



2017年08月24日

买入(首次评级)

当前价：19.31 元
目标价：22 元

交运行业研究组

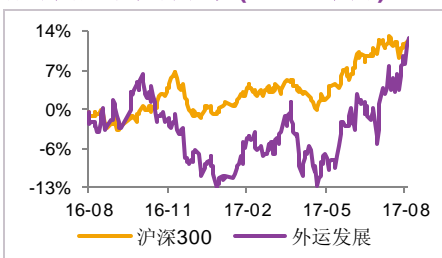
分析师：牛永涛

执业编号：S0300517050002
电话：13810660508
邮箱：niuyongtao@lxsec.com

研究助理：陈梦洁

电话：18701150220
邮箱：chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,950	5,545	6,234	7,042
(+/-)	13%	12%	12%	13%
归母净利润	995	1,103	997	1,056
(+/-)	-1.4%	10.8%	-9.5%	5.9%
EPS(元)	1.10	1.22	1.10	1.17
P/E	17.55	15.83	17.55	16.50

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

外运发展(600270.SH)

【联讯交运公司点评】外运发展：招商局入主发力物流板块，投资收益贡献主要利润

投资要点

◇ 事件

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，同比增长 29.95%；实现基本每股收益 0.70 元，同比增长 29.94%。

◇ 电商物流高增长，宏观因素带动货代主业

2015 年 12 月，公司实施战略重组，实际控制人由中外运长航变更为招商局集团，并入后与招商局旗下其他物流板块相互协同，迎来全新发展契机。2016 年公司对原有业务重新构建，对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进行调整，形成以**货运代理、电商物流、专业物流三大业务为主的新业务体系**。2017 年上半年，我国航空货运进出口贸易额为 3,565 亿美元，同比增长 13.68%，增速较上年同期上升 6.73 个百分点；其中，航空货运进口贸易额 1,986 亿美元，同比增长 12.41%；航空货运出口贸易额 1,579 亿美元，同比增长 15.32%。需求向好推动运价上升，货运代理板块 2017 年上半年实现收入 150,631.13 万元，同比增加 4,693.80 万元，增幅 3.22%。公司整体国际航空货运业务量为 24.50 万吨，同比增长 19%；其中进口货量 13.54 万吨，同比增加 18%；出口货量 10.96 万吨，同比增长 19%。但由于油价仍在高位，预计航空成本上行仍将给货代业务带来压力。

此外，公司通过优势结合完成传统航空货代业务的转型升级，借助跨境运输多年经验，抓住跨境电商新热点建立电商物流业务，搭建平台整合资源，成为新的业绩增长点。上半年公司电商物流板块实现收入 61,174.97 万元，同比增长 94.26%，主要贡献来自于跨境电商出口业务。

同时，公司以客户需求为导向，针对特殊需求大型客户，继续巩固和扩大在 TFT 行业的市场领先地位，并积极拓展半导体、医药冷链、航空航天行业。上半年专业物流板块实现营业收入 48,062.81 万元，同比增幅 30.41%，主要是由于公司加强大客户、大项目的开发，在原有客户业务量增长的同时，开拓了新的专业物流客户。

2017 年上半年伴随全球经济复苏趋势良好，进出口贸易金额实现 2 万亿美元，同比增长 13%，我们认为航空货代的发展与航空货运景气形势密切相关，宏观环境带动公司货代业务上行并处于逐步恢复期。此外，电商物流发力出口业务，业务量增长迅猛，业绩表现突出。受益于公司集约化、网络化、专业化战略经营成果，2017 年上半年公司共实现营业收入 26.15 亿元，同比上升 19.19%，实现毛利 2.09 亿元，同比上涨 16.12%，但毛利率有所下降至 7.99%（去年同期为 8.20%）。



◇ 敦豪投资收益低于预期，出售金融资产贡献业绩增量

中外运敦豪是公司和 DHL 共同设立的合资公司，是我国跨境航空快递市场的龙头企业。近年来，**中外运敦豪为公司带来的投资收益占净利润的份额达到 65%以上，是支撑公司业绩的基石。**2017 年上半年，全国快递服务企业业务量累计完成 173.2 亿件，同比增长 30.7%；其中国际/港澳台业务量累计完成 3.6 亿件，同比增长 29.2%，增速明显高于全国进出口总值增速（上半年进出口贸易额同比累计上涨 13%）。跨境电商行业的高速发展，为中外运敦豪提供可靠的业绩增长保障。2017 年上半年，中外运敦豪实现营收 56.70 亿元，同比上涨 10.74%，实现净利润 8.64 亿元，对应权益法下确认投资收益 4.32 亿元，较去年同期占公司归母净利润的 68.09%。中外运敦豪成本端费用由美元及欧元结算，2016 年由于人民币贬值增加敦豪汇兑损失，导致敦豪业绩出现短期下滑，实现净利润 16.09 亿元，同比下降 9.3%。17 年年初至今，美元兑人民币贬值 3.11%，欧元对人民币升值 6.14%，汇兑损失仍然抵消部分利润增涨，但影响较上年相比有所减弱，净利润增速实现反弹。

此外，公司上半年出售部分中国国航股票，实现投资收益 2.34 亿元，占净利润的比例为 36.85%，贡献本期主要利润上涨，公司目前仍持有的中国国航、东方航空、京东方股票及银行理财产品公允价值 7.19 亿元。**结合半年报已披露的联营与合营企业投资，保守预期 2017 年公司投资收益至少超过 10 亿元。**

◇ 招商局入主中外运，强势发力物流板块

公司大股东招商局集团拥有金融、地产、交通三大板块主要业务，近年来招商局资本运作频繁，招商局集团业务版图扩张的过程中，物流板块将作为连接各板块的支撑性业务成为重要发展方向。8 月 22 日，中国外运（00598.HK）公告与招商局集团签订收购协议，将通过按初步发行价每股内资股 4.43 港元（相当于约人民币 3.78 元）发行及配发最多 1.44 亿股对价股份的方式收购招商局物流集团有限公司，总对价为 54.5 亿元人民币（约 63.91 亿港元）。招商局物流是一家第三方物流服务供货商，提供的服务包括合同物流、汽车运输、冷链物流、国际供应链物流及设备租赁，其主要经营资产包括物流仓库设施、车队以及其他物业和机器设备等。招商局物流目前设立有 800 多个物流营业网点，管理仓库面积（包括冷藏设施）约 326 万平方米及经营逾 37500 台可控货运车辆（包括一支冷藏车队），形成了覆盖全国 150 多个城市的综合服务网络。此次收购将中国外运现有物流网络及资源与招商局物流整合，构建最具实力的庞大物流网络。公司作为中国外运在航空货代、跨境电商等领域的子公司，预期将充分受益招商局优质物流资产的注入及网络效应、客户效应的放大，增强公司在相关业务领域的竞争力。**公司 2017 年中报货币资金余额为 36.65 亿元，且金融资产变现后可进一步提高在手货币资金水平，现金充足为整合推进提供有力保障。**

此外，6 月东航混改方案落地后，为国航等航空公司混改提供了借鉴意义，航空货代及快递作为航空业的下游，很有可能被纳入混改范围，航空公司通过引入下游客户以稳定供应链上下游稳定关系，改善经营业绩。对于航空公司而言，引入快递及货代公司将提升货机与腹舱产能利用率，提升货运业务盈利；对于公司而言，通过股联结权能够加强其在供应链上的议价能力，



同时优化航线选择及物流时效性，实现更好发展。

◇ 盈利预测

预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 11.03 亿元、9.97 亿元、10.56 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.10 元、1.17 元，对应的 P/E 分别为 16x、18x、17x。公司动态市盈率仅为 15 倍，远低于物流业平均市盈率 30 倍，叠加跨境电商业务增长迅速、敦豪稳健发展及招商局物流业务整合带来的红利，认为公司具备获益空间，给予买入评级，目标价 22 元。

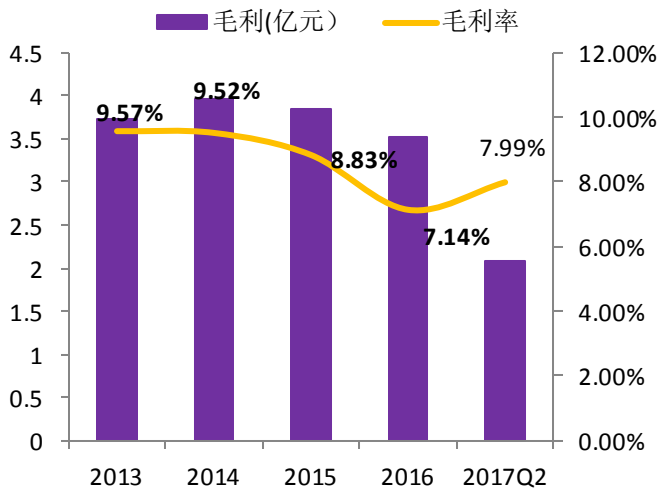
◇ 风险提示

国际贸易疲软；混改推进不及预期；汇率风险等。



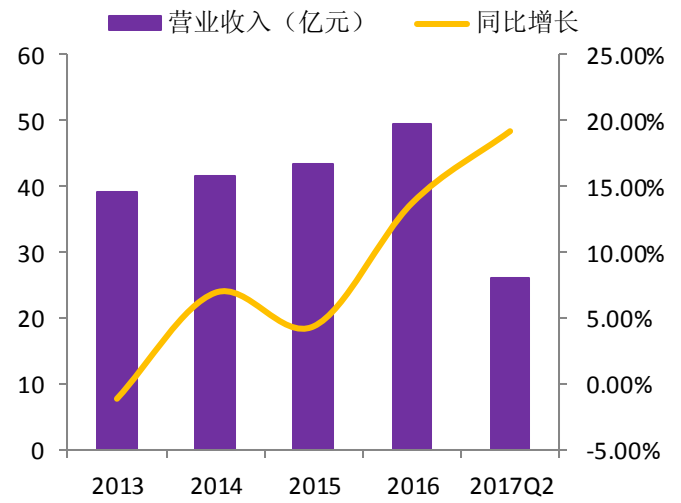
附录:

图表1: 公司毛利及毛利率



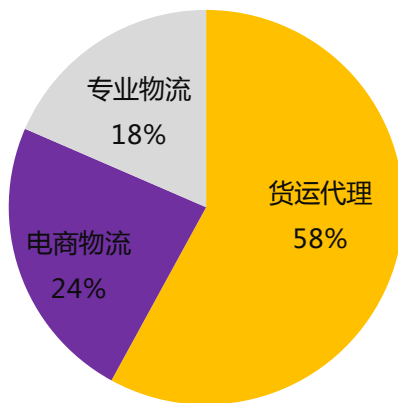
资料来源: WIND, 联讯证券

图表2: 公司营收及同比增长



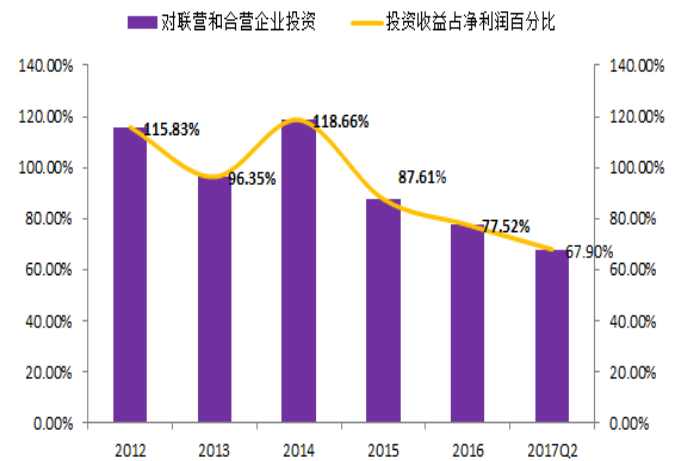
资料来源: WIND, 联讯证券

图表3: 公司 2017 年上半年各业务营收占比



资料来源: WIND, 联讯证券

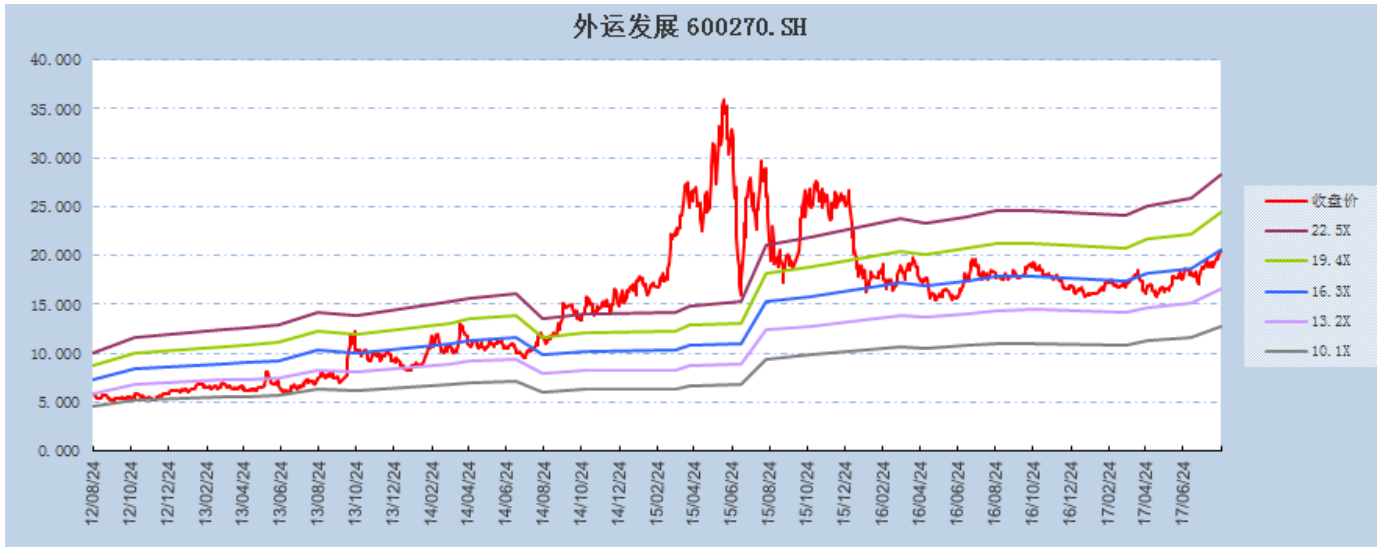
图表4: 公司联营和合营企业投资及占比情况



资料来源: WIND, 联讯证券

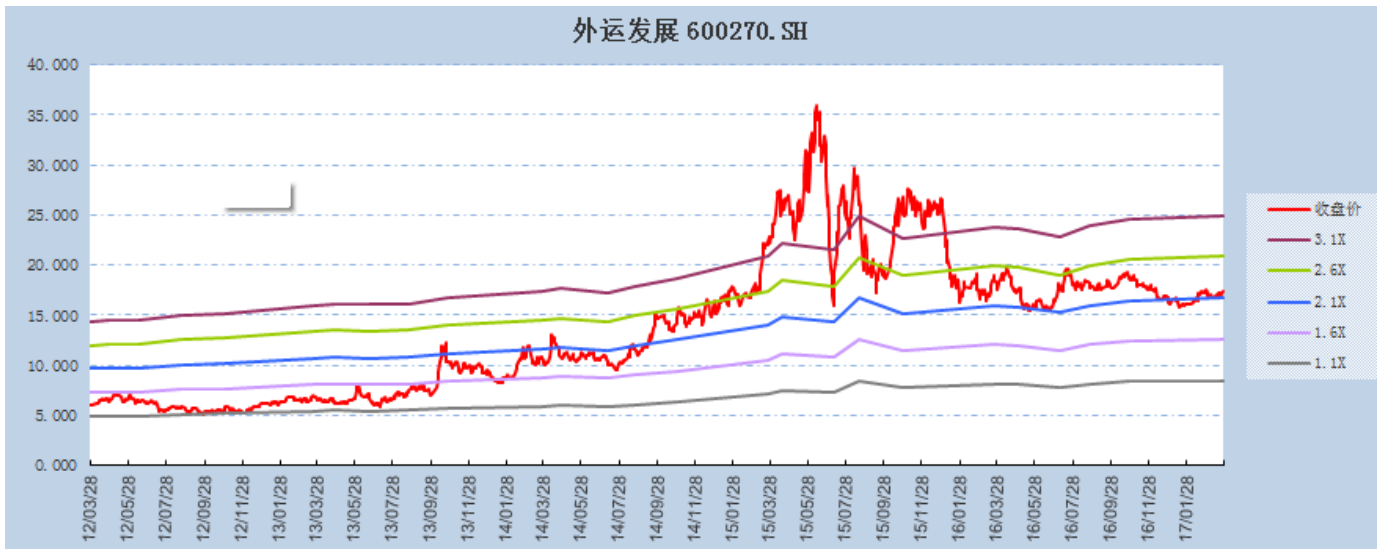


图表5: 外运发展 PE-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表6: 外运发展 PB-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



公司财务预测表 (百万元)

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,851	5,336	5,870	6,457	经营活动现金流	-93	-65	-72	-79
货币资金	3,291	3,694	4,138	4,625	净利润	995	1,102	996	1,055
应收账款	865	1,124	1,462	1,900	折旧摊销	76	76	76	76
其它应收款	185	241	313	407	财务费用	-40	-45	-51	-57
预付账款	330	429	557	725	投资损失	-1,094	-1,182	-1,193	-1,217
存货	3	4	6	8	营运资金变动	680	286	305	324
其他	177	-156	-605	-1,207	其它	-710	-302	-204	-259
非流动资产	3,994	4,394	4,833	5,316	投资活动现金流	1,026	718	790	869
长期股权投资	1,341	1,341	1,341	1,341	资本支出	252	176	194	213
固定资产	758	796	836	877	长期投资	1,341	1,341	1,341	1,341
无形资产	449	471	495	520	其他	-567	-799	-745	-686
其他	1,446	1,785	2,161	2,578	筹资活动现金流	-312	-250	-275	-302
资产总计	8,845	9,730	10,703	11,773	短期借款	136	143	150	158
流动负债	1,328	1,527	1,756	2,020	长期借款	0	0	0	0
短期借款	136	143	150	158	其他	-449	-393	-425	-460
应付账款	843	1,096	1,425	1,852	现金净增加额	620	403	443	488
其他	349	288	181	10					
非流动负债	84	88	92	97	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	84	88	92	97	营业收入	13.71%	12.02%	12.43%	12.97%
负债合计	1,412	1,615	1,849	2,117	营业利润	3.14%	10.36%	-9.30%	5.71%
少数股东权益	5	5	5	5	归属母公司净利润	-1.49%	10.80%	-9.56%	5.90%
归属母公司股东权益	7,428	8,110	8,849	9,652	获利能力				
负债和股东权益	8,845	9,730	10,703	11,773	毛利率	7.14%	7.14%	7.28%	7.35%
					净利率	20.11%	19.89%	16.00%	15.00%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	13.51%	14.17%	11.74%	11.40%
营业收入	4,950	5,545	6,234	7,042	ROIC	-137.79%	-118.42%	-87.86%	-76.91%
营业成本	4,596	5,149	5,780	6,525	偿债能力				
营业税金及附加	19	11	12	14	资产负债率	15.96%	16.60%	17.27%	17.98%
销售费用	173	166	187	211	流动比率	3.65	3.49	3.34	3.20
管理费用	212	266	299	337	速动比率	3.65	3.49	3.34	3.19
财务费用	-40	-45	-51	-57	营运能力				
资产减值损失	26	13	12	11	总资产周转率	0.57	0.60	0.61	0.63
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	5.91	5.57	4.82	4.19
投资净收益	1,094	1,182	1,064	1,117	应付帐款周转率	6.07	5.31	4.59	3.98
营业利润	1,057	1,166	1,058	1,118	每股指标(元)				
营业外收入	11	11	11	11	每股收益	1.10	1.22	1.10	1.17
营业外支出	44	44	44	44	每股经营现金	-0.10	-0.07	-0.08	-0.09
利润总额	1,024	1,134	1,025	1,086	每股净资产	8.21	8.96	9.78	10.66
所得税	30	32	29	30	估值比率				
净利润	995	1,102	996	1,055	P/E	17.55	15.83	17.55	16.50
少数股东损益	-1	-1	-1	-1					
归属母公司净利润	995	1,103	997	1,056					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

牛永涛：北京交通大学博士，现任联讯证券交运及设备行业研究组长、首席分析师，曾任宏源证券交运行业研究组长、首席分析师，在铁路系统工作多年，曾参与国家铁路“十三五”规划编制，2016年10月份加盟联讯证券研究院，对交通运输行业政策与发展有深刻认识，实地调研近百家上市公司，坚持价值投资，擅长底部推荐。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com