

强烈推荐-A (维持)

外运发展 600270.SH

目标估值: N.A  
当前股价: 16.93 元  
2017年04月25日

主业大幅减亏, 敦豪回归增长通道

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	90548
已上市流通股(万股)	90548
总市值(亿元)	153
流通市值(亿元)	153
每股净资产(MRQ)	8.2
ROE(TTM)	13.4
资产负债率	16.0%
主要股东	中国外运股份有限公司
主要股东持股比例	60.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-16	-9
相对表现	-2	-17	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《外运发展(600270)——业务梳理彰显进取决心, 未来业绩有望持续向好》2017-03-21
- 2、《外运发展(600270)——业绩稳步增长, 看点在招商局国企改革》2016-08-24

常涛

010-57601863  
changt@cmschina.com.cn  
S1090512030004

陈卓

021-68407470  
chenzhuo5@cmschina.com.cn  
S1090513070005

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

事件:

外运发展公布 2017 年年报。2017Q1, 公司实现营业收入 12.2 亿元(+29.54%), 归母净利润 1.91 亿元(+30.57%), 扣非后归母净利润 1.9 亿元(+30.56%), 基本 EPS 0.2107 元(30.55%), 加权 ROE 2.51%(+0.5 pct)。

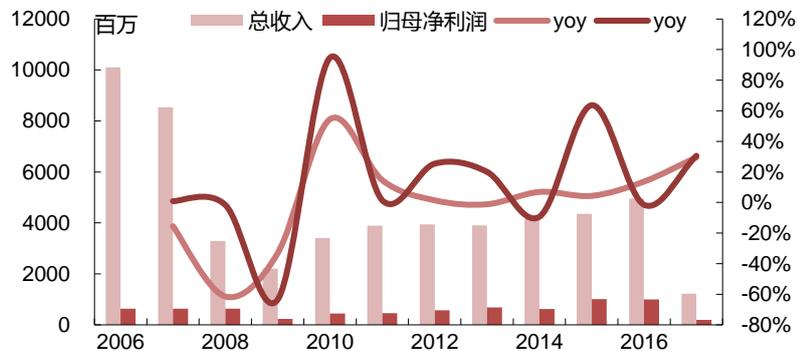
评论:

1、主营业务减亏, 投资收益拉动业绩增长

公司以货运代理为主体, 以电商物流和专业物流为主要发展方向, 2017Q1 实现营业收入 12.2 亿元(+28.5%), 营业成本 11.29 亿元(+29.4%), 毛利 9052 万元(+18.8%)。公司加强成本费用控制, 销售费用 4366 万元(-0.2%), 管理费用 5479 万元(+0.3%), 费用控制良好, 主营业务亏损 447 万元, 而 16Q1 亏损 2004 万元, 主营业务亏损大幅减少。

得益于人民币汇率企稳, 中外运敦豪业绩稳步增长, 公司实现投资收益 1.95 亿元(+17.5%), 其中对联营和合营企业投资收益 1.95 亿元(+17.5%), 营业利润 1.91 亿元(+29.9%), 归母净利润 1.91 亿元(+30.6%)。

图 1: 外运发展历年收入和净利润

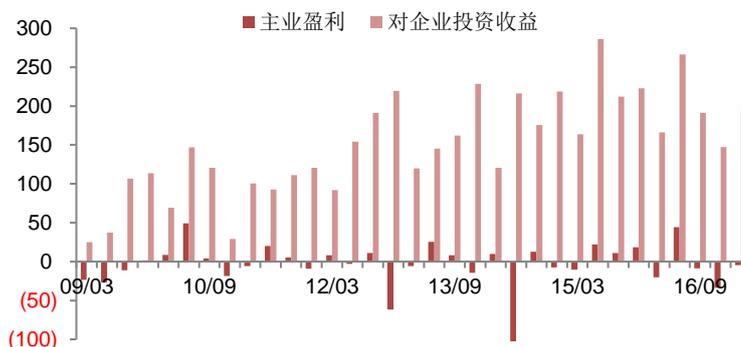


资料来源: 公司数据、招商证券

2、公司业务板块再梳理凸显进取决心

2016 年, 公司将原有的国际航空货运代理服务、国际快件服务、国内货运及物流服务重新梳理调整为货运代理、电商物流、专业物流三大业务板块。其中: 货运代理包括国际货运代理、国内货运等服务; 电商物流包括国际快件、电商物流等服务; 专业物流包括供应链物流、精密设备工程物流、会展赛事物流等项目物流服务。

图 2: 外运发展主业盈利和对企业投资收益 (季)



资料来源: 公司公告

**1) 电商物流板块:** 电商物流方面, 公司根据业务需要调整内部架构, 统筹规划; 顺应跨境电商发展趋势, 适时调整业务重心, 大力发展出口电商业务, 贯彻实施大客户战略, 在深耕菜鸟等核心客户的基础上, 积极开拓亚马逊等新客户, 并以标准化产品为抓手, 针对客户需求提供跨境电商一站式服务的物流+系统的整体解决方案; 借助区域联动效益, 努力开发电商物流平台线下的目标客户。

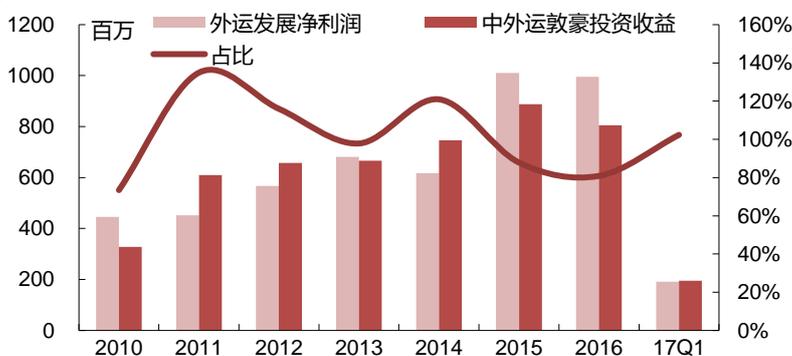
**2) 专业物流板块:** 专业物流方面, 公司继续巩固在 TFT 行业的领先地位, 扩大在会展赛事、通讯电子、汽车及零配件等行业的市场份额, 并积极探索新的业务增长点, 开拓半导体、医药冷链、航空航天等重点行业, 取得了一定的成效。

**3) 货运代理板块:** 公司货运代理板块包括国际货运代理 (含货运进口和货运出口) 和国内货运等服务, 重点“打造标准化产品、推动集约化和网络化、整合运力资源”。

**3、中外运敦豪业绩稳健, 估值存在提升空间**

我们认为国际快递市场格局清晰, 而且鲜有价格战来竞争市场份额, 中外运敦豪利润能够至少与行业增速同步地增长。2016 年, 由于人民币贬值增加敦豪欧元结算的网络成本, 导致敦豪业绩短期出现下滑。2017Q1, 随着人民币企稳, 中外运敦豪业绩稳步增长, 外运发展实现对联营和合营企业投资收益 1.95 亿元 (+17.5%)。

图 3: 中外运敦豪贡献大部分利润



资料来源: 公司公告

**4、投资策略:**

我们认为：（1）中外运敦豪增速会下降，但是能维持行业第一的位置；（2）公司与网易考拉等各大跨境平台电商合作，进军跨境电商领域，借助全球网络优势和政策优势，能够分享跨境电商盛宴；（3）中外运长航并入招商局集团后，招商局作为国资委资产证券化试点企业，未来的物流板块资产证券化值得期待；（4）公司目前估值约 16X，目前国内快递估值普遍在 35 倍以上，公司存在较大的估值提升的空间。我们预计公司 17/18/19 年 EPS 为 1.04/1.19/1.32 元，对应当前股价 PE 为 16.3/14.2/12.8 X，维持“强烈推荐-A”评级。

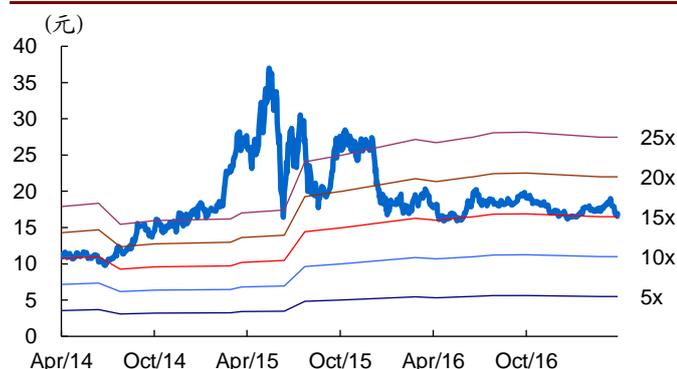
5、风险提示：经济持续下滑、国企改革不达预期

表 1：外运发展历史业绩回顾（百万）

	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	967	1,087	1,052	1,247	949	1,245	1,307	1,449	1,220
营业毛利	81	98	94	112	76	104	75	99	91
营业费用	41	41	41	45	44	41	43	46	44
管理费用	55	52	53	62	55	49	53	56	55
财务费用	(10)	(11)	(8)	(13)	(8)	(16)	(6)	(10)	(9)
投资收益	177	300	213	307	166	308	250	370	195
营业利润	166	315	221	323	147	333	230	347	191
归母净利润	163	319	224	304	146	342	227	280	191
EPS（元）	0.18	0.35	0.25	0.34	0.16	0.38	0.25	0.31	0.21
<b>主要比率</b>									
毛利率	8%	9%	9%	9%	8%	8%	6%	7%	7%
营业费用率	4%	4%	4%	4%	5%	3%	3%	3%	4%
管理费用率	6%	5%	5%	5%	6%	4%	4%	4%	4%
营业利润率	17%	29%	21%	26%	15%	27%	18%	24%	16%
有效税率	-38%	-6%	-48%	-108%	-7%	7%	-25%	-31%	-32%
净利率	17%	29%	21%	24%	15%	27%	17%	19%	16%
<b>YoY</b>									
收入	9%	5%	-1%	9%	-2%	15%	24%	16%	29%
归母净利润	23%	350%	18%	37%	-10%	7%	1%	-8%	31%

资料来源：公司数据、招商证券

图 4：外运发展历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：外运发展历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3850	4851	5361	6179	7056
现金	2702	3291	3620	4243	4929
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	34	52	59	65	72
应收款项	811	865	969	1079	1187
其它应收款	144	185	207	231	254
存货	4	3	4	4	5
其他	156	454	502	556	610
<b>非流动资产</b>	4572	3994	3941	3893	3850
长期股权投资	1420	1341	1341	1341	1341
固定资产	791	758	755	752	749
无形资产	428	449	404	364	327
其他	1932	1446	1440	1436	1432
<b>资产总计</b>	<b>8422</b>	<b>8845</b>	<b>9302</b>	<b>10072</b>	<b>10906</b>
<b>流动负债</b>	1008	1328	1294	1414	1536
短期借款	44	136	0	0	0
应付账款	672	843	927	1024	1124
预收账款	113	118	130	144	158
其他	179	230	237	246	254
<b>长期负债</b>	125	84	84	84	84
长期借款	0	0	0	0	0
其他	125	84	84	84	84
<b>负债合计</b>	<b>1133</b>	<b>1412</b>	<b>1378</b>	<b>1497</b>	<b>1619</b>
股本	905	905	905	905	905
资本公积金	538	538	538	538	538
留存收益	5839	5984	6475	7126	7840
少数股东权益	6	5	5	4	3
归属于母公司所有者权益	7283	7428	7919	8570	9284
<b>负债及权益合计</b>	<b>8422</b>	<b>8845</b>	<b>9302</b>	<b>10072</b>	<b>10906</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	54	(93)	44	75	90
净利润	1010	995	943	1076	1198
折旧摊销	63	76	104	98	93
财务费用	(40)	(42)	(48)	(59)	(69)
投资收益	(997)	(1094)	(875)	(964)	(1061)
营运资金变动	16	(48)	(78)	(75)	(70)
其它	1	20	(1)	(1)	(1)
<b>投资活动现金流</b>	682	1026	(50)	(50)	(50)
资本支出	(439)	(252)	(50)	(50)	(50)
其他投资	1121	1278	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(337)	(312)	335	598	646
借款变动	(992)	(1006)	(136)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	16	0	0	0	0
股利分配	(362)	(453)	(453)	(424)	(484)
其他	1002	1146	924	1023	1130
<b>现金净增加额</b>	<b>399</b>	<b>620</b>	<b>329</b>	<b>623</b>	<b>685</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4353	4950	5547	6176	6792
营业成本	3968	4596	5052	5582	6125
营业税金及附加	8	19	21	24	26
营业费用	168	173	194	216	238
管理费用	221	212	238	265	291
财务费用	(41)	(40)	(48)	(59)	(69)
资产减值损失	0	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	997	1094	875	964	1061
<b>营业利润</b>	1025	1057	965	1112	1242
营业外收入	7	11	0	0	0
营业外支出	22	44	0	0	0
<b>利润总额</b>	1010	1024	965	1112	1242
所得税	1	30	22	37	45
<b>净利润</b>	1010	995	943	1075	1197
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	1010	995	943	1076	1198
<b>EPS (元)</b>	1.12	1.10	1.04	1.19	1.32

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	4%	14%	12%	11%	10%
营业利润	71%	3%	-9%	15%	12%
净利润	64%	-1%	-5%	14%	11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.8%	7.1%	8.9%	9.6%	9.8%
净利率	23.2%	20.1%	17.0%	17.4%	17.6%
ROE	13.9%	13.4%	11.9%	12.6%	12.9%
ROIC	12.9%	19.1%	8.7%	9.2%	9.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.5%	16.0%	14.8%	14.9%	14.8%
净负债比率	0.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.8	3.7	4.1	4.4	4.6
速动比率	3.8	3.7	4.1	4.4	4.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	987.2	1297.4	1392.9	1396.3	1391.8
应收帐款周转率	5.4	5.9	6.0	6.0	6.0
应付帐款周转率	6.0	6.1	5.7	5.7	5.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.12	1.10	1.04	1.19	1.32
每股经营现金	0.06	-0.10	0.05	0.08	0.10
每股净资产	8.04	8.20	8.75	9.46	10.25
每股股利	0.50	0.50	0.47	0.53	0.60
<b>估值比率</b>					
PE	15.2	15.4	16.3	14.2	12.8
PB	2.1	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.0	18.4	19.3	17.1	15.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**常涛：**北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

**陈卓：**复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

**袁钉：**中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

**王哲：**北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。