

外运发展 (600270.SH) 航空运输行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 26.89 元
目标价格 (人民币): 38.00-40.00 元

跨境电商供应链整合者, 快递价值需要重估

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	905.48
总市值(百万元)	24,348.40
年内股价最高最低(元)	38.90/16.00
沪深 300 指数	3685.44
上证指数	3516.19



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.752	0.682	1.050	1.229	1.538
每股净资产(元)	6.15	7.21	7.61	8.84	10.38
每股经营性现金流(元)	0.04	0.04	-0.14	-0.00	-0.01
市盈率(倍)	13.55	23.98	26.66	22.76	18.19
行业优化市盈率(倍)	30.32	56.53	74.89	74.89	74.89
净利润增长率(%)	20.03%	-9.31%	53.92%	17.13%	25.13%
净资产收益率(%)	12.23%	9.46%	13.79%	13.91%	14.82%
总股本(百万股)	905.48	905.48	905.48	905.48	905.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **预计 2015 年主营收入同增 14.5%，净利润同增 53.9%：**公司 2015 年前三季度主营业务收入 31.06 亿元，增长 2.65%；归母净利润 7.05 亿元，增长 78.55%。公司主营业务持续稳健发展，预计 2015/2016/2017 实现主营收入同比增长 14.5%/16.8%/22.0%，净利润同比增长 53.9%/17.1%/25.1%。
- **中外运敦豪在中欧快递市场占据 60% 垄断份额，构筑强大竞争壁垒：**外运发展前三季度实现投资收益 6.6 亿元，同比增长 29%。公司净利主要来自中外运敦豪投资收益。今年由于欧元升值导致中外运敦豪（持股 50%）盈利增速较上半年 33% 增速略有放缓，主要原因是三季度欧元的小幅上涨侵蚀了外运敦豪的投资收益。中外运敦豪在中欧国际快递市场上占据 60% 的垄断市场份额，将为公司贡献 9.5 亿元左右的净利润，竞争优势非常明显。
- **强势进军跨境电商物流，将成为跨境电商首选合作伙伴：**2015 年阳光海淘规模已超过 3000 亿美元，未来 3 年将保持 40% 的复合增速。公司成立中外运电子商务公司，引入战略投资者，进军跨境电商物流。与网易、苏宁、敦煌网等大型平台合作，业务量增速达到 60%。并以其完善的物流网络和综合成本优势，成为跨境电商企业的首选合作伙伴。
- **集团筹划战略重组，公司充分受益于国企改革：**公司 11 月公告称，实际控制人正在筹划中外运长航的战略重组事宜。该集团层面整合并不会导致上市公司的资产整合，但市场普遍低估其战略协同前景。此外，公司将充分受益于国企合并等改革措施，提高企业竞争力。在强化经营决策能力、整合物流资源、优化激励机制等多因素推动下，未来盈利能力有望超出市场预期。

投资建议

- 考虑到公司将双向受益 B2C 跨境电商物流，海淘阳光化的提速趋势也有利于公司业务拓展和利润增加，业绩将较快增长，予以推荐。

估值

- 公司 2015/2016/2017 年 EPS 预测 1.05/1.23/1.54 元，当前股价对应 PE 为 26/22/18 倍。公司 2016 年业绩与申通快递相当，申通快递借壳上市将激发对公司国际快递业务价值重估，跨境电商物流将成新的增长点，给予“买入”评级，目标价 38 元。

风险

- 跨境电商业务转型难度高，油价大幅波动。

戴亚雄 联系人
(8621)61038274
daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司概况：“天地合一”的整合物流供应商	4
公司介绍及股权结构	4
2015 年主营收入预计增长 14.5%，毛利率保持稳定	4
改革推出货代 O2O，着力打造一体化物流平台	6
二、中外运敦豪投资收益稳定增长，预计贡献利润 9.5 亿元	7
国际物流逐鹿中原——投资标的中外运敦豪优势明显	7
预计贡献投资收益 9.5 亿元	9
三、跨境电商年成交额高增长，公司跨境电商物流业务受益	10
跨境电商市场规模预计增长 30%	10
专注于跨境电商物流——公司具有天然优势	11
打造跨境电商综合物流平台，引领物流的电商化	12
携手敦煌网，共谋跨境 O2O 升级	13
结盟苏宁云商，布局跨境商品直采	14
联合网易推“考拉海购”，打通供应链综合物流脉络	14
与国内外厂商合作，建立“菜鸟网络”模式	14
四、快递企业上市潮催化价值重估，国企改革激发盈利空间	15
并购整合是快递发展的必经之路	15
国内快递企业掀起上市潮	15
申通借壳上市，引发估值参考体系转换	16
国企改革有望全面激发公司盈利空间	16

图表目录

图表 1：公司股权结构示意图（截至 2015 年三季度）	4
图表 2：主营业务收入及成本构成	5
图表 3：公司主营业务收入（亿元）、同比增长率（%）及预测	5
图表 4：公司净利润（亿元）、同比增长率（%）及预测	5
图表 5：公司近三年毛利率（%）及预测	6
图表 6：中外运空运电商化——货代行业 O2O 模型	6
图表 7：外运发展业务布局示意图	7
图表 8：中外运敦豪年度收入、同比增长率	7
图表 9：DHL 并购扩张历程	8
图表 10：中外运敦豪多样化产品结构	8
图表 11：中外运敦豪业务布局示意图	9
图表 12：中外运敦豪投资收益预测（亿元）	10
图表 13：中外运敦豪贡献投资收益（亿元）及预测	10
图表 14：跨境电商交易规模及未来三年预期增长（万亿元）	11
图表 15：我国跨境电商增长	11

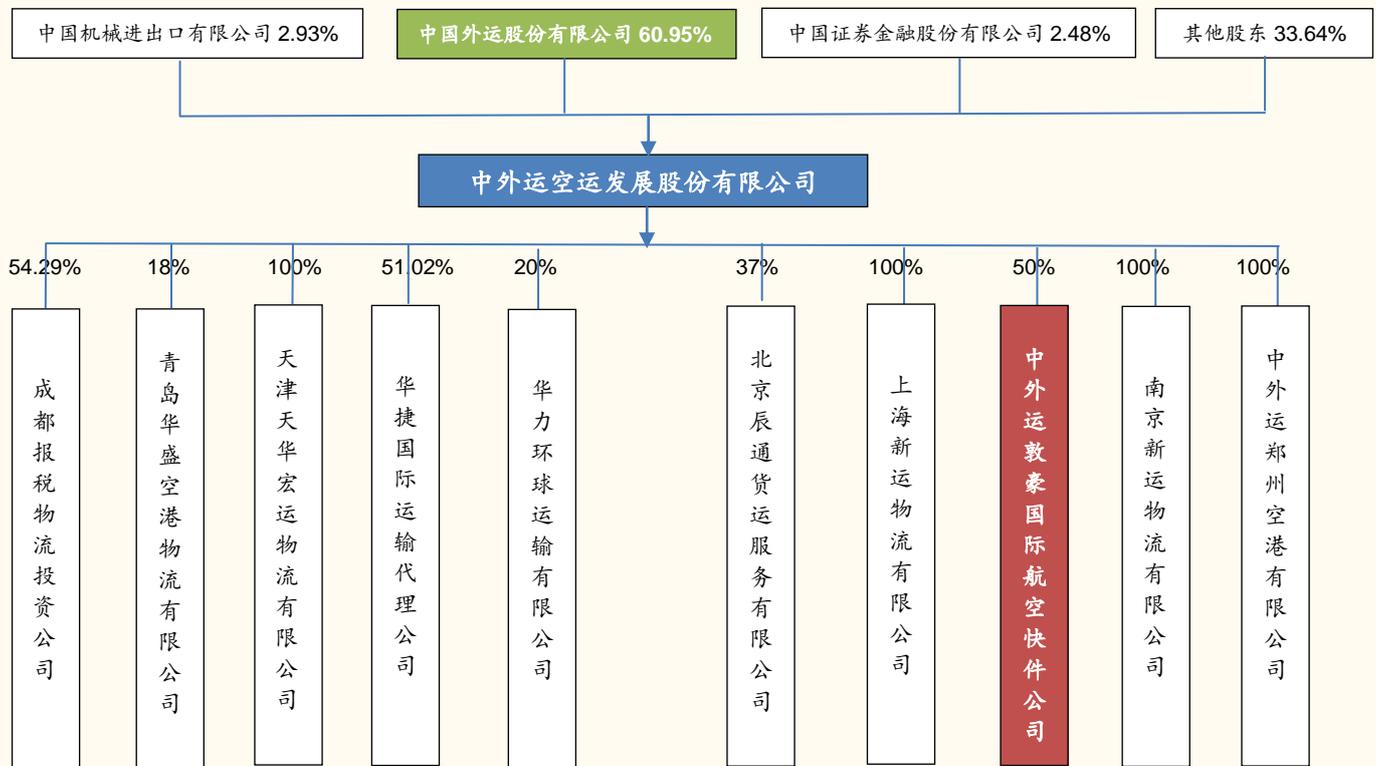
图表 16: 中外运空运电商化——专注于客户的价值实现.....	12
图表 17: 外运发展促进电子货运落地中国.....	13
图表 18: 核心数据平台打通所有环节.....	13
图表 19: 外运发展电子对账到供应链金融.....	14
图表 20: 供应链可视化技术流程.....	15
图表 21: 申通快递借壳上市示意图.....	16
图表 22: 国际与国内的快递领先企业的产品服务比较.....	17

一、公司概况：“天地合一”的整合物流供应商

公司介绍及股权结构

- 公司成立于 1999 年 10 月 11 日，核心业务包括航空货运代理和速递业务。公司在全国拥有四大区域，拥有近百家子公司、分公司，并拓展了 300 余物流网点，运营网络辐射全国。凭借完善的国内服务网络，公司与众多国际物流巨头达成战略合作，服务范围已覆盖全球 200 余国家和地区。近年来，公司逐步发展成“天地合一”的整合物流供应商，通过与国内外行业领先客户的长期合作，积累了丰富的服务经验，取得了广泛的客户认同。
- 截至 2015 年 12 月 9 日，公司总股本 9.05 亿（均为流通 A 股）。公司董事长为张建卫先生，中国外运股份有限公司为第一大股东，持股比例为 60.95%，中国机械进出口（集团）有限公司和中国证券金融股份有限公司为第二、三大股东，持股比例分别为 2.93% 和 2.48%。

图表 1：公司股权结构示意图（截至 2015 年三季度）



来源：公司公告、国金证券研究所

2015 年主营收入预计增长 14.5%，毛利率保持稳定

- **国际航空货运代理服务收入占比达到 74%：**按照产品及行业，公司主营业务可分为三类：国际航空货运代理服务、快件服务和国内货运及物流服务。2014 年国际航空货运代理服务收入占比达到 74%，是主要的收入来源；国内货运及物流服务是公司第二大收入来源，占比约 25%。相应的运费占据公司总成本的 93%，是主要的成本构成项目。

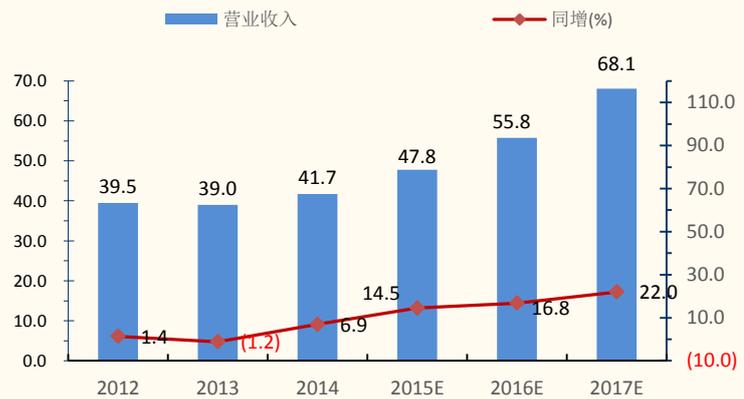
图表 2: 主营业务收入及成本构成



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **预计 2015 年主营收入同增 15%，净利润同增 54%：**公司核心业务是航空货运代理速递业务。截至 2015 年三季度，公司营收 31.06 亿元，同比增长 3%；实现归属于母公司所有者的净利润 7.06 亿元，同增 78.93%；公司国际航空货运代理服务及国内货运物流业务发展态势良好，且受益于跨境电商市场的快速发展，预计未来营业收入和利润将保持较快增长。

图表 3: 公司主营业务收入 (亿元)、同比增长率 (%) 及预测



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 4: 公司净利润 (亿元)、同比增长率 (%) 及预测



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **预计毛利率保持稳定：**2012/2013/2014 年公司主营业务实现销售毛利率 9.3%/9.6%/9.5%。公司经营稳健，受益于海淘阳光化及央企重组改革的推进，成本或许会有所降低，总体上看，毛利率将保持稳定水平。

图表 5：公司近三年毛利率（%）及预测

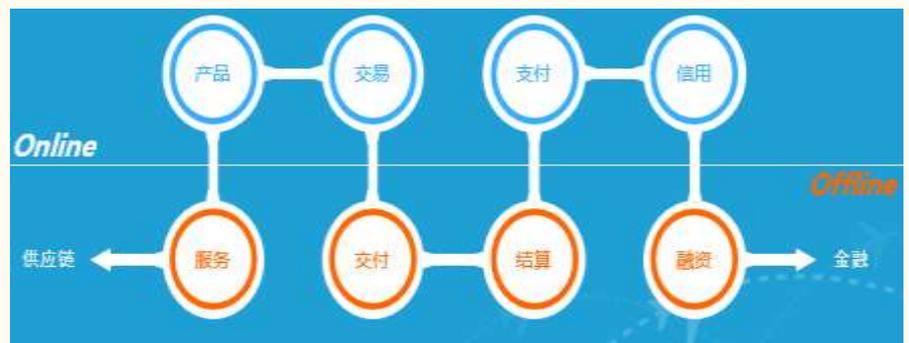


来源：公司公告、国金证券研究所

改革推出货代 O2O，着力打造一体化物流平台

- **改革推出货代 O2O：**公司推出的货代服务由线下向线上转移，是一种战略模式的尝试，也符合服务业 O2O 的发展趋势，是公司寻求传统业务模式突破，提升业务盈利能力的一个经营亮点；同时公司持续推进地面物流网点的建设，将对公司实现“天地合一”规划大有裨益。航空货代服务产品在线上交易，客户体验服务在线下各地面网点完成，作为货运市场资源最全面的货代企业，公司有能力和将货代 O2O 模式作为持续盈利点，进而改变行业的经营模式。

图表 6：中外运空运电商化——货代行业 O2O 模型

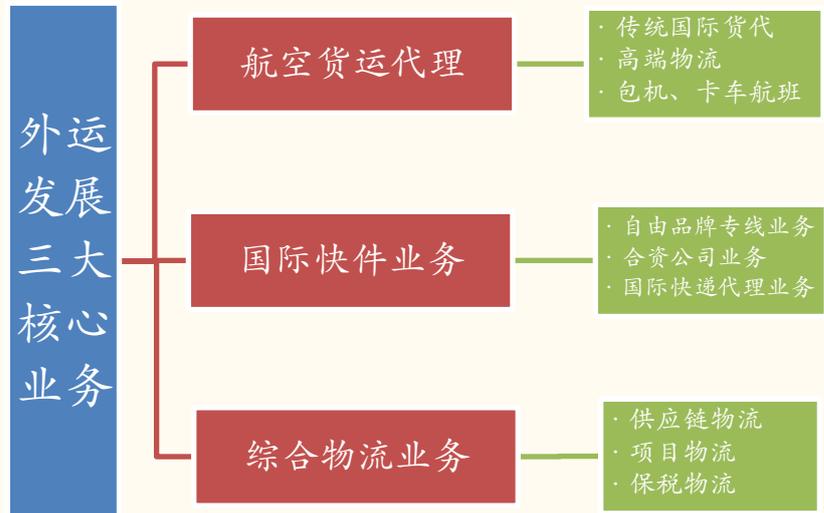


来源：公司资料、国金证券研究所

- **打造集团物流业务一体化平台：**按照集团《物流业务整合细化实施方案》要求，公司将不断推进物流资源整合工作。首先，将集团具备上市条件的物流业务子公司转让全部股权；其次，将集团不具备上市条件的物流企业委托给中外运管理，形成了物流业务一体化运作平台；第三，着手制订物流板块资源整合方案，推动内部资源深度融合，打造全网运营能力。
- **合同物流服务专业化，快递专线国际化：**通过多年经验累积，公司集货运（海、陆、空）、仓储码头服务、快递及货运代理服务为一体，为客户提供一体化综合物流服务。其中**合同物流**是其特色，通过整合公司内外物流资源和针对性服务方案，向客户提供专业化的合同物流服务，包括仓储、物流方案设计、库内增值服务、国际贸易采购、干线运输、同城配送、非贸易物资运输等。此外，按照集团规划，公司围绕航空服务业专注发展国际

化的快递专线，自上世纪八十年代起，公司先后与国际快件企业（DHL、UPS、TNT、FedEx 等）展开合作，自有国际快件品牌——中外运速递，国际快件业务覆盖全球 200 余国家和地区，其经济快递出口的操作口岸通达北京、郑州、成都、西安等主要城市，辐射日、韩、台、中东、欧美等主要国家和地区。

图表 7：外运发展业务布局示意图



来源：公司公告、国金证券研究部

二、中外运敦豪投资收益稳定增长，预计贡献利润 9.5 亿元

国际物流逐鹿中原——投资标的中外运敦豪优势明显

- **股权投资标的——中外运敦豪：**公司参股 50%的中外运敦豪国际航空快件有限公司成立于 1986 年，是 DHL 全球服务网络的重要组成部分，DHL 业务遍布全球 220 的国家和地区，是全球国际化程度最高的公司。全球员工人数超过 325,000 人，几乎能够为各种物流需求提供完美的解决方案。在中国中外运敦豪共设立分公司 73 家、速递中心 88 个，是中国国际航空快递的龙头企业，在我国市场占有率高达 37%。

图表 8：中外运敦豪年度收入、同比增长率



来源：公司公告、国金证券研究部

- **中外运敦豪强大背景—国际物流巨头 DHL：**敦豪公司（下称 DHL）1969 年创立于美国旧金山，目前德国邮政集团持股 100%，总部设在比利时的布鲁塞尔。DHL 是全球顶尖的邮政和物流公司，在全球航空速递市场占有超过 40% 的市场份额。1969 年，开设第一条从旧金山到檀香山的速递运输航线。2002 年开始，德国邮政控制了其全部股权并把旗下的敦豪航空货运公司、丹沙公司（Danzas）以及欧洲快运公司整合为新的敦豪航空货运公司。2003 年，收购了美国的空运特快公司（Airborne Express）。2005 年，收购了英国的英运公司（Exel plc）。德国邮政集团与 DHL 集团合二为一。至此 DHL 奠定了难以撼动的巨头地位。依托于 DHL，中外运敦豪具有领先的物流和邮政技术支持，有助于保持其在中国的市场占有率优势。

图表 9：DHL 并购扩张历程

	收购原因和目的	收购效果
欧洲扩张 1997 ■ 在 97 至 99 两年间，收购了 10 家欧洲各国的快递企业	■ 1997 年，DHL 在完成体制改革后，德国业务成功扭亏为盈。集团开始谋划全球化战略。作为第一步，通过收购欧洲各国快递企业，建立跨欧洲的快递网络，创立 Euro Express 的统一品牌	■ 在欧洲的市场份额迅速增加，从 96 年的 10% 上升至 02 年的 16%，远超其他竞争对手 ■ 快递收入在 97-00 三年间实现 22% 的增长率
1998 ■ 收购 Global Mail (USA)，美国最大的私营邮政企业	■ 稳固欧洲快递网络的同时，开始拓展欧洲以外的市场	■ 国际化道路上的重要里程碑，同时拓展邮政业务的覆盖面
业务延伸 1999 ■ 收购 Danzas，瑞士领先的物流企业 ■ 收购 Air Express International (AEI)，美国最大的航空货代	■ 在网络扩张的同时，DHL 开始从邮政和快递向其他物流服务延伸 ■ 在 Danzas 的基础上组建新的物流事业部 ■ 利用 Danzas 和 AEI 的多次联运网络，提供仓储、报关和配送等一系列高附加值服务	■ 新建的物流事业部收入达 42 亿欧元 ■ DHL 形成了邮政、速递、物流和金融服务业四大事业部，逐步打造成物流服务整合者
全球扩张 2003 ■ 收购 Airborne Express，美国第三大包裹速递商 ■ 收购中外运敦豪，DHL 和中外运在中国的合资企业 5% 的股份，成为其最大战略投资者	■ 进一步拓展全球网络 ■ 透过收购 Airborne Express，增加在美国市场的竞争力，以对抗 LIPS 和 Fedex 在美国市场的主导地位 ■ 将中国定位于最重要的市场，以进一步提升在亚洲和新兴市场的占有率	
业务综合 2005 以 55 亿欧元收购英国物流公司 EXCEL	■ 作为 DHL 有史以来最大的收购，EXCEL 的全球物流网络和在英国和美洲市场的主导地位，对 DHL 现有物流业务是重要补充 ■ 力图增强物流事业部的能力，使其与邮政和速递并驾齐驱，以减少对德国本土业务的依赖	■ DHL 一跃成为货代和合同物流服务的领导者 ■ 收购完成后，DHL 2006 年货代收入增长 62%，供应链部门收入增加了 18%
2006 ■ 收购了 Williams Lea 的大部分股份，这是一家提供文档管理以及信件服务的外包公司	■ Williams Lea 专注于文件和信件的增值服务，如打印、文件管理、邮件收发服务和直邮等 ■ 这对 DHL 邮政事业部是一个重要补充，使其邮政服务更为全面	■ Williams Lea 使得 DHL 迅速跃升为服务外包的市场领导者
电子商务 2010 ■ 收购了两家在线营销公司 Nugg Ad 和 Ad.Cloud	■ Nugg 拥有欧洲最大的精准营销平台，利用其平台和技术 DHL 可以增强在线营销的能力 ■ 在收购 Nugg 之后，DHL 收购 Ad.Cloud，专注于在线营销的收益分析，以扩展其在线营销领域的服务品种	■ 支持 DHL 2015 战略——迎合电子商务需求、增强数字化用户体验 ■ 重振邮政事业部，将在线营销和传统线下直邮相结合，提供一站式的直销解决方案

来源：麦肯锡，国金证券研究所

- **中外运敦豪产品丰富，竞争力多点开花：**中外运敦豪的产品主要分为：国际、国内、当日、限时、限日。随着中国与亚太和欧洲市场日益密切的贸易交流，形式单一的产品远远不能满足市场需求。中外运敦豪的业务结构主要分为国际快递与国内快递，而其收入主要来源于国际快递。

图表 10：中外运敦豪多样化产品结构

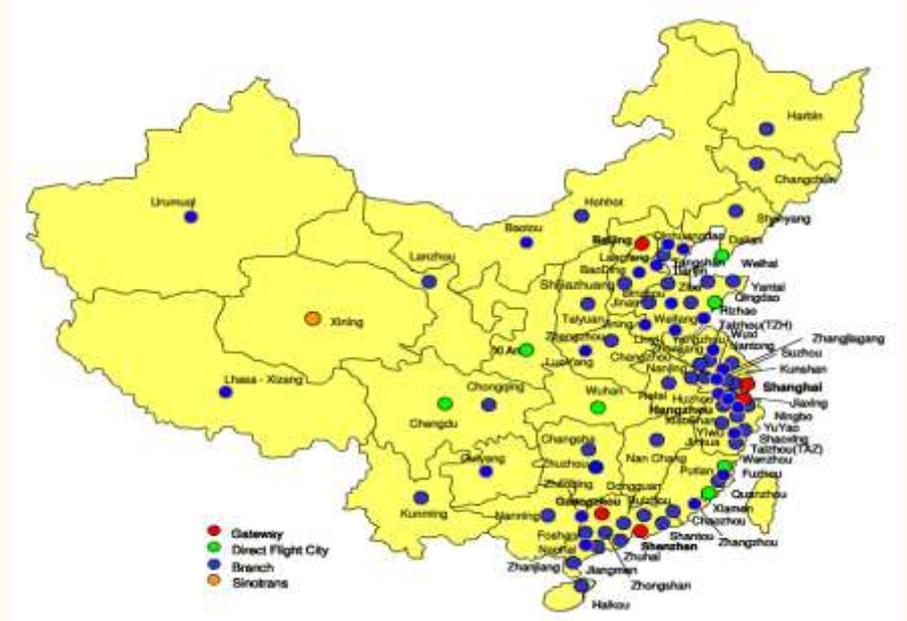
	当日	限时	限日	其他
		朝九特派		
出口	中国暂无	十点半特派 正午特派 环球快递 易速箱	超值重货	中国暂无

		子母运单快递		
	增值服务			全球贸易服务
进口		进口正午特派		
		进口到付		进口超值重货
		机场到门快递		
	增值服务			全球贸易服务
国内	中国暂无	国内包裹快递	国内重货快递	中国暂无

来源：公司资料、国金证券研究部

- **中外运敦豪竞争优势明显：**自 1986 年 DHL 成立与中外运盒子公司后，至今已发展成为拥有专业化天地网络、一流的航空货运机队、多层次快递产品、一体化的地面卡车航班的国际龙头，并在中欧国际市场上拥有垄断议价权。经过在中国近 30 年的经验及与海关系统的电子数据交换系统，公司已经成功搭建了中国专用及与国际接轨的空运、海运网络。

图表 11：中外运敦豪业务布局示意图



来源：公司资料、国金证券研究部

预计贡献投资收益 9.5 亿元

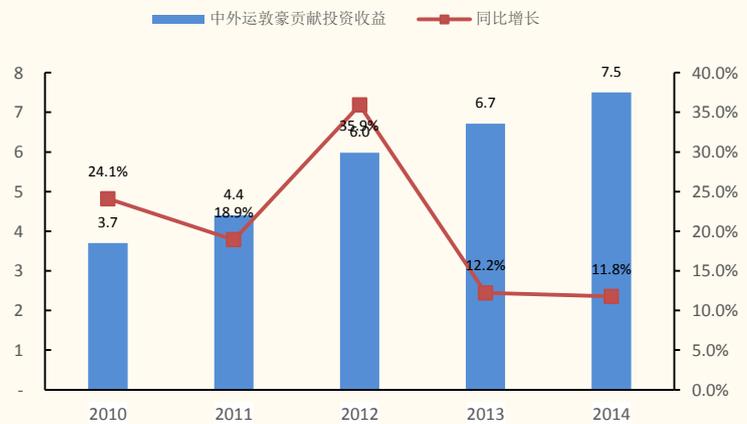
- **预计贡献投资收益 9.5 亿元：**尽管 2015 年三季度欧元的小幅上涨侵蚀了外运敦豪的投资收益（中欧快递市场占据 60%左右市场份额,中外运敦豪约有 40%成本以欧元计量），但考虑到中外运敦豪进入壁垒高，利润率高，净资产收益率高，行业中无出其右者，且由于运价上调、运量增长等因素，预计未来三年中外运敦豪的盈利水平仍会持续上升，为中外运发展带来的投资收益也将保持稳定增长，预计 2015/2016/2017 年度贡献投资收益 9.5/11.2/13.8 亿元。

图表 12: 中外运敦豪投资收益预测 (亿元)

	2013A	2014A	2015E	2016E
国际快件收入	270	365	455	580
同增	31.7%	35.2%	24.7%	27.5%
中外运敦豪占比	32.4%	30.5%	30.5%	30.2%
中外运敦豪收入	87	111	139	164
同增	12%	28%	25%	18%
中外运敦豪利润	13.4	15	19	22.4
同增	12%	12%	27%	18%
股权投资比例	50%	50%	50%	50%
投资收益	6.7	7.5	9.5	11.2

来源: 公司公告、国金证券研究部

图表 13: 中外运敦豪贡献投资收益 (亿元) 及预测



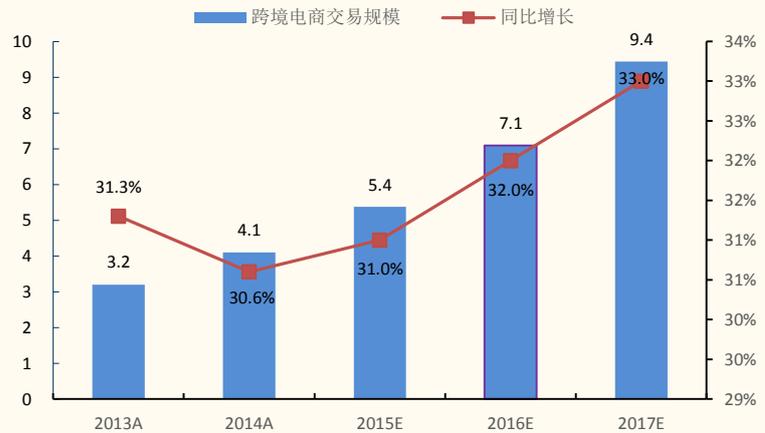
来源: 公司公告、国金证券研究部

三、跨境电商年成交额高增长, 公司跨境电商物流业务受益

跨境电商市场规模预计增长 30%

- 跨境电商市场简介:** 跨境电商可分为 B2B、B2C 两个细分市场。其中 B2B 指分属不同关境的交易主体通过电子商务手段将传统进出口贸易环节电子化, 并通过跨境物流将货物送达境外商户, 从而完成交易; B2C 指的是在分属于不同关境的交易主体中, B 端商家借助计算机网络达成交易、并采用行邮的方式通过跨境物流将商品送达个人消费者手中的交易过程。跨境电商具备交易环节少、商品信息传输速度快等优势, 近年来在我国及国际进出口环节中已经成为主流成交方式。
- 跨境电商成交额增速近 30%:** 2014 年成交总额接近 4 万亿元, 占我国进出口额的比重已接近 15%, 增速维持在近 30%。预计未来三年跨境电商成交额会达到 5.4/7.1/9.4 万亿元。

图表 14: 跨境电商交易规模及未来三年预期增长 (万亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 15: 我国跨境电商增长



来源: 中国海关、国金证券研究所

专注于跨境电商物流——公司具有天然优势

- **阳光化的海淘渠道:** 公司自 2013 年成立中外运电子商务公司, 进入战略投资者投资 5000 万, 积极切入跨境电商物流, 目前与网易、苏宁、敦煌网合作, 推进跨境电商物流。2015 年国内消费者海淘消费规模比例增长至 35%, 中国跨境电商大部分的交易由华南口岸出口。目前中国仍有较多线上海淘走灰色通道, 未来国家海关总署将加大打击走私执法力度。阳光化的海淘渠道要呼之欲出, 走海关渠道是大势所趋。
- **基于强大资源优势, 进军跨境海淘电商物流:** 预计 2015 年线上购买海外消费品的交易额超过四万亿元, 进口包裹的数量约为 3 亿个, 未来几年仍将以近一倍的增幅增长。跨境电子商务市场空间巨大, 但由于跨境物流的短板而无法满足不同客户需求的问题普遍存在。公司在中国所有的口岸和重点城市, 都有自己的运输网络; 在海外一百多个国家, 也有运输网络, 有全球的运力资源; 公司的电子货运已经建立基于国际 74 航空公司和 30 个海关数据交换平台, 逐步打破海关监管信息壁垒, 与航空公司、货栈信息对

接。基于强大的资源优势，公司进军跨境电商物流的战略未来有望大幅提升业绩。

打造跨境电商综合物流平台，引领物流的电商化

- 全力打造跨境电商综合物流平台，引领物流的电商化：**中外运电子商务平台成立于 2011 年，是一群以“创新+简单+卓越”为价值观的互联网团队，拥有航空货运行业背景及互联网技术能力的复合型团队，与跨境航空货运的政府相关部门长期保持良好的合作关系。随着互联网的“造山运动”，电子商务的模式趋于成熟并被广泛接受，物流行业面临着供应链上下游的双向挤压，世界多极化、贸易碎片化和需求差异化呼唤着物流的电商化。**中外运空运**是货运市场资源最为全面的货代企业，拥有行业最先进的货代信息系统，其个性化贴身服务与产品化普遍服务帮助客户和企业进行价值实现，其 O2O 模式具有行业领先水平，继承并发展了空运 IT 的竞争优势。

图表 16：中外运空运电商化——专注于客户的价值实现



来源：公司资料、国金证券研究所

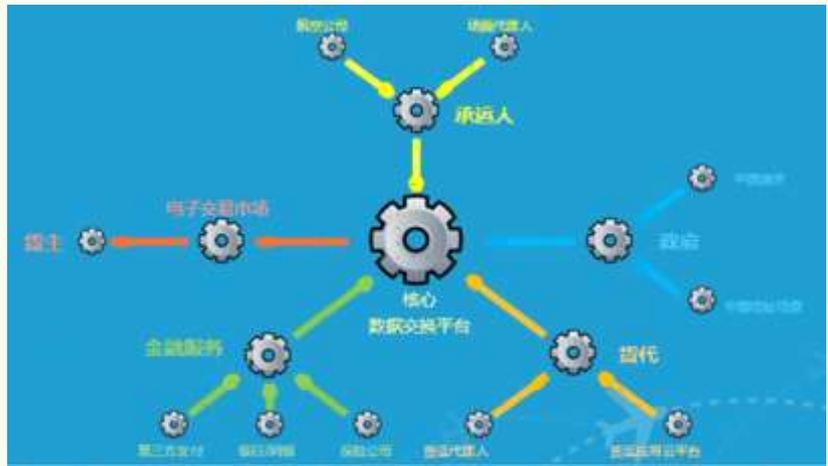
- 物流电商重塑客户价值，具备优势壁垒：**公司目前积极推进跨境电商物流整合，并积极与境外电商谈判合作。由于国内海淘族对日本奶粉、服装和电子产品的需求，公司海淘电商物流将首选日本为突破口。之后考虑进军美国市场，在美国成立自己的转运公司。公司利用自己的数据交换平台和线下资源优势基于海关的双向数据接口，打通跨境电商的物流链条，以正规方式将国外产品以货机大宗方式直运到我国。外运数据交换平台能够实现实时报送海关数据，并初步做到了供应链的可视化和信息化，使得通关效率大大提高（一般 7 天之内）。

图表 17: 外运发展促进电子货运落地中国



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 18: 核心数据平台打通所有环节



来源：公司资料、国金证券研究所

- **对接海外转运公司，每口岸预计贡献利润 6000 万：**公司积极进军跨境电商物流，并在最后一公里与申通等国内物流公司合作。公司的盈利主要来源于海淘产品操作费用（如通关、报关、仓储、装卸、拆单等），每公斤收 10 元费用。以广州口岸为例，目前海淘产品每天超过 5000 票单，公司平均每天捕获正规海淘产品 30 吨，平均每年贡献收入约 1.5 亿元，预计净利率约 40%，即广州口岸能够实现净利润贡献约 6000 万元。考虑到公司在广州、杭州、南京、天津、成都和西安均与海关有着全面合作，预计总利润贡献额约 3 亿元。

携手敦煌网，共谋跨境 O2O 升级

- **联手打造“跨境 O2O+一站式外贸服务”：**敦煌网是中国最早且规模最大的 B2B(企业对企业)跨境电子商务交易平台，在全球 230 多个国家和地区拥有 1000 万买家。利用线上的跨境电商平台、海外仓和海外展示中心，对接线上和线下的海外批发市场，实现线上线下融合互动，内外贸一体发展。目前，北美、欧洲、中东等地已建立了新型的 O2O 体系，从而打造“跨境 O2O+一站式外贸服务”体系。

- **跨境电商逆势上扬，出口成为公司新增长点：**外运发展可借力敦煌网，与“互联网+”深度融合，加速企业转型升级。升级版的跨境 O2O 还将通过线下体验店进入新兴市场，海外展示中心将承载退换货、售后等服务内容。此前必须通过一般贸易的大宗物件，今后将能够通过海外仓直接发货，实现全品类的跨境网上交易。在 2015 年以来中国外贸持续低迷的背景下，敦煌网将中国产品通过外运发展运往全世界，国内产品出口和跨境电商逆势上扬被视为新的增长点。

结盟苏宁云商，布局跨境商品直采

- **联手零售巨头，助推跨境电商物流体系成熟：**外运发展与零售巨头苏宁云商签署战略合作协议，在保税仓代运营、海外仓储租赁及代运营、境内外清(转)关、境外本地配送服务、国际(国内)运力资源获取及运输等跨境物流项目上展开战略合作。本次合作将使公司在产业链上游直采合作更加密切，通过苏宁云商延伸上游产业链，补全全球直采优势，缩短配送时间。

联合网易推“考拉海购”，打通供应链综合物流脉络

- **预计跨境物流量达 1.2 万吨，年复合增速超 50%：**网易推出自营跨境电子商务平台“考拉海购”，初期主打母婴用品、美妆个护、食品保健等热门品类，其中中国外运主要承担网易考拉海购“海淘链”中的跨境物流和仓储环节，由中国外运旗下 A 股上市公司外运发展全权负责具体操作。今年预计完成跨境物流及仓储 1.2 万吨，其中有 2.5 万吨电商产品全流程物流链均由外运发展负责，每公斤收费 60 元，未来 3 年年复合增速有望达到 50% 以上。网易考拉海购与中国外运的合作主要包括国际运输服务、国际货运代理服务、国内运输服务、全球仓储服务、全球保税仓储服务等五个方面。通过双方资源整合和管理创新，促进公司与网易在供应链综合物流业务方面的合作有效深入，本次合作将促使公司电子对账到供应链金融的融通，成为公司未来一体化发展战略的突破口和盈利增长的助推力。

与国内外厂商合作，建立“菜鸟网络”模式

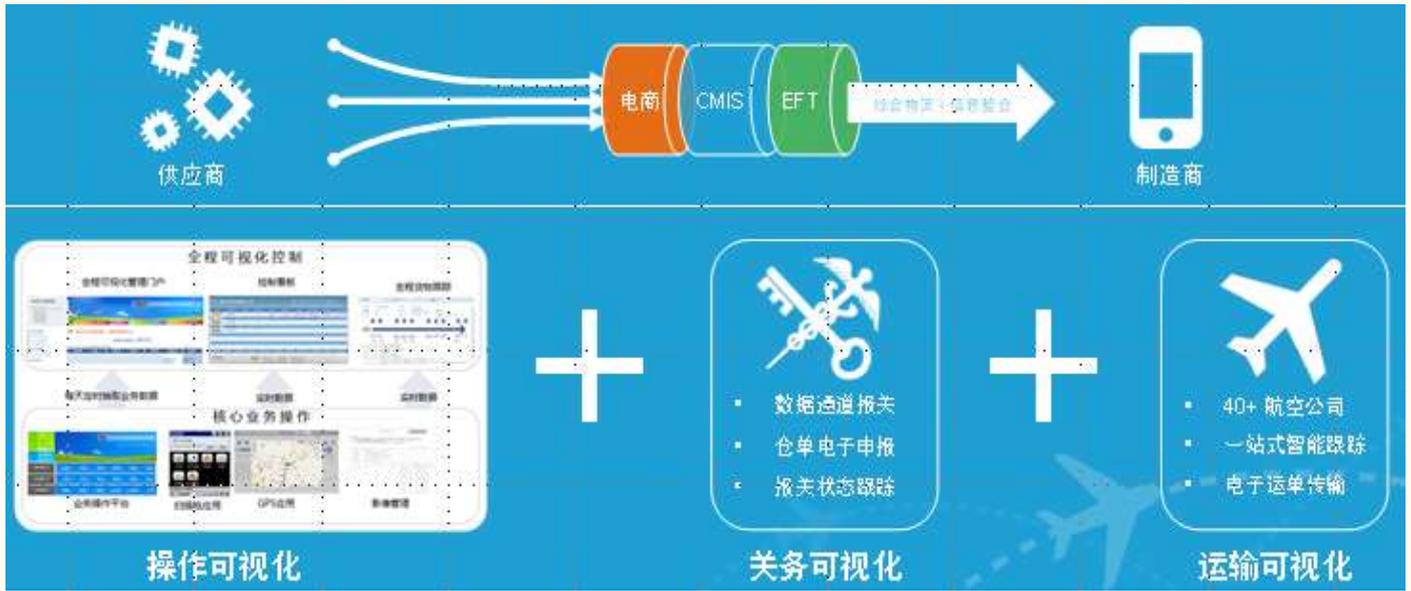
- **出口是主要赢利点，明年有望拓展美日市场：**外运发展引进菜鸟网络模式，与菜鸟网络联合推出“中外运-英邮经济小包”等国际物流业务。其合作主要赢利点仍在出口，每月电商运单达 60 万票，目前主要国际线为西班牙线和法国线，即将开通俄罗斯线。预计明年开通美国线和日本线。公司与菜鸟网络的合作正响应了“一带一路”的国家策略，减少了广大商家拓展海外市场时遇到的物流障碍，让优质的中国产品通过跨境电商平台走向国门。

图表 19：外运发展电子对账到供应链金融



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 20：供应链可视化技术流程



来源：公司资料，国金证券研究所

四、快递企业上市潮催化价值重估，国企改革激发盈利空间

并购整合是快递发展的必经之路

- **纵观国际快递巨头发展历史，并购整合是必须：**历史最悠久的国际快递公司是 UPS，20 世纪前，UPS 主要通过自身发展和合作经营进行稳健性的全球扩张。2005 年 UPS 收购了中外运的中国国内包裹的运输业务，自 2013 年开始，UPS 谋求收购 TNT，但由于对快递行业的竞争影响过大，欧盟否决了这次并购。另一家国际快递巨头 FedEx 成立之初立足于航空快递，不久之后开始全球扩张化战略，并通过不断并购，拓展国内快递业、延伸其他物流运输业务。进入 21 世纪后更是战略性扩张欧洲和新兴市场的快递业务。再如 DHL 公司，自进入 21 世纪便开始大举并购扩张，例如收购美国的空运特快公司和英国的英运公司。

国内快递企业掀起上市潮

- **快递行业竞争劲烈，上市融资成趋势：**国家邮政局资料显示，2014 年各快递公司按照业务量排名为：申通快递、圆通速递、中通快递、顺丰速运、韵达快递、邮政速递、百世汇通、京东快递、天天快递。2015 年 10 月 13 日，在圆通 2015 产业链协同发展交流大会上，据圆通速递董事长称，圆通 2015 年预计全年业务量将从 2014 年的 21 亿件上升到 33 亿件，圆通在快递市场占有率已达 21%。依此数据，圆通已经超越申通成为快递行业老大。快递行业竞争日趋激烈，企业在借助资本的力量角逐。近年来快递企业开始积极融资，引入战略投资者，上市融资成为必然趋势。
- **申通快递借壳上市，引领快递企业上市潮：**申通快递作价 169 亿元借壳上市，预计国内重要的快递企业未来几年都会上市。快递企业将借助资本力量突围，构建新壁垒。申通募集配套资金中，将有 28 亿元用于“中转仓配一体化项目”、“运输车辆购置项目”、“技改及设备购置项目”、“信息一体

化平台项目”等项目建设，利用资金优势加大投入，逐步拉开与竞争对手的差距，并能在资本市场再融资。快递属于资本市场稀缺标的，新上市公司享受估值溢价，申通借壳将掀起快递企业上市潮。预计国内重要的快递企业未来两年内都会完成上市。继申通借壳上市后，圆通、中通、德邦可能紧随其后，登陆主板，而韵达快递与全峰快递可能在新三板上市，EMS、顺丰也将在可预期的未来完成上市流程。

图表 21：申通快递借壳上市示意图



来源：公司公告、国金证券研究部

申通借壳上市，引发估值参考体系转换

- **申通快递财务情况：**申通作为行业传统老大，资本市场稀缺的快递标的，上市后市值可能达到 500 亿，对应 2016 年预测 PE 为 43x。申通快递件量 2012 年至 2014 年增长率分别为 55%、61.5%、51.9%，包裹完成量占全国总量的 17%。此次借壳艾迪西，发行价格 16.44 元/股，发行约 9.06 亿股。募集配套资金 48 亿元，16.44 元/股，发行约 2.92 亿股。预计申通快递承诺 2016/2017/2018 年归母净利润不低于 11.7/14/16 亿元。
- **申通借壳上市，催化估值体系转换：**申通借壳艾迪西上市，将成为外运发展价值重估的催化剂。考虑到申通快递 2015 年预计利润仅为 5.6 亿元，2016 年承诺利润为 12 亿元，借壳上市后，PE 估值很有可能达到 50 倍左右。**估值体系转换：**与申通快递相比，外运发展利润率和净资产收益较高，主营业务经营稳健增长；公司投资标的中外运敦豪在中欧快递市场占据 60% 份额，竞争力强于申通快递，且每年将为公司贡献 9 亿多投资收益；跨境海淘收入每年约 2000 亿美金，保持 40% 年复合增速；预计外运发展今年的利润增速超过 50%，未来 3 年的复合增速 25%。因此，申通快递借壳上市后，将推高 PE 估值参照系，考虑到外运发展预期盈利为 9.5 亿，目前市值约 240 亿元，扣除账面闲置现金/股票后 PE 仅 19 倍，理应对快递部分进行价值重估。事实上，外运发展国际快递业务的进入壁垒利润率和净资产收益均处于国内领军地位，我们有理由认为公司处于低估状态。

国企改革有望全面激发公司盈利空间

- **新经济发展为物流服务带来需求和动力：**我国 GDP 增速已经明显放缓，随着经济结构的调整，升级传统产业、培植优势产业已是大势所趋，未来物流随着工业转型升级、信息化和城镇化的发展，将面临更多的机遇。我国曾经是一个以投资主导的经济增长大国，而未来将逐渐转向以消费主导拉动经济的增长模式，而优秀的物流企业能够确保满足客户对于“准时、

准量、准确到货”的需求。而公司拥有高附加值的产品和消费品，随着对高端物流服务的需求增多，公司未来业绩有望迎来大幅增长。

- **企业整合改变物流行业格局，改革有望激发资源优势：**国务院批转发改委《关于 2015 年深化经济体制改革重点工作意见》指出，要加快推进国有资本运营公司和投资公司试点，股利通过并购实现企业规模化经营，进而降低成本。随着物流行业成本普遍增加，优秀的物流企业会获得更大发展空间。公司是最早接触外资企业的国企之一，且物流行业与国际接轨较早，公司的经营理念在国企中处于领先地位。随着国企改革深化发展，公司原有的制约因素得到改善，经营、管理、决策、服务模式的国际化都会继续推动公司释放盈利空间。

图表 22：国际与国内的快递领先企业的产品服务比较

	国内业务	国际业务	其他
DHL	限时快递	出口服务：朝九特派、十点半特派、正午特派、环球快递、易速箱。进口服务：正午特派、环球快递。	周末或节假日取件、派送。
FedEx		国际优先快递服务、国际优先快递重货服务、国际优先分送快递服务。	主打国际快递。以快件的规格和重量为划分依据。
UPS		全球特快加急服务、全球特快服务、全球快捷服务。	UPS 10公斤箱和25公斤箱、星期六递送。
EMS	次晨达、国内特快专递、国内经济快递、国内快递包裹。	特快专递、中速快件。	礼品礼仪服务：鲜花礼仪、思乡月。
顺丰	顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快、顺丰特惠。	顺丰标快。	
申通快递	标准业务：市内件、省际件、时效快递产品（24/48/72小时等）。	国际件。	仓配一体化、代收货款服务。
圆通快递	8小时同城区域当天件、12小时次晨达、24小时次日达、36小时隔日上午达、48小时隔日达、72小时件。	港台件、国际件。	仓配一体服务、代收货款、专机次晨达/次日达等。
中通快递	时效件：8小时同城区域当天件、12小时次晨达、24小时次日达、36小时隔日上午达。	港台件、国际件：俄罗斯专线、欧洲专线。	仓配一体服务、代收货款、代取件业务。
韵达快递	当天件快递服务、电子商务快递、到付件快递、贵重物品快递服务等。	港澳台专线快递、国际快递。	项目客户快递管理综合服务、代收货款服务等。

来源：官方网站、国金证券研究所

- **央企改革业务协同，重大资产重组尚待审核：**公司实际控制人于 11 月公告称，正筹划战略重组，其战略协同空间因对市场同类业务整合缺乏认识而被低估。此外，艾迪西公告称将于我国国内快递龙头之一申通快递进行重大资产重组，若重组成功，则将催化外运发展价值重估。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,947	3,901	4,171	4,775	5,577	6,804	货币资金	1,953	2,233	2,289	2,370	3,295	4,459
增长率		-1.1%	6.9%	14.5%	16.8%	22.0%	应收账款	756	829	958	1,093	1,277	1,557
主营业务成本	-3,578	-3,528	-3,774	-4,345	-5,056	-6,152	存货	1	1	4	4	4	5
%销售收入	90.7%	90.4%	90.5%	91.0%	90.7%	90.4%	其他流动资产	173	292	306	330	362	409
毛利	368	373	397	430	521	652	流动资产	2,883	3,354	3,558	3,796	4,938	6,430
%销售收入	9.3%	9.6%	9.5%	9.0%	9.3%	9.6%	%总资产	48.0%	52.0%	46.7%	47.8%	53.6%	59.3%
营业税金及附加	-29	-16	-8	-10	-11	-14	长期投资	2,204	1,943	2,609	2,609	2,609	2,609
%销售收入	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	626	739	982	1,061	1,181	1,317
营业费用	-147	-153	-167	-186	-218	-265	%总资产	10.4%	11.5%	12.9%	13.4%	12.8%	12.1%
%销售收入	3.7%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	227	271	318	318	322	327
管理费用	-196	-206	-221	-248	-294	-359	非流动资产	3,121	3,095	4,060	4,138	4,272	4,422
%销售收入	5.0%	5.3%	5.3%	5.2%	5.3%	5.3%	%总资产	52.0%	48.0%	53.3%	52.2%	46.4%	40.7%
息税前利润 (EBIT)	-4	-1	2	-14	-2	13	资产总计	6,004	6,449	7,617	7,934	9,211	10,853
%销售收入	n.a	n.a	0.0%	n.a	n.a	0.2%	短期借款	28	28	39	0	0	0
财务费用	38	42	46	34	42	58	应付款项	521	644	792	822	957	1,165
%销售收入	-1.0%	-1.1%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	其他流动负债	98	103	111	137	160	196
资产减值损失	1	-3	-203	0	0	0	流动负债	647	775	942	959	1,117	1,361
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	598	671	755	950	1,120	1,380	其他长期负债	96	69	116	50	55	60
%税前利润	100.5%	95.3%	124.2%	96.5%	96.2%	94.4%	负债	743	844	1,058	1,009	1,172	1,421
营业利润	632	709	599	970	1,161	1,452	普通股股东权益	5,254	5,567	6,524	6,891	8,004	9,397
营业利润率	16.0%	18.2%	14.4%	20.3%	20.8%	21.3%	少数股东权益	6	38	35	35	35	35
营业外收支	-38	-5	9	15	3	10	负债股东权益合计	6,004	6,449	7,617	7,934	9,211	10,853
税前利润	594	704	608	985	1,164	1,462	比率分析						
利润率	15.1%	18.1%	14.6%	20.6%	20.9%	21.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-27	-23	9	-34	-51	-69	每股指标						
所得税率	4.5%	3.3%	-1.4%	3.5%	4.4%	4.7%	每股收益	0.626	0.752	0.682	1.050	1.229	1.538
净利润	568	681	617	950	1,113	1,393	每股净资产	5.803	6.148	7.206	7.610	8.839	10.378
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	-0.063	0.036	0.038	-0.143	-0.002	-0.009
归属于母公司的净利润	567	681	617	950	1,113	1,393	每股股利	0.200	0.300	0.400	0.000	0.000	0.000
净利率	14.4%	17.5%	14.8%	19.9%	20.0%	20.5%	回报率						
							净资产收益率	10.79%	12.23%	9.46%	13.79%	13.91%	14.82%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.45%	10.56%	8.11%	11.98%	12.09%	12.83%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	-0.08%	-0.02%	0.02%	-0.20%	-0.02%	0.14%
净利润	568	681	617	950	1,113	1,393	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.42%	-1.14%	6.91%	14.48%	16.80%	21.99%
非现金支出	48	54	260	59	66	73	EBIT 增长率	-70.30%	-70.04%	#####	#####	-87.76%	-865.95%
非经营收益	-628	-710	-839	-1,036	-1,123	-1,390	净利润增长率	25.41%	20.03%	-9.31%	53.92%	17.13%	25.13%
营运资金变动	-45	8	-3	-103	-58	-84	总资产增长率	8.74%	7.41%	18.12%	4.16%	16.09%	17.83%
经营活动现金净流	-57	33	34	-129	-2	-9	资产管理能力						
资本开支	-207	-239	-393	-125	-197	-213	应收账款周转天数	57.0	66.3	66.6	69.0	69.0	69.0
投资	90	-83	23	0	0	0	存货周转天数	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
其他	682	711	706	950	1,120	1,380	应付账款周转天数	38.7	45.8	55.4	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	565	390	336	825	923	1,167	固定资产周转天数	43.0	61.1	63.5	57.8	52.1	44.6
股权募资	0	32	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-19	-1	11	-30	5	5	净负债/股东权益	-36.58%	-39.34%	-34.31%	-34.21%	-40.99%	-47.28%
其他	-185	-183	-327	-585	0	0	EBIT 利息保障倍数	0.1	0.0	0.0	0.4	0.0	-0.2
筹资活动现金净流	-205	-151	-315	-615	5	5	资产负债率	12.38%	13.08%	13.89%	12.71%	12.72%	13.09%
现金净流量	303	271	55	81	926	1,163							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD