

# 外运发展 (600270.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

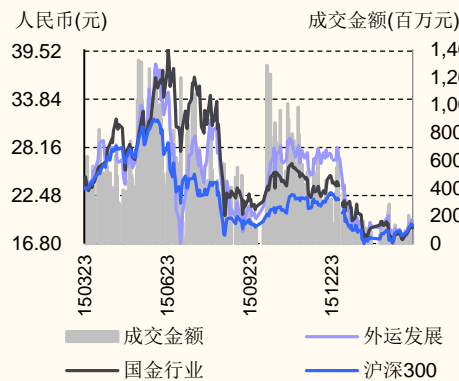
公司点评

市场价格(人民币): 19.47元  
目标价格(人民币): 23.00-25.00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)	17,629.73
年内股价最高最低(元)	38.00/16.85
沪深300指数	3225.79
上证指数	2999.36



## 相关报告

- 《股东换成强势招商局, 买入看涨期权-外运发展公司研究》, 2016.3.16
- 《国务院推动跨境电商, 公司业务有望加快发展-外运发展公司点评》, 2016.1.7
- 《与招商局战略重组, 进入跨境电商新时代-外运发展公司点评》, 2015.12.30
- 《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

## 主业稳健, 跨境电商/整合协同增加新看点

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.682	1.116	1.241	1.438	1.596
每股净资产(元)	7.21	8.04	9.15	9.92	11.39
每股经营性现金流(元)	0.04	0.06	-0.18	0.06	0.08
市盈率(倍)	28.55	17.45	15.69	13.54	12.20
行业优化市盈率(倍)	16.09	21.41	18.01	18.01	18.01
净利润增长率(%)	-9.31%	63.63%	11.19%	15.95%	10.92%
净资产收益率(%)	9.46%	13.87%	13.55%	14.50%	14.01%
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

### 业绩简评

- 外运发展 2015 年实现归属母公司净利润 10.10 亿元, 同比增长 63.63%。

### 经营分析

- 公司积极进行结构调整, 国内物流国际快件业务同比上升: 公司 2015 年主营业务收入 43.52 亿, 同比增加 4%。本期营收增速较上期有所回落的主要原因是在航空货运增长放缓, 国际航空货运代理业务收入下降 7%, 公司积极进行业务结构调整。预计 2016-18 年, 国际航空货运代理业务将持续下降, 国内货运及国际快件业务占比上升, 营收预计增长 6%、10%和 13%。
- 中外运敦豪 2015 年贡献利润 8.87 亿元: 2015 年中外运敦豪净利润同比增加 18%, 达到 17.75 亿, 贡献利润 8.87 亿, 占公司净利润 88%。2015 年下半年欧元升值, 由于中外运敦豪成本由欧元核算, 所以相对于上半年, 下半年利润增幅相比较上半年的 33%有所回落。全年得益于国际油价大幅下跌, 作为快递企业成本占比较高的运输成本也大幅下降。预计 2016 年中外运敦豪的业务量将稳定上升, 国际油价在 2016 年仍将持续低迷, 所以预计中外运敦豪 2016-18 年业绩增速依然维持在 10%-15%左右。
- 内部积极优化结构, 外部携手电商平台, 进军跨境电商: 公司未来着力发展三大核心业务: 航空货运代理, 专业合同物流, 电商物流。结合公司传统优势, 进行内部资源优化, 成立电商事业部。同时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。2015 年公司与网易考拉合作, 跨境电商物流业务量达 1.1 万吨, 预计 2016 年将有 70% 的增长。预计公司今年与阿里巴巴等电商平台合作, 跨境电商物流将持续放量。
- 招商局入主, 未来集团层面将强势整合物流业务: 中外运长航无偿划入招商局集团, 公司大股东变为招商局。目前同在物流领域的招商局物流及外运发展进行并行发展, 预计未来招商局层面将强力整合集团内的物流业务板块。内部良性竞争机制可激发管理层的积极性, 公司凭借集团强大的资源整合能力及盈利能力, 未来在物流整合、兼并收购方面将迈出实质性的步伐。

### 盈利调整

- 公司 2016-18 年 EPS 预测 1.241/1.438/1.596 元/股。

### 投资建议

- 考虑到公司快递收益稳健发展, 专注跨境电商物流, 招商局的强大资源整合能力。公司未来有望脱胎换骨发展, 予以强烈推荐。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

## 中外运敦豪贡献业绩增长，2015 年净利润达 10.10 亿

### 公司积极进行经营结构调整，国内货运及国际快件业务快速增长

- 公司 2015 年主营业务收入 43.52 亿，同比增加 4%。本期主营业务增速较上期有所回落的主要原因是占据营收 60% 份额的国际航空货运代理业务收入在 2015 年同比下降 7%，但是同时国内货运及物流业务收入同比增加 33%，国际快件业务同比增长 8%。原因是公司在报告期积极调整经营结构，不断拓展国内外市场。预计 2016 年公司将在航空货运增长放缓的大趋势下，加快进行结构调整，专注国内物流业务及国际快件业务的市场拓展。预计 2016-18 年营业收入增速为 6%/10%/13%。

### 中外运敦豪贡献投资收益稳定增长，2015 年贡献利润 8.87 亿元

- 公司参股 50% 的中外运敦豪国际航空快件有限公司。中外运敦豪是 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。其利用专业化天地网络、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占据中欧快递市场 60% 的市场份额。2015 年中外运敦豪净利润同比增加 18%，达到 17.75 亿，贡献利润 8.87 亿。相较于上半年的 33% 增长，增速有所回落。主要原因是 2015 年上半年欧元大幅贬值，贬值幅度达 8%，由于中外运敦豪成本由欧元核算，所以上半年利润有大幅提升。下半年欧元汇率回暖，兑人民币升值 3.3%，所以相对于上半年，下半年成本上升，利润增幅有所回落。但同时得益于国际油价大幅下跌，2015 年跌幅达到 41%，作为快递企业成本占比较高的运输费用也大幅下降。2016 年中外运敦豪的业务量将稳定上升，国际油价预计持续低迷。所以预计中外运敦豪 2016-18 年业绩增速将维持在 10%-15% 左右。

### 建立电商事业部，携手多方电商平台，进军跨境电商物流

- 公司新聘任总经理，对公司业务和国际规则非常熟悉，率领高管团队调整企业产品结构。未来着力发展三大核心业务：航空货运代理，专业合同物流，电商物流。结合公司传统优势，进行内部资源优化，成立电商事业部，发力新兴物流，为未来业务增长提供新兴业务储备，对于盈利较差的业务将采取逐步剥离的方式。未来公司有望在组织效率和产品结构调整上迈出积极的步伐。同时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，2015 年公司于网易考拉合作，跨境电商物流业务量达 1.1 万吨，预计 2016 年将有 70% 的增长。预计公司今年与阿里巴巴等电商平台合作，跨境电商物流将放量。

### 招商局集团入主外运发展，集团层面物流业务整合势在必行

- 2015 年末中外运长航集团无偿整体划入招商局集团，成为其全资子公司。外运长航集团旗下外运发展与招商局下的招商局物流均为物流领域龙头公司，其业务范围相互互补。外运发展主营国际航空货运代理，招商局物流主要经营国内综合物流服务，包括货物运输及仓储业务。招商局集团势必整合两家物流公司，实现利益最大化。我们认为此方案为集团提供了一个竞争择优的机会，可充分调动两家企业管理人员的积极性，而且通过自由竞争选择实力更强的团队继续经营保证了整合方向的正确性。同时通过择优机制也为投资人保障了最佳的经营收益。两家公司业务相辅相成，达到无缝连接，若进行业务整合，可发挥强大协同效应，创造可观利润。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,901</b>	<b>4,171</b>	<b>4,353</b>	<b>4,612</b>	<b>5,076</b>	<b>5,713</b>
增长率		6.9%	4.4%	6.0%	10.1%	12.5%
主营业务成本	-3,528	-3,774	-3,968	-4,195	-4,601	-5,162
<b>%销售收入</b>	<b>90.4%</b>	<b>90.5%</b>	<b>91.2%</b>	<b>90.9%</b>	<b>90.6%</b>	<b>90.4%</b>
毛利	373	397	384	418	475	551
%销售收入	9.6%	9.5%	8.8%	9.1%	9.4%	9.6%
营业税金及附加	-16	-8	-8	-9	-10	-11
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-153	-167	-168	-180	-198	-223
%销售收入	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-206	-221	-221	-240	-268	-302
%销售收入	5.3%	5.3%	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	-1	2	-13	-11	-1	15
%销售收入	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	0.3%
财务费用	42	46	41	63	78	95
%销售收入	-1.1%	-1.1%	-0.9%	-1.4%	-1.5%	-1.7%
资产减值损失	-3	-203	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	671	755	997	1,120	1,280	1,400
%税前利润	95.3%	124.2%	98.7%	95.4%	93.7%	92.1%
营业利润	709	599	1,025	1,171	1,357	1,511
营业利润率	18.2%	14.4%	23.5%	25.4%	26.7%	26.4%
营业外收支	-5	9	-14	3	10	10
税前利润	704	608	1,010	1,174	1,367	1,521
利润率	18.1%	14.6%	23.2%	25.5%	26.9%	26.6%
所得税	-23	9	0	-51	-64	-76
所得税率	3.3%	-1.4%	0.0%	4.4%	4.7%	5.0%
净利润	681	617	1,010	1,123	1,303	1,445
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>681</b>	<b>617</b>	<b>1,010</b>	<b>1,123</b>	<b>1,303</b>	<b>1,445</b>
净利率	17.5%	14.8%	23.2%	24.4%	25.7%	25.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	681	617	1,010	1,123	1,303	1,445
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	260	64	66	73	81
非经营收益	-710	-839	-1,035	-1,243	-1,290	-1,410
营运资金变动	8	-3	16	-107	-32	-43
<b>经营活动现金净流</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>-160</b>	<b>54</b>	<b>72</b>
资本开支	-239	-393	-437	-98	-202	-200
投资	-83	23	305	-1	0	0
其他	711	706	814	1,120	1,280	1,400
<b>投资活动现金净流</b>	<b>390</b>	<b>336</b>	<b>682</b>	<b>1,021</b>	<b>1,078</b>	<b>1,200</b>
股权募资	32	0	40	0	-490	0
债权募资	-1	11	4	-53	0	1
其他	-183	-327	-376	-1	-118	-118
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-151</b>	<b>-315</b>	<b>-332</b>	<b>-55</b>	<b>-608</b>	<b>-117</b>
<b>现金净流量</b>	<b>271</b>	<b>55</b>	<b>404</b>	<b>806</b>	<b>524</b>	<b>1,155</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,233	2,289	2,702	3,508	4,032	5,188
应收款项	829	958	989	1,056	1,162	1,308
存货	1	4	4	3	4	4
其他流动资产	292	306	156	161	177	198
流动资产	3,354	3,558	3,850	4,729	5,375	6,698
%总资产	52.0%	46.7%	45.7%	50.7%	53.1%	57.9%
长期投资	1,943	2,609	2,972	2,973	2,972	2,972
固定资产	739	982	1,080	1,202	1,339	1,466
%总资产	11.5%	12.9%	12.8%	12.9%	13.2%	12.7%
无形资产	271	318	442	430	433	436
非流动资产	3,095	4,060	4,572	4,607	4,746	4,875
%总资产	48.0%	53.3%	54.3%	49.3%	46.9%	42.1%
<b>资产总计</b>	<b>6,449</b>	<b>7,617</b>	<b>8,422</b>	<b>9,336</b>	<b>10,121</b>	<b>11,573</b>
短期借款	28	39	48	0	0	0
应付款项	644	792	835	793	871	977
其他流动负债	103	111	124	248	260	278
流动负债	775	942	1,008	1,041	1,131	1,256
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	69	116	125	0	0	0
<b>负债</b>	<b>844</b>	<b>1,058</b>	<b>1,133</b>	<b>1,041</b>	<b>1,131</b>	<b>1,257</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,570</b>	<b>6,524</b>	<b>7,283</b>	<b>8,288</b>	<b>8,983</b>	<b>10,310</b>
少数股东权益	36	35	6	6	6	6
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,449</b>	<b>7,617</b>	<b>8,422</b>	<b>9,336</b>	<b>10,121</b>	<b>11,573</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.752	0.682	1.116	1.241	1.438	1.596
每股净资产	6.151	7.206	8.043	9.154	9.921	11.386
每股经营现金净流	0.036	0.038	0.060	-0.177	0.060	0.079
每股股利	0.120	0.160	0.160	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.22%	9.46%	13.87%	13.55%	14.50%	14.01%
总资产收益率	10.56%	8.11%	12.00%	12.03%	12.87%	12.48%
投入资本收益率	-0.02%	0.02%	-0.18%	-0.13%	-0.01%	0.14%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-1.14%	6.91%	4.36%	5.96%	10.06%	12.55%
EBIT 增长率	-70.04%	-218.50%	#####	-13.31%	-88.66%	#####
净利润增长率	20.03%	-9.31%	63.63%	11.19%	15.95%	10.92%
总资产增长率	7.45%	18.12%	10.56%	10.85%	8.41%	14.35%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	66.3	66.6	67.4	69.0	69.0	69.0
存货周转天数	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
应付账款周转天数	45.8	55.4	60.8	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	61.1	63.5	66.4	65.9	62.5	57.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-39.34%	-34.31%	-36.41%	-42.29%	-44.86%	-50.28%
EBIT 利息保障倍数	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	-0.2
资产负债率	13.08%	13.89%	13.45%	11.15%	11.18%	10.86%

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

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
2	2015-12-30	买入	28.15	40.00~45.00
3	2016-01-07	买入	23.69	40.00~45.00
4	2016-03-16	买入	18.17	22.00~25.00

来源：国金证券研究所



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 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**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