不并表，从明年开始并表。中重运输定位于“一高两大”，即将高附加值的服务产品、大件运输以及大宗商品作为主要发展方向。经过两年多的发展，中重运输外部业务发展迅速，运输产品也成功拓展到了盾构、风电设备以及矿粉、铝粉等大宗商品的运输。考虑到今年疫情影响，预计中重运输业绩增长有压力。我们假设中重运输 2020/21/22 年营收和净利分别同增 0%/20%/10%。

表 7：2018~2022 年中重运输营收及净利增长及预测情况（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中重运输营收	165.7	185.3	185.3	222.4	244.6
Yoy		12%	0%	20%	10%
中重运输净利	16.6	21.3	21.3	25.6	28.1
Yoy		28%	0%	20%	10%

资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部预测

**投资建议：**疫情期间运力短缺、运价大幅上涨，公司凭借自身运力优势以及专业的服务能力，为客户提供稳定服务，抓住疫情机遇，实现业绩提速增长。短中期看，货代主业保持份额提升及业绩增长，同时通过外延并购将公司做强做大，公司股价有望回归价值驱动。预计公司 2020/21/22 年 EPS 预测为 0.55/0.62/ 0.71 元，现价对应 PE 为 15/13/11 倍，给予目标价 12.40 元，对应明年业绩 PE 20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：2018~2022 年华贸物流盈利及预测情况

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,445	10,252	12,218	13,947	15,206
营业收入增长率 YoY	8%	9%	19%	14%	9%
净利润(百万元)	323	351	554	625	716
净利润增长率 YoY	16%	9%	58%	13%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.32	0.35	0.55	0.62	0.71
毛利率	11%	12%	13%	13%	13%
净资产收益率 ROE	8.3%	8.5%	12.0%	12.2%	12.6%
每股净资产 (元)	3.86	4.07	4.56	5.04	5.61
PE	25	23	15	13	11
PB	2	2	2	2	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 7 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,445	10,252	12,218	13,947	15,206
营业成本	8,369	9,055	10,574	12,101	13,160
毛利率	11.40%	11.68%	13.46%	13.24%	13.46%
营业税金及附加	8	12	13	14	16
销售费用	440	472	574	642	699
营业费用率	4.65%	4.61%	4.70%	4.60%	4.60%
管理费用	237	263	330	363	395
管理费用率	2.51%	2.56%	2.70%	2.60%	2.60%
财务费用	(3)	5	(2)	(8)	(20)
财务费用率	-0.03%	0.05%	-0.01%	-0.06%	-0.13%
投资收益	53	6	6	6	6
营业利润	427	468	727	827	946
营业利润率	4.52%	4.56%	5.95%	5.93%	6.22%
营业外收入	4	0	4	3	2
营业外支出	2	0	2	2	1
利润总额	429	468	729	828	947
所得税	92	93	148	170	191
所得税率	21.47%	19.83%	20.26%	20.52%	20.20%
少数股东损益	14	24	27	33	40
归属于母公司股东的净利润	323	351	554	625	716
净利率	3.42%	3.43%	4.54%	4.48%	4.71%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,244	1,149	1,587	1,737	1,857
存货	83	61	142	121	133
应收账款	1,950	2,309	2,577	2,988	3,297
其他流动资产	460	452	579	644	692
流动资产	3,736	3,972	4,885	5,489	5,978
固定资产	634	596	626	595	562
长期股权投资	63	188	188	188	188
无形资产	181	175	175	175	175
其他长期资产	866	1,477	1,448	1,438	1,428
非流动资产	1,744	2,437	2,437	2,396	2,353
资产总计	5,480	6,408	7,322	7,886	8,331
短期借款	202	522	624	538	239
应付账款	853	947	1,168	1,278	1,407
其他流动负债	407	501	559	581	588
流动负债	1,462	1,969	2,352	2,398	2,234
长期借款	40	40	40	40	40
其他长期负债	35	221	221	221	221
非流动性负债	75	262	262	262	262
负债合计	1,537	2,231	2,613	2,659	2,496
股本	1,012	1,012	1,012	1,012	1,012
资本公积	1,938	1,938	1,938	1,938	1,938
归属于母公司所有者权益合计	3,908	4,115	4,619	5,104	5,673
少数股东权益	35	62	89	123	163
股东权益合计	3,943	4,177	4,708	5,227	5,836
负债股东权益总计	5,480	6,408	7,322	7,886	8,331

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	429	468	729	828	947
所得税支出	-92	-93	-148	-170	-191
折旧和摊销	69	61	55	58	60
营运资金的变化	-204	-141	-196	-322	-233
其他经营现金流	-62	-13	-8	-14	-25
经营现金流合计	139	282	433	380	558
资本支出	-54	-39	-55	-17	-17
投资收益	53	6	6	6	6
其他投资现金流	-43	-530	0	0	0
投资现金流合计	-44	-564	-49	-11	-11
发行股票	19	3	0	0	0
负债变化	848	778	102	-86	-300
股息支出	-85	-99	-51	-140	-147
其他融资现金流	-949	-455	2	8	20
融资现金流合计	-168	227	53	-218	-427
现金及现金等价物净增加额	-72	-55	437	150	121

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8.38%	8.54%	19.17%	14.15%	9.02%
营业利润	20.64%	9.56%	55.39%	13.73%	14.44%
净利润	15.95%	8.76%	57.78%	12.79%	14.47%
毛利率	11.40%	11.68%	13.46%	13.24%	13.46%
EBITDA Margin	5.27%	5.15%	6.18%	6.06%	6.23%
净利率	3.42%	3.43%	4.54%	4.48%	4.71%
净资产收益率	8.27%	8.54%	12.00%	12.25%	12.61%
总资产收益率	5.89%	5.48%	7.57%	7.93%	8.59%
资产负债率	28.05%	34.81%	35.69%	33.72%	29.95%
所得税率	21.47%	19.83%	20.26%	20.52%	20.20%
股利支付率	30.71%	14.41%	25.26%	23.46%	21.04%

资料来源：华贸物流公告，中信证券研究部预测



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。