

动态报告/公司快评

交通运输

物流业

外运发展 (600270)

股改承诺公告点评

谨慎推荐

(上调评级)

2009年12月17日

外运发展股改承诺影响小，业绩超市场预期

分析师：孙菲菲 sunff@guosen.com.cn 0755-82133400

事项：

公司近日公告，公司大股东中国外运(0598.HK)为履行股改时的特别承诺，拟向公司转让其持有的中国外运大件物流有限公司 51%的股权，公司同时做出了业绩不足时的补偿承诺。

我们认为此次交易的影响甚微。值得注意的是，我们预测公司 4 季度的业绩（预计为 0.21 元/股）将远超市场预期，达到前三季平均业绩的 4.9 倍；如果航空市场转暖，公司 2010 年的业绩将有较大的弹性（预测 0.34 元~0.50 元之间）。09 年全年业绩预测为 0.34 元/股，对应收益 9.07 元的收盘价，09PE 为 27 倍，PB 为 1.9 倍，上调评级至“谨慎推荐”，建议投资者关注航空市场的变化，把握投资机会。

评论：

- **注入资产盈利甚微，影响较小：**大件公司主要从事大件货物、大型货物的运输业务，主要为石化、能源、铁路工程等行业服务。总资产为 1.44 亿元，净资产为 6921 万元，中国外运持股 80%（09 年 6 月 30 日）。今年上半年，大件公司主营业务收入为 6563.8 万元，净利润为 260.7 万元，净资产收益率为 3.8%；预测大件公司 2010~2012 年的净利润分别为 1475 万元、1813 万元和 2088 万元。公司承诺如大件公司实际的净利润，低于预测净利润但不低于该预测净利润的 50%时，由中国外运以现金方式向外运发展补足差额部分；如实际净利润低于预测净利润的 50%，由中国外运以差额的 1.5 倍向外运发展进行补偿。
- **公司 2009 年报（4 季报）的业绩预计达 0.21 元/股，是前三季平均盈利的 4.9 倍，远超市场预期：**我们在年度策略时将公司 09 年的盈利预测调整为 0.34 元/股，而公司前三季的累计业绩仅为 0.13 元/股，即 4 季度业绩是前三季累计的 1.6 倍，主要理由是：1) 银河航空经营业绩大幅改善，10 月起单月不再亏损；2) E 速业务与中外运 DHL 合作后（50%: 50%），由于在合作前公司方已经通过裁员、补偿等手段，大大降低了 E 速的运营成本，同时，新的“中外运-E 速”业务中已经收购了之前盈利较好的“全一快递”业务，轻装上阵后，其亏损大幅减少。二者合计，我们认为公司 4 季度单季的业绩可能达到 2 亿元左右，折每股 0.21 元/股，是前三季累计业绩的 1.6 倍。
- **2010 年业绩可能超预期的 3 个理由：**年度策略中，基于谨慎的原则，我们对公司 2010 年的业绩预测与 09 年相同为 0.34 元/股，但我们认为有可能超预期，主要关注以下三方面：
 - 1) **银河航空的亏损降低将对业绩产生最大的正面贡献：**由于初期规模仅一架货机，又遇上全球的金融危机，银河航空 08 年 4 月开航后一直亏损连连，08 年银河亏损 1.8 亿元；09 年的三季度中公司对银河航空的投资收益为-6184 万元，即亏损为 1.2 亿元左右，即使 10 月开始不再亏损，预计也收益甚微，预计 09 年亏损仍在 1 亿元以上；假设 2010 年能够维持 10 月以后的经营情况，那么银河能够大大降低亏损甚至不亏损，那么对业绩的贡献将是增加 0.06 元~0.10 元，这将对业绩最大的正面贡献；

- 2) **中外运 DHL 的业绩改善:** 在全球商业活动大幅降低的影响下,专业从事国际快递的中外运 DHL 公司 09 年受影响较大。09 年前三季报显示,公司对中外运-敦豪享有的投资收益为 1.98 亿,同比大幅下降 35.3%,全年预计贡献 2.7 亿元以上,折每股 0.3 元/股;2010 年在经济复苏的情况下,预计 DHL 收取的“网络使用费”又能够将有一定程度的下调,预计这部分投资收益将增加 5000 万元以上,折每股 0.06 元;
- 3) **认购东航成功,可能增加所有者权益:** 公司于 09 年 10 月 21 日通过了议案,使用自有资金参与认购东方航空(600115)非公开发行的 A 股,发行价格不低于人民币 4.75 元/股,资金上限为人民币 3.95 亿元。这部分认购如果能够成功,目前东航的股价 6.1 元左右,假设东航股价上升,将给公司带来不菲的账面收益。例如东航价格到 7 元,而认购价格在 5 元左右,那么账面增值为 1.6 亿元,即业绩增加 0.18 元/股,另外公司还持有中国国航 8000 万股,也是计入“可供出售金融资产”的科目,由于可供出售金融资产的公允价值变动,将直接计入所有者权益,因此如果二家航空公司股价将直接影响公司的净利润。

■ **预计公司 2010 年的业绩可能在 0.34 元~0.50 元之间,建议关注**

综上,我们认为公司 4 季度的业绩远超市场预期,而明年的业绩虽然有一定的不确定性,但均与航空货运的整体复苏相关性较强: 1) 如果航空市场回暖,银河航空的经营将大幅改善,公司也可因国航的股权、可能认购得到的东航股权的增值,直接增加净利润; 2) 合资公司中外运 DHL 的业绩也将有一定的提升; 3) 母公司的货代业务也会因市场回暖,业务规模及盈利有所增加。如果 2010 年公司业绩达到 0.46 元,对应目前股价仅 20 倍, PB2 倍,对比国航、南航、东航的 PB 均在 4 倍以上,本次上调公司至“谨慎推荐”的投资评级,建议投资者关注市场变化,把握公司的投资机会。但上述变化主要基于公司参股、合资公司的业绩改善,如果在管理层努力下,母公司业绩也能明显提升,将迎来公司更大的投资机会。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。