

外运发展(600270)/物流

电商物流增速领跑主业 低估值+国改预期构筑成长空间

评级：增持(首次)

市场价格：18.97

目标价格：21

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

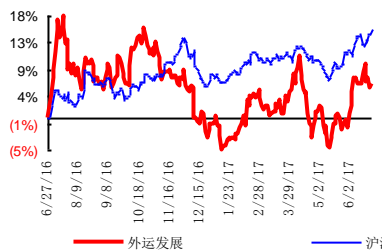
联系人：扈世民

电话：

Email: husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	905
流通股本(百万股)	905
市价(元)	18.97
市值(百万元)	17,105
流通市值(百万元)	17,105

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,352.8	4,949.6	5,353.2	5,899.4	6,498.8
增速 yoy%	4.4	13.7	8.2	10.2	10.2
净利润	1,010.3	995.3	1,032.1	1,153.9	1,253.3
增速 yoy%	63.6	-1.5	3.7	11.8	8.6
每股收益(元)	1.12	1.10	1.14	1.27	1.38
每股净资产(元)	8.0	8.2	9.1	10.0	10.8
净资产收益率	13.9	13.4	12.6	12.8	12.6
P/E	17.0	17.3	16.6	14.9	13.7
P/B	2.3	2.3	2.0	1.9	1.7

备注：股价为2017年6月27日收盘价

投资要点

- **依托清关和海外布局优势货代业务市占率 20%。**外运发展是我国除敦豪(中国)外排名第二的航空跨境物流公司，近年来占我国航空货代市场份额 20%以上。货运代理是公司的传统主业，依托清关专业优势和海外网点布局发展门对门的专业化服务，2014 年以来公司货代业务量占航空货运进出口运量 8%以上，我们预计 2017 年公司货代业务量增速 3%。
- **跨境电商物流异军突起、增速领跑主业。**近年来我国跨境电商交易规模年均复合增速 22%，我们预计 17 年全国跨境电商交易规模增速有望达 20%。公司积极拓展电商物流业务，近年来年均复合增速 21%，16 年公司跨境电商物流业务营收同比增速 40.9%。考虑到全国电商需求保持高速增长、公司扩大和阿里菜鸟、亚马逊等主要客户合作，我们预计 17 年公司电商物流仍有望保持 35%以上的增速。
- **参股中外运敦豪，投资收益贡献主要利润来源。**16 年中外运敦豪在我国国际快递市场的份额 37%，成为行业板块的领跑者。近年来中外运敦豪营业收入年均复合增速 6.2%，我们预计 17 年中外运敦豪营业收入增速 5%，有望达 11.5 亿元；17 年中外运敦豪投资收益有望达 8.6 亿元，同比增速 12.4%。
- **招商局入主带动国改预期，有望助力业绩成长。**我们预计国内综合物流服务商招商物流和国际业务优势明显的外运发展存在较大的整合、协同空间，互补性强。公司现金流充裕为股权投资和混改提供了更多可能空间，我们预计 17 年公司货币资金 36.6 亿元。我们认为外运发展参与航空货运混改具有先发优势，有利于加大公司在航空物流产业链话语权，在航空运力、时效性与航线选择能力增强，提高客户粘度和产品竞争力。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 53.5、59、65 亿元，同比增长 8.2%、10.2%、10.2%，归属于母公司净利润为 10.3、11.5、12.5 亿元，同比增长 3.7%、11.8%、8.6%，对应的每股收益 EPS 分别为 1.14、1.27、1.38 元，给予 21 元目标价，对应 2017 年 16.6XPE。公司估值长期低于行业平均水平，货代主业稳中有升、电商物流增速可观但基数较小；17 年中外运敦豪投资收益仍是公司主要利润来源；招商局入主带来混改预期，航空货运和物流快递有望实现优势互补，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**进出口贸易增速不及预期、跨境电商物流增速不及预期。

内容目录

传统货代业务稳中有升 电商物流增速领跑主业	- 3 -
依托清关和海外布局优势货代业务市占率 20%.....	- 3 -
跨境电商物流异军突起、增速领跑主业.....	- 4 -
参股中外运敦豪 投资收益贡献主要利润来源	- 6 -
我们预计 17 年我国国际快递收入增速为 20%	- 6 -
我们预计 17 年中外运敦豪投资收益 8.6 亿元.....	- 8 -
招商局集团成为控股股东 国改预期有望助力业绩成长	- 9 -
招商局入主带动国改预期 有望助力业绩成长.....	- 9 -
公司现金流充裕 混改预期有望实现航货和物流协同.....	- 10 -
盈利预测和投资建议：目标价：21 元，首次覆盖给予“增持”评级	- 11 -
风险提示.....	- 12 -

图表目录

图表 1：2016 年货代业务营收占比 74.8%.....	- 3 -
图表 2：2016 年货代业务毛利润占比 74.3%.....	- 3 -
图表 3：14 年以来公司货代业务量占航空货运进出口 8%以上.....	- 3 -
图表 4：近年来公司货代业务量年均复合增速 8.2%.....	- 4 -
图表 5：受益单价调整，2016 年营业收入同比增速 13.7%.....	- 4 -
图表 6：跨境电商网点遍布全球、覆盖 200 多个国家和地区	- 5 -
图表 7：2016 年中国跨境电商交易规模同比增速 19%.....	- 5 -
图表 8：2016 年电商物流营业收入同比增速 40.9%.....	- 5 -
图表 9：我们预计 2017 年专业物流营收增速 2%.....	- 6 -
图表 10：近年来中外运敦豪投资收益是公司主要利润来源.....	- 6 -
图表 11：外运发展和 DHL 各出资 50%成立中外运敦豪.....	- 7 -
图表 12：我们预计 2017 年快递业务收入增速 20%.....	- 8 -
图表 13：我们预计 2017 年中外运敦豪营业收入增速 5%.....	- 8 -
图表 14：我们预计 17 年中外运敦豪投资收益 8.6 亿元，同比增速 12.4%.....	- 9 -
图表 15：我们预计公司和招商旗下冷链物流、跨境物流存在整合协同空间.....	- 9 -
图表 16：我们预计 2017 年公司货币资金同比增长 11.2%.....	- 10 -
图表 17：东航物流混改实现航货和物流快递的优势互补.....	- 11 -
图表 18：可比公司估值情况	- 11 -
图表 19：财务报表摘要	- 13 -

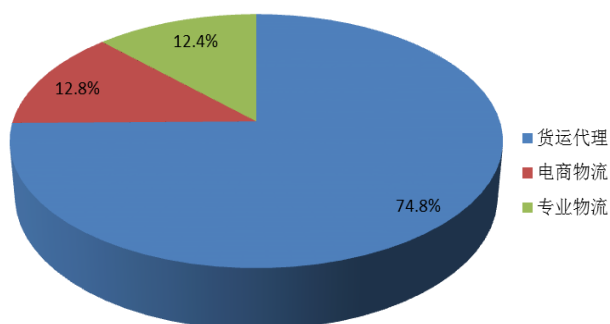
传统货代业务稳中有升 电商物流增速领跑主业

依托清关和海外布局优势货代业务市占率 20%

■ 2016 年货代业务贡献毛利润占比 74.3%

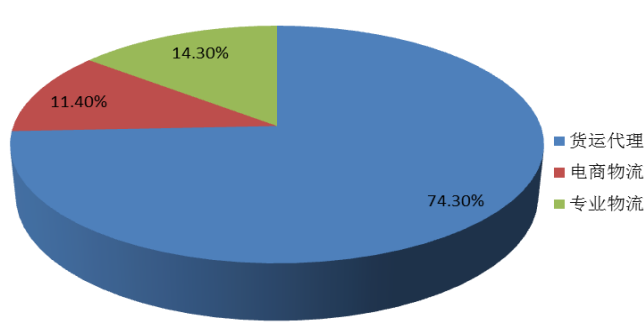
2016 年公司对业务资源进行整合优化,重新梳理为货运代理、电商物流、专业物流 3 个板块。货运代理是公司的传统主业,通过对国内、国际货代业务的整合、依托清关专业优势和海外网点布局发展门对门的专业化服务,完成传统货代业务的转型升级。2016 年货代业务营业收入和毛利润占比分别为 74.8%、74.3%,货代业务是公司主业毛利润的重要来源。

图表 1: 2016 年货代业务营收占比 74.8%



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2016 年货代业务毛利润占比 74.3%

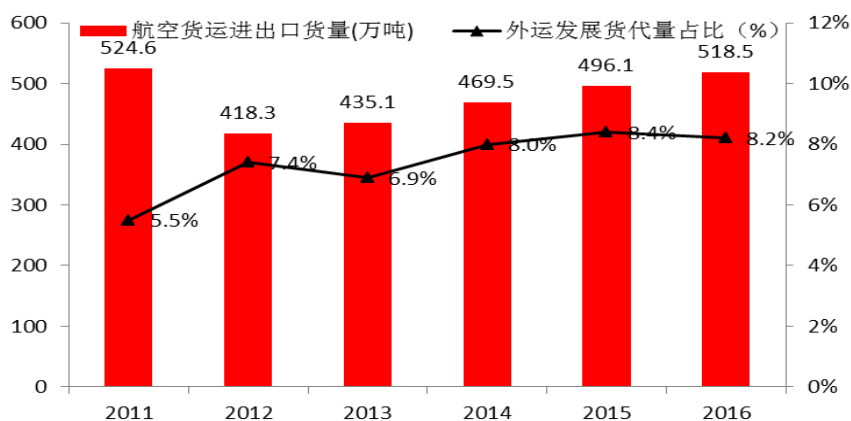


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 我们预计 2017 年我国航空货运业务增速 10%,

2014 年以来公司货代业务量占航空货运进出口 8% 以上。根据公司年报,2016 年我国航空货运进出口货量 518.5 万吨,外运发展的货运代理业务量占航空货运进出口货量的 8.2%。外运发展是我国除敦豪(中国)外排名第二的航空物流公司,近年来占我国航空货代市场份额 20% 以上。航空货运需求主要和国际贸易增速相关,根据 wind 数据 2017Q1 进出口增速回暖,进出口贸易总额同比增长 21.8%。考虑到航空货运需求回暖,我们预计 2017 年我国航空货运业务增速 10%。

图表 3: 14 年以来公司货代业务量占航空货运进出口 8% 以上

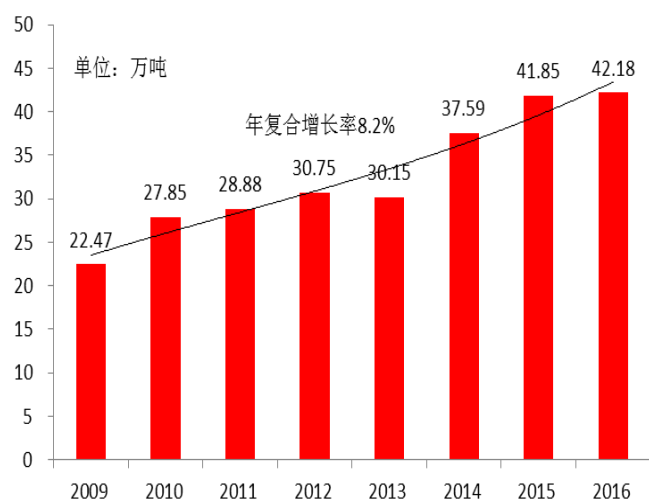


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

■ 我们预计 17 年公司货代业务量增速 3%

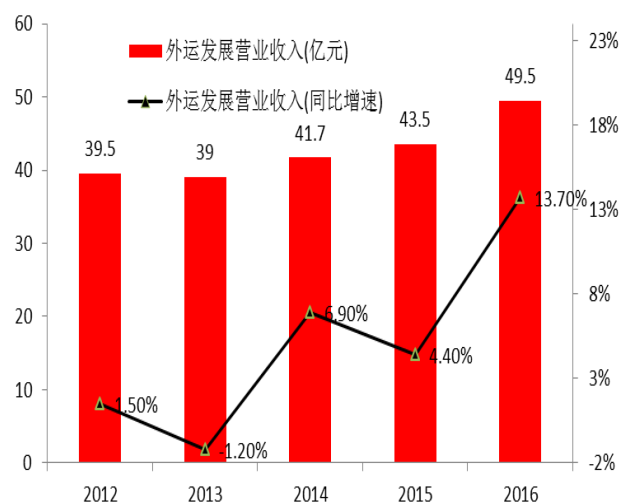
近年来国际航空货运增长乏力，根据 wind 数据 2016 年我国进出口贸易同比下降 6.8%，公司依托全球网点布局货代业务量逆势维持正增长 0.8%，我们预计 17 年公司货代业务量增速 3%。自 2009 年以来公司货代业务量年均复合增速 8.2%，超过行业平均水平 6% 的增速。2016 年货运代理业务量 42.18 万吨，受益于单价调整对应的营业收入 36.3 亿元，同比增长 11.6%。

图表 4：近年来公司货代业务量年均复合增速 8.2%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：受益单价调整，2016 年营业收入同比增速 13.7%



来源：wind，中泰证券研究所

跨境电商物流异军突起、增速领跑主业

■ 跨境电商网点布局遍布全球

近年来公司借助电商高速增长良机，积极布局跨境电商业务。公司和亚马逊、阿里菜鸟、环球易购等主要大客户合作，业务遍布欧洲、美国、澳洲和东南亚。相对于竞争对手，公司主要优势在进出口清关专业优势和海外网点分布。

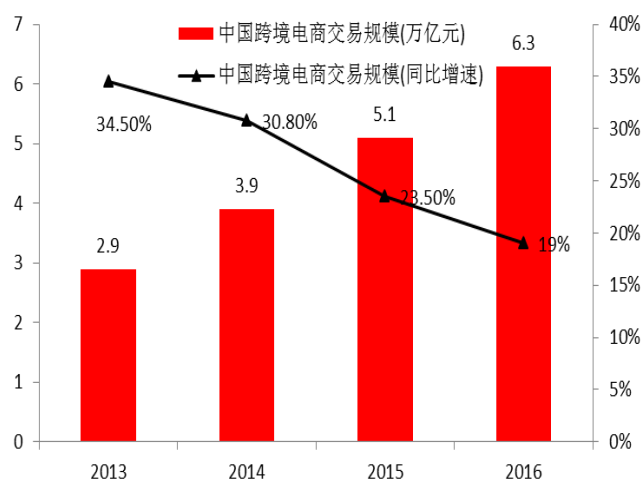
图表 6：跨境电商网点遍布全球、覆盖 200 多个国家和地区



来源：公司官网, 中泰证券研究所

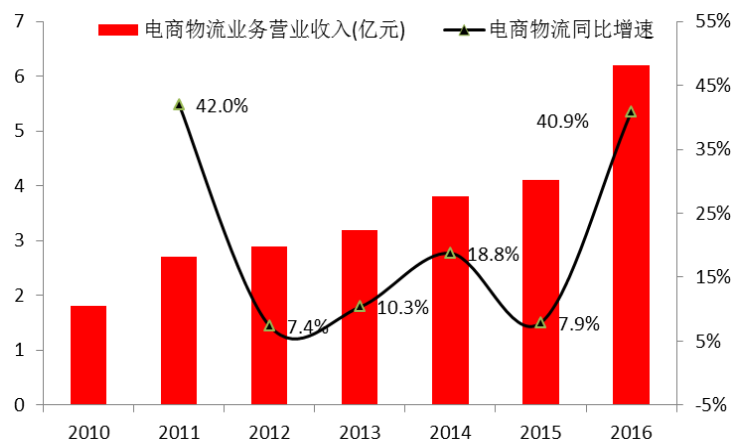
- **我们预计 2017 年公司电商物流业务仍有望保持 35% 以上的增长**
公司在稳定货代主业的基础上，积极寻求新的业绩增长点。近年来我国跨境电商交易规模年均复合增速 22%，我们预计 2017 年全国增速有望达 20%。近年来，公司电商物流业务年均复合增速 21%，2016 年公司电商物流业务营业收入 6.2 亿元，同比增速 40.9%。考虑到全国电商需求保持高速增长、扩大阿里菜鸟、亚马逊等主要客户的合作，我们预计 2017 年公司电商物流业务仍有望保持 35% 以上的增长。

图表 7：2016 年中国跨境电商交易规模同比增速 19%



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 8：2016 年电商物流营业收入同比增速 40.9%

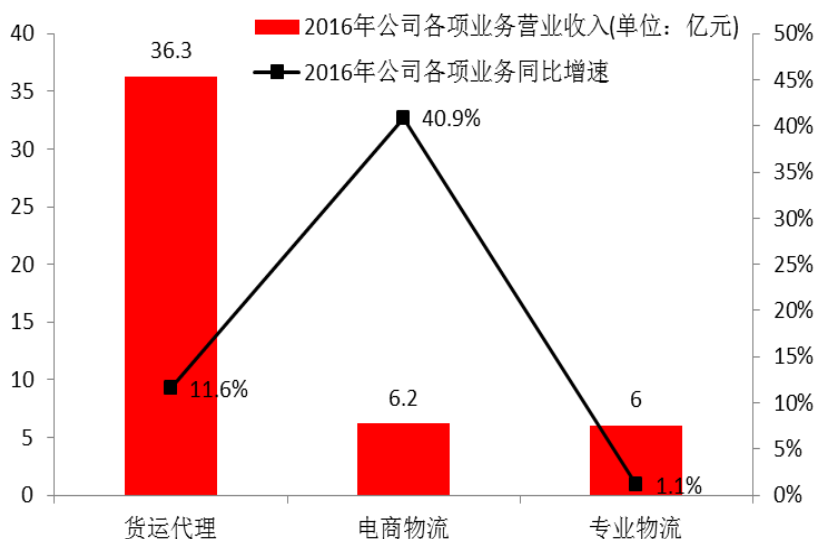


来源：wind, 中泰证券研究所

- **专业物流面向高端制造 我们预计 17 年营收增速 2%**
公司根据客户需求，发展专业运输能力、提供一站式服务，TFT-LCD、半导体等行业积累专业物流操作经验。重要战略合作伙伴京东方是世界第 3 大液晶面板生产商，市场份额占比 15%。截止 2016 年，公司在国内 TFT-LCD 专业物流市场份额占 70%，公司有望在京东方发展中受益。公司近年来积极开拓医药冷链和半导体业务，具体项目在筹建中。我们

预计 2017 年专业物流营收增速 2%。

图表 9：我们预计 2017 年专业物流营收增速 2%



来源：wind, 中泰证券研究所

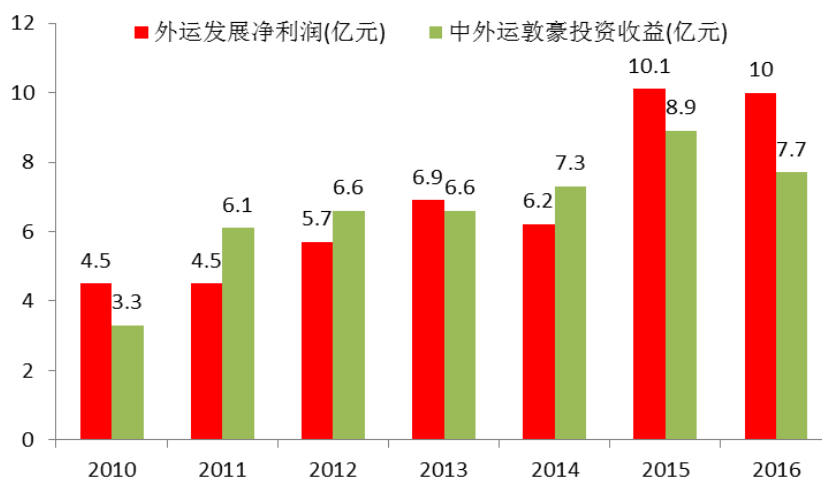
参股中外运敦豪 投资收益贡献主要利润来源

我们预计 17 年我国国际快递收入增速为 20%

■ 近年来中外运敦豪投资收益是公司主要利润来源

敦豪国际 (DHL) 是世界最大的第三方物流服务提供商, 运输网络覆盖全球 220 多个国家和地区的 120,000 个城市。1986 年公司和 DHL 各出资 50% 成立中外运敦豪, 中外运敦豪引入 DHL 管理体制和海外网点资源, 在我国国际快件市场始终处于领先地位, 近年来中外运敦豪投资收益是公司主要利润来源。

图表 10：近年来中外运敦豪投资收益是公司主要利润来源

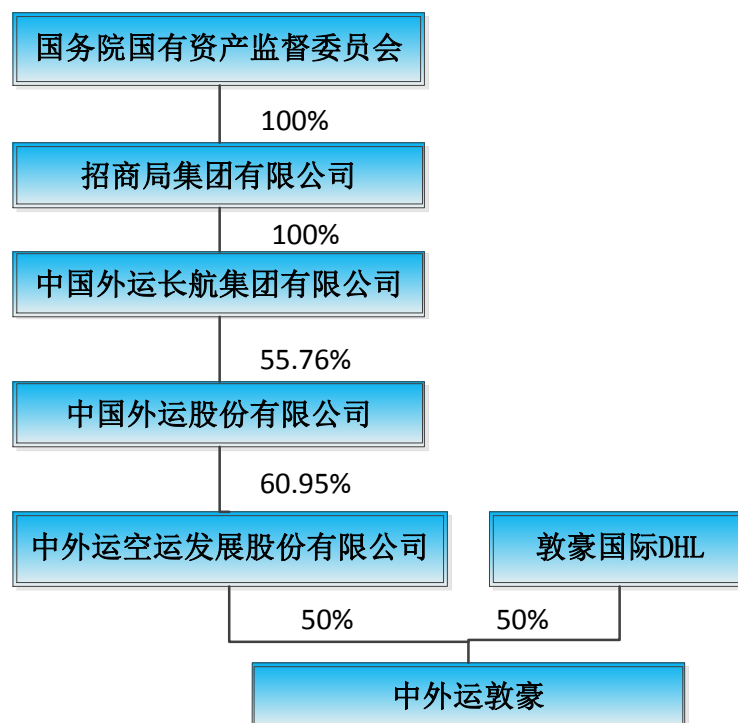


来源：公司年报, 中泰证券研究所

■ 2016 年中外运敦豪在我国跨境航空物流市场份额 37%

相对于竞争激烈的国内快递市场，中外运敦豪主要经营国际快件。我国国际快递市场已形成了由 DHL、UPS、FEDEX 形成的寡头垄断，三者市场占比达 80%，行业内的竞争激烈程度相对较低，近年来中外运敦豪营业收入年均复合增速 6.2%。截止 2016 年中外运敦豪在我国国际快件市场份额 37%，成为我国国际快递市场的领跑者。

图表 11：外运发展和 DHL 各出资 50% 成立中外运敦豪



来源：公司官网，中泰证券研究所

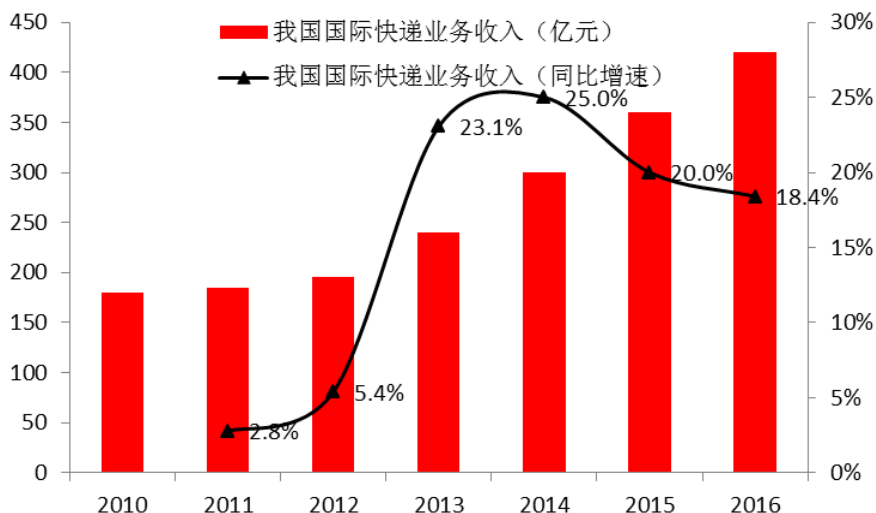
■ **亚太地区营收约占到 DHL 总收入的 25%。**

相对于其他三家国际巨头，DHL 对亚太市场最为重视，目前在亚太有三个转运中心，规模远领先于另外三家，亚太地区营收约占到 DHL 总收入的 25%。相对于国内快递业务，国际快递需要更多地资本投入和培育期，依靠 DHL 和外运发展遍及全球的快递网络，中外运敦豪优势明显。

■ **我们预计 17 年我国国际快递业务收入增速 20%**

随着海淘、代购兴起，根据 wind 数据自 2010 年以来我国国际快递业务收入年均复合增速 18%，2016 年我国国际快递业务收入 429 亿元，同比增速 18.4%。考虑进出口增速回暖，我们预计 2017 年国际快递业务收入增速 20%。

图表 12：我们预计 2017 年快递业务收入增速 20%



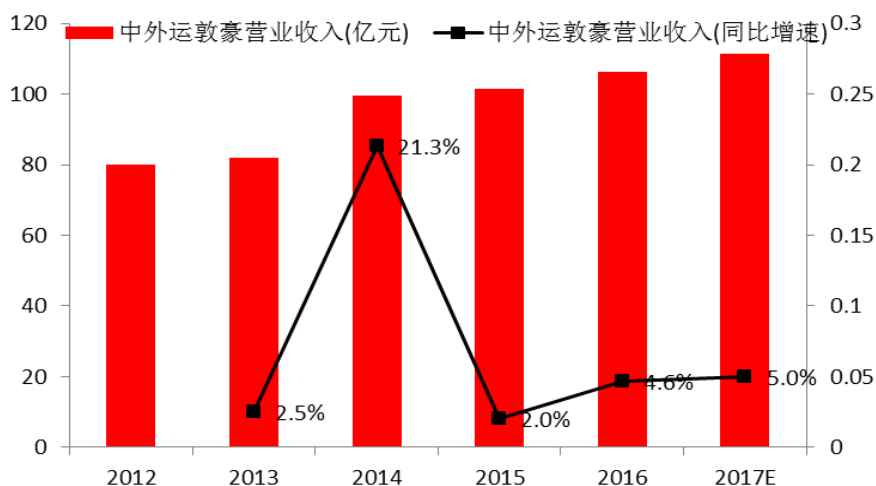
来源：wind，中泰证券研究所

我们预计 17 年中外运敦豪投资收益 8.6 亿元

■ **近年来中外运敦豪营业收入年均复合增速 6.2%**

2016 年中外运敦豪在我国跨境航空物流市场份额 37%，依托 DHL 和外运发展广泛的网点资源，国际快递服务覆盖 401 个城市，国内业务覆盖 128 个城市。近年来中外运敦豪营业收入年均复合增速 6.2%，2016 年中外运敦豪实现营业收入 106.2 亿元，净利润 16.1 亿元。我们预计 2017 年中外运敦豪营业收入增速 5%，有望达 111.5 亿元。

图表 13：我们预计 2017 年中外运敦豪营业收入增速 5%



来源：wind，中泰证券研究所

■ **我们预计 17 年中外运敦豪投资收益增速 12.4%**

近年来中外运敦豪投资收益在净利润占比均在 75%以上，成为外运发展主要利润来源。2016 年外运敦豪为公司带来 7.7 亿元投资收益，根据对 17 年中外运敦豪营业收入的预测，我们预计 17 年中外运敦豪投资收益 8.6 亿元，同比增速 12.4%。

图表 14：我们预计 17 年中外运敦豪投资收益 8.6 亿元，同比增速 12.4%

	2013	2014	2015	2016	2017E
外运发展净利润(亿元)	6.9	6.2	10.1	10	10.3
投资收益(亿元)	6.6	7.3	8.9	7.7	8.6
同比增速(%)	-	10.6%	21.9%	13.50%	12.4%
投资收益贡献业绩弹性	95.7%	118%	88%	77%	83%

来源：wind，中泰证券研究所

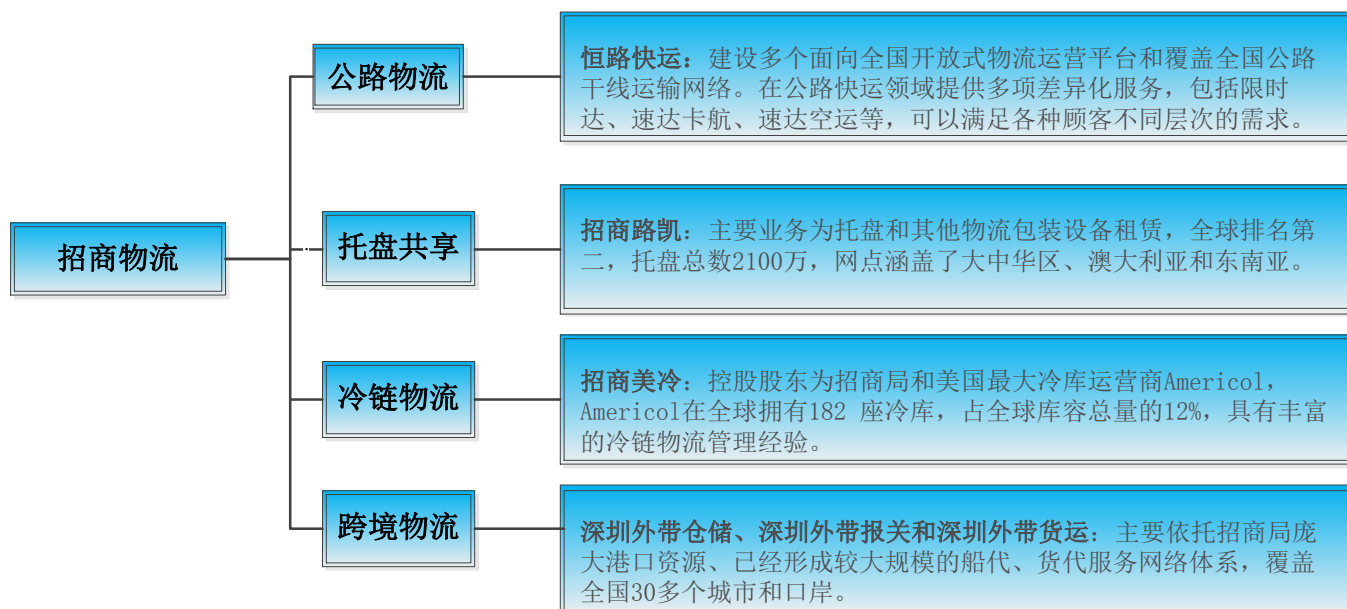
招商局集团成为控股股东 国改预期有望助力业绩成长

招商局入主带动国改预期 有望助力业绩成长

■ 2017 年 4 月中外运完成并入招商局集团相关手续

2015 年 12 月，根据国资委规划，公司原控股股东中外运长航整体并入招商局集团。原中国外运长航董事长赵沪湘先生为招商物流董事长，有利于加快物流板块的改革重组，目前改革多集中在中国外运长航集团层面，2017 年 4 月相关的工商变更登记手续已经全部完成，招商局集团成为外运发展控股股东。

图表 15：我们预计公司和招商旗下冷链物流、跨境物流存在整合协同空间



来源：招商物流官网，中泰证券研究所

■ 我们预计公司和招商旗下冷链物流、跨境物流存在整合、协同空间

招商局集团成为外运发展控股股东，我们预计国内综合物流服务商招商物流和国际业务优势明显的外运发展存在较大的整合、协同空间，互补性强。

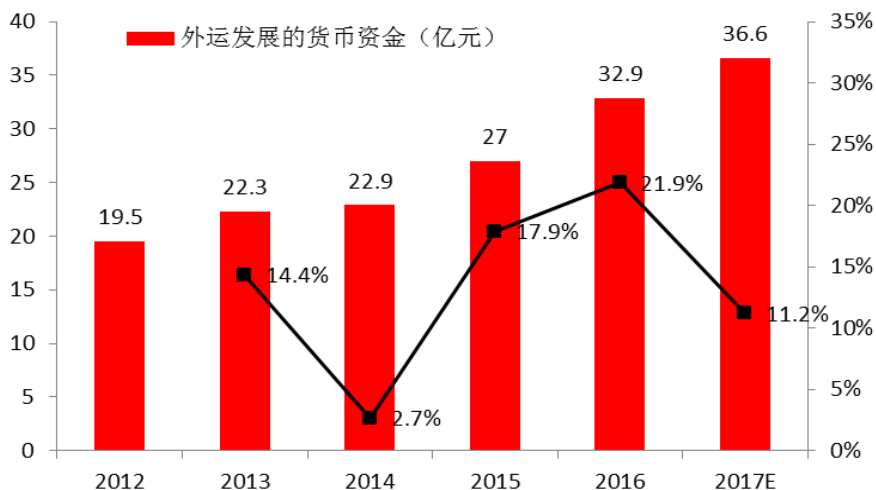
(1)作为招商局旗下唯一 A 股航空物流平台,有望和招商美冷等专业物流形成整合,招商美冷拥有国内 14 座冷库,自有冷藏车 106 台、500 余台外协冷藏车,运输网络覆盖全国主要城市,和外运发展业务交叉小、互补性强,二者如果实现整合有利于提高客户粘性和一体化服务质量;
 (2)跨境物流在仓储和客户资源方面存在协作空间,招商物流已经形成大规模的货代服务网络体系,服务覆盖全国 30 多个城市和口岸,和国际业务优势明显的外运发展存在较大协同互补空间。

公司现金流充裕 混改预期有望实现航货和物流协同

■ **我们预计 2017 年公司货币资金期末 36.6 亿元,同比增长 11.2%。**

近年来公司现金流充裕,以货币资金为例,2016 年货币资金期末余额 32.9 亿元,持有国航、东航和京东方等可出售金融资产 7.9 亿,两者合计近 41 亿元。我们预计 2017 年公司货币资金期末余额 36.6 亿元,同比增长 11.2%,公司现金流充裕为股权投资和混改提供了更多可能空间。

图表 16: 我们预计 2017 年公司货币资金同比增长 11.2%

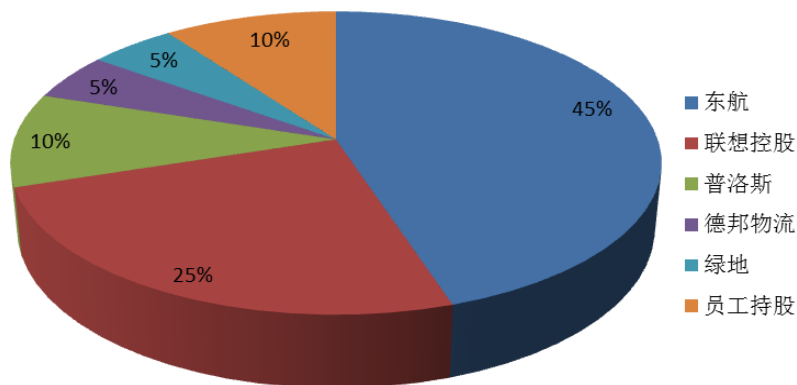


来源: wind, 中泰证券研究所

■ **引入物流快递资本 东航混改具有里程碑意义**

2017 年 6 月 19 日,东航物流混改落地,东航放弃绝对控股地位、引入联想控股、普洛斯和德邦物流等战略投资者。在引进资本的同时,实现航空货运和物流快递的优势互补,共同打造航空物流巨头。

图表 17: 东航物流混改实现航货和物流快递的优势互补



来源: wind, 中泰证券研究所

■ **我们认为公司在参与航空货运混改具有先发优势**

作为国内航空物流龙头标的，外运发展和航空货运存在天然上、下游关系。在航空货运混改注重引入物流快递资本的背景下，我们认为外运发展参与航空货运混改具有先发优势。参与航货混改有利于加大公司在航空物流产业链话语权，在航空运力、时效与航线选择能力增强，提高客户粘度和产品竞争力。

盈利预测和投资建议：目标价：21 元，首次覆盖给予“增持”评级

图表 18: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
603128.SH	华贸物流	8.40	0.34	0.42	0.49	24.5	20.0	17.1
002183.SZ	怡亚通	8.62	0.29	0.36	0.41	29.4	23.7	20.9
	平均值					26.9	21.8	19.0

来源: wind, 中泰证券研究所 注: 股价为 2017 年 6 月 27 日收盘价

- **重要假设:** (1) 2017 年公司营收增速 8.2%; (2) 2017 年中外运敦豪营业收入增速 5%, ; 相关分析详前面章节。
- **依托清关和海外布局优势货代业务市占率 20%。**外运发展是我国除敦豪(中国)外排名第二的航空物流公司，近年来占我国航空货代市场份额 20%以上。货运代理是公司的传统主业，依托清关专业优势和海外网点布局发展门对门的专业化服务，2014 年以来公司货代业务量占航空货运进出口运量 8%以上，我们预计 17 年公司货代业务量增速 3%。
- **跨境电商物流异军突起、增速领跑主业。**近年来我国跨境电商交易规模年均复合增速 22%，我们预计 17 年全国跨境电商交易规模增速有望达 20%。公司积极拓展电商物流业务，近年来年均复合增速 21%，16 年公司电商物流业务营收同比增速 40.9%。考虑到全国跨境电商需求保持高速增长、公司扩大和阿里菜鸟、亚马逊等主要客户合作，我们预计 17 年公司电商物流仍有望保持 35%以上的增长。

- **参股中外运敦豪，投资收益贡献主要利润来源。**16 年中外运敦豪在我国国际快递市场的份额 37%，成为行业板块的领跑者。近年来中外运敦豪营业收入年均复合增速 6.2%，我们预计 17 年中外运敦豪营业收入增速 5%，有望达 111.5 亿元；17 年中外运敦豪投资收益有望达 8.6 亿元，同比增速 12.4%。
- **招商局入主带动国改预期，有望助力业绩成长。**我们预计国内综合物流服务商招商物流和国际业务优势明显的外运发展存在较大的整合、协同空间，互补性强。公司现金流充裕为股权投资和混改提供了更多可能空间，我们预计 17 年公司货币资金 36.6 亿元。我们认为外运发展参与航空货运混改具有先发优势，有利于加大公司在航空物流产业链话语权，在航空运力、时效性与航线选择能力增强，提高客户粘度和产品竞争力。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 53.5、59、65 亿元，同比增长 8.2%、10.2%、10.2%，归属于母公司净利润为 10.3、11.5、12.5 亿元，同比增长 3.7%、11.8%、8.6%，对应的每股收益 EPS 分别为 1.14、1.27、1.38 元，给予 21 元目标价，对应 2017 年 16.6XPE。公司估值长期低于行业平均水平，货代主业稳中有升、电商物流增速可观但基数较小；17 年中外运敦豪投资收益仍是公司主要利润来源；招商局入主带来混改预期，航空货运和物流快递有望实现优势互补，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- **进出口贸易增速不及预期**
航空货运需求主要和国际贸易增速相关，近年来国际航空货运增长乏力，2016 年我国进出口贸易同比下降 6.8%，公司依托全球网点布局货代业务量增速降为 0.8%，远低于近年复合增速。进出口贸易增速成为影响航空货运需求重要因素。
- **跨境电商物流增速不及预期**
跨境电商物流高速增长是主业业绩增长的重要支点，跨境电商物流增速和进出口贸易增速、跨境电商拓展进度密切相关。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。