

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 沈晓峰 (8621)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

经营现金流转正，未来看点在主业全面开花

事件描述

外运发展公布 2010 年年报：

（1）公司实现营业收入 33.97 亿元，同比增长 54.50%；归属母公司股东的净利润 4.46 亿元，同比增加 94.75%，实现 EPS 为 0.4927 元，扣非后 EPS 为 0.4500 元。

（2）受益行业恢复性增长，EPS 接近翻倍，但低于预期。

（3）主营业务收入结构稳定，对国际货代依赖度降低。

（4）中外运敦豪是投资收益主力，和平国旅被出售、欧西爱斯将清算，未来新星是银河航空。

（5）现金充沛，未来资本开支约占存款的 10%，公司有充足资金进行兼并收购和新开项目，实现业务整合和规模扩张；经营现金流在并表方法调整后首次为正；国内货运及物流和快件业务盈利能力增加，主业有望全面开花。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.57 元和 0.68 元，对应 PE 为 18.72 倍、19.12 倍和 15.91 倍，维持“谨慎推荐”评级。

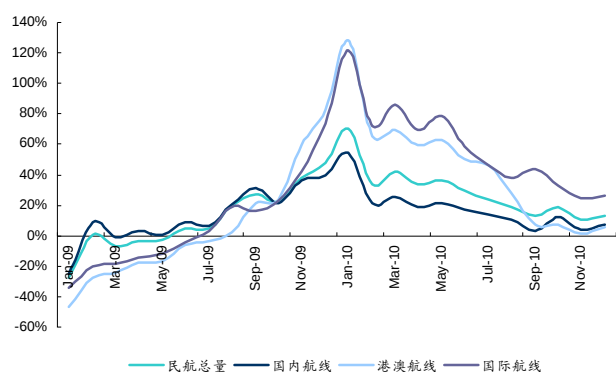
事件评论

外运发展公布 2010 年年报，实现营业收入 33.97 亿元，同比增长 54.50%；归属母公司股东的净利润 4.46 亿元，同比增加 94.75%，实现 EPS 为 0.4927 元，扣非后 EPS 为 0.4500 元。我们对此有以下几点看法：

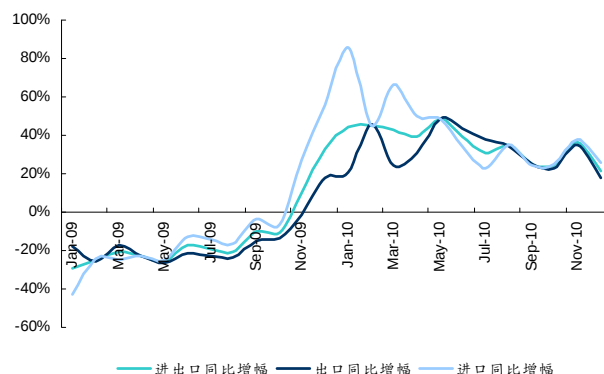
第一，受益行业恢复性增长，EPS 接近翻倍，但低于预期。

公司于 1 月 19 日发布公告，公布业绩比去年同期增长 110%左右。受益行业上半年的恢复性增长，公司通过对外坚持的出口直客营销策略和进口 FCA 业务的开发，对内实施优化业务流程、降低业务成本等举措，实现归属母公司股东的净利润 4.46 亿元，同比增加 94.74%；实现 EPS 为 0.49 元，同比增长 94.74%，但低于市场预测的 0.58 元均值。

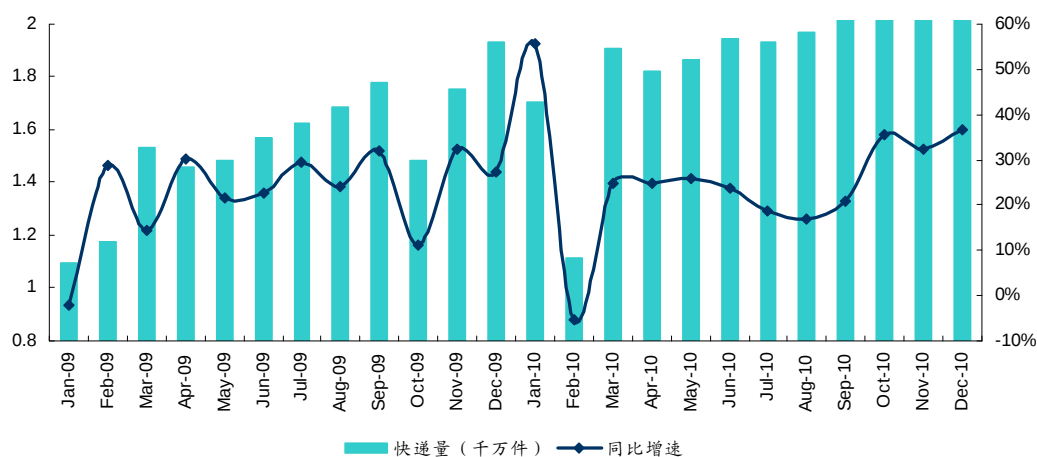
其中非经常性损益项目 3864 万元，主要来自出售中国国航 420 万股股票（2949.45 万元），扣非后 EPS 为 0.45 元，扣非前后差异不大。

图 1: 2009-2010 年民航货邮运输量同比


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 2: 2009-2010 年进出口额同比


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 3: 2009-2010 年中国快递运输量


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

表 1: 公司利润表数据摘要

单位: 万元	2010	2009	同比增幅
营业收入	339,722	219,886	54.50%
营业成本	309,739	199,426	55.32%
毛利率 (%)	8.83%	9.31%	-0.48%
营业利润	42,411	22,995	84.43%
营业外损益	130	678	-80.89%
利润总额	42,540	23,673	79.70%
所得税	-2,152	795	-
净利润	44,692	22,878	95.35%
归属于母公司所有者的净利润	44,612	22,908	94.74%
EPS (元/股)	0.49	0.25	94.74%

资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

第二，主营业务收入结构稳定，对国际货代依赖度降低。

分业务看。1) 国际航空货代依旧在主营业务中扮演最为重要的角色，运量和收入同比增速分别为 24%（略低于航空业货运量同比增速 26%）和 68%，本业务贡献主营收入的 80%，但毛利率较去年下降 3 个百分点；

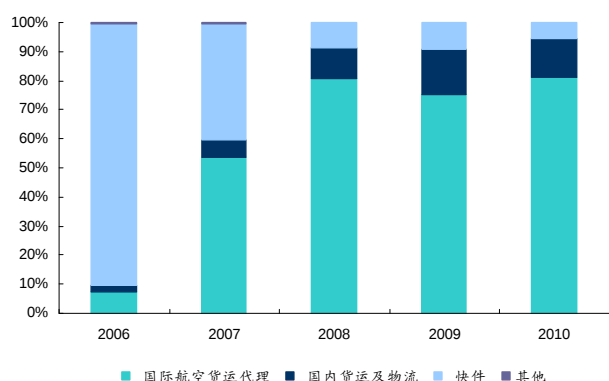
2) 国内货运及物流、快件业务发展势头良好，同比去年，毛利率分别实现了 8 个和 13 个百分点的增幅。因此，该两项业务占主营业务毛利的比重由 2009 年的 16.3% 增加至 2010 年的 32.3%，改变了过度依赖单个业务的状态。

表 2：主营业务分行业情况表

	营业收入（元）	营业成本（元）	利润率（%）	营业毛利（元）
国际航空货运代理	2,760,672,514.18	2,558,871,838.96	7.31	201,800,675.22
快件	180,605,675.79	147,333,226.03	18.42	33,272,449.76
国内货运及物流	450,608,733.54	387,422,761.41	14.02	63,185,972.13
合计	3,391,886,923.51	3,093,627,826.40	8.79	298,259,097.11

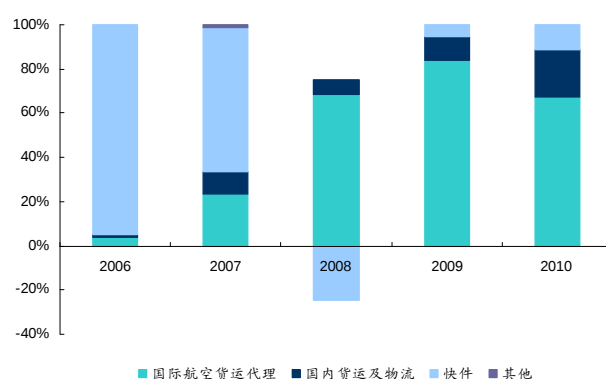
资料来源：公司财报，长江证券研究部

图 4：主营业务收入占比



资料来源：公司财报，长江证券研究部

图 5：主营业务毛利占比



资料来源：公司财报，长江证券研究部

分地区看。华北仍然是公司最重要的收入保障，占 40%；华南 2010 年增幅明显，占比由 2009 年的 18% 提升至 25%。

表 3：主营业务收入分地区情况表

	2010 年	2010 年占比	2009 年	2009 年占比
华北	1,336,814,720.21	39%	910,339,242.02	42%
华东	938,848,443.36	28%	684,012,297.50	31%
华南	848,785,220.33	25%	390,904,150.98	18%
西部	267,438,539.61	8%	197,595,864.01	9%

资料来源：公司财报，长江证券研究部

第三，中外运敦豪是投资收益主力，和平国旅被出售、欧西爱斯将清算，未来新星是银河航空。

公司实现投资收益 4.15 亿，主要来自权益法核算的长期股权投资收益 3.66 亿，占比 88.17%。其中长期股权投资收

益来自业内从事货运相关业务的 10 家公司，主要贡献来自中外运敦豪（贡献度为 90%）和中外运欧西爱斯（贡献度为 10%）。

和平国旅已被售出，而欧西爱斯由于和日本海外新闻普及株式会社合营期满，该公司董事会同意不再办理延期手续，解散合营公司，并在合营期满后清算注销，目前董事会已成立清算组正在办理该公司的清算注销手续。我们预计清算将在 2011 年为公司带来 1.3 亿投资收益。

银河航空在 2010 年大幅扭亏，我们认为随着国际经济复苏和公司自身经营成熟，银河航空将有望在 2011 年止亏。

表 4：长期股权投资收益来源

被投资公司名称	本年金额	上年金额	同比增幅	占比
中外运-敦豪国际航空快件有限公司	327,545,230.38	290,571,676.88	13%	90%
中外运欧西爱斯国际快递有限公司	38,038,632.56	33,648,885.36	13%	10%
华捷国际运输代理有限公司	5,645,898.36	6,699,432.15	-16%	2%
中外运阪急阪神国际货运有限公司	4,409,501.07	489,504.88	801%	1%
银河国际货运航空有限公司	-10,580,996.66	-48,103,020.26	-78%	-3%
成都保税物流投资有限公司	299,885.42	-379,969.40	-179%	0%
上海中外运松江物流有限公司	854,681.69	749,383.89	14%	0%
华力环球运输有限公司	110,126.20	-1,147,907.52	-110%	0%
北京辰通货运服务有限公司	-415,530.39	-299,219.69	39%	0%
和平国际旅行有限公司	0	102,121.05	-100%	0%
合计	365,907,428.63	282,330,887.34	30%	100%

资料来源：公司财报，长江证券研究部

第四，现金充沛，经营现金流在并表方法调整后首次为正，维持“谨慎推荐”。

截止 2011 年，公司有货币资金 17.20 亿，而年报公布的在建工程还需约 1.65 亿资金，仅占存款的十分之一。因此，未来仍有充足资金进行兼并收购和新开项目，实现对外的业务整合和对内的规模扩张。

公司自 2008 年起将经营现金流优良的中外运敦豪等 8 家公司从按比例合并法变更为权益法后，导致经营现金流在过去 2 年均均为负值，而今年行业回暖、主业经营利润和财务风险管理水平大幅提升（经营性应付增加高于去年、应收低于去年），因此经营现金流实现了转正。

IPO 募集资金结余用于扩充主业，但两个新投项目分别在磨合及建设均存在周期，暂时对公司业绩提升贡献有限。国内货运及物流和快件业务盈利能力增加，主业有望全面开花。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.57 元和 0.68 元，对应 PE 为 18.72 倍、19.12 倍和 15.91 倍，维持“谨慎推荐”评级。

表 5：新旧项目资金明细

原项目	结余资金（万元）	新项目	所需资金（万元）
中外运上海浦东国际机场物流中心建设项目	5456.58	收购天津天华宏运物流有限公司 100% 股权	3456.58
		浦东机场物流中心扩建	2000
综合物流信息网络系统建设项目	1590.18	弥补中外运北京空港物流中心建设项目和收购北京空港快件监管中心的超额部分	954.62
		收购天津天华宏运物流有限公司 100% 股权	635.56

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 6：新投项目投入/回报明细

项目	总投资 (万元)	资金来源	内部收益率	财务净现值 (万元)	全部投资动态回收期 (年)
收购天津天华宏运物流有限公司 100%股权	5800	4092.14 万元来自募集资金变更，其余来自自有资金	9.48%	380	9.46
浦东机场物流中心扩建	2100	2000 万元来自募集资金变更，其余来自自有资金	19.80%	2394	7.76

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3397	4143	5015	5735	货币资金	1720	2254	2007	1957
营业成本	3097	3727	4501	5130	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	300	416	513	605	应收账款	615	750	908	1039
% 营业收入	8.8%	10.1%	10.2%	10.6%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	29	35	42	48	预付账款	72	87	105	120
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	4	5	6	7
销售费用	116	141	171	195	流动资产合计	2422	3109	3041	3139
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	可供出售金融资产	1900	1938	2035	2076
管理费用	169	206	250	286	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	1215	1821	2396	3064
财务费用	-23	-8	-10	-8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	固定资产合计	451	657	786	913
资产减值损失	1	4	5	4	无形资产	90	96	102	107
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	415	555	526	618	递延所得税资产	18	0	1	0
营业利润	424	593	581	699	其他非流动资产	46	46	46	46
% 营业收入	12.5%	14.3%	11.6%	12.2%	资产总计	6142	7667	8407	9345
营业外收支	1	4	4	4	短期贷款	50	0	0	0
利润总额	425	597	585	703	应付款项	316	380	459	523
% 营业收入	12.5%	14.4%	11.7%	12.3%	预收账款	106	129	156	179
所得税费用	-22	72	70	84	应付职工薪酬	69	83	101	115
净利润	447	525	514	618	应交税费	86	1316	1388	1638
归属于母公司所有者					其他流动负债	94	113	136	155
的净利润	446.1	524.3	513.3	617.0	流动负债合计	721	2021	2240	2610
少数股东损益	1	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.49	0.58	0.57	0.68	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	247	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	22	975	75	280	负债合计	969	2021	2240	2610
取得投资收益	376	0	0	0	归属于母公司	5169	5641	6161	6728
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	24	-50	-50	-50	少数股东权益	4	5	6	7
无形资产投资	0	-16	-16	-16	股东权益	5173	5646	6167	6735
固定资产投资	-142	-241	-175	-182	负债及股东权益	6142	7667	8407	9345
其他	83	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-36	-307	-241	-248		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.493	0.579	0.567	0.681
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.71	6.23	6.80	7.43
银行贷款增加（减少）	52	-50	0	0	PE	22.00	18.72	19.12	15.91
筹资成本	91	-83	-81	-82	PEG	1.93	1.64	1.67	1.39
其他	-208	0	0	0	PB	1.90	1.74	1.59	1.46
筹资活动现金流净额	-65	-133	-81	-82	EV/EBITDA	18.42	11.98	12.44	10.38
现金净流量	-79	534	-247	-50	ROE	8.6%	9.3%	8.3%	9.2%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，资深分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。