

估值偏低、业务拓展进行中

报告摘要:

银河航空投资接近止损

公司投资的银河航空运营后, 连年亏损, 2011 年更出现了 3.4 亿元的较大额亏损, 目前处于经营性停航期, 未来可能进入破产清算程序。破产清算终结后, 公司对银河航空的系列亏损将划上句号。

国际货代与国际快件未来构成双主业

公司具有国际航空货运代理业务多年的经营经验, 业务网点较多, 建立了一定的规模优势。

公司积极拓展自营国际快件业务, 希望建立自主品牌。业务方向定位于日本等地区。此次介入国际快件业务, 投入相对较小, 具备一定的业务基础, 风险相对可控。

含中外运-敦豪股权在内的估值偏低

公司业务的主要贡献来自中外运-敦豪。2011 年中外运-敦豪净利润 12.2 亿元, 增长 86%, 其中包括约三成的汇率变化收益。扣除该项收益, 分别以 15 倍、10 倍 PE 计算, 中外运-敦豪 50% 股权价值分别为 64 亿、42.7 亿元。

截止 2011 年底, 公司净资产 (扣除中外运-敦豪股权) 为 40.9 亿元, 而目前外运发展总市值为 73 亿元, 公司包括中外运-敦豪股权在内的整体估值偏低。

业绩预测及投资评价

我们预计 2012 年公司利润微幅下降, 2013 年重归增长。基于公司整体估值偏低, 以及投资项目的止损, 给予谨慎推荐的投资评级。

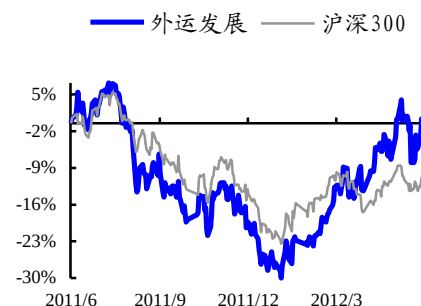
风险提示: 中外运-敦豪合作提前终止、银河航空清算亏损、行业景气下滑超预期

股票数据

2012-5-30

收盘价 (元)	8.10
12 个月股价区间 (元)	5.60 ~ 9.19
总市值 (百万元)	7,334
总股本 (百万股)	905
A 股 (百万股)	905
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	8%	15%	-1%
相对收益	8%	15%	10%

相关报告

证券分析师: 许祥

执业证书编号: S0550511010006
(021)20361160 xux@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,397	3,891	4,436	5,057	5,815
(+/-)%	54%	15%	14%	14%	15%
净利润	447	453	446	528	556
(+/-)%	95%	1%	-1%	18%	5%
每股收益 (元)	0.49	0.50	0.49	0.58	0.61
市盈率	16.4	16.2	16.5	13.9	13.2
市净率	1.42	1.51	1.43	1.34	1.26
净资产收益率 (%)	8.6%	8.5%	9.5%	9.9%	9.5%
股息收益率 (%)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
总股本 (百万股)	905	905	905	905	905

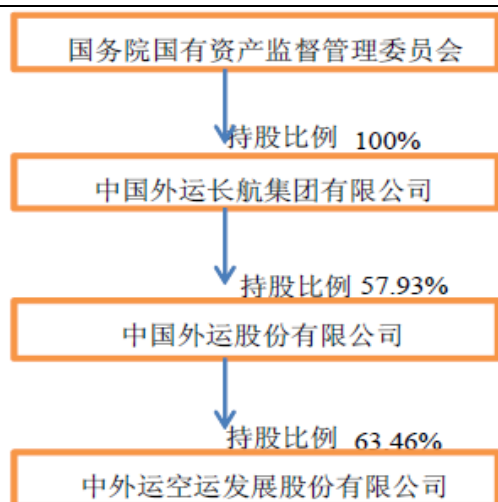
市场开放带来系列变化

公司简况

公司成立于 1999 年 10 月，是由中国外运集团的优质空运业务资产重组而成，核心业务包括航空货运代理和速递业务，于 2000 年底上市，是国内航空货运代理行业第一家上市公司。

中国外运股份有限公司是公司控股股东，已在港交所上市。中国外运长航集团有限公司为公司实际控制人，为国有独资公司。

图 1：公司股权结构图



数据来源：东北证券，公司公告

行业开放面临的系列变革

改革开放初期，我国航空国际快递市场对外资进入设置了门槛，即必须与中国国内的企业合资。当时中国最大的国际货运代理企业中国外运集团成为外资航空货运代理及快件公司进入中国市场的主要合资方，在外运发展上市时，这些合资的股权进入上市公司，成为外运发展优质的资产及主要利润来源。

随着中国入世及对外开放力度加大，国际航空快件市场对外资开放，外资企业可以在中国成立独资企业，外运发展作为外资进入中国的通道价值下降，开始面临与外资不断分手的处境。2007 年 UPS 收购合资公司国内网络，双方合营终止。2008 年，金鹰国际货代收购合资公司股权，终止合营。2010 年底中外运与欧西爱斯的合营期限到期，不再延期，合营终止。2011 年底中外运阪急阪神股权出售。

目前公司主要的合资公司为中外运-敦豪，中外运-敦豪的合资持续与否，是影响公司业绩极为重要的因素。

主要利润贡献来自中外运--敦豪

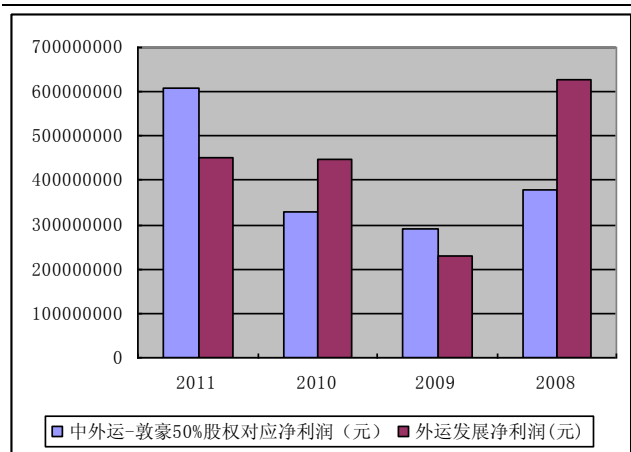
中外运-敦豪是中国外运总公司与敦豪（DHL）于 1986 年成立的合资公司，双方各占 50% 股权。敦豪是国际快运和物流行业的国际巨头。是德国邮政全球网络的知名品牌。目前外运发展公司持有中外运-敦豪 50% 股权。

中外运-敦豪将敦豪作为国际航空快递业巨头的丰富经验和外运总公司在中国外贸市场的网络优势结合起来，在中国国际快件服务市场快速成长。目前中外运-敦豪在运营管理模式、品牌设置等方面，已经日益趋向于融为敦豪全球运营的一部分，合资公司的运营管理也主要由外资方面更多参与。

由于外运发展与其他合资公司的合作相继终止，中外运-敦豪已经日益成为外运发展最核心和最关键的利润来源。2011 年中外运-敦豪实现净利润 12.2 亿元，50% 股权对应的权益收益是 6.1 亿，而外运发展 2011 年实现净利润 4.52 亿元，中外运-敦豪贡献净利润占外运发展净利润的 135%，扣除中外运-敦豪利润贡献，公司净利润为负。

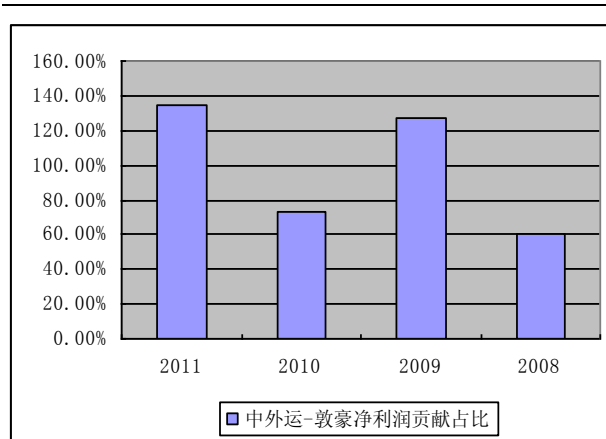
我们统计了 2008 年以来，中外运-敦豪权益对应净利润及外运发展净利润情况，4 年间，有两年中外运-敦豪对公司的利润贡献超过 100%，其余两年利润占比约为 6 成与 7 成，4 年平均的利润占比为 99%。很明显，外运发展的业绩对于中外运-敦豪的依赖度已经非常高。

图 2：中外运-敦豪利润贡献与公司利润对比



数据来源：东北证券 公司公告

图 3：中外运-敦豪利润贡献占比



数据来源：东北证券 公司公告

转型时期对外投资一波三折

随着与外资航空货运及快件服务巨头合资合营的逐步终止，公司急需建立起自主经营的稳固的业务领域及利润来源，于是逐步开始了对对外投资，但一路走来并不顺利。

介入国内快递市场并最终退出。公司先是介入了国内快递市场，但是由于国有体制相对于民营机制在成本与激励机制方面的劣势，经营并不理想，公司将快递公司股权转让给了中外运--敦豪，而中外运--敦豪由于中国国内快递市场竞争十分激烈，同时国家政策对于外资介入国内快递市场有政策限制，外运发展与中外运--敦豪相继退出了国内快递市场。

介入航空货运承运人屡遭亏损。公司是国内首家进入航空承运领域的货代公司，其出发点，也是想延伸产业链条。2007 年公司与大韩航空有限公司等共同投资成立银河国际货运航空有限公司，公司持股 51%，但运营以来，持续亏损，目前已停止运营，面临破产清算。

自营业务逐渐培育壮大

目前公司自营的业务包括三块：国际航空货运代理服务、快件服务、国内货运及物流服务。

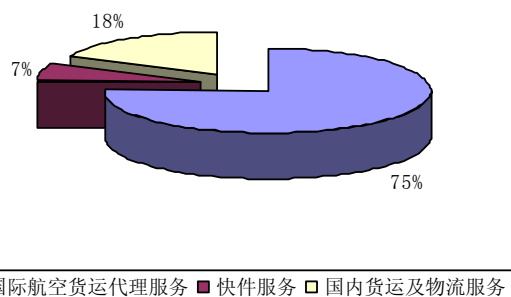
国际航空货运代理业务：

国际航空货运代理是公司的传统业务，2011 年贡献公司营业收入的 75%，是除了合资公司之外，最核心的业务。目前外运发展在全国拥有四大区域公司，分公司及物流网点较多，公司服务覆盖 50 余个口岸，与多家航空公司、多家海外代理合作为客户提供航空进出口货运代理服务。

作为公司最主要的自主经营业务，国际航空货代贡献大部分收入，毛利占比 2011 年为 60%。由于 2011 年以来，全球贸易特别是欧美经济较为低迷，中国的对外进出口增长在剔除大宗原材料后，增长放缓，全球航空货运市场异常低迷，到 2012 年一季度，仍然没有复苏，国际航空货运市场有效需求相对不足，国际货代及物流运输行业竞争加剧。在竞争加剧的背景下，公司积极推进直客开发、进口 FCA（货交指定承运人）业务和国内与空运相关的综合物流业务。

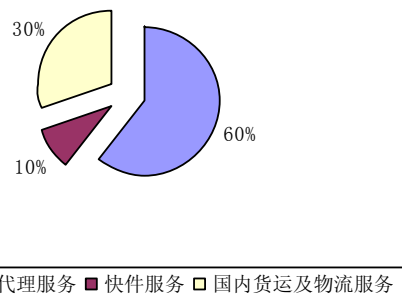
2011 年公司国际航空货运代理业务实现代理总量 28.88 万吨，比上年同期上升了 3.70%，其中进口总量 16.43 万吨，比上年同期下降了 4.48%；出口总量 12.45 万吨，比上年同期上升了 16.90%。

图 4：公司主要业务收入占比



数据来源：东北证券 WIND

图 5：公司主要业务毛利占比



数据来源：东北证券 WIND

快件服务：

公司曾先后与 UPS、TNT、敦豪等国际快件知名企业有着不同程度的紧密合作关系，积累了国际快件操作经验与优势资源，在此基础上，公司尝试开展国际快件业务。公司注资 5000 万，在国内设立中外运速递有限公司总部及分支公司，依托中国外运在全国数百个业务网点，开展国际航空快件服务。目前主要的业务方向为中国至日本的国际快件服务。在日本，公司找到国际知名的物流服务供应商进行合作，利用其先进的作业条件及完备的日本网络，提供更加标准化的目的地清关、派送服务。另外公司在中东也合作开展该类业务，该项业务处于逐步拓展中。

2011 年公司快件服务实现收入 2.7 亿，毛利 3136 万元，分别占公司营收的 7%，

毛利的 10%。

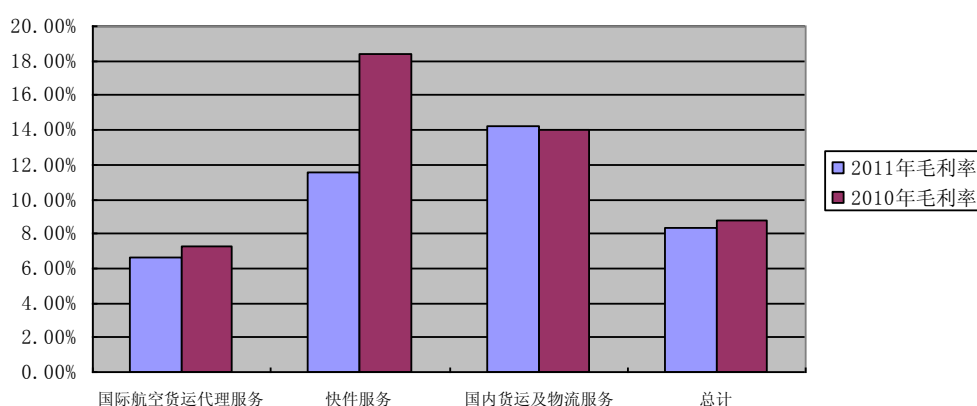
国内货运及物流服务。

外运发展在全国拥有仓储、库房、车辆、物流网点，提供门到门配送服务。

2011 年公司国内货运及物流服务的收入占比分别为 18%，毛利占比为 30%。

总体上看 2011 年公司各项业务，因受到全球经济及贸易增长放缓，公司国际航空货运代理、快件服务业务毛利率均有所下降，其中快件服务的毛利率下降尤其明显，从 18.4%下降至 11.5%，下降了 6.9 个百分点。

图 6：公司业务毛利率统计



数据来源：东北证券，Wind

表 1：公司各项业务收入及成本统计表

	2011 年度		2010 年度	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
国际航空货运代理服务	2918362307	2723809402	2760672514	2558871839
快件服务	271197409	239831702	180605676	147333226
国内货运及物流服务	693476853	594619458	450608734	387422761
总计	3883036569	3558260561	3391886924	3093627826

数据来源：东北证券 公司公告

主要投资看点

银河航空投资接近止损

银河国际货运航空有限公司是于 2007 年 12 月由公司（51%）、大韩航空有限公司（25%）、新韩投资有限公司（13%）及韩亚投资有限公司（11%）共同投资成立的合资货运航空公司，注册资本 6500 万美元。公司总部和运营基地设在天津，是第一家以天津为基地机场直飞欧美、亚洲的定期货运航班的航空公司。

银河航空运营后，连年亏损，2011 年航空货运市场异常低迷，银河航空出现了 3.4 亿元的较大额亏损，2012 年以来，银河航空处于经营性停航期，未来可能进入

破产清算程序。破产清算后，银河航空的固定资产-飞机的拍卖将冲抵企业负债，其固定资产帐面净值 4.3 亿，而负债合计 3.8 亿，公司对其负债出具了担保，因此破产清算中，如不能按照账面净值出售将给合营公司清算带来亏损，但清算终结后，公司对银河航空的投资将划上句号。

表 2: 银河航空收入及净利润概览

银河航空营收及净利（单位：万元）	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	34,298.42	51,215.34	38,150.26
净利润	-9,431.96	-2,074.71	-34,008.50

数据来源：东北证券 公司公告

国际货代与国际快件未来构成双主业

公司具有国际航空货运代理业务多年的经营经验，货代业务尽管目前面临较为激烈的市场竞争，但公司业务网点遍及全国主要城市，已经建立了一定的网络布点优势，国际航空货运代理仍然是公司经营比较稳定的核心业务。

公司 2011 年介入国际快件业务，是基于十多年来，与国际快件巨头长期合作合营的经验积累，希望建立自己的国际快件服务品牌。在市场定位上，公司希望避开欧美航空快递巨头在市场中的强大竞争力，把业务方向锁定在日本局部航线，在国际快件国内段，利用公司既有的较为完善的网络，在日本则利用当地的机构进行合作。

与公司之前的投资行为相比，此次介入国际快件业务，公司的投入相对较小，且是基于原来曾合营过的业务，具备一定的业务基础，因此投入小，风险相对可控。

如果公司的国际快件业务能够顺利地开展，未来公司国际航空货代及国际快件将成为自营业务中最主要的两项业务，构成双主业并驱局面。

含中外运-敦豪股权在内的估值偏低

公司业务的主要贡献来自中外运-敦豪，而中外运-敦豪也是公司估值的重要部分。2011 年中外运-敦豪净利润 12.2 亿元，较上年增长 86%，原因除了业务的自然增长外，汇率变化带来的收益也是一个重要部分。中外运-敦豪每年年初都会与敦豪公司就境外服务使用费的交易锁定欧元汇率，2011 年欧元汇率变化使得中外运-敦豪相关成本下降，业绩增长超预期。该部分收益估计约占中外运-敦豪 2011 年净利润的三成左右。扣除该项收益，分别以 15 倍、10 倍 PE 计算，中外运-敦豪 50%股权价值分别为 64 亿、42.7 亿元。

截止 2011 年底，外运发展归属母公司股东净资产（扣除对于中外运-敦豪 50%的长期股权投资额）为 40.9 亿元，即使以 10 倍 PE 计算中外运-敦豪 50%股权价值，加上公司扣除该股权的净资产值，合计为 83.6 亿元，而目前外运发展总市值为 73 亿元，因此我们认为公司包括中外运-敦豪股权在内的估值偏低。

业绩预测

2011 年中外运-敦豪利润贡献中，汇率变化带来的收益约占三成左右，而 2012 年首季，中外运-敦豪净利润有一定幅度下降。

另一方面，银河航空将进入破产清算，如果在清算过程中没有发生亏损，公司对银河航空的投资将止损。

公司自营业务正在开拓国际快件业务，如能顺利进行，业务规模及业绩也将有所增长。

我们预计 2012 年公司利润微幅下降，2013 年重归增长。

投资评价

基于银河航空投资接近止损、公司自营主业转型开拓、而公司隐含中外运-敦豪股权在内的整体估值偏低，给予谨慎推荐的投资评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,783	2,190	2,475	2,613	净利润	453	446	528	556
应收款项	540	675	710	883	折旧及摊销	41	48	57	65
存货	1	0	1	0	公允价值变动损失	0	0	0	0
流动资产合计	2,697	3,072	3,397	3,765	财务费用	-31	-31	-36	-40
可供出售金融资产	1,004	1,004	1,004	1,004	运营资本变动	-96	97	63	-119
长期投资合计	2,092	2,092	2,092	2,092	其他	0	212	113	0
固定资产	442	522	602	682	经营活动净现金流量	-77	183	188	5
无形资产	152	205	257	306	投资活动净现金流量	100	227	281	318
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-99	-3	-184	-184
非流动资产合计	2,826	2,937	3,065	3,182	企业自由现金流	-221	-217	-13	-202
资产总计	5,523	6,009	6,462	6,947					
短期借款	48	48	50	50	财务与估值指标				
应付款项	368	403	472	539		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	99	113	128	148	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.50	0.49	0.58	0.61
流动负债合计	637	882	987	1,098	每股净资产 (元)	5.36	5.66	6.04	6.45
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	-0.08	0.20	0.21	0.01
其他长期负债	23	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	23	0	0	0	营业收入增长率	14.5%	14.0%	14.0%	15.0%
负债合计	660	882	987	1,098	净利润增长率	1.4%	-1.5%	18.4%	5.3%
归属于母公司股东权益合计	4,858	5,123	5,469	5,844	盈利能力指标				
少数股东权益	4	5	5	6	毛利率	8.5%	9.5%	9.9%	9.5%
负债和股东权益总计	5,522	6,009	6,462	6,947	净利率	11.6%	10.0%	10.4%	9.6%
利润表 (百万元)					运营效率指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E	应收账款周转率 (次)	50	50	50	50
营业收入	3,891	4,436	5,057	5,815	存货周转率 (次)	0	0	0	0
营业成本	3,560	4,014	4,556	5,263	偿债能力指标				
营业税金及附加	31	36	41	47	资产负债率	12.0%	14.7%	15.3%	15.8%
资产减值损失	-2.92	0.00	0.00	0.00	流动比率	4.24	3.48	3.44	3.43
销售费用	136	155	177	204	速动比率	4.24	3.48	3.44	3.43
管理费用	179	204	232	267	费用率指标				
财务费用	-31	-31	-36	-40	销售费用率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	管理费用率	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
投资净收益	447	402	463	500	财务费用率	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
营业利润	466	460	550	574	分红指标				
营业外收支净额	0.46	0.46	0.46	0.46	分红比例				
利润总额	467	461	550	575	股息收益率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
所得税	14	15	22	19	估值指标				
净利润	453	446	528	556	P/E (倍)	16.22	16.46	13.91	13.21
归属于母公司净利润	452	446	527	555	P/B (倍)	1.51	1.43	1.34	1.26
少数股东损益	1	1	1	1	P/S (倍)	1.88	1.65	1.45	1.26
					净资产收益率	9.3%	8.7%	9.6%	9.5%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760