

外运发展 (600270.SH)

航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

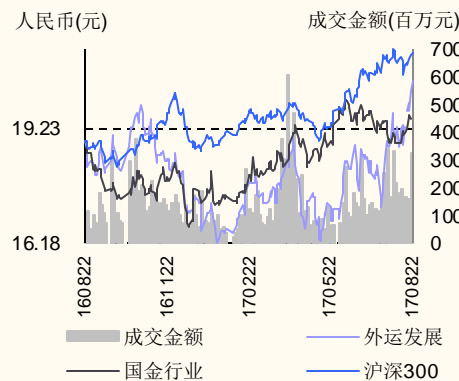
市场价格(人民币)：20.48元

投资收益贡献利润增长，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)	18,544.27
年内股价最高最低(元)	20.48/16.18
沪深300指数	3752.30
上证指数	3290.23



相关报告

- 1.《招商局入主，现金流充裕，物流整合收购预期增强-外运发展跟踪报...》，2017.7.26
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

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	14.53	16.80	15.34
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：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 外运发展 8 月 22 日公告 2017 年上半年财报：2017 年上半年公司实现营业收入 26.15 亿元，同比上升 19.19%；实现归属上市公司股东净利润为 6.34 亿元，同比增加 29.95%；实现基本每股收益 0.7004 元，同比增加 29.94%。

经营分析

- 经济回暖利好传统货代业务，电商物流持续高增长：2017 年上半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%，航空货运进出口额同比增长 13.7%；另外需求转好推升航空货运运价上涨；最终货运代理实现营收同比增加 4700 万元，增幅 3.22%。电商物流板块进一步加强与大型电商合作，持续放量，最终实现收入同比增幅 94.26%，主要增幅来自于跨境电商出口业务。专业物流业务方面，除了持续巩固 TFT 市场，还不断拓展半导体、医药冷链、航空航天行业，最终实现营收增幅 30.41%。但是预计由于航空运输成本上涨，电商物流依旧属于业务拓展阶段，本期整体毛利率有小幅下滑。

- 中外运敦豪依旧贡献主要业绩，股票出售贡献主要利润增长：中外运敦豪 2017 年上半年实现营业收入 56.7 亿元，同比上升 10.74%；实现净利润 8.64 亿元，与去年同期持平，本期确认投资收益 4.32 亿，占公司利润总额的 62%；中外运敦豪成本端部分费用现在使用欧元或美元结算，上半年美元兑人民币贬值 2.34%，欧元兑人民币升值 6.1%，预计汇兑损失侵蚀了部分利润增速。本期公司利润大幅增长主要来自于公司上半年处置中国国航股票，确认投资收益 4.3 亿元，影响当期利润 2.34 亿元；截至 6 月 30 日，公司依旧持有部分中国国航、东方航空及京东方股票，若年内全部出售，按 8 月 22 日收盘价计算，预计将确认投资收益 3.5 亿元。

- 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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,171	4,353	4,950	5,985	6,790	7,984
增长率		4.4%	13.7%	20.9%	13.5%	17.6%
主营业务成本	-3,774	-3,968	-4,596	-5,539	-6,266	-7,357
%销售收入	90.5%	91.2%	92.9%	92.6%	92.3%	92.1%
毛利	397	384	353	445	524	628
%销售收入	9.5%	8.8%	7.1%	7.4%	7.7%	7.9%
营业税金及附加	-8	-8	-19	-21	-24	-28
%销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-167	-168	-173	-209	-238	-279
%销售收入	4.0%	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-221	-221	-212	-257	-292	-343
%销售收入	5.3%	5.1%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	2	-13	-51	-42	-30	-23
%销售收入	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	46	41	40	40	48	50
%销售收入	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-203	0	-26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	755	997	1,094	1,348	1,150	1,250
%税前利润	124.2%	98.7%	106.8%	102.4%	101.1%	100.3%
营业利润	599	1,025	1,057	1,346	1,168	1,276
营业利润率	14.4%	23.5%	21.4%	22.5%	17.2%	16.0%
营业外收支	9	-14	-33	-30	-30	-30
税前利润	608	1,010	1,024	1,316	1,138	1,246
利润率	14.6%	23.2%	20.7%	22.0%	16.8%	15.6%
所得税	9	0	-30	-39	-34	-37
所得税率	-1.4%	0.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润	617	1,010	995	1,277	1,104	1,209
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	617	1,010	995	1,277	1,104	1,209
净利率	14.8%	23.2%	20.1%	21.3%	16.3%	15.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	617	1,010	995	1,277	1,104	1,209
非现金支出	259	62	96	64	71	79
非经营收益	-839	-1,035	-1,116	-1,314	-1,120	-1,220
营运资金变动	-3	16	-74	-71	-83	-76
经营活动现金净流	33	53	-100	-45	-28	-8
资本开支	-393	-437	-249	-219	-237	-236
投资	23	305	215	-301	-300	-300
其他	706	814	1,060	1,348	1,150	1,250
投资活动现金净流	336	682	1,026	828	613	714
股权募资	0	40	0	0	0	0
债权募资	11	4	87	-138	0	1
其他	-327	-376	-388	-241	-453	-453
筹资活动现金净流	-315	-332	-301	-379	-453	-452
现金净流量	54	402	625	404	132	253

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,289	2,702	3,291	3,696	3,828	4,081
应收款项	958	989	1,102	1,370	1,554	1,828
存货	4	4	3	5	5	6
其他流动资产	306	156	454	386	369	411
流动资产	3,558	3,850	4,851	5,457	5,756	6,325
%总资产	46.7%	45.7%	54.8%	55.2%	54.2%	54.5%
长期投资	2,609	2,972	2,267	2,568	2,867	3,167
固定资产	982	1,080	1,177	1,300	1,440	1,569
%总资产	12.9%	12.8%	13.3%	13.2%	13.6%	13.5%
无形资产	318	440	477	474	472	470
非流动资产	4,060	4,572	3,994	4,423	4,859	5,286
%总资产	53.3%	54.3%	45.2%	44.8%	45.8%	45.5%
资产总计	7,617	8,422	8,845	9,880	10,615	11,612
短期借款	39	48	136	0	0	0
应付款项	792	835	1,013	1,120	1,182	1,388
其他流动负债	111	124	179	201	223	257
流动负债	942	1,008	1,328	1,321	1,405	1,645
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	116	125	84	85	85	85
负债	1,058	1,133	1,412	1,406	1,490	1,731
普通股股东权益	6,524	7,283	7,428	8,468	9,119	9,875
少数股东权益	35	6	5	5	5	5
负债股东权益合计	7,617	8,422	8,845	9,880	10,615	11,612

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.682	1.116	1.099	1.410	1.219	1.335
每股净资产	7.206	8.043	8.204	9.352	10.071	10.906
每股经营现金净流	0.037	0.058	-0.110	-0.049	-0.031	-0.009
每股股利	0.400	0.400	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

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	1	3	3	3
增持	0	2	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	1	1	1	1
评分	0.00	2.25	1.83	1.83	1.86

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	2016-05-02	买入	18.38	23.00~25.00
2	2016-07-05	买入	18.73	23.00~25.00
3	2016-08-24	买入	18.70	N/A
4	2016-10-11	买入	18.72	21.00~22.00
5	2016-10-27	买入	19.29	N/A
6	2017-03-22	买入	17.65	N/A
7	2017-04-26	买入	16.93	N/A
8	2017-07-26	买入	18.77	22.00~24.00

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