

2012-5-11

公司报告(点评报告)

评级 无投资评级 首次

建议询价区间: 4.32~5.76  
上市首日定价区间: 5.18~6.34

分析师: 韩轶超  
电话: (8621)68751781  
邮箱: hanyc@cjsc.com.cn  
执业证书编号: S0490512020001

联系人: 张明淇  
电话: (8621) 68751781  
邮箱: zhangmq@cjsc.com.cn

联系人: 杨婧凤  
电话: (8621)68751636  
邮箱: yangjf@cjsc.com.cn

发行数据  
总股本(万股) 30,000.00  
发行数量(万股) 10,000.00  
网下发行(万股) 5,000.00  
网上发行(万股) 5,000.00  
保荐机构 中银国际  
发行日期 2012-5-17  
发行方式 网下询价,上网定价

## 华贸物流 (603128)

## 国际货代领航员，综合物流方案提供者

## 报告要点

## ■ 我国国际货代巨头，综合物流领航者之一

公司前身华贸有限系外商投资企业，目前的主营业务为现代物流业，具体提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流及供应链贸易服务。2010 年，公司被评为中国货代 100 强综合第 7 位（按营业额计算）。

## ■ 物流业正值黄金发展期，需求升级和货量增长双驱动

我国物流业正处于相对初级的阶段。过去几年间，该行业增加值保持了年均 18% 左右的复合增长，市场正在经历迅速成长。制造业及零售批发业的供应链结构和特征也都在不断成长、进化。从需求来看，我国的物流服务正经历升级。而货量不断增长也是推动我国物流业蓬勃发展的一大助力。

## ■ 跨境综合物流为基，供应链贸易为翼，构筑核心竞争力

公司的传统业务是跨境综合物流服务，对物流链上的货物流、单证流、信息流和资金流开展具有快速响应能力和低成本的控制，满足客户跨境物流的全部需求。在此业务基础上，还提供包含采购执行和分销执行的供应链贸易业务，为生产和销售企业提供全方位的供应链服务。

## ■ 募投项目优化未来战略，强化核心竞争力

本次募集资金针对公司未来战略。我们认为，募投项目符合公司战略预期，也支撑公司现有的核心竞争力继续保持。公司 2012-2014 年全面摊薄 EPS 分别为 0.29 元、0.37 元和 0.51 元，对应未来三年业绩增速分别为 11%，28% 和 37%。参照 2012 年主板近期上市公司首发市盈率及同业板块平均 PE 水平；二级市场按照 2012 年 18-22 倍 PE 估值，合理股价在 5.18-6.34 元；一级市场按照 15-20 倍估值询价，则询价区间在 4.32-5.76 元。

## 主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	6946	8350	10023	13211
增长率(%)	-1%	20.2%	20.0%	31.8%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	103.3	115.0	147.6	202.5
增长率(%)	2%	11.3%	28.3%	37.2%
每股收益(元)	0.258	0.288	0.369	0.506
净资产收益率 (%)	17.7%	9.4%	11.0%	13.5%
每股经营现金流 (元)	0.22	0.22	0.28	0.25

## 国际货运代理及综合物流领航者之一

港中旅华贸国际物流股份有限公司首次拟公开发行不超过 10000 万股人民币普通股，公司前身华贸有限系外商投资企业，其历史最早可追溯到成立于 1984 年 12 月 26 日的华贸服务公司。华贸物流目前的主营业务为现代物流业，具体提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流及供应链贸易服务。2010 年，公司被评为中国货代 100 强综合第 7 位（按营业额计算）。

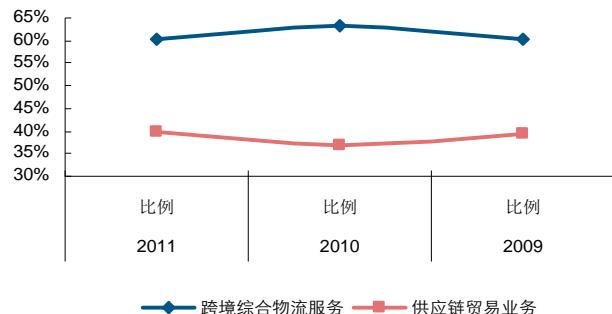
表 1：2010 年中国货代前 20 强

排名	企业名称中文	营业总额 (万元)
1	中国外运长航集团有限公司	9465134
2	中远国际货运有限公司	2964511
3	中国物资储运总公司	2274858
4	敦豪全球货运（中国）有限公司	1035777
5	中钢国际货运有限公司	791527
6	锦程国际物流集团股份有限公司	713138
7	港中旅华贸国际物流股份有限公司	700232
8	振华物流集团有限公司	648494
9	嘉里大通物流有限公司	609290
10	中通远洋物流集团有限公司	517893
11	大连中铁外服国际货运代理有限公司	476252
12	建发物流集团有限公司	444651
13	东方国际物流（集团）有限公司	381685
14	上海亚东国际货运有限公司	348307
15	中铁联合物流股份有限公司	335872
16	嘉宏国际运输代理有限公司	335647
17	海程邦达国际物流有限公司	309179
18	浙江易舱物流股份有限公司	297822
19	中成国际运输有限公司	266171
20	天津天保国际物流集团有限公司	261623

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

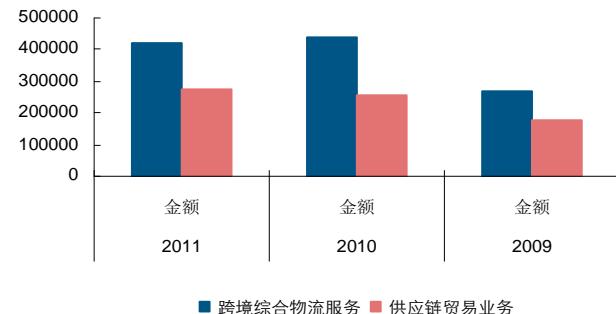
公司的现代物流业务可以区分为 2 类。其一，跨境综合物流服务。该服务是指按照客户需求，接受国际空运和海运运输业务的总包或者分包，提供包括营销、物流咨询、方案设计、成本控制和全程客服等在内的前端服务，境内运输、理货仓储、配套作业、配载集装和监管服务等在内的出口仓储，订舱管理、单证管理、关务服务和进港管理等在内的离岸管理，空运集运、海运集运、多式联运和工程物流等在内的国际运输，目的港清关服务、进口仓储、转运和分拨派送等在内的目的港服务，以及结算和资金流等在内的跨境全过程物流产品和服务。此外，公司也从事供应链贸易业务。该业务主要是为生产商提供采购执行和分销执行的综合服务，包括市场信息、价格和交货期等协调、物流方案及资金安排。公司跨境综合物流服务及供应链贸易业务近 3 年占总收入的比例大约 60% 及 40%。

图 1：华贸物流主业占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2：华茂物流主业收入比较



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2010年9月29日，公司在上海市工商局完成整体变更为股份有限公司的工商登记手续，完成了公司近期最后一次股权转让，并在同年进行了资产及业务重组形成目前的股权结构。本次发行前，华贸物流的总股本为30,000万股，本次拟公开发行不超过10,000万股。假设本次成功发行10,000万股，本次发行前后公司的股本变化情况如下表：

表 2：本次发行前后股本变化情况

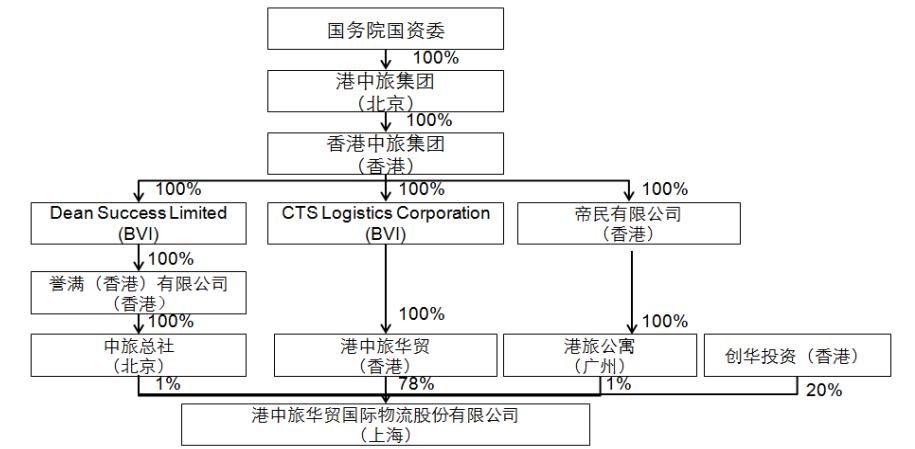
股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份数量 (万股)	持股比例 (%)	股份数量 (万股)	持股比例 (%)
港中旅华 贸	23,400	78	23,400	58.5
中旅总社	300	1	300	0.75
港旅公寓	300	1	300	0.75
创华投资	6,000	20	6,000	15
社会公众 股	-	-	10,000	25
合计	30,000	100	40,000	100

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 国资委直属，港中旅集团旗下物流平台

拟上市公司股东港中旅华贸、中旅总社及港旅公寓的实际控制人均为港中旅集团，截至本招股意向书签署日，上述三名股东合计持有本公司80%的股份，即港中旅集团间接控制本公司80%的股份，是本公司的实际控制人。港中旅集团为国务院国资委履行出资人职责的国有独资企业，为香港中旅集团的母公司。而华贸物流则是港中旅集团物流贸易业务的重组整合平台。公司及公司控股股东及实际控制人的股权关系如下：

图 3：华贸物流实际控制人股权结构



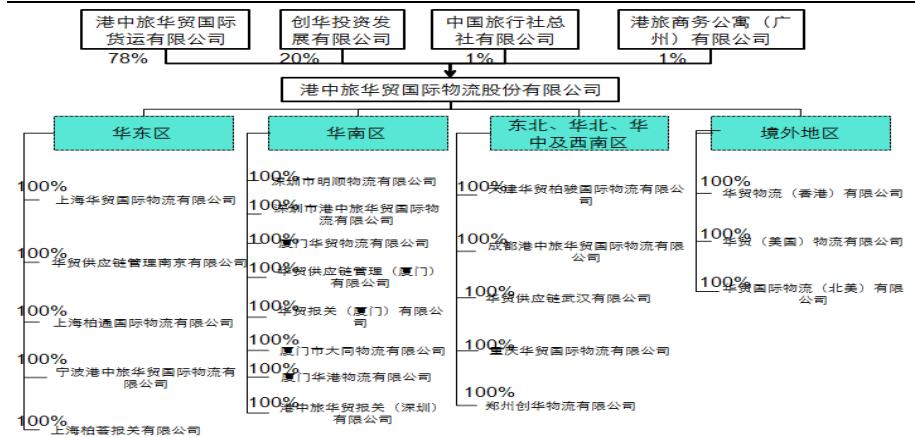
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 国内自建覆盖基本全面，国际布局以点盖面

港中旅华贸国际物流股份有限公司拥有 21 家境内分公司、1 家境外办事处，18 家境内二级控股子公司、3 家境外二级控股子公司。

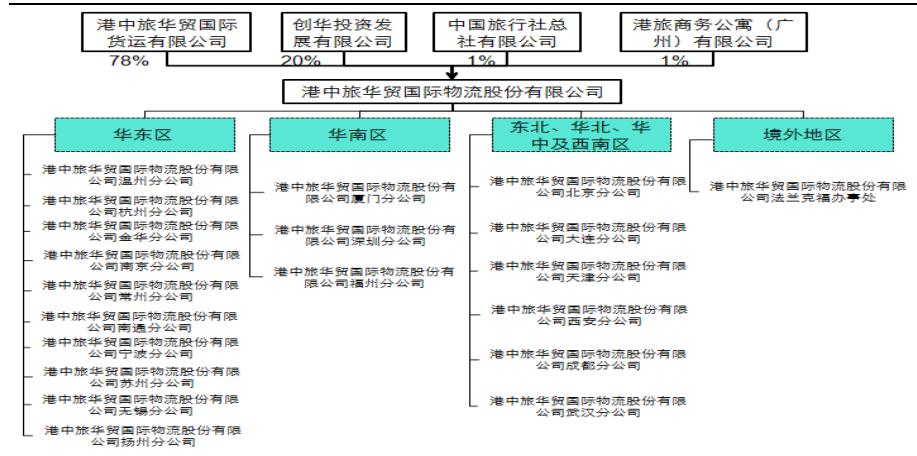
公司目前通过分公司及子公司基本完成了国内主要城市和物流结点城市的覆盖，且设置境外机构初步自行覆盖了北美、欧洲和香港这 3 大贸易繁忙区域。虽然公司目前在美国和欧洲的设置机构较少，没有达到国内这般覆盖程度，但是以点盖面不失为业务初期的有效布局手段。目前公司在北美的自有覆盖网点有纽约、亚特兰大及洛杉矶，分别剑指北美的东、中和西部地区，而欧洲直营点则位于法兰克福，由欧洲中心覆盖欧洲。此外，公司还积极建立全球合作网络已弥补自营网点的缺失，目前公司已经在美洲、欧洲、亚洲、澳洲、非洲等 150 多个主要港口和货物集散城市，与当地同行建立了长期稳定合作关系，服务网络遍布世界各地。

图 4：华贸物流子公司一览



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 5: 华贸物流分公司一览



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 6: 华贸物流国际合作网络一览



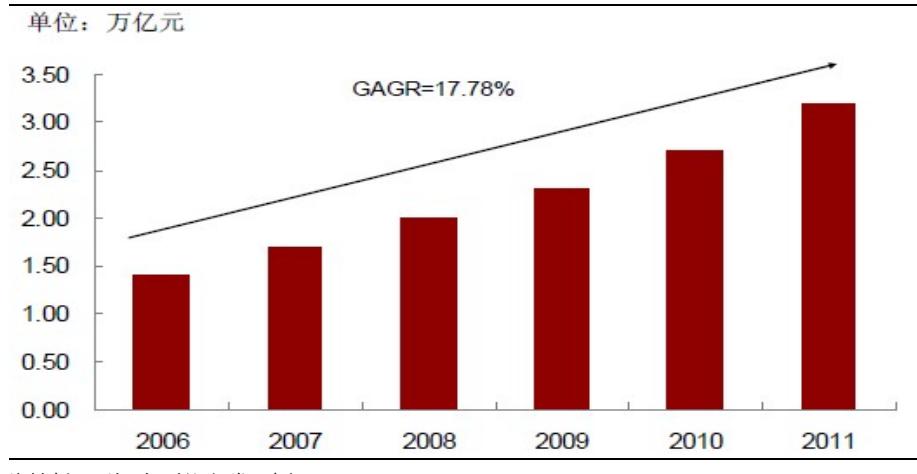
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 行业正值黄金发展期，需求升级及货量增长驱动

2009 年推出的《物流业振兴规划》正式将物流业发展上升至国家战略高度。总体而言，我国物流业正处于相对初级的阶段。过去几年间，我国物流业增加值保持了年均 18% 左右的复合增长，明显高于我国 GDP 增长速度。物流市场正在经历迅速成长，制造业及零售批发业的供应链结构和特征也都在不断成长、进化。从需求来看，我国的物流服务正经历升级，并面对以下几大变化：

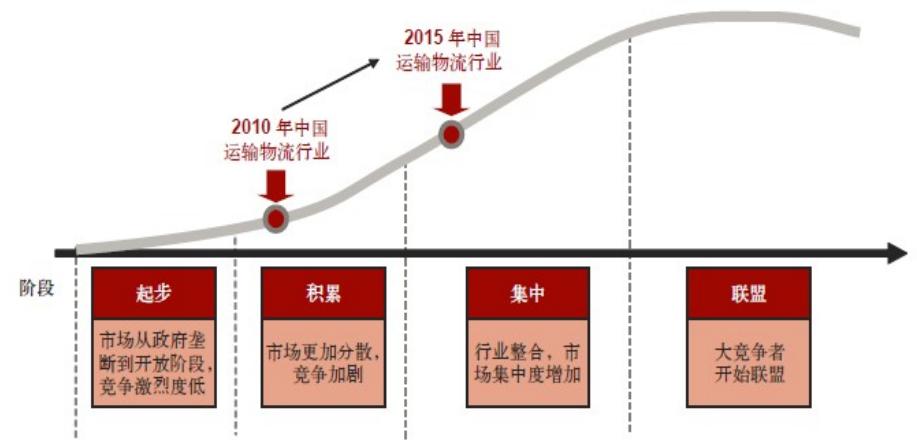
- 对更高服务水平的需求，包括全球化进程使得国际业务需求增长，强大的 IT 支持，增值服务包括采购、库存管理、分拨配送等。
- 需求分布扩张。除沿海发达地区以外，中西部、北部等需求有所增长，运送范围扩张。需求格局变化推动网络布局调整。
- 运输模式多样。我国高速公路网、快速铁路网及航空机场等大量运输基础设施投入使用，使得运输方式之间可转换型更加明显，运输模式之间的分流转移不断发生。

图 7：2006-2011 间我国物流业增加值



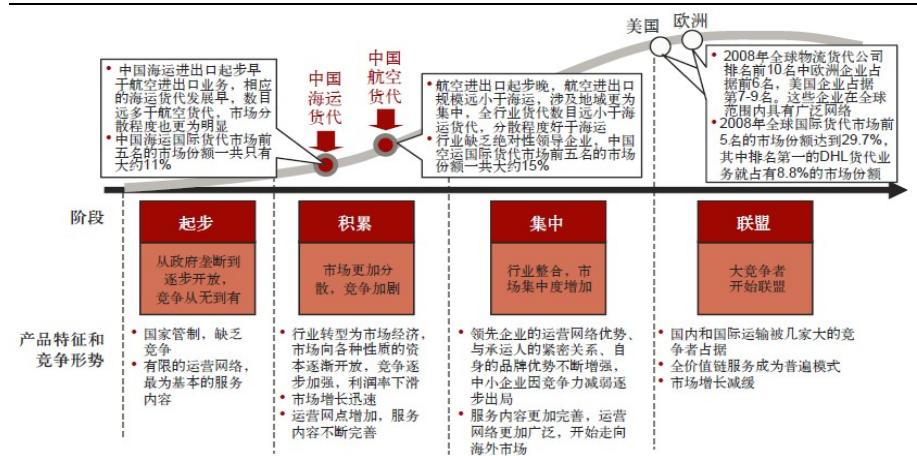
资料来源：科尼尔，长江证券研究部

图 8：我国物流业整体发展阶段（生命曲线）



资料来源：科尼尔，长江证券研究部

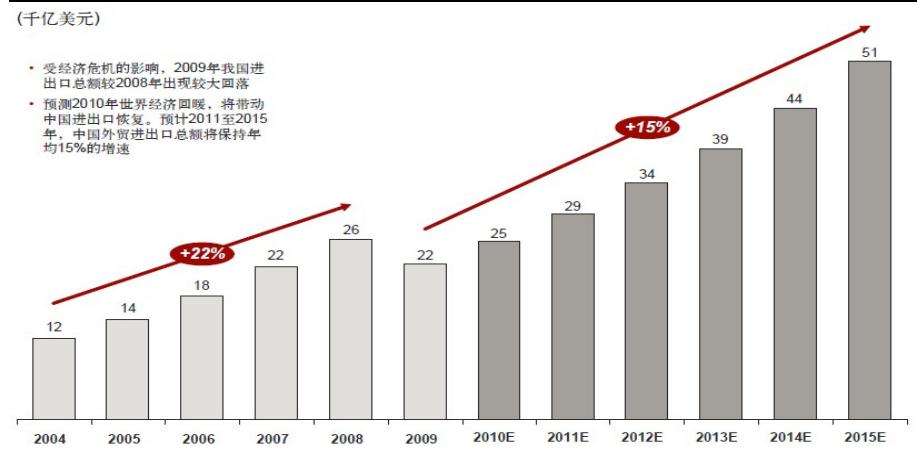
图 9：我国货代业生命曲线



资料来源：科尼尔，长江证券研究部

除此之外，货量不断增长也是推动我国物流业蓬勃发展的一大助力。根据科尼尔的预测，我国在 2015 年之间依然可以维持外贸总额 15% 左右的符合增长。且我国社会物流总额也一直经历较高增长。

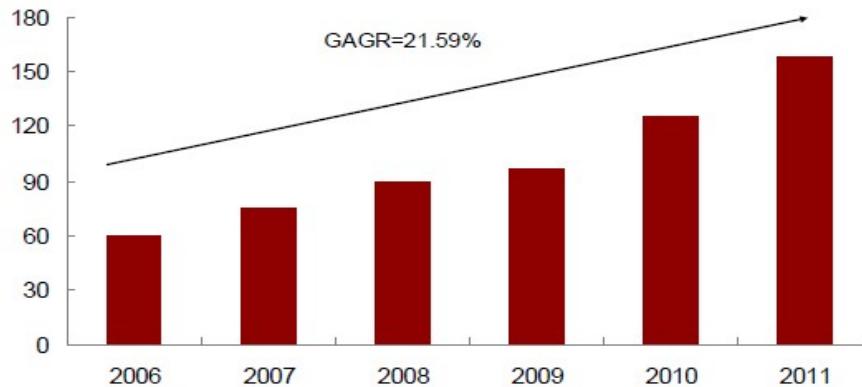
图 10：我国进出口总额及需求增长预测



资料来源：科尼尔，长江证券研究部

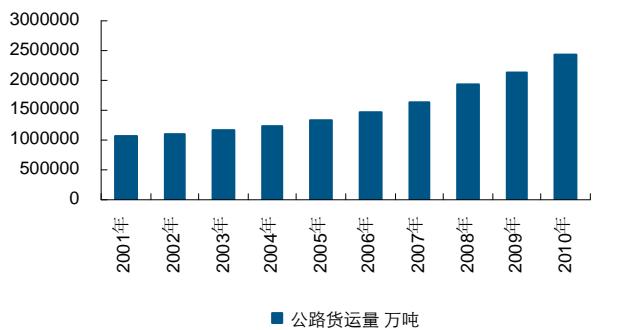
图 11：我国社会物流总额增长较快

单位：万亿元



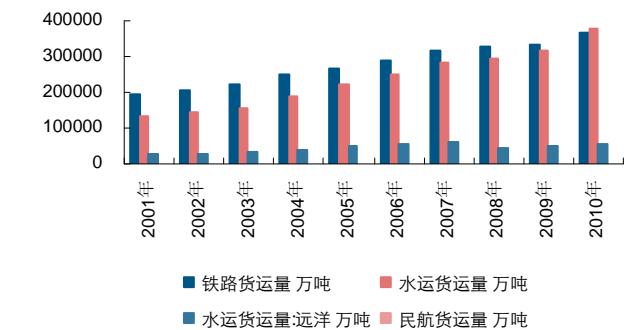
资料来源：科尼尔，长江证券研究部

图 12：我国公路货运量呈稳步增长趋势



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 13：我国铁路、民航及水路货运量均稳定增长



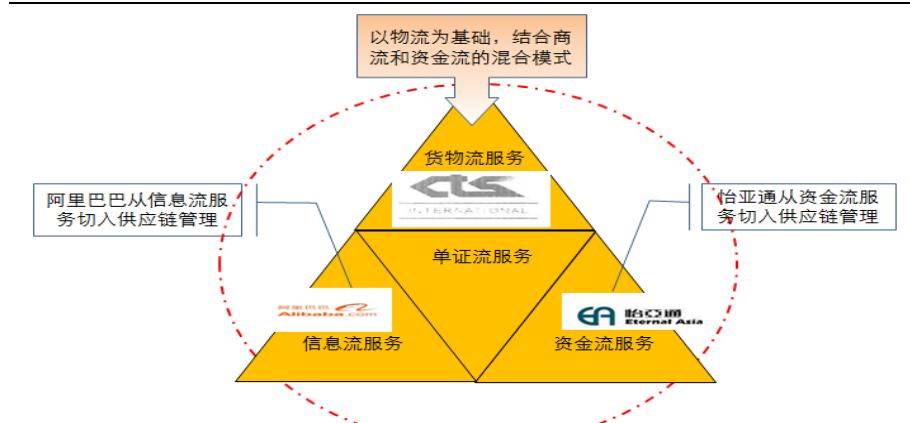
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 跨境综合物流为基，供应链贸易为翼

公司的传统业务是跨境综合物流服务，其接受直接客户或者同行客户的业务总包或者分包，从境内发货人处提取货物，组织国际运输活动并分拨派送至境外收货人指定交货点，对物流链上的货物流、单证流、信息流和资金流开展具有快速响应能力和低成本的控制，满足客户跨境物流的全部需求。

在此业务基础上，还提供包含采购执行和分销执行的供应链贸易业务，公司未来的目标是通过将国际贸易和跨境综合物流的进一步结合，为生产和销售企业提供全方位的供应链贸易服务。

图 14：华贸物流以物流为基础进入供应链一体化



资料来源：长江证券研究部

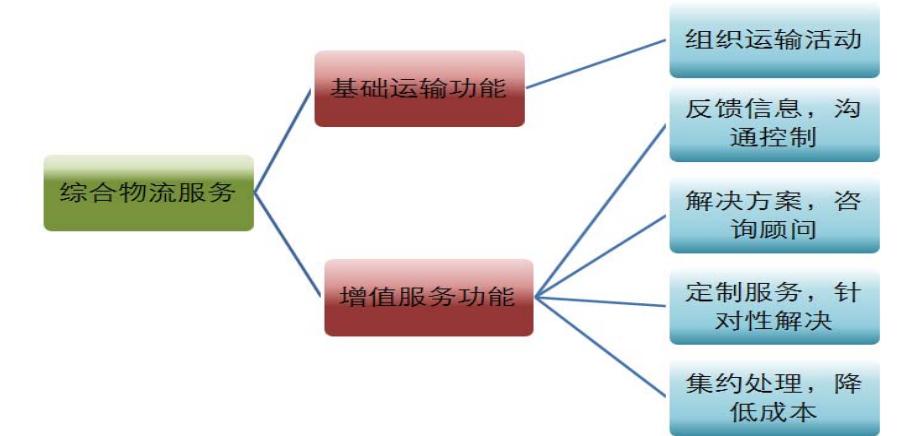
## 综合物流服务：跨境一站式国际货代业务为核心

公司主要开展以国际货运代理为基础的，并延伸的跨境综合运输物流业务。其服务以安全、准确、迅速、低成本为原则，并在提供相对应的服务过程中起到以下功能及作用：

- 1) 该业务包括基础运输功能：组织运输活动，选择运输方式、运输路线和承运人，协调货主、承运人、仓储、港口、卡车运输和报关报检等的关系，具有专业服务和组织协调作用；
- 2) 增值服务功能：
  - 2.1) 依照客户的要求，运用广泛的业务关系，发达的服务网络，先进的信息技术手段，随时保持与运输关系人的有效沟通，对运输全过程进行跟踪控制，及时准确地向客户反馈信息和情况，具有沟通控制作用；
  - 2.2) 不同国家地区的贸易法律法规和运输要求不尽相同，公司利用自身资源及专业知识，信息来源及时全面，向客户提出明确具体意见和合理化解决方案，避免或减少不必要的风险和周折，具有咨询顾问作用；
  - 2.3) 定制服务，针对性解决：运输方案融入客户采购和生产计划，制定并完成从工厂提货和派送至收货人等各项计划，具有优化流程、提高货物流转效率的作用；

2.4) **集约处理**: 掌握运输、仓储、装卸、保险等的市场行情,与关系人有着长期密切的合作关系,争取公平合理费率,具有降低成本的作用。

图 15: 综合物流两大功能五大作用



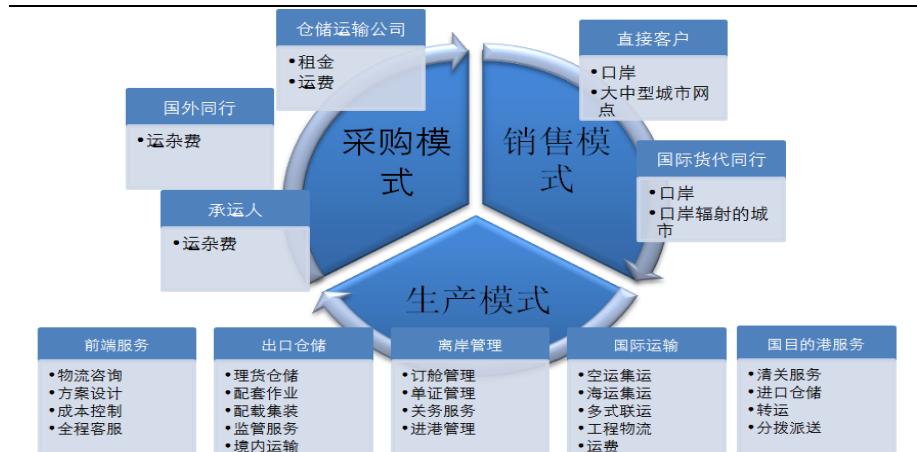
资料来源: 长江证券研究部

## 采购、生产、销售，三位一体一站式业务

公司的业务以采购、生产和销售三大模式来开展。上中下游兼顾，全产业链的信息流掌握是为一站式业务。

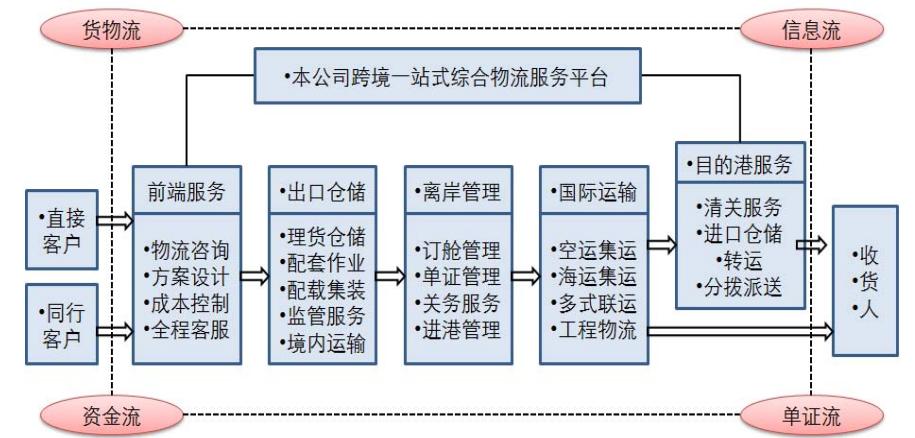
- 采购模式: 主要是向承运人议价、订舱、装载并向其支付运杂费；货物抵达目的港后公司向国外同行委托业务并支付运杂费；根据仓储和内陆运输需求租赁部分仓储设施，外包部分内陆运输业务，并支付相应的租金或运费；采购范围还包括仓储运输设备设施和货物作业过程中的物料消耗等方面。
- 生产模式: 对客户的前端服务包括物流咨询、方案设计、成本控制、全程客服；出口仓储环节提供理货仓储、配套作业、配载集装、监管、境内运输服务；离岸阶段提供订舱管理、单证管理、关务服务和进港管理；国际运输阶段提供空海集运、多式联运、工程物流服务；最后目的港服务包括清关、进口仓储、转运、分拨派送。

图 16: 综合物流服务综合业务图



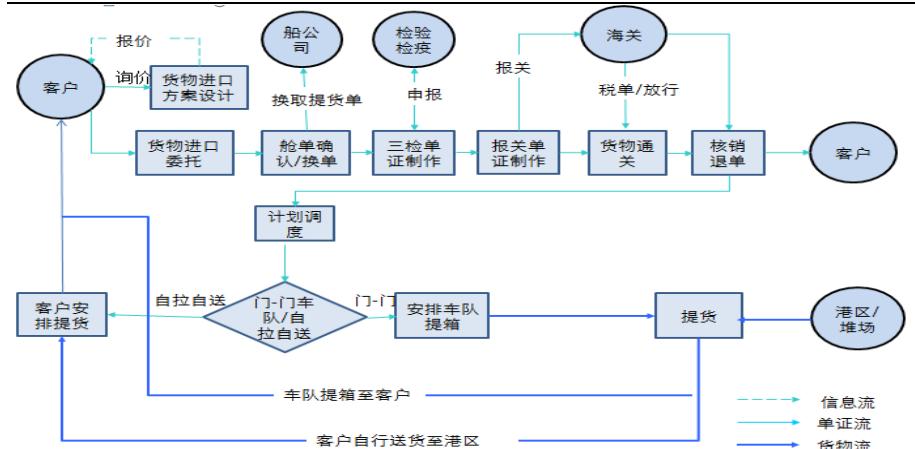
资料来源：长江证券研究部

图 17：综合物流服务生产模式业务图



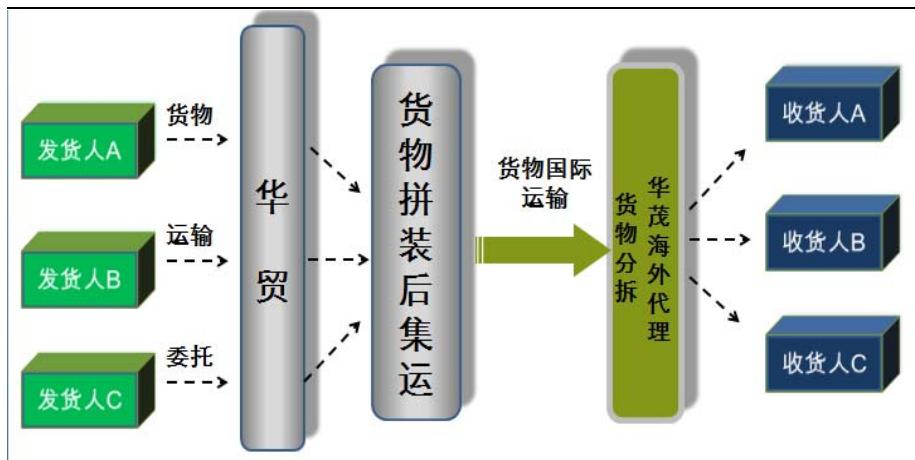
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 18：“一关三检”流程图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 19：货物集运示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 20: 海空联运示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

➤ **销售模式：**目标客户主要由直接客户和国际货代同行两种类型。根据各类目标客户群在各地区的分布不同，采取口岸门户销售和内陆城市点面销售相结合的模式。本公司口岸和口岸辐射的大中型城市网点，借助口岸大型国际机场、综合性海港集聚的承运人优势以及完善的口岸管理和服务保障优势，持续有效地打造国际货运订舱和业务操作平台，以此为基础凸现以规模效应为主的营销优势，销售的受众群体主要为货量稳定、信誉良好的同行企业和直接客户。本公司非口岸城市网点的营销主体主要为直接客户。

表 3: 综合物流业务收费情况

费用类型	收费标准
货站操作费、港区港杂费报关报检费等	根据相关主管部门对口岸港区作业均制定了相应的收费标准
国际运输费	无长期固定的标准价格，一般以双方订立的合作协议为基础。
提货、送货、转关和中转等	根据交通运输部颁布的收费标准，结合市场指导价，在允许范围内
内陆运输费用	以运输公里数或车次等为基础。
单证、装卸、仓储、短驳等	根据投资、人工成本和货物的重量份量计价收费，以行业收费标准作为指引，一般较为长期固定。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 4: 综合物流运营数据

业务明细	业务量	业务收入(万)	业务成本(万)	业务量	业务收入(万)	业务成本(万)	业务量	业务收入(万)	业务成本(万)
	2011 年度	2010 年度			2009 年度			2009 年度	
空运进出口 (吨)	150459	195253	174103.72	145369	214601.52	196006.3	112495	135623.9	122524.68
海运进出口 (吨)	511671	189741.77	177531.58	412403	197834.7	186862.89	308580	110126.73	102102.56
营运仓储总面积 (平米)	186831.83	9600.16	6165.62	172751.06	7480.42	4227.66	166315.87	6088.05	3679.27
工程物流进出口合同 (票)	2771	18612.1	16818.59	3104	13535.32	11909.2	2135	11573.42	10077.65

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 5: 工程物流业务量

业务明细	2011 年度	2010 年度	2009 年度
进口合同 (票)	1,442	1,682	963
出口合同 (票)	1,329	1,422	1,172

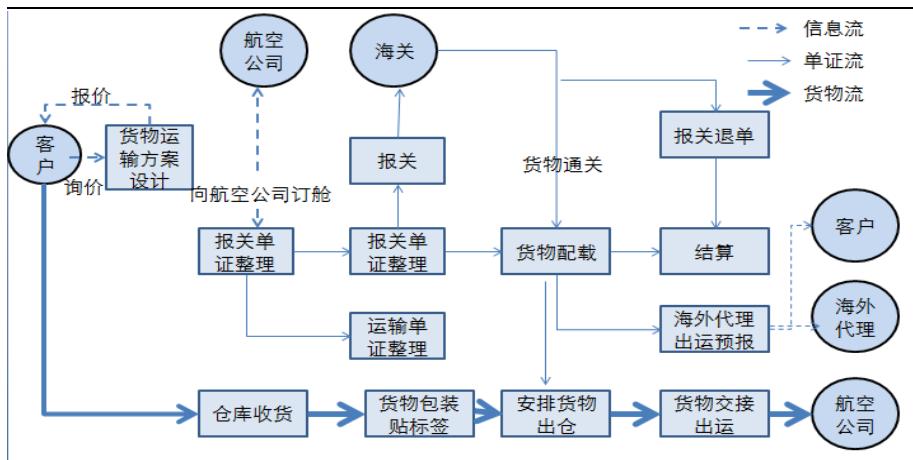
总计	2,771	3,104	2,135
----	-------	-------	-------

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

### 基础服务整合利用，支撑采购、生产、销售三大模式

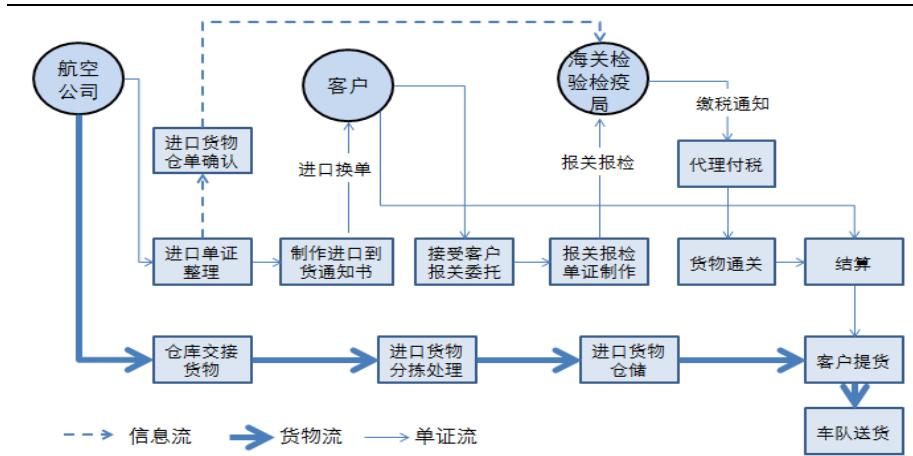
公司的所有业务均构筑在基础运输服务之上，公司整合自身的空运、海运、仓储、多式联运、关务服务几大基础物流运输服务资源，综合运用至采购、生产和销售三大业务模式上。公司的几大基础服务流程如下：

图 21：空运出口业务流程图



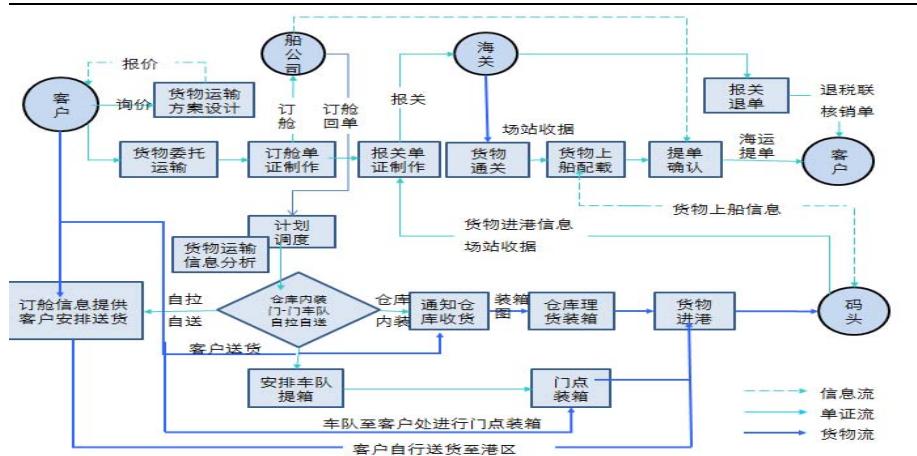
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 22：空运进口服务流程图



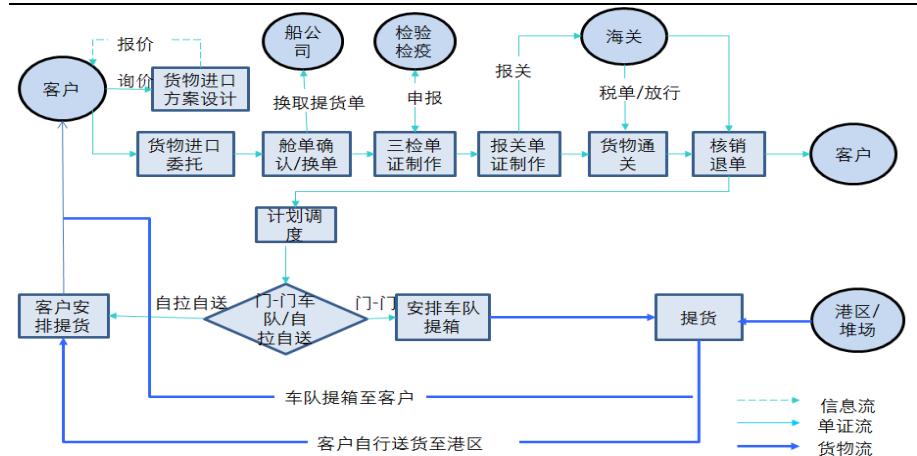
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 23: 海运出口服务流程图



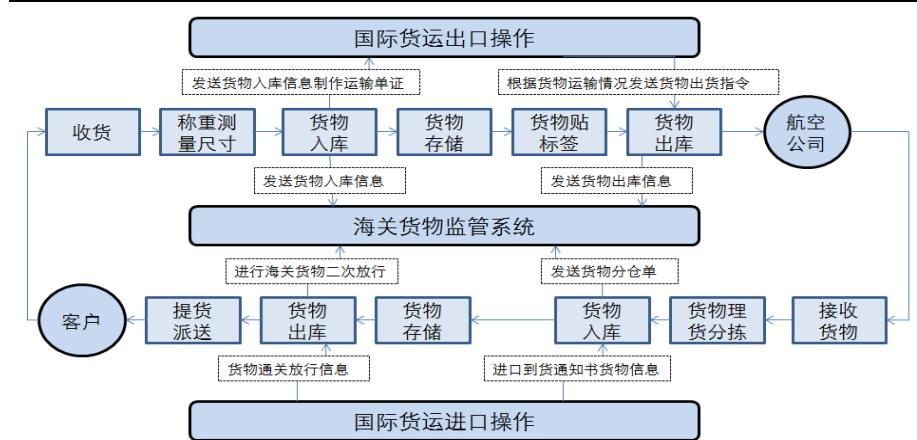
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 24: 海运进口服务流程图



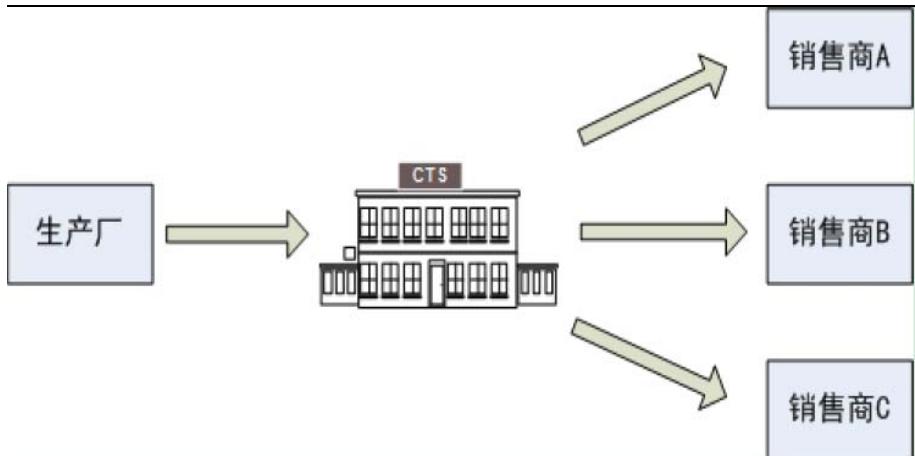
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 25: 监管仓库业务量流程



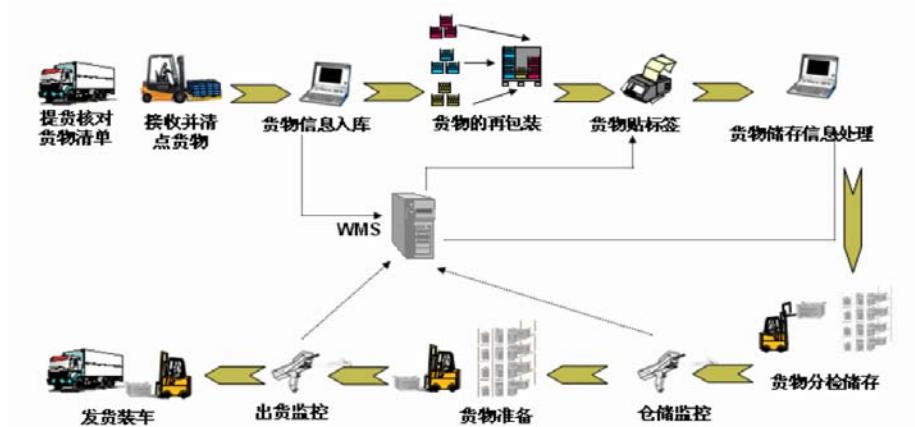
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 26: DC 模式示意图



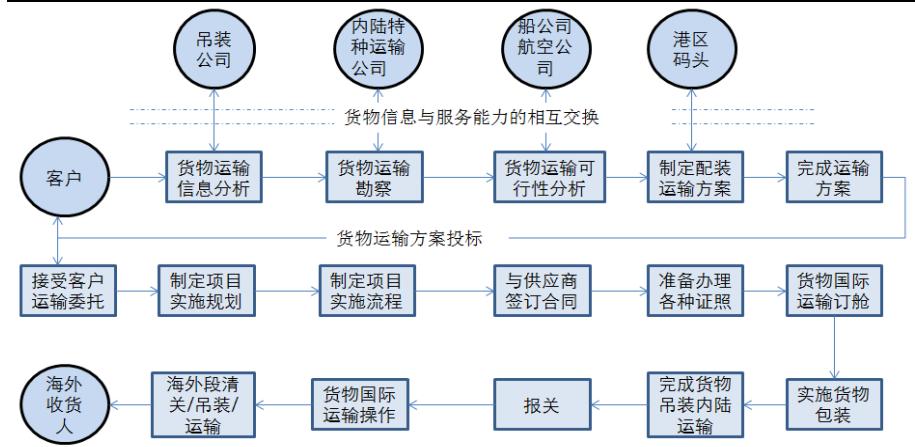
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 27: 配送中心业务流程图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 28: 工程业务流程图



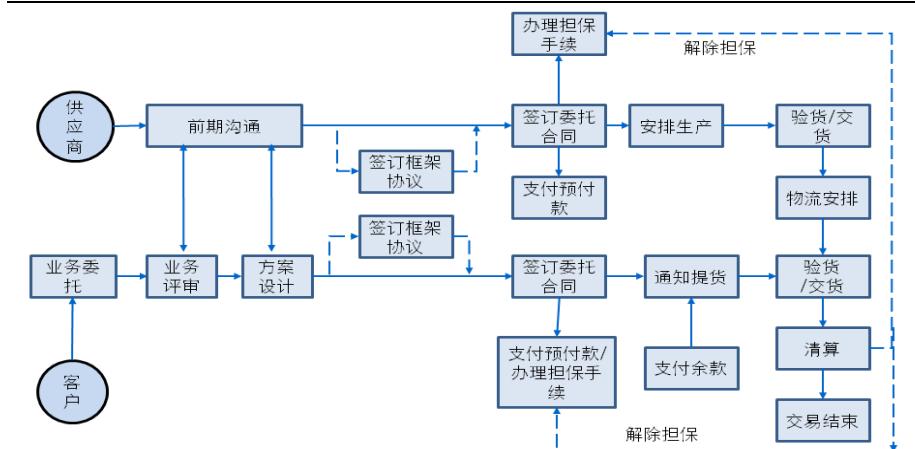
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 供应链贸易：综合物流服务为基础的采购和分销执行

供应链贸易，是区别于传统贸易的经营模式，客户并不直接向供应商下单，在客户向公司提出采购或销售委托后，以自身名义购入商品，并根据客户需要提供市场信息、价格协调、排产协调、交货协调、物流策划、通关、仓储、配送、简单加工、结算等服务，最终将商品销售给客户或客户指定的购买商。相较传统贸易，客户的采购风险由客户一己承担转化为共同承担，而过去客户所承担的运输协调等功能也一并随着采购外包而剥离出客户业务主体。

作为公司货代业务的补充，采购执行与分销执行使得公司向服务对象提供产品反馈信息、市场信息、行业信息，以及在上下游供货、价格、质量等方面提供协调服务。这些补充业务向传统延伸，延伸到货代主业的物流策划、通关、仓储、配送、简单加工、结算服务等，为客户提供了完整的供应链服务解决方案，大幅提高公司的整体物流服务能力，及整合力。

图 29：华贸物流供应链贸易业务流程图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 依然以产、购、销为服务模式，靠采购及分销盈利

公司的供应链贸易服务依然采用产购销的服务模式，依靠采购及分销实现盈利。

- 采购模式。公司的采购包括实物采购和服务采购两大类，采购模式分为订单模式采购和非订单模式采购。订单模式是公司根据需求放书面合同委托要求，向其指定或认可的供应商购入实物或服务；非订单采购是公司根据意向需求方或目标需求方未来可能的采购计划，以及市场的变化趋势择机采购。为了控制采购商品价格波动风险，公司通常仅对熟悉的商品采用订单采购模式。总的来看，公司非订单采购收入占供应链贸易业务收入的比重较小，因此承担的价格波动风险较少。

表 6：公司订单采购与非订单采购模式收入占比

	2011		2010		2009	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
供应链贸易业务主营收入	275971	100%	258441	100%	176504	100%
其中：订单采购	271530	98.39%	248631	96.20%	172951	97.99%

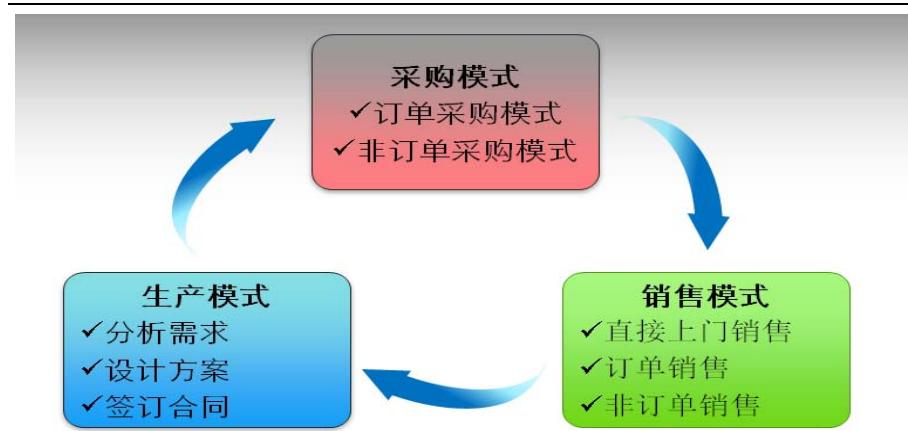
非订单采购	4441	1.61%	9810	3.80%	3553	2.01%
-------	------	-------	------	-------	------	-------

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

- 生产模式。公司的主要生产模式是：根据客户提出的采购或销售需求进行分析，设计相应的采购或销售、物流等服务方案并进行评审，经双方商讨和公司法律评审后，签订采购或销售合同；公司据此向供应商进行采购，以及根据需要提供配套的物流、简单加工、结算等服务。
- 销售模式。由于目标客户对供应链贸易服务的需求具有较明显的差异，公司采取直接销售的策略，对目标客户或物流客户介绍之客户（有些物流客户也是贸易目标客户）采取直接上门销售为主，通过快速的方案设计及高效率、低成本保障服务体系，不断争取目标客户。

对于采购模式，公司的销售模式分为订单模式和非订单模式。订单销售是公司根据需求方书面委托合同要求，在指定时间内向其销售指定或认可的实物或服务。非订单销售是公司根据自身产品库存情况及市场需求趋势，择机高价出售库存产品以谋取较高利润或求得最低风险。

图 30：华贸物流供应链贸易业务三种服务模式



资料来源：长江证券研究部

此项业务的利润形式依然是通过赚取商品差价获得，但实际上该价差是根据本公司提供的服务内容多少来收取，且买卖价格绝大多数情况下已提前与客户和供应商约定，本公司承担的商品价格波动带来的收益或风险较小。利润来自于采购服务和分销服务，部分来源于自主采购及与其他方共同采购模式下赚取的产品价格波动的差额收益。根据客户的不同需求以及经销产品的特点、行业惯例，以及公司在供应链贸易服务方案的设计，公司的收费方式有成本加约定利润率、成本加客户收益分成、每笔交易收费、成本加成、固定收费、赚取购销差价等。

表 7：公司供应链贸易运营数据

项目	2011	2010	2009
供应链贸易收入（万元）	275971.5	258440.8	176504

供应链贸易成本（万元）	271568.2	254447.4	174319
供应链贸易毛利（万元）	4403.29	3993.34	2185.06
毛利率%	1.06	1.55	1.24

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 竞争核心：主副融合+网络布局+领先的信息技术

作为最早获得一级国际货运代理资质的企业之一，公司经过多年的经营发展，在主副业经营管理、网络布局以及信息技术等方面具备了领先的优势。

### 差异化的现代物流整合能力

公司海运和空运业务发展均衡，服务产品丰富多样，形成了差异化的现代物流产品整合能力。公司市场定位与投资方向以轻资产为主，轻重资产结合，通过对产业链各环节的整合，为客户提供完整的、以低成本为目的的、高效优质跨境综合物流一体化服务。主副业相融合的业务结构以及差异化的整合能力成为了公司在国际运输服务上较为独特的竞争优势。

与行业内企业相比，华贸物流可以向客户提供空运、海运、铁路的集运与联运，以及海运拼箱、空运包机等国际运输产品；可以根据不同客户的运输方案设计和优化需求进行业务资源整合；可以满足客户对运费和速度差异的个性要求，节约物流成本；可以为不同行业的客户提供跨境一站式综合服务。同时，可以分局客户需求，在综合物流上下游为客户提供采购和分销执行综合服务。

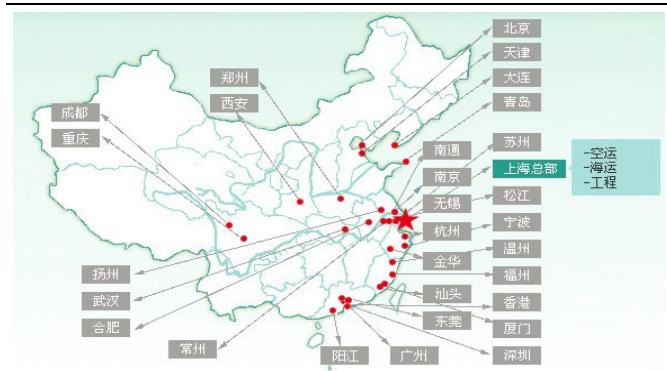
### 网络覆盖下的集约化经营规模优势

经过长期的运营发展，公司的自由营业网点现已遍布全国主要城市，以及香港、欧洲、美国等世界主要国家和地区，形成了广泛的国内网络和长期稳定战略合作的海外代理网络，进而实现了业务的全球覆盖。

广泛的国内和海外网络一方面有利于公司增强业务协同能力、提高服务完整性，进而保障公司的市场快速响应能力，满足客户差异化的全球物流需求；另一方面，有利于公司实行集约化经营管理、发挥集运优势，进而形成层次丰富、价格合理、季节保障均匀的经营资源和集中竞争优势。

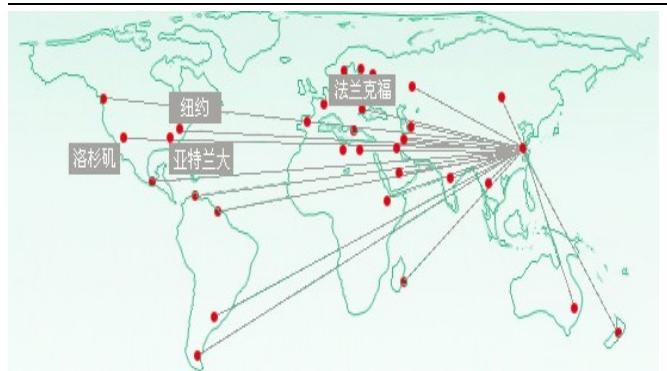
此外，集约化经营产生的规模优势使得公司与各中外承运人建立了长期广泛的合作，有利于运力采购水平的稳定以及应对市场竞争变化的能力，同时有利于公司与承运人进行跨地域、多网点方面的深度合作，实现互补共赢。

图 31：华贸物流国内投资网络



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 32：华茂物流全球投资网络

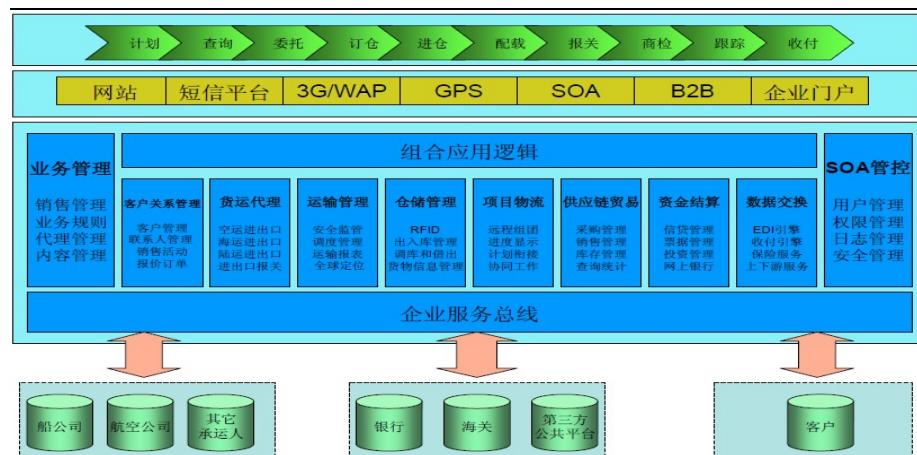


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 覆盖全程的管理信息系统

公司的信息技术运用和信息化建设经过多年的自主开发运用和持续创新，已经形成了由十三个模块组成的全网点统一的信息化只能管理系统，具有较强的实用性和先进性，是国内同行中较为完整的造作在线平台。该系统既最大程度地满足了客户对物流服务准确性、安全性和及时性的要求，又实现了公司低成本和高效率运营。

图 33：华贸物流信息系统简览



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 募投项目优化未来战略，强化核心竞争力

### 募投项目：网络+仓储+信息系统

公司本次公开发行募集资金将投资至以下项目。四个项目募投均已履行了所需的审批程序并获得通过。

表 8: 募集资金投资项目一览

类别	序号	募集资金投资项目	项目总投资额	募集资金拟使用额
物流网络建设	1	国内物流网络建设项目	20,000	20,000
	2	国外物流网络建设项目	13,319	13,000
仓储物流中心建设	3	临港仓储物流中心建设项目	20,010	14,000
IT 系统开发	4	物流供应链一体化平台建设项目	5,000	3,000
		合计	58,329	50,000

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次资金预计使用计划如下。目前所有募集资金投资项目均不同程度以自有资金提前开工，募集资金到位后将替换自有资金的投入。

表 9: 本次募集资金预计使用计划

序号	项目名称	募集资金拟使用量	募集资金使用进度		
			2012 年	2013 年	2014 年
1	国内物流网络建设项目	20,000	10,500	5,000	4,500
2	国外物流网络建设项目	13,000	13,000	-	-
3	临港仓储物流中心建设项目	14,000	13,630	370	-
4	物流供应链一体化平台建设项目	3,000	1,500	1,500	-
总计		50,000	38,430	7,070	4,500

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 10: 募投建设项目进度

项目	已投入资金	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	合计
国内物流网 络建设	项目投资进度	1,000	9,500	5,000	4,500	- 20,000
	募集资金使用进度	-	10,500	5,000	4,500	- 20,000
国外物流网 络建设	项目投资进度	2,064	11,255	-	-	- 13,319
	募集资金使用进度	-	13,000	-	-	- 13,000
临港仓储物流 中心建设	项目投资进度	5,870	13,630	510	-	- 20,010
	募集资金使用进度	-	13,630	370	-	- 14,000
物流供应链示 化平台建设	项目投资进度	600	1,500	1,500	800	600 5,000
	募集资金使用进度	-	1,500	1,500	-	- 3,000

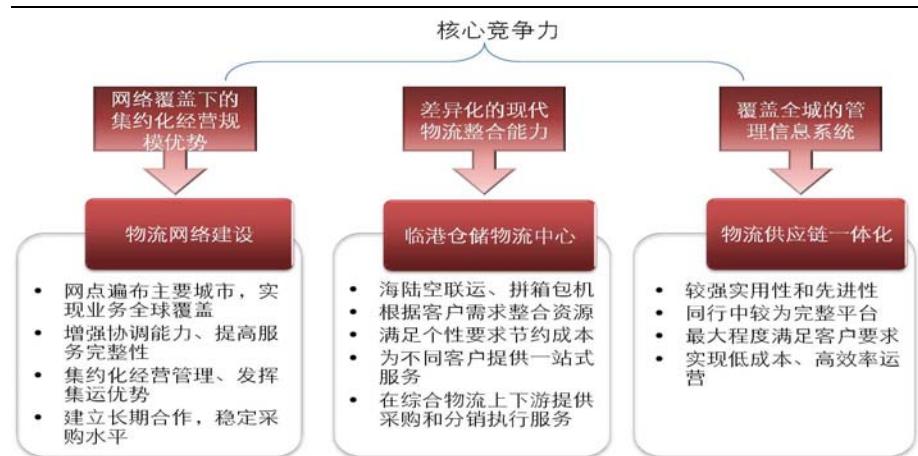
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 服务战略目标，募投项目进一步提升竞争力

公司以建设成为全球网络齐全、产业链完整、经营规模较大，管理和信息化水平先进，成为具有国际竞争力的现代综合物流服务提供商为最终目标。而实现这一目标，正如公司目标中所言，需要对网络，资源整合能力，及信息化系统做出相应的提升。

本次募集资金正是针对这3大发展需求而设。我们认为，募投项目符合公司战略预期，也支撑了公司现有的核心竞争力继续保持，以使公司继续保持行业中的竞争地位和已经取得的领先地位。

图 34：募投项目及竞争优势



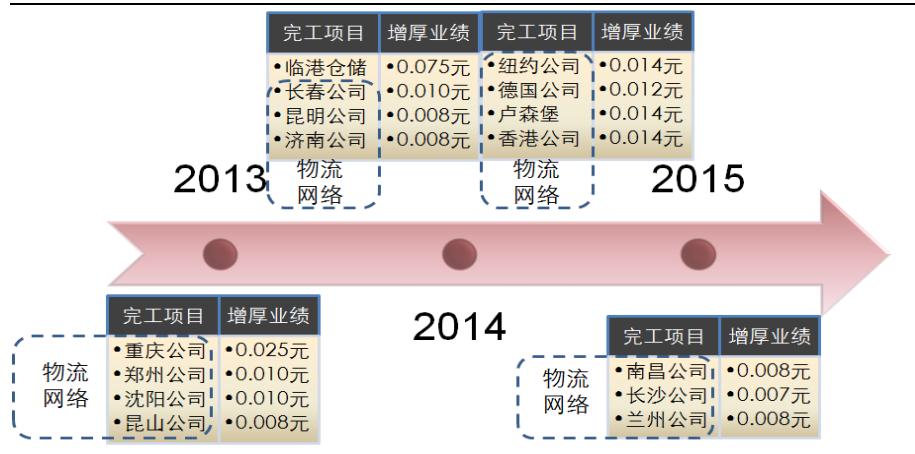
资料来源：招股说明书长江证券研究部

表 10：募投项目预计收益计划（累计）

预计营收 (万)	2013	2014	2015
物流网络建设	80,742.38	200,695.24	233,964.565
临港仓储物流中心	-	9,072.42	9,072.42
合计	80,742.38	209,767.66	243,036.99
预计盈利 (万)	2013	2014	2015
物流网络建设	2,105.55	5,269.08	6,170.425
临港仓储物流中心	-	3,009.93	3,009.93
合计	2,105.55	8,279.01	9,180.36
对应增厚 EPS (元)	2013	2014	2015
物流网络建设	0.053	0.132	0.154
临港仓储物流中心	-	0.075	0.075
合计	0.053	0.207	0.230

资料来源：长江证券研究部

图 35: 具体项目完工时间及对应盈利



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

## 盈利预测及估值

在进行 2012-2014 年盈利预测时，我们综合考虑以下几点因素：

- 1) 宏观经济：目前处于周期底部区间，需求增长放缓；
- 2) 综合物流服务：空运业务量增长略高于与全市场增速水平，单位收入持平，单位毛利小降；海运运量增长但增速下行，单位收入有增长，单位毛利小增；

我们预计，公司 2012-2014 年全面摊薄 EPS 分别为 0.29 元、0.37 元和 0.506 元，对应未来三年业绩增速分别为 11%，28% 和 37%。

参照 2012 年主板近期上市公司首发市盈率及同业板块平均 PE 水平；二级市场按照 2012 年 18-22 倍 PE 估值，合理股价在 5.18-6.34 元；一级市场按照 15-20 倍估值询价，则询价区间在 4.32-5.76 元。

表 11：近期上市新股 IPO 一览

业务	代码	名称	发行价格	上市日期	发行市盈率
太阳能研发、生产	603366	日出东方	21.5		23.89
电子级环氧树脂生产销售	603002	宏昌电子	3.6		36
特种电线电缆研发、销售、生产	603333	明星电缆	9.3	5月7日	24.47
北京大型零售商	603123	翠微股份	9	5月3日	28.13
皮鞋研发生产	603001	奥康国际	25.5	4月26日	25.25
新闻	603000	人民网	20	4月27日	46.13
再生铝	601388	怡球资源	13	4月23日	18.06
单晶硅开发	601012	隆基股份	21	4月11日	24.71
基建	601800	中国交建	5.4	3月9日	10.43
传媒	601929	吉视传媒	7	2月23日	37.19
电子开发设计	601231	环旭电子	7.6	2月20日	23.03
高端包装	601515	东风股份	13.2	2月16日	18.08
电梯、扶梯制造	601313	江南嘉捷	12.4	1月16日	24.8
<b>非制造业平均（注：灰色为剔除的）</b>					<b>26.62</b>

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 12：公司盈利预测假设

项目	2009	2010	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>综合营业收入</b>	447,778.86	700,232.67	694,641.80	834,970.37	1,002,340.15	1,321,127.85
<b>同比增长 (%)</b>	NA	56.38%	-0.80%	20.20%	20.04%	31.80%
<b>综合毛利率 (%)</b>	6.83%	5.75%	6.43%	6.20%	6.34%	6.42%
<b>营业成本</b>	417,182.71	659,958.88	649,968.13	783,175.24	938,762.21	1,236,327.72
 <b>跨境综合物流服务</b>	 2009	 2010	 2011A	 2012E	 2013E	 2014E
营业收入	269,767.89	441,791.67	418,670.80	490,006.62	578,034.74	811,961.35
同比增长 (%)	NA	63.77%	-5.23%	17.04%	17.96%	40.47%
毛利率 (%)	9.97%	8.21%	9.62%	9.48%	9.82%	9.50%
营业成本	242,867.36	405,523.71	378,412.67	443,558.42	521,245.68	734,798.72

跨境综合物流服务-空运						
空运出口 (吨)	86709	107409	106074	111377.70	122515.47	140892.79
同比变动	5.28%	23.87%	-1.24%	5.00%	10.00%	15.00%
空运进口 (吨)	25786	37960	44385	47491.95	53190.984	62233.45128
同比变动	4.44%	47.21%	16.93%	7.00%	12.00%	17.00%
空运出口占比	77.08%	73.89%	70.50%	70.11%	69.73%	69.36%
空运进口占比	22.92%	26.11%	29.50%	29.89%	30.27%	30.64%
单位收入	1.21	1.48	1.30	1.30	1.30	1.30
营业收入	135,623.90	214,601.52	195,253.00	206,530.55	228,418.39	264,064.11
同比增长 (%)	NA	58.23%	-9.02%	5.78%	10.60%	15.61%
毛利率 (%)	9.66%	8.66%	10.83%	9.23%	10.00%	10.00%
营业成本	122,522.63	196,017.03	174,107.10	187,466.19	205,576.55	237,657.70
毛利额	13101.27	18584.49	21145.90	19064.36	22841.84	26406.41
单位毛利	0.12	0.13	0.14	0.12	0.13	0.13
跨境综合物流服务-海运						
海运出口 (TEU)	284947	377963	474577	569492.40	711865.50	925425.15
同比变动	-8.75%	32.64%	25.56%	20.00%	25.00%	30.00%
海运进口 (TEU)	23633	34440	37094	41916.22	49041.9774	59831.21243
同比变动	7.71%	45.73%	7.29%	13.00%	17.00%	22.00%
海运出口占比	92.34%	91.65%	92.75%	93.14%	93.55%	93.93%
海运进口占比	7.66%	8.35%	7.25%	6.86%	6.45%	6.07%
单位收入 (价)	0.36	0.48	0.37	0.4	0.4	0.5
营业收入	110,126.73	197,834.70	189,741.77	244,563.45	304,362.99	492,628.18
同比增长 (%)	NA	79.64%	-4.09%	28.89%	24.45%	61.86%
毛利率 (%)	7.29%	5.55%	6.44%	7.50%	7.50%	7.40%
营业成本	102,098.49	186,854.87	177,522.40	226,221.19	281,535.77	456,173.70
毛利额	8028.24	10979.83	12219.37	18342.26	22827.22	36454.49
单位毛利	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03	0.04
跨境综合物流服务-工程物流						
营业收入	11,573.42	13,535.32	18,612.10	20,422.27	21,793.92	24,409.18
同比增长 (%)	NA	16.95%	37.51%	9.73%	6.72%	12.00%
票数	2,135.00	3,104.00	2,771.00	3,048.10	3,352.91	3,755.26
同比增长 (%)		45.39%	-10.73%	10.00%	10.00%	12.00%
其中进口	963.00	1,682.00	1,442			
其中出口	1,172.00	1,422.00	1,329			
单票收入	5.42	4.36	6.72	6.70	6.50	6.50
毛利率 (%)	12.92%	12.01%	9.64%	11.00%	11.00%	11.00%
营业成本	10,078.13	11,909.73	16,817.89	18,175.82	19,396.58	21,724.17
跨境综合物流服务-仓储						
营业收入	6,088.05	7,480.42	9,600.16	12,480.21	16,848.28	23,587.59
同比增长 (%)	NA	22.87%	28.34%	30.00%	35.00%	40.00%
营业面积						
同比增长 (%)						
单位面积收入						
毛利率 (%)	39.57%	43.48%	35.78%	40.00%	40.00%	40.00%
营业成本	3,679.01	4,227.93	6,165.22	7,488.12	10,108.97	14,152.56

跨境综合物流服务-其他						
	2009	2010	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,355.79	8,339.71	5,463.77	6,010.15	6,611.16	7,272.28
同比增长 (%)	NA	31.21%	-34.48%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	29.37%	21.89%	30.45%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本	4,489.09	6,514.15	3,800.05	4,207.10	4,627.81	5,090.59

供应链贸易业务	2009	2010	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	176,504.00	258,441.00	275,971.00	344,963.75	424,305.41	509,166.50
同比增长 (%)	NA	46.42%	6.78%	25.00%	23.00%	20.00%
毛利率 (%)	1.24%	1.55%	1.60%	1.55%	1.60%	1.50%
营业成本	174,315.35	254,435.16	271,555.46	339,616.81	417,516.53	501,529.00

资料来源：长江证券研究部

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)				资产负债表 (百万元)					
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>6946</b>	<b>8350</b>	<b>10023</b>	<b>13211</b>	货币资金	434	320	271	173
营业成本	6500	7832	9388	12363	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>447</b>	<b>518</b>	<b>636</b>	<b>848</b>	应收账款	827	994	1194	1574
%营业收入	6.4%	6.2%	6.3%	6.4%	存货	85	102	122	161
营业税金及附加	22	26	31	41	预付账款	253	305	365	481
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	9	11	13	17
销售费用	166	209	251	330	<b>流动资产合计</b>	<b>1721</b>	<b>1868</b>	<b>2129</b>	<b>2622</b>
%营业收入	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	104	125	150	198	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	30	17	17	17	投资性房地产	7	7	7	7
%营业收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	固定资产合计	118	347	433	534
资产减值损失	4	2	3	5	无形资产	124	120	117	113
公允价值变动收益	1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	9	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>122</b>	<b>139</b>	<b>184</b>	<b>256</b>	其他非流动资产	8	8	8	8
%营业收入	1.8%	1.7%	1.8%	1.9%	<b>资产总计</b>	<b>1987</b>	<b>2351</b>	<b>2694</b>	<b>3285</b>
营业外收支	11	12	10	10	短期贷款	467	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>151</b>	<b>194</b>	<b>266</b>	应付款项	680	820	983	1294
%营业收入	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	预收账款	100	120	144	190
所得税费用	30	36	47	64	应付职工薪酬	46	55	66	87
净利润	103	115	148	202	应交税费	17	21	26	35
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>103.3</b>	<b>115.0</b>	<b>147.6</b>	<b>202.5</b>	其他流动负债	91	110	132	173
少数股东损益	0	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>1401</b>	<b>1125</b>	<b>1350</b>	<b>1779</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>0.37</b>	<b>0.51</b>	长期借款	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	3	0	0	0
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>65</b>	<b>90</b>	<b>112</b>	<b>99</b>	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>1403</b>	<b>1125</b>	<b>1350</b>	<b>1779</b>
长期股权投资	4	0	0	0	归属于母公司	584	1226	1344	1506
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-27	-247	-115	-139	<b>股东权益</b>	0	0	0	0
其他	-13	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>584</b>	<b>1226</b>	<b>1344</b>	<b>1506</b>
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-36</b>	<b>-247</b>	<b>-115</b>	<b>-139</b>	<b>基本指标</b>	<b>1987</b>	<b>2351</b>	<b>2694</b>	<b>3285</b>
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.258	0.288	0.369	0.506
股权融资	0	550	0	0	BVPS	1.95	4.09	3.36	3.76
银行贷款增加 (减少)	198	-467	0	0	PE	23.61	21.21	16.53	12.05
筹资成本	35	-40	-47	-58	PEG	0.94	0.84	0.66	0.48
其他	-89	0	0	0	PB	3.14	1.49	1.82	1.62
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>144</b>	<b>44</b>	<b>-47</b>	<b>-58</b>	EV/EBITDA	14.77	11.87	9.28	7.20
<b>现金净流量</b>	<b>174</b>	<b>-114</b>	<b>-49</b>	<b>-98</b>	ROE	17.7%	9.4%	11.0%	13.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807 13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198 13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926 13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999 13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

### 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
	看 好： 相对表现优于市场
	中 性： 相对表现与市场持平
	看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
	推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%
	谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间
	中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
	减 持： 相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)  
电话：021-68751100  
传真：021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)  
传真：027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)  
传真：021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)  
传真：0755-82750808  
0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。