

## 外运发展 (600270.SH)

## 航空机场

评级：买入 维持评级

公司研究

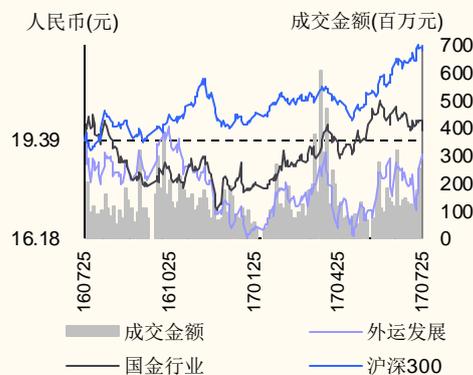
市场价格(人民币): 18.77元

## 招商局入主, 现金流充裕, 物流整合收购预期增强

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)	16,995.89
年内股价最高最低(元)	19.85/16.18
沪深300指数	3719.56
上证指数	3243.69



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.116	1.099	1.410	1.219	1.335
每股净资产(元)	8.04	8.20	9.35	10.07	10.91
每股经营性现金流(元)	0.06	-0.11	-0.05	-0.03	-0.01
市盈率(倍)	24.25	15.05	13.31	15.40	14.06
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	63.63%	-1.49%	28.26%	-13.54%	9.53%
净资产收益率(%)	13.87%	13.40%	15.07%	12.10%	12.24%
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

## 投资逻辑

- **专注电商物流业务发展, 贸易回暖利好传统货代业务:** 公司为国内货代业务龙头, 中国外运在全球货代公司中按规模排名第5。2017年欧美及中国经济复苏情况良好, 上半年我国进出口贸易金额同比增长12.96%, 驱动公司货代业务业绩增长, 同时公司推动网络化及集约化有效提升货代业务盈利能力。公司积极拓展电商物流业务, 选择与网易、阿里等大型电商平台合作, 在去年进口政策收紧情况下依旧有较高增长; 长期来看, 随着政策逐步明亮、消费升级, 跨境电商物流增速将持续维持在30%以上; 渡过业务拓展期后, 公司该业务毛利率也将稳步回升。
- **中外运敦豪: 贡献公司大部分利润, 专注跨境高端商务件:** 中外运敦豪贡献公司90%左右净利润, 具有专业化天地网络、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, 在中欧市场占据60%垄断份额。其主要利润来自于国际件业务, 专注于高端商务件, 提供差异化服务, 所以民营快递企业上市后即使加快布局国际业务, 细分领域不同, 对公司业务影响不大; 并且公司亦可受益于快递国际件业务量每年约40%的高速增长。
- **招商局入主, 强势整合物流板块:** 公司现大股东变为招商局集团, 集团现有金融、实业及投资业务三大平台, 实业中重点布局地产、新能源及交通领域; 我们认为在招商局集团业务版图扩张的过程中, 物流作为支柱型产业将是支撑招商局核心产业扩张的基本要素, 所以做大做强物流业务将是集团未来发展的重要方向。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, 凭借集团强大的资源整合能力及公司充裕现金流, 未来在物流整合、兼并收购做大做强方面将迈出实质性的步伐。

## 投资建议

- 我们假设公司现账面股票今年内将全部卖出, 公司2017-19年EPS预计为1.41/1.22/1.34元/股。贸易回暖利好传统货代业绩提升, 积极发展电商物流业务, 与大型电商平台合作, 期待放量; 中外运敦豪专注国际高端商务件, 细分领域打造龙头地位; 物流是招商局集团未来业务发展基础支柱, 公司现金流充裕, 未来在物流整合、兼并收购做大做强方面将迈出实质性的步伐。给予“买入”评级。

## 风险

- 人民币大幅贬值, 宏观经济下行

## 相关报告

1. 《投资收益贡献利润, 招商局入主期待改革-外运发展公司点评》, 2017.4.26
2. 《投资收益支撑业绩, 2017 重点关注改革进程-外运发展公司点评》, 2017.3.22
3. 《三季度航空货代回暖, 欧元升值拖累业绩增长-外运发展公司点评》, 2016.10.27
4. 《业务划分明晰, 改革稳中有进-外运发展公司深度研究》, 2016.10.11
5. 《跨境电商物流高增长, 欧元升值拖累业绩-外运发展公司点评》, 2016.8.24

沙沫

联系人  
(8621)60230253  
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

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

## 内容目录

专注跨境电商物流业务，贸易回暖利好传统货代业务.....	3
贸易回暖利好货代业务规模上升，网络化、集约化进一步提升业务盈利能力	3
跨境电商市场稳步增长，交易规模不断扩大.....	5
中外运敦豪：贡献公司大部分利润，国际件市场差异化竞争.....	7
中外运敦豪稳步发展，多元竞争力贡献巨额收益.....	7
欧元/美元走势或影响中外运敦豪未来收益.....	8
中外运长航整体并入招商局集团，未来将强势整合物流业务.....	9
招商局集团业务多元，物流运输将是核心业务拓展支柱.....	9
未来将强势整合物流业务.....	10
现金流充裕，存在收购预期.....	11
盈利预测.....	12

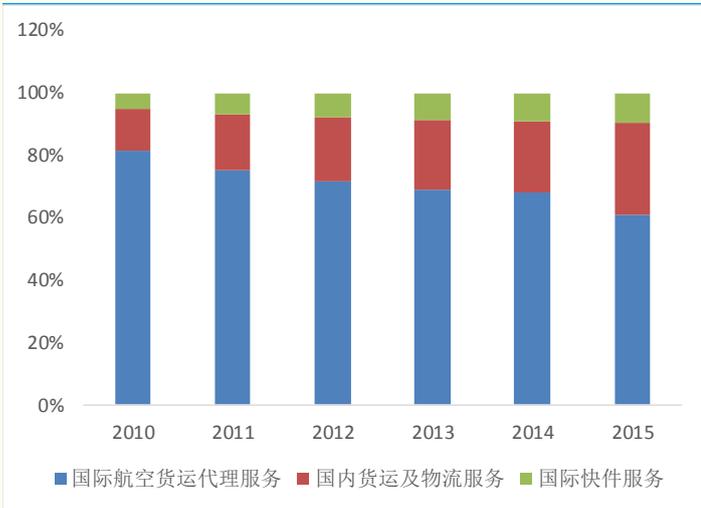
## 图表目录

图表 1：2010-2015 年公司业务营业收入占比.....	3
图表 2：2016 年公司业务营业收入占比.....	3
图表 3：2016 年全球货运代理企业前十名吞吐量.....	4
图表 4：2016 年全球第三方物流供应商前十名营业额.....	4
图表 5：2015-2017 年进出口金额及增长率.....	4
图表 6：2012-2016 年公司货运代理营收、毛利增长率.....	4
图表 7：民航货邮周转量增速.....	5
图表 8：水上货运量.....	5
图表 9：2011-2016 年国际航空货运进出口量.....	5
图表 10：快件业务/跨境电商业务业务量及毛利率变化.....	6
图表 11：2011-2016 年中国跨境电商交易规模.....	6
图表 12：快递国际件业务增速.....	8
图表 13：快递国际件收入增速.....	8
图表 14：2008-2016 年中外运敦豪经营情况.....	8
图表 15：美元兑人民币中间价.....	9
图表 16：欧元兑人民币中间价.....	9
图表 17：招商局集团未来业务分类.....	10
图表 18：招商局物流业务一览.....	11
图表 19：公司持有股票价值.....	12
图表 20：盈利预测.....	13

### 专注跨境电商物流业务，贸易回暖利好传统货代业务

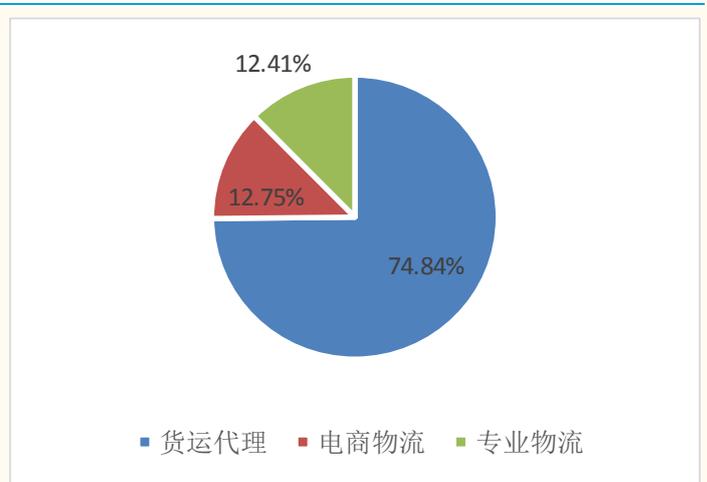
- 公司近几年在保持传统货代业务份额的同时，积极开发跨境电商物流业务。2010-2015年，公司国际航空货运代理服务的营业收入占比逐年减少5%，而国内货运及物流服务业收入占比以3%的速度稳步上升，国际快件服务收入占比也呈上涨趋势。2015年，公司国际航空货运代理服务、国际快件服务、国内货运及物流服务营业收入占比分别为61.1%、9.58%、29.32%。
- 2016年，为顺应行业发展，公司将原有的国际航空货运代理服务、国际快件服务和国内货运及物流服务重新梳理调整为货运代理、电商物流和专业三大业务板块。调整后的三项业务营业收入占比分别为74.84%、12.75%和12.41%，对应营业收入36.27亿元、6.17亿元和6.01亿元。营收占比最小的专业物流毛利率在三项业务中最高，为8.89%；营收占比超7成的货运代理毛利率第二，为7.02%；电商物流毛利率较其他两项业务较低，为5.64%，主要是由于2016年加大了业务开展及销售力度，致使毛利率短期下行。

图表 1：2010-2015 年公司业务营业收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2016 年公司业务营业收入占比

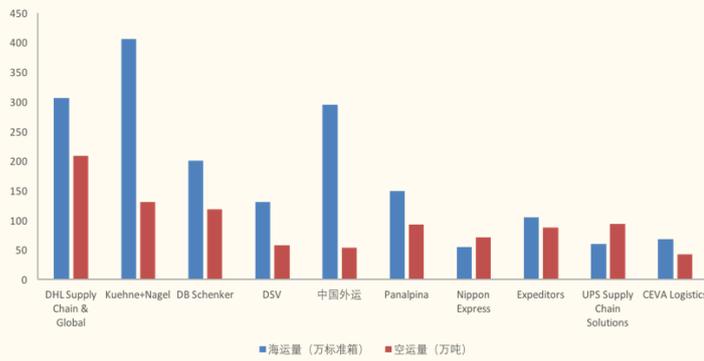


来源：公司公告，国金证券研究所

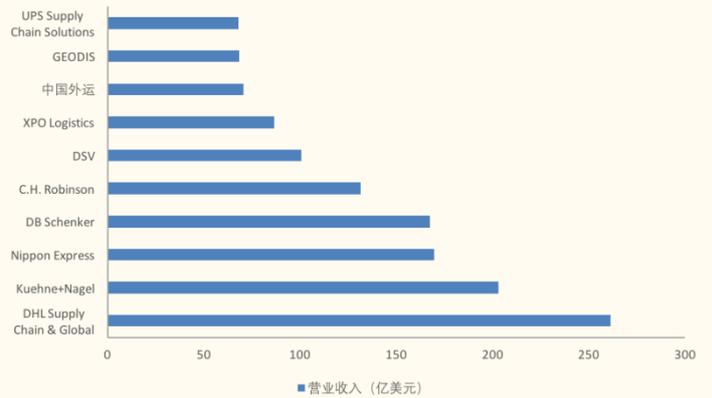
### 贸易回暖利好货代业务规模上升，网络化、集约化进一步提升业务盈利能力

- **货代业务简介：** 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。货运进口主要包括海外工厂提货、海外清关、海外订舱、国际段运输、进口仓储、进口清关、转运、派送；货运出口分为国内工厂提货、出口报关、国内转运、口岸订舱及操作、国际段运输、海外清关及操作、目的地转运即派送和多式联运服务；而国内货运业务则以提供国内“仓储+派送”服务为主。
- **中国外运货代业务规模全球第五：** 外运发展作为国内最早上市的空运货物运输代理企业，具有丰富的操作经验，在国内国外具有强大的网络系统；航线运力充足，与国内三大航及国际主要航空公司签署了业务合作协议，拥有充足的运力资源；拥有丰富的物流设施，核心枢纽、仓储及车辆；具有良好的品牌形象和社会声誉，竞争优势明显。2016年，公司母公司中国外运股份有限公司位列 Armstrong & Associates, Inc. 全球货运代理 25 强名单中的第 5 位（根据吞吐量和营业额排名），中国外运国际航空货运代理业务实现代理总量 42.18 万吨，同时是全球第 8 大第三方物流供应商（根据营业额排名）。而近期根据物流权威杂志《Transport Topics》公布的 2016 海运货代排名 50 强，中国外运以年处理量 280 万 TEU 排名第三。公司依托母公司的资源优势，预计外运发展将在竞争中占据更多市场份额。

图表 3: 2016 年全球货运代理企业前十名吞吐量



图表 4: 2016 年全球第三方物流供应商前十名营业额



来源: Armstrong & Associates, Inc., 国金证券研究所

来源: Armstrong & Associates, Inc., 国金证券研究所

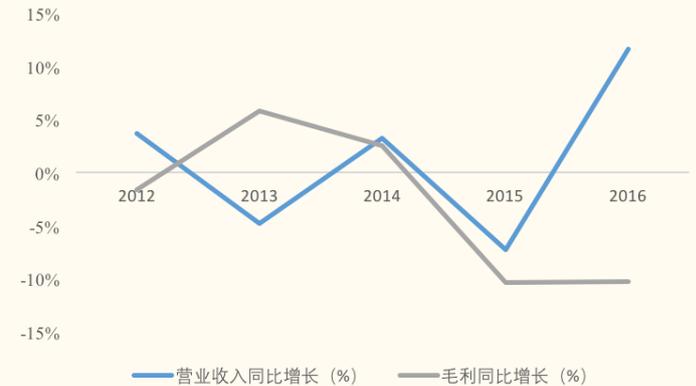
- **贸易回暖利好公司货代规模上升:** 货运代理业务业绩主要受进出口业务量、运价水平及货源结构影响。在经历连续 2 年净出口负增长之后, 2017 年欧美及中国经济复苏情况良好, 上半年我国进出口贸易金额接近 2 万亿美元, 同比增长 12.96%。进出口贸易活跃驱动公司货代业务业绩增长, 2017 年第一季度总营业收入 12.2 亿元, 同比增长 28.54%, 货运代理、电商物流和专业物流三个板块营收均同比增长。
- **区分海运及航空业务来看,** 预计上半年整个货代行业的需求增量将达到 10%左右。2016 年民航货邮周转量达到 221 亿吨公里, 同比增长 7%; 国际航空货邮周转量为 149.3 亿吨公里, 同比增长 6%。今年 1-5 月累计国际航空货邮周转量同比增长 11.9%。上半年全国水运货运量达到 31.9 万吨, 同比上升 7.7%。目前, 我国航空货代市场快速增长, 航空货运能力有较大提高, 航空物流园区和货运中心建设正在兴起。加之宏观政策利好, “一带一路” 战略的开展, 航空货运前景乐观。

图表 5: 2015-2017 年进出口金额及增长率



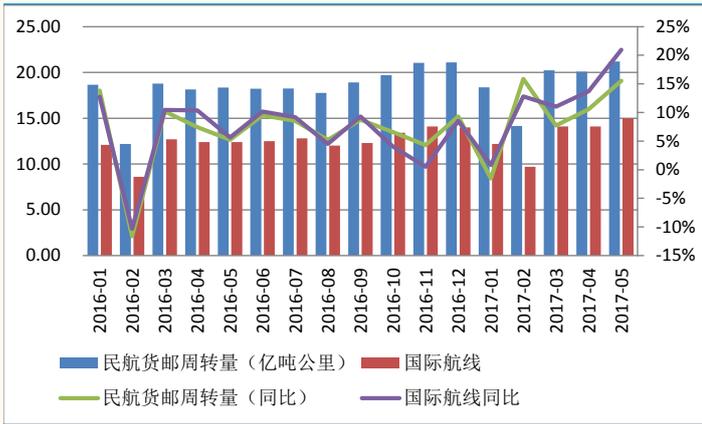
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 2012-2016 年公司货运代理营收、毛利增长率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 7: 民航货邮周转量增速



来源: wind, 国金证券研究所

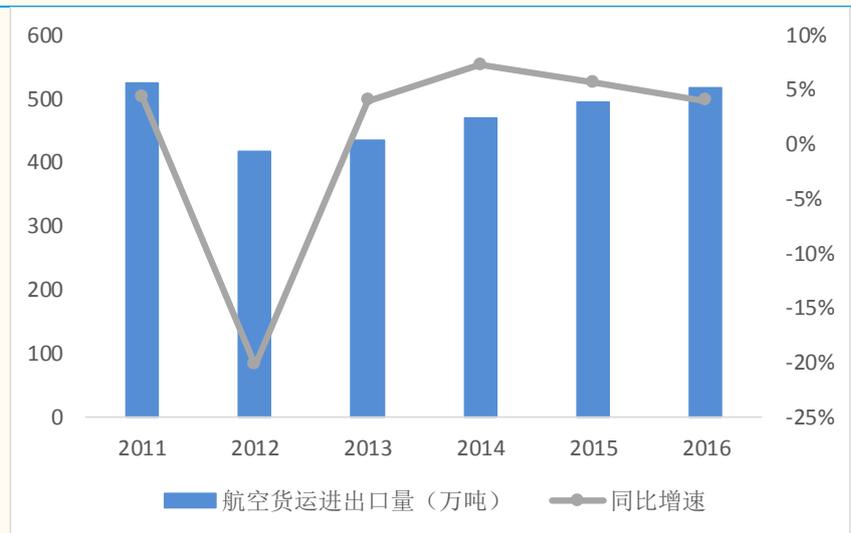
图表 8: 水上货运量



来源: wind, 国金证券研究所

- 在货代业务规模稳健发展的情况下, 公司以“打造标准化产品、推动集约化和网络化、整合运力资源”, 以降低采购成本提升作业效率; 网络化方面公司在前几年也开始尝试货代服务线下向线上转移, 寻求传统业务模式突破。

图表 9: 2011-2016 年国际航空货运进出口量



来源: 国际航空运输协会, 国金证券研究所

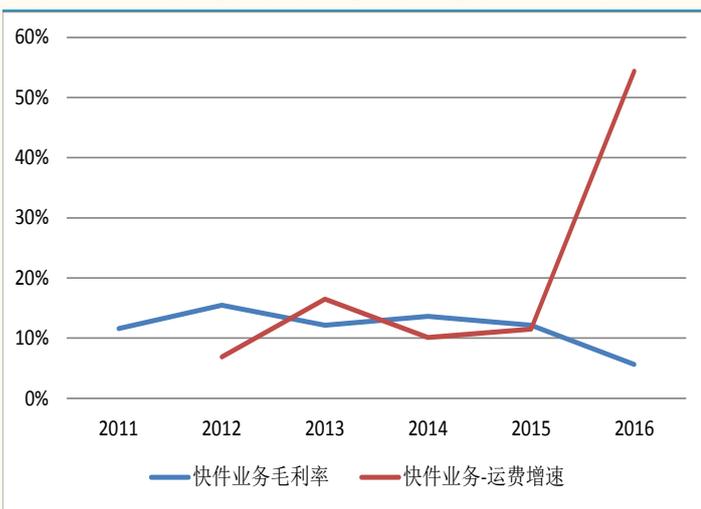
### 跨境电商市场稳步增长, 交易规模不断扩大

- 公司电商物流板块包括电商物流 (含出口电商和进口电商)、国际快件等服务, 是为跨境电商企业提供端到端物流供应链服务的专业板块, 电商客户提供专业的物流解决方案。
- 从行业来看, 中国跨境电商市场稳步增长, 交易规模不断扩大。据中国电子商务研究中心(100EC.CN)监测数据显示, 2016 年, 中国跨境电商交易规模 6.7 万亿元, 同比增长 24%。其中跨境出口交易规模达 5.5 万亿元, 跨境进口交易规模达 1.2 万亿元。2016 年中国跨境电商出口占比达到 82.08%, 进口比例 17.92%。预计到 2018 年, 中国的海淘人数将达 3560 万, 整体市场规模也将突破 10 万亿元大关。
- 跨境电商物流将走向正规化, 与大型电商平台合作期待放量。目前国内海关阳光化不到 20%, 灰色途径居多。通过对跨境电商进口物流模式的研究, 发现较强的国际物流服务能力以及跨境电商物流网络的协同能力, 将会成为跨境电商物流的核心竞争力。跨境电商试点将更大范围推广, 公司将是首选合作伙伴; 目前, 我国有 10 个跨境电商试点城市, 分别是上海、重庆、杭州、宁波、郑州、广州、深圳、天津、

福州、平潭，未来试点城市有望增加。在跨境 B2C 物流的两大主流模式——直邮、保税下，公司均具备一定竞争优势。其中，直邮模式下，公司的国内外布局、完善的航空合作网络和优异的通关能力是其核心竞争力；保税模式下，公司在国内主要机场和经济技术开发区拥有的充足的保税仓库资源和专业的仓储管理系统为其业务开展提供了保证。公司在该业务的开展上主要选择与网易、苏宁、敦煌网、阿里等大型平台合作，以其完善的物流网络和综合成本优势，成为跨境电商企业的首选合作伙伴，将受益试点推广。

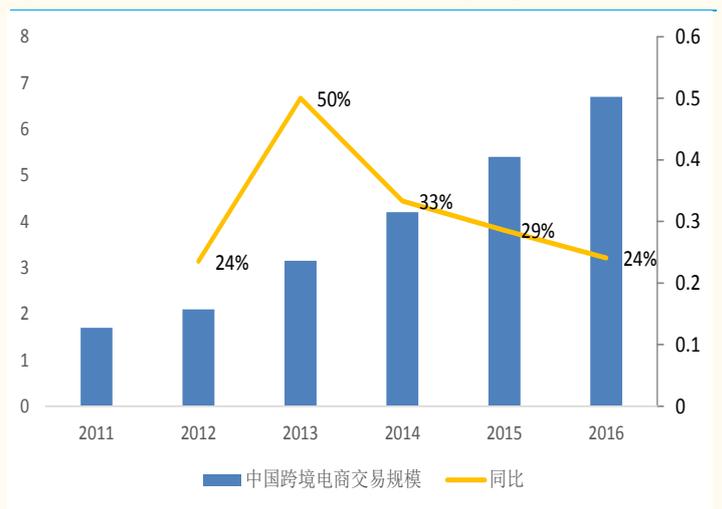
- 政策收紧下电商物流业务逆势增长，长期消费升级保障跨境电商需求。**去年 4 月 8 日，我国出台了《跨境电子商务零售进口税收政策》，跨境电商消费的税率优势减弱，公司顺应跨境电商发展趋势，集中发展出口电商物流。新政虽然取消了免税额度等税率优势，但是，消费者在跨境电商高速发展的几年里已经培养了通过电商跨境购物的消费习惯，加之消费者对于国外品质上乘的品牌商品的需求不减，跨境电商消费的需求并未因此减弱。另一方面，此次新政出台规范了跨境电商行业，打消了企业涉足行业和制定发展策略时的不确定性，有利于更多观望的企业进入跨境电商行业。另外，商务部将新政延期执行的做法给予全行业一个缓冲，帮助企业调整策略，对接“新政实施期”。总体来看，新政的出台并不会对进口零售造成长时间负面影响，公司的电商物流进口业务还有上升空间。受国内跨境电商政策的影响，公司注重进口跨境电商直邮及出口跨境电商物流业务，在深耕菜鸟、网易等核心客户的同时，积极拓展新客户、新产品，凭借跨境电商出口业务增长，2016 年电商物流业务实现营收 6.18 亿元，同比增加 40.85%。
- 未来跨境电商物流业务增速或高于 30%，毛利率将逐步回升。**由于公司业务板块在 2016 进行重新调整，我们难以对比跨境电商物流业务的发展状况。由于在业务拓展其单件收入可能会较正常低，所以难以以收入端增速测量业务量增长，我们使用 2011-2015 年包含跨境电商业务的快件业务成本端中的运输费增速及 16 年我们采取电商物流业务成本中的运输费增速来观察跨境电商业务量的增长。公司该业务在 2016 年通过与各大电商平台合作后开始放量，2016 年同比增速达到 50%以上；但是由于业务拓展，毛利率水平进一步下降。未来行业增速或维持在 30%左右，随着进口政策逐步明朗化，进口业务或将有高速发展。

图表 10：快件业务/跨境电商业务业务量及毛利率变化



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 11：2011-2016 年中国跨境电商交易规模



来源：中国电子商务研究中心，国金证券研究所

- 专业物流：**公司专业物流板块主要是为高端产业客户提供定制化的门到门一揽子物流解决方案和全程综合物流服务，主要涉及平板显示、半导体、航空航天、通讯及电子、会展赛事等多个行业。2016 年公司专业物流营业收入 6.01 亿元，同比增长 1.12%，毛利率增加 1.59 个百分点到 8.89%。

## 中外运敦豪：贡献公司大部分利润，国际件市场差异化竞争

### 中外运敦豪稳步发展，多元竞争力贡献巨额收益

- 公司参股 50%的中外运敦豪国际航空快件有限公司成立于 1986 年，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。全球员工人数超过 325,000 人，几乎能够为各种物流需求提供完美的解决方案。在中国中外运敦豪共设立分公司 73 家、速递中心 88 个，是中国国际航空快递的龙头企业。
- **中外运敦豪产品丰富，竞争力多点开花：**中外运敦豪主要提供国内快递、国际快递和运输服务，而其收入主要来源于国际快递。自 1986 年 DHL 成立与中外运合资公司后，至今已发展成为拥有专业化天地网络、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的国际龙头，是中国第一大国际快递运营商，在中欧国际快递市场上占据 60%的垄断市场份额，每年为公司贡献 9 亿元左右的净利润，竞争优势明显。
- **外资企业倾向于附加值更高的国际件业务：**从行业角度来看，快递业务中的国际及港澳台快递业务在 2012 年后呈现高速增长，近 5 年快递业务量复合增速达到 37.2%。根据德勤《中国快递行业发展报告 2014》数据显示，外资快递企业鲜少涉及国内的异地件及同城件，主要是还是着重国际件业务。而国际及港澳台业务中，外资、国有及民营快递企业在业务量的分布上属于三分天下，外资占比 28.3%；而在该业务收入分布上外资占比一半以上，国有及民营快递企业均不到四分之一。可见在国际件业务的产品结构上外资企业承揽业务的附加值更高。
- **民营快递企业国际快递业务市占率将进一步提升：**我们认为在短期来自同行业其他公司的竞争压力可能会压制中外运敦豪的业绩增长。国内龙头民营快递企业在去年上市后，纷纷加大对国际业务的重视及投入，我们可以看到“三通一达”在 2016 年年报中也开始区分国际业务。2016 年，申通国外地区快递业务收入是去年的近 8 倍，顺丰是去年的 4 倍，圆通也翻了一番；2016 年顺丰、圆通、申通国际业务收入市占率大概在 4%左右，未来随着各家国际业务的拓展及跨境电商带来的国际业务增加，民营快递企业国际件市占率将进一步提升。
- **外资民营在国际件业务专注于不同细分领域，直接竞争压力小：**目前从各家国际业务开展状况来看，由于在海外没有完善的物流网络及资产，大部分民营企业依旧采取干线外包、国际端加盟的模式，其本质属于国际件国内落地配业务。所以对于产品附加值较高，对运输时效性及质量具有较高要求的产品，依旧会持续选择具有优质国际网络的外资快递企业。所以即使伴随着民营快递的发展，对于外资快递原来所涉及的国际件细分行业并不构成严重影响；并且外资企业也将受益于行业高速增长。

图表 12: 快递国际件业务增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 快递国际件收入增速

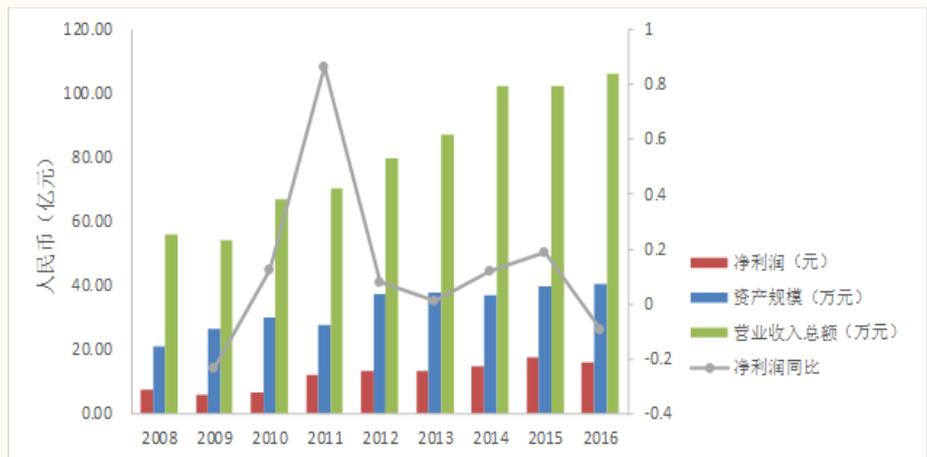


来源: wind, 国金证券研究所

### 欧元/美元走势或影响中外运敦豪未来收益

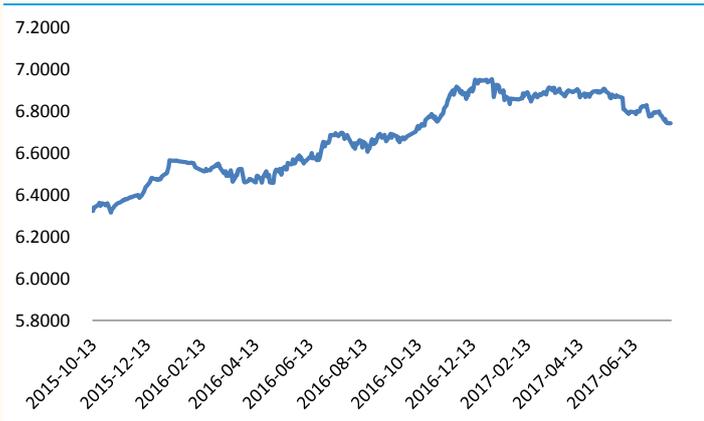
- 中外运敦豪一般贡献公司 90%左右的业绩，2016 年，中外运敦豪盈利 16.1 亿元，同比下降 9.33%，主要是受欧元兑人民币升值影响，贡献投资收益 7.7 亿元，占公司净利润的 77%。2008-2016 年，中外运敦豪快递投资收益年均增长 13.3%，支撑业绩向上。目前，我国国际快递发展势头较好，预计未来三年中外运敦豪快递业务净利润将保持 10% 以上的增速，有力支撑公司业绩。
- 现在，中外运敦豪盈利营业收入以人民币计算，而成本端约 40% 的网络使用费以美元计价，但最终结算以美元或欧元计算。年初至今，美元兑人民币贬值 2.8%，欧元兑人民币升值 7.72%，所以预计今年成本端汇兑损益对利润仍会有一些的负面影响，但相比去年影响将减弱。

图表 14: 2008-2016 年中外运敦豪经营情况



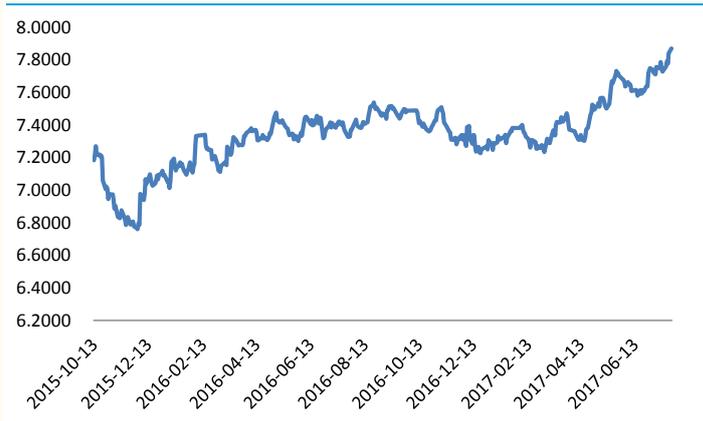
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 15: 美元兑人民币中间价



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 欧元兑人民币中间价



来源: wind, 国金证券研究所

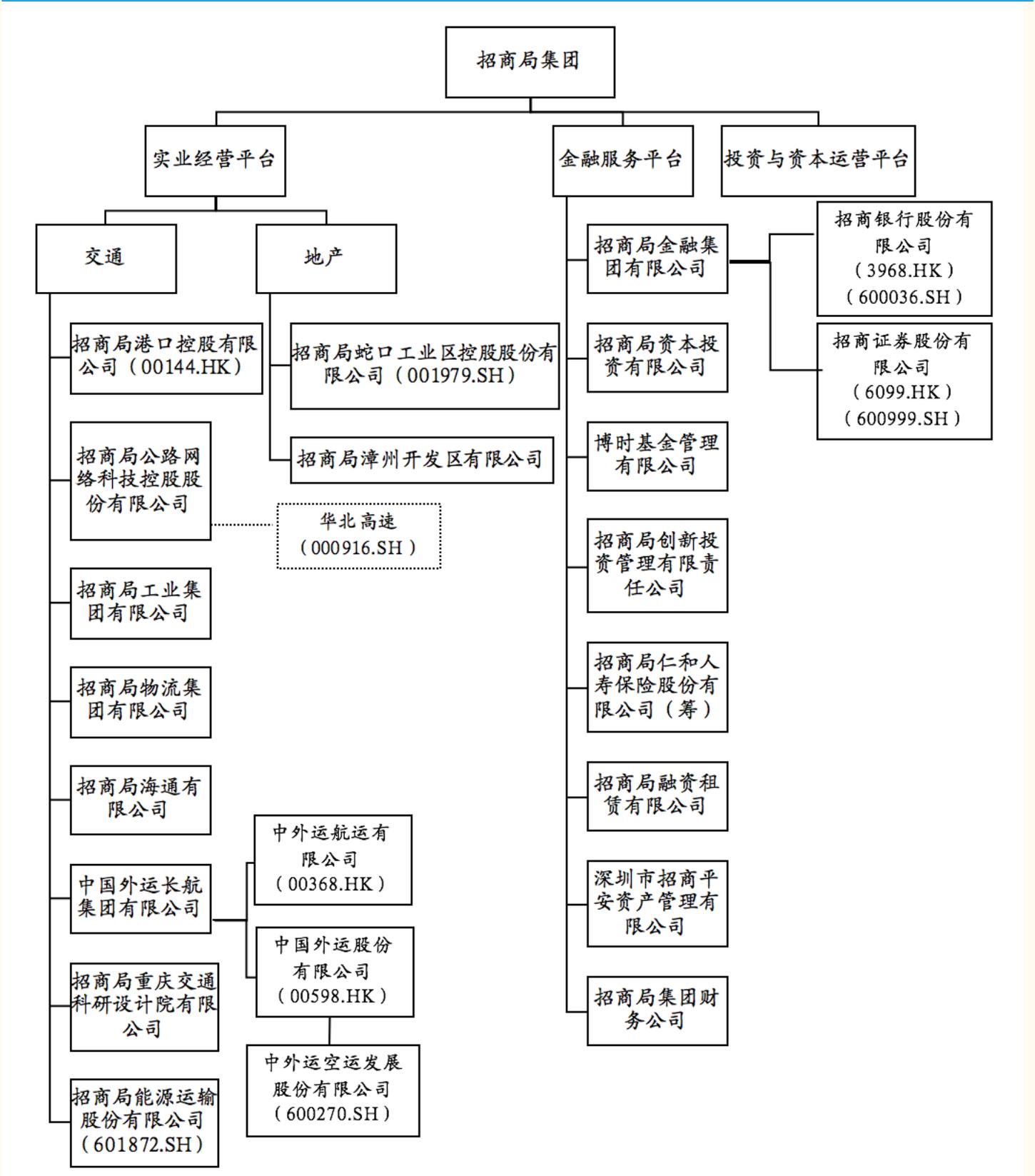
## 中外运长航整体并入招商局集团, 未来将强势整合物流业务

### 招商局集团业务多元, 物流运输将是核心业务拓展支柱

- 招商局集团业务多元, 主要有金融、地产和交通三大板块。金融板块包括银行、证券、基金及基金管理、保险及保险经纪等业务。招商银行在国内外多个城市设有分支行, 现在是中国领先的零售银行。招商证券 2009 年上交所上市, 2016 年香港联交所上市, 已连续九年得 A 类 AA 评级。2012 年成立的招商局资本管理现有资产近 1700 亿元, 集团旗下其他基金管理总规模均超过 1 万亿元。
- 地产业务主要涵盖园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营。园区开发与运营主要由招商蛇口和招商漳州负责, 业务覆盖深圳、香港、广州、北京、上海等全国大中城市, 开发面积将近百平方公里。社区开发与运营包括开发和运营各品类住宅产品, 由旗下品牌——招商地产领头。邮轮产业建设与运营主要负责邮轮母港及配套建设、蛇口码头客运服务等; 2015 年, 招商系参与的邮轮港口城市中, 天津、青岛、上海、厦门四个城市接待邮轮旅客 228.3 万人次, 占当年全国总接待游轮旅客人次的 92%。
- 交通产业包括港口、公路、航运、物流、海洋工业和贸易。港口方面, 招商局集团在全球 19 个国家和地区拥有 49 个港口, 国内港口分布于香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、厦门湾及湛江等, 海外也成功在多大洲布局。2016 年, 集团企业完成集装箱吞吐量 9577 万 TEU, 同比增长 14.5%, 是中国最大的港口开发、投资和营运商。公路业务方面, 集团在 2016 年 8 月底重组公路板块, 组建招商局公路网络科技控股股份有限公司(“招商公路”)。截至 2016 年底, 招商公路管理和投资参股的公路、桥梁、隧道的总里程 8203 公里, 投资经营的收费公路项目主要分布在全国公路主干线上, 遍及 18 个省市。
- 招商新能源位于香港, 以新能源投资管理为主业务, 旗下的联合光伏集团有限公司(00686.HK)是国内生态发展解决供应商的领跑者。招商新能源项目遍及国内内蒙、青海、宁夏、山西、湖北、新疆、甘肃、云南、山东、江苏、河北、广东等地, 在英国六个地区也有新能源项目。
- 近年来, 招商局资本动作频繁。今年 6 月 14 日华北高速公告, 招商公路拟换股吸收合并华北高速, 华北高速换股价 5.69 元/股, 招商公路发行价 8.18 元/股, 换股比例为 1: 0.6956。6 月 14 日, 锦州港公告, 招商局集团将投资控股辽宁港口集团的前提下, 将主导辽宁港口集团所辖企业的经营管理; 推进辽宁港口集团所辖港口的业务重组和架构优化调整, 全面提升港口协作发展, 提升国际竞争力。在招商局集团业务版图扩张的过程中, 物流作为支柱型产业将是支撑招商局核心产

业扩张的基本要素，所以做大做强物流业务将是集团未来发展的重要方向。

图表 17：招商局集团未来业务分类

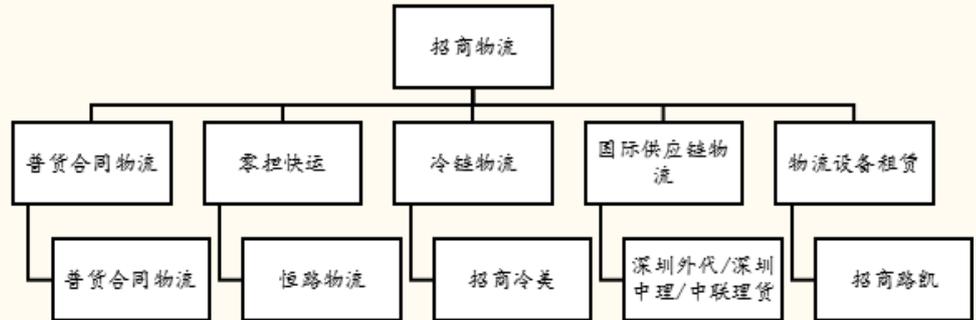


来源：招商局官网，国金证券研究所

未来将强势整合物流业务

- 2016年4月，招商局集团成立综合物流事业部，招商局物流与中外运长航“两块牌子、一套人员”，预计未来两家物流企业将进行整合。截至2016年底，在全国设立了物流运作网点2443个，全球38个国家和地区拥有自营网点96个，业务范围覆盖全球主要贸易国家和地区。集团物流业务资源优势明显，在全国拥有和控制仓储堆场面积合计1023万平方米。
- 招商物流主营国内综合物流业务，包括货物运输及仓储业务。自2000年成立以来，招商物流实现了年复合增长率30%以上的高速发展，截至2016年底，招商物流总资产达到178亿元，2016年实现营业收入132亿元，利润总额9.1亿元。招商局物流涵盖普货合同物流、零担快运、冷链物流、国际供应链物流、物流设备租赁五大业务协同发展的立体化服务网络。此外，招商物流也积极尝试危化品物流、供应链金融等专业物流服务，积极推动业务及发展模式创新，包括开展跨境电商服务等。招商物流拥有自有土地规模超过200万平方米，自建仓库达到114.8万平方米，经营仓库面积达到221万平方米，可控车辆超过30,965台。招商物流已经在华东、华北、东北、西南、西北、华中、华南7大经营区域拥有全国性物流网络实体，在全国153个城市设立了物流运作网点818个，物流配送可及时送达全国700多城市，全国性物流网络布局初具规模。

图表 18：招商局物流业务一览



来源：招商局物流官网，国金证券研究所

- 中外运长航主营国际航空货代。而中外运长航主要业务是物流、航运和船舶重工，中国外运长航是中国最大的国际货运代理公司、最大的航空货运和国际快件代理公司、第二大船务代理公司，是中国最大的综合物流运营商，其第三方物流和货运代理服务分别位居全球第八名和第五名。中国外运长航控股两家A股上市公司、两家香港上市公司，下属境内外企业730余家，网络范围覆盖了全国所有省、自治区、直辖市，以及香港、韩国、日本、加拿大、美国、德国等50个贸易国家和地区，与400多家知名的境外运输与物流服务商建立了业务代理和战略合作伙伴关系。业务遍及国内各省市和口岸，年报关量、预录入量均超过一百万票。通过世界各国的海外代理，中国外运长航搭建了在世界主要贸易地区的业务平台，形成遍布全球的货运代理网络。
- 两物流平台整合协同效应显著：招商物流将进一步整合内外部各种物流资源，加快与中外运长航协同合作，充分发挥旗下五大业务平台综合效应，运用互联网技术、大数据分析，利用新运力组织模式及供应链管理信息系统等现代信息技术平台，创造高价值物流服务，全方位培育立体化供应链物流生态圈。而两大物流平台整合后，将产生以下协同效应：1) 利好物流资产整合，结合双方的海运、空运、陆运、仓储及客户等资源，有助于打造中国领先的全供应链物流服务商和一站式服务，提高全球性的综合物流服务能力；2) 无缝衔接远洋及内河能源运输，保证能源运输安全；3) 内部良性竞争机制，可激发管理层的积极性

现金流充裕，存在收购预期

- 公司 2017 年一季度账面现金 33.17 亿元，5 月 5 日至 6 月 15 日，公司累计出售中国国航（601111）3090 万股，占公司总股本的 0.21%，上述减持共计获得投资收益 1.9 亿元，回流资金约 3 亿元，占 2016 年净利润的 19.1%。截至 6 月 16 日，公司持有中国国航股票 4,490 万股，占该公司总股本的 0.31%；持有东方航空（600115）314.18 万股，占该公司总股本的 0.02%；持有京东方 7820 万股，占该公司总股本的 0.22%。若按 7 月 24 日收盘价计算，若出售全部股票，公司资金回流 7.45 亿元，投资收益 1.8+1.8（其他综合收益转回）=3.6 亿元。
- 所以账面现金加流动性较高的股票，公司可支配现金约 43.6 亿元。充裕现金在手，公司存在进一步收购物流资产预期。

图表 19：公司持有股票价值

股票名称	截至 6 月 16 日持有	2016 年 12 月 30 日	2017 年 7 月 24 日收	现金回流（万元）	投资收益（万元）
中国国航	4490	7.12	9.1	40,859.00	8,890.20
东方航空	314.18	7.07	6.94	2,180.41	-40.84
京东方	7820	2.84	4.03	31,514.60	9,305.80
总计				74,554.01	18,155.16

来源：wind，公司财报，国金证券研究所

- 2017 年 6 月 19 日，东航物流宣布将实现股权多元化改革。根据协议内容，东航集团、联想控股、普洛斯、德邦、绿地、东航物流核心员工将分别持有东航物流 45%、25%、10%、5%、5%、10% 的股份。东航物流混改方案落地，是国企混改，尤其是民航领域混改里程碑事件，为今后的国企混改提供了积极的借鉴作用。国货航为平台的民航业混改同样值得积极关注，预计也将引入民营物流快递公司，组建新的国货航公司，整合国航和南航的枢纽航线网络和民营企业的供应链管理、终端客户资源等优势，提高我国航空物流业的国际竞争能力；外运发展作为航空货代领域龙头，极有可能参与航空货运混改，提升与上游航空企业的关联关系。

### 盈利预测

- 本年度国内进出口回暖，行业海运及航空货代整体需求增长预计达到 10% 以上，公司作为行业龙头，叠加去年低基数，本期传统货代业务收入或有 20% 左右增速。
- 跨境电商行业市场交易规模增速依旧维持 30% 左右，公司与大型电商平台合作，依旧将持续放量，去年由于业务拓展，毛利率下降较快，所以未来几年毛利率增速将回升。
- 中外运敦豪营收方面主要关注跨境高端商务件增速，通达系对其影响较弱，由于本期成本端结算既有美元也有欧元，欧元今年升值幅度较大，成本端或依然有一定的负面影响。
- 投资收益中将确认公司出售股票损益，根据前文计算公司倘若今年将所持有股票全部卖掉，按现在股价本期应确认投资收益约 1.9+3.6=5.5 亿元。考虑股票价格波动，我们在盈利预测中假设今年变卖股票获得投资收益约 4.5 亿元。

**图表 20：盈利预测**

收入增速	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	14%	21%	13%	18%
货运代理	12%	20%	10%	15%
电商物流	41%	35%	30%	30%
专业物流	1%	5%	5%	5%
其他	49%	50%	50%	50%
<b>毛利率(%)</b>				
货运代理	7%	7%	7%	7%
电商物流	6%	6%	7%	8%
专业物流	9%	10%	10%	10%
其他	10%	10%	10%	10%
<b>中外运敦豪投资收益(亿元)</b>	<b>7.71</b>	<b>8.48</b>	<b>9.75</b>	<b>11.22</b>
增速	-13%	10%	15%	15%

来源：公司财报，国金证券研究所

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,171	4,353	4,950	5,985	6,790	7,984	货币资金	2,289	2,702	3,291	3,696	3,828	4,081
增长率		4.4%	13.7%	20.9%	13.5%	17.6%	应收账款	958	989	1,102	1,370	1,554	1,828
主营业务成本	-3,774	-3,968	-4,596	-5,539	-6,266	-7,357	存货	4	4	3	5	5	6
%销售收入	90.5%	91.2%	92.9%	92.6%	92.3%	92.1%	其他流动资产	306	156	454	386	369	411
毛利	397	384	353	445	524	628	流动资产	3,558	3,850	4,851	5,457	5,756	6,325
%销售收入	9.5%	8.8%	7.1%	7.4%	7.7%	7.9%	%总资产	46.7%	45.7%	54.8%	55.2%	54.2%	54.5%
营业税金及附加	-8	-8	-19	-21	-24	-28	长期投资	2,609	2,972	2,267	2,568	2,867	3,167
%销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	982	1,080	1,177	1,300	1,440	1,569
营业费用	-167	-168	-173	-209	-238	-279	%总资产	12.9%	12.8%	13.3%	13.2%	13.6%	13.5%
%销售收入	4.0%	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	318	440	477	474	472	470
管理费用	-221	-221	-212	-257	-292	-343	非流动资产	4,060	4,572	3,994	4,423	4,859	5,286
%销售收入	5.3%	5.1%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	%总资产	53.3%	54.3%	45.2%	44.8%	45.8%	45.5%
息税前利润 (EBIT)	2	-13	-51	-42	-30	-23	<b>资产总计</b>	<b>7,617</b>	<b>8,422</b>	<b>8,845</b>	<b>9,880</b>	<b>10,615</b>	<b>11,612</b>
%销售收入	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	短期借款	39	48	136	0	0	0
财务费用	46	41	40	40	48	50	应付款项	792	835	1,013	1,120	1,182	1,388
%销售收入	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	111	124	179	201	223	257
资产减值损失	-203	0	-26	0	0	0	流动负债	942	1,008	1,328	1,321	1,405	1,645
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	755	997	1,094	1,348	1,150	1,250	其他长期负债	116	125	84	85	85	85
%税前利润	124.2%	98.7%	106.8%	102.4%	101.1%	100.3%	<b>负债</b>	<b>1,058</b>	<b>1,133</b>	<b>1,412</b>	<b>1,406</b>	<b>1,490</b>	<b>1,731</b>
营业利润	599	1,025	1,057	1,346	1,168	1,276	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,524</b>	<b>7,283</b>	<b>7,428</b>	<b>8,468</b>	<b>9,119</b>	<b>9,875</b>
营业利润率	14.4%	23.5%	21.4%	22.5%	17.2%	16.0%	少数股东权益	35	6	5	5	5	5
营业外收支	9	-14	-33	-30	-30	-30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,617</b>	<b>8,422</b>	<b>8,845</b>	<b>9,880</b>	<b>10,615</b>	<b>11,612</b>
税前利润	608	1,010	1,024	1,316	1,138	1,246	<b>比率分析</b>						
利润率	14.6%	23.2%	20.7%	22.0%	16.8%	15.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	9	0	-30	-39	-34	-37	<b>每股指标</b>						
所得税率	-1.4%	0.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	每股收益	0.682	1.116	1.099	1.410	1.219	1.335
净利润	617	1,010	995	1,277	1,104	1,209	每股净资产	7.206	8.043	8.204	9.352	10.071	10.906
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.037	0.058	-0.110	-0.049	-0.031	-0.009
归属于母公司的净利润	617	1,010	995	1,277	1,104	1,209	每股股利	0.400	0.400	0.500	0.500	0.500	0.500
净利率	14.8%	23.2%	20.1%	21.3%	16.3%	15.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.46%	13.87%	13.40%	15.07%	12.10%	12.24%
							总资产收益率	8.11%	12.00%	11.25%	12.92%	10.40%	10.41%
							投入资本收益率	0.02%	-0.18%	-0.65%	-0.48%	-0.31%	-0.23%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	6.91%	4.36%	13.71%	20.91%	13.46%	17.59%
							EBIT增长率	N/A	-936.62%	290.41%	-17.23%	-29.84%	-22.15%
							净利润增长率	-9.31%	63.63%	-1.49%	28.26%	-13.54%	9.53%
							总资产增长率	18.12%	10.56%	5.03%	11.69%	7.44%	9.39%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	66.6	67.4	61.8	69.0	69.0	69.0
							存货周转天数	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
							应付账款周转天数	55.4	60.8	60.2	60.0	55.0	55.0
							固定资产周转天数	63.5	66.4	55.9	48.9	45.2	39.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-34.31%	-36.41%	-42.44%	-43.62%	-41.95%	-41.29%
							EBIT利息保障倍数	0.0	0.3	1.3	1.0	0.6	0.5
							资产负债率	13.89%	13.45%	15.96%	14.23%	14.04%	14.91%

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	2	2	2	2	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25

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	2016-03-23	买入	19.47	23.00~25.00
2	2016-05-02	买入	18.38	23.00~25.00
3	2016-07-05	买入	18.73	23.00~25.00
4	2016-08-24	买入	18.70	N/A
5	2016-10-11	买入	18.72	21.00~22.00
6	2016-10-27	买入	19.29	N/A
7	2017-03-22	买入	17.65	N/A
8	2017-04-26	买入	16.93	N/A

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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