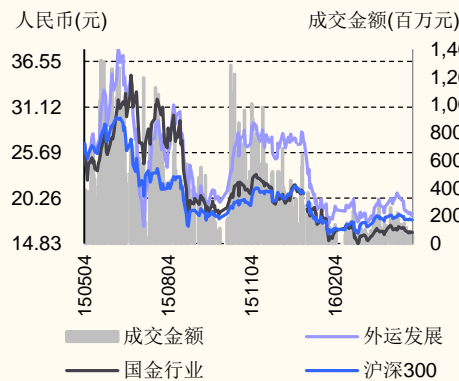


市场价格(人民币): 18.38元
 目标价格(人民币): 23.00-25.00元

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)	16,642.75
年内股价最高最低(元)	38.00/16.85
沪深300指数	3156.75
上证指数	2938.32



相关报告

- 《主业稳健, 跨境电商/整合协同增加新看点-外运发展业绩点评》, 2016.3.23
- 《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

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

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

进军跨境电商, 物流业务协同增加新看点

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

事件

- 公司发布 2016 年一季度报告。报告期内, 公司营业收入 9.5 亿元, 同比下降 1.9%, 归属于上市公司股东的扣非后净利润为 1.46 亿元, 同比下降 4.7%, 基本每股收益 0.1614 元/股, 同比下降 10.4%。

评论

- 国内外经济下行压力较大, 国际航空货运代理业务下滑:** 国际、国内经济下行压力持续加大, 国内整体宏观经济形势增速放缓, 国内进出口贸易出现负增长, 航空运价低位徘徊, 公司 2015 年主营业务收入 43.52 亿, 同比仅增加 4%, 而其中国际航空货运代理业务收入下降 7.3%, 预计航空货代业务继续拖累一季度收入表现。公司积极进行结构调整, 国内货运物流服务, 快件业务发展较好, 2015 年收入分别增长 7.7% 和 33%。
- 一季度欧元兑人民币升值, 或影响中外运敦豪盈利:** 中外运敦豪成本以欧元计价, 因此欧元贬值对公司是利好, 2015 年全年欧元兑人民币的平均汇率贬值约 15.3%。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%。2016 年一季度, 欧元兑人民币的平均汇率升值约 3.7%, 或影响中外运敦豪的盈利。
- 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, 未来在物流整合方面将迈出实质性的步伐。

投资建议

- 预计公司 2016-18 年 EPS 为 1.24/1.44/1.60 元/股。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“买入”评级。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,901	4,171	4,353	4,612	5,076	5,713	货币资金	2,233	2,289	2,702	3,508	4,032	5,188
增长率		6.9%	4.4%	6.0%	10.1%	12.5%	应收账款	829	958	989	1,056	1,162	1,308
主营业务成本	-3,528	-3,774	-3,968	-4,195	-4,601	-5,162	存货	1	4	4	3	4	4
%销售收入	90.4%	90.5%	91.2%	90.9%	90.6%	90.4%	其他流动资产	292	306	156	161	177	198
毛利	373	397	384	418	475	551	流动资产	3,354	3,558	3,850	4,729	5,375	6,698
%销售收入	9.6%	9.5%	8.8%	9.1%	9.4%	9.6%	%总资产	52.0%	46.7%	45.7%	50.7%	53.1%	57.9%
营业税金及附加	-16	-8	-8	-9	-10	-11	长期投资	1,943	2,609	2,972	2,973	2,972	2,972
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定投资	739	982	1,080	1,202	1,339	1,466
营业费用	-153	-167	-168	-180	-198	-223	%总资产	11.5%	12.9%	12.8%	12.9%	13.2%	12.7%
%销售收入	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	271	318	442	430	433	436
管理费用	-206	-221	-221	-240	-268	-302	非流动资产	3,095	4,060	4,572	4,607	4,746	4,875
%销售收入	5.3%	5.3%	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%	%总资产	48.0%	53.3%	54.3%	49.3%	46.9%	42.1%
息税前利润 (EBIT)	-1	2	-13	-11	-1	15	资产总计	6,449	7,617	8,422	9,336	10,121	11,573
%销售收入	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	0.3%	短期借款	28	39	48	0	0	0
财务费用	42	46	41	63	78	95	应付款项	644	792	835	793	871	977
%销售收入	-1.1%	-1.1%	-0.9%	-1.4%	-1.5%	-1.7%	其他流动负债	103	111	124	248	260	278
资产减值损失	-3	-203	0	0	0	0	流动负债	775	942	1,008	1,041	1,131	1,256
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	671	755	997	1,120	1,280	1,400	其他长期负债	69	116	125	0	0	0
%税前利润	95.3%	124.2%	98.7%	95.4%	93.7%	92.1%	负债	844	1,058	1,133	1,041	1,131	1,257
营业利润	709	599	1,025	1,171	1,357	1,511	普通股股东权益	5,570	6,524	7,283	8,288	8,983	10,310
营业利润率	18.2%	14.4%	23.5%	25.4%	26.7%	26.4%	少数股东权益	36	35	6	6	6	6
营业外收支	-5	9	-14	3	10	10	负债股东权益合计	6,449	7,617	8,422	9,336	10,121	11,573
税前利润	704	608	1,010	1,174	1,367	1,521	比率分析						
利润率	18.1%	14.6%	23.2%	25.5%	26.9%	26.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-23	9	0	-51	-64	-76	每股指标						
所得税率	3.3%	-1.4%	0.0%	4.4%	4.7%	5.0%	每股收益	0.752	0.682	1.116	1.241	1.438	1.596
净利润	681	617	1,010	1,123	1,303	1,445	每股净资产	6.151	7.206	8.043	9.154	9.921	11.386
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.036	0.038	0.060	-0.177	0.060	0.079
归属于母公司的净利润	681	617	1,010	1,123	1,303	1,445	每股股利	0.120	0.160	0.160	0.130	0.130	0.130
净利率	17.5%	14.8%	23.2%	24.4%	25.7%	25.3%	回报率						
							净资产收益率	12.22%	9.46%	13.87%	13.55%	14.50%	14.01%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.56%	8.11%	12.00%	12.03%	12.87%	12.48%
净利润	681	617	1,010	1,123	1,303	1,445	投入资本收益率	-0.02%	0.02%	-0.18%	-0.13%	-0.01%	0.14%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	54	260	64	66	73	81	主营业务收入增长率	-1.14%	6.91%	4.36%	5.96%	10.06%	12.55%
非经营收益	-710	-839	-1,035	-1,243	-1,290	-1,410	EBIT 增长率	-70.04%	-218%	-937%	-13.31%	-88.66%	-1291%
营运资金变动	8	-3	16	-107	-32	-43	净利润增长率	20.03%	-9.31%	63.63%	11.19%	15.95%	10.92%
经营活动现金净流	33	34	54	-160	54	72	总资产增长率	7.45%	18.12%	10.56%	10.85%	8.41%	14.35%
资本开支	-239	-393	-437	-98	-202	-200	资产管理能力						
投资	-83	23	305	-1	0	0	应收账款周转天数	66.3	66.6	67.4	69.0	69.0	69.0
其他	711	706	814	1,120	1,280	1,400	存货周转天数	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
投资活动现金净流	390	336	682	1,021	1,078	1,200	应付账款周转天数	45.8	55.4	60.8	55.0	55.0	55.0
股权募资	32	0	40	0	-490	0	固定资产周转天数	61.1	63.5	66.4	65.9	62.5	57.3
债权募资	-1	11	4	-53	0	1	偿债能力						
其他	-183	-327	-376	-1	-118	-118	净负债/股东权益	-39.34%	-34.31%	-36.41%	-42.29%	-44.86%	-50.28%
筹资活动现金净流	-151	-315	-332	-55	-608	-117	EBIT 利息保障倍数	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	-0.2
现金净流量	271	55	404	806	524	1,155	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。

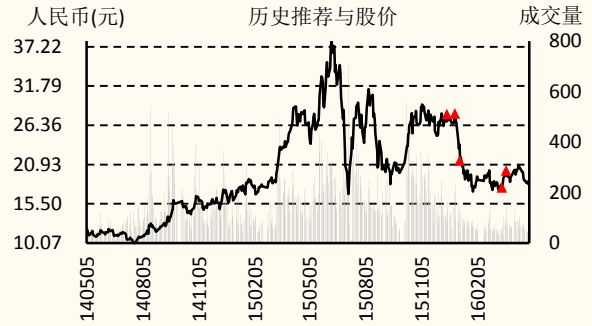
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2016-03-23	买入	19.47	23.00~25.00

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