

外运发展 (600270) \ 交通运输

——营收靓丽，中外运敦豪业绩低于预期改变

事件：公司发布2017半年报：公司实现营收26.1亿元，同比增长19.2%，实现归母净利6.3亿元，同比增长30%。对应EPS0.7元，扣除非经常性损益后净利润增速为1%，略低于市场预期。

投资要点：

➤ 利润增速低于预期，源自敦豪

公司归母净利+30%，扣除出售可交易金融资产后仅剩1%。敦豪1H17营收+11%，快递量+3.6%。由于美元兑人民币同比仍升，所以敦豪成本锁定美元的效果还尚未显现，且公司仍有部分业务通过欧元结算，致使成本上升、利润低于预期，我们认为下半年利润将恢复增势。

➤ 母公司收购招商局物流，外运发展在手现金丰富

中国外运将通过发行股份的方式收购招商局物流，此举将为外运发展带来协同效应。此外，公司通过变现交易性金融资产使在手现金达到37亿元，为进一步资本运作带来空间。

➤ 航空货运迎来高景气，未来公司主营将成为新的利润增长点

1H17全球经济升温促进航空货运业回暖，公司货运量同比+19%，其中跨境电商业务收入同比+98%，接近翻倍，均远超行业水平；专业物流收入+30%。尽管主营仍是微利，但在高度碎片化的市场，以价换量和服务专业化是必经之路。我们认为当下正是公司盈利模式的拐点，未来主营贡献的业绩增长将超越合营公司。

➤ 盈利预测

维持17/18/19年EPS预测，分别为1.27/1.40/1.53元，考虑到中外运敦豪持续带来投资收益、跨境电商与专业物流业务高速增长，**维持公司“强烈推荐”评级**，目标价24元。

➤ 风险提示

人民币大幅贬值、国际贸易疲弱、国企改革低于预期

投资建议： 强烈推荐
上次建议： 强烈推荐
当前价格： 16.93元
目标价格： 24元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	905/905
流通A股市值 (百万元)	15,330
每股净资产 (元)	8.52
资产负债率 (%)	15.86
一年内最高/最低 (元)	20.48/15.68

一年内股价相对走势



陈晓 分析师

执业证书编号：S0590513120001

电话：0510-85613713

邮箱：chenx@glsc.com.cn

王正成 联系人

电话：0510-85613713

邮箱：wangzc@glsc.com.cn

相关报告

1、《外运发展 (600270) \ 交通运输行业》

2017.03.23

2、《外运发展 (600270) \ 交通运输行业》

2016.10.31

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,352.80	4,949.58	5,707.86	6,413.35	7,398.44
增长率 (%)	4.36%	13.71%	15.32%	12.36%	15.36%
EBITDA (百万元)	1,030.67	1,056.39	1,174.85	1,349.38	1,539.86
净利润 (百万元)	1,010.29	995.25	1,150.45	1,264.57	1,388.10
增长率 (%)	63.63%	-1.49%	15.59%	9.92%	9.77%
EPS (元/股)	1.12	1.10	1.27	1.40	1.53
市盈率 (P/E)	15.47	15.70	13.58	12.36	11.26
市净率 (P/B)	2.15	2.10	1.93	1.77	1.62
EV/EBITDA	13.76	14.12	13.66	13.04	12.39

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,496.8	3,123.2	3,710.11	4,168.68	4,808.99	营业收入	4,352.8	4,949.5	5,707.8	6,413.3	7,398.4
应收账款+票据	988.56	1,102.3	1,361.77	1,406.88	1,787.03	营业成本	3,968.3	4,596.3	5,238.1	5,864.3	6,693.3
预付账款	142.69	329.82	89.53	379.96	155.90	营业税金及附加	8.18	19.02	21.93	24.64	28.42
存货	3.63	3.46	5.20	4.49	6.57	营业费用	168.03	173.31	203.20	230.88	267.82
其他	4.87	108.79	108.79	108.79	108.79	管理费用	221.39	212.21	258.00	290.52	338.11
流动资产合计	3,636.5	4,667.6	5,275.39	6,068.79	6,867.27	财务费用	-41.08	-40.26	-71.21	-33.31	10.87
长期股权投资	1,420.2	1,341.4	2,461.46	3,711.46	5,067.46	资产减值损失	0.22	26.14	5.65	5.36	5.72
固定资产	791.45	757.90	677.42	988.33	1,118.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	288.30	419.05	675.05	777.00	947.00	投资净收益	884.79	770.98	1,120.0	1,250.0	1,356.0
无形资产	427.84	449.04	438.87	428.70	418.53	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,642.1	1,020.6	1,015.87	1,011.05	1,006.24	营业利润	912.53	733.83	1,172.1	1,280.8	1,410.1
非流动资产合计	4,569.9	3,988.1	5,268.67	6,916.55	8,558.01	营业外净收益	97.86	290.38	-12.80	-12.80	-12.80
资产总计	8,206.5	8,655.7	10,544.0	12,985.3	15,425.2	利润总额	1,010.3	1,024.2	1,159.3	1,268.0	1,397.3
短期借款	43.98	136.24	1,270.49	2,814.97	4,303.65	所得税	0.50	29.67	9.85	4.52	10.33
应付账款+票据	671.83	843.18	888.42	1,056.64	1,152.39	净利润	1,009.9	994.55	1,149.5	1,263.5	1,387.0
其他	201.70	242.60	282.51	275.84	324.28	少数股东损益	-0.40	-0.70	-0.91	-1.00	-1.10
流动负债合计	917.51	1,222.0	2,441.42	4,147.45	5,780.32	归属于母公司净利润	1,010.2	995.25	1,150.4	1,264.5	1,388.1
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	4.36%	13.71%	15.32%	12.36%	15.36%
负债合计	917.51	1,222.0	2,441.42	4,147.45	5,780.32	EBIT	73.30%	1.40%	10.63%	13.51%	14.08%
少数股东权益	6.20	5.50	4.58	3.58	2.48	EBITDA	67.49%	2.49%	11.21%	14.86%	14.12%
股本	905.48	905.48	905.48	905.48	905.48	归属于母公司净利润	-9.31%	-1.49%	15.59%	9.92%	9.77%
资本公积	538.47	538.47	538.47	538.47	538.47	获利能力					
留存收益	5,838.8	5,984.2	6,654.10	7,390.35	8,198.52	毛利率	8.83%	7.14%	8.23%	8.56%	9.53%
股东权益合计	7,289.0	7,433.7	8,102.64	8,837.89	9,644.96	净利率	23.20%	20.09%	20.14%	19.70%	18.75%
负债和股东权益总	8,206.5	8,655.7	10,544.0	12,985.3	15,425.2	ROE	13.87%	13.40%	14.21%	14.31%	14.40%
						ROIC	19.08%	16.90%	16.42%	14.62%	12.98%
						偿债能力					
						资产负债率	11.18%	14.12%	23.15%	31.94%	37.47%
						流动比率	3.96	3.82	2.16	1.46	1.19
						速动比率	3.95	3.73	2.11	1.44	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	5.15	5.40	4.75	5.44	4.72
						存货周转率	1,093.3	1,330.0	1,007.7	1,305.9	1,019.1
						总资产周转率	0.53	0.57	0.54	0.49	0.48
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.12	1.10	1.27	1.40	1.53
						每股经营现金流	0.06	-0.10	0.14	-0.07	0.19
						每股净资产	8.04	8.20	8.94	9.76	10.65
						估值比率					
						市盈率	15.47	15.70	13.58	12.36	11.26
						市净率	2.15	2.10	1.93	1.77	1.62
						EV/EBITDA	13.76	14.12	13.66	13.04	12.39
						EV/EBIT	14.66	15.21	14.79	14.29	13.58

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064