

分析师： 吴云英

联系人： 杨志清 (8621)68751772 yangzq@cjsc.com.cn

将复苏进行到底

主要观点

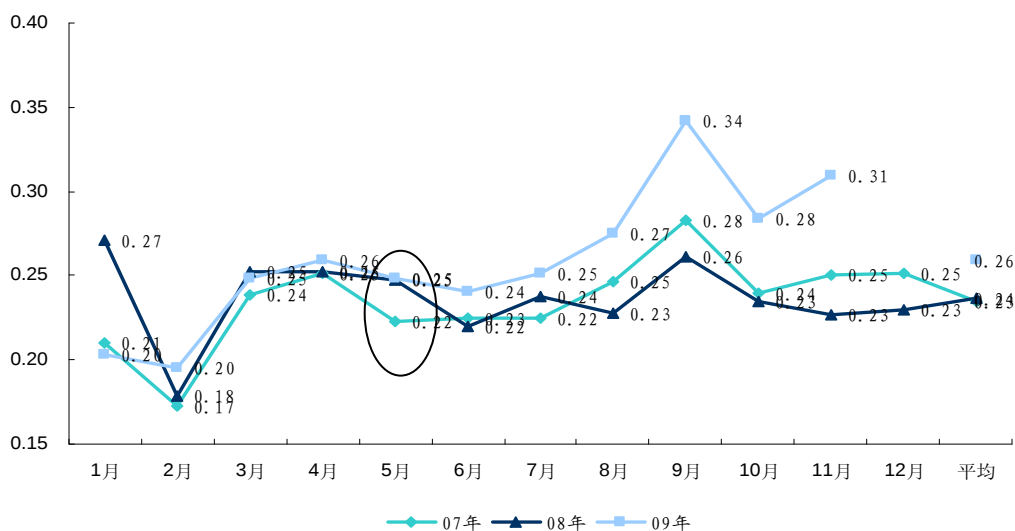
- 航空货运从6月份开始强劲复苏，不管是增速还是绝对值，都已经超越历史高点，且还处于不断增长的过程之中。
- 公司的财务数据显示了明显的复苏迹象，第三季度无论是主业还是投资收益均有爆发式增长，单季度数据已经超过当年的最大值。
- 我们预期10年将继续延续复苏的趋势，考虑到09年上半年的低基数效应，即使月度数据维持现有水平，全年比09年也会有明显的增长。
- 我们预测公司09-11年EPS为0.33元、0.51元和0.56元，对应的合理股价为13.48元，首次给予推荐评级。

事件评论

第一， 航空货运强劲复苏，已经超越历史高点

- 国内货运需求从09年6月份开始步入复苏，近几个月的月度数据显示，绝对值早已超过07和08年的水平，且各单月需求还在不断拉大与以往年份的差距，11月数据比07年增长23%。

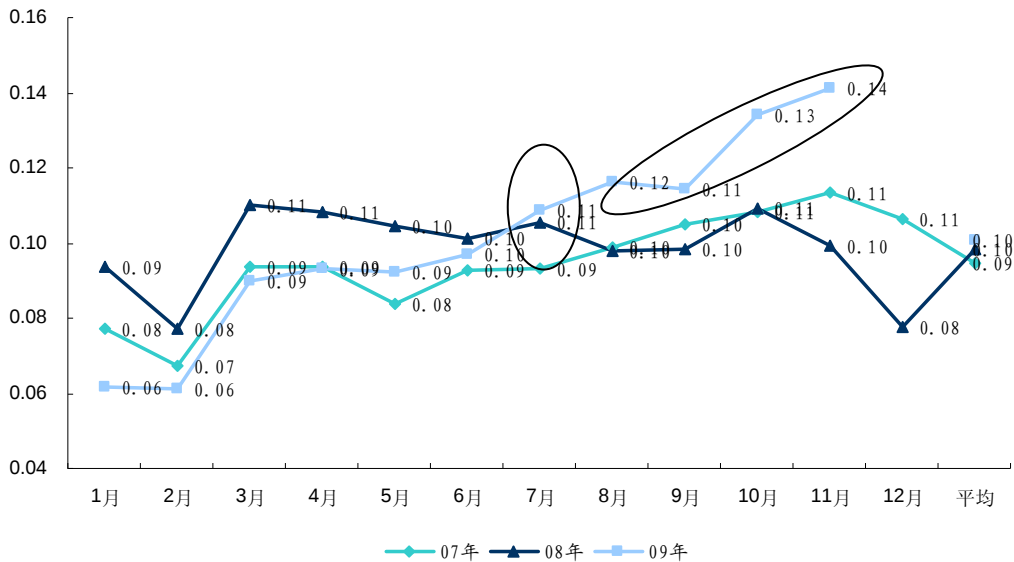
图1 国内货运需求6月开始持续复苏



资料来源：CEIC，长江证券研究部

- 国际货运需求从7月开始同比正增长，而后持续创新高，从单月来看，已经超越07年32%，且没有明显的放缓迹象，我们认为国际需求可能还会继续井喷的趋势。

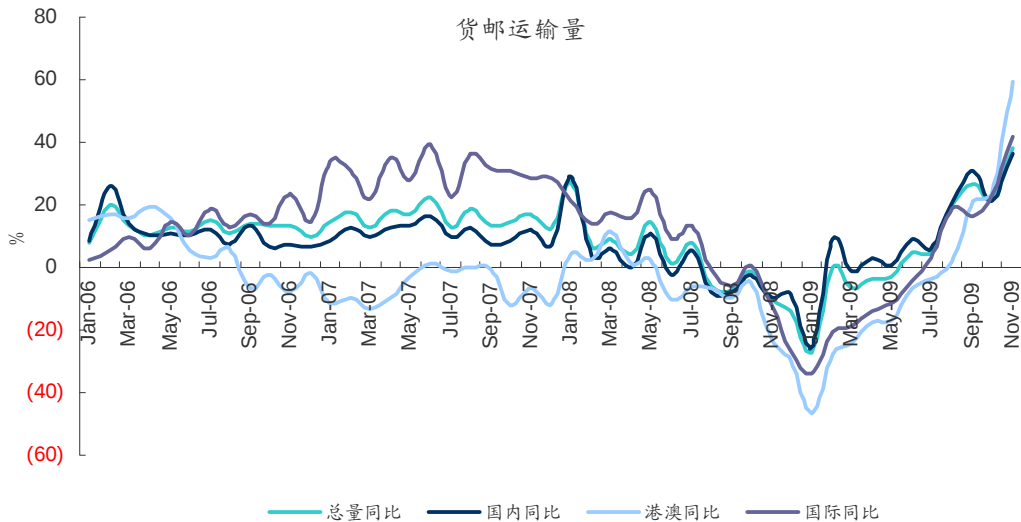
图2 国际货运需求连创新高，井喷之势不可挡



资料来源：CEIC，长江证券研究部

- 从同比增速来看，不论国内还是国际，目前都处在不断创新高的过程中，因此行业的强劲复苏必然带动公司盈利水平的不断增长。

图3 同比增速不断创新高



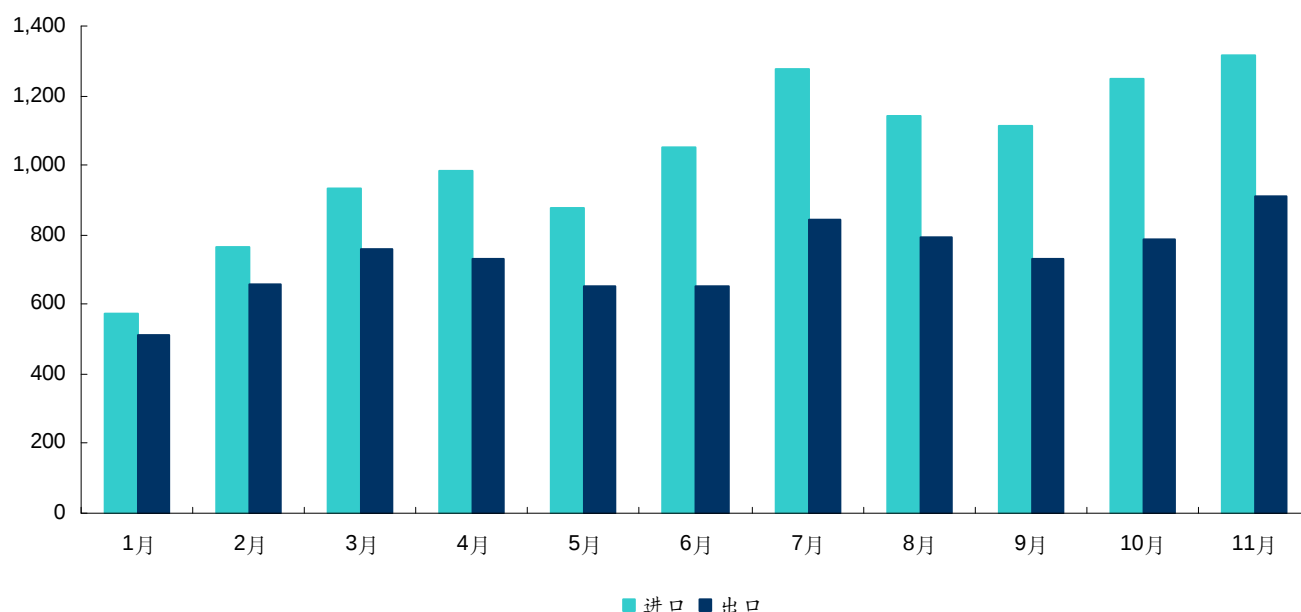
资料来源：CEIC，长江证券研究部

第二，公司主业恢复明显，10年有望实现微利

- 公司的主要业务为航空货代，由于公司并不公布月度经营数据，我们无法获知具体的复苏情况。我们通过草根调研的方式，获得了某货代公司的月度经营数据，从1月-11月，月度环比增速达到15%左右，11月的单月数据已经是1月的2倍多，这可以从一个侧面来佐证公司经营也会随着行业的复苏而强劲反弹。

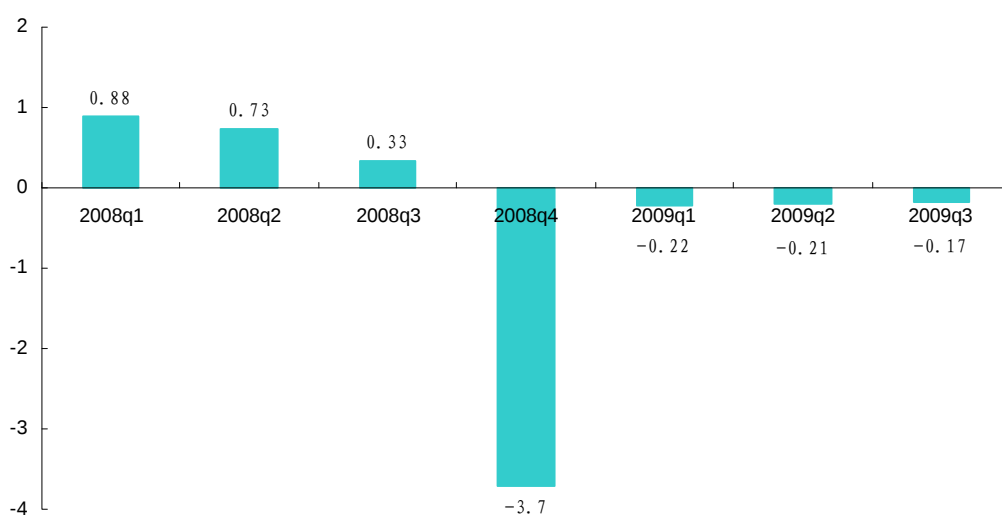
- 对公司近 7 个季度的主营利润进行分析后发现，09 年开始出现了缓慢的恢复，这与我们观测到的行业月度数据完全吻合。09 年第三个季度，主营利润的恢复速度有所加快，这也与 6 月份开始国际航空需求开始创新高完全匹配。从第四个季度的数据里看，公司的主营利润还将进一步恢复，我们预测第四季度可能会产生微利。10 年则可能会实现主营业务全年盈利。

图 4 09 年某货代公司月度业务数据变化趋势（吨）



资料来源：长江证券研究部

图 5 公司主业季度盈利变化趋势（亿）

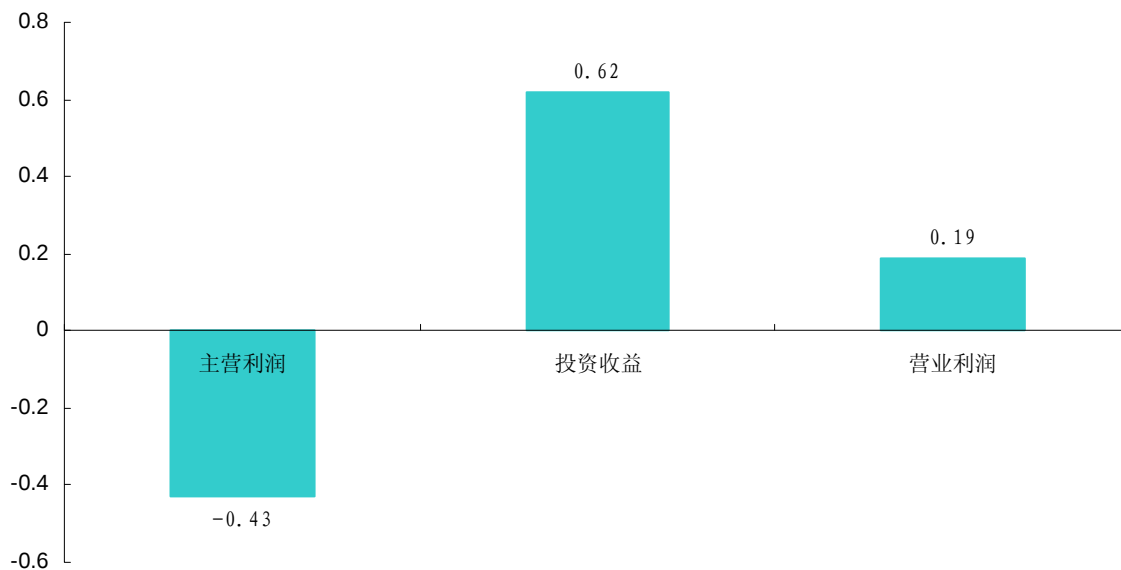


资料来源：WIND，长江证券研究部

第三，投资收益力挽狂澜，力挺公司业绩超预期

- 公司的利润主要由投资收益贡献，而主营其实在拖累公司的净利润。09 年中报的数据显示，投资收益贡献了 0.62 亿的利润，而主营却亏损了 0.43 亿。因此，投资收益的增长将会力挺公司业绩超预期。

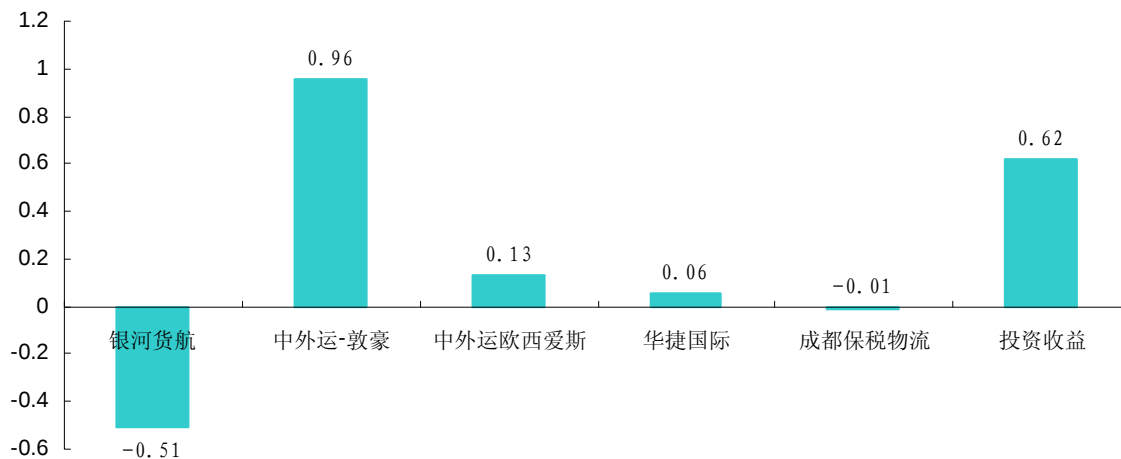
图 6 09 年中报营业利润构成



资料来源：WIND，长江证券研究部

- 而投资收益中，DHL 和 OCS 是最主要的贡献者，贡献 1.1 亿利润，其余分公司或联营公司基本不贡献或者是负贡献。如果 DHL 的业绩能够有所增长，或者亏损业务能够减亏或者剥离，都会支持投资收益的上升。

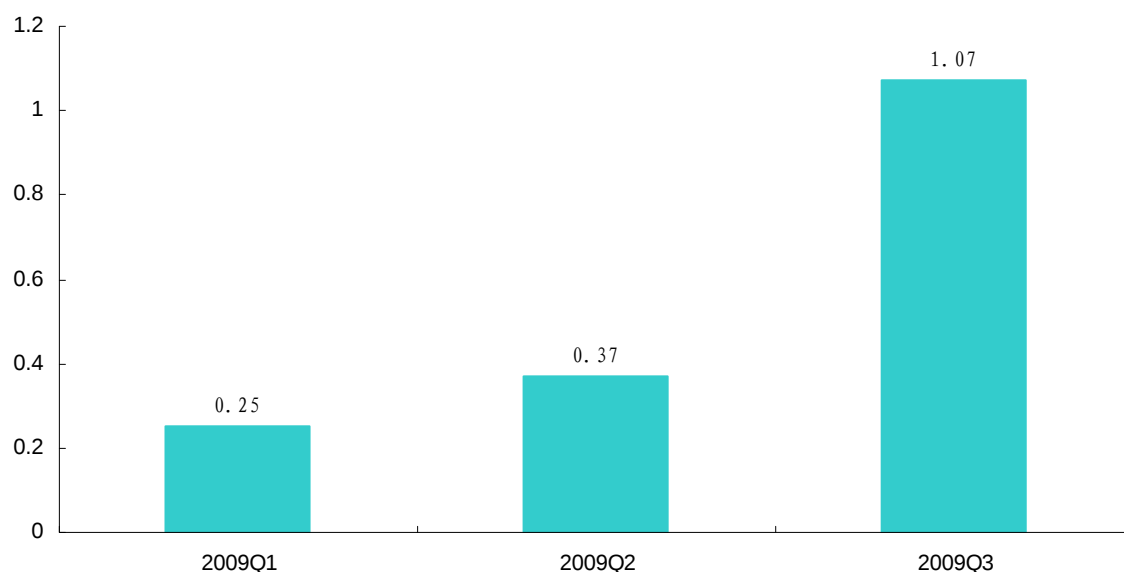
图 7 09 中报投资收益构成



资料来源：公司年报，长江证券研究部

- 从 09 年前三个季度的数据来看，公司的单季度投资收益在第三季度出现了爆发式的增长，其中 DHL 就贡献了 1 亿利润，这和航空货运需求在 6-7 月开始显著复苏完全一致。根据 10-11 月的数据，我们完全可以预期 4 季度投资收益仍然会有较好的表现。

图 8 09 年前三季度联营企业贡献的投资收益变化趋势



资料来源：WIND，长江证券研究部

➤ 按照 10 年继续复苏的逻辑，考虑到 09 年上半年的低基数效应，即使 10 年各月的经营与现有水平持平，就全年而言，10 年也将比 09 年会有一个稳步的增长。我们对公司主业、DHL 和 OCS 未来的经营数据预测如下，相对应的各公司投资收益数据也对应如下。

表 1 公司业务量预测

业务量	2007	2008	2009E	2010E	2011E
母公司（万吨）	35.16	27.05	21.37	23.51	25.86
YOY	#DIV/0!	-23.07%	-21%	10%	10%
DHL（万公斤）	1887.00	1925.00	1867.25	2053.98	2156.67
YOY	#DIV/0!	2.01%	-3%	10%	5%
OCS（万公斤）	127.27	142.46	130.35	143.39	157.72
YOY	#DIV/0!	11.94%	-9%	10%	10%

资料来源：长江证券研究部

表 2 主要业务费率预测

费率(元/公斤)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
DHL	19.87	19.74	19.74	19.74	19.74
OCS	26.55	25.88	25.88	26.00	26.00

资料来源：长江证券研究部

表 3 投资收益预测（亿）

被投资公司名称	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
银河国际货运航空有限公司	0.00	-0.93	-0.51	-0.25	0.25	0.00
中外运-敦豪国际航空快件有限公司	3.75	3.80	0.96	3.69	4.05	4.26
中外运欧西爱斯国际快递有限公司	0.34	0.37	0.13	0.34	0.37	0.41
华捷国际运输代理有限公司	0.04	0.04	0.06	0.08	0.10	0.11
中外运阪急国际货运有限公司	0.05	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
金鹰国际货运代理有限公司	0.81	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00

蓝天世达国际航空服务有限公司	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
成都保税物流投资有限公司	-0.01	-0.05	-0.01	0.00	0.00	0.00
上海中外运松江物流有限公司	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
华力环球运输有限公司	0.00	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
北京辰通货运服务有限公司	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
和平国际旅行有限公司	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
北京中外运鑫海仓物流有限公司	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00
合 计	4.99	3.53	0.62	3.85	4.78	4.78

资料来源：长江证券研究部

第四， 预计 10 年 EPS 为 0.51 元，目标价首次给予推荐评级

按照 10 年继续复苏的逻辑，我们预测公司 09-11 年的 EPS 为 0.33 元、0.51 元和 0.56 元。由于公司还持有东航、国航的股权，并维持账面上较高的现金比例，因此我们对公司各个部分进行分别估值。

表 4 公司价值评估

项目	估值理由	对应的每股价值
国航股票 8000 万股	最新价格为 9.82 元/股，按照对应市值 7.86 亿进行估值	0.87 元
St 东航股票 8316 万股	最新价格为 6.11 元，按照对应的市值 5.08 亿进行估值	0.56 元
账面现金 20.6 亿	假设购买东航的股票使用了 3.95 亿，按照剩下的 16.65 亿进行估值	1.85 元
每股 EPS0.51 元	不管是主业还是投资收益，均为可持续的经营业绩，按照 20 倍市盈率估值	10.2 元
总计		13.48 元

资料来源：长江证券研究部

按照股票、现金、经营性业务分别估值的思路，公司对应的股价为 13.48 元，而目前公司股价仅为 9.2 元，相比有 47% 的上涨空间，因此我们首次给予推荐评级。

表 5 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3288	2364	2657	2923	货币资金	2230	3917	5851	7674
营业成本	3162	2183	2391	2588	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	126	181	266	335	应收账款	451	324	364	401
% 营业收入	3.82%	7.65%	10.00%	11.46%	存货	1	0	0	0
营业税金及附加	26	19	21	23	预付账款	40	28	31	33
% 营业收入	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	其他流动资产	74	58	58	58
销售费用	124	89	101	111	流动资产合计	2796	4327	6304	8166
% 营业收入	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	可供出售金融资产	328	328	328	328
管理费用	190	137	154	169	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%	长期股权投资	961	1154	1393	1632
财务费用	-48	-10	-16	-22	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-1.46%	-0.42%	-0.59%	-0.74%	固定资产合计	435	-1046	-2527	-4008
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	103	98	93	88
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	878	385	478	478	递延所得税资产	15	15	15	15
营业利润	702	331	484	531	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	21.35%	14.00%	18.20%	18.18%	资产总计	4654	4892	5621	6234
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	703	331	484	531	应付款项	306	218	239	259
% 营业收入	21.38%	14.00%	18.20%	18.18%	预收账款	65	112	164	222
所得税费用	75	33	24	27	应付职工薪酬	45	31	34	37
净利润	628	298	459	505	应交税费	21	15	17	18
归属于母公司所有者					其他流动负债	79	79	271	298
的净利润	628	298	459	504	流动负债合计	516	455	725	834
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.69	0.33	0.51	0.56	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	123	123	123	123
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-194	1484	1680	1562	负债合计	639	578	848	957
取得投资收益	1071	0	0	0	归属于母公司	4010	4308	4767	5272
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	5	5	5	6
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4015	4313	4773	5277
固定资产投资	-37	0	0	0	负债及股东权益	4654	4892	5621	6234
其他	-159	193	239	239	基本指标				
投资活动现金流净额	876	193	239	239		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.69	0.33	0.51	0.56
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.4	4.8	5.3	5.8
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	13.3	28.0	18.1	16.5
筹资成本	-48	-10	-16	-22	PEG	-0.3	0.5	1.8	2.4
其他	-283	20	31	43	PB	2.1	1.9	1.7	1.6
筹资活动现金流净额	-331	10	16	22	EV/EBITDA	9.3	2.4	1.3	0.3

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。