

交通物流行业分析师

郑庆平

(8621) 68761616*8320

zhengqp@tebon.com.cn

外运发展(600270): 与国货航签署大客户合作协议 变化

带来机会

事件:

今日, 中国国航(601111)和外运发展(601111)同时发布公告, 主要内容如下:

1、外运发展与中国国际货运航空有限公司(简称“国货航”)于 2009 年 8 月 6 日签署了《中国国际货运航空有限公司国际/国内型大客户合作协议》。协议内容涉及双方在国际业务领域合作、国内业务领域合作、国际快件业务合作、海外反向销售业务合作、其他业务合作探讨等五部分。双方旨在上述协议指导下加强合作, 互惠互利, 共同搭建业务服务平台, 进一步探索、创新业内高端空运物流合作发展模式, 继续巩固双方在各自行业内的强势地位。

2、外运发展的控股股东——中国外运股份有限公司(简称“中国外运”)与国货航的母公司——中国国航(601111)签订战略合作框架协议。协议内容涉及: 1) 以外运发展(60027)为平台, 与中国国航在业务合作与产品设计方面展开合作, 共同推动货物运输订舱平台的对接, 探索保税物流园区货站前移业务模式的合作, 探讨对核心机场以及各航空物流园区基础设施的联合投资建设, 联袂拓展海外市场等方面。2) 中国国航不排除在适当时机研究与外运发展(600270)在资本市场上建立更加紧密的纽带关系。

评论:

1、我们的观点: 前期我们一直对公司进行跟踪, 我们一直认为 2009 年是外运发展的业务调整年、变革年和策略调整年, 而变革意味着机会。

2、业务调整出现积极变化: 09 年到目前为止, 公司已在业务板块上进行了两项重要调整: 1) 整合国际快递和国内快递业务, 将持续亏损的中外运速递公司(08 年亏损 1.2 亿元)挂牌转让; 2) 剥离非主营业务——中外运物流投资控股公司股权。由于两家公司股权挂牌转让条件实际上是分别为合营公司——中外运敦豪和最终控股股东——中外运长航集团量身定做, 所以摘牌方最终毫无悬念的落子中外运敦豪和中外运长航集团。

中外运速递自成立以来持续亏损, 除了管理水平和人员素质低外, 还有一个重要原因是网点布局不合理。从“2010 年前跻身内地 3 大快递营运商、E 速业务在 2010 年达到 80 亿-120 亿”的野心勃勃到黯然退出国内快递, 是中外运无奈之下做出的重要经营战略转变。7 月初, 公司公告, 中外运-敦豪国际航空快件有限公司成为公司持有的北京中外运速递有限公司 100%股权的最终受让方, 公司拟与其签署《股权转让协议》。而早在 3 月份, 中外运速递的快递业务就已经平移给上海的全一快递, 全一随后被中外运敦豪全资收购。全一快递整合自身和中外运速递已有的网点资源后, 在敦豪的管理下将会有更好的发展空间。而中外运敦豪在获得中国国际快

递市场的最大份额后，预计将在国内快递和货运物流领域加速发展，抢夺市场。因此，外运止血后应不会拖累自身业绩。

3、航空货运业调整已有预期：根据媒体报道，此前中国外运多位高层已经表示，公司正在进行结构调整，内贸市场将是重点，快递及航空货运等其他板块也将有更多动作。而自 2008 年第四季度起，国际航空货运业务遭受了国际金融危机的严重冲击，国际货运业务和货代业务进入冬天，航空货运公司和货代企业均在谋求业务调整。此次外运发展与国货航签订全面合作协议是延续中国外运上述业务调整的思路，意味着中外运航空货运板块的调整终于迈出了实质性的步伐。

外运发展是我国规模最大的、国内外网络最全的航空货运代理商和国际快递供应商，而作为国内航空业龙头的中国国航（601111）国际航线比重最高且旗下国货航是国内大型航空货运公司之一，双方此次合作属于真正意义上的强强合作，有助于加强航空货代资源和航空货运资源的上下游产业整合，巩固双方的行业竞争地位。而这种新型合作伙伴模式的探索也有利于双方降低市场风险、拓展市场网络。

我们注意到，外运发展和中国国航在今日同时发布的公告中均表示双方将探索保税物流园区货站前移业务模式的合作，探讨对核心机场以及各航空物流园区基础设施的联合投资建设等方面。在这方面，我们认为外运发展有着良好的合作基础。面对航空货代业务下滑的不利局面，过去几年中外运发展持续在枢纽机场建设物流园和货站，例如投资浦东机场物流中心、成都保税物流中心、北京空港物流中心、参股沈阳空港物流公司和天津机场货站项目等，强化了公司对枢纽机场物流通道战略资源的掌控能力，为公司带来稳定的财务收入的同时与公司相关区域的航空货代主业也形成良性发展。今年 5 月份，外运发展又与全国首家空港型综合保税区——北京天竺综合保税区签署了《战略合作框架协议》，将把北京天竺综合保税区作为公司业务发展的重要平台，这是公司实施战略布局全国核心机场，实现航空货代业务集约化、一体化的具体措施。考虑到北京枢纽、成都枢纽和上海枢纽均是国航枢纽建设的重点，因此北京天竺空港、成都空港和浦东机场保税物流园区的航空货运业务将是双方合作的首选区域。

4、银河货运航空股权的处置值得关注：2007 年 12 月，公司（51%）与大韩航空有限公司（25%）、新韩投资有限公司（13%）及韩亚投资有限公司（11%）共同投资成立了合资货运航空公司——银河国际货运航空有限公司（简称“银河航空”），08 年中开始正式经营。2008 年由于受到市场需求下滑的影响和前期筹备费用摊销，银河航空货运公司亏损 1.82 亿元，今年 1 季度继续亏损。此次公司与国货航签署合作协议后，银河航空货运公司的业务发展策略值得关注。根据公告，未来中国国航不排除与外运发展在资本市场建立更紧密的纽带关系，这意味着什么？我们认为可能的选择包括：1）外运发展进一步增持国航（601111）股权（公司已持有中国国航 0.65%的股权）；2）复制外运发展与大韩航空合资设立银河航空这一“航空公司+货代公司”的模式进行合作，外运发展参股国货航；3）国货航与银河航空展开资本合作。中短期来看，作为世界最大的航空货运公司，大韩航空的规模及空中网络优势国货航显然都难以企及，因此双方有合作的基础。

5、公司未来仍有看点：1）央企整合。外运集团和长航集团合并成立的外运长航集团有限公司的重组已在推进过程中，内部运作已到位。外运集团业务涵盖综合物流和航运，长航集团业务包括航运和造船。新集团中综合物流业务仍是以中国外运为资本平台，不会有第二个类似的上市公司运为资本平台。两集团合并后第一批综合物流的资产已注入到香港上市的中国外运，第二批资产随时都可以注入。前期中外运物流控股公司的股权整合意味着中外运内部物流板块的整合仍在紧锣密鼓的进行；2）资产注入预期。根据 2006 年股改承诺，控股股东中国外运承诺将向外运发展注入相关优质资产，承诺期为 36 个月内，即在今年 11 月份之前。从时间节点来看，剩下的时间不到 3 个月。考虑到外运发展手握 22 亿元的巨额货币资金，因此现金收购可能是主要方向；3）与母公司整合预期。H 股中国外运与目前在 A 股上市的外运发展一直存在跨市场整合预期；4）年底前将出台的物流行业振兴规划细则预计将利好公司。

6、复苏主题下的标的：作为一家经营策略正出现积极变化的公司，虽然上半年受航空货运市场进出口货运量整体需求严重萎缩的影响，公司航空快递业务、航空承运业务受到较大影响，公司及公司投资企业的盈利能力受到制约，导致整体业绩较去年同期将下滑 90%左右。但随着各项业务重组的推进和上半年止血措施的实施以及出口市场的逐步复苏，公司下半年和 2010 年的业绩预计将迅速好转。因此，公司是出口复苏主题下的较好标的。此外，资产注入承诺、央企整合预期、物流振兴细则出台等都可能对股价带来刺激，我们建议重点关注，而 8 月底中报风险释放后可能是比较好的时机。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。