

华贸物流 (603128) \交通运输

——内生外延战略清晰, 跨境综合物流巨头崛起

投资要点:

▶ 跨境第三方国际物流龙头

公司深耕物流行业30多年,已发展成为中国本土最具规模的综合物流服务 企业。公司近年来主动调整业务结构,逐步建立以国际空运、国际海运、 特种物流、仓储等跨境物流相关业务为核心的经营模式。

▶ 货代业务业内首屈一指

在分散的货代行业格局内,公司常年保持货物吞吐量、收入总额等名列行业前茅,特别是公司一直秉承轻资产运营模式,在货代行业内真实市占率一直处于领先地位,尤其在国际空运领域市占率达到6%以上,行业内首届一指。

▶ 成功并购德祥中特,产业链不断延伸

公司于2014、2015年先后收购以跨境仓储业务为主的德祥集团和国内特种物流领域龙头中特物流,收购完成后两家子公司业务持续高速发展,业绩 亮眼。控股德祥集团一方面增厚了公司仓储业务,另一方面打通了海运拼箱集运物流通道;全资收购中特物流则令公司成功抢占电力工程物流和危险品物流两大蓝海市场。

> 诚通入主,竞争优势进一步提升

2017年中国诚通集团通过股权无偿划转成为公司控股股东。作为中央企业 国有资本运营公司试点,中国诚通拥有丰富的专业物流经营管理经验及物 流资源。通过同诚通集团旗下其他物流资源互为补充,公司货代业务竞争 优势进一步提升。

> 投资建议

预计公司2018-2020年归属于母公司的净利润分别为3.37、4.17、4.62亿元,维持"推荐"评级。

▶ 风险提示

贸易争端升级导致货运量下滑,汇率大幅波动,并购效应不及预期。

| 财务数据和估值 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 7,308.26 | 8,715.35 | 9,766.42 | 10,849.51 | 12,012.58 |
| 增长率 (%) | -8.40% | 19.25% | 12.06% | 11.09% | 10.72% |
| EBITDA(百万元) | 353.06 | 420.24 | 598.70 | 699.62 | 762.25 |
| 净利润 (百万元) | 223.66 | 277.65 | 337.36 | 416.65 | 462.10 |
| 增长率 (%) | 56.25% | 24.14% | 21.51% | 23.50% | 10.91% |
| EPS(元/股) | 0.22 | 0.27 | 0.33 | 0.41 | 0.46 |
| 市盈率(P/E) | 28.19 | 22.71 | 18.69 | 15.13 | 13.64 |
| 市净率(P/B) | 1.79 | 1.68 | 1.59 | 1.48 | 1.37 |
| EV/EBITDA | 15.47 | 13.04 | 9.70 | 7.59 | 7.91 |

数据来源:公司公告,国联证券研究所

投資建议:推荐上次建议:推荐当前价格:6.23 元目标价格:元

基本数据

| 总股本/流通股本(百万股) | 1,012/955 |
|---------------|------------|
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,948 |
| 每股净资产 (元) | 3.81 |
| 资产负债率(%) | 28.71 |
| 一年内最高/最低 (元) | 13.15/5.32 |

一年内股价相对走势



陈晓 分析师 执业证书编号: S0590513120001

电话: 0510-82833217 邮箱: chenx@glsc.com.cn

相关报告

- 《华貿物流(603128)\交通运输行业》
 《灵活应对貿易局势,内生外延并重发展》
- 《华貿物流 (603128) \交通运输行业》
 《核心货代业务量价齐升,并购效应不断显现》
- 3、《华贸物流(603128)\交通运输行业》 《牵手扬子江货控,推进航空货运一体化》



正文目录

| 1. | | 跨境第三方国际物流龙头 | 4 |
|----|-------------|------------------------|------|
| | 1.1. | *** | |
| | 1.2. | 主动调整业务结构,树立跨境物流核心地位 | 4 |
| 2. | | 货代业务业内首屈一指 | 5 |
| | 2.1. | 国内货代龙头,比较优势明显 | 5 |
| | 2.2. | 货代业务持续量价齐升 | 7 |
| 3. | | 并购德祥集团,布局跨境电商领域 | 9 |
| 4. | | 并购中特物流,特种物流前景广阔 | . 11 |
| | 4.1. | 电力工程物流 | 12 |
| | 4.2. | 危险品物流 | 13 |
| 5. | | 诚通入主,协同效应增强竞争优势 | . 14 |
| | 5.1. | 央企间首例上市公司控股权划转 | 14 |
| | 5.2. | 诚通集团在物流行业深耕多年,产业整合经验丰富 | 15 |
| 6. | | 盈利预测及投资建议 | . 17 |
| | 6.1. | 重要假设 | 17 |
| | 6.2. | 营收预测 | 18 |
| | 6.3. | 投资建议 | 18 |
| 7. | | 风险提示 | . 19 |
| 厨。 | 表目 | · 쿠 | |
| 四, | X FI | | |
| 图表 | ŧ 1: | 公司主要业务分类 | 4 |
| 图表 | ŧ 2: | 近五年分业务营收情况(百万元) | 5 |
| 图表 | ŧ 3: | 近五年分业务毛利情况(百万元) | 5 |
| 图表 | ŧ 4: | 近五年毛利率情况(%) | 5 |
| | | 2017 年公司各项业务毛利占比 | |
| 图表 | ₹6: | 2017 年国内货代企业综合排名 | 6 |
| 图表 | ŧ 7: | 2017 年国内货代企业空运营业额排名 | 6 |
| 图表 | ₹8: | 2017 年国内货代企业海运营业额排名 | 6 |
| 图表 | ŧ 9: | 公司物流科技信息化发展规划 | 7 |
| 图表 | ₹ 10. | ,近五年公司空运业务量(吨) | 8 |
| 图表 | ŧ 11 : | · 近五年公司海运业务量(TEU) | 8 |
| 图表 | ŧ 12. | :近五年空运海运业务毛利率(%) | 8 |
| 图表 | ŧ 13. | ,公司执行三级组织架构管理 | 9 |
| 图表 | ŧ 14. | ,公司行政与业务条线优势互补 | 9 |
| 图表 | ŧ 15. | ,德祥集团四大子公司业务介绍与经营情况 | 10 |
| 图表 | ŧ 16. | ,公司最近五年仓储业务经营情况(百万元) | 10 |
| 图表 | ŧ 17. | ;中特物流子公司业务分类 | 11 |
| 图表 | ŧ 18. | ;中特物流最近五年扣非后净利润(亿元) | 12 |
| 图表 | ŧ 19. | ,公司部分特种运输装备 | 12 |
| 图表 | 20 . | :2018 年国家电网主要政策一览 | 13 |
| 图表 | 21 . | ,中特物流与中广核合作模式 | 13 |
| 图表 | 22 . | :核电高速发展将为危险品物流带来广阔空间 | 14 |
| 图表 | ŧ 23: | ;华贸物流最新股权结构 | 14 |
| 图表 | 24 : | :中国诚通在90年代便展现出强大的整合能力 | 15 |
| 图表 | ٤25. | :2005 年后中国诚通主要整合动作 | 16 |



| 图表 26: | 中国诚通在物流行业深耕多年, | 管理经验丰富 | 17 |
|----------------|-----------------|--------|----|
| 图表 27: | 分项业务营业收入预测 | | 18 |
| 图表 28: | 公司估值水平处于历史低位(PL | -Band) | 19 |
| 图表 29 · | 财务预测插要 | | 20 |



1. 跨境第三方国际物流龙头

1.1.公司简介

公司主营跨境现代综合第三方物流,具体提供以国际货代为核心的中国与全球跨境门到门全过程一站式综合现代物流服务。具体业务来看,公司主要经营跨境第三方一站式综合物流、工程物流以及跨境电商物流等业务。

图表 1: 公司主要业务分类

| 业务种类 | 业务简介 |
|-----------|---|
| 跨境第三方综合物流 | 接受国际空运和海运运输业务总包或者分包,提供跨境全过程物流产品和服务;提供供应链贸易+物流服务,满足生产商采购执行和分销执行的综合服务 |
| 工程物流 | 以"一带一路"基础设施建设项目为抓手,提供以特高压电力设备运输为主要服务对象的特种运输物流服务,提供超限超重非标准化的物流运输服务 |
| 跨境电商物流 | 提供特许资质进口分拨仓储物流服务,十家分子网络已获得国际快递经营资质,多个经营主体已在对接跨境电商业务 |

来源:公司公告 国联证券研究所

公司深耕物流行业 30 多年,已发展成为中国本土最具规模的提供跨境第三方一站式综合物流服务的企业。公司资质齐全,拥有一级国际货运代理、国际航空协会会员、民用航空运输一类销售代理人、交通部无船承运人(NVOCC)、美国联邦海事委员会无船承运人(FMC)、海关监管仓库、代理报关、代理报验等一整套国际运输业务经营资质。此外,截止 2017 年 12 月,上海总部、南京、厦门、合肥、无锡、南通、深圳、常州、扬州等十家分子网络已获得国际快递经营资质,多个经营主体已在对接跨境电商业务。

1.2.主动调整业务结构,树立跨境物流核心地位

公司近年来主动调节业务结构,逐步减少毛利率极低且违约风险较大的钢铁及铁石矿产品供应链贸易业务,并且于 2016 年实现完全退出。虽然公司在 2017 年加大了电子产品的核心客户销售力度,但整体来看供应链贸易业务占比逐年减少,以国际空运、国际海运、特种物流、仓储为代表的跨境物流业务贡献了绝大部分营收与利润。

2017年,公司实现营业总收入87.15亿元,同比增长19.25%,其中空运业务实现营收34.08亿元,海运业务实现营收30.54亿元;全年实现归母净利润2.79亿元,同比增长24.55%,其中空运与海运业务毛利分别占到42.08%和24.53%。公司近几年不断将业务聚焦跨境物流领域的过程中,受益于特种物流、仓储等业务较高的毛利率,公司综合毛利率水平整体呈现逐年提升的状况,由2013年的5.48%提升至2017年的11.48%,2018年中报公司综合毛利率水平继续提升至12.44%。



图表 2: 近五年分业务营收情况(百万元)



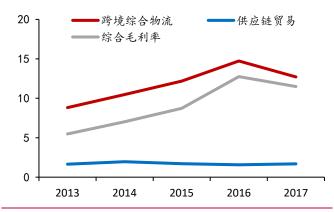
来源: Wind 国联证券研究所

图表 3: 近五年分业务毛利情况(百万元)



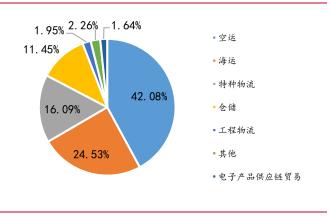
来源: Wind 国联证券研究所

图表 4: 近五年毛利率情况 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 5: 2017 年公司各项业务毛利占比



来源: Wind 国联证券研究所

2. 货代业务业内首屈一指

2.1. 国内货代龙头,比较优势明显

国际货代物流行业进入的门坎较低,在商务部主管部门备案登记与公司核心空海运业务在同一细分市场上的本土国际货代物流企业达 3.3 万余家,其中仅上海地区就存在 7500 家左右,如包括不需要备案登记的二级货代和三级货代,行业参与者更多。整体来看国际货代物流行业集中度低,竞争激烈。

在分散的行业格局内,公司常年保持货物吞吐量、收入总额等名列行业前茅,根据中国国际货代协会统计,按照 2017 年营业额排名,华贸物流在国际综合货代领域排名第七。值得一提的是,排名在公司前面的企业均为重资产型货代,即拥有大量码头、仓储等固定资产,而华贸物流深耕物流行业 30 年,一直秉承轻资产运营模式,在货代行业内真实市占率一直处于领先地位,尤其在国际空运领域市占率达到 6%以上,行业内首屈一指。



图表 6: 2017 年国内货代企业综合排名

| 综合排名 | 企业名称 | 总营业额 (万元) |
|------|-------------------|------------|
| 1 | 中国外运股份有限公司 | 7571978.00 |
| 2 | 中远海运国际货运有限公司 | 4663340.00 |
| 3 | 厦门象屿速传供应链发展股份有限公司 | 3818542.81 |
| 4 | 中国物资储运集团有限公司 | 2579898.00 |
| 5 | 锦程国际物流集团股份有限公司 | 1441103.00 |
| 6 | 敦豪全球货运(中国)有限公司 | 1327926.00 |
| 7 | 港中旅华贸国际物流股份有限公司 | 871535.00 |
| 8 | 中集现代物流发展有限公司 | 816723.54 |
| 9 | 德迅 (中国) 货运代理有限公司 | 810428.00 |
| 10 | 中铁国际多式联运有限公司 | 688862.00 |

来源: CIFA 国联证券研究所

图表 7: 2017 年国内货代企业空运营业额排名

| 空运名次 | 企业名称 | 空运营业额(万元) |
|------|------------------|-----------|
| 1 | 敦豪全球货运(中国)有限公司 | 736175.00 |
| 2 | 中国外运股份有限公司 | 516282.00 |
| 3 | 爱派克斯国际物流(中国)有限公司 | 355473.88 |
| 4 | 港中旅华贸国际物流股份有限公司 | 340809.00 |
| 5 | 德迅 (中国) 货运代理有限公司 | 335088.00 |
| 6 | 上海青旅国际货运有限公司 | 267969.00 |
| 7 | 唯凯国际物流股份有限公司 | 203121.20 |
| 8 | 新时代国际运输服务有限公司 | 202490.50 |
| 9 | 日通国际物流 (中国) 有限公司 | 177703.20 |
| 10 | 中远海运航空货运代理有限公司 | 174986.00 |

来源: CIFA 国联证券研究所

图表 8: 2017 年国内货代企业海运营业额排名

| 海运名次 | 企业名称 | 海运营业额(万元) |
|------|------------------|------------|
| 1 | 中国外运股份有限公司 | 4552545.00 |
| 2 | 中远海运国际货运有限公司 | 4462943.00 |
| 3 | 锦程国际物流集团股份有限公司 | 990010.00 |
| 4 | 中集现代物流发展有限公司 | 514765.42 |
| 5 | 德迅 (中国) 货运代理有限公司 | 406791.00 |
| 6 | 深圳市华运国际物流有限公司 | 405926.00 |
| 7 | 全球捷运物流有限公司 | 393740.00 |
| 8 | 振华物流集团有限公司 | 348504.49 |
| 9 | 中成国际运输有限公司 | 318330.00 |
| 10 | 港中旅华贸国际物流股份有限公司 | 305444.00 |

来源: CIFA 国联证券研究所

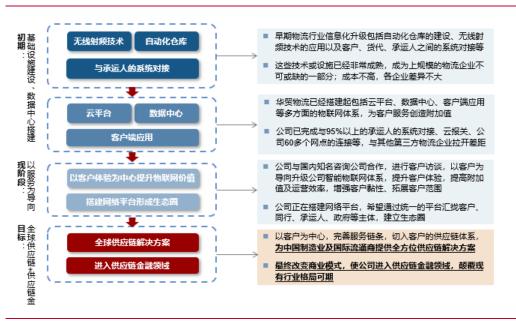
华贸物流同行业内竞争对手的比较优势主要在于完善的网点布局以及高效的运输系统。公司经过多年积累,目前已建立了国内外 60 多个直营网点,覆盖国内主要物流节点以及纽约、洛杉矶、新加坡、法兰克福等海外网点,与海外 220 多家战略合作网络相结合,形成了全球协同物流服务体系。此外,公司与多家物流集团公司达成全面战略及合作协议,与全日空航空签订大中国区协议、与顺丰航空、扬子江航空、



中化集团、富士康集团、汎韩物流达成全面合作协议,与承运人之间形成了紧密的合作关系。在货代领域,稳定高效的运输团队是货主最为看重的因素之一。

从货代行业的长远发展来看,将信息技术与传统的物流相结合正成为进一步提高运输效率降低物流成本的大势所趋。早期物流行业信息化升级主要包括自动化仓库的建设、无线射频技术的应用以及客户、货代、承运人之间的系统对接等,这些技术或设施相对比较成熟,已经成为具备规模的物流企业不可或缺的一部分。

华贸物流一直致力于行业物流信息技术的研发,意指通过信息科技推动,提升客户体验,增强客户粘性,进一步提高市场份额。公司已经搭建起包括云平台、数据中心、客户端应用等多方面的物联网体系,已完成与95%以上承运人的系统对接、云报关、60多个网点的连接等,同其他第三方物流企业逐步拉开了差距。此外,公司正在搭建网络平台,希望通过统一的平台汇拢客户、同行、承运人、政府等主体,最终建立以公司为平台的物流生态圈,进一步帮助中国制造业及国际流通商提供全方位供应链解决方案,并适时进入供应链金融领域。



图表 9: 公司物流科技信息化发展规划

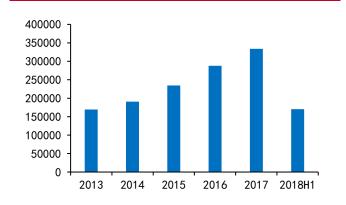
来源:公司资料 国联证券研究所

2.2. 货代业务持续量价齐升

2017年以来,公司管理层更加重视企业内部的基础管理,开展的主要管理工作包括加强成本管理的信息化建设工作,进一步规范物料采购,结算流程,比价管理等,提升了单位业务的盈利能力与运营效率,空运业务毛利同比增加79元/吨,海运业务毛利同比增加34元/标准箱。2017年公司实现国际空运业务量33.40万吨,同比增长16.12%,空运业务毛利率12.35%;实现国际海运业务量88.98万标箱,同比上升7.82%,海运业务毛利率8.03%。

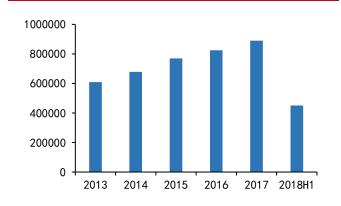


图表 10: 近五年公司空运业务量 (吨)



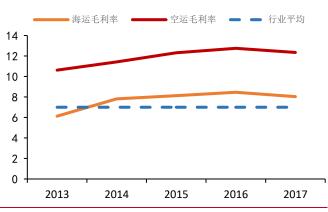
来源: Wind 国联证券研究所

图表 11: 近五年公司海运业务量 (TEU)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 12: 近五年空运海运业务毛利率 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

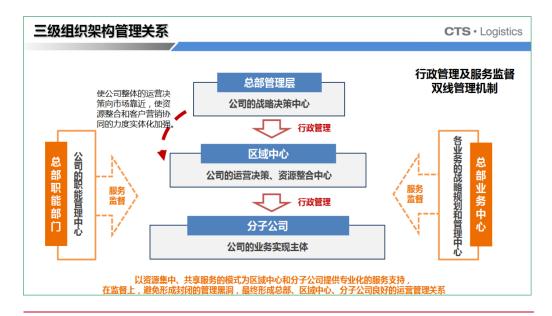
国内货代行业平均毛利率基本维持在7%水平左右,与行业内其他竞争对手相比, 华贸物流货代业务特别是空运业务毛利率常年维持较高水平,这主要得益于公司完善 的网络布局以及高度市场化的运营机制。

早在 2013 年公司便开展股票期权激励计划,今年已进入第三期行权周期,灵活高效并且同业绩高度挂钩的薪酬制度一方面使公司管理层及业务核心团队常年保持稳定,另一方面最大程度地激发全体员工的积极性,培养出一支经过长期历练富有激情与活力的队伍。

此外,公司执行三级组织架构管理,常年保持行政条线与业务条线的矩阵式结构,使公司管理能够在加强区域中心资源整合的基础上兼顾各类产品的专业性管理。公司的业务规划中心、职能管理中心、业务实现中心各司其职,目标清晰。行政条线的管理与业务条线的管理正好形成了互补的管理优势,加强了横向联系,专业设备和人员得到了充分利用,实现了资源的弹性共享。

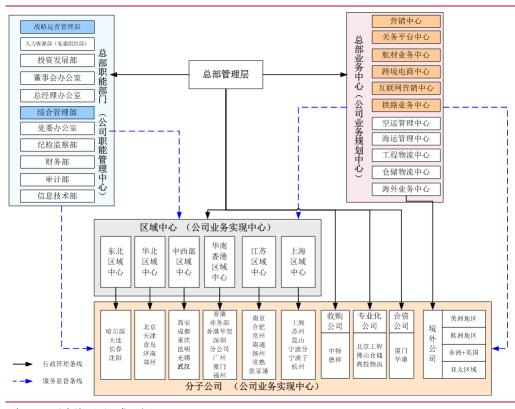


图表 13: 公司执行三级组织架构管理



来源:公司资料 国联证券研究所

图表 14: 公司行政与业务条线优势互补



来源:公司资料 国联证券研究所

3. 并购德祥集团,布局跨境电商领域

2014年11月,公司投资约2.05亿元收购德祥系集团四家子公司及附属子公司上海德祥国际货运代理有限公司、上海德祥物流有限公司、上海德祥船务有限公司、上海德祥集装箱运输有限公司各65%的股份。值得一提的是,此次收购根据15年德



祥贡献利润评估作价仅为 9.97 倍 PE。

收购完成后,公司正式获得进口分拨牌照。其中德祥物流拥有经相关部门批准设立的中华人民共和国上海海关第五监管区(海关监管仓库),占地面积 38791 平方米,具有进口分拨、进出境货物报关、报检、仓储、保税、集装箱内陆运输、海关监管货物转关运输业务为一体的综合性专业物流服务能力。德祥物流同时也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 40%以上的市场份额。

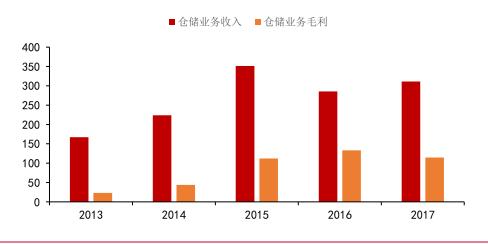
收购德祥集团后,公司将进口分拨业务与仓储物流业务相结合,仓储业务的盈利水平显著提高。近三年,德祥集团盈利持续增长,特别是德祥物流与德祥货代贡献利润逐年大幅提高,2017年净利润分别达到4115.78万元和1781.59万元。在此背景下,华贸物流仓储业务盈利性大大增强,特别是德祥物流分拨仓储业务、佛山快速消费品配送中心、上海临港仓库的陆续引进更多优质的直接客户,仓储业务的规模及盈利能力持续提升。2017年公司仓储第三方物流业务的营业收入3.11亿元,同比增长8.92%。

图表 15: 德祥集团四大子公司业务介绍与经营情况

| 子公司 | 业务概述 | 2015/2016/2017 净利润(万元) | |
|---------------|-------------------------------------|-------------------------|--|
| | 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 | | |
| 德祥货代 | 舱、中转、集装箱拼装拆箱、结算运杂费、报验、保险、相关的短途运输 | 90.54/259.18/1781.59 | |
| | 服务及咨询业务 | | |
| | 仓储(除危险品及专项规定); 商务咨询服务; 五金交电、百货、建筑装潢 | | |
| 德祥物流 | 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 | 2066 96/2009 FF/444F 79 | |
| 您件初流 | 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 | 2066.86/2908.55/4115.78 | |
| | 技术的进出口业务 | | |
| 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 | 471.76/327.66/113.23 | |
| 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 | 100 54/ 90 74/ 164 54 | |
| 低件未表相 | 际公路运输代理,从事国际航空货物代理 | 199.54/ 80.71/-161.54 | |
| | | | |

来源: Wind 公司公告 国联证券研究所

图表 16:公司最近五年仓储业务经营情况(百万元)



来源: Wind 国联证券研究所



公司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。公司紧抓跨境电商线下物流这个核心环节,发挥全球资源优势,提供高效安全的物流服务,目前公司已获得10城快递牌照。随着跨境电商的迅猛发展和上海自由贸易规模的扩大,以及跨境电商快件海关集中监管政策的落地,跨境散小货件的物流规模将持续快速增长,市场前景广阔。凭借德祥的核心竞争力和公司整合跨境电商产业的物流规划,未来跨境电商相关业务将不断增厚公司业绩。

4. 并购中特物流,特种物流前景广阔

2015年,公司以发行股份及现金方式合计作价 12 亿元收购中特物流 100%股权。中特物流目前拥有七家子公司,作为华贸物流投资建设和整合特种物流服务资源的运作主体,经过多年的发展积累,逐步形成了电力工程物流、项目大件运输、危险品运输、以及仓储配送为主营业务的综合服务模式,发展成为在细分市场竞争优势突出,行业标杆地位明显的国内领先特种物流企业。

图表 17: 中特物流子公司业务分类

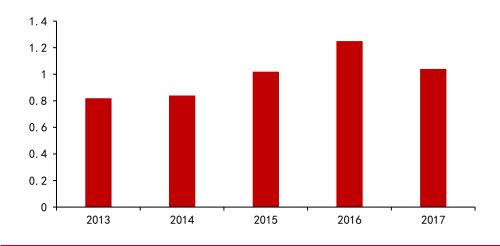
| 子公司 | 持股比例 | 主营业务 | 2017 年净利润 (万元) |
|---------------|---------|----------------------------------|-------------------|
| 电力物流(湖南) | 100.00% | 电力大件物流的实施主体,是公司主要的净 利润来源 | 6438.90 |
| 中特国际(上海) | 100.00% | 普通货运,仓储,国际货运代理等 | 1364.31 |
| 广西建特 | 100.00% | 主要负责云南、广西等地大宗商品物流,如 沥青运输等 | 61.97 |
| 中广核铀业 (北京) | 49.00% | 负责核乏燃料运输等危险物品物流 | / |
| 深圳中特 | 100.00% | 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 | 146.52 |
| 中特物流(香港) | 100.00% | 船舶运输 | 18.75 |
| 珠海综合能源 | 13.00% | 新能源、分布式能源、储能项目的投资、建 设与运营等 | 1 |

来源:公司公告 国联证券研究所

收购中特物流过程中,华贸物流与交易对方签署了业绩承诺:中特物流 2015 年度净利润不低于 9,000 万元; 2016 年度净利润不低于 10,000 万元; 2015 年度至 2017 年度累计净利润不低于 30,000 万元 (净利润指中特物流合并报表口径下归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润)。最终,中特物流依靠持续稳健的经营先后超额完成所承诺的业绩,表明此次收购是公司继德祥集团之后又一次成功的产业链延伸。



图表 18: 中特物流最近五年扣非后净利润(亿元)



来源: Wind 国联证券研究所

中特物流拥有自主知识产权的 D26B、DK36 等铁路长大货物自备车,具备组织铁路专列运输的丰富经验;拥有各类大型公路运输牵引车、平板车、桥式框架车及起重设备,单车运输能力达到 1800 吨,为国家特高压电网、1000MW 发电机组和大型石化工程提供物流服务,为电力、石化、机械、钢铁、核工业等行业提供物流服务。中特物流下属合资公司中广核铀业物流(北京)有限公司是中国广核集团核燃料唯一的物流运输平台,已拥有 7 类危险货物道路运输的资质,同时也是国内具有 7 类危险货物铁路商运资质的运输单位。

图表 19: 公司部分特种运输装备











来源:公司资料 国联证券研究所

4.1. 电力工程物流

电力工程物流是中特物流的核心业务,收入占比常年保持在 60%以上。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。中特物流通过多年的经营在电源市场上积累了一大批优质客户,包括五大发电集团及其控股子公司、国家电网、南方电网及其控股子公司、主要变压器设备制造企业等。

电力工程物流主要分为电源市场及电网市场两大领域,电源市场所运输设备包括变压器、发电机定子等在内的电力特种设备;而电网市场所运输设备主要为超高压、特高压变压器。作为国内电力工程物流的绝对龙头,中特物流在特高压电力工程物流领域的市场占有率超过 70%,在电力大件工程物流领域的市场占有率达到 20%,在电网大件工程物流领域的市场占有率达到 40%。

电力大件物流为电力基础设备建设的重要一环,与国家的宏观经济情况及国家对电源建设、电网的规划及投资政策紧密相关。进入2018年后,特高压输电网规划持续推进,未来几年电力工程物流行业有望维持高速增长。

图表 20: 2018 年国家电网主要政策一览

国家规划, 2020年前建成 15条以上特高压线路(±750KV、

±800KV,±1000KV),目前已经建成9条。

进入 2018 年,已有 10 省市公布《2018 年重点工程项目建设名单》,涉及特高压工程包括:准东至华东 1100 千伏特高压直流输电工程(甘肃段、河南段),山西介休低热值煤电厂介入晋中 1000 千伏特高压交流站工程,蒙西—晋中特高压交流工程,陕北—武汉直流特高压工程,青海—河南±800 千伏特高压直流输电工程(河南段)

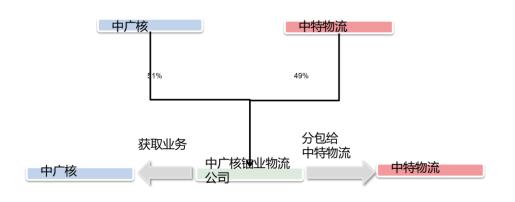
国家电网 2018 年工作会议明确,继续推动特高压核心领域建设,到 2020 年、2025 年和 2035 年,国网跨区跨省输电能力分别达到 2.5 亿、3.6 亿和 6 亿千瓦,以满足清洁能源装机发展需要。

来源: 国联证券研究所整理

4.2.危险品物流

2010年,中特物流与中广核的全资子公司中广核铀业发展有限公司成立了合资公司中广核铀业,通过向拥有开展核物质运输能力的公司外包运输的方式开展部分中广核旗下放射性物质的运输工作。随后,公司成功实现放射性物品天然铀的公路、铁路运输,开创了行业内公路、铁路大规模运输天然铀的先河。

图表 21: 中特物流与中广核合作模式



来源:公司公告 国联证券研究所



通过不断积累经验,中特物流逐步确立以核燃料、核乏燃料等特殊品种运输为危险品物流的核心业务。作为国内唯一拥有铁路运输放射性物品资质的商业性质公司,中特物流的稀缺性不言而喻。与此同时,随着国家清洁能源的战略规划持续推进,危险品物流行业市场的机会与空间巨大,属于蓝海领域。

图表 22: 核电高速发展将为危险品物流带来广阔空间

世界核能协会预计到 2050 年,全球将新增 1000GW 核电装机容量,能够占到总发电量的 25%。到 2020 年全球将新建约 130 台核电机组,到 2030 年前这一数字将达到约 300 台。"一带一路"沿线国家和周边国家将占到新建机组数的约 80%。

根据《中国电力发展"十三五"规划》的要求,2020年全国核电装机将达到5800万千瓦,在建规模3000万千瓦以上。中国核电发展仍处于战略机遇期。预计2030年中国核电装机容量可达100GW至120GW,核电发电量占比达到8%左右。2040年以后,中国核电装机容量将达到150GW,发电量占比接近目前11%的世界平均值,比现在翻两番。

中广核已与捷克、肯尼亚、泰国等 20 多个国家的对口企业或政府主管部门签署核电合作谅解备忘录或合作意向书。

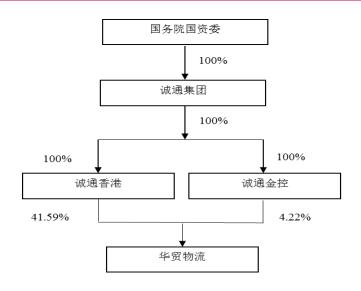
来源: 国联证券研究所整理

5. 诚通入主, 协同效应增强竞争优势

5.1. 央企间首例上市公司控股权划转

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。作为央企间首列上市公司控股权划转,诚通集团成为公司间接控股股东。

图表 23: 华贸物流最新股权结构



来源: 公司公告 国联证券研究所



5.2. 诚通集团在物流行业深耕多年,产业整合经验丰富

中国诚通控股集团有限公司由国务院国资委代表国务院履行出资人职责,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。中国诚通成立于1992年,由原国家物资部直属物资流通企业合并组建而成。在计划经济时期,公司担负着国家重要生产资料指令性计划的收购、调拨、仓储、配送任务,在国民经济中发挥了流通主渠道和"蓄水池"作用。

图表 24: 中国诚通在 90 年代便展现出强大的整合能力

普天集团部分企业平稳重组

Potevio 中国普天

- •中国普天信息产业集团公司所属8户非主业困难企业交由中国诚通托管重组。
- •经过几年艰苦细致努力,目前5户企业顺利改制、3户企业完成破产退出。

寰岛集团实现二次腾飞



- 快速债务重组、盘活资产:部分有盈利能力和发展潜力的资产剥离,继续经营发展,或根据其业务关 联性与诚通主业对接,将整合资源并入不同产业经营板块;清理关闭部分企业,规避债务、经营风险; 转让部分资产,加大变现力度,减债扭亏
- •抓住"海南国际旅游岛建设"机遇,大力发展海上旅游业。

中唱公司走出困境迎来新发展



- 调整战略定位,制订重组方案,理顺管理体制,整合内部业务资源,分流安置富余人员,关停并转长期亏损且扭亏无望的企业,完成债务重组,盘活存量资产,培育孵化了新型业务模式
- •中唱公司已实现连续盈利,正努力抓住国家振兴文化产业的机遇,谋求更大发展。

来源: 国联证券研究所整理

2005年国资委确定中国诚通作为国有资产经营公司试点企业。2016年2月,中国诚通被确定为中央企业国有资本运营公司试点,主营业务为股权运作、金融服务、资产管理,以及综合物流服务、生产资料贸易、林浆纸生产开发及利用等。公司控股中储发展股份有限公司(600787.SH)、佛山华新包装股份有限公司(200986.SZ)、中国诚通发展有限公司(00217.HK)、广东冠豪高新技术股份有限公司(600433.SH)、岳阳林纸股份有限公司(600963.SH)、中冶美利云产业投资股份有限公司(000815.SZ)等上市公司,参股中国远洋、中海科技、中国通号、中国国际金融、东兴证券、神州租车等多家境内外上市公司。

受国务院国资委委托,中国诚通先后参与了中石化国勘公司多元化改造,托管了中国铁路物资总公司,参股了国源煤炭资产管理有限公司。经国务院批准,受国务院国资委委托,中国诚通携手中国邮储银行和招商局集团、兵器工业集团、中国石化、神华集团、中国移动、中国中车、中交集团和北京金融街投资(集团)公司,共同发起设立了中国国有企业结构调整基金股份有限公司。成立了诚通基金管理有限公司,受托执行基金管理事务。



图表 25: 2005 年后中国诚通主要整合动作

并购重组,整合产业链优质资源,搭建林浆纸一体化业务平台



- 2005年,收购佛山华新,快速进入造纸行业。
- •2008年, 重组珠海红塔仁恒纸业, 产能跃升, 进入高档白卡纸领域。
- 2009年, 重组广东冠豪高新, 获得资本和产业双平台, 进入特种纸业务领域。
- 2010年,整体改制重组湖南泰格林纸集团,控股岳阳纸业股份有限公司。

托管中国铁路物资, 化解债券兑付危机, 助力经营扭亏为盈



- 2016年4月中国铁路物资爆发债券兑付危机,接受诚通全面托管。
- 诚通4个月内通过自筹资金、清收欠款、盘活资产,连续兑付6笔到期债券,稳定了债券市场预期;并与主要债权银行达成债务重组,银行有息债务陆续完成展期。
- 2017年1月,中国铁物与相关银行债权人和私募债持有人达成"本金安全+部分还债+留债展期+利率 优惠+转股选择权"一揽子债务重组方案,标志着债务危机得以解除。
- · 2016年中国铁物,结束了连续47个月的亏损状态。2017年上半年实现营业收入302.07亿元,同比增长8.9%;实现利润总额4亿元,同比扭亏增利8.79亿元,经营性净现金流为8.14亿元。

通过行政划转, 取得华贸物流控股权

• 协同整合也在规划之中。

来源: 国联证券研究所整理

中国诚通已经开启国有资本运营新征程。"十三五"时期,中国诚通的发展目标是:以提高国有资本运营效率为导向,服务国家战略,遵循市场规律,打造市场化运营、专业化管理的国有资本运营平台,通过股权运作、价值管理、进退流转等方式,促进国有资本合理流动和优化配置,形成适应国有资本运营功能要求的体制机制和运营模式。

对于华贸物流尤为重要的是,中国诚通具有 60 余年的专业物流经营管理经验,拥有全国最大、分布最广,集仓储、配送、信息一体化的物流网络,具备供应链管理综合服务能力,可为客户提供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、物流设计、质押融资、加工制造、科技开发、电子商务等综合物流服务。集团冷链物流、贵金属物流、临港保税物流、危化物流、有色金属期货交割库等业务形成诚通特色,在国内居于领先地位。

诚通集团物流板块主要包括中国储运(中储股份)、中国物流,具备丰富的仓储、 铁路集装箱物流资源,资产相对较重,而华贸物流始终秉承轻资产运营模式,同集团 的其他物流资源可以互为补充,利于公司打通业务接口,增强系统内资源调度的可控 性、灵活性,利于增强公司货代业务竞争优势。



图表 26: 中国诚通在物流行业深耕多年,管理经验丰富

| 物流类别 | 资源优势 |
|------------|---|
| 仓储 | 全国最大的仓储物流网络,遍布全国中心城市和交通枢纽 拥有冷库、危险品库、平库、站台库等多种库型,以及配套装卸搬运设备 直属大型仓库 62 家,加盟仓库 100 多家,仓储面积达 1500 万平方米 上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、全国棉花交易市场指定交 割仓 |
| 运输配送 | 以铁路、公路运输为主,多种运输方式并存的物流网络,具有城市间铁路、公路干线、水运等的独特优势,运输网络遍布全国120余条总长114公里铁路专用线,7条连接南北的集装箱运输干线,多条城际公路运输专线 大型物件运输最高资质 |
| 国际货运 代理 | 在全国主要中心城市和港口设有货代公司,形成覆盖国内、辐射海外的全球运输 网络,服务包括租船订仓、报关报验、保险、港口中转、接运、集装箱拼 (装)、拆箱、分拨 俄罗斯经满洲里直达常州的陆路口岸进口转关国际货运业务 在重庆、常州等地拥有海关监管车队和海关监管堆场 |
| 铁路集装箱运输及 | 承担着铁路集装箱"第二货场"职能,拥有铁路专用线以及铁路战略装车点、技术直达和五定班列线路等稀缺资源,是铁路系统外最大的集装箱运营企业 在内陆重点城市建有大型集装箱中转站,开展集装箱五定班列、集装箱技术直 |

来源: 国联证券研究所整理

代理

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 重要假设

1. 国际空运:未来三年空运业务景气度小幅回落,短期运价仍然存在下行压力,毛利率水平小幅回落后逐步企稳。运量取决于进出口贸易总额,结合贸易摩擦方面不确定因素保守假设未来三年公司空运业务量增速分别为4.8%、4.5%和5.0%。

达、集装箱包量运输、集装箱拼箱、门到门、门到站、站到门等业务

- 2. 国际海运:未来三年海运业务景气度触底反弹,供需结构持续好转,运价整体呈震荡上行趋势,毛利率水平逐年提高。公司主动降低低毛利率订舱操作业务,同时持续加大销售力度发展优质客户,假设未来三年公司海运业务量增速分别为6.0%、6.5%和6.5%。
- 3. 国际工程物流:公司主动减少投标一些占用资金较多、周转较慢、风险较大的工程业务,着力发展优质客户,毛利及毛利率持续提升,假设未来三年公司国际工程物流营收增速均为5%。
- 4. 仓储第三方物流: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客户,仓储业务规模持续提升,新增的仓储业务在培育初期成本较高,毛利率水平整体呈现先抑后扬趋势。假设未来三年公司仓储第三方物流业务营收增速分别为30%、28%和25%。



- 5. 特种物流:公司该项业务营收与毛利率变动幅度较大,考虑到进入2018年后特高压输电网规划持续推进,未来几年电力工程物流行业有望维持高速增长,假设未来三年公司特种物流业务营收增速均为15%。
- 6. 供应链贸易:经过前几年的供应链贸易业务结构性调整,公司在电子产品供应链贸易业务方面开始放量,且毛利率水平整体保持平稳,假设未来三年公司供应链贸易业务营收增速分别为60%、35%和25%。

6.2. 营收预测

图表 27: 分项业务营业收入预测

| 营业收入(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| | | | | | |
| 国际空运 | 2665.93 | 3408.09 | 3561.45 | 3714.60 | 3892.90 |
| YOY | 16.39% | 27.84% | 4.50% | 4.30% | 4.80% |
| 国际海运 | 2352.63 | 3054.44 | 3161.35 | 3303.61 | 3485.30 |
| YOY | -0.54% | 29.83% | 3.50% | 4.50% | 5.50% |
| 国际工程物流 | 213.70 | 162.16 | 170.27 | 178.78 | 187.72 |
| YOY | 1.03% | -24.12% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 仓储第三方物流 | 285.61 | 311.09 | 404.42 | 517.65 | 647.07 |
| YOY | 18.75% | 8.92% | 30.00% | 28.00% | 25.00% |
| 特种物流 | 538.36 | 670.90 | 771.54 | 887.27 | 1020.36 |
| YOY | / | 24.62% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 供应链贸易 | 1102.62 | 969.71 | 1551.54 | 2094.57 | 2618.22 |
| YOY | -58.15% | -12.05% | 60.00% | 35.00% | 25.00% |
| 跨境综合物流其他 | 149.40 | 138.95 | 145.90 | 153.19 | 160.85 |
| YOY | 20.24% | -6.99% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 营业总收入 | 7308.25 | 8715.34 | 9766.45 | 10849.67 | 12012.41 |
| YOY | -8.39% | 19.25% | 12.06% | 11.09% | 10.72% |

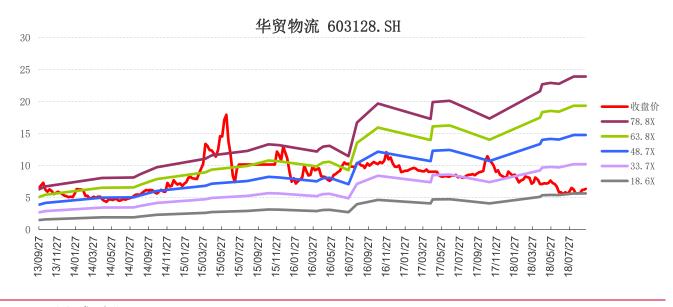
来源: Wind 国联证券研究所

6.3. 投资建议

预计公司 2018-2020 年归属于母公司的净利润分别为 3.37、4.17、4.62 亿元, EPS 分别为 0.33、0.41、0.46 元, 对应当前股价 PE 分别为 18.69X、15.13X、13.64X, 当前估值水平处于历史低位。中国诚通入主后公司面对国际上复杂的贸易形势仍然保持了业绩稳步增长,看好公司未来不断贯彻落实"营销驱动"战略并不断推进外延扩张,特种物流及跨境综合物流业务的高速发展则有望为公司业绩锦上添花,维持对公司"推荐"评级。



图表 28: 公司估值水平处于历史低位(PE-Band)



来源: Wind 国联证券研究所

7. 风险提示

贸易争端升级导致货运量下滑, 汇率大幅波动, 并购效应不及预期。



图表 29: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|----------------------|--------------------|------------------|---------|---------|------------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 1,019.8 | 1,081.0 | 576.74 | 1,104.4 | 415.97 | 营业收入 | 7,308.2 | 8,715.3 | 9,766.4 | 10,849.5 | 12,012.5 |
| 应收账款+票据 | 2,047.5 | 2,147.1 | 2,537.8 | 2,616.1 | 3,076.83 | 营业成本 | 6,376.5 | 7,715.0 | 8,576.8 | 9,534.55 | 10,545.8 |
| 预付账款 | 137.25 | 33.20 | 506.06 | 137.95 | 679.24 | 营业税金及附加 | 7.17 | 9.00 | 10.74 | 9.76 | 12.01 |
| 存货 | 103.92 | 183.30 | 141.52 | 189.48 | 199.52 | 营业费用 | 352.53 | 391.12 | 450.23 | 464.36 | 541.77 |
| 其他 | 16.31 | 18.34 | 18.34 | 18.34 | 18.34 | 管理费用 | 206.47 | 233.19 | 257.83 | 272.32 | 279.89 |
| 流动资产合计 | 3,324.8 | 3,463.0 | 3,780.4 | 4,066.3 | 4,389.89 | 财务费用 | 8.21 | 9.27 | -0.32 | -9.02 | -8.80 |
| 长期股权投资 | 14.82 | 58.60 | 58.60 | 58.60 | 58.60 | 资产减值损失 | 111.60 | 49.94 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 480.74 | 545.22 | 565.05 | 458.16 | 351.26 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 85.52 | 126.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | 4.62 | 2.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 234.64 | 188.68 | 166.55 | 144.41 | 122.27 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 797.08 | 840.54 | 830.87 | 821.20 | 815.04 | 营业利润 | 250.39 | 310.17 | 471.06 | 577.54 | 641.87 |
| 非流动资产合计 | 1,612.8 | 1,759.7 | 1,621.0 | 1,482.3 | 1,347.18 | 营业外净收益 | 26.86 | 47.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 4,937.6 | 5,222.8 | 5,401.5 | 5,548.6 | 5,737.07 | 利润总额 | 277.25 | 357.83 | 471.06 | 577.54 | 641.87 |
| 短期借款 | 151.80 | 199.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 所得税 | 40.39 | 69.42 | 117.77 | 144.38 | 160.47 |
| 应付账款+票据 | 850.59 | 1,001.0 | 1,111.5 | 914.94 | 798.44 | 净利润 | 236.86 | 288.41 | 353.30 | 433.15 | 481.40 |
| 其他 | 350.38 | 195.89 | 221.41 | 251.19 | 202.26 | 少数股东损益 | 13.20 | 10.76 | 15.93 | 16.50 | 19.30 |
| 流动负债合计 | 1,352.7 | 1,396.1 | 1,332.9 | 1,166.1 | 1,000.69 | 归属于母公司净利 | 223.66 | 277.65 | 337.36 | 416.65 | 462.10 |
| 长期带息负债 | 0.00 | 39.82 | 39.82 | 39.82 | 39.82 | <u> </u> | 220.00 | 277.00 | 001.00 | 410.00 | 102.10 |
| K 期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 主要财务比率 | | | | | |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | <u> </u> | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 非流动负债合计 | 0.00 | 39.82 | 39.82 | 39.82 | 39.82 | | 2010A | 2017A | 2010E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 1,352.7 | 1,435.9 | 1,372.7 | 1,205.9 | 1,040.52 | 营业收入 | -8.40% | 19.25% | 12.06% | 11.09% | 10.72% |
| 少数股东权益 | 56.21 | 38.96 | 54.90 | 71.40 | 90.70 | EBIT | | 21.19% | 29.58% | | |
| プ | 999.18 | 1,005.4 | 1,005.4 | 1,005.4 | 1,005.42 | EBITDA | 29.63% 37.50% | 19.03% | 42.46% | 21.94% 16.86% | 11.79% 8.95% |
| | | | | | | | | | | | |
| 资本公积 | 1,913.1 616.38 | 1,925.5 | 1,925.5 1,042.9 | 1,925.5 | 1,925.55 | 归属于母公司净利 | 23.44% | 24.14% | 21.51% | 23.50% | 10.91% |
| 留存收益 | 3,584.9 | 816.92 3,786.8 | 4,028.7 | 1,340.3 4,342.7 | 1,674.88 4,696.55 | 获利能力 毛利率 | 12.75% | 11.48% | 12.18% | 12.12% | 12.21% |
| 股东权益合计 负债和股东权益总 | | | | | | | | 3.31% | | | |
| 贝顶和股示权量态 | 4,937.6 | 5,222.8 | 5,401.5 | 5,548.6 | 5,737.07 | 净利率 | 3.24% | | 3.62% | 3.99% | 4.01% |
| 四人法里主 | | | | | | ROE | 6.34% | 7.41% | 8.49% | 9.75% | 10.03% |
| 现金流量表 | | | | | | ROIC | 13.43% | 10.21% | 11.65% | 11.95% | 14.18% |
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 226.49 | 243.92 | 353.30 | 433.15 | 481.40 | 资产负债 | 27.40% | 27.49% | 25.41% | 21.73% | 18.14% |
| 折旧摊销 | 60.15 | 65.26 | 138.70 | 138.70 | 135.19 | 流动比率 | 2.46 | 2.48 | 2.84 | 3.49 | 4.39 |
| 财务费用 , | 3.45 | 23.73 | -11.07 | -16.62 | -14.81 | 速动比率 | 2.37 | 2.34 | 2.72 | 3.31 | 4.17 |
| 存货减少 | 114.06 | -79.38 | 41.77 | -47.96 | -10.04 | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | -82.43 | 124.04 | -727.50 | 122.98 | - | 应收账款周转率 | 3.84 | 4.52 | 4.23 | 4.60 | 4.31 |
| 其它 | 107.22 | 49.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 存货周转率 | 61.36 | 42.09 | 60.60 | 50.32 | 52.86 |
| 经营活动现金流 | 428.95 | 426.78 | -204.79 | 630.26 | -575.67 | 总资产周转率 | 1.48 | 1.67 | 1.81 | 1.96 | 2.09 |
| 资本支出 | 108.22 | 152.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 毎股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 333.66 | 189.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.22 | 0.27 | 0.33 | 0.41 | 0.46 |
| 其他 | 90.39 | 58.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金流 | 0.42 | 0.42 | -0.20 | 0.62 | -0.57 |
| 投资活动现金流 | -351.49 | -283.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | 3.49 | 3.70 | 3.93 | 4.22 | 4.55 |
| 债权融资 | -660.59 | 16.26 | -199.24 | 0.00 | 0.00 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 1,122.4 | 18.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市盈率 | 28.19 | 22.71 | 18.69 | 15.13 | 13.64 |
| 其他 | -80.93 | -84.85 | -100.30 | -102.58 | -112.77 | 市净率 | 1.79 | 1.68 | 1.59 | 1.48 | 1.37 |
| 筹资活动现金流 | 380.89 | -50.40 | -299.53 | -102.58 | -112.77 | EV/EBITDA | 15.47 | 13.04 | 9.70 | 7.59 | 7.91 |
| 现金净增加额 | 491.95 | 55.20 | -504.33 | 527.67 | -688.44 | EV/EBIT | 18.64 | 15.43 | 12.63 | 9.47 | 9.61 |

数据来源:公司报告、国联证券研究所



分析师声明

本报告署名分析师在此声明:我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上 |
|------|------|------------------------------|
| 股票 | 推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上 |
| 投资评级 | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上 |
| 权贝叶级 | 观望 | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上 |
| 行业 | 优异 | 行业指数在未来6个月内强于大盘 |
| 投资评级 | 中性 | 行业指数在未来6个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来6个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定,本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司(已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格)及其附属机构(以下统称"国联证券")。未经国联证券事先书面授权,不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的,仅供我们的客户使用,国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期,国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下,国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337 传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500 传真: 021-38571373 分公司机构销售联系方式



| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 薛靖韬 | 0755-82560810 |