



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月26日

仓储物流

研究部

陶薇

分析师, SAC 执业证书编号: S0080205070024

taovivian@cicc.com.cn

中性

外运发展(600270.CH)

国际航空货运需求持续反弹

主要财务信息

单位 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	2,854	3,288	2,199	2,446	2,663
(+/-%)	(72)	15	(33)	11	9
主营业务利润	412	99	181	198	192
(+/-%)	(85)	(76)	82	10	(3)
净利润	632	628	229	292	305
(+/-%)	2	(1)	(64)	28	4
每股盈利 (元)	0.70	0.69	0.25	0.32	0.34
市盈率 (倍)	14.1	14.2	38.8	30.4	29.2
EV/EBITDA (倍)	27.6	n.m.	n.m.	1417.8	n.m.
市净率 (倍)	1.7	2.2	1.9	1.9	1.8
净资产收益率 (%)	14.9	13.8	5.3	6.3	6.4
股息收益率 (%)	3.6	1.0	1.0	1.3	1.4

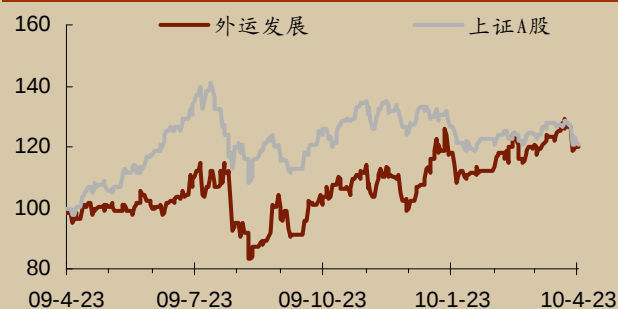
股票信息

	A股
当前股价	人民币9.82
股票代码	600270 CH Equity
日成交量 (百万股)	5.1
52周最高价/最低价	人民币10.76/6.6
总市值 (百万元)	人民币8892
发行股数 (百万股)	905
其中: 流通股 (百万股)	331
主要股东 (持股比例)	中外运股份有限公司 (63%)

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[600270.SH]	-5.30	+0.82	+1.87	+11.72
[上证A股指数]	-4.71	-2.99	-4.67	-9.02
[中金交运指数]	-3.21	+3.23	+3.38	+6.05

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010年一季度业绩略好于预期:

外运发展一季度实现营业收入 6.96 亿元, 同比提升 57.3%, 营业成本 6.31 亿元, 同比增长 54.2%, 获得投资收益 6924 万元, 同比大增 179.5%。最终实现净利润 7795 万元, 合每股 0.09 元, 略好于我们的预期。

正面:

- 一季度公司国际航空货代业务进出口货量上升 42.14%, 带动收入大幅增长。
- 得益于国际快递业务的复苏, 中外运-敦豪业务量同比增长 17.78%, 利润得以提升, 带动投资收益增长。
- 成本控制较好, 毛利率小幅提升, 费用占收入比例都有所下降。

负面:

- 虽然一季度国际货运出现了较好的恢复, 银河货运依然录得亏损。

发展趋势:

一季度国际航线货运量同比大增 96.1%, 且三月份增速较二月份回升, 表明国际航线货运需求维持较好的反弹。预计今年国际航空货运将保持恢复性增长, 公司的国际货代和航空物流业务量今年相应将有良好增长。此外, 据邮政局统计, 一季度全国规模以上快递企业国际及港澳台快递业务收入累计同比增长 29.3%, 显示出国际快递业务强劲的恢复性增长趋势。但是, 随着几大国际快递巨头纷纷看好亚洲及中国市场, 加大在此的投入, 竞争势必加剧, 敦豪的利润增速在恢复至金融危机前水平后, 增速仍将趋缓。同时, 银河货航估计短期难以完全扭亏。收购的大件物流短期也无法有显著盈利贡献。总的来看, 我们仍然认为公司今明两年的盈利虽然总体趋势向好, 但难以恢复至前期高点。

盈利预测调整:

我们维持 2010 年和 2011 年的盈利预测, 分别为 2.92 亿元 (0.32 元/股) 和 3.05 亿元 (0.34 元/股)。

估值与建议:

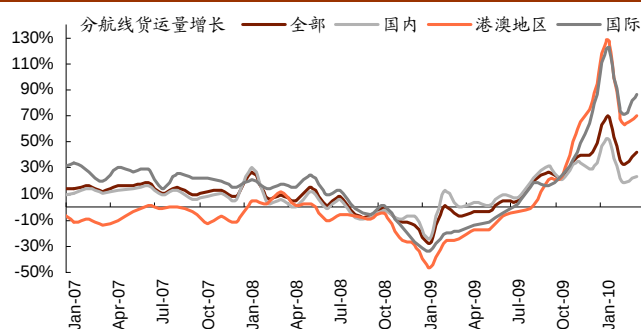
公司明年市盈率率为 30.4x 和 29.2x, 估值水平不低。虽然今年将受益于航空货运的恢复性增长, 但业务规模暂时仍找不到大幅扩张的渠道。主业盈利短期也难有大幅增长, 盈利增长将主要靠投资收益贡献。维持中性评级。

图表 1：2009 年业绩分析

(单位：百万元)	季度数据							中金评论
	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	
主营业务收入	910	443	473	538	746	696	57.3%	一季度航空货运市场好转，公司国际航空货代业务进出口货量上升 42.14% 业务量增长使成本相应增长，总体毛利率小幅提升
主营业务成本	877	409	423	481	681	631	54.2%	
主营业务税金及附加	8	5	6	5	6	6	2.6%	
主营业务利润	26	28	43	51	59	60	113.3%	
主营业务利润率	3%	6%	9%	10%	8%	9%	2.3ppt	
营业费用	37	25	25	24	34	25	-2.6%	
% 主营业务收入	4%	6%	5%	5%	5%	4%	-2.2ppt	
管理费用	71	37	49	54	45	29	-20.9%	
% 主营业务收入	8%	8%	10%	10%	6%	4%	-4.2ppt	
财务费用	(16)	(13)	(7)	(13)	(14)	(6)	n.m.	
营业利润	(74)	(22)	(21)	(17)	(1)	10	n.m.	
营业利润率	-8%	-5%	-4%	-3%	0%	1%	6.4ppt	
投资收益	65	25	37	117	111	69	179.5%	中外运敦豪业务量同比上升 17.78%，利润增长；银河货航同比减亏
利润总额	(8)	3	20	101	114	79	n.m.	
所得税	(81)	1	9	(3)	1	1	n.m.	
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	0	n.m.	
净利润	73	1	11	104	113	78	5233.6%	
净利润率	8%	0%	2%	19%	15%	11%	10.9ppt	
每股收益	0.08	0.00	0.01	0.11	0.13	0.09	5233.6%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：国际航线货运量大幅反弹



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
损益表 (合并报表)					
主营业务收入	2,854	3,288	2,199	2,446	2,663
(+/-%)	(72)	15	(33)	11	9
货运代理业务	4,579	2,648	1,640	1,886	2,075
(+/-%)	12	(42)	(38)	15	10
快件业务	3,155	287	196	209	232
(+/-%)	(40)	(91)	(31)	6	8
其他货运及物流业务	539	345	346	351	357
(+/-%)	34	(36)	0	1	2
主营业务成本	2,442	3,189	2,018	2,248	2,471
(+/-%)	(67)	31	(37)	11	10
货运代理业务毛利率	10%	6%	10%	9%	8%
快件业务毛利率	32%	-20%	5%	5%	4%
其他物流业务毛利率	88%	0%	0%	0%	0%
主营业务利润	412	99	181	198	192
(+/-%)	-85	-76	82	10	-3
营业利润	150	-176	-61	-34	-66
(+/-%)	(89)	(217)	(65)	(44)	93
利润总额	708	703	237	287	295
(+/-%)	(46)	(1)	(66)	21	3
净利润	632	628	229	292	305
(+/-%)	2	(1)	(64)	28	4
现金流量表					
经营活动现金流	(426)	(194)	(58)	4	(54)
投资活动现金流	415	876	(337)	(200)	(200)
融资活动现金流	(216)	(331)	(91)	(72)	(78)
现金及现金等价物净增加额	-228	348	-486	-268	-333
资产负债表					
流动资产	2,586	2,796	2,439	2,217	1,918
长期投资和固定资产及其它	3,783	1,858	2,937	3,408	3,913
流动负债	692	516	558	710	731
长期负债	532	123	240	240	240
股东权益	5,145	4,015	4,577	4,675	4,859
财务指标					
营业利润率 (%)	24.8	21.4	10.8	11.7	11.1
净利润率 (%)	22.2	19.1	10.4	11.9	11.4
息税折旧摊销前利润率 (%)	8.9	(4.2)	(0.8)	0.2	(0.7)
营业、管理费用/主营业务收入	10.6	9.6	13.3	11.4	11.4
股本回报率 (%)	14.9	13.8	5.3	6.3	6.4
资产收益率 (%)	10.2	11.4	4.6	5.3	5.3
股息收益率 (%)	3.5	1.0	1.0	1.3	1.3
净债务/股东权益 (%)	(36.9)	(55.6)	(38.1)	(31.6)	(23.5)
资产负债率 (%)	19.2	13.7	14.9	16.9	16.7
流动比率	3.7	5.4	4.4	3.1	2.6
速动比率	3.6	5.3	4.3	3.0	2.5

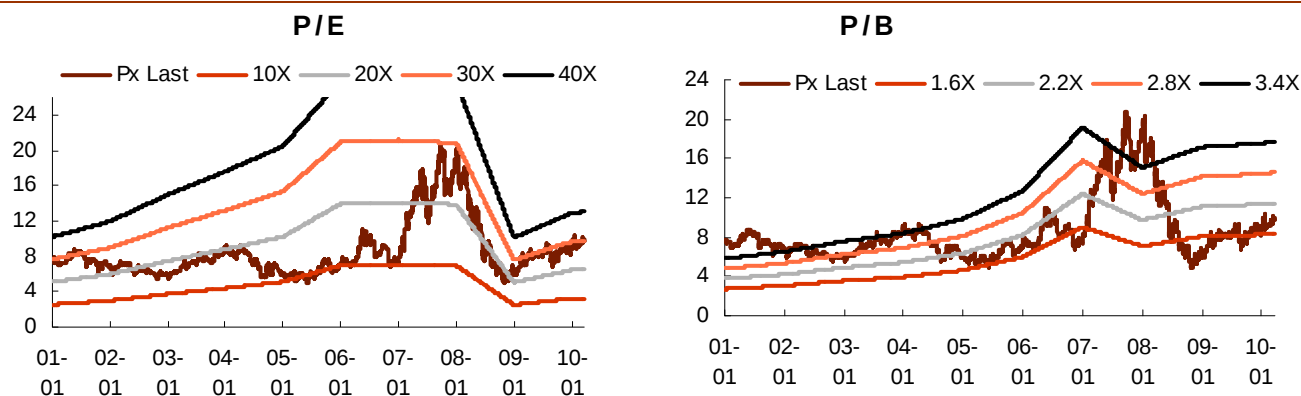
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

公司	货币	股价 10-4-23	市盈率					EV/EBITDA					市净率				净资产收益率(%)			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E		
货运代理公司																				
CH Robinson Worldwide	USD	61.46	28.6	27.4	23.4	19.9	16.9	16.4	14.2	12.3	9.6	9.0	7.9	7.3	33.0	33.4	35.3	40.3		
JB Hunt Transport	USD	36.95	34.2	25.4	19.7	17.6	12.0	9.8	8.3	7.6	7.0	6.0	5.0	4.3	23.3	26.5	28.0	27.7		
Kuehne&Nagel	CHF	116.80	29.6	23.2	19.9	17.5	14.6	12.8	11.4	10.3	6.1	5.4	4.7	3.9	21.5	24.0	24.6	24.9		
Toll Holdings	AUD	7.23	n.a.	16.9	14.8	13.1	10.1	9.4	8.1	7.2	2.0	1.9	1.8	1.7	11.7	11.3	12.7	13.5		
Werner Entprises	USD	23.20	29.4	23.5	18.6	16.1	6.3	5.8	5.2	4.9	2.3	2.3	2.1	2.0	7.8	10.0	11.3	13.2		
Yamato Transport	JPY	1,355.00	23.5	18.9	18.7	16.5	5.6	5.5	5.1	4.7	1.2	1.2	1.2	1.1	5.4	6.6	6.6	6.8		
平均值			29.1	22.6	19.2	16.8	11.9	10.8	9.4	8.4	5.2	4.7	4.1	3.7	19.0	20.4	21.4	22.7		
中间值			29.4	23.4	19.2	17.0	12.0	9.8	8.3	7.6	6.1	5.4	4.7	3.9	21.5	24.0	24.6	24.9		
速递服务公司 (包含邮政)																				
Deutsche Post	EUR	13.30	25.1	13.9	11.8	10.5	9.9	5.4	4.9	4.7	2.0	1.8	1.7	1.6	8.0	14.1	14.9	14.7		
Federal Express	USD	91.71	295.8	24.5	18.0	14.8	7.4	7.4	6.1	5.3	2.0	2.0	1.8	1.6	0.7	8.2	10.3	11.9		
TNT post Group	EUR	23.22	30.3	14.4	12.6	11.1	8.5	7.2	6.7	6.2	4.2	3.5	3.1	2.5	14.8	26.0	25.5	24.1		
UPS	USD	68.26	31.6	21.6	18.2	14.4	13.6	10.7	9.3	8.4	8.9	6.8	6.2	5.6	29.9	36.8	37.7	47.3		
平均值			95.7	18.6	15.1	12.7	9.8	7.7	6.7	6.2	4.3	3.5	3.2	2.8	13.4	21.3	22.1	24.5		
中间值			30.9	18.0	15.3	12.7	9.2	7.3	6.4	5.8	3.1	2.7	2.4	2.1	11.4	20.0	20.2	19.4		
第三方物流公司																				
Expeditors Intl	USD	40.79	36.1	31.8	27.2	23.6	18.2	15.7	13.4	11.9	5.6	5.2	4.8	4.4	16.5	17.5	19.4	21.0		
Ryder System	USD	47.76	13.4	25.0	19.2	n.a.	4.0	4.1	3.8	n.a.	1.8	1.9	1.8	n.a.	4.5	6.8	8.4	n.a.		
利和经销	HKD	13.36	142.9	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	n.a.	n.a.	n.a.	26.5	n.a.	n.a.	n.a.	20.1	n.a.	n.a.	n.a.		
神州数码	HKD	12.50	18.8	15.6	14.1	11.9	20.2	12.4	9.5	7.6	3.4	3.2	2.7	2.3	22.2	22.3	20.6	20.3		
飞马国际	CNY	15.75	88.8	93.6	93.6	93.6	45.5	36.7	36.7	36.7	5.0	4.7	4.5	4.3	12.0	n.a.	n.a.	n.a.		
平均值			60.0	41.5	38.5	43.0	20.2	17.2	15.9	18.7	8.5	3.8	3.5	3.7	15.1	15.5	16.1	20.6		
中间值			36.1	28.4	23.2	23.6	18.2	14.1	11.4	11.9	5.0	4.0	3.6	4.3	16.5	17.5	19.4	20.6		
中外运股份	HKD	1.94	19.4	15.2	11.7	9.6	10.5	5.6	4.6	3.9	1.0	0.9	0.9	0.8	5.1	6.2	7.6	8.7		
外运发展	CNY	9.82	14.2	38.8	30.4	29.2	n.m.	n.m.	1,417.8	n.m.	2.2	1.9	1.9	1.8	13.8	5.3	6.3	6.4		

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。