

## 外运发展 (600270.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 28.15元  
 目标价格(人民币): 40.00-45.00元

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)	25,489.31
年内股价最高最低(元)	38.00/15.97
沪深300指数	3761.87
上证指数	3563.74



## 相关报告

1. 《跨境电商供应链整合者，快递价值需要重估-外运发展公司研究》，2015.12.17

## 与招商局战略重组，进入跨境电商新时代

## 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)	37.44	41.28	26.82	22.90	18.30
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

## 事件

- 2015年12月29日，公司接到中国外运长航集团通知，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）研究并报国务院批准，同意中国外运长航集团与招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）实施战略重组。

## 评论

- **双方优势互补，打造具有最具竞争力的一流物流企业：**中国外运长航集团以无偿划转方式整体划入招商局集团，成为其全资子公司。本次战略重组有利于招商局集团和中国外运长航集团优势互补，提升双方综合服务能力及竞争优势，加速打造具有国际竞争力的世界一流企业。外运发展实际控制人将由中国外运长航集团变更为招商局集团。招商局物流在全国70个重要城市建立了物流网络运作节点，物流配送可及时送达全国700多个城市。
- **招商物流凭借强大的投资及管控能力，净利润复合增速近30%。**招商物流已成功构建遍布中国主要中心城市的干线运输网络，凭借中港运输牌照和运输车辆，更可将货物直接送达香港。通过对网络的不断完善以及客户的陆续引入，运作效率和成本等方面的优势将日益彰显。除普通仓储服务外，还可提供海关监管仓储、保税仓储、恒温仓储等差异化服务。与外运发展无缝衔接，形成良好战略协同。预计招商物流净利润2亿元，业绩复合增速30%。
- **招商局深圳“前海”协力打造超强自贸区，助力外运发展跨境电商物流：**招商局牵头协力打造深圳前海超强自贸区。目前前海入驻企业数超过20000家，注册资金达10亿的企业200多家，企业注册总资金达15000亿元人民币。2015年阳光海淘规模已超过3000亿美元，中外运电子商务公司，借助强大信息平台，进军跨境电商物流。与网易、阿里、敦煌网等大型平台合作，业务增速60%。借力前海自贸区，跨境电商物流再下一城。

## 投资建议

- 公司近期与日本商社签署战略合作协议，将设立以经营冷链物流业务为主的合资公司。加上与招商局的强强联合，盈利能力将逐步提升。

## 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27/23/18倍。与招商局物流强强联手将提升公司竞争实力，给予“买入”评级，目标价40元。

戴亚雄 联系人  
 (8621)61038200  
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,947	3,901	4,171	4,775	5,577	6,804
增长率		-1.1%	6.9%	14.5%	16.8%	22.0%
主营业务成本	-3,578	-3,528	-3,774	-4,345	-5,056	-6,152
%销售收入	90.7%	90.4%	90.5%	91.0%	90.7%	90.4%
毛利	368	373	397	430	521	652
%销售收入	9.3%	9.6%	9.5%	9.0%	9.3%	9.6%
营业税金及附加	-29	-16	-8	-10	-11	-14
%销售收入	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-147	-153	-167	-186	-218	-265
%销售收入	3.7%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-196	-206	-221	-248	-294	-359
%销售收入	5.0%	5.3%	5.3%	5.2%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	-4	-1	2	-14	-2	13
%销售收入	n.a	n.a	0.0%	n.a	n.a	0.2%
财务费用	38	42	46	34	42	58
%销售收入	-1.0%	-1.1%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	1	-3	-203	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	598	671	755	950	1,120	1,380
%税前利润	100.5%	95.3%	124.2%	96.5%	96.2%	94.4%
营业利润	632	709	599	970	1,161	1,452
营业利润率	16.0%	18.2%	14.4%	20.3%	20.8%	21.3%
营业外收支	-38	-5	9	15	3	10
税前利润	594	704	608	985	1,164	1,462
利润率	15.1%	18.1%	14.6%	20.6%	20.9%	21.5%
所得税	-27	-23	9	-34	-51	-69
所得税率	4.5%	3.3%	-1.4%	3.5%	4.4%	4.7%
净利润	568	681	617	950	1,113	1,393
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	567	681	617	950	1,113	1,393
净利率	14.4%	17.5%	14.8%	19.9%	20.0%	20.5%

  

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,953	2,233	2,289	2,370	3,295	4,459
应收款项	756	829	958	1,093	1,277	1,557
存货	1	1	4	4	4	5
其他流动资产	173	292	306	330	362	409
流动资产	2,883	3,354	3,558	3,796	4,938	6,430
%总资产	48.0%	52.0%	46.7%	47.8%	53.6%	59.3%
长期投资	2,204	1,943	2,609	2,609	2,609	2,609
固定资产	626	739	982	1,061	1,181	1,317
%总资产	10.4%	11.5%	12.9%	13.4%	12.8%	12.1%
无形资产	227	271	318	318	322	327
非流动资产	3,121	3,095	4,060	4,138	4,272	4,422
%总资产	52.0%	48.0%	53.3%	52.2%	46.4%	40.7%
<b>资产总计</b>	<b>6,004</b>	<b>6,449</b>	<b>7,617</b>	<b>7,934</b>	<b>9,211</b>	<b>10,853</b>
短期借款	28	28	39	0	0	0
应付款项	521	644	792	822	957	1,165
其他流动负债	98	103	111	137	160	196
流动负债	647	775	942	959	1,117	1,361
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	96	69	116	50	55	60
<b>负债</b>	<b>743</b>	<b>844</b>	<b>1,058</b>	<b>1,009</b>	<b>1,172</b>	<b>1,421</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,254</b>	<b>5,567</b>	<b>6,524</b>	<b>6,891</b>	<b>8,004</b>	<b>9,397</b>
少数股东权益	6	38	35	35	35	35
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,004</b>	<b>6,449</b>	<b>7,617</b>	<b>7,934</b>	<b>9,211</b>	<b>10,853</b>

  

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.626	0.752	0.682	1.050	1.229	1.538
每股净资产	5.803	6.148	7.206	7.610	8.839	10.378
每股经营现金净流	-0.063	0.036	0.038	-0.143	-0.002	-0.009
每股股利	0.200	0.300	0.400	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.79%	12.23%	9.46%	13.79%	13.91%	14.82%
总资产收益率	9.45%	10.56%	8.11%	11.98%	12.09%	12.83%
投入资本收益率	-0.08%	-0.02%	0.02%	-0.20%	-0.02%	0.14%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.42%	-1.14%	6.91%	14.48%	16.80%	21.99%
EBIT 增长率	-70.30%	-70.04%	#####	#####	-87.76%	-865.95%
净利润增长率	25.41%	20.03%	-9.31%	53.92%	17.13%	25.13%
总资产增长率	8.74%	7.41%	18.12%	4.16%	16.09%	17.83%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	57.0	66.3	66.6	69.0	69.0	69.0
存货周转天数	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
应付账款周转天数	38.7	45.8	55.4	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	43.0	61.1	63.5	57.8	52.1	44.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-36.58%	-39.34%	-34.31%	-34.21%	-40.99%	-47.28%
EBIT 利息保障倍数	0.1	0.0	0.0	0.4	0.0	-0.2
资产负债率	12.38%	13.08%	13.89%	12.71%	12.72%	13.09%

  

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	568	681	617	950	1,113	1,393
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	54	260	59	66	73
非经营收益	-628	-710	-839	-1,036	-1,123	-1,390
营运资金变动	-45	8	-3	-103	-58	-84
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-57</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>-129</b>	<b>-2</b>	<b>-9</b>
资本开支	-207	-239	-393	-125	-197	-213
投资	90	-83	23	0	0	0
其他	682	711	706	950	1,120	1,380
<b>投资活动现金净流</b>	<b>565</b>	<b>390</b>	<b>336</b>	<b>825</b>	<b>923</b>	<b>1,167</b>
股权募资	0	32	0	0	0	0
债权募资	-19	-1	11	-30	5	5
其他	-185	-183	-327	-585	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-205</b>	<b>-151</b>	<b>-315</b>	<b>-615</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>现金净流量</b>	<b>303</b>	<b>271</b>	<b>55</b>	<b>81</b>	<b>926</b>	<b>1,163</b>

**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

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-17	买入	26.89	38.00~40.00

来源：国金证券研究所

**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

2015年12月29日，公司接到中国外运长航集团通知，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）研究并报国务院批准，同意中国外运长航集团与招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）实施战略重组。中国外运长航集团以无偿划转方式整体划入招商局集团，成为其全资子公司，中国外运长航集团不再作为国资委履行出资人职责的企业。

本次战略重组有利于招商局集团和中国外运长航集团优势互补，提升双方综合服务能力及竞争优势，加速打造具有国际竞争力的世界一流企业。本次战略重组系中央企业层面的重组，招商局集团系国资委直接监

**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