

2H22 景气下滑；挖掘综合物流增量

华泰研究

2023 年 4 月 11 日 | 中国内地

年报点评

仓储物流

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

22.10

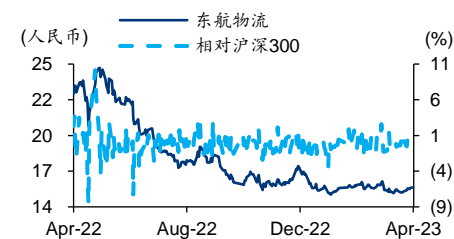
研究员 沈晓峰
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

研究员 黄凡洋
SAC No. S0570519090001 huangfanyang@htsc.com
SFC No. BQK283 + (86) 21 2897 2065

基本数据

目标价(人民币)	22.10
收盘价(人民币 截至 4 月 10 日)	15.49
市值(人民币百万)	24,591
6 个月平均日成交额(人民币百万)	136.86
52 周价格范围(人民币)	14.94-24.71
BVPS(人民币)	8.52

股价走势图



资料来源: Wind

2H22 航空货运景气度下滑，综合物流解决方案业务仍可期待；维持“买入”

东航物流 2022 年营业收入 234.70 亿，同增 5.6%，归母净利润 36.37 亿，同增 0.3%，低于我们的预期 5%。2022 年全球航空货运供需结构呈现高位回落趋势，不过凭借机队扩张和 1H22 的行业高景气，公司盈利仍取得增长。我们认为 2023 年航空货运景气度明显改善的概率较低，预测 23-25 归母净利润为 29.68/30.41/32.43 亿（前值 41.41/43.22/-亿），给予可比公司 2023 年估值均值 11.8xPE，对应目标价 22.10 元。考虑疫后航空货运在全球供应链中地位提升，以及公司对于航空物流产业链价值的持续挖掘，维持“买入”。

2H22 整体营收承压，综合物流解决方案业务逆势增长

公司 2022 年机队增长迅速，由 21 年末的 10 架增长至 22 年末的 15 架，使得公司 2H22 全货机货邮运输周转量同增 10.3%。不过 2H22 全球航空货运景气度开始高位下滑，TAC 浦东机场出港航空货运价格指数均值同比下降 27%，公司 2H22 航空速运营收 62.9 亿，同比下滑 10.7%。另外海外需求转弱对公司地面综合业务也造成影响，2H22 营收同降 10.0%至 12.6 亿。不过公司持续积极扩展综合物流解决方案业务，2H22 该业务营收 43.1 亿，同增 17.8%，最终公司 2H22 主业营收合计 118.6 亿，同比小幅下降 2.0%。全年来看，由于 1H22 行业的高景气，公司营收 234.70 亿，同比仍增长 5.6%。

航空速运业务拖累 2H22 毛利润同比下滑，全年净利润实现小幅上涨

在行业景气度下行中，2H22 公司毛利率同比下滑 5.5pct 至 24.2%，毛利润 28.7 亿，同降 20.0%，归母净利润 15.1 亿，同降 28.1%。其中航空速运业务所受影响明显，毛利润同降 27.5%至 18.7 亿，毛利率同降 6.9pct 至 29.7%；地面服务业务成本相对刚性，毛利率同降 8.7pct 至 17.7%；综合物流业务直客开发效果显著，服务粘性增强，毛利润同增 21.1%至 7.8 亿，毛利率同增 0.5pct 至 18.2%。全年来看，公司毛利润同增 5.4%至 65.0 亿。不过公司全年汇兑损失同比扩大 1.9 亿，最终公司 22 年录得归母净利润 36.4 亿，同比小幅增长 0.3%。

调整目标价至 22.10 元，维持“买入”评级

考虑 2023 年航空货运景气度仍将回落，我们预测 23-25 归母净利润为 29.68/30.41/32.43 亿（前值 41.41/43.22/-亿）。作为航空物流公司，我们参照市值相近的可比公司（中国外运、华贸物流、圆通速递），给予可比公司 2023 年估值均值 11.8xPE（前值 12.9x2022E PE），对应目标价 22.10 元（前值 31.10 元）。疫后航空货运在全球供应链中地位提升，我们看好公司实现转型升级，打造全球物流服务提供商，维持“买入”评级。

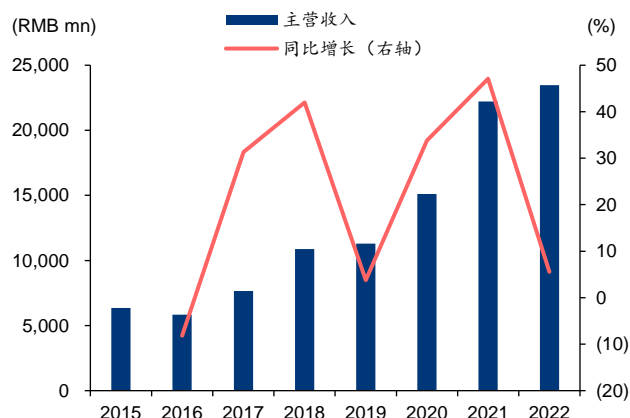
风险提示：空运运价快速下降，油价上涨，全球经济低迷。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	22,227	23,470	23,405	23,872	24,387
+/-%	47.09	5.59	(0.28)	1.99	2.16
归属母公司净利润(人民币百万)	3,627	3,637	2,968	3,041	3,243
+/-%	53.12	0.27	(18.39)	2.47	6.62
EPS(人民币，最新摊薄)	2.28	2.29	1.87	1.92	2.04
ROE(%)	35.56	29.22	19.86	17.65	16.46
PE(倍)	6.78	6.76	8.29	8.09	7.58
PB(倍)	2.24	1.82	1.54	1.36	1.20
EV EBITDA(倍)	2.55	2.82	2.87	2.68	2.36

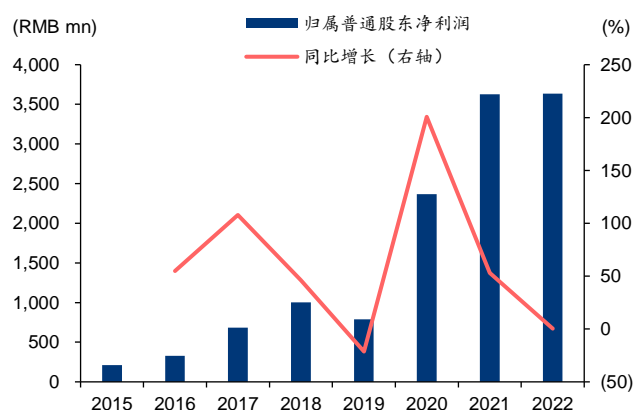
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 东航物流营业收入及其增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 东航物流归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 盈利预测假设汇总

		2023E	2024E	说明
全货机 AFTK (亿吨公里)	原预测	49	57	根据最新公司运营情况, 调低 AFTK.
	新预测	48	54	
	(+/-%)	(2.7)	(5.9)	
全货机收益水平 (元/吨公里)	原预测	2.33	2.17	航空物流景气度下行, 调低收益水平
	新预测	2.01	1.85	
	(+/-%)	(13.8)	(14.7)	
航空速运收入 (人民币 百万)	原预测	12,917	13,030	
	新预测	12,336	12,040	
	(+/-%)	(4.5)	(7.6)	
地面综合服务收入 (人民币 百万)	原预测	3,291	3,594	海外需求下滑影响相关业务量, 调低此项收入
	新预测	3,131	3,452	
	(+/-%)	(4.9)	(3.9)	
综合物流解决方案收入 (人民币 百万)	原预测	7,903	8,127	
	新预测	7,922	8,362	
	(+/-%)	0.2	2.9	
主营业务收入 (人民币 百万)	原预测	24,130	24,771	
	新预测	23,405	23,872	
	(+/-%)	(3.0)	(3.6)	
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	17,225	17,572	考虑油价等成本压力, 调高营业成本
	新预测	18,164	18,538	
	(+/-%)	5.5	5.5	
净利润 (人民币 百万)	原预测	4,141	4,322	
	新预测	2,968	3,041	
	(+/-%)	(28.3)	(29.6)	
每股盈利 (人民币)	原预测	2.61	2.72	
	新预测	1.87	1.92	
	(+/-%)	(28.3)	(29.6)	

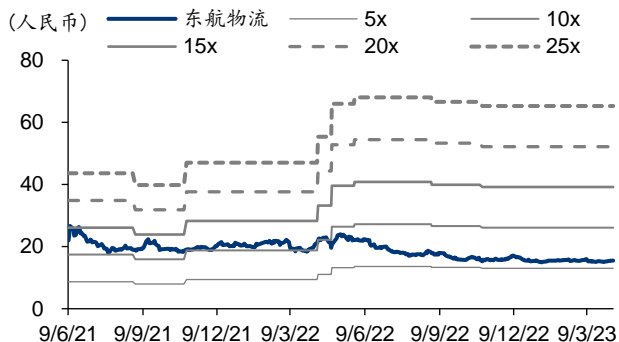
资料来源: 华泰研究预测

图表4: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	4月10日 收盘价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
中国外运	601598 CH	4.36	0.53	0.55	0.52	0.57	8.2	7.9	8.4	7.7
华贸物流	603128 CH	9.50	0.64	0.68	0.76	0.92	14.8	14.0	12.5	10.3
圆通速递	600233 CH	19.07	0.67	1.14	1.32	1.57	28.5	16.7	14.4	12.1
平均							17.2	12.9	11.8	10.1
东航物流	601156 CH	15.49	1.66	2.28	1.87	1.92	6.8	6.4	8.3	8.1

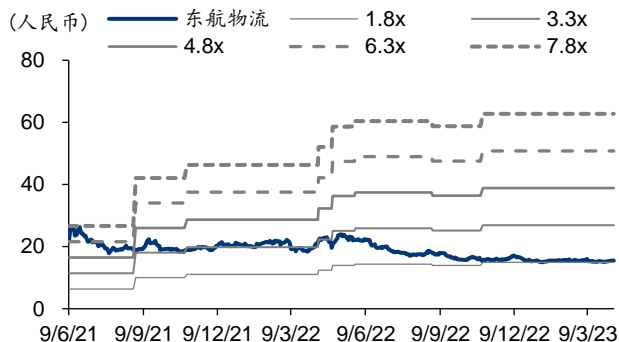
注: 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期, 圆通速递 2022 年已发业绩快报
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 东航物流 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 东航物流 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,005	11,924	12,036	13,441	15,261
现金	9,523	9,533	8,819	9,923	11,424
应收账款	2,220	1,982	2,809	3,103	3,414
其他应收账款	131.74	155.00	154.57	157.65	161.05
预付账款	76.85	188.59	188.07	191.82	195.96
存货	39.25	37.09	37.09	37.09	37.09
其他流动资产	14.59	28.75	28.75	28.75	28.75
非流动资产	6,031	14,144	14,709	16,050	17,171
长期投资	0.00	0.00	34.73	69.45	104.18
固定投资	3,280	3,605	4,137	5,443	6,529
无形资产	331.26	323.28	323.28	323.28	323.28
其他非流动资产	2,421	10,216	10,215	10,215	10,215
资产总计	18,037	26,068	26,745	29,492	32,433
流动负债	4,466	5,783	3,518	3,566	3,594
短期借款	60.49	557.89	557.89	557.89	557.89
应付账款	1,216	1,078	1,155	1,179	1,192
其他流动负债	3,190	4,147	1,805	1,830	1,844
非流动负债	1,724	5,600	5,596	5,596	5,596
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,724	5,600	5,596	5,596	5,596
负债合计	6,190	11,383	9,114	9,162	9,189
少数股东权益	866.73	1,162	1,696	2,243	2,826
股本	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
资本公积	3,663	3,663	3,663	3,663	3,663
留存公积	5,837	8,378	10,830	13,342	16,020
归属母公司股东权益	10,980	13,523	15,936	18,087	20,417
负债和股东权益	18,037	26,068	26,745	29,492	32,433

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	5,878	5,422	4,365	5,015	5,405
净利润	4,213	4,291	3,502	3,589	3,826
折旧摊销	1,091	1,100	1,528	1,712	1,932
财务费用	48.29	252.41	41.29	4.25	(24.76)
投资损失	(10.81)	(34.73)	(34.73)	(34.73)	(34.73)
营运资金变动	230.16	(199.81)	(674.70)	(257.35)	(295.28)
其他经营现金	307.17	12.78	2.26	2.31	2.35
投资活动现金	(361.75)	(1,251)	(2,058)	(3,016)	(3,016)
资本支出	(390.51)	(1,286)	(945.09)	(1,728)	(1,521)
长期投资	0.00	0.00	(34.73)	(34.73)	(34.73)
其他投资现金	28.76	35.47	(1,078)	(1,253)	(1,460)
筹资活动现金	1,583	(4,144)	(3,021)	(894.68)	(887.65)
短期借款	60.49	497.40	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	158.76	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,247	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(883.03)	(4,641)	(3,021)	(894.68)	(887.65)
现金净增加额	7,048	71.84	(714.34)	1,104	1,501

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,227	23,470	23,405	23,872	24,387
营业成本	16,050	16,964	18,164	18,538	18,749
营业税金及附加	47.83	80.09	79.87	81.46	83.22
营业费用	259.64	244.21	243.53	248.39	253.75
管理费用	386.65	410.88	409.74	417.91	426.92
财务费用	48.29	252.41	41.29	4.25	(24.76)
资产减值损失	(0.70)	(0.41)	(0.41)	(0.42)	(0.43)
公允价值变动收益	(1.40)	0.97	0.97	0.99	1.01
投资净收益	10.81	34.73	34.73	34.73	34.73
营业利润	5,650	5,721	4,669	4,784	5,101
营业外收入	2.69	1.50	1.65	1.81	2.00
营业外支出	1.27	0.35	0.38	0.42	0.46
利润总额	5,652	5,722	4,670	4,785	5,102
所得税	1,439	1,431	1,168	1,197	1,276
净利润	4,213	4,291	3,502	3,589	3,826
少数股东损益	585.69	654.28	533.97	547.16	583.36
归属母公司净利润	3,627	3,637	2,968	3,041	3,243
EBITDA	6,780	6,870	6,332	6,572	7,082
EPS (人民币, 基本)	2.40	2.29	1.87	1.92	2.04

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	47.09	5.59	(0.28)	1.99	2.16
营业利润	55.43	1.25	(18.39)	2.47	6.62
归属母公司净利润	53.12	0.27	(18.39)	2.47	6.62
获利能力 (%)					
毛利率	27.79	27.72	22.39	22.35	23.12
净利率	18.95	18.28	14.96	15.03	15.69
ROE	35.56	29.22	19.86	17.65	16.46
ROIC	154.60	64.79	49.03	43.61	42.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.32	43.67	34.08	31.07	28.33
净负债比率 (%)	(68.70)	(43.48)	(45.92)	(45.25)	(46.04)
流动比率	2.69	2.06	3.42	3.77	4.25
速动比率	2.66	2.02	3.35	3.70	4.17
营运能力					
总资产周转率	1.64	1.06	0.89	0.85	0.79
应收账款周转率	11.27	11.17	9.77	8.08	7.48
应付账款周转率	13.06	14.79	16.27	15.89	15.82
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.28	2.29	1.87	1.92	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	3.70	3.42	2.75	3.16	3.40
每股净资产(最新摊薄)	6.92	8.52	10.04	11.39	12.86
估值比率					
PE (倍)	6.78	6.76	8.29	8.09	7.58
PB (倍)	2.24	1.82	1.54	1.36	1.20
EV EBITDA (倍)	2.55	2.82	2.87	2.68	2.36

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 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: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司