

## 立足海“外”，匠心独“运”

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 公司深耕国际物流市场数十年, 主业国际航空货代稳居行业龙头, 随着经济复苏产生的需求提升和航空运力供给缩减, 今年主业业绩将迎来拐点。公司挖掘高增业务, 电商物流方面和阿里保持紧密合作, 专业物流对接下游面板行业, 均进入高速增长期。净利润主要来源是参股公司敦豪和出售股票产生的投资收益, 敦豪受益于汇兑损益改善, 今年业绩预增; 公司上半年的股票投资收益超去年同期。我们预计今年公司利润将有显著改善, 长期业绩可期。
- 利润增厚动力足: 敦豪汇兑改善+股票出售加速。** 1) 敦豪三大优势: 拥有国内国际快递市场 25% 的份额; 海外网络和运力居行业第一梯队; 合作 DHL 多年, 关系稳固。2) 国际快递高门槛、高集中度和高单价, 近三年行业增速为 16.6%; 敦豪净利较高, 高端商务件优势不改。3) 成本端汇兑损益缓解, 预计敦豪今年产生 8.5 亿元投资收益, 增速较去年显著提升。4) 今年 6 月底公司可供出售金融资产总计 7.19 亿元, 公司出售股票趋势加强, 预计全年利润增厚明显。
- 业务长期稳中生: 货运代理量价齐升+跨境电商潜力巨大。** 1) 主业航空货代国内排名第二, 龙头地位无忧。2017 年航空货运的供需改善、量价齐升, 主要源自航空运力供给收缩, 且发达国家经济复苏带来的需求旺势不减。公司货代业务将迎来拐点, 预计今年此项收入增速 10%。2) 公司大力开拓跨境电商, 业务看好原因有五: 跨境电商行业增长显著潜力巨大, 核心客户速卖通增速甚至超过同业, 转型出口电商消弭新政影响, 主流的直邮模式上公司具备优势, 合作海关资源优于民企。我们预计未来三年跨境电商业务增速可维持在 25~30%。
- 资本运作天地宽: 招商物流协同, 有望参与混改。** 1) 今年招商局集团正式控股中外运长航, 招商局物流成为兄弟公司, 其重资产模式将与公司产生互补。2) 公司可支配现金 42.7 亿元, 给资产整合和参与航空混改带来较大的想象空间。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.31 元、1.32 元、1.41 元, 可比公司 2018 年 PE 均值为 21.29 倍, 考虑到公司业绩受益于汇兑损益改善和进出口贸易复苏, 且跨境电商物流处于高成长期, 我们给予公司 2018 年 18 倍 PE, 对应股价 23.76 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 人民币兑美元汇率变化不达预期; 敦豪业绩受到国内快递巨头显著冲击; 进出口贸易改善不达预期影响货代业绩; 电商物流需求波动。

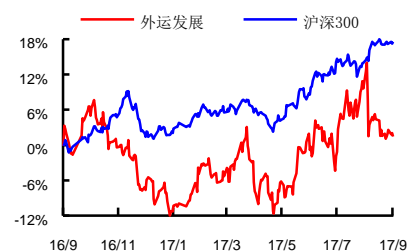
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4949.58	5670.42	6480.75	7381.19
增长率	13.71%	14.56%	14.29%	13.89%
归属母公司净利润(百万元)	995.25	1188.57	1197.61	1276.38
增长率	-1.49%	19.42%	0.76%	6.58%
每股收益 EPS(元)	1.10	1.31	1.32	1.41
净资产收益率 ROE	13.38%	14.60%	13.16%	12.59%
PE	17	14	14	13
PB	2.22	2.03	1.81	1.63

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 罗月江  
执业证号: S1250517010001  
电话: 021-68413373  
邮箱: ljy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.05
流通 A 股(亿股)	9.05
52 周内股价区间(元)	16.18-20.48
总市值(亿元)	164.71
总资产(亿元)	96.06
每股净资产(元)	8.43

### 相关研究

## 目录

<b>1 公司是专注航空货运代理的物流龙头企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司简介：背靠中国外运，行业排行第二 .....	1
1.2 业务框架：三驾马车齐行，敦豪贡献主要利润 .....	1
1.3 业绩：电商物流异军突起，汇兑改善未来可期 .....	3
<b>2 利润来源一：参股敦豪，汇兑改善扭转乾坤</b> .....	<b>5</b>
2.1 竞争力强：网络全球覆盖+国内份额领先+合营关系稳定 .....	5
2.2 收入端：盈利能力走强，高端优势不改 .....	6
2.3 成本端：汇兑改善，增速向好 .....	9
<b>3 利润来源二：出售股票趋势加强</b> .....	<b>11</b>
<b>4 货代：国内龙头受益经济复苏，量价齐升迎来增速拐点</b> .....	<b>12</b>
4.1 行业地位：国内领跑，网络+运力强劲 .....	12
4.2 看点：行业供需扭转，增速动力充足 .....	14
<b>5 电商物流：合作阿里逆势高增，直邮优势酝酿长期增长</b> .....	<b>15</b>
<b>6 招商局入主，资本运作天地宽</b> .....	<b>18</b>
6.1 业务整合拉开序幕，招商物流为虎添翼 .....	18
6.2 现金牛拓宽混改空间，以重补轻长期可期待 .....	19
<b>7 盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
7.1 未来三年盈利预测 .....	21
7.2 相对估值 .....	21
<b>8 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 外运发展股权结构图.....	1
图 2: 公司 2016 年业务框架调整及细分.....	2
图 3: 2016 年公司收入贡献结构.....	3
图 4: 2016 年公司毛利润贡献结构.....	3
图 5: 公司各业务毛利率.....	3
图 6: 敦豪投资收益及在公司净利润中的贡献率.....	3
图 7: 公司的营业收入及增速.....	4
图 8: 公司的归母净利润及增速.....	4
图 9: 国际快递巨头的业绩和海外运力对比.....	5
图 10: 2014 年我国国际快递业务量的市场格局.....	6
图 11: DHL 在国内服务网络覆盖度上优于 FedEx.....	6
图 12: 我国国际和国内快递行业收入及增速.....	7
图 13: 我国国际和国内快递行业业务量及增速.....	7
图 14: 我国国际快递行业在快递行业中的收入和业务量占比.....	8
图 15: 我国国际快递和国内快递的单件价格.....	8
图 16: 敦豪的盈利水平普遍优于上市快递公司龙头.....	8
图 17: 中外运敦豪在我国国际快递行业总收入中的份额.....	9
图 18: 敦豪的营业收入及增速.....	9
图 19: 今年年初至今, 欧元兑人民币价格一路上涨.....	9
图 20: 今年年初至今, 美元兑人民币价格一路下跌.....	9
图 21: 敦豪的净利润及增速.....	10
图 22: 敦豪为外运发展带来的投资收益及增速.....	10
图 23: 股票投资收益在归母净利润中的占比.....	11
图 24: 截止今年 6 月底公司持有的可供出售金融资产.....	11
图 25: 归母净利润和投资收益差额很小.....	12
图 26: 2016 年中国国际空运货代企业排名.....	13
图 27: 2016 年全球空运货代企业排名.....	13
图 28: 国际航空货代的流程和责任划分.....	13
图 29: 需求端: 今年进出口货运量回暖.....	14
图 30: 供给端: 今年三大航国际货运运力增速回落.....	14
图 31: 公司国际航空货代业务量及增速.....	15
图 32: 公司国际航空货代业务量增速与进出口货运量增速走势.....	15
图 33: 公司国际航空货代单位收入.....	15
图 34: 公司货运代理业务收入及增速.....	15
图 35: 中国跨境电商交易规模及增速.....	16
图 36: 公司电商物流业务收入及增速.....	16
图 37: 2016 年中国跨境电商零售进口平台销售份额占比.....	16
图 38: 阿里巴巴国际零售业务收入及增速.....	16
图 39: 中国跨境电商的两种主要物流模式.....	17
图 40: 招商局集团的三大业务板块.....	19
图 41: 招商物流的业务分为四大板块.....	19

## 表 目 录

表 1：汇率、敦豪收入增速和敦豪净利润增速的原始数据 .....	11
表 2：2017 年公司股票投资收益的七种情景假设 .....	12
表 3：招商局集团和中外运长航的整合进程 .....	18
表 4：今年招商局集团在物流板块的资本动作频繁 .....	20
表 5：公司目前可支配现金 42.69 亿元 .....	20
表 6：今年航空公司混改 .....	20
表 7：分业务收入及毛利率 .....	21
表 8：可比公司估值表 .....	22
附表：财务预测与估值 .....	23

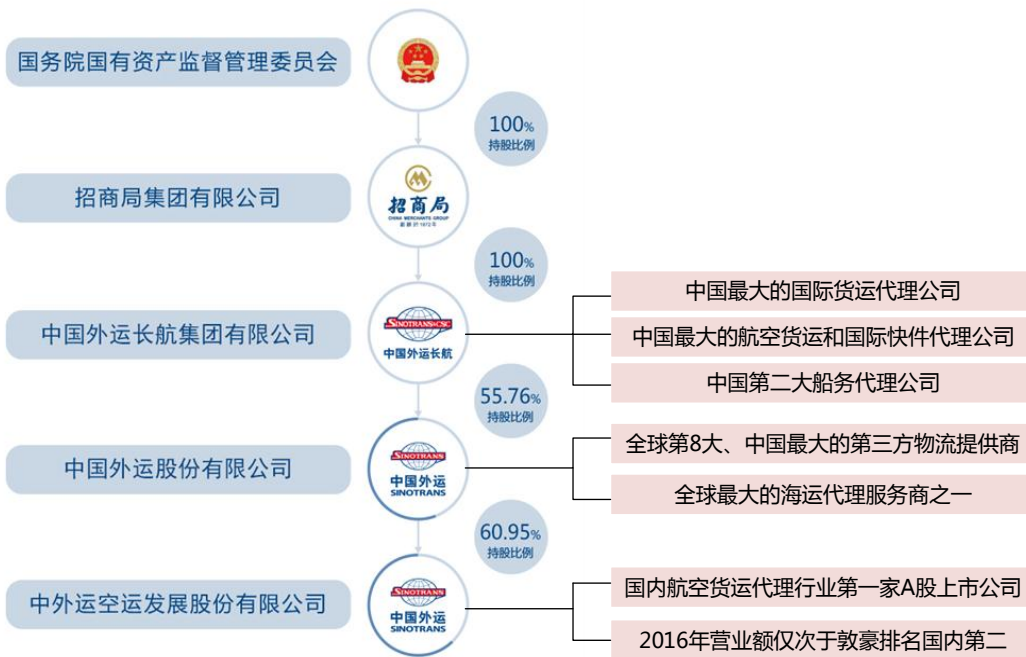
# 1 公司是专注航空货运代理的物流龙头企业

## 1.1 公司简介：背靠中国外运，行业排行第二

外运发展，全称中外运空运发展股份有限公司，于1999年成立，2000年在上交所上市。外运发展是央企中国外运长航集团有限公司（简称中外运长航）旗下专业经营国际航空货运代理的孙公司，是中国外运股份有限公司（简称中国外运）的子公司。中外运长航是以物流为核心主业、航运为重要支柱业务、船舶重工为相关配套业务的中国最大的综合物流服务供应商。在与外运发展主业相关的物流领域，中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。

公司与母公司中国外运的主业侧重有所差异：母公司中国外运是H股上市公司，主业侧重于海运货代，据A&A公司的数据，中国外运是全球第8大、中国最大的第三方物流提供商，也是全球最大的海运代理服务商会之一；而外运发展则是国内航空货运代理行业第一家A股上市公司，专注航空货代，2016年营业额仅次于敦豪排名行业第二。

图 1：外运发展股权结构图

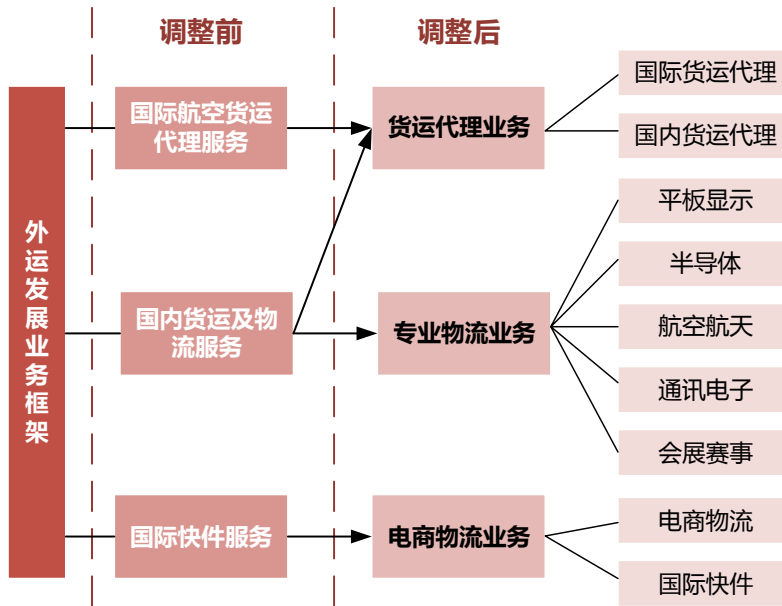


数据来源：公司官网、西南证券整理

## 1.2 业务框架：三驾马车齐行，敦豪贡献主要利润

为了顺应行业发展趋势，公司于2016年进行了业务调整，将之前的国际航空货代服务和国内货运及物流服务中的货运服务合并为货运代理业务，将国内货运及物流服务中的物流服务单独列为专业物流业务，将之前的国际快件服务更名为电商物流业务。

图 2：公司 2016 年业务框架调整及细分

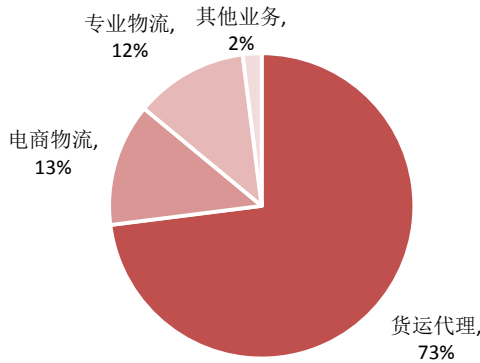


数据来源：公司公告、西南证券整理

**2016 年业务调整后的公司业务框架：货运代理、专业物流、电商物流。**

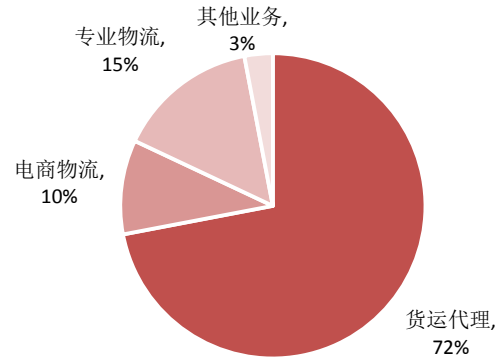
- **货运代理业务（贡献了 73%的收入和 72%的毛利润）**：包括国际货运代理（含货运进口和货运出口）和国内货运代理等服务。
  - **货运进出口业务**：为客户提供空运进出口的门到门服务，包括海内外工厂提货、出口报关、国内转运、海外清关、海外订舱、国际段运输、进口仓储、进口清关、转运、派送，以及多式联运服务。
  - **国内货运业务**：为客户包括大客户和电商客户提供国内“仓储+派送”服务，提供集运输、仓储、物流及其他物流增值服务的一揽子物流解决方案，以及验货、条码管理、驻厂服务等特色增值服务。
- **专业物流业务（贡献了 12%的收入和 15%的毛利润）**：主要是为高端产业客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。
- **电商物流业务（贡献了 13%的收入和 10%的毛利润）**：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，为电商客户提供专业的物流解决方案，涵盖上门揽收、仓库管理、进出口报关、航空运输、末端配送等全链路服务。

图 3：2016 年公司收入贡献结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：2016 年公司毛利润贡献结构

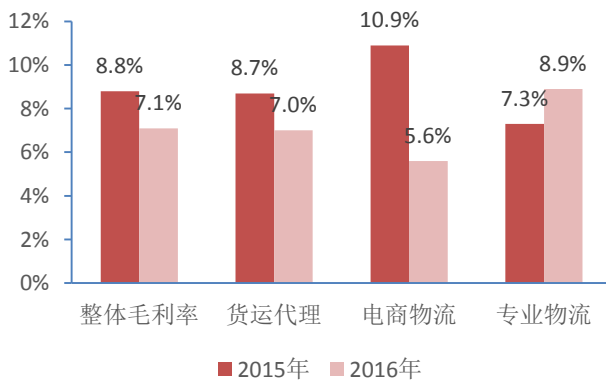


数据来源：公司公告、西南证券整理

由于公司营业成本高昂（大部分成本为运费，2016 年运费在营业成本中占比 92%，其他成本包括人工成本、折旧摊销和一般费用），因此公司的毛利率较低，2016 年公司货运代理、电商物流和专业物流的毛利率分别为 7.0%、5.6%和 8.9%，公司整体毛利率只有 7.1%。扣除公司的期间费用后（2016 年公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.5%、4.3%和-0.8%），公司三大业务板块整体贡献的净利润在 10%以下。

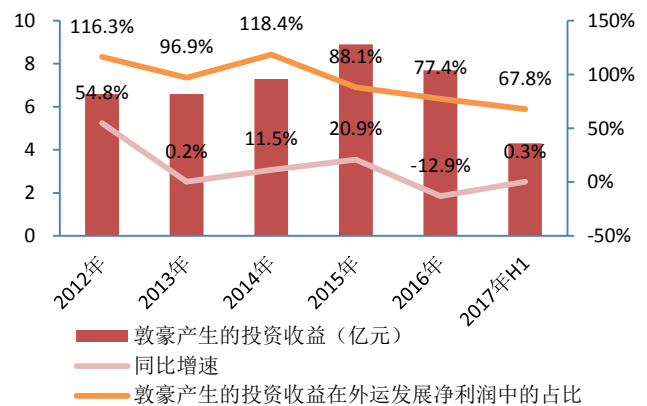
公司与全球快递集团敦豪国际 DHL 合营的中外运敦豪公司，主营国际快递业务，敦豪贡献的投资收益是外运发展净利润的主要来源。2017 年上半年和 2016 年全年，敦豪产生的投资收益在外运发展净利润中的占比分别达到 67.8%和 77.4%，2012-2016 年平均占比高达 99.4%。近年投资收益在净利润中的比例逐年下降，公司正在大力发展电商物流和专业物流这些新增长点，提升公司主业的盈利水平。

图 5：公司各业务毛利率



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 6：敦豪投资收益及在公司净利润中的贡献率



数据来源：公司公告、西南证券整理

### 1.3 业绩：电商物流异军突起，汇兑改善未来可期

#### 营业收入情况：

2016 年，公司实现营业收入 49.5 亿元，同比增长 13.7%。分拆主营业务，货运代理收入 36.3 亿元，同比增长 11.6%；电商物流收入 6.18 亿元，同比增长 40.9%；专业物流收入



6.0 亿元，同比增长 1.1%。电商物流板块增速最为显著，主要原因是公司加强了电商板块的客户营销与市场开拓，出口电商业务增长迅猛，尤其是菜鸟业务自 2015 年下半年开始以来，业务量不断上升。

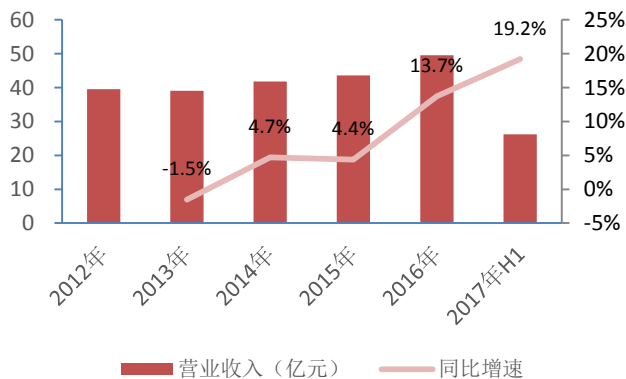
2017 年 H1，公司实现营业收入 26.15 亿元，同比增长 19.2%，增速表现良好，同期增量收入 4.0 亿元主要来自电商物流和专业物流。前者电商物流同期增量收入 2.96 亿元，增速高达 94.3%，主要受益于跨境电商出口业务的高成长性；后者专业物流同期增量收入 1.12 亿元，增速 30.4%，主要受益于公司积极拓展半导体、医药冷链和航空航天行业，并开拓了新的大客户大项目。

#### 利润情况：

2016 年，公司实现归母净利润 9.95 亿元，同比下降 1.5%，其中中外运敦豪的投资收益贡献了 80.9% 的净利润。去年归母净利润增速为负的主要原因是敦豪产生的投资收益同比下降了 9.3%，2016 年敦豪的成本依然以欧元计价，欧元兑人民币从年初 7.05 上涨至年末 7.3，人民币全年贬值约 3.7%，成本端迅速上涨是敦豪净利润下滑的主因。出售东方航空产生 3.07 亿元的投资收益弥补了增速缺口，因此公司归母净利润增速下滑程度低于敦豪。

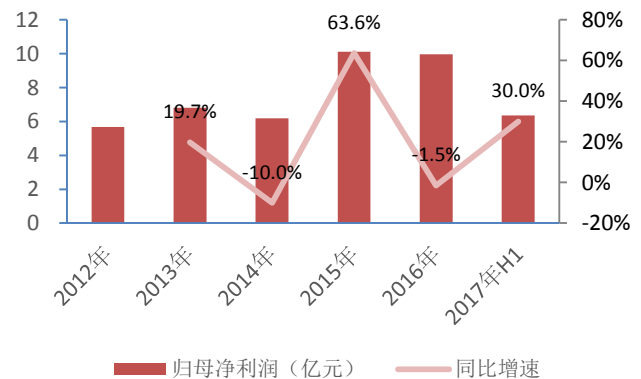
2017 年 H1，公司实现归母净利润 6.3 亿元，同比增长 30%，业绩表现超预期。其中敦豪贡献投资收益约 4.3 亿元，增速 0.3% 与去年同期持平，占净利润 68.1%。利润增速提振主要来源于公司上半年出售 3758 万股中国国航股票，增厚投资收益 2.33 亿元。截止至今年年中，公司持有的可供出售金融资产约为 7.19 亿元（中国国航 3.72 亿元，东方航空 2136 万元，京东方 3.25 亿元）。由于汇兑核算方式变化，敦豪今年贡献的利润增速已出现好转，2017 年全年敦豪贡献利润预计将取得稳定增长。

图 7：公司的营业收入及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 8：公司的归母净利润及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理



## 2 利润来源一：参股敦豪，汇兑改善扭转乾坤

中外运敦豪产生的投资收益，过去 5 年均给外运发展贡献了 75% 以上的净利润，敦豪的经营情况对公司利润至关重要。作为与全球快递巨头 DHL 合营的国际快递公司，敦豪有三大竞争优势：1) 可利用 DHL 居全球第一梯队的海外网络运力。2) 我国国际快递市场被外资寡头垄断的现状下，DHL 最先布局中国市场，因此国际快递行业中敦豪处于绝对龙头地位。3) DHL 和公司合作多年，近期又续签了 25 年合约，敦豪经营稳定，基本无解约隐患。

从收入端分析，国际快递行业增速低于国内快递行业，具有门槛高、外资垄断集中度高、单件价格高的“三高”特性，因此敦豪的盈利水平高于国内上市快递龙头。同时敦豪的收入增速近年一直低于行业增速，且增速在逐年走高，未来业绩有很大的超预期空间，预计 2017 年敦豪收入增速 10%。从成本端分析，今年成本中的网络使用费计价货币由欧元变为美元，根据今年美元兑人民币一路贬值的趋势，此举重大利好外运发展净利润，预计 2017 年敦豪净利润增速 5%，带来投资收益增速 9.8%。

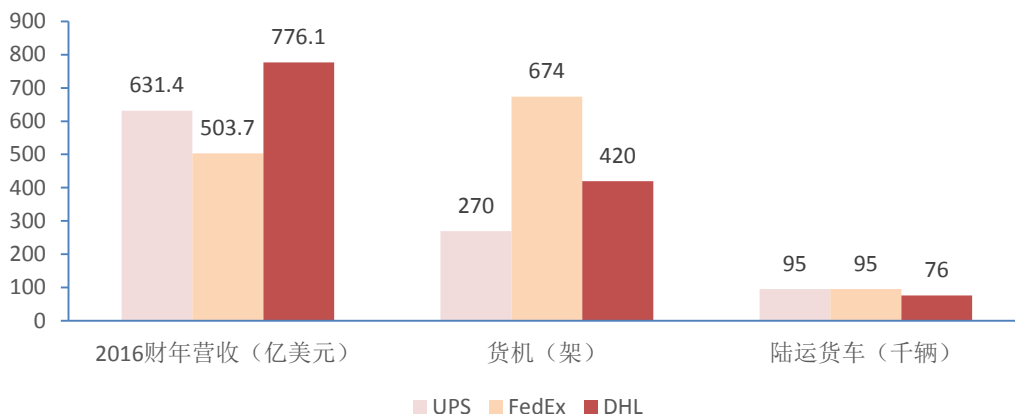
### 2.1 竞争力强：网络全球覆盖+国内份额领先+合营关系稳定

中外运敦豪，全称中外运敦豪国际航空快件有限公司，1986 年成立，是外运发展旗下的合营企业。外运发展和敦豪国际（简称 DHL，取自三个公司创始人姓氏的首字母）对中外运敦豪各出资 50%。DHL 成立于 1969 年，是德国邮政集团的全资子公司，也是全球最大的第三方物流服务提供商。目前敦豪的运营管理部由 DHL 负责，外运发展仅参与敦豪的分红。敦豪带来的投资收益在外运发展中贡献了大部分的净利润，过去 5 年贡献度均在 75% 以上。

敦豪相较于国内同业，三大竞争优势保证其领先地位不变：

敦豪的竞争优势之一：DHL 海外网络和运力规模居世界前列。DHL、UPS、FedEx 和 TNT 四大快递巨头是全球国际快递市场的主导者。2016 财年，DHL 的营收规模领先 UPS、FedEx 两大竞争对手。DHL 拥有规模化的全球网点，国际快递业务遍布全球 220 个国家和地区，员工 50 万人，货机 420 架、陆运货车 7.6 万辆，作为全球最大的空运货代公司，DHL 2016 年的空运量达到 200 万吨。DHL 无论是空运还是陆运的运力均居行业第一梯队。背靠 DHL 大树，敦豪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。

图 9：国际快递巨头的业绩和海外运力对比

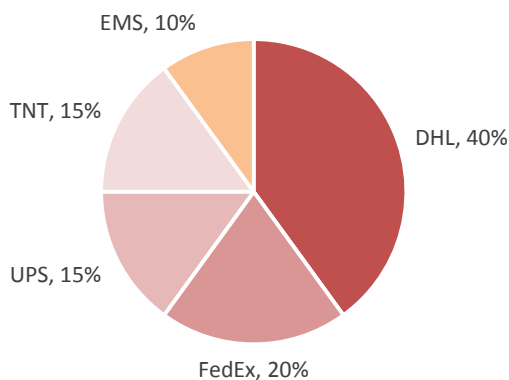


数据来源：公司公告、西南证券整理

**敦豪的竞争优势之二：我国国际快递行业被外资寡头垄断，DHL 具有先发优势，占据行业 40% 的份额，敦豪领跑行业板块。**近年随着中国、新加坡、印度等亚洲国家在世界经济中的地位不断提高，四大巨头也不断在亚洲快递市场发力：据德勤提供的 2014 年数据，DHL 在亚洲快递市场的占有率约为 41%，亚太地区是 DHL 最重要、需要优先布局的市场，DHL 近几年持续加大对亚太地区基础设施的投入；FedEx 在亚洲快递市场的占有率约为 21%，亚洲市场也是 FedEx 未来的发展重点。

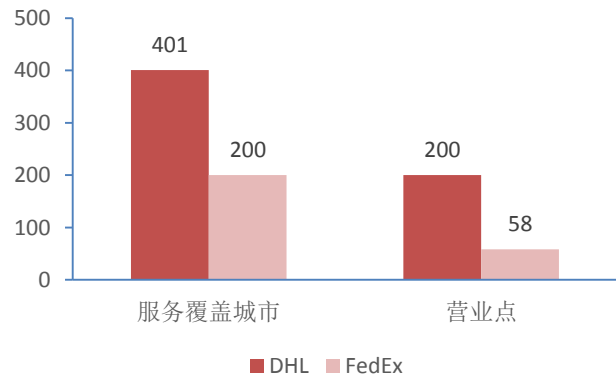
亚洲市场中，中国是各巨头必争之地。由于国内快递企业缺乏海外网络布局和高效率精细的服务质量，而海外快递巨头拥有全球化网络、海外经验和庞大业务规模，因此中国的国际快递市场被外资所垄断，2014 年外资占据了 90% 的市场业务量，DHL 市场份额遥遥领先。按照营业收入计算，2016 年敦豪占据了 25% 的国际快递市场。DHL 在中国市场具备先发优势，服务网络的推进进度领先于竞争对手，以 FedEx 做对比，目前 DHL 在国内提供的国际快递业务覆盖了 401 个城市，是 FedEx 的两倍，提供服务的营业点约 200 个，是 FedEx 的三倍多。出众的市场规模、业务表现和战略潜力使中外运敦豪自 2016 年起升级为 DHL 在全球的第七个独立运营区域。

图 10：2014 年我国国际快递业务量的市场格局



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 11：DHL 在国内服务网络覆盖度上优于 FedEx



数据来源：公司公告、西南证券整理

**敦豪的竞争优势之三：稳固的合营关系。**公司之前不仅与 DHL，也与 UPS、TNT 和 OCS 在国际快递业务上维持着合作关系。自从 2004 年我国加入 WTO 后，我国改变之前要求外资在物流行业必须与中国企业合资经营的规定，允许外资在中国设立物流的独资公司。因此在合作期限到期后，UPS、TNT 和 OCS 纷纷解除合作关系自立门户。DHL 于 1986 年和公司签订了 50 年的合约，且双方合作关系深厚，因此在 2011 年又续签了 25 年的合约。我们预计未来几年内，敦豪合资经营的现状不会有改变。

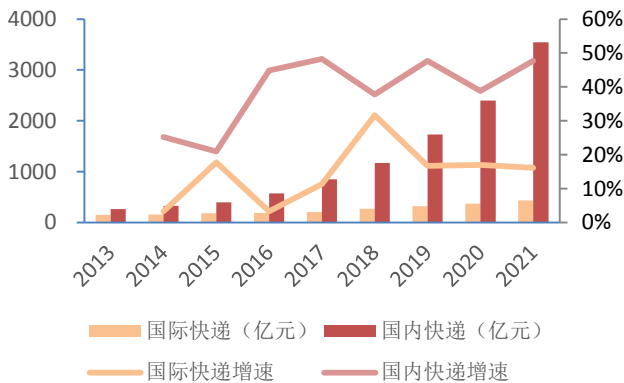
## 2.2 收入端：盈利能力走强，高端优势不改

### 2.2.1 国际快递行业增速逊于国内快递，单价高企盈利能力强

业务收入方面，国际快递增速低于国内快递，预计 2017 年我国国际快递收入增速 18%。近年海淘、代购、跨境电商等新兴交易形式兴起，为国际快递业务的需求量增添了一波强劲的驱动力。自 2012 年起，国际快递行业蓬勃发展，2014-2016 年的收入年复合增速为 16.6%，2016 年业务收入达 429 亿元，增速 16.1%，较高成长性的国内快递行业增速低了 31.6pct。考虑到经济复苏和跨境电商的驱动，我们预计 2017 年我国国际快递收入增速为 18%。

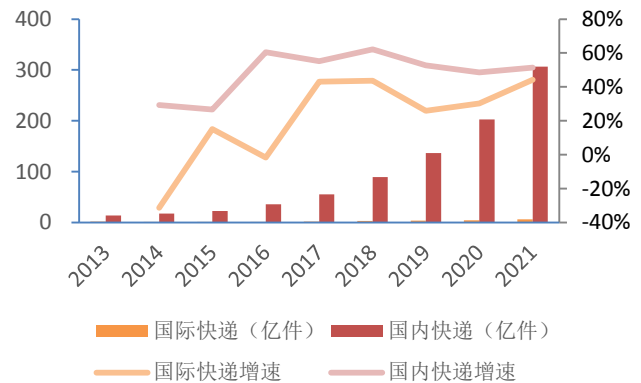
业务量方面，国际快递增速略低于国内快递，预计 2017 年我国国际快递业务量增速 45%。2014-2016 年，我国国际快递业务量和国内快递业务量的年复合增速分别为 33.6%和 50.9%，近三年国际快递业务量增速稳步上扬，国内外增速差距收窄，2016 年国际增速低于国内增速 7.3pct。根据业务量增长趋势，我们保守预计 2017 年国际快递业务量增速为 45%。

图 12：我国国际和国内快递行业收入及增速



数据来源：国家邮政局、西南证券整理

图 13：我国国际和国内快递行业业务量及增速

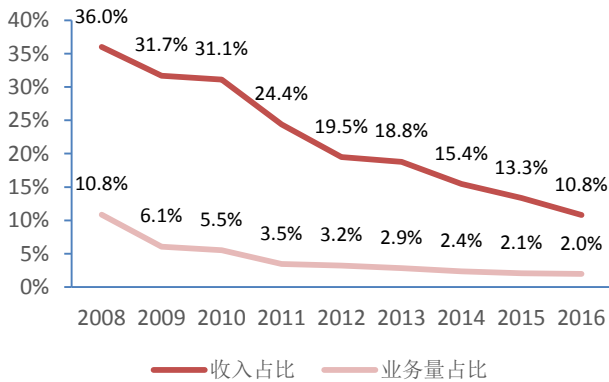


数据来源：国家邮政局、西南证券整理

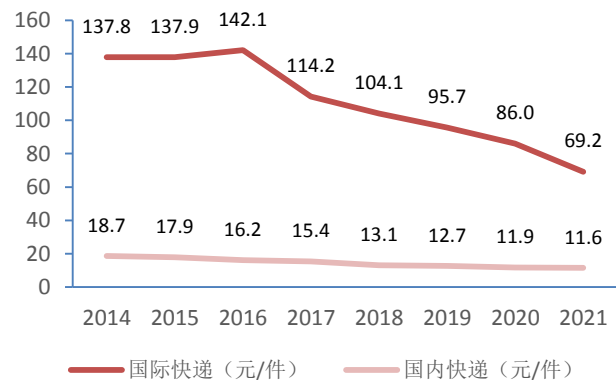
国际快递单价是国内的 6.3 倍，量少回报大。业务量上，我国的国际快递行业占整体快递行业比例很低，2016 年仅占 2%。但是国际件的单价远高于国内件（2016 年约是国内件价格的 6.3 倍），因此提升了国际件的收入比例，国际快递 2%的业务量带来了 10.8%的业务收入。

国际快递行业依然处于成长期。由于国内快递行业的业务量和收入近年保持着 40%左右的增速，增速均快于国际快递行业，因此国际快递相对于整体快递行业的比重有所下降。但随着进出口贸易复苏和跨境电商的兴起，未来国际快递收入增速也将稳定在 10%-20%之间，依然处于成长期，国际快递企业将持续受益于行业红利。

2017 年国际快递单价降幅将收窄。近几年来我国快递行业同质化严重，竞争非常激烈，价格战也是企业间竞争的主要手段。从 2011 年开始，我国快递行业大打价格战，国际快递单件价格连年下降。但随着我国居民消费水平的提升，未来用户将越来越重视快递服务的时效性和安全性以及客户服务体验，价格将不再是用户选择快递的最主要因素，而质量将成为快递行业口碑胜出的决定性因素。2017 年经济复苏带来的国际快递需求提升，在一定程度上抑制了快递价格的下跌；同时一轮价格战影响了服务质量的提升，企业对价格战认识理性回归。综上所述，我们预计未来几年国际快递价格降幅将出现明显收窄。

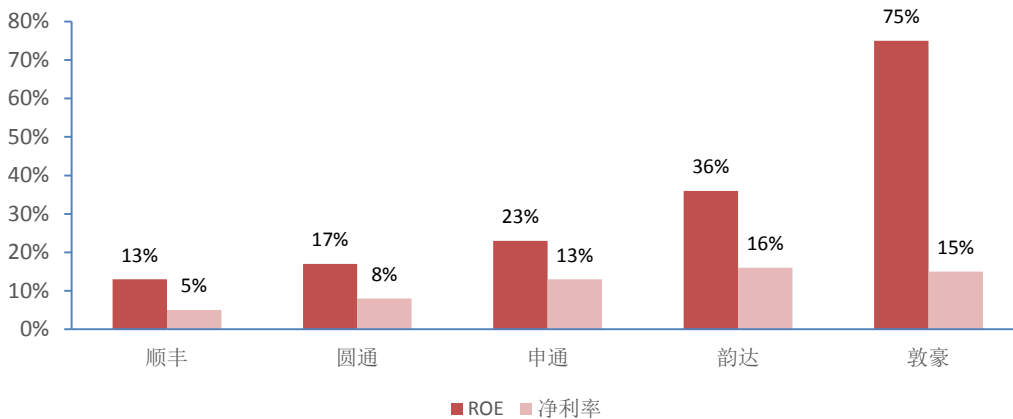
**图 14: 我国国际快递行业在快递行业中的收入和业务量占比**


数据来源: 国家邮政局、西南证券整理

**图 15: 我国国际快递和国内快递的单件价格**


数据来源: 国家邮政局、西南证券整理

敦豪的净利率和 ROE 明显优于本土快递龙头。国际件单件价格高企, 且国际件要求高效精细的服务质量, 要求企业有良好的管理能力和快捷的运输网络, 因此属于快递行业的高端市场, 进入壁垒和利润双高。敦豪采用轻资产模式, 利用 DHL 现成的海外网络和运力, 因此盈利水平稳定而超群, 净资产收益率 ROE (2016 年为 70%) 远高于国内上市快递公司龙头, 净利率 (2016 年为 15%) 也优于大部分国内快递公司。

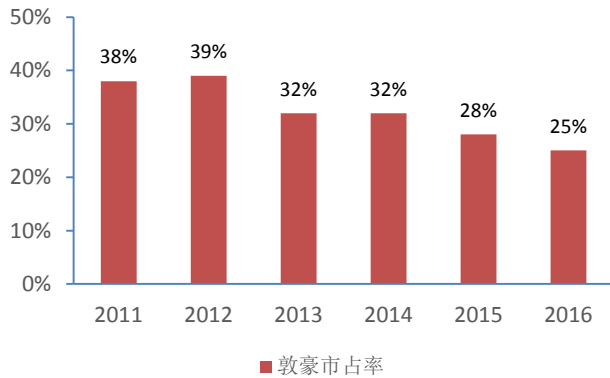
**图 16: 敦豪的盈利水平普遍优于上市快递公司龙头**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

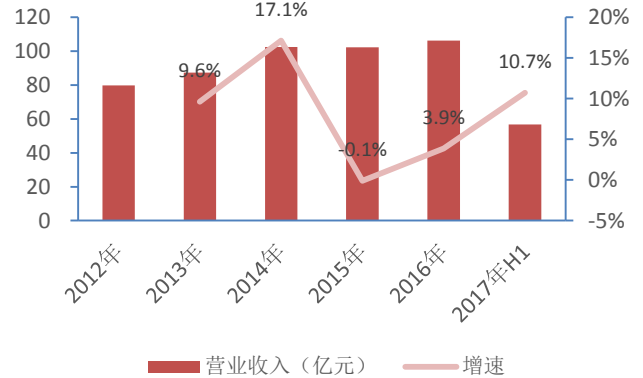
## 2.2.2 高端市场优势不改, 预计敦豪收入稳步增长 10%

电商件涌入导致敦豪的行业份额下降, 高端商务件优势不改。国内快递龙头 (顺丰+四通一达) 纷纷上市, 融资能力增强后均大力布局海外快递市场, 同时跨境电商的涌入导致电商巨头 (京东、苏宁等) 自营物流也进入市场分一杯羹, 导致外资垄断力下降, 敦豪在国际快递收入中的份额从 2012 年起逐年下降, 2016 年敦豪依然占据我国 25% 的市场份额, 始终处于绝对龙头地位。敦豪的优势在高端商务件市场上, 随着电商件涌入, 国际快递分母变大, 虽然份额随之下降, 但敦豪在高端商务件的优势地位不变。

敦豪近两年营业收入增速趋于平稳, 增速维持在一位数, 低于行业增速。2017年H1, 敦豪营收增速10%, 业绩增速较去年有显著提升。鉴于敦豪稳固的国际件市场地位和涉足国际电商件的举措, 我们预计敦豪2017年的营收增速10%, 收入规模达116.8亿元。

**图 17: 中外运敦豪在我国国际快递行业总收入中的份额**


数据来源: 国家邮政局、公司公告、西南证券整理

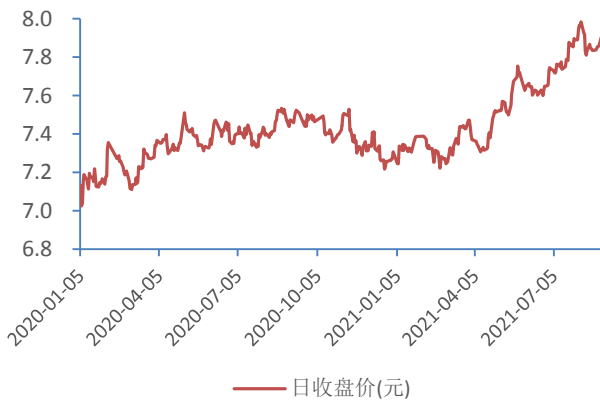
**图 18: 敦豪的营业收入及增速**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

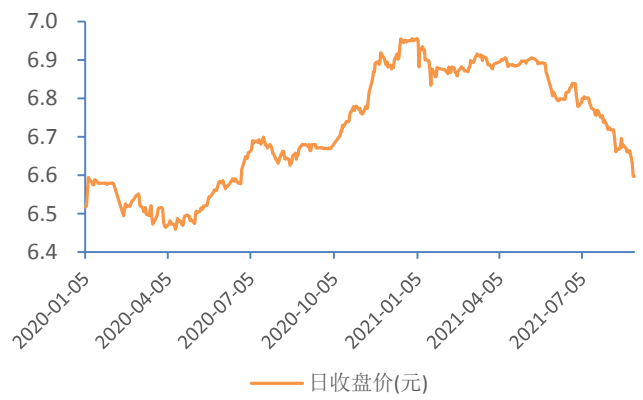
## 2.3 成本端: 汇兑改善, 增速向好

中外运敦豪今年的成本端计价方式发生了变化, 占成本端约40%的网络使用费由欧元转变为美元计价。今年欧元兑人民币以较去年更快的势头上涨, 由年初收盘价的7.26涨至7.88, 涨幅达8.5%; 而美元兑人民币一改去年涨势逼人的势头, 从年初的6.96一路跌至6.60, 跌幅达5.2%。因此计价货币的转变将显著削弱人民币兑欧元贬值的汇兑损益负面影响, 对外运发展的利润增速提振是一剂有力的强心剂。

- 敦豪2016年及以前的计价方式: 营业收入以人民币计算, 占成本端约40%的网络使用费以欧元计价。
- 敦豪2017年开始的新计价方式: 营业收入以人民币计算, 占成本端约40%的网络使用费以美元计价。

**图 19: 今年年初至今, 欧元兑人民币价格一路上涨**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 20: 今年年初至今, 美元兑人民币价格一路下跌**


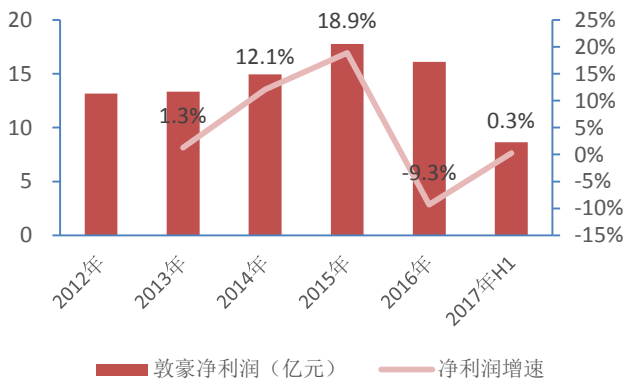
数据来源: wind、西南证券整理

### 敦豪近期业绩下滑，汇兑损益是主因：

2016 年全年，敦豪盈利 16.1 亿元，同比下降 9.33%，为公司贡献投资收益 7.7 亿元，同比下降 12.9%。去年利润下滑明显，主要来源是欧元兑人民币升值，以日中间价计算，去年全年欧元兑人民币的均值同比上涨了 5.7%，导致成本端上涨消弭了 3.9% 的收入增速，反而出现了净利润负增长。

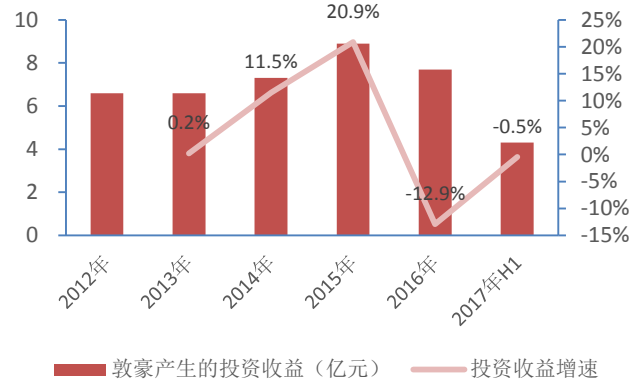
2017 年上半年，敦豪盈利 8.6 亿元，增速 0.3%，为公司贡献投资收益 4.3 亿元，增速 -0.5%，盈利情况与去年同期持平。利润增速不及 10.7% 的收入增速，原因依然是汇兑损益，美元兑人民币的中间价，2016 年 H1 的均值是 6.53，2017 年 H1 的均值是 6.87，今年上半年美元下跌趋势还未能弥补去年的上涨缺口，美元计价目前对成本项还是做贡献。同时 DHL 成本使用费也有明显的同期上涨，两项累积抵消了 10.7% 的收入增长。

图 21：敦豪的净利润及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 22：敦豪为外运发展带来的投资收益及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

### 我们采用多元线性回归法拟合敦豪净利润增速，预计出 2017 年敦豪 5% 的净利增速：

由于敦豪净利润与收入和成本计价货币的汇率均存在线性关系，我们采取线性拟合的方法来预测 2017 年敦豪的净利润水平。采用多元线性回归，以计价货币汇率涨跌幅（以中间价均值计算，且 2013-2016 年使用欧元，2017 年 H1 使用美元）和敦豪收入增速为自变量，敦豪净利润增速为因变量，显示回归效果显著且两项自变量均与净利润增速显著相关。

回归方程是：敦豪净利润增速 =  $0.92 \times$  敦豪收入增速  $-1.5 \times$  汇率涨跌幅  $-3.4\%$ 。

假设 2017 年剩余的 4 个月内，美元兑人民币汇率能维持年初至今 5.2% 的下跌速度，预计年底美元兑人民币为 6.42，今年汇率均值估计为 6.69。去年汇率均值为 6.65，因此预测 2017 年全年美元对人民币均值涨跌幅为 0.6%。

根据已有的预测结果收入增速 10%，美元汇率涨跌幅 0.6%，可以测算出 2017 年敦豪净利润增速 5%，盈利 16.9 亿元。公司持有敦豪一半的股份，假设敦豪一半的利润都贡献给公司作为投资收益，则将取得 8.5 亿元投资收益，同比上涨 9.8%。



**表 1：汇率、敦豪收入增速和敦豪净利润增速的原始数据**

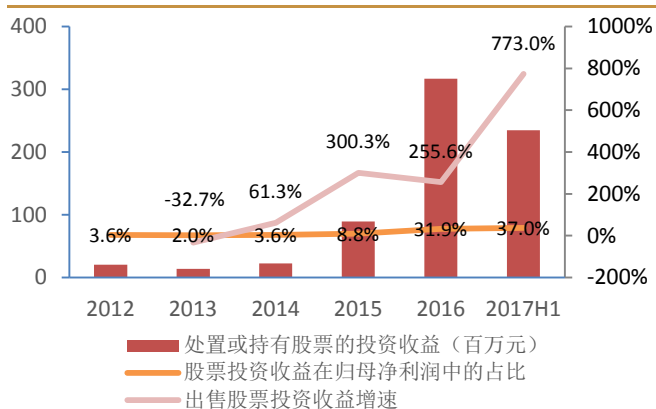
线性回归因子	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 H1
X1: 计价货币兑人民币的中间价均值同期涨跌幅 (2013-2016 年使用欧元, 2017 年 H1 使用美元)	0.4%	-0.3%	-14.8%	5.7%	5.2%
X2: 敦豪收入增速	9.6%	17.1%	-0.1%	3.9%	10.7%
Y: 敦豪净利润增速	1.3%	12.1%	18.9%	-9.3%	0.3%

数据来源: wind、公司公告、西南证券整理

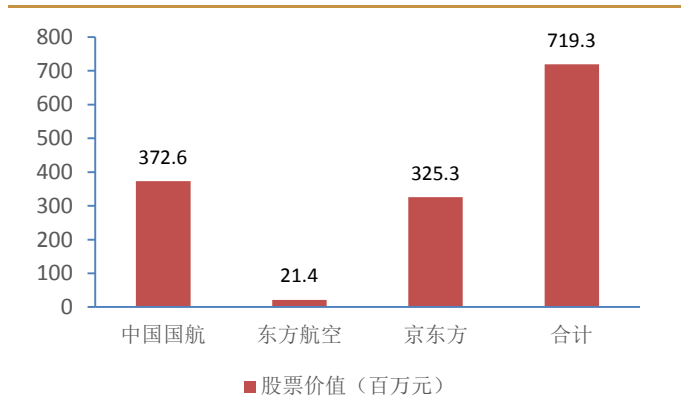
### 3 利润来源二：出售股票趋势加强

归母净利润的贡献度中，敦豪投资收益居第一位，其次是公司处置或持有可供出售金融资产产生的投资收益（公司的可供出售金融资产绝大部分是股票）。去年敦豪投资收益贡献归母净利润 77.4%，出售股票的投资收益贡献度为 31.9%。（超出部分是营业外收支和所得税的负贡献。）公司 2017 年中报披露，公司持有的可供出售股票总计 7.19 亿元（其中中国国航 3.72 亿元，东方航空 0.21 亿元，京东方 3.25 亿元）。

公司最初出于战略投资目的购入三家公司股票，近年公司业务已趋于成熟，我们判断战略投资意义已经不大。从公司动向来看，从 2016 年起公司开始大量出售股票，不论是出售股票的投资收益量级还是利润贡献度均有显著上涨。去年出售东方航空股票产生 3.07 亿元投资收益，整体处置或持有股票产生了 3.17 亿元投资收益，同比增速达 255.6%，贡献了 31.9% 的归母净利润。今年上半年公司继续出售策略，出售中国国航股票，整体投资收益达 2.34 亿元，同比增速高达 773%，贡献了报告期内 37% 的归母净利润，持续出售的趋势比去年更甚。

**图 23：股票投资收益在归母净利润中的占比**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

**图 24：截止今年 6 月底公司持有的可供出售金融资产**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

在前文预测敦豪投资收益 8.5 亿元的基础上，我们分了以下七种情景预测今年公司股票投资收益：考虑公司剩余股票和公司目前已出售股票的现状，我们分别给予七种情景不同的概率，最后预测今年将获得股票投资收益 4.2 亿元，从而整体投资收益为 12.7 亿元，较去年增长 16.1%。

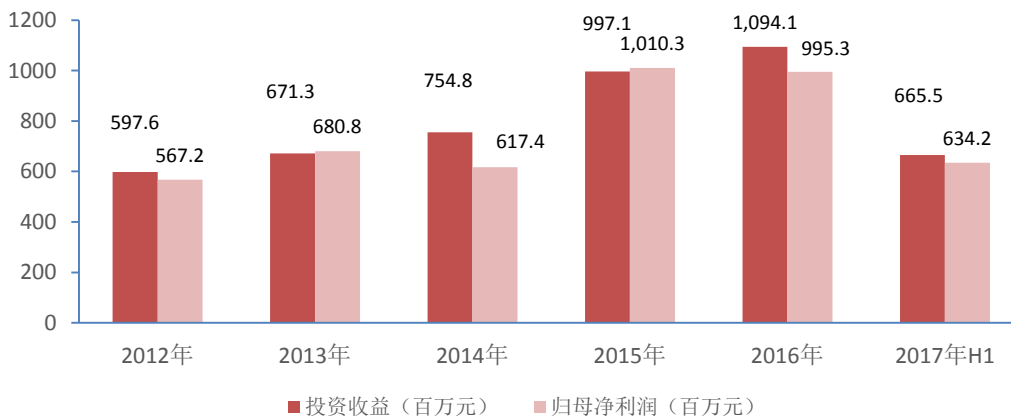


**表 2：2017 年公司股票投资收益的七种情景假设**

假设情景	概率	股票投资收益(亿元)	敦豪投资收益(亿元)	总投资收益(亿元)	总投资收益增速
情景一：今年下半年不出售股票	10%	2.3	8.5	10.8	-0.9%
情景二：今年股票投资收益与去年持平	25%	3.2	8.5	11.7	6.7%
情景三：今年股票投资收益较去年增长 20%	25%	3.8	8.5	12.3	12.5%
情景四：今年股票投资收益较去年增长 40%	20%	4.4	8.5	12.9	18.3%
情景五：今年股票投资收益较去年增长 70%	10%	5.4	8.5	13.9	27.0%
情景六：今年股票投资收益较去年增长 100%	5%	6.3	8.5	14.8	35.6%
情景七：今年将剩余股票全部出售	5%	9.5	8.5	18.0	64.8%
情景汇总		4.2	8.5	12.7	16.1%

数据来源：公司公告、西南证券整理

由于公司历年的投资收益和归母净利润相差较小，而且投资收益大于归母净利润是大概率事件，根据今年上半年 0.3 亿元和去年 1 亿元差额的情况，我们假设 2017 年全年两者相差 0.9 亿元，预测 2017 年公司归母净利润约为 11.8 亿元，同比增速在 19.4% 左右。

**图 25：归母净利润和投资收益差额很小**


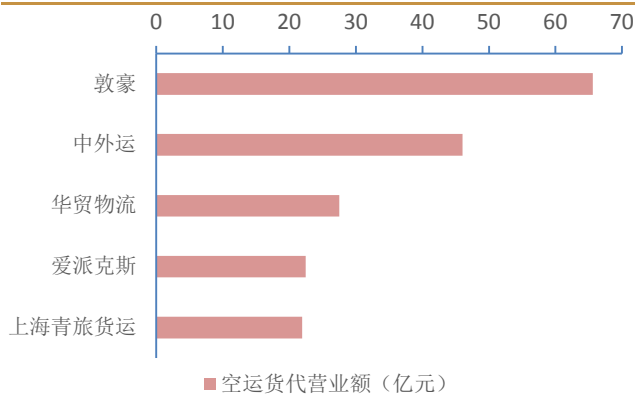
数据来源：公司公告、西南证券整理

## 4 货代：国内龙头受益经济复苏，量价齐升迎来增速拐点

### 4.1 行业地位：国内领跑，网络+运力强劲

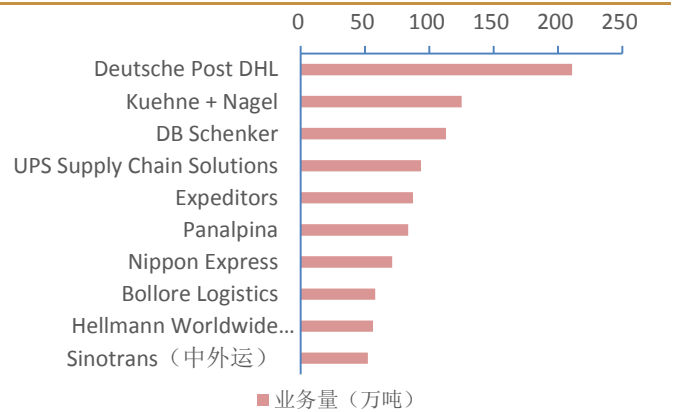
公司的货运代理业务是主业，去年贡献了 73% 的营收和 72% 的毛利润，其中空运货代又是公司主要经营的业务。公司是国内航空货运代理行业第一家上市公司，扎根航空货代近 20 年，母公司中外运无论在中国还是全球均处于行业领先地位（母公司的空运货代业绩主要由外运发展贡献）：在国内，2016 年中外运凭借 46 亿元的空运货代营业额，仅次于敦豪排名行业第二；在全球，2016 年中外运凭借 52.3 万吨的业务量，排名第十。

图 26：2016 年中国国际空运货代企业排名



数据来源：中国国际货运代理协会、西南证券整理

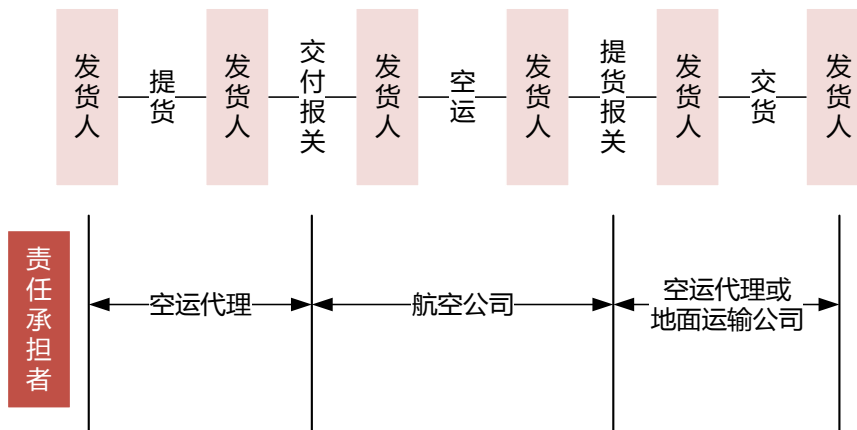
图 27：2016 年全球空运货代企业排名



数据来源：公司公告、西南证券整理

国际航空货运代理的当事人有四个：发货人、收货人、航空公司和航空货代公司。航空货代具有市场的原因有三：1) 收发货人无法花费大量的精力熟悉繁复的空运操作流程。2) 航空公司致力于自身主业，同样不负责处理航运前后繁复的服务项目。3) 货代公司由于熟悉规章、与航运各部门联系密切且基础设施齐全，因此在办理航空托运方面具有无可比拟的优势。航空货代业务的商业模式是以低于货主直接订舱的价格从航空公司批量订舱、包舱，再“零售”给分散的货主。

图 28：国际航空货代的流程和责任划分



数据来源：西南证券整理

公司的国际航空货运代理业务分为货运出口和货运进口，为客户提供空运进出口的门到门服务，包括海外工厂提货、海外清关、海外订舱、国际段运输、进出口仓储、进出口清关、转运、派送，以及多式联运服务。公司强大的网络覆盖率和航空运力是货代主业的核心竞争力。

- **国内外网络覆盖率高：**在国内，国际航空货运代理市场份额稳居第一，拥有 4 大区域，近百家分公司、子公司和 300 多个物流网点，运营网络辐射全国；在国外，通过海外代理、设立合资公司和办事处等方式在欧美、澳洲、亚洲等主要地区搭建了海外网点，并通过与 DHL 结成战略夥伴，国际上服务范围已覆盖全球 200 多个国家和地区。

- **航线运力充足：**与国货航、中货航、南航货运、汉莎、大韩等多家航空公司签有长期合作协议；与全球各主要运力供应商保持密切合作，可以为客户提供通达全球 200 多个国家的航空运力。

## 4.2 看点：行业供需扭转，增速动力充足

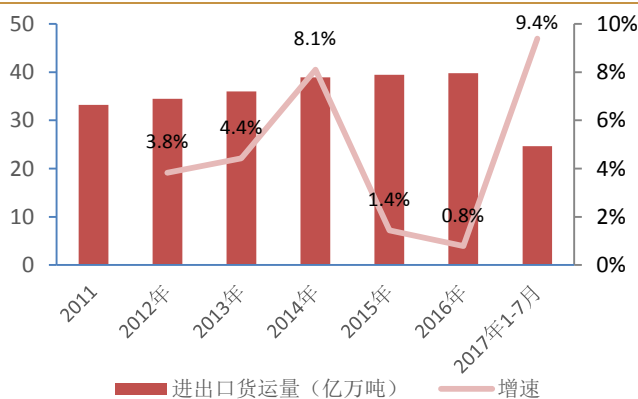
过去 7 年由于供给增速超过需求增速，航空公司以价格战策略吸引货源，增量不增收。2010-2016 年，三大航可用货运吨公里从 337 亿吨公里增长至 572 亿吨公里，但单位收入从 0.68 元/可用吨公里跌至 0.38 元/可用吨公里，导致货运收入不增反降，从 228.1 亿元降至 214.4 亿元。上游的航空货运价格不振，也传染到航空货运代理行业。公司航空货代的单位收入也从 2010 年的 9914 元/吨下降至 2015 年的 6256 元/吨，2014 年和 2015 年的价格降幅甚至高于 15%。

2017 年航空货运的供需局面出现改善，量价齐升，主要源自供给收缩，需求旺势不减。

- **需求端：**主要影响因素是进出口贸易，今年美联储连续加息和欧洲 PMI 指数提振都显示出发达国家经济复苏的趋势，2017 年全球贸易迎来拐点。最显著的指标是进出口货运量，一改过去五年的颓势，2017 年 1-7 月的同期增速高达 9.4%，货运代理行业开始放量。

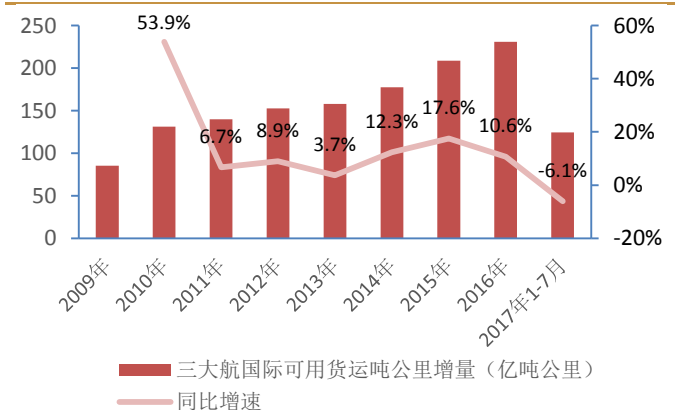
- **供给端：**主要影响因素是航空公司运力增量。14-16 年航空公司一味扩大机队规模，三大航的国际可用货运吨公里增速均在 10% 以上，而跨境货运需求增速均在 10% 以下，16 年甚至只有 0.8%，航空货运市场供需矛盾较大，这也是制约空运价格的根本原因。今年起国际运力增速显著放缓，2017 年 1-7 月期间，三大航的国际可用货运吨公里增速回落到 -6.1%，反映出三大航主动调节国际运力供给的意愿。随着航空公司国际航线增长动力的普遍减弱，国际航线的供需关系有望改善，货运价格也出现了上调趋势。

图 29：需求端：今年进出口货运量回暖



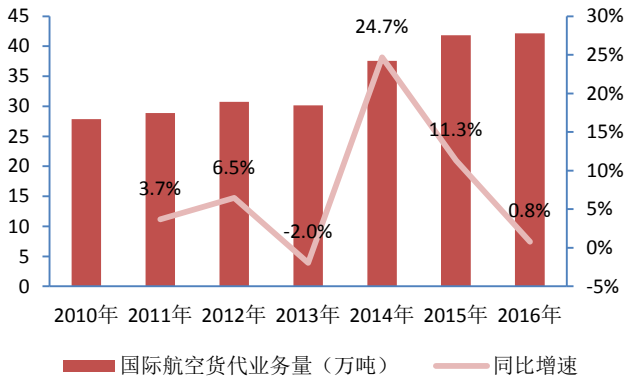
数据来源：海关总署、西南证券整理

图 30：供给端：今年三大航国际货运运力增速回落

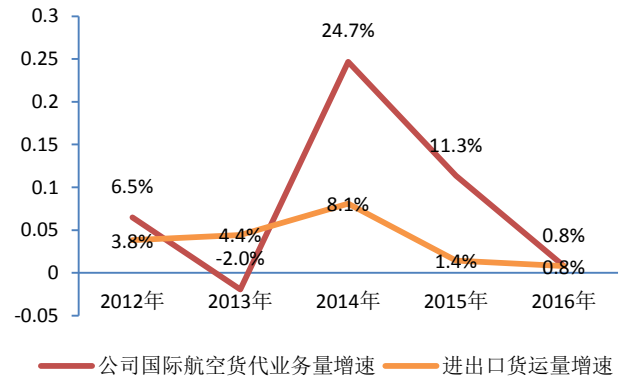


数据来源：三大航公司公告、西南证券整理

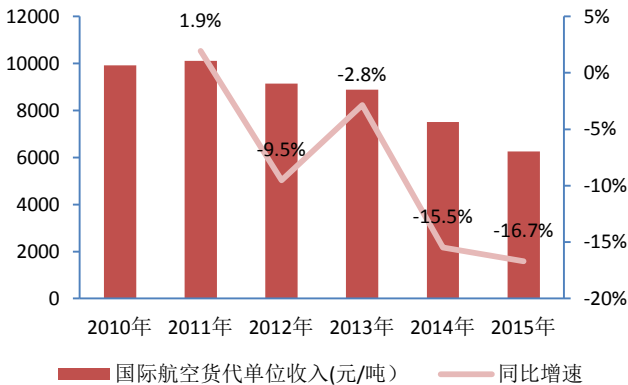
公司航空货代业务量与宏观的进出口货运量走势基本一致，同时也因为单位收入的不断下滑，过去几年和航空公司一样出现了增量不增收的情况。我们预测今年宏观的进出口货运量增速将达到 8%，外运发展的国际航空货代业务量增速和宏观一致，也达到 8%。同时预测货代价格反弹 3%，公司整体货代业务收入增速达 10%。

**图 31: 公司国际航空货代业务量及增速**


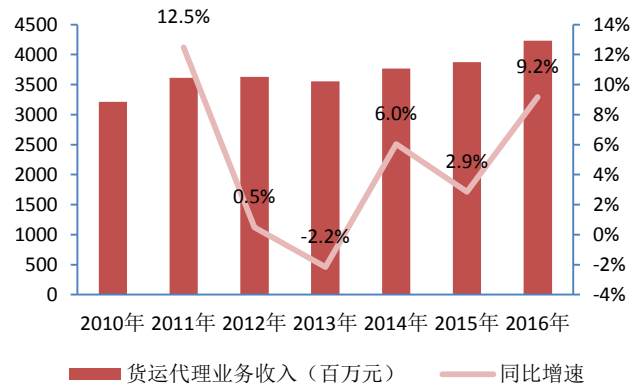
数据来源: 公司公告、西南证券整理

**图 32: 公司国际航空货代业务量增速与进出口货运量增速走势**


数据来源: 海关总署、公司公告、西南证券整理

**图 33: 公司国际航空货代单位收入**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

**图 34: 公司货运代理业务收入及增速**


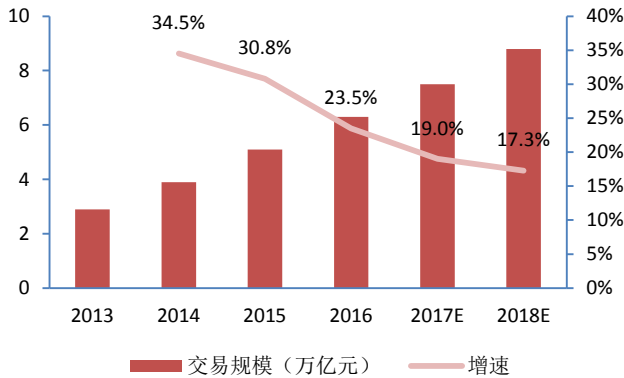
数据来源: 公司公告、西南证券整理

## 5 电商物流: 合作阿里逆势高增, 直邮优势酝酿长期增长

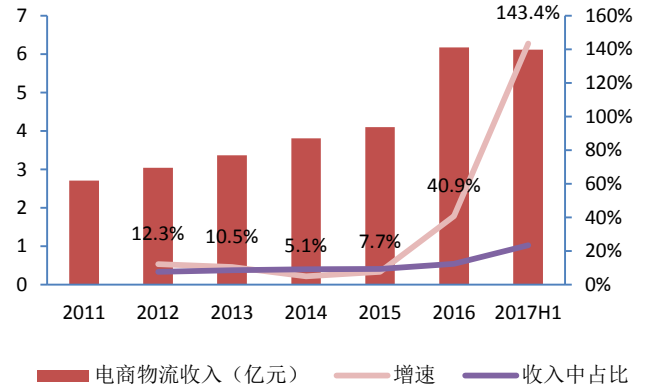
电商物流业务(主要是跨境电商物流)是公司的目前正在大力开拓的新增长点, 2016年增速 40.9%, 今年上半年实现 **143.4%** 的爆发式增长, 增速远高于货代主业, 是提振公司整体业绩增速的主要来源。随着公司转型跨境电商综合服务商并不断布局, 电商物流业务的收入贡献度持续提升至 2017 年 H1 的 23.4%。预计 2017、2018 年电商物流业务继续放量增长, 并进入业绩释放期, 毛利贡献有望从千万级别升至上亿。

**看点一: 跨境电商增速抢眼, 核心客户速卖通涨势强于行业**

尽管过去两年全球贸易增长乏力, 跨境电商行业却持续逆势增长, 表现抢眼。近年中国跨境电商交易规模持续增长, 2016 年交易规模达 6.3 万亿元, 增速达 23.5%。据艾媒咨询预测, 2017、2018 年跨境电商交易规模增速可维持在 19% 和 17% 左右。

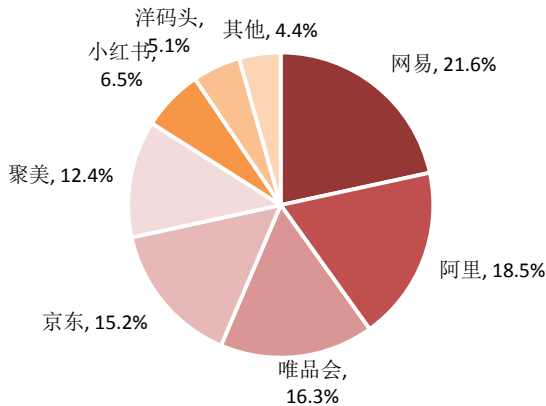
**图 35: 中国跨境电商交易规模及增速**


数据来源: 商务部、海关总署、西南证券整理

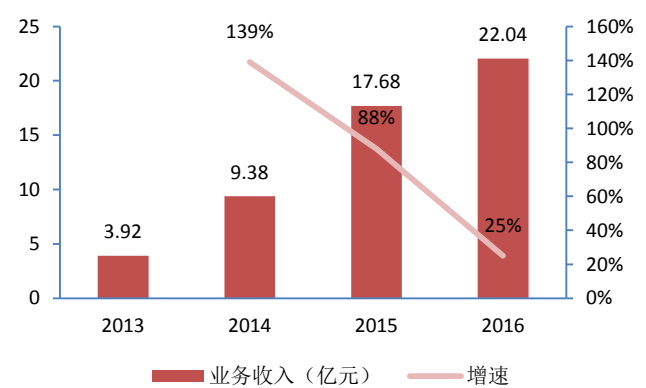
**图 36: 公司电商物流业务收入及增速**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

公司核心客户阿里巴巴拥有电商进口零售行业 18.5% 的市场份额，仅次于网易考拉海购。公司主要合作阿里巴巴旗下出口 B2C 平台速卖通，速卖通是阿里巴巴国际零售业务收入的主要贡献来源。阿里巴巴国际零售业务的收入增速近三年均高于行业水平，2014-2016 年，阿里国际零售收入年复合增速 78%（我国跨境点交易规模 CAGR 为 65%）。

**图 37: 2016 年中国跨境电商零售进口平台销售份额占比**


数据来源: 艾媒咨询、西南证券整理

**图 38: 阿里巴巴国际零售业务收入及增速**


数据来源: 阿里巴巴公司公告、西南证券整理

### 看点二: 转型出口电商，逆势增长跑赢行业

2016 年 4 月 8 日，政府出台跨境电商进口新政，新政终结了“免税时代”，对限额外的商品征收行邮税，跨境进口电商的整体经营成本上升，并延期到 2017 年底执行。公司顺应政策趋势，转型集中发展出口电商物流，保证了公司电商物流业务收入在行业新政“灰色时期”依然逆势增长 40.9%。

### 看点三: 直邮或成主流，公司优势明显

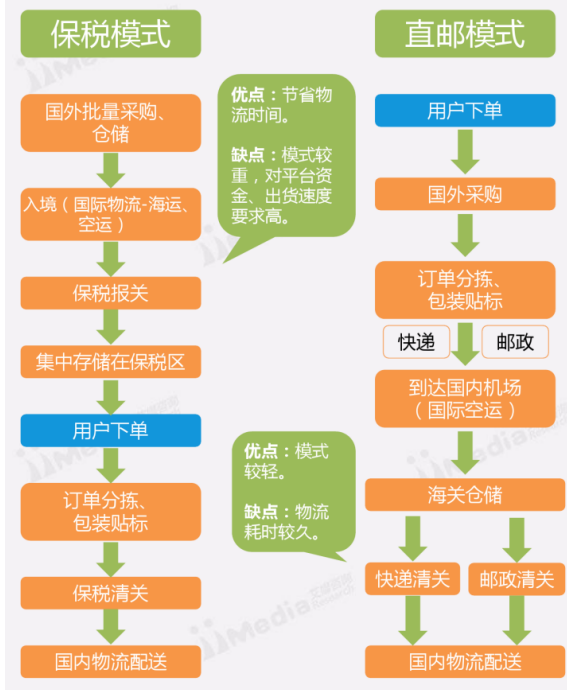
目前跨境电商有保税和直邮两种主流物流模式。虽然保税模式时效性强，但消费品类众多规格繁杂，因此直邮是更便捷安全的海淘物流模式：

- **保税进口模式:** 适用于销量大的标品，由电商平台或第三方商家提前从海外集中采购货物，运至国内保税仓，然后从保税仓直接发货至消费者手中，物流成本低，并且送货时间与购买国内商品几乎没有差别。

- **直邮进口模式：**适用于长尾非标类商品，消费者先下订单，再由跨境电商平台从海外仓库直接发送包裹，邮寄给国内消费者，这种模式成本较高，并且物流时间长。

进口电商新政发布后，保税模式需要在“一线”进区时核验通关单，特殊商品还需要许可批件和注册备案，政策对保税模式的征税和监管力度均有显著强化，而直邮暂时不受新政影响。目前来看，保税发货模式的优势被削弱，价格优势降低的情况下，海外直邮将成为未来海淘的主要趋势。外运在直邮上优势明显，始终打造阳光海淘经济直邮品牌，在跨境直邮物流方面是A股唯一标的，将受益于直邮化趋势。

图 39：中国跨境电商的两种主要物流模式



数据来源：艾媒咨询、西南证券整理

#### 看点四：海关合作稳定，资源好于民企

公司资源好于民企，竞争优势明显，充分受益于海淘阳光化。目前通关仍是跨境电子商务交易的最大壁垒，公司拥有多年与海关的合作经验，化壁垒为优势。公司是唯一与海关六大跨境电商试点地区全面试点企业，预计公司今年还将开始与珠三角地区海关口岸合作。公司已与海关形成数据对接，目前唯一一家实现了货物进出口流程的可视化。

考虑到下面几点，我们预测未来几年外运发展的跨境电商物流增速将持续维持在20~30%之间：1) 上游跨境电商是电商子领域中增速最高潜力最大的领域，公司核心客户速卖通业务增速甚至高于行业平均水平，公司未来与阿里巴巴、网易、亚马逊等电商巨头有望加速推进；2) 跨境电商新政后，外运改变策略利用海外网络积极发展出口电商物流，新政负面影响较小；3) 公司直邮优势明显，新政利好直邮发展。4) 海关合作密切。

**专业物流与面板行业合作密切：**公司专业物流业务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，下游行业主要是面板和半导体行业。作为京东方大股东，公司与京东方合作密切。根据 IHS 预测，2018 年京东方将全球第三大液晶面板生产商，仅次于三星和 LGD，拥有 14% 的市场份额。公司未来还会进一步拓展医药、航空航天等领域，开发高端龙头用户。



## 6 招商局入主，资本运作天地宽

### 6.1 业务整合拉开序幕，招商物流为虎添翼

2017年4月，外运发展的原控股股东中外运长航集团整体并入招商局集团的登记手续已经全部完成，招商局集团正式成为外运发展的控股股东。从2015年集团重组通过国务院批准后，两大集团就开始了人事调整和业务整合：

- **2016年是人事调整期：**赵沪湘分别担任招商物流董事长和中外运长航集团总经理，标志着物流板块的人事对接已经展开。
- **2017年起是业务整合期：**人事调整的过渡期已过，集团间今年开始了业务整合动作。今年8月22日，公司控股股东中国外运拟以54.5亿元收购招商局物流集团的全部已发行股本，物流业务的资产注入开始。中国外运有望构建最具实力的庞大物流网络，公司作为中国外运的子公司，也有望从集团业务整合中分一杯羹，提升对外的竞争优势。

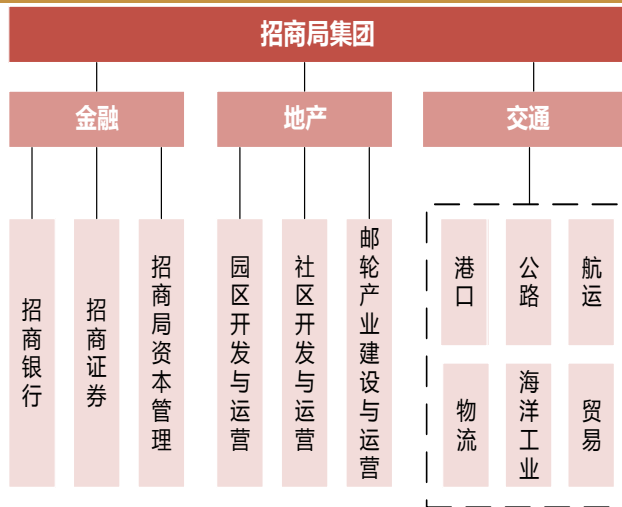
表 3：招商局集团和中外运长航的整合进程

整合类型	时间	事件
集团重组	2015/12	经国务院批准，招商局集团与中国外运长航集团实施战略重组，包括公司和中国外运股份有限公司在内的中国外运长航集团以无偿划转方式整体划入招商局集团，成为其全资子公司。
	2017/04	中国外运长航集团与招商局集团完成战略重组，公司因此成为招商局集团的间接控股子公司。
物流板块整合	2016/04	招商局集团宣布设立综合物流事业部，并任命赵沪湘为中外运长航集团总经理。
	2016/05	招商局集团又宣布由赵沪湘担任招商物流董事长。此举意味着两家集团的物流板块正式迈出了整合调整的步伐。
	2017/08/22	公司控股股东中国外运最新公告称拟以人民币54.5亿元向招商局收购招商局物流集团的全部已发行股本。

数据来源：公司公告、西南证券整理

招商局集团业务框架分为金融、地产和交通三大板块。招商局集团作为A类央企实力强劲，2016年实现营业收入5053亿元；利润总额1112.8亿元，央企排名第二；总资产近7万亿元，央企排名第一。金融板块旗下有招商银行、招商证券和招商局资本管理等多个知名机构，均处于行业领先地位。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，园区开发面积已达近百平方公里。交通产业包括港口、公路、航运、物流、海洋工业和贸易。



**图 40：招商局集团的三大业务板块**


数据来源：公司官网、西南证券整理

招商局物流集团是招商局集团旗下的以现代物流为核心的企业，2016 年营收 132 亿元，利润总额 9.1 亿元，主要业务集中在泛快速消费品合同物流细分市场，近十五年来实现了年复合增长率 30% 以上的高速发展。目前招商局物流正式形成了以公路物流、托盘共享、冷链物流和跨境物流四大业务协调发展的格局。

**图 41：招商物流的业务分为四大板块**

招商物流	公路物流	恒路快运	建设多个面向全国开放式物流运营平台和覆盖全国公路干线运输网络。在公路快运领域提供多项差异化服务，包括限时达、速达卡航、速达空运等，可以满足各种顾客不同层次的需求。
	托盘共享	招商路凯	主要业务为托盘和其他物流包装设备租赁，全球排名第二，托盘总数 2100 万，网点涵盖了大中华区、澳大利亚和东南亚。
	冷链物流	招商美冷	控股股东为招商局和美国最大冷库运营商 Americol，Americol 在全球拥有 182 座冷库，占全球库容总量的 12%，具有丰富的冷链物流管理经验。
	跨境物流	深圳外带仓储、深圳外带报关和深圳外带货运	主要依托招商局庞大港口资源、已经形成较大规模的船代、货代服务网络体系，覆盖全国 30 多个城市和口岸。

数据来源：公司官网、西南证券整理

## 6.2 现金牛拓宽混改空间，以重补轻长期可期待

今年中外运长航正式并入招商局集团后，外运发展有很大的资本运作和业务协同等利好预期空间，原因如下。

**原因一：**招商局集团今年在物流板块频频进行资本运作，公司有望和其进行资产整合。公路资产借壳华北高速、集团投资控股辽宁港口、招商轮船收购长航旗下经贸船务，充分印证招商局作为央企最主要的综合物流整合平台，在版图扩张过程中，很可能在公司主业相关的航空物流上进行资源整合。

**表 4: 今年招商局集团在物流板块的资本动作频繁**

业务	时间	资本运作事件
公路	2017/06/14	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.
港口	2017/06/14	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。
航运	2017/09/01	招商轮船拟以发行股份购买资产的方式, 向经贸船务购买其持有的恒祥控股、深圳滚装、长航国际及经贸船务香港各 100% 股权, 交易作价合计 35.86 亿元。经贸船务是中外运长航集团旗下的航运业务运营管理平台。

数据来源: 公司公告、西南证券整理

**原因二: 公司现金流充裕, 有望参加航空混改, 资本运作预期大。**截止到目前 8 月 11 日, 公司持有可供出售金融资产 6.04 亿元, 账上货币资金 36.65 亿元, **合计可支配现金 42.69 亿元**。公司在手现金充裕, 同时公司参与航空企业混改具有可能性。中国国航于 2017 年 4 月发布公告称, 国家发改委同意国航控股股东进行航空货运物流混改, 意味着继东航后, 又一家民航央企巨头将在货运板块有所行动。外运发展具备先发优势、航空货代行业竞争力, 同时根据此前东航物流引入地产、快递等战略投资者的混改方案, 外运发展有望参与到国航这类航企的货运物流板块混改中, 提升上游粘性和服务质量。

**表 5: 公司目前可支配现金 42.69 亿元**

资产名称	持有股票数 (万股)	价值 (亿元)
可供出售金融资产	中国国航	2977
	东方航空	314.18
	京东方	7820
货币资金		36.65
合计		42.69

数据来源: 公司公告、西南证券整理

**表 6: 今年航空公司混改**

时间	混改事项
2017/06/19	东航物流混改方案落地, 实现股权多元化, 原本东航集团绝对控股地位变成东航集团、联想控股、普洛斯、德邦、绿地、东航物流员工将分别持有东航物流 45%、25%、10%、5%、10% 的股份。
2017 年	国货航有望引进民营资本和民营快递物流企业。

数据来源: 公司公告、西南证券整理

**原因三: 招商局物流成为兄弟公司, 轻重互补协同性好。**如果母公司中国外运收购招商局物流成功, 招商局物流将成为外运发展的兄弟公司, 未来将有很大的业务协同互补机会。**招商局物流走重资产模式, 仓储、运力和网点十分强大, 目前拥有 800 多个物流营业点、仓库面积 326 万平方米、经营逾 37500 太可控货运车辆和一支冷藏车队, 形成覆盖全国 150 多个城市的综合服务网络。招商局物流旗下的庞大货源和仓储将给走轻资产模式的公司带来更多货代主业增量, 提升主业盈利水平。**同时招商局物流的跨境物流与外运发展存在交叉, 二者在客户资源和服务网络上有较大互补空间。

## 7 盈利预测与估值

### 7.1 未来三年盈利预测

假设 1: 敦豪的高端商务件市场份额不变, 成本端计价方式改变后汇兑损益明显改善, 2017 年全年美元兑人民币汇率涨幅达 0.6%, 敦豪贡献 8.5 亿元的投资收益;

假设 2: 公司 2017 年出售股票的趋势加强, 今年出售股票获得的投资收益约为 4.2 亿元;

假设 3: 2017 年货运代理行业供需改善显著, 今年中国进出口货运量增速达 8%, 货代单价反弹 3%;

假设 4: 公司电商物流业务和核心客户阿里巴巴旗下的速卖通保持稳定的合作关系, 阿里巴巴国际零售业务收入增速维持在 25% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年主要业务收入成本如表 7 所示:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
货运代理	收入	3,627.48	3,990.23	4,389.25	4,828.18
	增速	11.60%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	7.02%	7.50%	8.20%	8.50%
电商物流	收入	617.81	803.15	1,003.94	1,254.93
	增速	50.54%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	5.64%	6.00%	7.00%	8.00%
专业物流	收入	601.49	842.09	1,052.61	1,263.13
	增速	1.12%	40.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	8.89%	9.50%	10.00%	10.50%
其他业务	收入	102.80	34.95	34.95	34.95
	增速	49.48%	-66.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	9.98%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	收入	4,949.58	5,670.42	6,480.75	7,381.18
	增速	13.71%	14.56%	14.29%	13.89%
	毛利率	7.14%	7.61%	8.33%	8.77%

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 7.2 相对估值

基于上述假设, 我们预测公司 2017-2019 年摊薄后 EPS 分别为 1.31 元、1.32 元、1.41 元, 对应动态 PE 分别为 14 倍、14 倍和 13 倍。

我们在申万三级行业—物流业中选取了以下可比公司, 均是物流概念股中的领先企业, 同时剔除了部分业务和估值偏差较大的公司。2018 年物流行业 PE 均值为 21.29 倍, 考虑到公司在中国国际航空货代市场中处于绝对龙头地位, 未来受益于汇兑损益改善和进出口贸易

复苏，且公司大力布局正处于快速成长期的跨境电商物流，我们认为给予公司 2018 年 18 倍 PE 较为合理，对应股价为 23.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 8：可比公司估值表**

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
行业均值							32.02	24.72	21.29	18.14
行业中值							32.46	25.71	22.12	17.66
002183.SZ	怡亚通	8.82	0.25	0.30	0.34	0.50	36.03	29.01	25.90	17.74
002769.SZ	普路通	18.58	0.51	0.62	0.77	0.84	36.64	29.81	24.09	22.21
300350.SZ	华鹏飞	11.37	0.44	0.34	0.38	0.43	46.00	33.75	29.66	26.25
600057.SH	象屿股份	10.52	0.36	0.53	0.68	0.90	28.88	19.82	15.39	11.64
600180.SH	瑞茂通	13.81	0.52	0.70	0.85	1.00	26.44	19.74	16.22	13.87
600787.SH	中储股份	9.38	0.35	0.35	0.37	0.41	26.89	27.06	25.10	22.93
603128.SH	华贸物流	8.61	0.25	0.35	0.43	0.49	38.71	24.36	20.15	17.58
600270.SH	外运发展	18.19	1.10	1.28	1.32	1.41	16.55	14.24	13.83	12.91

数据来源：Wind，西南证券整理

## 8 风险提示

人民币兑美元汇率变化不达预期；敦豪业绩受到国内快递巨头显著冲击；进出口贸易改善不达预期影响货代业绩；电商物流需求波动。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4949.58	5670.42	6480.75	7381.19	净利润	994.55	1187.73	1196.76	1275.47
营业成本	4596.30	5238.77	5941.10	6733.57	折旧与摊销	75.59	101.64	101.64	101.64
营业税金及附加	19.02	21.79	24.90	28.36	财务费用	-40.26	-47.60	-61.45	-76.24
销售费用	173.31	204.14	226.83	250.96	资产减值损失	26.14	25.00	15.00	10.00
管理费用	212.21	255.17	281.91	310.01	经营营运资本变动	-195.09	-57.90	-68.23	-73.91
财务费用	-40.26	-47.60	-61.45	-76.24	其他	-954.37	-1295.00	-1210.00	-1209.00
资产减值损失	26.14	25.00	15.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-93.44</b>	<b>-86.13</b>	<b>-26.27</b>	<b>27.96</b>
投资收益	1094.14	1270.00	1195.00	1199.00	资本支出	-220.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1246.62	1270.00	1195.00	1199.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1026.00</b>	<b>1270.00</b>	<b>1195.00</b>	<b>1199.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1057.00</b>	<b>1243.16</b>	<b>1247.46</b>	<b>1323.52</b>	短期借款	92.27	-136.24	0.00	0.00
其他非经营损益	-32.78	-20.00	-15.00	-10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1024.22</b>	<b>1223.16</b>	<b>1232.46</b>	<b>1313.52</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	29.67	35.43	35.70	38.05	支付股利	-452.74	-199.05	-237.71	-239.52
净利润	994.55	1187.73	1196.76	1275.47	其他	48.13	-237.26	61.45	76.24
少数股东损益	-0.70	-0.84	-0.85	-0.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-312.34</b>	<b>-572.55</b>	<b>-176.27</b>	<b>-163.28</b>
归属母公司股东净利润	995.25	1188.57	1197.61	1276.38	<b>现金流量净额</b>	<b>631.52</b>	<b>611.32</b>	<b>992.46</b>	<b>1063.68</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3291.47	3902.78	4895.24	5958.92	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1432.14	1638.78	1869.65	2127.05	销售收入增长率	13.71%	14.56%	14.29%	13.89%
存货	3.46	4.00	4.60	5.27	营业利润增长率	3.14%	17.61%	0.35%	6.10%
其他流动资产	124.21	142.30	162.64	185.24	净利润增长率	-1.52%	19.42%	0.76%	6.58%
长期股权投资	1341.46	1341.46	1341.46	1341.46	EBITDA 增长率	4.32%	18.76%	-0.74%	4.76%
投资性房地产	75.11	75.11	75.11	75.11	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1176.95	1126.44	1075.92	1025.41	毛利率	7.14%	7.61%	8.33%	8.77%
无形资产和开发支出	449.04	400.73	352.42	304.11	三费率	6.98%	7.26%	6.90%	6.57%
其他非流动资产	951.58	948.76	945.94	943.12	净利率	20.09%	20.95%	18.47%	17.28%
<b>资产总计</b>	<b>8845.41</b>	<b>9580.36</b>	<b>10722.98</b>	<b>11965.69</b>	ROE	13.38%	14.60%	13.16%	12.59%
短期借款	136.24	0.00	0.00	0.00	ROA	11.24%	12.40%	11.16%	10.66%
应付和预收款项	1067.67	1217.69	1382.30	1567.66	ROIC	44.35%	47.40%	46.25%	47.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.07%	22.88%	19.87%	18.28%
其他负债	207.76	225.11	244.07	265.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1411.67</b>	<b>1442.80</b>	<b>1626.38</b>	<b>1833.13</b>	总资产周转率	0.57	0.62	0.64	0.65
股本	905.48	905.48	905.48	905.48	固定资产周转率	6.39	7.74	9.50	11.69
资本公积	538.47	538.47	538.47	538.47	应收账款周转率	5.91	6.11	6.10	6.10
留存收益	5699.43	6688.95	7648.84	8685.70	存货周转率	1220.89	1255.56	1252.61	1252.26
归属母公司股东权益	7428.25	8132.90	9092.80	10129.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.34%	—	—	—
少数股东权益	5.50	4.65	3.81	2.90	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7433.74</b>	<b>8137.56</b>	<b>9096.60</b>	<b>10132.56</b>	资产负债率	15.96%	15.06%	15.17%	15.32%
负债和股东权益合计	8845.41	9580.36	10722.98	11965.69	带息债务/总负债	9.65%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.65	4.18	4.49	4.73
					速动比率	3.65	4.18	4.49	4.73
					股利支付率	45.49%	16.75%	19.85%	18.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.10	1.31	1.32	1.41
					每股净资产	8.21	8.99	10.05	11.19
					每股经营现金	-0.10	-0.10	-0.03	0.03
					每股股利	0.50	0.22	0.26	0.26
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1092.33	1297.20	1287.66	1348.93					
PE	16.57	13.87	13.77	12.92					
PB	2.22	2.03	1.81	1.63					
PS	3.33	2.91	2.54	2.23					
EV/EBITDA	11.15	8.82	8.11	6.95					
股息率	2.75%	1.21%	1.44%	1.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn