

公司研究/首次覆盖

2019年09月22日

交通运输/物流 II

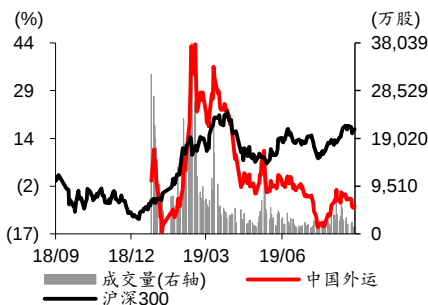
投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 4.37
合理价格区间(元): 4.77-4.93

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492284
linxiaying@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

领先综合物流服务商，未来可期

中国外运(601598)

综合物流服务商，服务网络覆盖全球；首次覆盖，给予“增持”评级

中国外运是国际大型综合物流服务商，公司隶属招商局集团，主要经营货运代理、专业物流、仓储码头服务和供应链管理等。公司发展集中于发展迅速的中国沿海地区，并拥有广泛而全面的国内服务网络和海外网络，为客户提供全球物流服务。2018年，公司实现营业收入773亿元，归母净利润27亿元。我们预测公司2019/2020/2021年归母净利润分别为23.5/26.5/29.5亿元。我们基于15.0x-15.5x 2019E PE估值，给予目标价区间4.77-4.93元，首次覆盖，给予“增持”评级。

货运代理业务：行业龙头，主要从事国际海运出口代理服务

货运代理业务是公司最主要的传统业务，主要涉及海运代理、空运代理和船舶代理。2018年，公司货代业务实现营业收入473亿元，营业利润11.2亿元，贡献公司营业利润的44%。公司约80%货运代理收入来自出口业务，因此货代业务的经营情况和全球宏观经济及海运集装箱运输量具有高度相关性。考虑到当前全球宏观经济增速放缓及贸易摩擦，我们预期公司今年货运代理业务增速将有所放缓。

专业物流业务：产业转型和消费升级带动中国专业物流市场发展

专业物流是公司第二大业务，2018年，实现营业收入201亿元，营业利润7.2亿元，占比公司营业利润总额的27%。专业物流的业务模式是根据客户的不同需求，为客户量身定制及覆盖整个价值链的一体化物流解决方案，主要包括合同物流、项目物流、化工物流和冷链物流等。长期来看，伴随中国产业转型和消费升级，以及“一带一路”的对外工程承包项目都将催生对专业物流服务的需求。相比传统的货代业务，专业物流的利润率将显著高于传统业务，伴随我国专业物流市场的发展和公司相应业务量的提升，公司整体盈利能力有望逐步提高。

跨境电商蓬勃发展，快递服务维持高增长；中外运敦豪投资收益显著

公司的快递业务主要涉及跨境电商领域，且发展势头强劲。自2016年下半年起，公司与菜鸟物流深度合作加大自营快递业务投入，业务迅速放量。2018年，公司完成快递业务货运量8,983万件，同比增长46.4%。另一方面，公司旗下的合资企业中外运敦豪从事国际航空货运及国际国内快递等业务，盈利能力强劲，为公司贡献显著的投资收益。2018年，来自中外运敦豪的投资收益为10.5亿元，占比公司归母净利润的38.9%。

首次覆盖，给予“增持”评级，目标价区间4.77-4.93元

我们对标海外综合物流服务商的PE估值，行业2019E PE估值在12.9x-20.6x之间。基于每家公司具体业务结构和盈利增速不同，估值有所差异。我们基于15.0x-15.5x 2019E PE估值（2019/2020/2021年EPS分别为0.32/0.36/0.40元），对应目标价区间4.77-4.93元，给予“增持”。

风险提示：1) 进出口贸易增长低于预期；2) 中美贸易摩擦加剧；3) “一带一路”政策推进不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	7,401
流通A股 (百万股)	1,352
52周内股价区间 (元)	4.05-7.02
总市值 (百万元)	32,342
总资产 (百万元)	61,109
每股净资产 (元)	3.65

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	73,158	77,312	78,709	85,326	93,573
+/-%	21.42	5.68	1.81	8.41	9.66
归属母公司净利润 (百万元)	2,304	2,704	2,353	2,651	2,947
+/-%	2.24	17.36	(13.00)	12.68	11.17
EPS (元, 最新摊薄)	0.31	0.37	0.32	0.36	0.40
PE (倍)	14.04	11.96	13.75	12.20	10.97

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点	4
全球领先海运代理商、中国最大货运代理企业，发展稳健	4
中国进口贸易占比稳步提升有助公司货代业务新增量	4
中国产业转型、消费升级，物流市场规模持续增长	4
中外运敦豪贡献显著投资收益	4
首次覆盖，给予“增持”评级，目标价区间 4.77-4.93 元	4
公司概况：领先综合物流服务商，未来发展可期	5
以货运代理业务为核心，积极开拓专业物流市场	5
土地资源丰富，服务网络完善	6
货运代理业务：行业龙头，服务网络覆盖全球主要贸易国家	8
国际海运出口代理业务贡献主要盈利	9
扩内需，进口贸易占比稳步提升助力公司业务新发展	10
专业物流业务：未来盈利增长的核心驱动	11
物流行业景气度同步宏观经济，物流业市场总收入持续增长	11
中国产业转型，有助进一步开拓国内专业物流市场	12
消费升级，进口需求带来专业物流市场新增量	13
“一带一路”政策推进项目物流业务的发展	14
仓储码头业务：高利润率，体现联动效应	15
其他业务：受益跨境电商，快递业务发展势头强劲	16
中外运敦豪投资收益贡献显著	18
盈利预测和估值	19
PE/PB – Bands	20
风险提示	20

图表目录

图表 1： 中国外运：股权结构（2019.6）	5
图表 2： 中国外运：各分部业务收入占比（2018）	6
图表 3： 中国外运：各分部业务营业利润占比（2018）	6
图表 4： 中国外运：各分部业务营业利润率（2018）	6
图表 5： 中国外运：国内土地资源分布（2018）	7
图表 6： 中国外运：海外服务网络分布（2018）	7
图表 7： 中国前 10 大货代物流企业：营业收入（2017）	8
图表 8： 中国外运：货代业务收入及增速	8
图表 9： 中国外运：货代业务营业利润及利润率	8
图表 10： 中国外运：货代业务营业收入构成（2018）	9
图表 11： 中国外运：货代业务分部利润构成（2018）	9
图表 12： 全球海运集装箱贸易量及各区域贸易量同比增速	9
图表 13： 中国外运：海运代理业务量各地区占比（2018）	9

图表 14: 中国外运: 海运代理业务量及增速	9
图表 15: 中国外运: 空运代理业务量及增速 (2018)	10
图表 16: 中国外运: 船舶代理业务量及增速 (2018)	10
图表 17: 中国进出口贸易额	10
图表 18: 中国进出口贸易总额增速	10
图表 19: 中国外运: 专业物流业务收入及增速	11
图表 20: 中国外运: 专业物流业务营业利润及利润率	11
图表 21: 中国外运: 专业物流业务营业收入构成 (2018)	11
图表 22: 中国外运: 专业物流业务营业利润构成占比 (2018)	11
图表 23: 全国物流业总费用及占 GDP 比重	12
图表 24: 全国物流业总费用分布 (2018)	12
图表 25: 中国物流业景气指数 (LPI) vs 中国制造业采购经理指数 (PMI)	12
图表 26: 中国冷链物流市场规模及增速	13
图表 27: 中国生鲜电商市场规模及增速	13
图表 28: 中国 GDP 增速分项	13
图表 29: 中国 GDP 增长贡献率 (2018)	13
图表 30: 中国社会消费零售总额及增速	13
图表 31: 中国社会消费零售总额构成 (2018)	13
图表 32: 一带一路贸易额指数	14
图表 33: 中国外运: 仓储码头业务营业收入及增速	15
图表 34: 中国外运: 仓储码头业务营业利润及利润率	15
图表 35: 中国外运: 仓储码头业务营业收入占比	15
图表 36: 中国外运: 仓储码头业务营业利润占比	15
图表 37: 中国保税仓库进出境货物金额与增速	15
图表 38: 中国仓储指数	15
图表 39: 中国外运: 其他业务收入及增速	16
图表 40: 中国外运: 其他业务营业利润及利润率	16
图表 41: 中国外运: 其他业务营业收入构成 (2018)	16
图表 42: 中国外运: 其他业务分部利润构成 (2018)	16
图表 43: 中国外运: 快递件量及增速	17
图表 44: 中国跨境快递业务量及增速	17
图表 45: 中国跨境电商市场交易规模及增速	17
图表 46: 中国跨境电商进出口交易规模占比	17
图表 47: 来自中外运敦豪的投资收益及增速	18
图表 48: 中外运敦豪贡献中国外运净利润占比	18
图表 49: 中国外运: 核心盈利假设	19
图表 50: 可比公司估值表	20
图表 51: 中国外运历史 PE-Bands	20
图表 52: 中国外运历史 PB-Bands	20

投资要点

全球领先海运代理商、中国最大货运代理企业，发展稳健

中国外运是世界领先的海运代理商，是中国最大的货运代理公司。公司海外网络覆盖超过 30 余个国家和地区，拥有超过 60 余家的自有机构。利用遍布全球的服务网络，公司可提供中国与全球 200 多个国家及地区之间门到门和全程供应链物流服务。

中国进口贸易占比稳步提升有助公司货代业务新增量

公司约 80% 货运代理收入来自出口业务。截止 2018 年，公司在亚洲、欧洲和美洲市场的货量比重分别为 47%、18% 和 16%。因此，公司的货代业务经营情况和全球宏观经济及我国进出口贸易高度相关。伴随我国产业转型及贸易结构调整，自 2016 年起，中国进口货运量增速持续高于出口货运量增速。中国进口贸易占比逐步提升，将有助于公司进口货运代理业务的发展。我们预计公司 2019/2020/2021 年货代业务收入增速分别为 5.9%/9.0%/10.0%，主要受进出口贸易货量提升和集装箱海运运费增长驱动；营业利润分别为 13.7/15.0/16.5 亿元。

中国产业转型、消费升级，物流市场规模持续增长

物流市场规模和国民经济活动呈现高同步性。从国民经济活动的要素看，投资、消费、进出口均离不开物流环节。投资涉及原材料和工业品物流，消费和进出口涉及商品的终端物流，从而形成制造到消费的物流链。我们认为专业物流业务将成为公司未来发展的核心驱动。长期来看，中国产业转型和消费升级催生高标准货物运输需求，高端物流业务有望进一步提升公司盈利能力，提高毛利率。我们预计公司 2019/2020/2021 年专业物流业务收入增速分别为 -2.7%/7.0%/9.0%，今年收入同比下降主要受中美贸易摩擦不确定性影响，公司服务的客户部分项目进度放缓或暂停；2019/2020/2021 年营业利润分别为 8.7/9.3/10.1 亿元。中长期看，伴随中国物流市场规模增长，公司专业物流业务有望持续发展。

中外运敦豪贡献显著投资收益

公司与 DHL 合资组建的中外运敦豪国际航空快件有限公司，为公司贡献持续稳健的投资收益。2016-2018 年，来自中外运敦豪投资收益占比中国外运归母净利润的 35.7%/38.8%/38.9%。依托 DHL 集团的国际物流网络，中外运敦豪在中国跨境航空快件市场具备较强竞争优势，其自身盈利有望维持高速增长。我们预期 2019/2020/2021 年来自中外运敦豪的投资收益分别为 10.0/11.0/12.4 亿元。

首次覆盖，给予“增持”评级，目标价区间 4.77-4.93 元

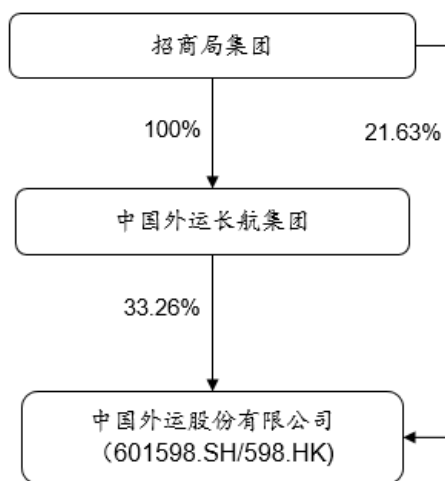
我们预测公司 2019/2020/2021 年营业收入分别为 787.1/853.3/935.7 亿元，同比分别增长 1.8%/8.4%/9.7%；归母净利润分别为 23.5/26.5/29.5 亿元，同比分别增长 -13.0%/12.7%/11.2%。2019 年归母净利润出现下滑主要因上年同期出售路凯国际股权，获得一次性处置收益。扣除非经常性损益和非经营性利润后，2018 年公司核心归母净利润为 11.1 亿元，我们预测 2019/2020/2021 年公司核心归母净利润分别为 15.0/17.2/20.3 亿元，同比增长 36%/15%/18%。2019 年核心净利润大幅增长主因公司今年年初完成对外运发展的股权收购，股权占比由上年的 60.95% 提升至 100%。我们基于 15.0x-15.5x 2019E PE 估值，对应目标价 4.77-4.93 元，给予“增持”评级。

公司概况：领先综合物流服务商，未来发展可期

中国外运股份有限公司（中国外运）是中国具有领先地位的综合物流服务企业。公司隶属中国外运长航集团。2015 年 12 月，经国资委报经国务院批准决定后，中国外运长航集团与招商局集团实施战略重组。中国外运长航集团以无偿划转的方式整体并入招商局集团，成为其全资子公司，而公司也因此成为招商局集团的上市附属公司。

中国外运主营业务包括货运代理、专业物流、仓储码头服务和供应链管理等。公司发展集中于发展迅速的中国沿海地区和战略性地区，并拥有广泛而全面的国内服务网络和海外网络，提供全球物流服务。截止 2019 年 6 月，公司海外网络覆盖超过 30 余个国家和地区，拥有超过 60 余家的自有机机构。公司于 2003 年 2 月在香港联交所上市；2019 年 1 月，公司通过换股吸收合并其 A 股上市子公司外运发展后，成功在上海证券交易所上市。至此，中国外运成为同时在上海和香港两地上市的公司。

图表1： 中国外运：股权结构（2019.6）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

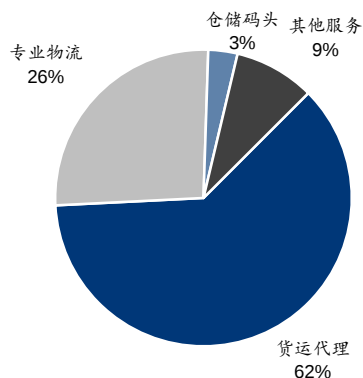
以货运代理业务为核心，积极开拓专业物流市场

2018 年，公司实现营业收入 773 亿元，同比增长 5.7%；实现归母净利润 27 亿元，同比增长 17.4%。按分部业务看，货运代理业务占比最大，2018 年占比公司营业收入的 62%；其次是专业物流业务，占比营业收入的 26%；仓储码头和其他服务（托盘业务和快递服务等）业务分别占比公司营业收入的 3%和 9%。

盈利贡献方面，2018 年货运代理业务实现营业利润 11.1 亿元，占比公司营业利润的 44%；专业物流业务录得营业利润 7.0 亿元，贡献公司营业利润的 27%；仓储码头和其他服务分部实现营业利润 3.8 亿和 3.7 亿元，占比分别为 15%和 14%。

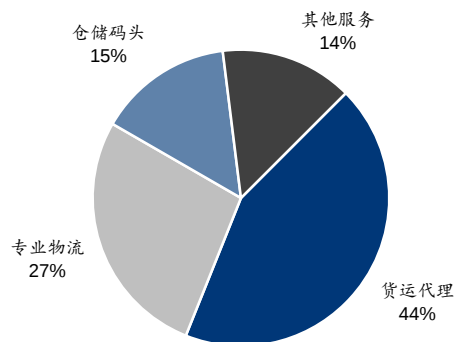
盈利能力方面，公司各业务板块差异较大。货运代理作为传统物流中介服务，行业准入门槛和议价能力低，2018 年营业利润率仅为 2.4%；公司的专业物流业务由于还处于前期培育市场和投入阶段，营业利润率为 3.6%；仓储码头业务营业利润率和行业平均水平相当，2018 年为 16.6%；其他服务利润率最高为 58.0%，主要受益托盘和快递业务的推动。

图表2： 中国外运：各分部业务收入占比（2018）



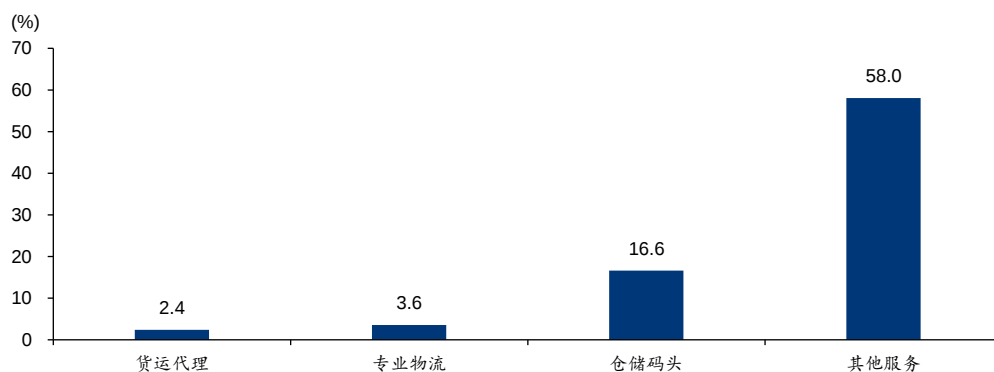
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 中国外运：各分部业务营业利润占比（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 中国外运：各分部业务营业利润率（2018）

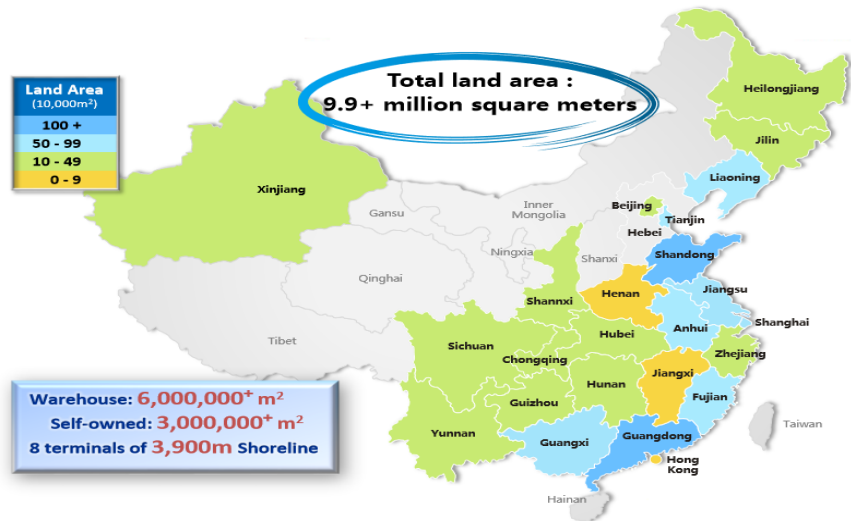


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

土地资源丰富，服务网络完善

作为综合物流服务企业，公司在国内外拥有超过 1,200 万平方米的土地，运营仓库面积超过 600 万平方米（其中一半以上为自有仓库）及 8 个内河码头、约 3,900 米岸线资源。凭借完善的服务网络资源以及综合物流服务模式与专业能力，中国外运为客户提供全方位的综合物流服务，并在市场竞争中居于领先地位。

图表5： 中国外运：国内土地资源分布（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 中国外运：海外服务网络分布（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

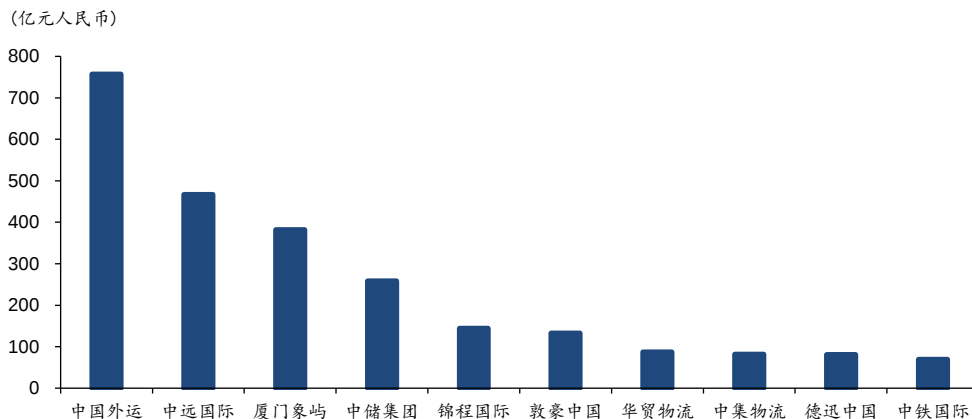
货运代理业务：行业龙头，服务网络覆盖全球主要贸易国家

中国外运货运代理业务主要包括海运代理、空运代理和船舶代理。公司是世界领先的海运代理服务商之一，是中国最大的货运代理公司，年处理海运集装箱量达 1,000 多万标准箱。利用遍布全球的服务网络，公司能提供从中国各主要口岸到全球主要贸易国家和地区的全程供应链物流服务。同时，中国外运可提供中国与全球 200 多个国家及地区之间门到门服务，建立了以北京、上海、广州、成都、郑州及香港六大口岸为核心的全国统一航空作业平台。

中国外运还是中国领先的船舶代理服务公司，在中国沿海、沿江 70 多家口岸设有分支机构。并在香港、日本、韩国、新加坡、英国、德国、泰国等地设立代表处，为船公司客户提供船舶进出港、订舱、单证、船舶供应及其他船舶在港相关业务等服务。

中国外运在国内货代业务市场享有龙头地位。营业收入规模大幅超出其他货代物流企业。根据中国国际货运代理协会的数据，截止 2017 年，中国外运实现营业收入 773 亿人民币，而其余中国货代物流企业的营业收入规模均低于 500 亿人民币。

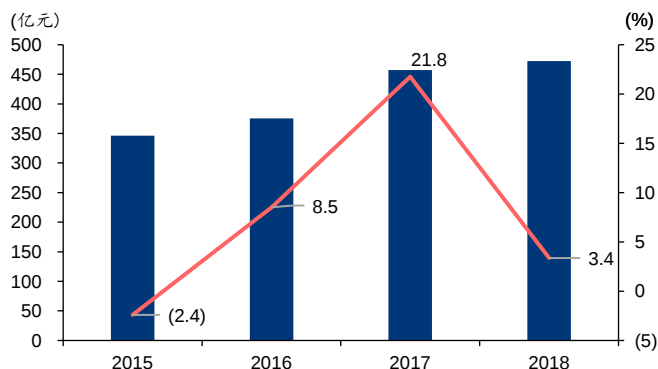
图表7：中国前 10 大货代物流企业：营业收入（2017）



资料来源：中国国际货运代理协会，华泰证券研究所

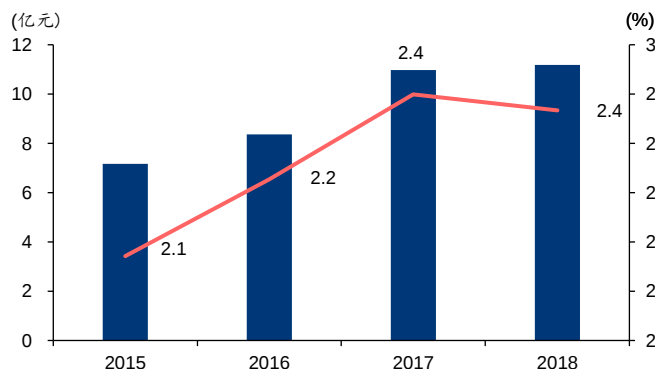
货运代理是中国外运最主要的传统业务。2018 全年，公司货代业务实现营业收入 473 亿元，同比增长 3.4%；贡献营业利润 11.2 亿元，同比增长 2.0%；营业利润率 2.4%，较上年同期下降 0.03 个百分点。

图表8：中国外运：货代业务收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：中国外运：货代业务营业利润及利润率

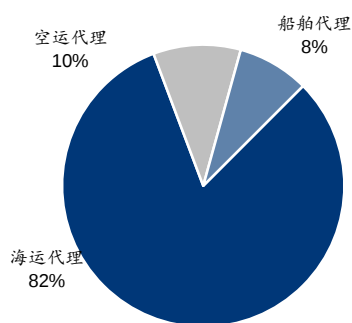


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国际海运出口代理业务贡献主要盈利

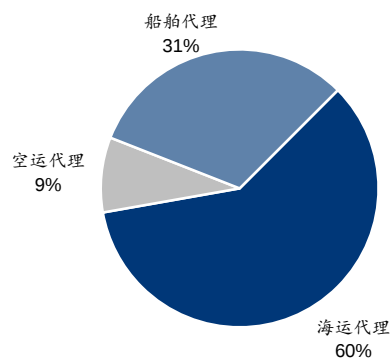
截止 2018 年，公司货代业务营收构成上，海运代理、空运代理、船务代理分别占货代收入的 82%、10%和 8%；利润贡献方面，海运代理、空运代理、船务代理分别贡献货代业务利润的 60%、9%和 31%。

图表10： 中国外运：货代业务营业收入构成（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

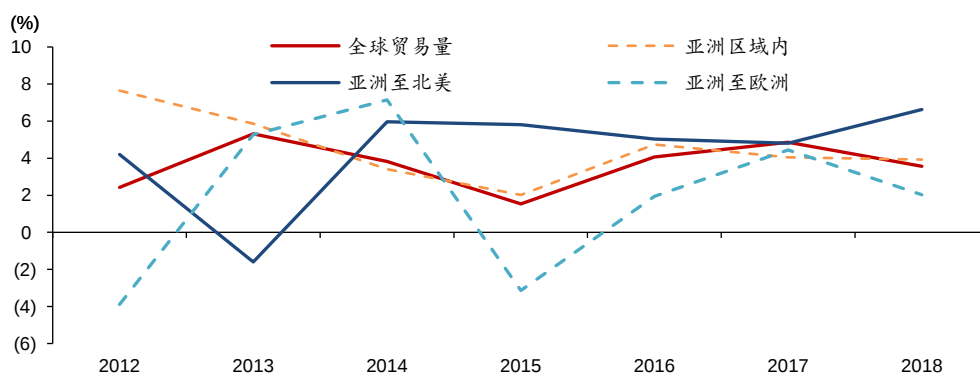
图表11： 中国外运：货代业务分部利润构成（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

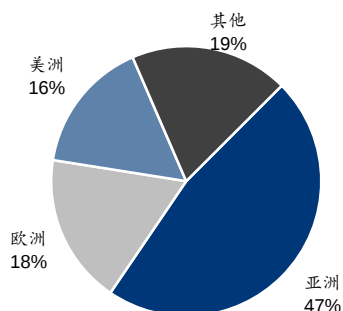
公司约 80% 货运代理收入来自出口业务，因此公司货代业务的经营情况和全球宏观经济及海运集装箱货运需求量有高度相关性。2018 年，全球海运集装箱量同比增长 3.6%，较上年同期下降 1.3 个百分点；公司海运代理业务完成集装箱量 1,304 万标准箱，同比增长 11.6%，较上年同期下降 2.3 个百分点。其中，公司在亚洲、欧洲和美洲市场的货量比重分别为 47%、18%和 16%。

图表12： 全球海运集装箱贸易量及各区域贸易量同比增速



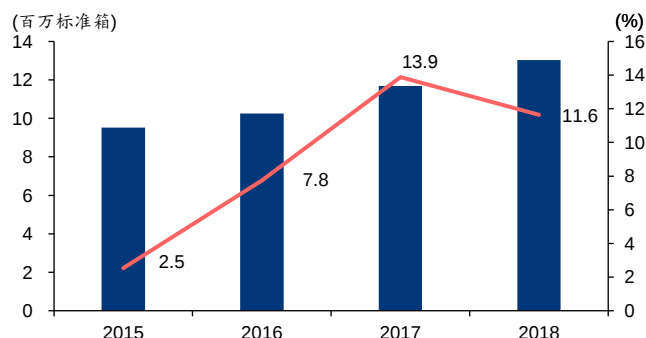
资料来源：CTS，华泰证券研究所

图表13： 中国外运：海运代理业务量各地区占比（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

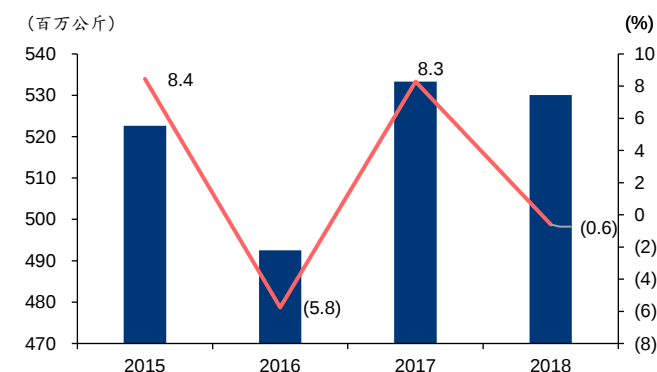
图表14： 中国外运：海运代理业务量及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

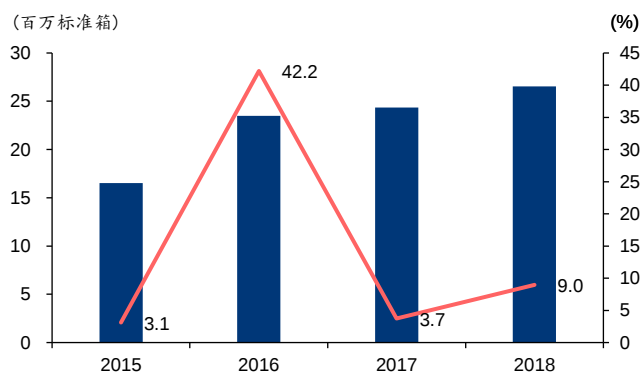
其他代理业务方面，2018 年全年公司完成空运代理业务量 5.3 亿公斤，同比下降 0.6%；完成船务代理业务 2,655 万标准集装箱，同比上涨 9.0%。

图表15： 中国外运：空运代理业务量及增速（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16： 中国外运：船舶代理业务量及增速（2018）

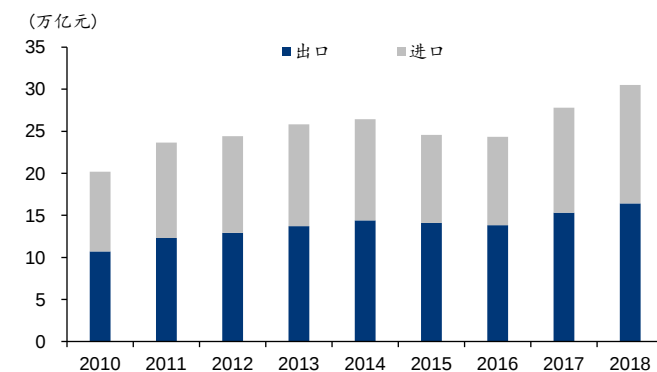


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

扩内需，进口贸易占比稳步提升助力公司业务新发展

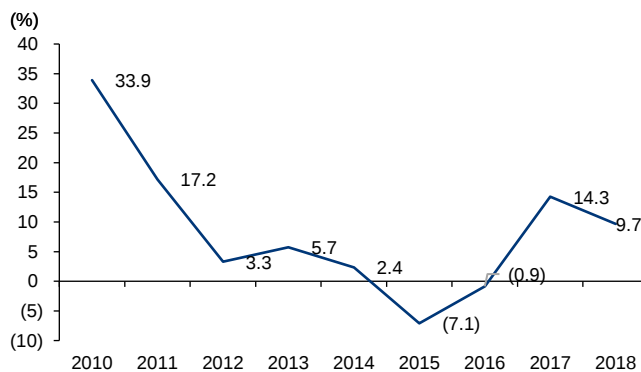
对于中国出口的商品，由于国际货物通常以 FOB 条款成交，因此国外买方有权决定运输方，其偏向于选择外资运输公司。相反，中国作为进口方会在贸易中倾向选择中资物流方。因此，我国进口贸易的逐步提升将有助于中国货代企业在进口业务方面的货量增加。根据海关总署数据，自 2016 年起，中国进口货运量增速持续高于出口货运量增速，公司进口类货运代理业务量有望逐步提升。2018 年，我国进出口金额共计 30.5 万亿人民币，同比增长 9.7%。其中，出口金额 16.4 万亿人民币，同比增长 7.1%；进口金额 14.1 万亿人民币，同比增长 12.9%。进口需求稳步提升，将有助于公司进口货运代理业务的发展。

图表17： 中国进出口贸易额



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表18： 中国进出口贸易总额增速



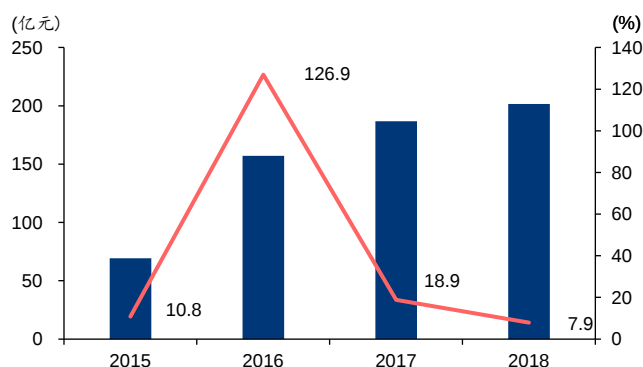
资料来源：海关总署，华泰证券研究所

专业物流业务：未来盈利增长的核心驱动

专业物流业务是公司第二大业务，其业务模式是根据客户的不同需求，为客户量身定制及覆盖整个价值链的一体化物流解决方案。主要服务包括合同物流、项目物流、化工物流和冷链物流。2018 年，公司专业物流业务实现营业收入 201 亿元，同比增长 7.9%；贡献营业利润 7.2 亿元，同比增长 16.6%；实现营业利润率 3.6%，较上年提高 0.3 个百分点。

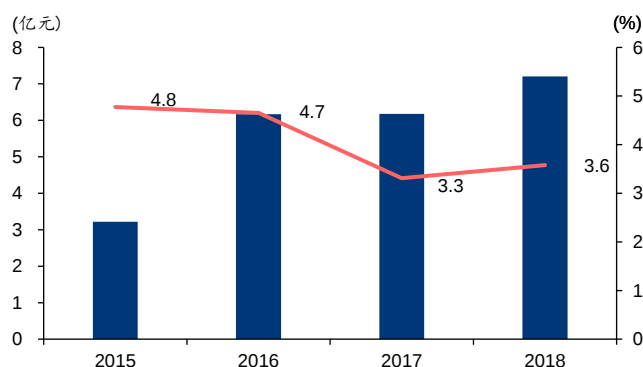
细分业务构成上，合同物流、项目物流、化工物流和冷链物流分别占专业物流业务收入的 72%、18%、8%和 2%；分部利润上，合同物流、项目物流和化工物流分别贡献分部利润的 72%、21%、和 10%，冷链物流业务仍处于亏损状态。

图表19： 中国外运：专业物流业务收入及增速



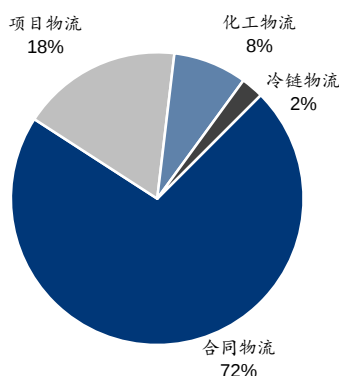
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20： 中国外运：专业物流业务营业利润及利润率



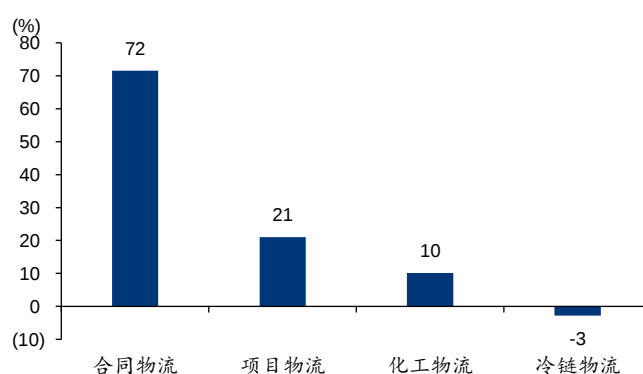
资料来源：公司公告，wind，华泰证券研究所

图表21： 中国外运：专业物流业务营业收入构成（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22： 中国外运：专业物流业务营业利润构成占比（2018）

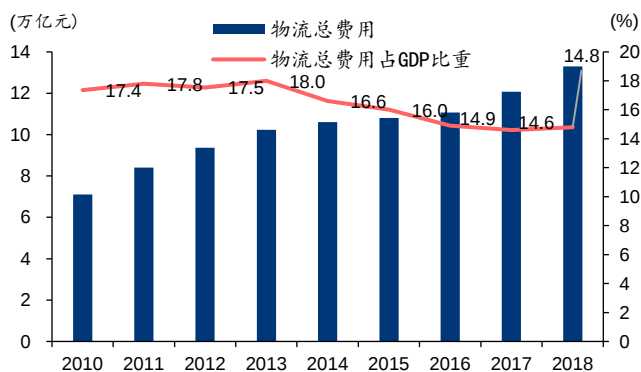


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

物流行业景气度同步宏观经济，物流业市场总收入持续增长

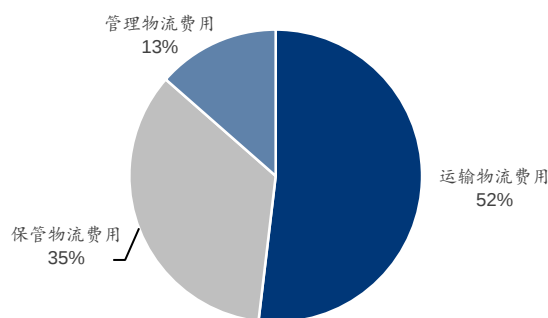
中国货物运输量增速与 GDP 增速呈现高同步性。从国民经济活动的要素看，投资、消费、进出口均离不开物流环节。投资涉及原材料和工业品物流，消费和进出口涉及商品的终端物流，从而形成制造到消费的物流链，因此物流行业景气度是宏观经济景气度的同步指标。截止 2018 年，全国物流业总费用共计 13.3 万亿元，同比增长 10.1%，占比 GDP 总值的 14.8%。分细分领域看，运输物流费用占比最高，约占社会总物流成本的 52%；保管费用和管理费用分别占比 35%和 13%。物流业主要服务于制造业，中国物流业景气指数（LPI）与中国制造业采购经理人指数（PMI）走势基本一致。

图表23: 全国物流业总费用及占 GDP 比重



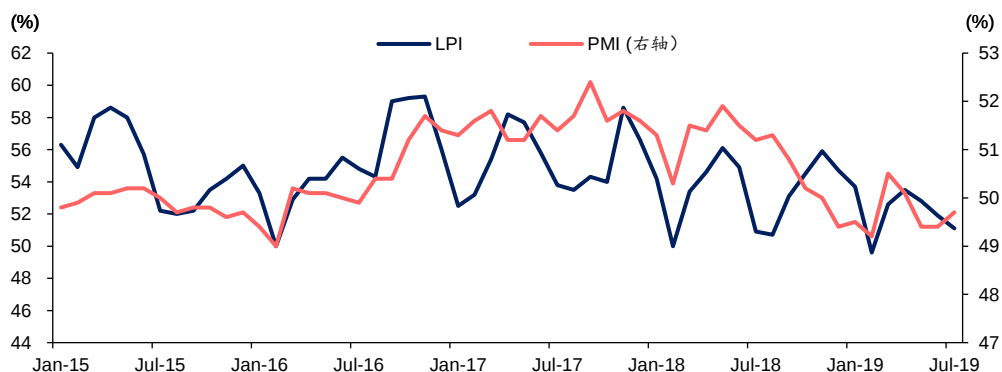
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表24: 全国物流业总费用分布 (2018)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表25: 中国物流业景气指数 (LPI) vs 中国制造业采购经理指数 (PMI)



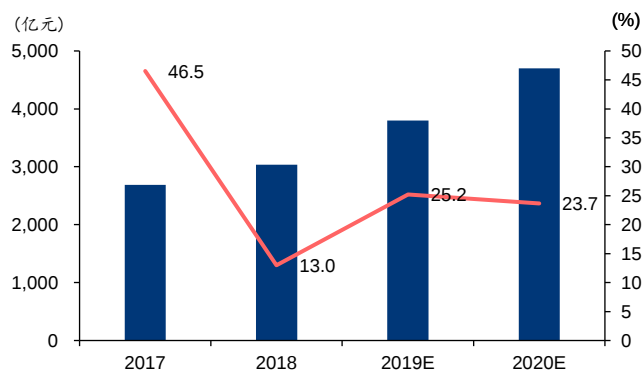
资料来源: 中国物流与采购联合会, 国家统计局, 华泰证券研究所

中国产业转型, 有助进一步开拓国内专业物流市场

公司积极推进, 从专业物流业务入手, 提升价值链整合能力, 形成 B2B2C 的解决方案能力。公司的合同物流业务为客户提供定制化的全程物流服务, 主要面向快速消费品、汽车及零配件、电子产品、国际采购及医疗健康等客户, 基于长期的合作协议, 为客户提供包含采购物流、生产物流、销售物流和逆向物流等在内的供应链管理服务。受益于公司在全国的广泛物流中心资源, 中国外运建立了覆盖全国主要经济区域的合同物流服务体系, 能够为客户提供全方位、一站式的合同物流服务。

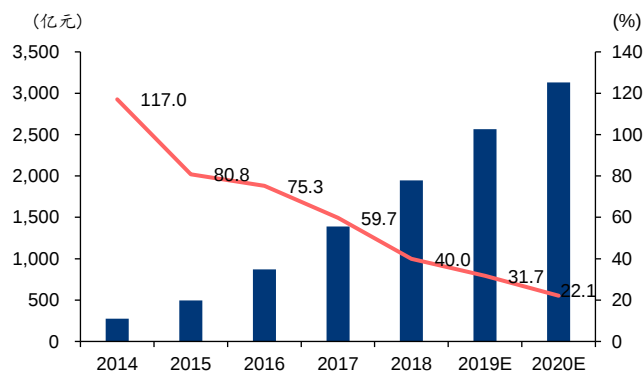
长期来看, 中国产业转型和消费升级催生高标准货物运输需求, 高端物流业务有望进一步提升公司盈利能力, 提高毛利率。其中, 冷链物流对硬件和管理要求较高, 利润率也显著高于传统物流业务。根据中商产业研究院预测, 2020 年我国冷链市场物流市场规模有望达到 4,700 亿元。冷链物流需求主要来自农产品、医药、餐饮、快消品等。其中, 消费升级带动对生鲜食品需求的快速增长。根据艾瑞咨询预测, 2020 年电商生鲜交易规模将达 3,132 亿元, 2018-2020 年年复合增速为 27%。公司冷链物流业务仍处于初期起步阶段, 具备较大增长空间。

图表26: 中国冷链物流市场规模及增速



资料来源: 中商产业研究院, 华泰证券研究所

图表27: 中国生鲜电商市场规模及增速



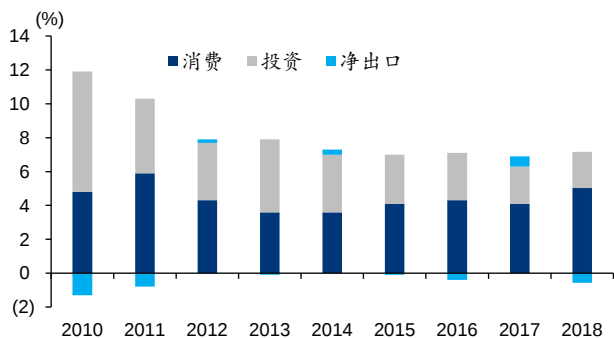
资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

消费升级, 进口需求带来专业物流市场新增量

消费已成为中国 GDP 增长第一大分项。截止 2018 年, 消费为中国 GDP 增长贡献 5%, 占比 76%; 社会消费品零售总额实现 38.1 万亿元, 同比增长 6.9%, 其中 89% 由商品零售构成。新生消费力量体现在网购商品, 截止 2018 年, 实物商品网购零售额占社会消费品零售总额比重达 18.4%; 根据中国电子商务研究中心数据, 中国网购人数已达 5.6 亿人。

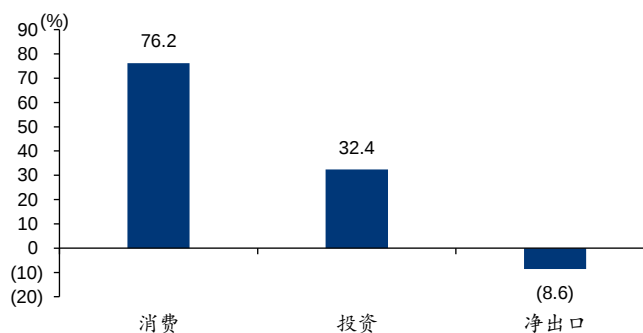
居民财富积累形成规模, 为消费升级提供条件。根据国家统计局数据, 截止 2018 年, 中国城镇居民人均可支配收入中位数达 3.6 万元, 同比增长 7.6%, 高于 GDP 增速; 中国高净值人群数量突破 197 万人, 其可投资资产规模超过 61 万亿元。迅速膨胀的消费主力有望增加高品质的进口商品消费, 刺激进口物流需求。

图表28: 中国 GDP 增速分项



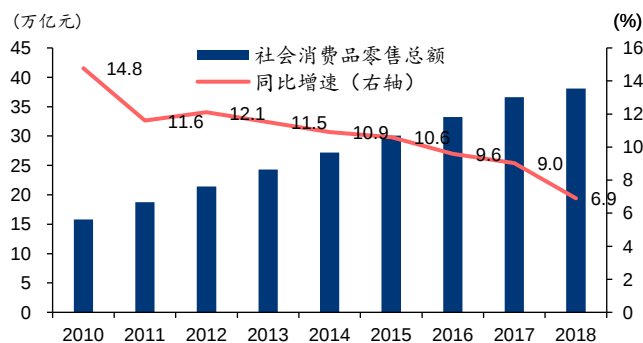
资料来源: 国家统计局, wind, 华泰证券研究所

图表29: 中国 GDP 增长贡献率 (2018)



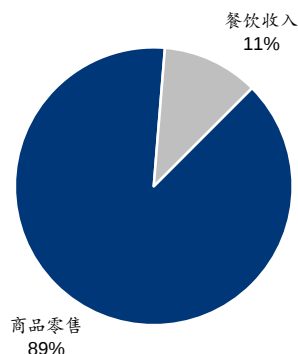
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表30: 中国社会消费品零售总额及增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表31: 中国社会消费品零售总额构成 (2018)

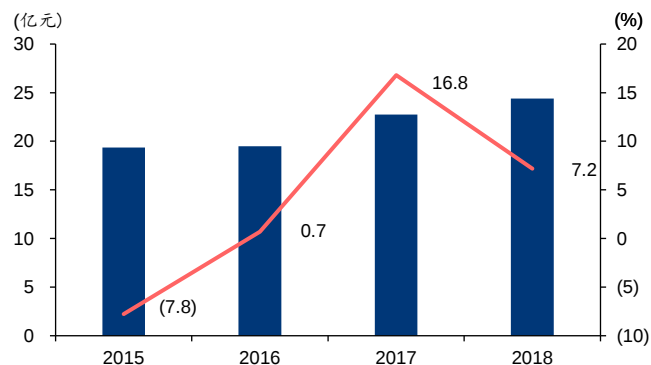


资料来源: 国家统计局, wind, 华泰证券研究所

仓储码头业务：高利润率，体现联动效应

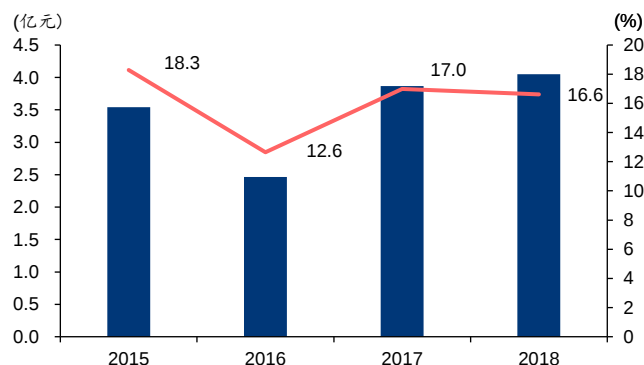
中国外运拥有丰富的码头和集装箱场站资源，为客户提供货物储存及相关服务。2018 年，公司仓储码头业务实现营业收入 24.4 亿元，同比增长 7.2%；实现营业利润 4.1 亿元，同比增长 4.6%；营业利润率 16.6%，较上年下降 0.4 个百分点。其中仓储服务和码头服务在营业收入占比分别为 69%和 31%，贡献分部利润分别为 54%和 46%。

图表33： 中国外运：仓储码头业务营业收入及增速



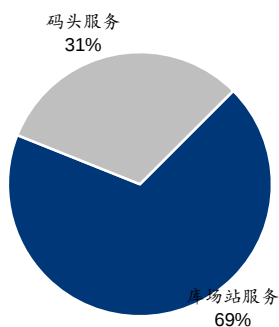
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表34： 中国外运：仓储码头业务营业利润及利润率



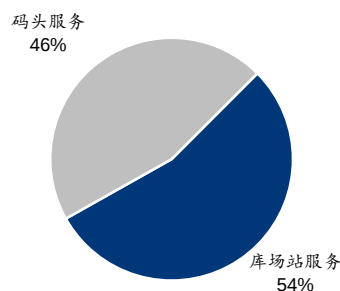
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35： 中国外运：仓储码头业务营业收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

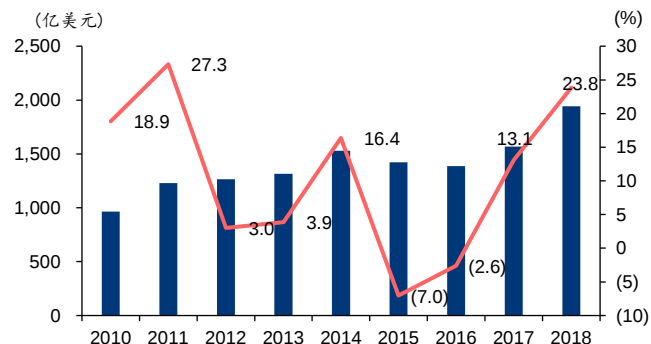
图表36： 中国外运：仓储码头业务营业利润占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

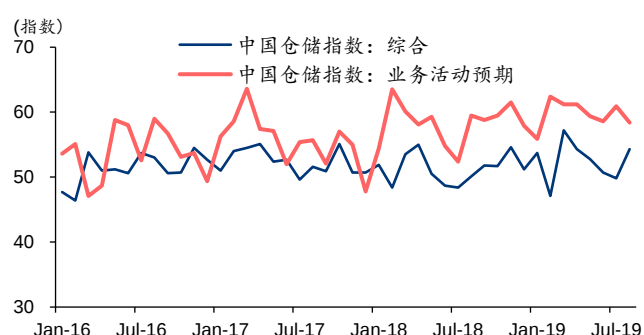
中国外运仓储码头业务的主要客户是船公司、货代和货主，其业务经营情况与宏观经济、进出口贸易高度相关，同时与公司自身的货代业务和专业物流业务相联动。根据海关总署数据，2018 年全国保税仓库进出境货物总金额共计 1,941 亿美元，同比上涨 23.8%，仓储需求向好。截止 2019 年 8 月，中国仓储综合指数为 54.3 点，较年初提升 0.6 点。

图表37： 中国保税仓库进出境货物金额与增速



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表38： 中国仓储指数

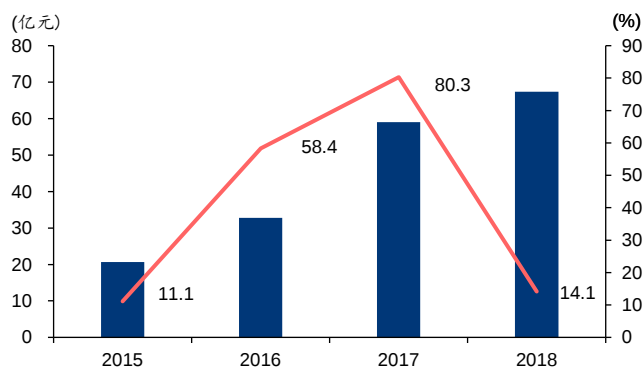


资料来源：中国物流与采购联合会，华泰证券研究所

其他业务：受益跨境电商，快递业务发展势头强劲

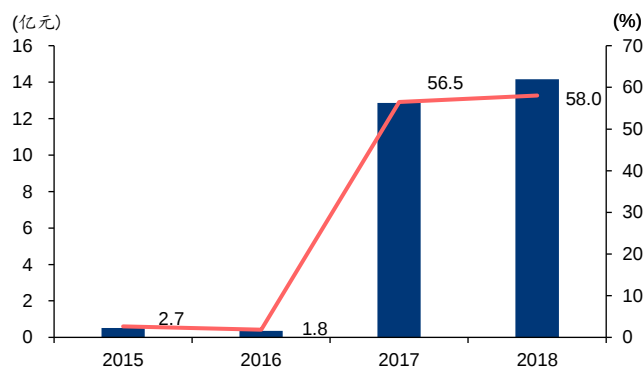
中国外运的其他业务板块主要包括物流设备租赁、船舶承运、汽车运输和快递服务等。2018 年，公司其他业务板块实现营业收入 67.4 亿元，同比增长 14.1%；营业利润 14.2 亿元，同比增长 10.2%；营业利润率 58.0%，较上年下降 1.6 个百分点。

图表39： 中国外运：其他业务收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

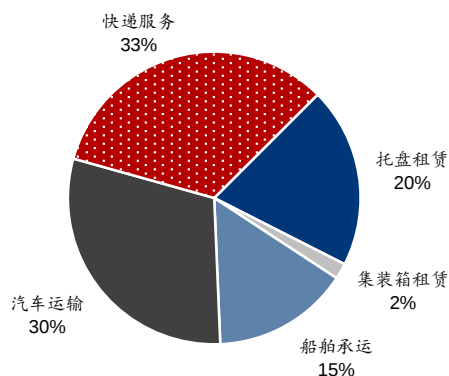
图表40： 中国外运：其他业务营业利润及利润率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

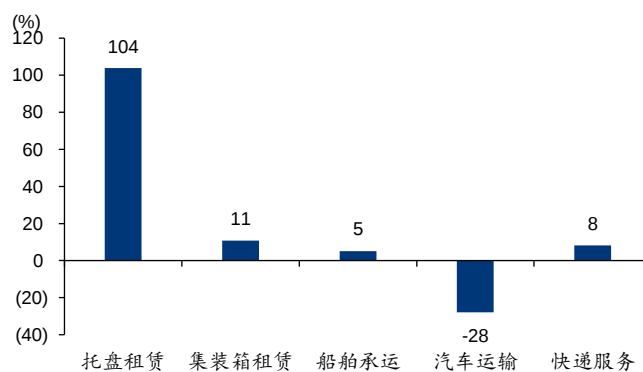
具体业务构成方面，2018 年快递服务、汽车运输、托盘租赁、船舶承运和集装箱租赁分别占分部营业收入的 33%、30%、20%、15%和 2%。利润贡献方面，托盘业务贡献分部利润占比高达 104%，汽车运输则录得净亏损。2018 年下半年，公司出售了部分路凯国际股权（托盘租赁业务），自 2019 年起，托盘租赁业务不再进行并表，改由权益法核算长期股权投资。

图表41： 中国外运：其他业务营业收入构成（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

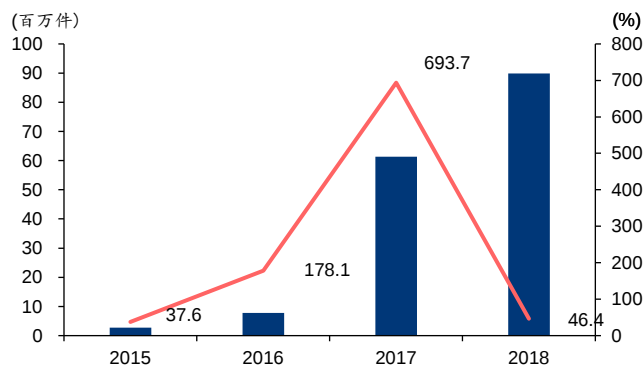
图表42： 中国外运：其他业务分部利润构成（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

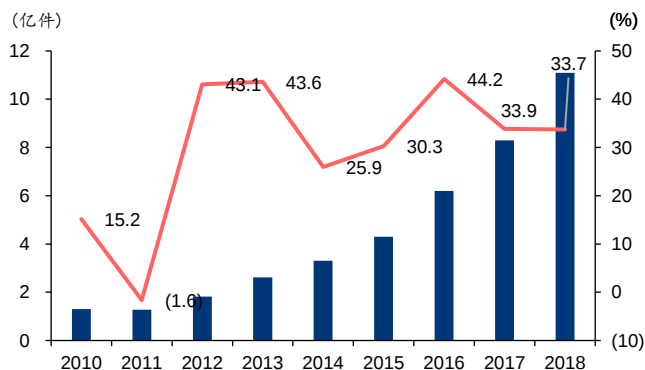
公司的快递业务主要涉及跨境电商领域，且发展势头强劲。自 2016 年下半年起，公司与菜鸟物流深度合作加大自营快递业务投入，利用公司已有的全球物流网络资源，并采用低价策略抢占市场份额，业务迅速放量。2018 年，公司完成快递业务货运量 8,983 万件，同比增长 46.4%。

图表43: 中国外运: 快递件量及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

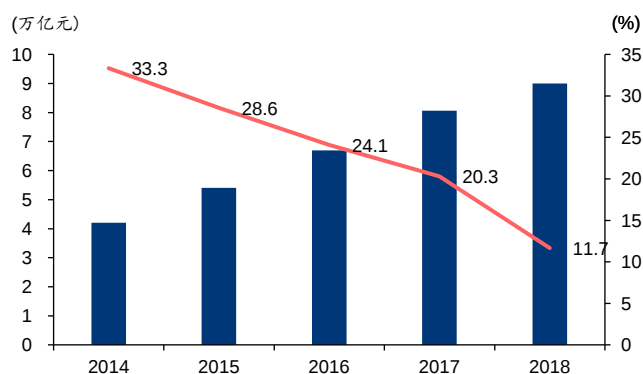
图表44: 中国跨境快递业务量及增速



资料来源: 国家邮政局, 华泰证券研究所

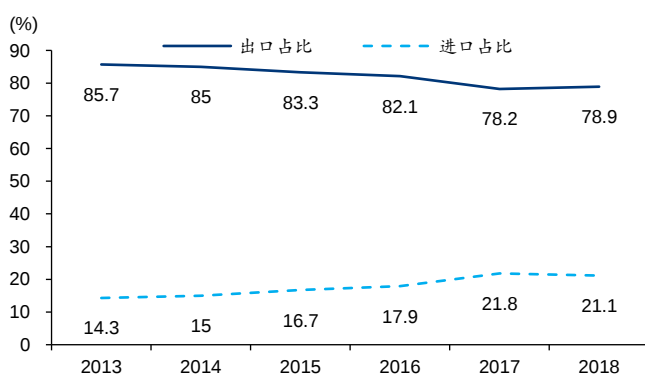
我们认为公司跨境快递业务将持续受益旺盛的跨境电商消费需求。根据中国电子商务研究中心数据, 截止 2018 年, 中国跨境电商市场规模已达 9.0 万亿人民币, 同比增长 11.7%; 中国跨境规模以上快递业务量共计 11.1 亿件, 同比增长 33.7%。从交易结构上看, 跨境电商 B2C 和进口规模比重均逐年扩大, 预示国内消费需求旺盛。其中, 跨境电商进口交易规模占比由 2013 年的 14.3% 扩大至 2018 年的 21.1%。

图表45: 中国跨境电商市场交易规模及增速



资料来源: 中国电子商务研究中心, 华泰证券研究所

图表46: 中国跨境电商进出口交易规模占比

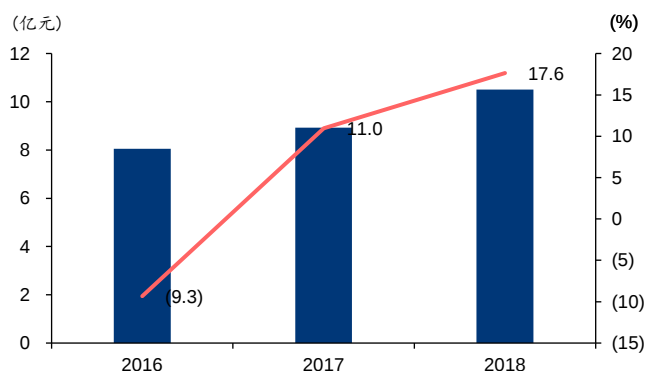


资料来源: 国家邮政局, 华泰证券研究所

中外运敦豪投资收益贡献显著

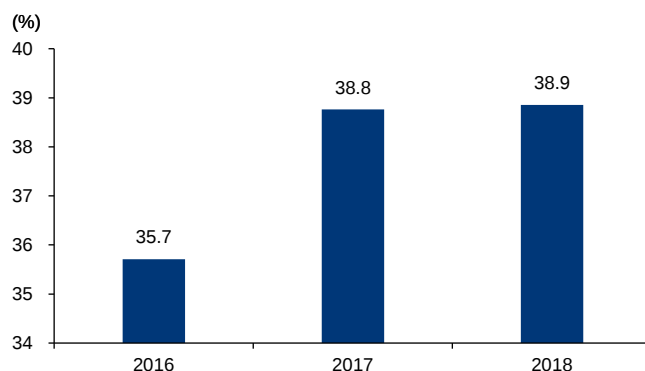
针对国内快递市场，政府严格限制外商独立从事国内快递经营业务，因此 DHL 和中国外运全资子公司外运发展于 1986 年各出资 50%，组建合营企业中外运敦豪国际航空快件有限公司，国际快递业务由外资公司处理，而国内快递则由中方公司负责。中外运敦豪主营国际航空货运及国际国内快递等业务。2011 年，DHL 与中国外运续签合作协议，保留中外运敦豪合资企业 25 年。目前中外运敦豪已覆盖全国 390 个城市，国际快递服务可达 131 个主要城市，每周使用超过 500 架次商业航班和专机。依托 DHL 集团的国际物流网络，中外运敦豪在中国跨境航空快件市场具备较强竞争优势，其自身盈利有望维持高速增长，每年为公司贡献稳定投资收益。2018 年全年，中外运敦豪实现营业收入 127 亿元，同比增长 6.6%；归母净利润 21.0 亿元，同比增长 17.6%；净利润率为 16.5%，较上年上涨 0.5 个百分点，盈利能力强劲。基于权益法核算长期股权投资，2018 年全年中外运敦豪贡献公司投资收益 10.5 亿元，同比增长 17.6%，占公司归母净利润的 38.9%。

图表47：来自中外运敦豪的投资收益及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表48：中外运敦豪贡献中国外运净利润占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测和估值

我们预测公司 2019/2020/2021 年货运代理分部收入分别为 500.3/545.4/600.0 亿元, 同比增长 5.9%/9.0%/10.0%, 收入稳步增长主要受益中国进出口贸易量的提升, 特别是中国进出口贸易量占比的提升, 有利中资物流公司的业务量和议价能力。我们预测货运代理业务毛利率相对稳定, 2019/2020/2021 年分别为 4.8%/5.0%/5.2%。

专业物流分部, 今年以来, 受中美贸易不确定性影响, 公司专业物流业务的部分客户项目延期或是暂停, 我们预期 2019 年专业物流营业收入同比下滑 2.7% 至 196 亿元; 2020/2021 年预期项目恢复正常, 收入增速分别为 7.0% 和 9.0%。专业物流业务相比传统货代业务, 利润率较高。我们预计公司 2019/2020/2021 年专业物流业务毛利率分别为 8.2%/8.3%/8.4%。

公司仓储码头业务相对稳定, 今年受中美贸易摩擦影响, 预计仓储码头业务收入同比下降 4.1% 至 23.4 亿元, 2020/2021 年有望逐步修复, 收入增速分别为 6.0% 和 7.0%。其他服务分部方面, 我们预计公司 2019 年其他业务分部收入为 60.1 亿元, 同比下降 9.5%, 主因 2018 年公司处置了部分托盘租赁业务的股权, 自今年起, 此部分业务不并表。2020/2021 年, 我们预计其他服务分部收入增速分别为 9.0% 和 10.0%, 保持较快增长。另一方面, 依托 DHL 集团的国际物流网络, 中外运敦豪在中国跨境航空快件市场具备较强竞争优势, 其自身盈利有望维持高速增长。我们预期 2019/2020/2021 年来自中外运敦豪的投资收益分别为 10.0/11.0/12.4 亿元。

总体, 我们预测公司 2019/2020/2021 年营业收入分别为 787.1/853.3/935.7 亿元, 同比增长 1.8%/8.4%/9.7%; 归母净利润为 23.5/26.5/29.5 亿元, 同比增长 -13.0%/12.7%/11.2%。2019 年归母净利润出现下滑主要因上年同期出售路凯国际股权, 获得一次性处置收益。扣除非经常性损益和非经营性利润后, 2018 年公司核心归母净利润为 11.1 亿元。我们预测 2019/2020/2021 年公司核心归母净利润分别为 15.0/17.2/20.3 亿元, 同比增长 36%/15%/18%。2019 年核心净利润大幅增长主因公司今年年初完成对外运发展的股权收购, 股权占比由上年的 60.95% 提升至 100%。

图表49： 中国外运：核心盈利假设

货运代理	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	45,719	47,255	50,034	54,537	59,991
yoy%	21.8	3.4	5.9	9.0	10.0
毛利率 (%)	5.2	4.9	4.8	5.0	5.2
专业物流					
营业收入	18,669	20,149	19,600	20,972	22,860
yoy%	18.9	7.9	(2.7)	7.0	9.0
毛利率 (%)	8.5	7.7	8.2	8.3	8.4
仓储码头					
营业收入	2,276	2,440	2,341	2,481	2,655
yoy%	16.8	7.2	(4.1)	6.0	7.0
毛利率 (%)	26.8	27.7	30.5	30.5	30.5
其他服务					
营业收入	5,903	6,736	6,098	6,647	7,311
yoy%	80.3	14.1	(9.5)	9.0	10.0
毛利率 (%)	14.3	12.9	4.1	4.2	4.3
中外运敦豪 (投资收益)	893	1,051	995	1,095	1,237
yoy%	11.0	17.6	(5.3)	10.0	13.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

*营业收入单位为百万人民币

由于国内上市公司中，未有和中国外运业务类型和规模可比的公司，我们对标海外综合物流服务公司的 PE 估值，行业 2019E PE 估值在 12.9x-20.6x 之间。基于每家公司具体业务结构和盈利增速不同，估值有所差异。我们基于 15.0x-15.5x 2019E PE 估值（2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.32/0.36/0.40 元，盈利增速分别为 -13.0%/12.7%/11.2%；扣除非经常性和非经营性损益，公司核心盈利增速分别为 36%/15%/18%），对应目标价区间 4.77-4.93 元，给予“增持”评级。

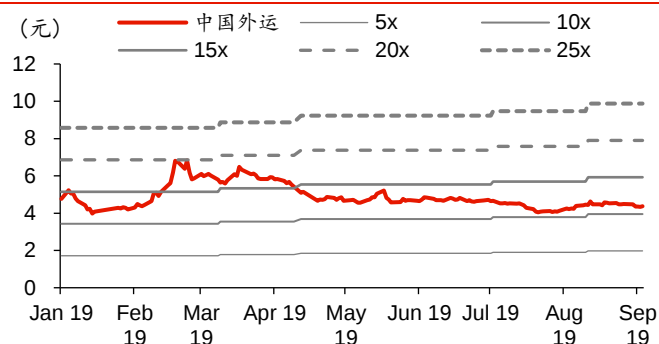
图表50：可比公司估值表

公司名称	股票代码	市值 USDmn	PE (X)			PB (X)			ROE (%)			Dividend yield (%)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中国外运	601598 SH	4,541	12.0	13.8	12.2	1.4	1.2	1.1	11.6	8.5	8.7	3.0	2.1	0.0
联邦快递	FDX US	45,216	10.1	12.9	12.9	2.4	2.2	2.3	25.8	19.7	19.1	1.2	1.5	1.5
联合包裹服务	UPS US	105,097	22.1	16.5	15.1	34.8	15.9	10.6	238.7	118.5	85.9	3.0	3.1	3.3
德国邮政	DPW GY	41,193	17.8	13.9	12.3	2.7	2.5	2.3	15.8	18.7	19.3	3.8	4.0	4.4
大合控股	9064 JP	7,160	40.7	20.6	20.9	1.3	1.3	1.3	3.3	6.4	6.2	1.4	1.5	1.6

资料来源：海外公司采用彭博一致预期、华泰证券研究所、收盘价 2019.09.20

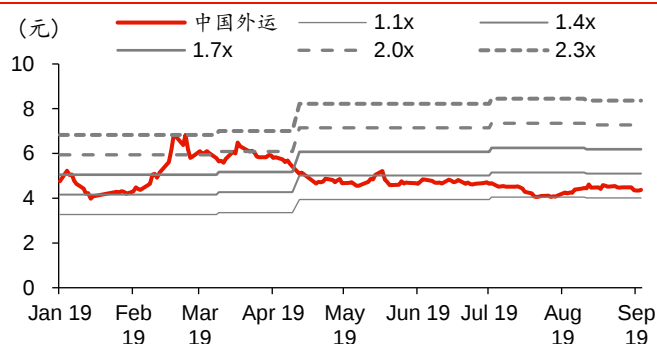
PE/PB – Bands

图表51：中国外运历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表52：中国外运历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

1) 全球经济增速放缓：公司货运代理和专业物流业务增长低于预期；2) 贸易摩擦加剧：中国进出口贸易增速放缓，影响公司货运代理业务；3) “一带一路”政策推进不及预期：公司项目物流业务增长低于预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	30,072	31,369	36,051	38,383	41,871
现金	12,152	15,528	15,593	19,213	20,606
应收账款	10,552	10,418	10,855	11,678	12,839
其他应收账款	1,509	1,422	1,506	1,611	1,775
预付账款	1,864	2,091	2,108	2,295	2,507
存货	314.63	266.60	296.67	312.73	345.48
其他流动资产	3,680	1,644	5,693	3,274	3,799
非流动资产	32,254	30,125	31,813	34,160	36,150
长期投资	4,584	6,974	6,177	6,442	6,354
固定投资	13,742	11,942	15,231	17,892	20,221
无形资产	5,411	5,228	5,291	5,219	5,192
其他非流动资产	8,517	5,981	5,114	4,607	4,382
资产总计	62,326	61,494	67,864	72,543	78,021
流动负债	24,574	20,196	21,453	22,027	23,238
短期借款	1,499	2,232	1,988	2,069	2,042
应付账款	9,931	9,056	9,803	10,425	11,482
其他流动负债	13,144	8,908	9,662	9,533	9,714
非流动负债	11,917	13,445	15,377	17,231	19,089
长期借款	6,609	8,473	10,329	12,188	14,046
其他非流动负债	5,308	4,972	5,047	5,043	5,043
负债合计	36,491	33,641	36,829	39,258	42,327
少数股东权益	4,405	4,617	4,728	4,853	4,993
股本	6,049	6,049	7,401	7,401	7,401
资本公积	3,994	4,124	4,124	4,124	4,124
留存公积	11,076	13,296	14,629	16,574	18,673
归属母公司股东权益	21,430	23,236	26,307	28,432	30,702
负债和股东权益	62,326	61,494	67,864	72,543	78,021

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,006	2,013	(197.26)	4,689	2,566
净利润	2,981	3,199	2,464	2,776	3,086
折旧摊销	1,331	1,423	896.89	1,088	1,260
财务费用	434.10	458.59	340.82	403.91	447.69
投资损失	(1,947)	(2,594)	(1,292)	(1,406)	(1,562)
营运资金变动	412.36	(642.68)	(2,936)	1,736	(827.11)
其他经营现金	(206.06)	169.56	329.32	91.06	160.98
投资活动现金	(2,442)	4,876	(2,058)	(1,738)	(1,763)
资本支出	3,435	2,586	2,987	3,047	3,138
长期投资	49.97	(4,496)	(1,301)	433.79	(144.60)
其他投资现金	1,043	2,965	(372.50)	1,743	1,231
筹资活动现金	(153.04)	(1,295)	2,320	669.33	588.59
短期借款	1,160	732.50	(244.17)	81.39	(27.13)
长期借款	1,841	1,864	1,856	1,859	1,858
普通股增加	1,443	0.00	1,352	0.00	0.00
资本公积增加	(1,461)	130.90	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,136)	(4,022)	(643.59)	(1,271)	(1,242)
现金净增加额	385.43	5,608	64.81	3,620	1,392

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	73,158	77,312	78,709	85,326	93,573
营业成本	67,608	71,767	73,656	79,708	87,281
营业税金及附加	215.20	190.99	206.80	219.73	242.59
营业费用	836.94	931.06	845.81	895.93	973.15
管理费用	2,497	2,812	2,804	3,061	3,349
财务费用	434.10	458.59	340.82	403.91	447.69
资产减值损失	136.12	156.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(14.88)	236.00	152.38	180.25	170.96
投资净收益	1,947	2,594	1,292	1,406	1,562
营业利润	3,765	4,318	3,000	3,375	3,761
营业外收入	111.44	91.21	97.95	95.70	96.45
营业外支出	109.34	300.76	18.00	0.00	0.00
利润总额	3,767	4,108	3,080	3,470	3,858
所得税	785.70	909.47	615.94	694.06	771.57
净利润	2,981	3,199	2,464	2,776	3,086
少数股东损益	677.20	494.86	111.18	125.28	139.27
归属母公司净利润	2,304	2,704	2,353	2,651	2,947
EBITDA	5,530	6,200	4,237	4,866	5,469
EPS (元, 基本)	0.38	0.45	0.32	0.36	0.40

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.42	5.68	1.81	8.41	9.66
营业利润	15.32	14.69	(30.53)	12.50	11.46
归属母公司净利润	2.24	17.36	(13.00)	12.68	11.17
获利能力 (%)					
毛利率	7.59	7.17	6.42	6.59	6.72
净利率	3.15	3.50	2.99	3.11	3.15
ROE	10.75	11.64	8.94	9.32	9.60
ROIC	16.72	21.00	11.25	12.68	12.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.55	54.71	54.27	54.12	54.25
净负债比率 (%)	28.91	35.29	37.76	40.01	41.55
流动比率	1.22	1.55	1.68	1.74	1.80
速动比率	1.21	1.54	1.67	1.73	1.79
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.25	1.22	1.22	1.24
应收账款周转率	13.87	7.37	7.40	7.57	7.63
应付账款周转率	7.44	7.56	7.81	7.88	7.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.37	0.32	0.36	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.27	(0.03)	0.63	0.35
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.14	3.55	3.84	4.15
估值比率					
PE (倍)	14.04	11.96	13.75	12.20	10.97
PB (倍)	1.51	1.39	1.23	1.14	1.05
EV_EBITDA (倍)	4.87	4.34	6.35	5.53	4.92

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com