

航空运输Ⅲ

署名人: 李 凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢 红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

6-12 个月目标价: 12.00 元

当前股价: 9.05 元

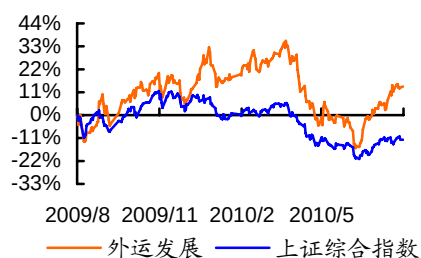
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2650.31
总股本(百万)	905
流通股本(百万)	331
流通市值(亿)	30
EPS (TTM)	0.34
每股净资产(元)	5.05
资产负债率	14.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
外运发展	12.56	19.28	-3.65
上证综合指数	3.04	-0.86	-12.30



相关报告

外运发展

600270

推荐

受益航空货运复苏, 盈利恢复明显

公司公布 2010 年半年报, 实现营业收入 16.08 亿元, 同比上升 75.6%; 归属母公司净利润 2.896 亿元, 低基数效应实现同比增长 23 倍, 实现每股收益 0.3198 元, 扣除非经常性损益后每股收益 0.3013。上半年业绩略超市场预期。

投资要点:

- **上半年业绩高增长的主要原因:** 公司主营业务为国际货代、国际快递、国内货运及物流, 低基数和航空货运复苏明显促成业绩高增长。① 中外运-敦豪经营业绩同比增长 100%, 贡献投资收益同比增加 9600 万; ② 银河国际实现微利, 同比减亏约 1 亿, 贡献投资收益同比增加 5228 万; ③ 2009 年 7 月出售亏损的北京中外运速递公司 (2009 年 1-7 月亏损约 6700 万); ④ 出售所持国航股票 200 万股, 获投资收益 2109.9 万, EPS 约增加 2 分钱。
- **中外运-敦豪贡献的投资收益一直是公司最主要的利润来源:** 在金融危机中, 中外运-敦豪盈利受冲击较大, 但从 2009 年下半年起恢复明显, 2010 年上半年实现净利润 3.839 亿, 同比增长 100%, 贡献投资收益 1.9195 亿, 占上市公司净利润比重为 66.28%。
- **银河货运实现微利, 贡献投资收益比去年同期增加 5228 万元:** 去年同期, 银河航空亏损 9903 万。2009 年下半年尤其四季度以来, 受欧美经济回暖, 中国民航国际航线货运需求呈现强劲复苏态势。2009 年四季度需求反弹超出行业预期, 短期运力紧张造成价格回升, 银河航空在 2009 年下半年开始实现微利, 2010 年上半年, 银河航空实现净利润 347.6 万元。
- **未来关注点:** ① 民航局在 7 月召开的行业年中工作电视电话会提出: “尽快建立支持我国航空货运业发展补贴政策体系。” 若相关政策推出, 公司有望受益。② 若银河航空运力增加, 规模效应有望进一步提升其盈利能力。③ 公司拥有较强的资金实力, 目前有现金 17.32 亿元, 关注公司后续可能的投资。④ 公司仍持有国航、东航股票分别为 7800 万、8315.7894 万股, 若后续公司出售国航和东航股票, 投资收益将影响当期利润。
- **盈利预测及投资评级:** 不考虑后续出售国航、东航股票, 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61、0.65、0.68, 给予推荐评级。
- **风险:** 航空货运增速低于预期、突发事件。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2199	3221	3532	3709
同比(%)	-33%	46%	10%	5%
归属母公司净利润(百万元)	229	553	589	618
同比(%)	-64%	141%	7%	5%
毛利率(%)	9.3%	9.9%	11.0%	11.7%
ROE(%)	5.0%	11.0%	10.7%	10.3%
每股收益(元)	0.25	0.61	0.65	0.68
P/E	35.77	14.83	13.91	13.27
P/B	1.79	1.63	1.49	1.36
EV/EBITDA	17	7	6	6

资料来源: 中投证券研究所

一、盈利增长原因：投资收益为主要贡献

在 2009 年出售北京中外运速递公司 100% 的股权后,公司的利润主要由: 1) 投资收益: 最主要的有中外运-敦豪、银河国际、中外运欧西爱斯。2) 母公司的国际航空货运代理、国内货运及物流、航空快递业务。从占比看, 中外运-敦豪、银河国际是影响利润的最主要因素。

公司业务主要为国际货代、国际快递、国内货运及物流, 低基数和航空货运复苏明显促成业绩高增长。上半年业绩大幅提升的主要原因是: ① 中外运-敦豪经营业绩同比增长 100%, 贡献投资收益同比增加 9600 万; ② 银河国际实现微利, 同比减亏约 1 亿, 贡献投资收益同比增加 5228 万; ③ 2009 年 7 月出售亏损的北京中外运速递公司 (2009 年 1-7 月亏损约 6700 万); ④ 出售所持国航股票 200 万股, 获投资收益 2109.9 万。

图 1: 2010 年上半年盈利构成

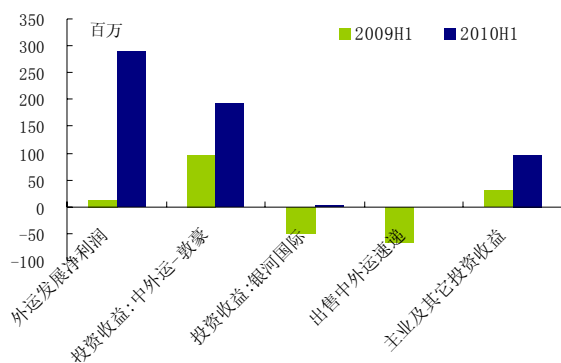
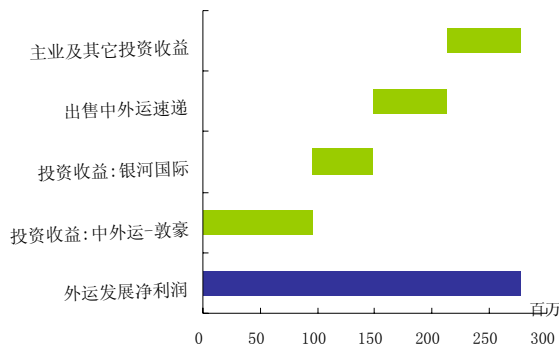


图 2: 2010 年上半年盈利变化构成



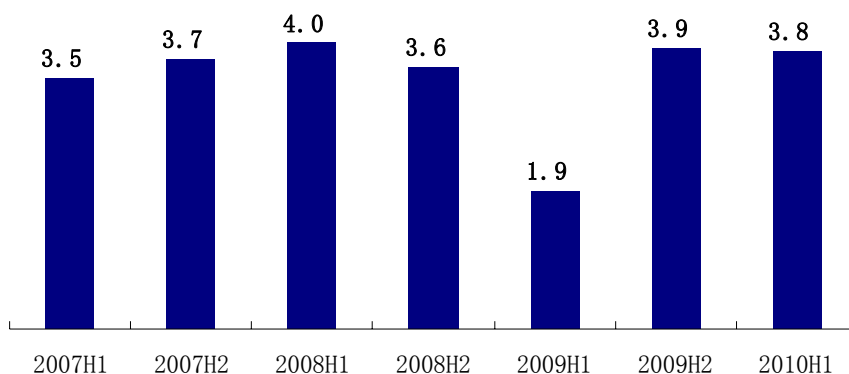
资料来源: 公司数据, 中投证券研究所

1.1 中外运-敦豪盈利恢复, 同比增长 100%

中外运-敦豪国际航空快件有限公司成立于 1986 年 12 月, 注册资本为 1450 万美元。经营范围: 承办陆运、空运进出口货物的国际运输代理业务, 包括: 揽货、订舱、仓储、中转、包机、集装箱拼装拆箱、结算运杂费、报关、相关的短途运输服务及运输咨询业务; 办理国际、国内快递 (不含私人信函) 业务。公司和敦豪国际航空快件有限公司在中外运敦豪各持股 50%。

中外运-敦豪贡献的投资收益一直是公司最主要的利润来源, 2007、2008、2009 贡献的投资收益占上市公司净利润分别为 56%、61%、127%。在金融危机中, 中外运-敦豪盈利受冲击较为明显, 2009 年上半年同比降幅为 51.8%。但 2009 年下半年恢复明显, 盈利能力恢复至金融危机前水平。2010 年上半年, 中外运-敦豪实现净利润 3.839 亿元, 同比增长 100%, 贡献投资收益 1.9195 亿元, 占上市公司净利润比重为 66.28%。

图 3: 中外运-敦豪净利润 (单位: 亿元)



资料来源：公司数据，中投证券研究所

表 1: 中外运-敦豪盈利情况

单位（百万）	2007	2008	2009	2009H1	2010H1
中外运-敦豪：收入	5,381	5,627	5,406	2,308	3,296
中外运-敦豪：净利润	720	761	582	192	384
贡献投资收益	360	380	291	96	192
外运发展净利润	638	628	229	12	290
中外运-敦豪投资收益/外运发展净利润	56%	61%	127%	798%	66%

资料来源：公司数据、中投证券研究所

图 4: 行业国际及港澳台快递业务量

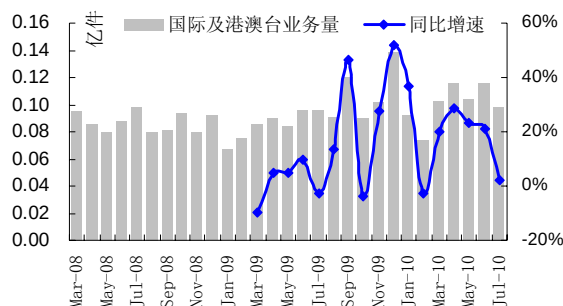
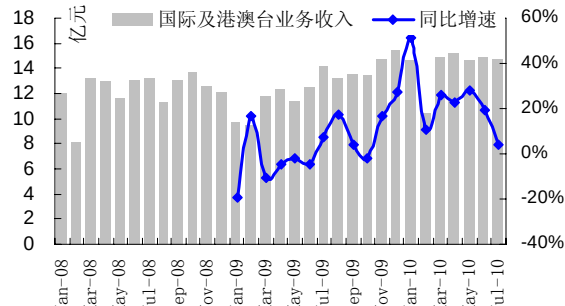


图 5: 行业国际及港澳台快递业务收入



资料来源：邮政局、中投证券研究所

1.2 银河国际实现微利，同比减亏约 1 亿，影响投资收益 5228 万

银河国际货运航空有限公司成立于 2007 年 12 月，是由外运发展、大韩航空有限公司、韩亚投资有限公司和新航投资有限公司共同出资组建的中外合资经营企业。经营范围包括：提供国内和国际航空货运运输业务；自用飞行器的租赁；自用飞行器的维修维护；包机业务；航空公司代理服务；进出口贸易服务及相关地面服务。公司持股 51%。银河航空 2008 年 6 月开始正式运营，主营机场为天津滨海机场，主要经营中欧之间的航空货运业务。

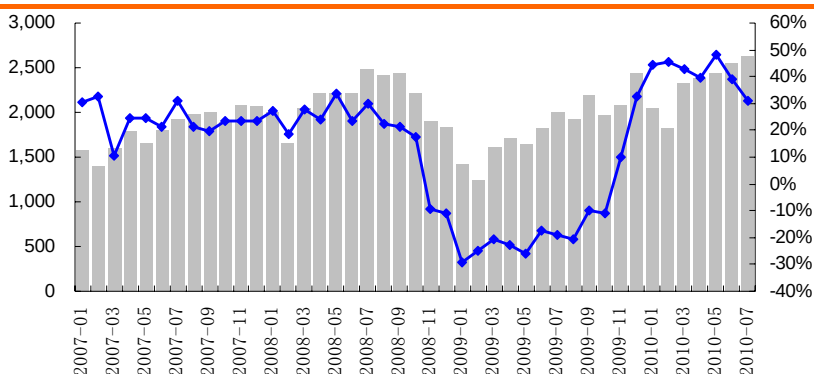
2009 年下半年尤其四季度以来，受欧美经济回暖，中国民航国际航线货运需求呈现强劲复苏态势。2009 年四季度需求反弹超出行业预期，短期运力紧张造成价格回升，银河航空在 2009 年下半年实现微利。2010 年上半年，银河航空实现净利润 347.6 万元。去年同期，银河航空亏损 9903 万。贡献投资收益与去年同期比较增加 5228 万元。

表 2: 银河国际盈利情况

单位 (百万元)	2008	2009	2009H1	2009H2	2010H1
银河国际: 收入	186	343	91	252	270
银河国际: 净利润	-182	-94	-99	5	3
贡献投资收益	-93	-48	-51	2.4	1.8
外运发展净利润	628	229	12	217	290
银河投资收益/外运发展净利润	-15%	-21%	-420%	1%	1%

资料来源: 公司数据、中投证券研究所

图 6: 进出口金额及同比增速



资料来源: WIND, 中投证券研究所

1.3 2009 年 7 月出售亏损的北京中外运速递公司, 轻装上阵

2009 年七月, 外运发展通过挂牌转让方式将中外运速递有限公司转让给合营企业中外运敦豪。2009 年上半年在合并范围内, 下半年起不合并。

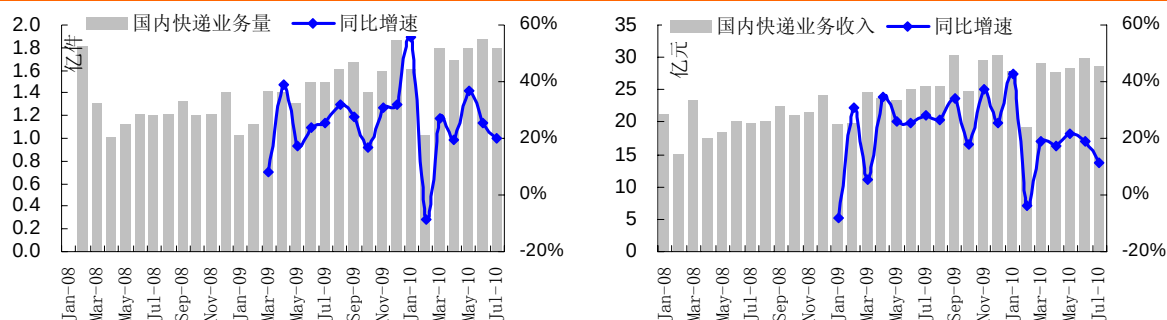
2009 年 1 月-7 月, 北京中外运速递公司净利润为-6703 万元。在出售给中外运-敦豪后, 通过整合经营已见好转。2010 年 6 月 11 日, 中外运全一品牌正式启动。未来中外运全一将以为客户提供标准快递业务为主, 兼而提供经济型快递产品, 其中标准快递产品包括高端产品“当日达”及核心产品“次日达”,

根据邮政局公布数据, 2010 年 1-7 月, 全国规模以上快递企业业务量累计完成国内快递业务 11.6 亿件, 同比增长 24.6%; 国内业务收入累计完成 190.7 亿元, 同比增长 18.1%。

目前全国的快递业务量还不到 GDP 的 0.3%, 与发达国家达到 GDP 的 1% 左右相比差距很大; 中国每年快递业务量只有约 20 亿件, 美国每年约有 75 亿件。长期来看, 我们认为国内快递业务前景值得看好。

图 7: 国内快递业务量及同比增速

图 8: 国内快递业务收入及同比增速



资料来源：邮政局，中投证券研究所

1.4 出售国航股票 200 万股，贡献投资收益 2109.9 万

公司 2006 年参与国航战略配，持有国航股票 8000 万股，初始投资成本为 2.24 亿元（即 2.8 元/股）；2009 年参与东航定向增发，持有东航股票 8315.7894 万股，初始投资成本 3.95 亿（即 4.75 元/股），所持东航股票仍处于限售期，预计上市流通时间为 2010 年 12 月 23 日。

在上半年，公司出售所持国航股票 200 万股，贡献投资收益 2109.9 万。目前，公司仍持有国航、东航股票分别为 7800 万、8315.7894 万股。由于公司初始投资成本较低，若后续公司出售所持股票，所得投资收益将影响当期利润。

表3： 持有其他上市公司股权情况（单位：万）

证券简称	最初投资成本	占该公司股权比例（%）	期末账面价值	报告期损益	报告期所有者权益变动	会计核算科目	股份来源
中国国航	22,400	0.64	80,184	2,109	2,298	可供出售	战略配售
东方航空	39,500	0.74	57,628	0	4,802	金融资产	定向增发

资料来源：公司数据、中投证券研究所

二、国际航空货运代理：低基数下收入高增长，营业利润率略有下降

受益于全球经济复苏和进出口贸易大幅增长，国际货代、国内货运及物流收入均有所回升。公司整体实现主营业务收入 160,594.80 万元，同比增长 76.62%；主营业务利润 15,271.30 万元，同比增长 95.21%。

受益航空货运量的回升，母公司国际航空货运代理业务实现代理总量 13,093 万公斤，比上年同期增长了 31.26%，其中出口货量 4,751 万公斤，比上年同期增长了 19.88%；进口货量 8,342 万公斤，比上年同期增长了 38.76%。

在公司营业收入中，国际航空货运代理贡献了 81%的营业收入和 71%的营业利润。虽然收入大幅增长 107.46%，但营业成本比上年同期增长 115.34%，营业利润率比上年同期略有下降，为 8.26%。

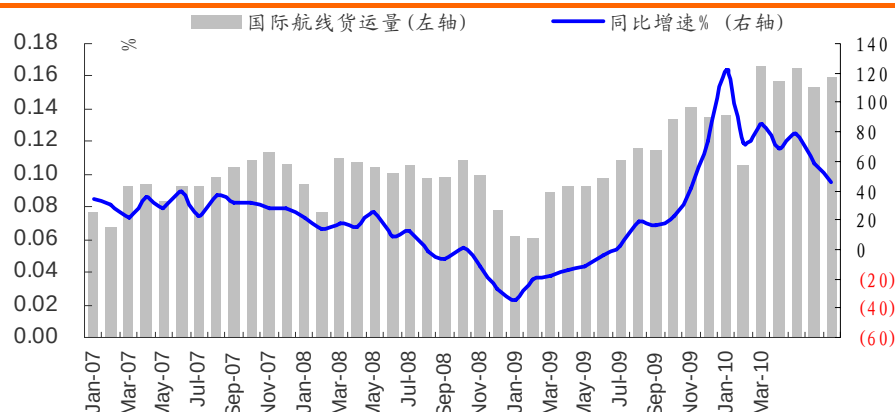
表 4： 分业务经营情况

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率	营业收入比上	营业成本比	营业利润率比
---------	------	------	-------	--------	-------	--------

				年同期增减	上年同期增减	上年同期增减
国际航空货运代理	13.1	12.0	8.26%	107.46%	115.34%	-3.36%
快件	1.1	0.9	15.42%	-0.17%	-16.50%	16.55%
国内货运及物流	1.9	1.6	14.49%	10.83%	-1.95%	11.13%
合计	16.1	14.5	9.48%	76.62%	74.87%	0.91%

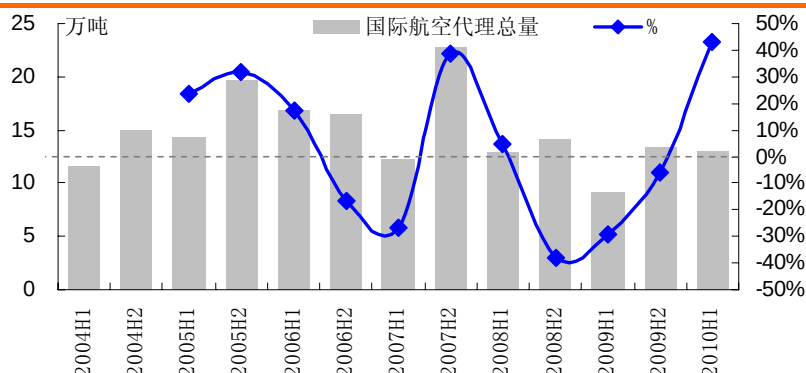
资料来源：公司数据、中投证券研究所

图 9：中国民航国际航线货运量及同比增速



资料来源：CEIC，中投证券研究所

图 10：公司国际航空代理总量及同比增速



资料来源：公司数据，中投证券研究所

三、盈利预测和投资评级

在低基数及全球经济复苏背景下，公司经营同比增长明显。但由于国际货运业务竞争激烈，预计公司近几年最主要的利润贡献仍将来自中外运-敦豪的投资收益。

未来主要关注点：

- (1) 民航局在 7 月召开的行业年中工作电视电话会提出：“要抓住经济向好的有利时机，加紧与有关部门沟通，尽快建立支持我国航空货运业发展补贴政策体系。加强对国外航空货运公司的市场监管”。若相关政策推出，公司有望受益。
- (2) 若银河航空运力增加，规模效应有望提升其盈利能力。

(3) 公司拥有较强的资金实力,目前有现金 17.32 亿。关注公司后续可能的投资。

(4) 若后续公司出售所持国航和东航股票,投资收益将影响当期利润。

不考虑后续出售国航、东航股票,预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61、0.65、0.68,给予“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2439	3355	4056	4810
现金	1744	2703	3397	4147
应收账款	466	466	466	466
其它应收款	96	96	96	96
预付账款	55	80	87	91
存货	0	0	0	0
其他	77	9	10	10
非流动资产	2937	2699	2499	2276
长期投资	1142	1142	1142	1142
固定资产	373	139	-35	-240
无形资产	102	92	80	67
其他	1319	1326	1311	1307
资产总计	5376	6054	6555	7086
流动负债	558	774	796	827
短期借款	0	0	0	0
应付账款	321	467	506	527
其他	237	307	290	299
非流动负债	240	240	240	240
长期借款	0	0	0	0
其他	240	240	240	240
负债合计	799	1014	1036	1067
少数股东权益	4	4	5	5
股本	905	905	905	905
资本公积	1107	1107	1107	1107
留存收益	2561	3023	3501	4001
归属母公司股东权益	4573	5036	5514	6014
负债和股东权益	5376	6054	6555	7086

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-58	255	128	127
净利润	229	553	590	618
折旧摊销	50	58	58	58
财务费用	-47	-43	-60	-74
投资损失	-291	-492	-488	-505
营运资金变动	32	193	18	31
其它	-30	-14	10	-2
投资活动现金流	-337	751	617	666
资本支出	25	-186	-124	-155
长期投资	-521	0	0	0
其他	-833	566	493	511
筹资活动现金流	-91	-47	-51	-43
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	425	0	0	0
其他	-515	-47	-51	-43
现金净增加额	-486	959	694	750

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2199	3221	3532	3709
营业成本	1994	2902	3142	3274
营业税金及附加	24	26	29	30
营业费用	108	108	118	130
管理费用	185	137	150	167
财务费用	-47	-43	-60	-74
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	291	492	488	505
营业利润	230	582	641	687
营业外收入	8	3	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	237	585	641	687
所得税	8	32	51	69
净利润	229	553	590	618
少数股东损益	-0	1	1	1
归属母公司净利润	229	553	589	618
EBITDA	233	598	639	671
EPS (元)	0.25	0.61	0.65	0.68

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-33.1%	46.5%	9.7%	5.0%
营业利润	-67.2%	153.3%	10.0%	7.2%
归属于母公司净利润	-63.5%	141.3%	6.6%	4.9%
获利能力				
毛利率	9.3%	9.9%	11.0%	11.7%
净利率	10.4%	17.2%	16.7%	16.7%
ROE	5.0%	11.0%	10.7%	10.3%
ROIC	31.6%	437.6%	-572.8	-158.3
偿债能力				
资产负债率	14.9%	16.8%	15.8%	15.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.37	4.33	5.10	5.82
速动比率	4.37	4.33	5.10	5.82
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.56	0.56	0.54
应收账款周转率	5	7	7	8
应付账款周转率	6.36	7.36	6.46	6.34
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.61	0.65	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	0.28	0.14	0.14
每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.56	6.09	6.64
估值比率				
P/E	35.77	14.83	13.91	13.27
P/B	1.79	1.63	1.49	1.36
EV/EBITDA	17	7	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434