

外运发展 (600270)

证券研究报告

2017 年 08 月 23 日

投资收益助推业绩增长，母公司获招商局物流注入

事件

外运发展披露半年报：1H2017 公司实现营业收入 26.15 亿元，较去年同期增长 19.19%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.34 亿元，较去年同期增长 29.95%。

受益电商与专业物流，收入增速显著

公司主营的货代收入增长平稳，上半年整体增长 3.22%。而**电商业务与专业物流为公司主营业务中最大亮点**，其中前者受益于跨境电商领域的强势增长，收入较去年同期增加 2.97 亿元，YOY+94.26%，收入占比提升 9 个百分点至 23.39%；专业物流板块，半导体、医药冷链、航空航天等领域的开发成效使得板块收入增加 1.12 亿元，YOY+30.41%，收入占比提升 2 个百分点至 18.38%。二者合计贡献收入增量 4.09 亿元，基本贡献了绝大多数营收增量。

毛利率整体维持稳定，投资收益贡献主要利润

公司上半年毛利率 7.99%，与去年 8.2%的水平基本相当，实现毛利额 2.09 亿元，较去年同期增加 2900 万元。**公司净利润主要由投资收益提供，上半年公司投资收益 6.65 亿元，较去年同期多出 1.91 亿元，其中来自国际快递子公司中外运敦豪的为 4.3 亿，与去年同期持平但二季度略有下降。投资收益增量主要来自于公司上半年处置 3758 万股的中国国航股票，产生 2.33 亿投资收益所致。**

现金在手弹药充足，招商局国改优选标的

公司于 2016 年出售东方航空股票，获得 3.06 亿元投资收益；紧接着又于今年上半年出售国航，两次交易后，公司在手货币资金超过 36 亿元，同时持有的公允价值计量金融资产达到 7.2 亿，高流动性资产非常充沛，可谓弹药充足。

今年 4 月招商局吸收中外运事项完成之后，外运发展成为招商局间接控股子公司。昨日中国外运 (00598.HK) 公告，拟以总对价人民币 54.5 亿元收购招商局物流集团的全部股份。截至 2017 年 6 月 30 日，招商局物流资产净值为人民币约 42.22 亿元，2016 年实现营业收入 132 亿元，利润总额 9.1 亿元。招商局物流主营快消品合同物流、化工物流、专业物流、特色物流等，有望为中国外运打开新的业务领域，同时该交易将双方物流网络整合，有助公司进一步巩固其物流领域地位。于外运发展而言，将显著受益于母公司物流实力上的增强，包括其带来的网络、客户等资源的整合效应。

投资建议

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 11.38、11.97 与 12.81 亿元，对应当前估值分别为 16x、15x 与 14x。公司近年来业绩稳健，质地较优，估值上存在较强的安全边际，未来有望继续受益于改革。我们维持买入评级，目标价 25 元。

风险提示：宏观经济超预期下滑，国企改革低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,352.80	4,949.58	6,095.36	6,849.23	7,724.23
增长率(%)	4.36	13.71	23.15	12.37	12.78
EBITDA(百万元)	1,045.45	1,086.19	1,326.27	1,440.39	1,609.35
净利润(百万元)	1,010.29	995.25	1,138.07	1,197.55	1,280.94
增长率(%)	63.63	(1.49)	14.35	5.23	6.96
EPS(元/股)	1.12	1.10	1.26	1.32	1.41
市盈率(P/E)	18.36	18.63	16.29	15.49	14.48
市净率(P/B)	2.55	2.50	2.28	2.13	2.00
市销率(P/S)	4.26	3.75	3.04	2.71	2.40
EV/EBITDA	19.33	9.94	10.91	10.38	10.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	20.48 元
目标价格	25 元
上次目标价	21 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	905.48
流通 A 股股本(百万股)	905.48
A 股总市值(百万元)	18,544.27
流通 A 股市值(百万元)	18,544.27
每股净资产(元)	8.52
资产负债率(%)	15.86
一年内最高/最低(元)	20.61/15.90

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
黄盈	联系人
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《外运发展-公司深度研究:低估值构筑安全边际，央企改革优中择优》
2017-04-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,702.02	3,291.47	4,948.34	4,046.12	2,852.64
应收账款	954.96	1,049.97	1,501.34	1,367.93	1,831.33
预付账款	142.69	329.82	135.37	408.20	239.22
存货	3.63	3.46	6.06	5.04	6.85
其他	46.97	176.56	133.98	149.64	151.09
流动资产合计	3,850.27	4,851.27	6,725.08	5,976.93	5,081.14
长期股权投资	1,420.25	1,341.46	2,025.02	2,511.57	2,888.22
固定资产	791.45	757.90	937.11	1,002.86	1,003.72
在建工程	288.30	419.05	215.65	112.99	64.16
无形资产	427.84	449.04	564.84	1,134.86	3,106.95
其他	1,643.68	1,026.69	1,457.48	1,383.67	1,278.91
非流动资产合计	4,571.52	3,994.14	5,200.10	6,145.94	8,341.95
资产总计	8,421.78	8,845.41	11,925.18	12,122.87	13,423.09
短期借款	43.98	136.24	501.33	501.33	501.33
应付账款	722.09	894.77	1,053.38	1,172.14	1,331.75
其他	241.44	297.01	315.55	301.50	371.27
流动负债合计	1,007.51	1,328.03	1,870.26	1,974.97	2,204.36
长期借款	0.00	0.00	1,821.30	1,332.10	1,832.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	125.25	83.65	108.22	105.70	99.19
非流动负债合计	125.25	83.65	1,929.52	1,437.80	1,931.55
负债合计	1,132.75	1,411.67	3,799.78	3,412.77	4,135.91
少数股东权益	6.20	5.50	5.50	5.50	5.50
股本	905.48	905.48	905.48	905.48	905.48
资本公积	538.47	538.47	942.03	887.86	789.45
留存收益	5,695.39	6,237.90	7,214.43	7,799.12	8,376.21
其他	143.49	(253.61)	(942.03)	(887.86)	(789.45)
股东权益合计	7,289.03	7,433.74	8,125.40	8,710.10	9,287.19
负债和股东权益总	8,421.78	8,845.41	11,925.18	12,122.87	13,423.09

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,009.90	994.55	1,138.07	1,197.55	1,280.94
折旧摊销	63.38	75.59	162.99	217.94	329.79
财务费用	(40.00)	(42.03)	(40.00)	(39.00)	(45.00)
投资损失	(997.10)	(1,094.14)	(1,180.00)	(1,239.00)	(1,288.56)
营运资金变动	258.88	(165.74)	(44.51)	(33.29)	(68.23)
其它	(240.74)	138.34	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	54.32	(93.44)	36.56	104.20	208.95
资本支出	493.27	150.68	913.59	1,240.11	2,637.07
长期投资	228.14	(78.79)	683.56	486.55	376.65
其他	(39.57)	954.11	(1,758.28)	(1,670.52)	(4,256.73)
投资活动现金流	681.85	1,026.00	(161.14)	56.14	(1,243.01)
债权融资	48.40	136.24	2,324.10	1,835.40	2,334.84
股权融资	154.68	(356.83)	158.69	(15.16)	(53.41)
其他	(539.89)	(91.75)	(701.35)	(2,882.79)	(2,440.84)
筹资活动现金流	(336.81)	(312.34)	1,781.45	(1,062.56)	(159.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	399.35	620.23	1,656.87	(902.21)	(1,193.48)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,352.8	4,949.6	6,095.4	6,849.2	7,724.2
营业成本	3,968.3	4,596.3	5,650.8	6,341.0	7,171.0
营业税金及附加	8.18	19.02	14.63	17.12	16.99
营业费用	168.03	173.31	182.86	212.33	216.28
管理费用	221.39	212.21	243.81	275.34	308.97
财务费用	(41.08)	(40.26)	(40.00)	(39.00)	(45.00)
资产减值损失	0.22	26.14	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	997.10	1,094.14	1,180.00	1,239.00	1,288.56
其他	(1,994.19)	(2,188.28)	(2,360.00)	(2,478.00)	(2,577.12)
营业利润	1,024.83	1,057.00	1,203.27	1,261.44	1,324.56
营业外收入	7.44	11.31	10.00	10.00	10.00
营业外支出	21.88	44.09	40.00	24.00	14.00
利润总额	1,010.39	1,024.22	1,173.27	1,247.44	1,320.56
所得税	0.50	29.67	35.20	49.90	39.62
净利润	1,009.90	994.55	1,138.07	1,197.55	1,280.94
少数股东损益	(0.40)	(0.70)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,010.29	995.25	1,138.07	1,197.55	1,280.94
每股收益（元）	1.12	1.10	1.26	1.32	1.41

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.36%	13.71%	23.15%	12.37%	12.78%
营业利润	71.05%	3.14%	13.84%	4.83%	5.00%
归属于母公司净利润	63.63%	-1.49%	14.35%	5.23%	6.96%
获利能力					
毛利率	8.83%	7.14%	7.29%	7.42%	7.16%
净利率	23.21%	20.11%	18.67%	17.48%	16.58%
ROE	13.87%	13.40%	14.02%	13.76%	13.80%
ROIC	35.93%	33.00%	34.70%	29.02%	24.26%
偿债能力					
资产负债率	13.45%	15.96%	31.86%	28.15%	30.81%
净负债率	-17.42%	-21.76%	-24.81%	-39.87%	-26.58%
流动比率	3.82	3.65	3.60	3.03	2.31
速动比率	3.82	3.65	3.59	3.02	2.30
营运能力					
应收账款周转率	4.62	4.94	4.78	4.77	4.83
存货周转率	1,082.88	1,397.15	1,281.08	1,234.13	1,298.82
总资产周转率	0.54	0.57	0.59	0.57	0.60
每股指标（元）					
每股收益	1.12	1.10	1.26	1.32	1.41
每股经营现金流	0.06	-0.10	0.04	0.12	0.23
每股净资产	8.04	8.20	8.97	9.61	10.25
估值比率					
市盈率	18.36	18.63	16.29	15.49	14.48
市净率	2.55	2.50	2.28	2.13	2.00
EV/EBITDA	19.33	9.94	10.91	10.38	10.41
EV/EBIT	20.55	10.62	12.44	12.23	13.09

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com