

交通运输

2021 年 06 月 17 日

报告原因：调整投资评级

买入（上调）

市场数据：2021 年 06 月 16 日

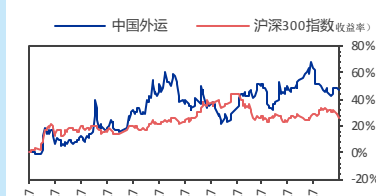
收盘价（元）	4.64
一年内最高/最低（元）	5.35/3.2
市净率	1.1
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	6272
上证指数/深证成指	3518.33/14295.93

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2021 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	4.23
资产负债率%	51.68
总股本/流通 A 股（百万）	7401/1352
流通 B 股/H 股（百万）	-/2145

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国外运（601598）点评：一季度业绩预增 232%-252%，看好公司跨境物流板块发展》 2021/03/31

《中国外运（601598）点评：盈利超一致预期，业务量回暖三季度盈利加速改善》 2020/10/29

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

袁天洋 A0230120090001
yuanty@swsresearch.com

联系人

袁天洋
(8621)23297818×转
yuanty@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中国外运（601598）

——行业再迎历史机会，中国外运破局在望

投资要点：

- **公司整合告一段落，整合阵痛期度过后物流主业将迎来业绩估值双修复。**历经多次整合和合并之后大股东稳定，集团内部组织结构梳理清楚，公司代理业务及电商业务量增长加速，预计公司代理板块管理上的调整将提升板块利润率，评级从“增持”上调至“买入”。
- **品牌出海+跨境电商爆发带来物流话语权的回归，业务量迎来新的增长驱动，利润率有提升空间。跨境电商物流业务飞速发展：**电商业务占分部利润比重从 2018 年的 3% 已提升至 2020 年的 7%，预计在 2023 年将提升至 18%。我们判断跨境电商物流行业增速未来 5 年将保持 30% 以上的增长，对于掌握干线运力资源及全球性航网的企业将在未来几年有较为明显的竞争优势，预计公司跨境电商业务量 2020-23 年复合增速将达到 52%。**代理及相关业务：**公司是中国最大的国际货运代理公司，有望重演海外货代发展路径，伴随本土品牌出海一同成长，不断加强海外服务能力，物流话语权回归+服务环节的延伸带来利润率的提升。
- **专业物流：**公司专业物流板块包括国内合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流，公司在各细分领域都有很强的资源壁垒及多年的管理经验，行业进入壁垒高，增长稳健。我们认为与招商物流整合后的磨合期已经度过，未来中国合同物流行业将延续降本增效的趋势，业务预计将向头部企业集中，中国外运的资源优势、对行业的深刻理解、以及长期服务大 B 端所积累下来的经验优势将进一步凸显。
- **中外运敦豪为公司带来持续利润贡献。**中外运敦豪所经营的国际高端时效件竞争壁垒极高，共享敦豪全球网络资源进行高端商务件、时效件运输，中外运敦豪 2018-20 年为公司贡献 10.5、9.7、12.2 亿元投资收益，高端国际电子商务件为该中外运敦豪带来新的业务增量。
- **公司优质资产多，安全边际充足。**公司在国内拥有超过千万平方米的土地资源、自有仓库 400+万平方米、10 个内河码头及 4000 余米岸线资源，资源优势明显。
- **投资建议：**因为公司代理及电商业务数据连续三个季度实现改善，我们上调公司 2021E-2023E 盈利预测至 36.4、41.9 亿元、48.4 亿元（原预测为 31.7、32.9 亿元、33.9 亿元），对应归母净利润增速 32.1%，15.2%，15.3%。A 股市值对应 PE 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。2020-2023E 年 3 年归母净利润复合增速达 21%。因为中国外运业务较多，涉及细分子行业较多，所以我们用分部估值法对公司进行估值，在给予公司 15% 少数股东权益及集团折价后得到 2021E 年公司合理市值约为 500-520 亿元，对应其 A 股有 46%-52% 的上涨空间，评级从“增持”上调至“买入”。
- **风险提示：**跨境电商物流增长不及预期，后疫情时代电商渗透率下降超预期；全球经济下滑，导致国际贸易量需求下降；合同物流竞争格局进一步恶化。

财务数据及盈利预测

	2020	2021Q1	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	84,537	28,902	99,411	113,787	130,132
同比增长率（%）	8.9	76.4	17.6	14.5	14.4
归母净利润（百万元）	2,754	835	3,640	4,194	4,838
同比增长率（%）	-1.8	244.7	32.1	15.2	15.3
每股收益（元/股）	0.37	0.11	0.49	0.57	0.65
毛利率（%）	5.8	4.5	6.0	6.4	6.4
ROE（%）	9.0	2.7	11.0	11.6	12.2
市盈率	12		9	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预测 2021E-2023E 归母净利润 36.40、41.94、48.38 亿元，对应归母净利润增速 32.1%，15.2%，15.3%。现价对应 PE 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。2020-2023E 年 3 年归母净利润复合增速 21%。我们认为中国外运 2020 年业务量韧性体现出公司极强的抗风险能力，1Q21 业务量增长体现出公司基本面及管理的改善，我们预计公司海运代理业务将维持稳定增长，空运代理和跨境电商业务量增速及利润率将迎来明显提升，合同物流板块有较高的资源壁垒，REITs 推进将倒逼分子公司提升资产利用率。我们采取分部估值法得到公司 2021 年合理市值约为 500-520 亿元，对应现价有 46%-52% 提升空间，评级从“增持”上调至“买入”。

关键假设点

跨境电商物流收入及业务量未来三年将持续快速增长：1Q21 跨境电商业务量同比增长 241%至 1.24 亿件，环比 4Q20 旺季仍增长 7%，主要得益于公司新客户拓展及现有客户业务量的增长，也得益于公司有能力增加包机线路，与空运代理业务形成协同。我们预计 2021-23 年跨境电商业务量将增长 80%、45%、35%，跨境电商物流板块收入达 122.7、186.8、264.8 亿元。公司包机同时锁定客户端费率，导致该部分业务分部利润率较低，预计在 2.8-3% 左右水平。

国际空运/海运业务保持稳定增长：由于空运、海运业务较为成熟，我们预计这两部分业务未来三年增长保持相对平稳，我们测算出空运/海运业务 2020-2023E 收入复合增速分别为 17.1%/5.9%。我们预计海运代理业务毛利率有望伴随着物流话语权的回归+服务链条的延伸而提升，空运代理业务因可控货占比的提升及轻重货源搭配将提升业务利润率，预计空运代理业务分部利润率将从 2020 年的 3.3% 提升至 2023 年的 3.9%。

专业物流：公司合同物流有较高的资源壁垒，以及对细分行业有极高的理解，我们认为 ToB 物流和 ToC 物流基因有所不同，公司合同物流板块预计将保持稳定增长。公司项目物流收入也将随着海外工程的恢复带来业务量的回升，我们预计公司专业物流 2020-2023E 收入复合增速为 12.2%，分部利润率稳定在 3.7%-4% 之间。

有别于大众的认识

市场认为跨境电商业务占比较低，对公司业绩贡献有限。同时认为中外运敦豪虽能为公司带来稳定利润，但是缺乏成长性。合同物流板块竞争将在未来持续加剧。

我们认为公司在跨境电商物流市场具有核心资源优势，增速将持续高于行业增速，分部利润占公司总利润比重也将从 2020 年的 7% 提升至 2023 年的 18% 左右。此外，中外运敦豪受益于中国品牌出海的影响被低估，未来高货值、高时效的物流需求上升将为中外运敦豪带来业务增量。在合同物流板块，B 端客户服务与 C 端客户有很大差别，我们认为行业竞争最无序的阶段已经过去，未来持续提升效率、有资源优势、有行业经验的龙头企业能提升自身市场份额。

股价表现的催化剂

海外跨境电商渗透率持续提升，合同物流业务量回升，代理及相关业务板块利润率提升。

核心假设风险

跨境电商物流增长不及预期，后疫情时代电商渗透率下降超预期；全球经济下滑，导致国际局进一步恶化。

目录

1.公司整合告一段落，整合后的阵痛期已过，公司物流主业将迎来业务量及利润率的提升.....	8
1.1 中国外运为建国后第一批有特殊战略地位的外贸公司.....	8
1.2 行业迎来机会，估值低于可比公司.....	9
1.2.1 历史中国外运股东回报不尽如人意.....	9
1.2.2 公司近年来经历持续收购、合并，利润增长与 EPS 增长不同步，未来并购将优先使用现金和债券融资.....	11
1.2.3 完成重组后的物流地产公司有望通过多元化方式释放资源价值....	13
1.3 积极的变化已经开始.....	15
1.3.1 品牌出海，行业迎来跨越式发展，立体交通网政策将推动国际航空物流发展.....	15
1.3.2 2020 年股权激励被否，期待新的股权激励方案的推出.....	16
1.3.3 整合基本完毕，招商局有望持续赋能.....	17
2.国内货运代理龙头，具有稀缺性，板块利润率将迎来提升	18
2.1 公司三大业务板块：代理业务、专业物流、跨境电商物流.....	18
2.2 代理及相关业务.....	19
2.2.1 看好空运代理业务的长期增长，与跨境电商业务协同优势明显....	21
2.2.2 铁路代理以 CIF 条款为主，国内物流企业掌握绝对话语权.....	22
2.2.3 海运代理将受贸易模式逐渐转变的影响而出现盈利能力的修复....	23
2.2.4 船舶代理与仓码服务为资源导向型业务，利润率高且优势明显....	25
2.3 跨境电商爆发给公司电商业务带来历史性发展机遇.....	26
2.3.1 作为国际航空货运龙头企业，中国外运将充分享受行业高增红利	28
3.专业物流：各子版块全国份额名列前茅，激励后潜力巨大	29
3.1 合同物流.....	30
3.1.1 公司优质物流地产资源丰富，地产资源未来将持续增值且为公司运营带来极强的成本优势.....	33
3.2 项目物流.....	34
3.3 化工物流.....	35
3.4 冷链物流.....	36
4.优质合联营公司持续为中国外运带来归母净利润贡献，中外运敦豪国际航空商务件壁垒较高.....	36

5.盈利预测及估值37

5.1 盈利预测 37

5.2 分部估值法 40

5.3 风险提示 43

图表目录

图 1：股权结构	9
图 2：中国外运股价复盘图	10
图 3：中国外运净利润及 EPS 趋势	10
图 4：外运发展股价复盘	11
图 5：外运发展归母净利润及投资收益	12
图 6：公司未来土地资源规划	13
图 7：中国外运优质资产	13
图 8：ABS 流程图	14
图 9：REITs 运营模式	14
图 10：华贸物流股价走势	16
图 11：浙商中拓股价走势	17
图 12：中远海控股股价走势	17
图 13：收入及增长率	18
图 14：三大业务营收占比及分部利润占比	18
图 15：归母净利润及增速	18
图 16：三大业务板块分部利润及投资收益（亿元）	18
图 17：行业领先	19
图 18：2019 年中国前 10 物流货代企业：营收	20
图 19：代理业务对外收入占比	21
图 20：代理业务分部利润占比	21
图 21：中国外运代理业务收入及业务量	21
图 22：中国外运代理业务分部利润率	21
图 23：国际航空货运量	22
图 24：航空货运运价指数	22
图 25：铁路代理收入及增速	23
图 26：铁路代理业务量及中欧班列数量	23
图 27：中国外运及其可比公司海运业务箱量（TEU）	24
图 28：外运 E 拼业务量及收入	24
图 29：中国外运海运业务箱量增速与中国出口集装箱增速对比	25

图 30 : 中国出口集装箱月度数 (TEU)	25
图 31 : 中国出口集装箱运价指数	25
图 32 : 船舶代理业务	26
图 33 : 船舶代理业务历史收入及分部利润率	26
图 34 : 电商业务收入及增速	27
图 35 : 电商业务量及增速	27
图 36 : 跨境电商交易规模及增速	27
图 37 : 疫情期间中美电商渗透率提升	28
图 38 : 跨境电商企业新增注册量快速上升	28
图 39 : 人民币对美元、人民币对欧元汇率	28
图 40 : 专业物流营业额及增速	29
图 41 : 专业物流分部利润及利润率	29
图 42 : 专业物流业务量及增速	29
图 43 : 2020 年专业物流板块收入组成情况	30
图 44 : 2020 年专业物流板块分部利润组成情况	30
图 45 : 中国外运全程供应链服务流程图	30
图 46 : 合同物流行业头部玩家	31
图 47 : 中国外运合同物流主要客户	31
图 48 : 第三方物流客户关系变化调研结果 (货主)	32
图 49 : 第三方物流客户关系变化调研结果 (3PL)	32
图 50 : 中国外运信息化系统及自动化设备	33
图 51 : 一线城市仓储用地租金逐渐上行 (单位 : 元/平米/月)	34
图 52 : 项目物流净利润率与嘉友国际对比	35
图 53 : 化工物流净利润率与可比公司对比	36
图 54 : 中外运敦豪历史营收及增速	37
图 55 : 中外运敦豪历史净利润及增速	37
图 56 : 占敦豪快递业务收入、利润比重	37
图 57 : 中外运敦豪利润率对标可比公司	37
图 58 : 海运业务量及增速	39
图 59 : 空运业务量及增速	39
图 60 : 可比公司 PB 与 ROE 对比	43

表 1：航运企业合并历史	8
表 2：中国外运发展历程.....	11
表 3：重组设立五大专业公司及其细分领域	12
表 4：中国 REITs 相关政策.....	15
表 5：中国外运 vs 欧美成功企业 2020 年激励机制对比	16
表 6：业务排名	19
表 7：代理业务利润率水平：空运>中欧班列>海运	20
表 8：中国外运 2020 年前三季度班列补助批准文件.....	22
表 9：中国外运海运单箱分部利润与华贸物流、DSV、德迅、DHL 海运单箱毛利对比（元/TEU）	24
表 10：未来成功的第三方物流所需要的具备的特点	32
表 11：物流资产对比：中国外运 vs 顺丰 vs 嘉里物流 vs 京东物流 vs 中通 vs 华贸	33
表 12：中国外运自有土地	34
表 13：收入及增速拆分（百万元）	38
表 14：2021 年 4 月航空货运市场	39
表 15：货运代理可比公司估值情况	40
表 16：合同物流可比公司估值情况	41
表 17：化工物流可比公司估值、净利润及净利率	42
表 18：电商业务可比公司估值情况	42
表 19：国际快递巨头公司估值情况	42
表 20：分部估值	43

1. 公司整合告一段落，整合后的阵痛期已过，公司物流主业将迎来业务量及利润率的提升

中国外运股份有限公司（中国外运）现在是全球排名前十的综合物流服务提供商，公司过去几年经历了数次整合，2015 年母公司中国外运长航集团并入招商局集团，招商局集团成为公司的实控人后大股东稳定。公司又在 2017 年收购招商物流并在 2018 年合并外运发展，2020 年完成对欧洲 KLG 集团的收购，完善公司欧洲的服务网络及服务能力。截至 2020 年底，公司业务覆盖国内沿海和战略性地区以及海外 34 个国家和地区，拥有 65 个海外自营网点，具备完善的服务网络和专业的服务能力，**公司平台化战略有望稳步推进，重整业务线条，削减销售人员权力，提高经营效率。**

1.1 中国外运为建国后第一批有特殊战略地位的外贸公司

计划经济时中国各大航运公司定位：中远集团-远洋运输，中海集团-沿海运输，长航集团-长江运输。而中国对外贸易运输（集团）总公司于 1950 年成立，**初期定位是国家对外贸易进出口货物运输的总代理**。中外运与长航集团于 2009 年整合合并，并与 2015 年并入招商局集团，形成大股东稳定的局面。

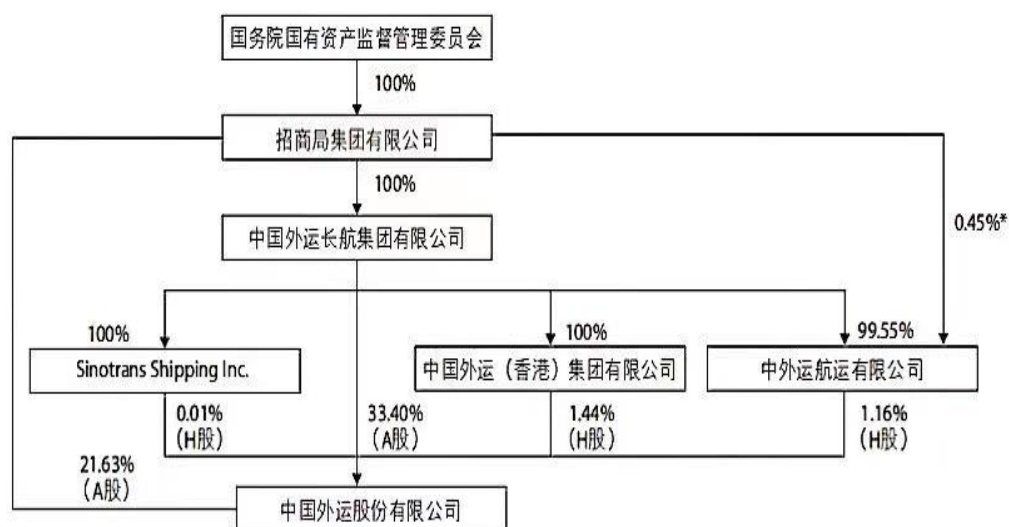
表 1：航运企业合并历史

公司名称	公司组成	相关介绍
中远海运(2016 年 2 月 18 日在上海重组成立)	中远集团	成立于 1961，成立初期定位是远洋运输
	中国海运	成立于 1997，成立初期定位是沿海运输
招商局集团	招商航运	中国外运长航（2015 年中国长航
	招商物流	12 月 21 日并入招商局集团）中国外运
		成立于 1950，成立初期定位是长江运输
		成立于 1950，定位是对外贸易进出口货物运输总代理
	招商港口	中国最大的公共码头运营商
	招商公路	中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商
	招商工业	国际一流、国内领先的先进海洋装备和邮轮制造商
	招商海通	集交通、食品、大宗贸易为一体的综合性贸易公司

资料来源：公司公告，申万宏源研究

招商局集团为公司控股股东，截至 2020 年底，招商局集团直接和间接持有公司 55% 的股权，公司组织架构及大股东稳定，有利于公司聚焦主业、长期平稳发展。

图 1：股权结构



* 招商局通过招商局轮船有限公司控制持有中外运航运有限公司的0.45%股权。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 行业迎来机会，估值低于可比公司

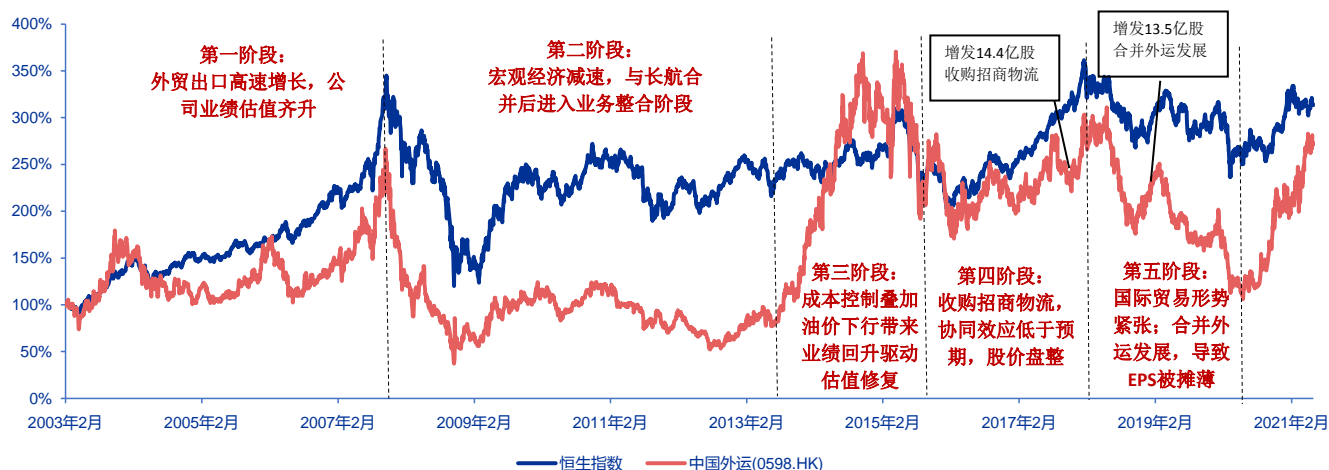
随着中国本土跨境电商企业做大做强、中国品牌出海，发货人及核心利润点的转移，国内本土货代有望重演欧美货代龙头发展历程。

1.2.1 历史中国外运股东回报不尽如人意

2003 年中国外运港股上市，从 2003 年 2 月至 2021 年 6 月之间股价相对涨幅跑输恒生指数。我们大致将公司发展分为 6 个阶段。

- 第一阶段（2003-2007）：中国加入 WTO 之后外贸出口高速增长，中国外运业绩及估值齐升
- 第二阶段（2007-2013）：宏观经济减速，2010 年与长航合并后进入了内部业务整合梳理阶段
- 第三阶段（2013-2015）：整合完成，公司成本控制优秀，叠加油价下降带来业绩回升，估值进入修复阶段
- 第四阶段（2015-2018）：公司收购招商物流，增发 14.4 亿股导致 EPS 被摊薄，并入招商局集团，大股东终于稳定
- 第五阶段（2018-2020）：国际贸易形式趋紧，进出口贸易量受压，同时公司吸收合并外运发展实现 A+H 两地上市，不过增发再一次导致公司 EPS 被摊薄
- 第六阶段（2020-现在）：新冠肺炎疫情爆发，中国供应链体现出强大的韧性，出口超预期，公司海运业务内部管理发生调整，空运业务货源结构发生本质变化，叠加跨境电商行业爆发，未来公司业务量将维持稳定增长，利润率有望提升

图 2：中国外运股价复盘图



资料来源：Wind，申万宏源研究

在 2010-2019 年间，中国外运大股东持续整合，净利润增速高于 EPS 增速。同时期内，中国代工为主的全球贸易主要为 FOB 模式，中国物流企业直客比例低，大部分业务来自于海外货代同行，物流话语权不在中国。

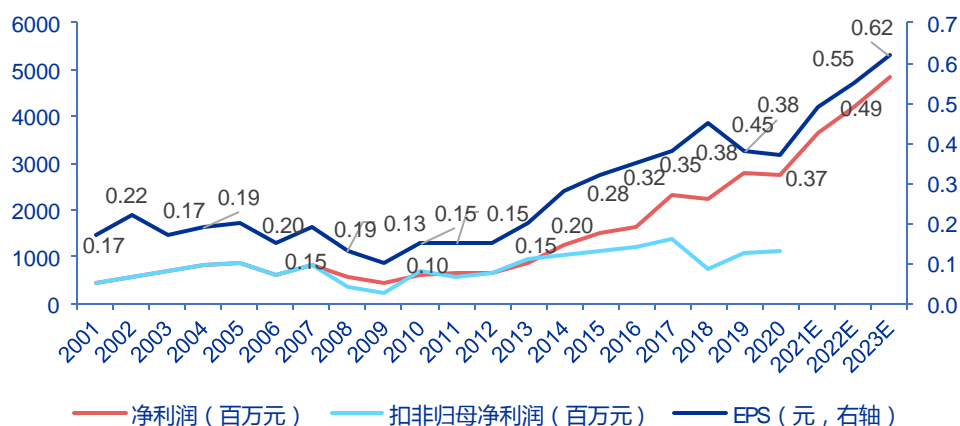
中国外运港股 EPS 在 2013-2015 年间没有外部整合，同时公司成本管控较好，EPS 修复带来股价的修复。但从 2015 年起，公司经历几次整合后一直处于磨合阶段，EPS 改善都略低于市场预期，股价在几次整合后也都出现了一定的调整。

在 2017 年公司向招商局增发 14.4 亿股收购招商物流、2019 年 1 月 10 日换股吸收合并外运发展摊薄了公司 EPS，致使公司 EPS 增速低于净利润增速。

而经历多次合并整合后，中国外运大股东稳定，且合并后磨合期也已渡过，公司 2020 年下半年及 1Q21 的业绩和经营数据也反映出公司业务层面的增长。

随着跨境电商的发展及中国品牌出海，中国物流公司话语权也随着付费方的改变而归国内。未来公司空海运业务随着业务链条的延伸，带来利润率的提升。

图 3：中国外运净利润及 EPS 趋势



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2.2 公司近年来经历持续收购、合并，利润增长与 EPS 增长不同步，未来并购将优先使用现金和债券融资

公司在 2015 年随母公司中外运长航集团并入招商局集团之后，又完成了三次较为重要的收购和合并。

表 2：中国外运发展历程

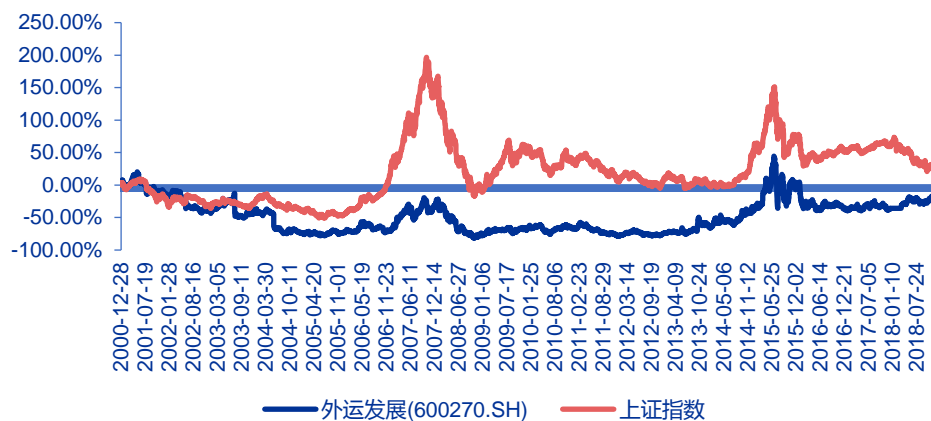
时间	发展历程
2003	深交所主板上市
2010	中外运集团于长航集团合并
2015	中国外运长航集团并入招商局集团
2017	收购招商局专业物流业务
2018	合并子公司外运发展，成为 A+H 上市公司，并通过外运发展持有中外运敦豪 50%的股权
2019	完成对 KLG 集团下属七家物流公司 80%的股权收购
1H2020	完成收购 KLG 集团 100%股权

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2017 年收购招商物流，构建极具实力的庞大物流网络，为招商局物流集团提供了开拓新市场的机遇。

2018 年吸收合并子公司外运发展，实现 A+H 两地上市，并通过外运发展持有中外运敦豪 50%的股权。

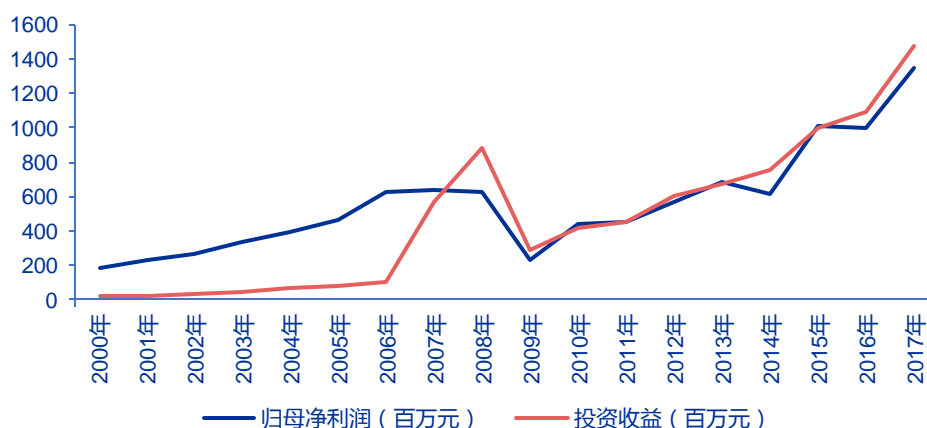
图 4：外运发展股价复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

外运发展过去主要以投资收益驱动其业绩的稳健增长，投资收益在 2000-2017 年间复合增速达 30%，中外运敦豪所贡献的投资收益也从 2000 年的 0.85 亿元增长至 2017 年的 8.93 亿元，在 2020 年中外运敦豪对中国外运贡献的投资收益增长至 12.16 亿元。

图 5：外运发展归母净利润及投资收益



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司 2018 年整合完成后，在 2019 年对其内部结构进行调整，现在形成华东、华南、华中、华北、东北五大区域公司管理公司传统业务（如海运代理、铁路代理、船舶代理等），原有的按省市管理的分子公司机制会导致一定的内部竞争，在完成区域整合之后有利于推动区域间业务协同作用，减少区域间内部竞争。同时公司在 2019 年重组设立的五大专业公司专注细分领域业务。

表 3：重组设立五大专业公司及其细分领域

五大专业公司	细分领域
中国外运物流有限公司	主要负责合同物流
中国外运海外发展有限公司	对接海外项目物流、以及海外网点的运营
中外运空运发展股份有限公司	跨境电商物流公司：负责跨境电商物流和空运代理
中外运创新科技有限公司	管理运营物流电商平台：运易通
中外运物流投资控股有限公司	资产管理公司：主要负责关键的物流节点投资、不再适合物流用地的土地处置、未来参股投资物流园区等事项

资料来源：公司公告，申万宏源研究

未来收购将优先使用现金及债券融资手段：过去公司整合多为国有企业合并重组，基本采用股权置换方式完成整合，这也导致过去中国外运 EPS 被摊薄，但未来在对外部企业并购的过程中，我们预计公司将更多的运用自有资金或者债务融资手段避免公司 EPS 被进一步摊薄。公司于 2020 年完成收购的 KLG 是一个很好的案例。

2020 年上半年，中国外运按照股权收购协议，100%收购欧洲 KLG 集团，KLG 集团成为中国外运的全资子公司，欧洲网络实现新突破。KLG 集团已全面启动与中国外运国内业务网络的对接，共同服务现有客户，开发客户潜在的海外全程物流需求。

中国外运收购 KLG 集团是具有重大战略的布局，实现了欧洲区域自有卡班运力，欧洲作为中国重要的贸易伙伴及跨境电商最大出口区域之一，未来中国公司在满足欧洲物流及供应链需求上都将有很高的增长空间，而拥有欧洲自有运力使中国外运具备差异化竞争优势，目前国内物流企业在海外的运输及操作能力较弱，中国外运这一布局具有很强的前瞻

公司在未来将在以下几个方向发力：1）进一步拓展市场份额及进行业务结构调整，一方面加大与大客户的合作，一方面加大线上、进口等市场的开发力度；2）聚焦业务转型和整合，持续推广公司标准化产品及形成产品优势；3）进一步扩大数字中台的作用，聚焦产品小前端和运营强后台的战略模式；4）加快数字化转型，运用智能化技术达到降本增效的结果。

1.2.3 完成重组后的物流地产公司有望通过多元化方式释放资源价值

公司在 2019 年完成了物流地产公司的重组，后续公司或以资产证券化（ABS、REITs）、私募股权基金、处置和对外合作开发等形式提升公司土地及仓库利用效率，同时提升公司 ROE 水平。近期首批公募 REITs 的成功发行或将加速公司 REITs 化节奏。

图 6：公司未来土地资源规划

重组设立物流地产公司，定位为中外运物流地产资源的投资、建设和整合平台



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司资产证券化不仅能带来一次性的资产重估投资收益，考核机制的转变更能激发出管理者提升仓库运营效率的主观能动性，提升公司资产回报率。

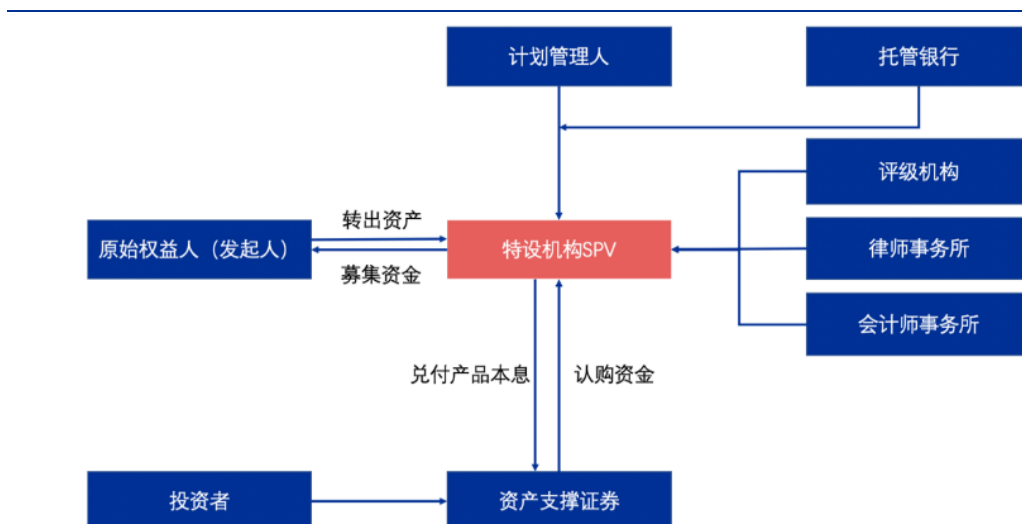
图 7：中国外运优质资产



公告，申万宏源研究

针对战略核心资产，公司或采用 ABS 的方式来释放资产价值，ABS 是以公司所拥有的仓库或土地资产为基础，以项目资产可以带来的预期收益为保证，通过资本市场筹集资金。使用 ABS，企业对资产能够保留完整的决策权（运营控制权）和大部分收益能力，企业出售的只是资产未来一定时期内的现金流收入，不会改变所有权结构。

图 8：ABS 流程图



资料来源：申万宏源研究

针对非战略核心资产，公司或通过 REITs 充分释放价值。REITs（不动产投资信托）是以发行权益投资证券的方式募集资金，并将资金专门投资于不动产领域，将投资综合收益按比例分配给投资者的一种产业投资模式。通过实现权益份额公开上市交易，REITs 可为企业资本提供多种可供选择的退出方式，提升直接融资比重，盘活存量资产、降低企业杠杆率、化解债务风险。

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》以及《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》，明确指出公募 REITs 的投资范围包括仓储物流、收费公路、机场港口等基础设施，水电气热等市政设施。此次公募 REITs 政策的推出有利于仓储物流公司的融资渠道打开，存量资产盘活，将推动物流地产行业加速发展。

图 9：REITs 运营模式



资料来源：申万宏源研究

表 4：中国 REITs 相关政策

发布时间	文件名称	发布机构	主要内容
2020/4/30	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	发改委、证监会	确定推进基础设施 REITs 试点工作的重要意义、基本原则、项目要求、总体工作安排等
2020/8/4	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	发改委	强调 REITs 基础建设重点行业聚焦，确保试点项目的基本条件以及申请材料要求
2020/8/6	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	证监会	规范 REITs 设立及运作基本原则
2020/9/4	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》（征求意见稿）及《起草说明》	上交所	侧重对业务全流程重要节点和关键环节的规范、引导基金管理人和资产支持证券管理人在权责清晰的基础上强化工作协同，降低运作成本
2020/9/4	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）发售业务指引（试行）》及《起草说明》	上交所	对公募 REITs 询价定价、网下投资者配售、公众投资者认购、原始权益人战略配售、份额登记等发售全流程进行的具体规定
2020/9/22	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》（征求意见稿）及《起草说明》	中国证券业协会	明确 REITs 网下投资者注册要求、行为规范、违规处罚等；压实基金管理人财务顾问责任
2020/9/23	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引（试行）》（征求意见稿）及《起草说明》	中国基金业协会	明确对 REITs 项目、业务参与人的尽调工作的要求与内容；压实中介机构尽调责任
2020/9/23	《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》（征求意见稿）及《起草说明》	中国基金业协会	明确基金运营过程中的会计核算、收益分配、信息披露业务要求与内容

资料来源：上交所，证监会，发改委，中国基金业协会，中国证券业协会，申万宏源研究

1.3 积极的变化已经开始

1.3.1 品牌出海，行业迎来跨越式发展，立体交通网政策将推动国际航空物流发展

2021 年 2 月，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，规划纲要中就跨境物流也提出了新的要求，**要求到 2035 年，实现全球 123 快货物流圈（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）**。我们判断在 2020 年受到新冠肺炎疫情的影响下，我国国际物流行业短板被国家领导人所意识并重视，过去因欧美发达国家公司率先走向全球化，培育了具有全球服务能力的物流巨头公司，也导致我国进出口物流对于海外物流公司的依赖程度高。

随着中国品牌出海及跨境电商的兴起，中国物流企业必将在未来打造海外物流服务能力，而中国外运作为国有企业在跨境物流行业中具有重要战略地位，我们认为中国外运将不断拓展海外服务能力，缩小与国际物流巨头企业的差距。而公司在疫情前就已经开始加大对海外物流资源的掌控，完成了对 KLG 的收购，成为屈指可数在欧洲有自有运力的中国物流公司。

而对于物流企业的成功而言，其核心在于协调资源与组织能力，对于企业经营及管理有着非常高的要求。欧美成功的国际物流公司都有着很好的管理体系与激励机制，我们认为市场化的改革将为中国外运带来竞争力的提升，以及资源利用率的优化。

1.3.2 2020 年股权激励被否，期待新的股权激励方案的推出

公司于 2020 年 3 月发布股票期权激励计划草案，草案中提出计划向 185 名公司管理层人员授予 7393 万股，对应业绩要求为三年归母净利润增速分别为 9.75%、10.25%、10.5%。但是在 2020 年 6 月 1 日临时股东大会上，未能得到 2/3 以上的有效表决权，股权激励议案未能通过。

中国外运管理层工资市场化程度不如海外可比公司。未来潜在股权激励计划有望提升公司薪酬市场化程度。

表 5：中国外运 vs 欧美成功企业 2020 年激励机制对比

	中国外运	DHL	UPS	德迅	DSV
营业收入（亿）	845.4 (CNY)	668.06 (GBP)	846.28 (USD)	203.82(CHF)	1159.32(DKK)
归母净利润（亿）	27.54 (CNY)	29.79 (GBP)	13.43 (USD)	7.88 (CHF)	42.5 (DKK)
高管薪酬（亿）	0.13 (CNY)	0.15 (GBP)	0.37 (USD)	0.24 (CHF)	0.445 (DKK)
高管薪酬占净利润比	0.47%	0.50%	2.76%	3.05%	1.05%
股权激励	无	有	有	有	有
高管薪酬政策	设定关键业绩等考核指标，考核结果与绩效奖金挂钩	薪酬由不变和可变两部分组成，与业绩相关的部分（可变薪酬）占比 34%	薪酬总额中大比例是基于绩效的，CEO 为 90%，其他高管为 84%	可获得固定薪酬和可变薪酬，2020 年可变薪酬占比 49%	可获得基于激励的薪酬，最高可获得其年薪 50% 的特别奖金

资料来源：公司公告，Bloomberg，申万宏源研究

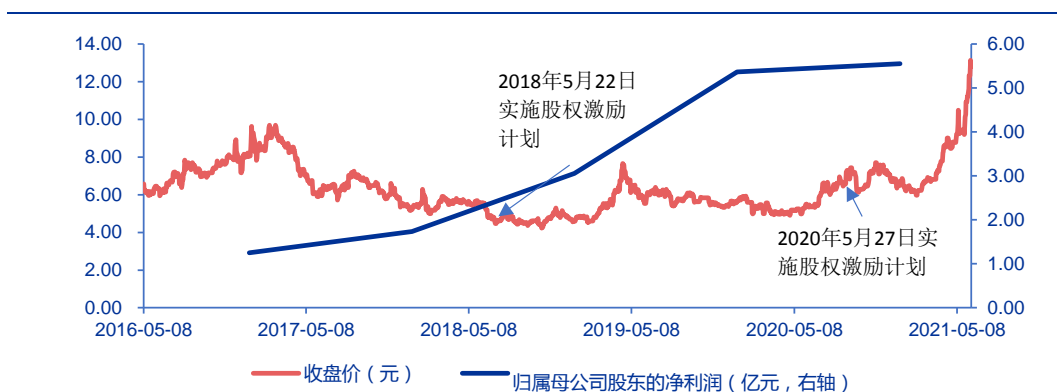
华贸物流，中远海控，浙商中拓股权激励落地之后公司利润及股价增长都有比较明显的加速。

图 10：华贸物流股价走势



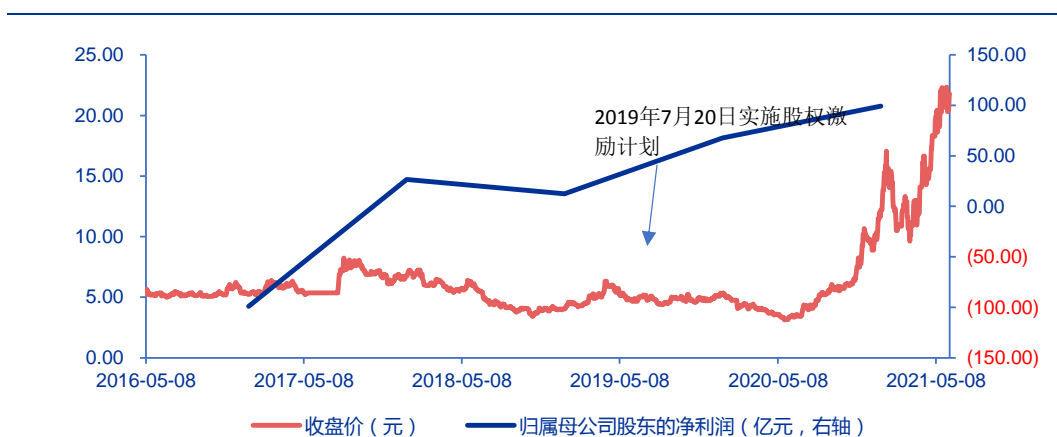
Wind，申万宏源研究

图 11：浙商中拓股价走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：中远海控股股价走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3.3 整合基本完毕，招商局有望持续赋能

中国外运所面临的整合基本完毕，招商局将中国外运定位成旗下重点发展的物流板块标的，旨在将中国外运打造成世界一流的物流企业。招商局旗下招商轮船已是世界一流油运企业，但中国现在仍非常缺乏拥有全球物流能力的企业，未来优秀的国企及民企将越来越多的承担起中国商品出口世界的物流使命。

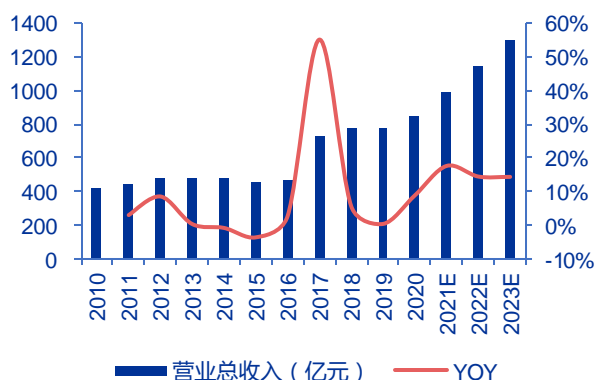
2. 国内货运代理龙头，具有稀缺性，板块利润率将迎来提升

2.1 公司三大业务板块：代理业务、专业物流、跨境电商物流

公司主营业务分为三大业务板块：代理及相关业务、专业物流、及处于培育期的电商业务，三大业务板块 2020 年分别贡献公司归母净利润的 51%、19%、5%（2019 年分别贡献归母净利润的 42%、18%、2%）。

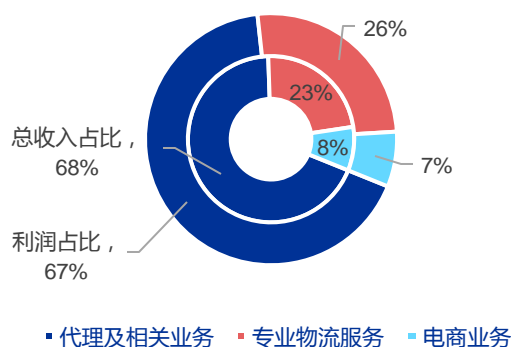
中国外运 2020 年度营业总收入达到 845.37 亿元，同比增长 8.87%，实现归母净利润 27.54 亿元，同比下降 1.77%。按分部业务收入看，代理及相关业务占比 68%，对外营业额为 577.76 亿元人民币；专业物流服务占比 23%，对外营业额为 195.85 亿元人民币；电商业务对外营业额为 71.76 亿元人民币，占比 8%。

图 13：收入及增长率



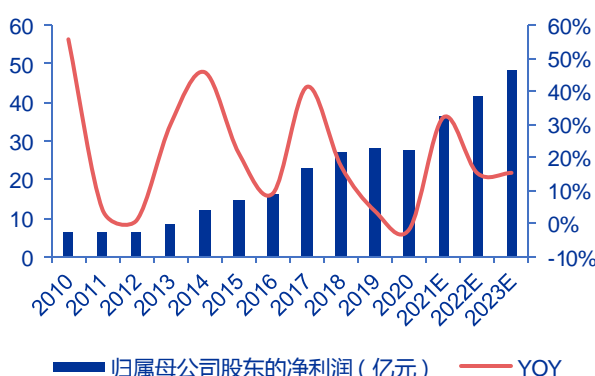
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：三大业务营收占比及分部利润占比



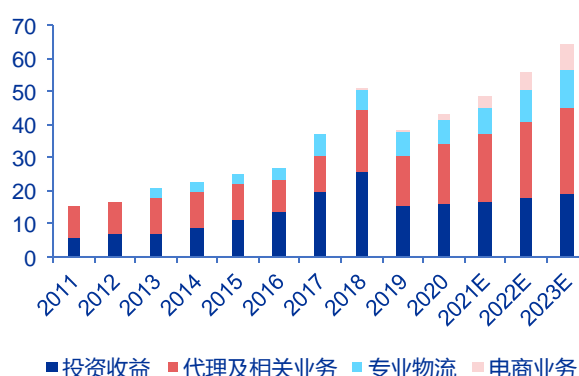
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：归母净利润及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：三大业务板块分部利润及投资收益（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 代理及相关业务

中国外运代理及相关业务主要包括**海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理、仓码服务**等，公司是中国最大的货物代理公司，业务量和规模优势巨大。

2019 年，根据中国国际货运代理协会排名，中国外运在海运业务、空运业务、综合业务、仓储业务和陆运业务中分别名列第一、第三、第一、第一、第二，营业总额分别达到 503.97 亿元、50.79 亿元、801.68 亿元、33.29 亿元和 73.44 亿元，公司整体的货代和物流水平在全球处于领先地位。

表 6：业务排名

	海运	空运	综合业务	仓储	陆运
					
排名	1	3	1	1	2
营业总额（亿元）	503.97	50.79	801.68	33.29	73.44

资料来源：CIFA，申万宏源研究

图 17：行业领先



资料来源：公司公告，申万宏源研究

代理相关业务主要包括国际物流过程中的运输、报关、订舱、海外清关、分拣等单个或多个环节的服务。代理业务在 2020 年为公司贡献收入 68%，是公司业务的基本盘。

国际货代的主要竞争力及估值高的原因：

- 服务链条长度越长，利润越高（跨境电商货物更加碎片化且服务链条更长导致利润率比传统贸易高）
- 直接客户比例（在传统 FOB 模式下海外货代总包然后将国内段分包给国内货代）

- 干线运力话语权（空运>中欧班列>航运，基本港的挂靠只能跟随船公司，货代公司可以决定包机飞行的航线。空运依靠国内货代填仓，航运依靠海外货代填仓）

表 7：代理业务利润率水平：空运>中欧班列>海运

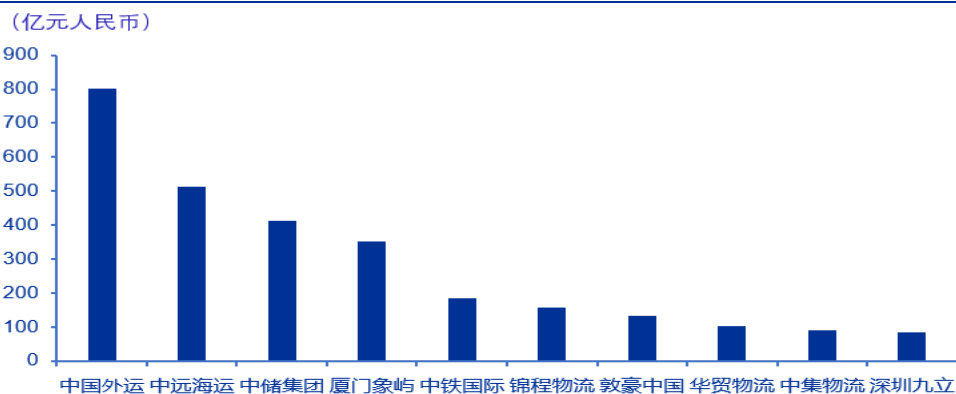
运输模式	国内货代	国际货代
空运	话语权较强，物流付费方及话语权在国内，公司与国内航空公司合作历史悠久，货源充足，可以拿到较大舱位承担类似运力批发商。同时，公司可以通过陆运集货的方式，决定在哪些机场主要开展货运业务，引导航空公司的航线配置，话语权较强。	物流话语权较弱，主要还是针对国际高端商务件运输
中欧班列	主要以 CIF 模式为主，物流话语权在国内公司手中	物流话语权弱
海运	物流话语权较弱，一般承揽国际同行业务为主，但受今年运价暴涨的影响，很多传统海运 FOB 的货已转变为 CIF 货，由国内外贸企业承担高昂的运费，当运价恢复正常区间后若 CIF 货占比中枢能提升的话将给国内货代公司带来极大的机会	传统海运 FOB 模式物流话语权在海外货代手中，掌握海外核心物流节点能享受到全链路的利润

资料来源：申万宏源研究

中国外贸企业在 2020 年跨境物流费用大涨及人民币升值的背景下被迫从传统的按订单生产模式转变为出海开店，寻求自主定价权，提升盈利水平。空运、中欧班列运输量在跨境电商物流需求的驱动下增长迅速且物流话语权均在企业手中，我们认为海运贸易模式的转变只是时间问题，据德路里（Drewry）估计，海运货物在今年运价大涨的情况下，以 FOB 条款成交的货物占比已有明显下降。若海运 CIF 货物占比在海运运价回落后仍有提升，中国货代企业海运代理业务利润率或大幅上移。

货运代理收入主要与公司业务量挂钩，因空海运大多为不锁价模式，空海运运价的波动被传导至客户端，对公司盈利水平影响不大。在今年疫情影响下，国际物流运输时效受到很大影响，在全球供需错配的背景下，中国商品出口持续超预期，近期也出现运价大涨、一箱难求的局面。我们预计在后疫情时代，企业将更加注重供应链安全及物流服务质量，而不仅仅是追求低价的服务，这对于公司作为跨境综合物流服务龙头公司将带来盈利能力的提升。

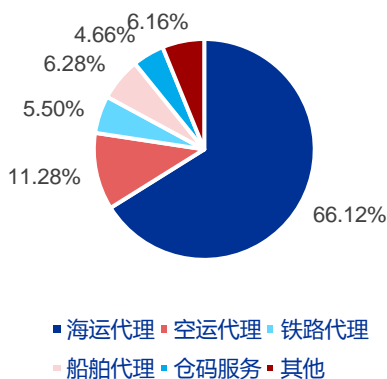
图 18：2019 年中国前 10 物流货代企业：营收



资料来源：CIFA，申万宏源研究

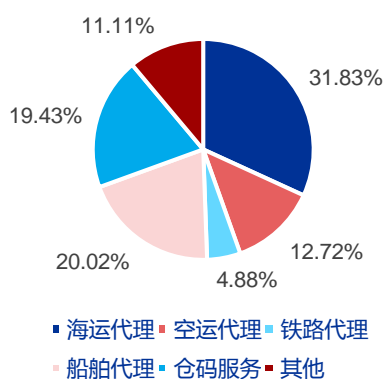
2020 年，公司代理及相关业务实现营收 577.76 亿元人民币，同比增长 5.38%；分部利润为 18.63 亿元人民币，同比增长 19.5%。代理业务板块的对外收入中，海运占比最高，达 66.12%，其次是空运 11.28%。海运、空运分别贡献分部利润 31.83%、12.72%。

图 19：代理业务对外收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

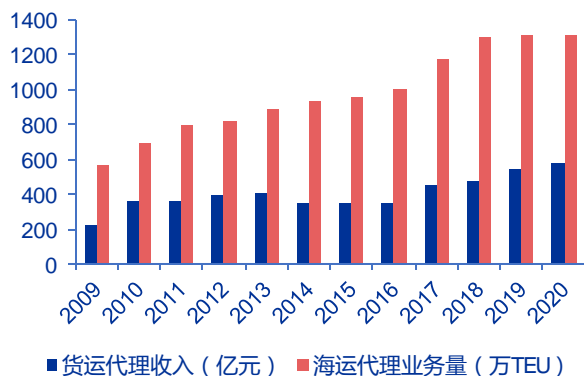
图 20：代理业务分部利润占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

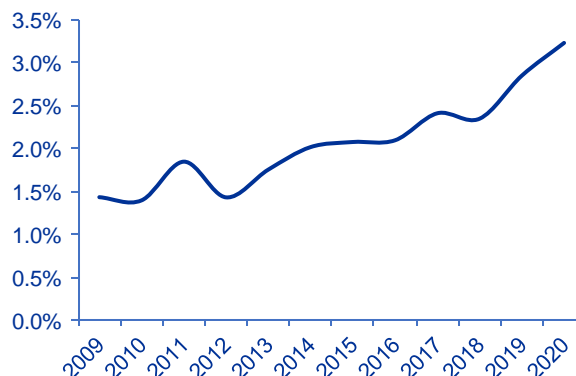
2020 年代理及相关业务中，超过 60% 的对外收入为海运代理业务，海运业务的开展与国际贸易形势密切相关，海运主要以传统 FOB 模式为主，近年来外运 E 拼业务量增速较高。在今年运价大涨的背景下，中国外运主动调整海运业务结构，停止了一部分占用资金且利润较低的简单海运订舱业务，这也反应在上半年海运业务量同比下降 7.6%，全年海运业务量同比下降 0.35%。

图 21：中国外运代理业务收入及业务量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：中国外运代理业务分部利润率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2.1 看好空运代理业务的长期增长，与跨境电商业务协同优势明显

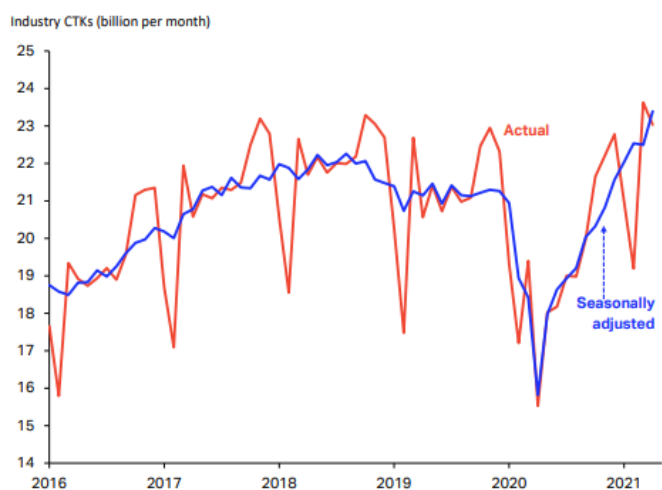
空运大环境发生改变，贸易方式的改变带来物流方式的变化，空运是全球高附加值产品运输的重要方式，全球空运量仅占总货运量的 2% 以下，但空运货值占全球贸易总额高达 36%。跨境电商的发展对物流提出越来越高的要求，对时效性的要求也有所提升，在全球贸易结构中若少量海运货量转用空运渠道，对整体空运业务量将带来极大的增长。

中国外运空运代理主要为客户提供提派、报关报检、仓储、包装、订舱及操作、航空干线运输代理和卡车转运等专业化空运货代服务，自有网点覆盖亚、欧和北美共计五十余个国家和地区。

中国外运 2020 年完成空运业务量 53.23 万吨，在中国航空货量同比下降的背景下逆势增长 6%。公司稳定的空运普货货源能为公司跨境电商物流业务带来极高的规模优势及壁垒，传统空运货物以重货为主，混搭跨境电商的轻抛货能改善公司空运端的货源结构，提升装载率，提高盈利水平。

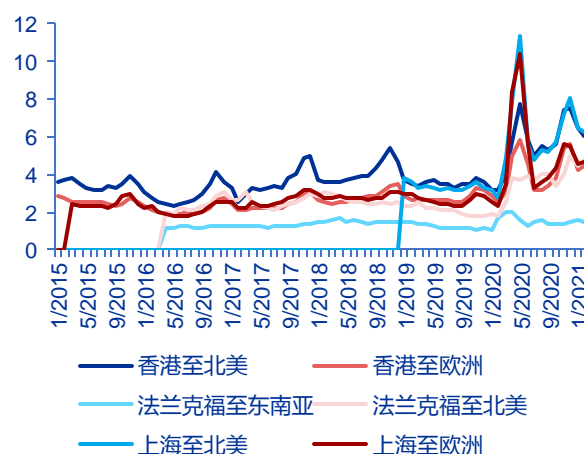
空运代理业务对 2020 年代理业务板块对外收入和分部利润的贡献率分别为 11.28% 和 12.72%，分部利润达 2.37 亿，同比增长 146.88%。截止至 2020 年底，中国外运已经开通 11 条包机线路，全年空运通道累计为客户提供固定包机 478 架次、临时包机服务 280 架次，涉及中东、亚洲、欧洲及北美地区。

图 23：国际航空货运量



资料来源：IATA，申万宏源研究

图 24：航空货运运价指数



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2.2.2 铁路代理以 CIF 条款为主，国内物流企业掌握绝对话语权

中国外运铁路代理业务可为客户在全国及一带一路沿线国家提供散装货和集装箱等多种方式的铁路运输和信息服务，可提供国际铁路运输和海铁联运等多式联运在内的全程供应链服务，截至 2020 年累计开通中欧班列 40 余条。受国家政策鼓励，及一带一路的持续推进，中欧班列在近年补贴政策下发展迅速。今年受空运运力不足及海运效率极低的情况下，部分货物尝试通过中欧班列渠道运输。

铁路补贴主要与实际箱量挂钩，现在铁路运输渠道还在培育阶段，后期这部分补贴也将逐步退坡，我们预计补贴退坡将使得中欧班列运费有相应的上涨，对公司铁路代理实际盈利能力影响不大。

表 8：中国外运 2020 年前三季度班列补助批准文件

单位名称	批准文件
湖南中南国际陆港有限公司	湖南省财政厅关于印发<湘欧班列财政补贴资金管理办法>的通知》（湘财外〔2018〕25 号）/ <长沙市有效降低疫情影响稳定经济运行实施方案>的通知（长政办

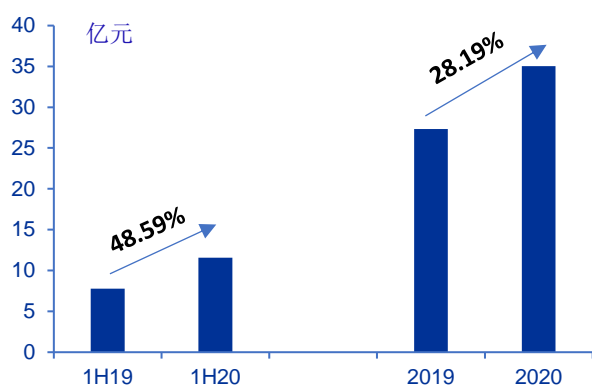
单位名称	批准文件
中外运物流西北有限公司	发〔2020〕8号) 《财政部关于中欧班列财政补贴的通知》(财预〔2017〕188号)/“长安号”国际货运班列合作运营协议
中国外运东北有限公司	《合作开行沈阳中欧班列项目协议》/《合作开行沈阳中欧班列项目的补充协议》
东莞中外运物流有限公司	广东省口岸办 广东省财政厅关于印发《广东中欧班列运费补贴资金实施细则》的通知(粤府陆函〔2017〕96号)/广东省中欧、中亚班列扶持政策框架协议
招商局新丝路供应链管理有限公司	《财政部关于中欧班列财政补贴的通知》(财预〔2017〕188号)/“长安号”国际货运班列合作运营协议
山东中外运亚欧物联网运营有限公司	《威海市文登区欧亚班列补贴资金管理办法》

资料来源：公司公告，申万宏源研究

铁路代理业务对 2020 年代理业务板块对外收入和分部利润的贡献率分别为 5.5%和 4.88%。得益于中欧班列的发展，2020 年上半年铁路代理收入同比增长 48.59%，全年同比增长 28.19%，全年业务量同比大幅增加 70.54%至 19.1 万标准箱，铁路代理业务量基数较小，中欧班列作为国家一带一路战略的运输枢纽之一，未来几年发展前景良好，预计公司铁路代理业务也将迎来高增长。

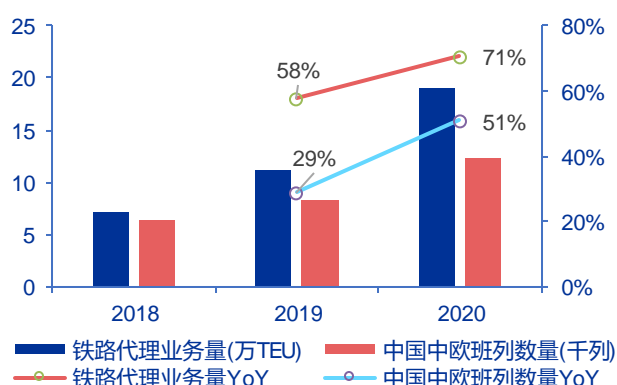
2020 年，在其他航路受阻的情况下，中国外运中欧班列逆势增长，累计开行 1580 列，发运 15.7 万标准箱，同比增长 21.7%，其中欧线班列发运 1388 列，发运 13.4 万标准箱，同比增长 22.5%。

图 25：铁路代理收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：铁路代理业务量及中欧班列数量



资料来源：公司公告，新华丝路，申万宏源研究

2.2.3 海运代理将受贸易模式逐渐转变的影响而出现盈利能力的修复

海运代理主要为客户提供向船公司订舱、安排货物出运、提箱、装箱、仓储、集疏港、报关报检、分拨、派送等与水路运输相关的多环节物流服务，能提供从中国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，已覆盖全球七十余个国家和地区。海运代理根据货物运装方式可以分为整箱和拼箱货。

由于传统 FOB 货占比大，导致利润率相比国外货代公司低，在拼箱和直客比例上升之后利润率将会改善，这一趋势在外运 E 拼的拼箱货中已经发现改善的趋势，外运 E 拼的利润率远高于传统海运代理利润率。

未来随着中国物流企业海外操作能力的上升，叠加物流付费方转移至国内卖家，中国物流企业在提升自身实力的背景下未来利润提升空间巨大。

表 9：中国外运海运单箱分部利润与华贸物流、DSV、德迅、DHL 海运单箱毛利对比（元/TEU）

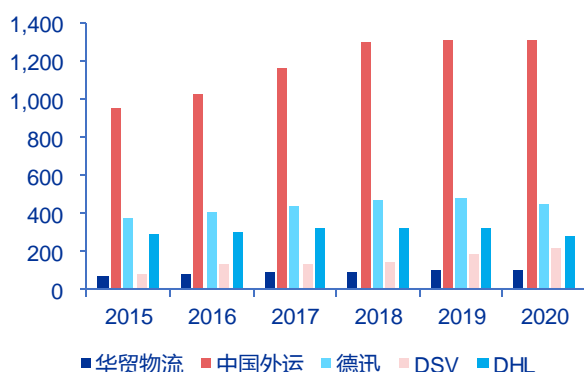
公司	2018 年		2019 年		2020 年	
	单箱毛利	毛利率	单箱毛利	毛利率	单箱毛利	毛利率
中国外运（分部利润）	51.01	2%	43.78	1%	45.31	1%
华贸物流	294.30	8.05%	320.71	8%	323.16	7%
DSV	3,332.63	25.3%	3,235.42	24.7%	3,235.48	22.9%
德迅	2,133.00	20.8%	2,203.15	20.6%	2,315.44	20.0%
DHL	1,615.38	19.07%	1,564.25	17.98%		

资料来源：公司公告，申万宏源研究，*中国外运分部利润口径为营业利润剔除和联营企业投资收益

从业务量看，中国外运是全国海运代理量最大的货代公司，2020 年处理海运集装箱量 1308.8 万 TEU，其统计口径或与海外同行公司有所区别，但即使同口径相比较，中国外运在 Transport Topics 2020 海运业务榜单上也以 374 万的海运箱量排名全球第二，仅次于德迅的 486 万箱。中国外运海运端利润率的小幅提升将为公司盈利能力带来巨大改善。

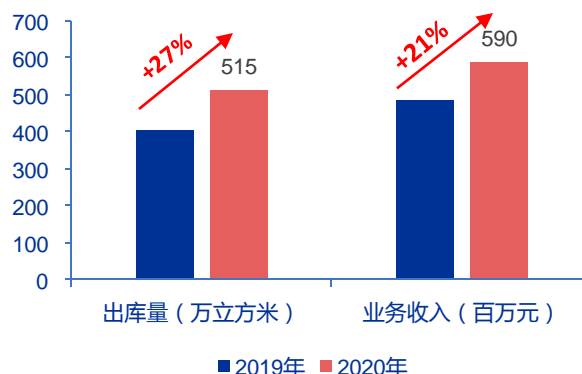
海运代理对 2020 年代理业务对外收入和分部利润的贡献率分别为 66.12% 和 31.83%，海运代理业务 2020 年业务量为 1308.8 万标准箱，同比降低 0.35%。2019-2020 年，中国出口集装箱数量下滑，连续出现负增长，2020 年同比降低 17.9%，而中国外运海运业务箱量 2020 年仅同比下降 0.4%，即使在疫情冲击下也跑赢行业整体增速。2020 年中国外运上线“外运 E 拼”的智能拼箱服务平台，外运 E 拼在 2020 年新开第一个海外中心仓，形成了“15 个中心仓+30 个卫星仓”的一体化服务网络，在物流碎片化短频化的趋势下有望能很好地满足市场拼箱的需求，进一步推动公司海运代理业务量的增长。外运 E 拼 2020 年发展迅猛，出库量同比增长 27% 至 515 万立方米，业务收入同比增长 21% 至 5.9 亿元。外运 E 拼已成为中国最大的拼箱服务平台。

图 27：中国外运及其可比公司海运业务箱量（TEU）



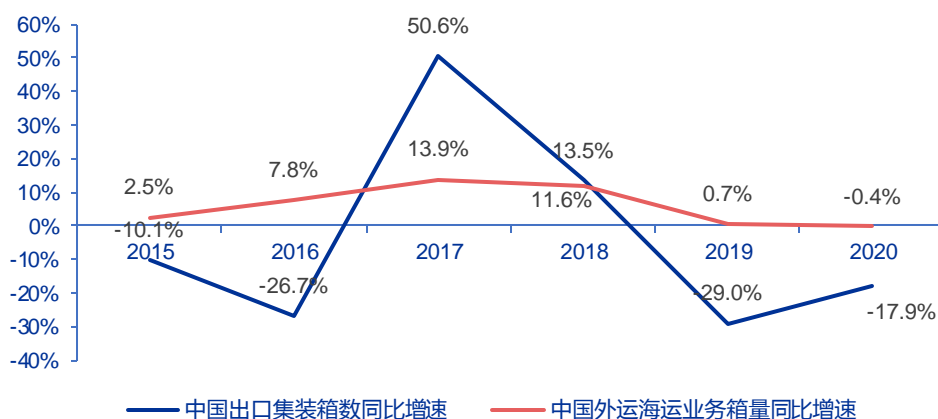
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：外运 E 拼业务量及收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

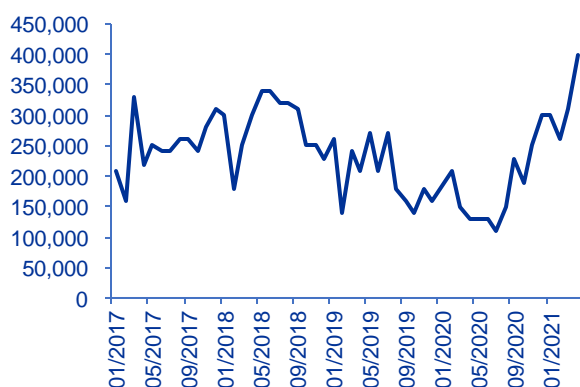
图 29：中国外运海运业务箱量增速与中国出口集装箱增速对比



资料来源：海关总署，公司公告，申万宏源研究

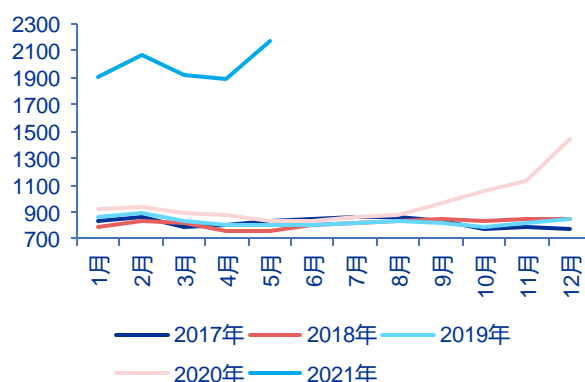
2020 年全国港口集装箱吞吐量在 6 月份超越去年同期水平，由于海外需求持续超预期及受疫情影响海外物流效率有所下滑，导致海运运价持续上涨。

图 30：中国出口集装箱月度数（TEU）



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 31：中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2.4 船舶代理与仓码服务为资源导向型业务，利润率高且优势明显

船舶代理：中国外运在全国 70 多个口岸设有分支机构，在多个国家和地区设有代表处，为船公司提供船舶进出港、单证、船舶供应及其他船舶在港口相关业务等服务，具体事项包括申请泊位、物资补充、签证办理、更换船员等等。中国外运多年码头服务及其丰富的配套资源使得公司船代业务在国内占据很强竞争优势及壁垒。船舶业务对 2020 年代理业务板块对外收入和分部利润的贡献率分别为 6.28% 和 20.02%，业务量为 2317.7 万标准箱，同比下降 13.35%。

图 32：船舶代理业务



中国外运旗下的中国船务代理有限公司是中国最大的船舶代理公司之一。在中国七十多个主要江海港口为客户提供高效、便捷和周到的船舶代理服务。

船舶服务

办理船舶进出港查验手续，安排船舶引航、靠泊、检验、修理、扫洗舱、熏舱、海上救助、海事处理以及买卖船舶和期/租船在港的交接手续等。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 33：船舶代理业务历史收入及分部利润率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仓码服务：中国外运仓码服务业务能够为客户提供货物储存及装拆箱、货物装卸、发运、分拨配送等相关服务，仓码服务收入主要来自于堆存和出入库收入。仓码服务对 2020 年代理业务板块对外收入和分部利润的贡献率分别为 4.66% 和 19.43%，完成业务量 1910 万吨，同比增加 19.38%。

2.3 跨境电商爆发给公司电商业务带来历史性发展机遇

中国外运在 2019 年新组建了电商业务板块，包含包括跨境电商物流、物流电商平台和物流装备共享平台。

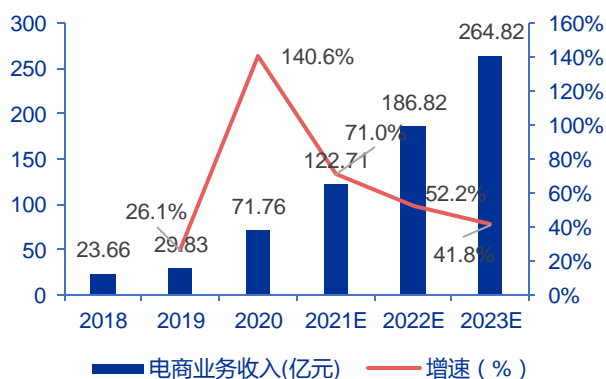
- **跨境电商物流业务**主要针对跨境电商客户提供全链路或部分链路端到端的物流供应链服务；
- **物流电商平台**主要是通过公司运易通平台向客户提供标准化产品；
- **物流装备共享平台**主要是公司提供的集装箱和移动冷库设备的租赁。

我们预计随着海外电商渗透率的提升，中国商品及品牌的出海将为公司电商业务带来高速增长。公司空运普货量占据绝对优势，对于跨境电商货物的增量市场有得天独厚的填仓优势，与航司多年的深度合作及完善的全球物流网络使公司在跨境电商件上积累了很强的先发优势。

2020 年，公司电商业务对外营业额为 71.76 亿元，同比增长 140.55%，分部利润为 1.96 亿元人民币，同比增涨 176.06%。

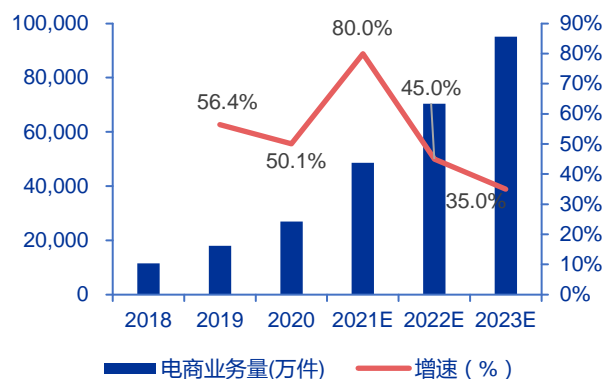
电商业务量上，2020 年跨境电商物流共计 26985.5 万票，同比增长 50.1%。我们预计未来三年公司电商业务量都将保持双位数增长。

图 34：电商业务收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：电商业务量及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司在跨境业务段持续加大网络建设，关注战略核心地区资源获取。2020 年全年由 2019 年的杭州 - 列日单一线路发展到 11 条线路、43 个航线产品。2020 年上半年结合杭州-列日的包机建立欧洲全境的清关、卡班以及末端派送服务体系，共执飞 80 架次，开发从宁波/上海出发至美国洛杉矶长滩港、衔接美国末端海运小包和 FBA 等产品的清关、并进行美国本土派送的美线小包产品，并开发了中欧班列电商出口服务产品。2020 年，公司加强电商口岸能力建设，启用嘉兴分拨中心和东莞分拨中心，进一步提升电商业务枢纽分拣操作能力；海外方面，完成迪拜约 2 万平方米的海外仓改造，提升跨境电商运营能力。

跨境电商交易规模扩大。从 2010 年至 2020 年，我国跨境电商交易规模逐年增长，10 年复合增长率达到 27.5%。在全球外贸整体遭受严重冲击的情况下，2020 年前三季度通过海关跨境电商管理平台的进出口额逆势增长 52.8%，达到 1873.9 亿元，成为我国稳外贸的重要力量。网经社预测，2021 年全球跨境电商交易规模有望达到 14.6 万亿元，今后仍将维持高速增长。

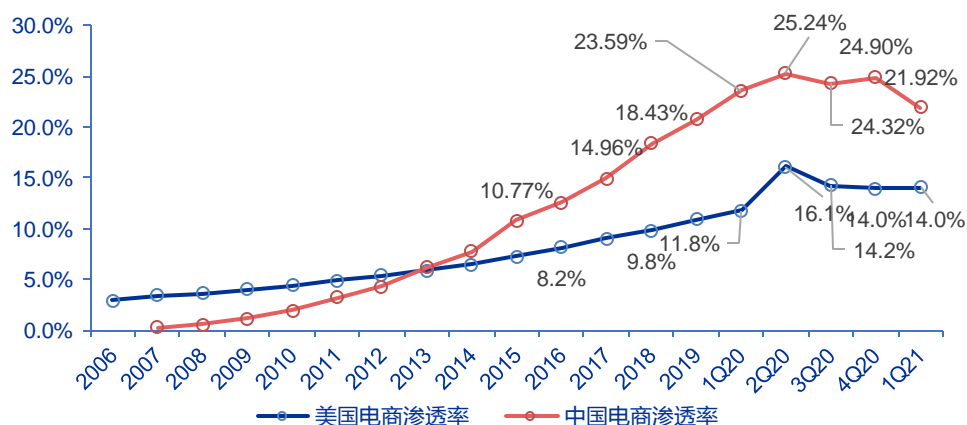
图 36：跨境电商交易规模及增速



资料来源：网经社，申万宏源研究

海外电商渗透率持续提升。海外零售交易主要以线下门店交易为主，消费者的销售比例有限，但受海外疫情影响，从第二季度以来，海外的消费渠道逐渐向线上迁移。2019 年美国电商渗透率约 11%，而我国线上渗透率以及达到 20.7%，达到美国的近 2 倍。然而疫情爆发后，4 月美国线上渗透率达到 27%，达到历史最高水平，渗透率出现显著提升。

图 37：疫情期间中美电商渗透率提升



资料来源：美国商务部，国家统计局，申万宏源研究

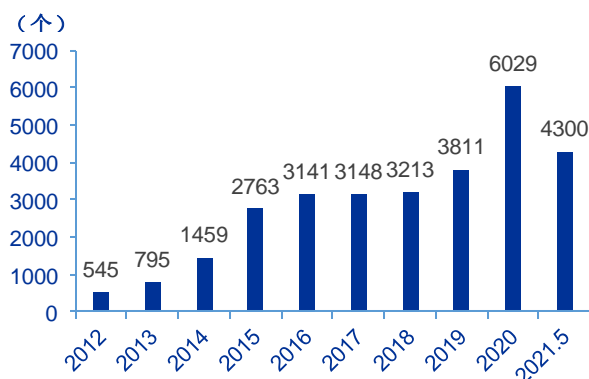
跨境电商业务方面，截止至 2020 年年中，全国共计将设立 105 个跨境电商综试区，共同推动海内外经济发展。同时也出台针对电商企业 2B 的 9710 和海外仓的 9810 的海关监管方式、降低海外采购物品进口关税税率等举措推动跨境电商贸易的发展，为跨境电商上下游企业提供非常好的机遇。

2.3.1 作为国际航空货运龙头企业，中国外运将充分享受行业高增红利

从 2015 年至今，中国跨境电商行业高速发展，据企查查统计在 2015-2019 年中国年均跨境电商企业新增注册量约为 3215 家，而 2020 年在新冠肺炎疫情的催化下**新增跨境电商企业数量已提升至 6029 家**，2021 年截至 5 月，新增跨境电商企业 4300 家。

今年跨境电商企业数量激增的主要原因之一是大量传统代加工企业主动在海外电商平台开店，**传统贸易中按订单生产的模式仅留给企业极低的利润率，在今年由于运费的大涨及人民币升值的影响下很难盈利，企业被迫主动寻找终端客户、夺取定价权来提高自身利润率**。我们认为企业获得自主定价权的过程已经对传统贸易模式进行了优化，减少中间环节，而这将为未来中国产品及自主品牌出海提供新的选择，对物流也提出新的要求。

图 38：跨境电商企业新增注册量快速上升



资料来源：企查查，申万宏源研究

图 39：人民币对美元、人民币对欧元汇率



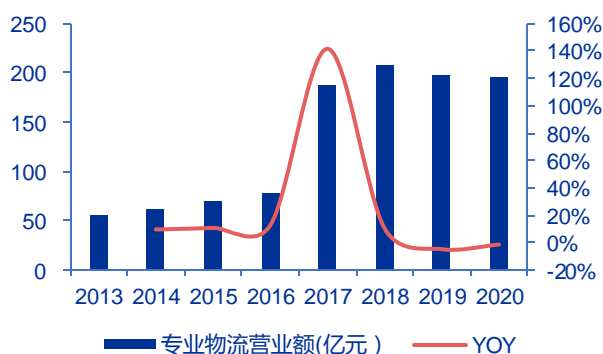
资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 专业物流：各子版块全国份额名列前茅，激励后潜力巨大

公司专业物流业务聚焦高成长、高附加值的细分行业及其上下游，推动产业高质量发展。中国外运根据客户的不同需求，为客户提供量身定制的、覆盖整个价值链的一体化物流解决方案并确保方案的顺利实施，主要包括**合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流**。2020年，公司专业物流服务的对外营业收入为195.85亿元，同比下降1.28%，分部利润为7.15亿元，同比增长5.3%，2020年，专业物流板块贡献了公司整体收入的23%和分部利润的26%。

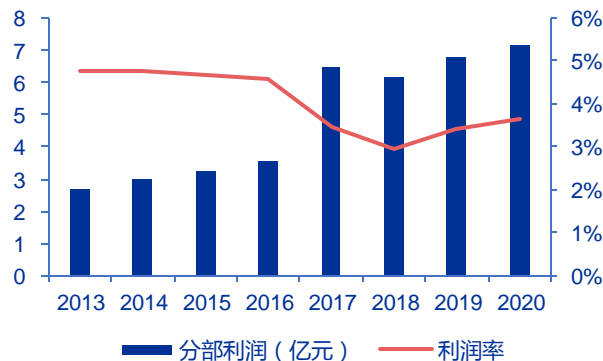
2020专业物流利润同比增长5.3%，剔除KLG并表影响的话为同比下降14%，其中合同物流受疫情影响B端恢复慢于C端恢复导致业务量收到一定压制，同时项目物流海外端受疫情影响，有工程推后所导致的短期业务量承压。不过我们预计随着国内工业生产的恢复及海外工程项目的恢复，公司专业物流板块在2021年将有较大的增长空间。

图 40：专业物流营业额及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

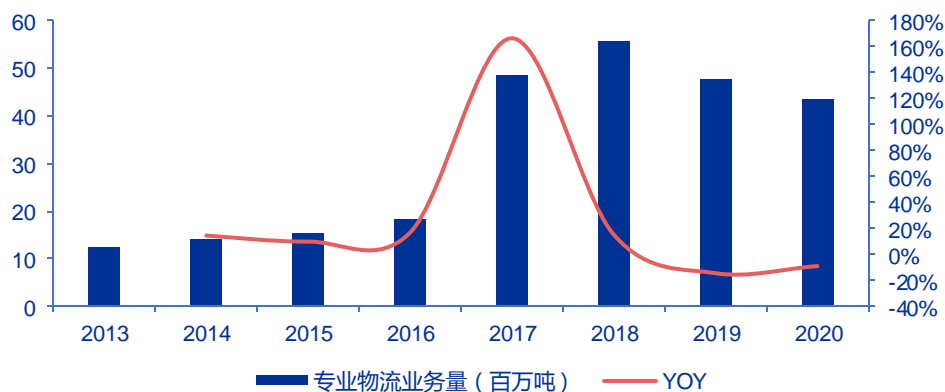
图 41：专业物流分部利润及利润率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

专业物流在2019年前保持较好的增长态势，在2019年由于项目物流原有大项目结束，新项目出于初期筹备阶段导致业务量缩减，同比降低14.49%，2020年工期受疫情影响延后，导致全年业务量同比降低9%。但我们预计在疫情逐步控制以及新项目稳定后能够保证充足的业务量，继续保持专业物流业务量的持续增长。

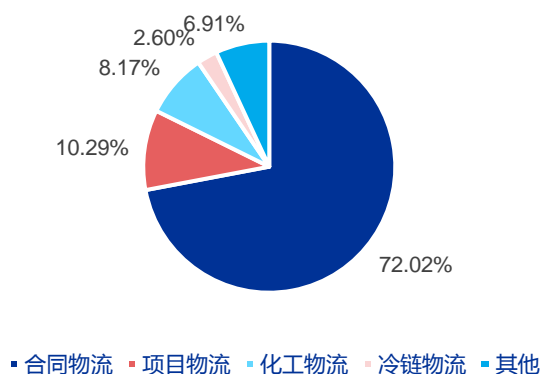
图 42：专业物流业务量及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

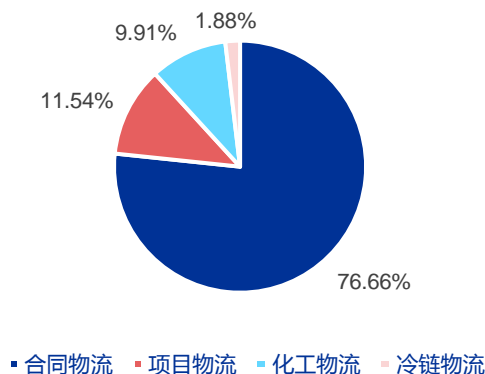
细分业务构成上，合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流和其他分别占专业物流业务收入的 72.02%、10.29%、8.17%、2.60%、6.91%；分部利润中，合同物流、项目物流、化工物流和冷链物流分别贡献分部利润的 76.66%、11.54%、9.91%、1.88%。

图 43：2020 年专业物流板块收入组成情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：2020 年专业物流板块分部利润组成情况

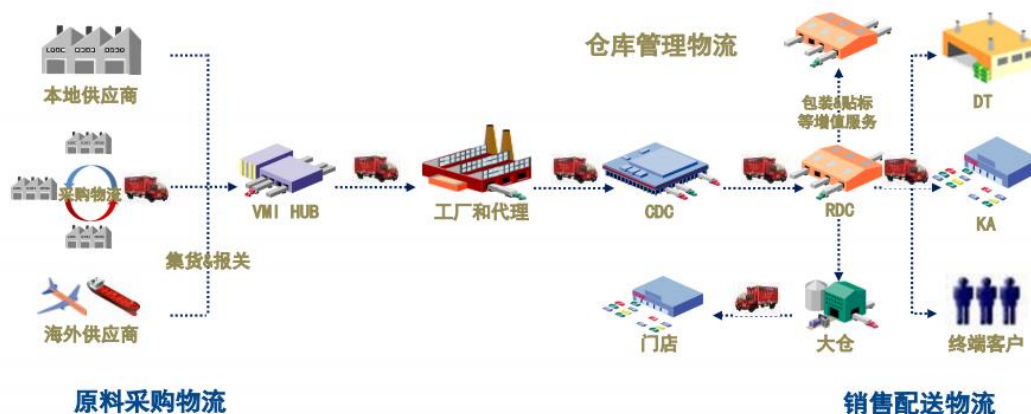


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1 合同物流

中国外运合同物流基于长期合作协议，为客户提供包括采购物流、生产物流、销售物流、逆向物流等在内的供应链物流服务，目前主要的服务行业和服务线条包括消费品、零售、汽车、高科技、医疗健康和国际供应链采购等，通过海外机构和国内的物流覆盖网络，向客户提供全方位的合同物流服务。

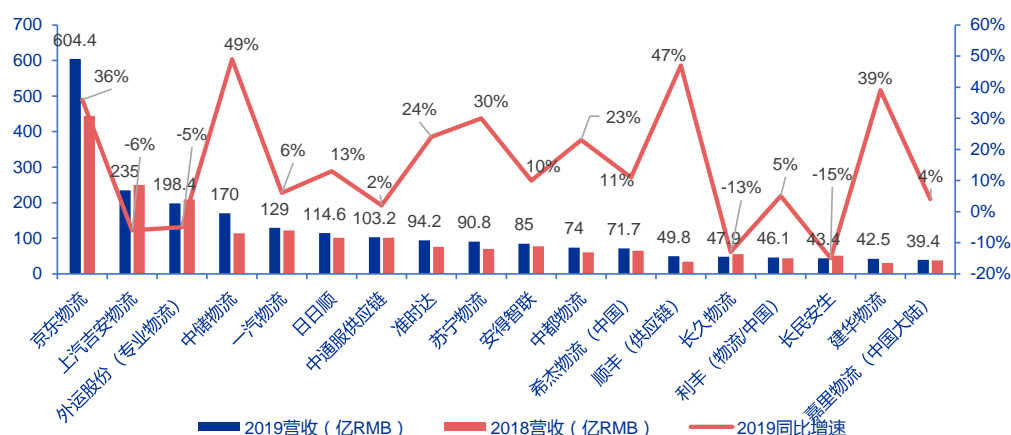
图 45：中国外运全程供应链服务流程图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

合同物流为专业物流板块收入和分部利润贡献率最高的物流业务，对外收入和分部利润贡献率分别为 72.02%和 76.66%，2020 年业务量为 3310 万吨，业务量占专业物流整体业务量的 76.09%。在中国合同物流市场里，中国外运的业务量为最大物流服务提供商

图 46：合同物流行业头部玩家



资料来源：罗戈研究，申万宏源研究

合同物流在 2020 年完成收入 147.41 亿元，同比增长 72.02%，合同物流分部利润 6.11 亿元，其中 KLG 集团克服欧洲疫情带来的严重不利影响，实现收入约 15.8 亿元，实现经营产生的利润约 1.8 亿元人民币，与 2019 年持平，展现出较强的经营韧性。

中国外运合同物流主要客户分布在消费品、零售电商、医疗电子、汽车等多个领域，合同物流市场空间巨大。

图 47：中国外运合同物流主要客户

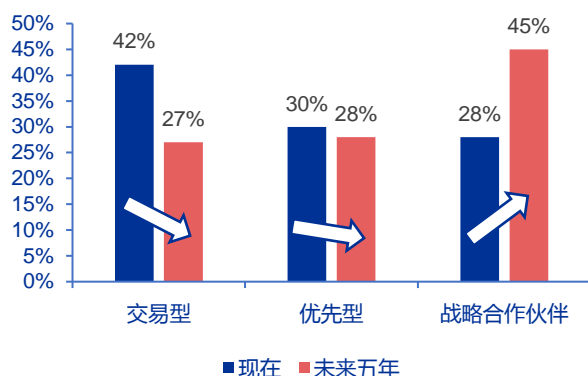
消费品	零售电商	医疗电子	汽车	国际业务

资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据 2021 THIRD-PARTY LOGISTICS STUDY 报告调研显示，货主认为在未来五年中，纯交易型合作伙伴将从现在 42% 的占比降至 27%，战略合作伙伴占比将从 28% 大幅提升至 45%。第三方物流服务商观点与货主类似，交易型关系将在未来减少，转为战略合作伙伴。

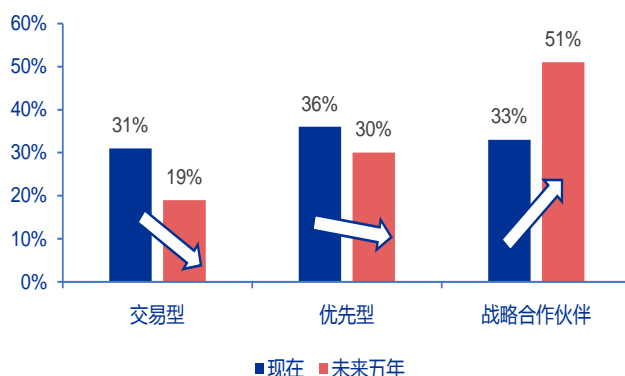
在未来，货主和第三方物流公司的合作将从简单的运输服务/仓储服务采购逐渐转变为及库存管理、需求预测、仓储运输等多方位一体化的供应链服务。这将扩大头部企业的竞

图 48：第三方物流客户关系变化调研结果（货主）



资料来源：《2021 THIRD-PARTY LOGISTICS STUDY》，
申万宏源研究

图 49：第三方物流客户关系变化调研结果（3PL）



资料来源：《2021 THIRD-PARTY LOGISTICS STUDY》，
申万宏源研究

2021 THIRD-PARTY LOGISTICS STUDY 报告中调研结果还显示未来成功的第三方物流所需要具备的特点有：帮助客户转变供应链的能力、自动化、根据客户需求进行一定定制化服务、客户关系维护、有海外物流服务能力、更全面的服务能力等。

表 10：未来成功的第三方物流所需要的具备的特点

成功因素	货主 (%)	3PLs (%)
第三方物流帮助客户转变供应链的能力	69%	78%
更多地采用自动化	61%	67%
识别快速发展的客户需求并主动制定应对措施	60%	69%
建立更有意义、更有效的客户关系	57%	67%
拓展全球性服务、以减少货主的第三方物流合作伙伴数量	46%	41%
更全面的服务和能力，为不同的客户群提供服务	39%	44%
随着客户支持度的提高，第三方物流向第四方物流发展	36%	44%
提高专业化程度，为客户创造更多价值	26%	32%

资料来源：《2021 THIRD-PARTY LOGISTICS STUDY》，申万宏源研究

中国外运占据国内核心物流节点资源，但是公司也在持续推进物流平台及数字化进程，公司有望将其核心资源运营效率提升一个台阶，对客户起到降本增效的效果，真正成为客户战略合作伙伴而不仅仅是交易型合作伙伴。2020 年完成对 KLG 集团的收购，KLG 集团在欧洲主营公路运输、货代及仓储服务，拥有高密度且稳定的欧洲陆上运输网络。收购后公司将业务延伸至欧洲大陆，有望为公司合同物流、跨境电商物流、中欧班列等业务板块实现协同效应并为公司回程货运带来业务增量。

持续的信息、自动化系统投入：在合同物流行业对于效率要求不断提升的背景下，中国外运也进行了持续的信息系统的建设，以及自动化设备的升级。

公司科技研发团队人数于 2020 年底增长至 603 人，公司智能装载算法在外运 E 拼的深圳及青岛仓上线，货柜容积率提升约 10%。智能收发货系统在合同物流领域试点上线，使仓库收发货环节货物分拣效率提升超过 2 倍。

在大数据领域，公司已完成与 115 家内外部数据源对接，包括 60+家船公司、120 家航空公司、8 个国内主要港口。

图 50：中国外运信息化系统及自动化设备



资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国外运合同物流优势：资源优势强（公司拥有大量土地、仓库、码头资源）、长期服务各行业积累下来的行业经验、对不同行业客户需求的深刻认知、对自动化设备的投入、完善的海外服务网络将使得公司在未来能够为客户提供多元化的定制服务，能够满足客户各环节的物流需求。

中国外运合同物流劣势：过去公司在经历持续的整合，内部激励机制不够市场化导致公司物流运营效率相比同行公司较低。公司合同物流面临来自互联网巨头发展供应链业务所带来的业务上的竞争。国际物流服务能力强，对有进出口需求的跨国企业来说有更强的服务能力。

我们认为：中国外运在朝着正确的方向发展，完成对 KLG 的收购后进一步拓展在海外的服务能力，延长服务链条。公司也在不断推进市场化改革，提升公司运营效率，而在物流土地资源及仓储资源越来越紧缺的背景下，中国外运的资源优势在未来会更加明显。

3.1.1 公司优质物流地产资源丰富，地产资源未来将持续增值且为公司运营带来极强的成本优势

随着物流地产租金及价格的上涨，中国物流企业逐渐意识到土地资源对于企业长期发展的重要性，顺丰、通达系等物流公司都在积极的购买优质物流地产资源。而中国外运在物流地产资源有大量的土地及仓库资源储备，随着公司整合完成后运营效率的提升，以及潜在的 REITs 项目的开展，其土地、仓库利用率将大大提升，同时部分低估的物流地产价值也将被释放。

公司在国内拥有超过千万平方的土地资源、700+万平方米仓库（其中自有仓库达 400+万平方米）、10 个内河码头及 4000 余米岸线资源。

表 11：物流资产对比：中国外运 vs 顺丰 vs 嘉里物流 vs 京东物流 vs 中通 vs 华贸

物流公司	物流资产
中国外运	国内拥有超过千万平方的土地资源、700+万平方米仓库(其中自有仓库达 400+万平方米)、10 个内河码头及 4000 余米岸线资源。
华贸物流	7.2 万平方米的境外仓库。

物流公司	物流资产
顺丰	拥有物流场地土地面积约 8,721 亩(建筑面积 611 万平方米,截至 2020 年已建成运营 172 万平方米)、自营仓 228 个面积约 278 万平米(其中电商仓面积达 232 万平方米)、加盟仓 146 个面积约 208 万平方米。
嘉里物流	全球拥有 7500 万平方尺物流设施(面积约 696.8 万平方米), 其中中国大陆物流设施面积 746.6 万平方尺(面积约 69.4 万平方米)。
中通	拥有 44 个自营分拣中心, 面积达 496 万平方米; 另有 40 个租赁分拣中心。
京东物流	国内运营超 900 个仓库, 仓储总面积约 2100 万平方米(含云仓); 境外拥有 32 个仓库, 面积约 44 万平方米。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

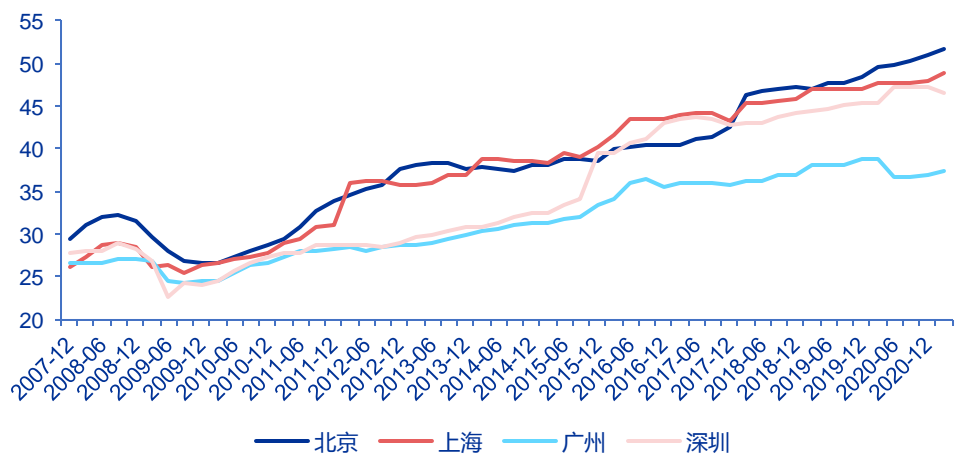
表 12：中国外运自有土地

(万平方米)	省份
>100	山东、广东
50-99	上海、天津、福建、江苏、安徽、辽宁、广西
10-49	北京、浙江、四川、重庆、云南、贵州、湖南、湖北、陕西、吉林、黑龙江、新疆
0-9	香港地区、河南、江西
合计	近 1000 万平方米

资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国近年来核心城市、仓储租金呈现稳步上升的趋势，在优质物流地产资源越来越稀缺的大背景下，我们预计仓储租金将保持平稳上升的趋势，公司资产重估能带来较为可观的收益。

图 51：一线城市仓储用地租金逐渐上行(单位：元/平米/月)



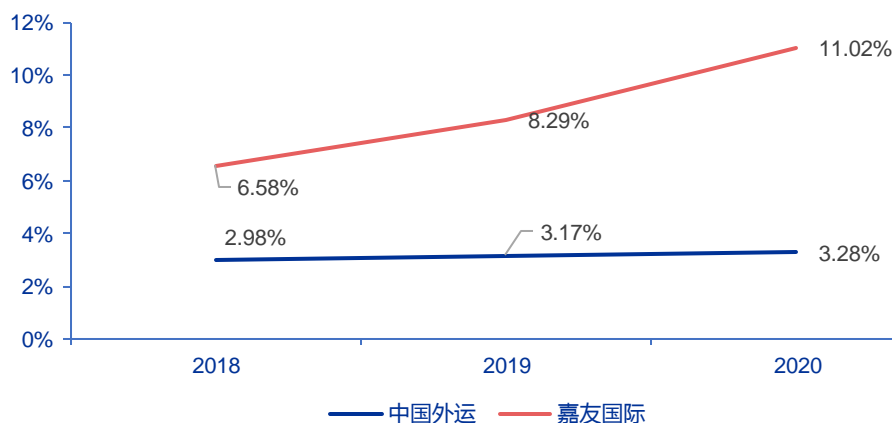
资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 项目物流

项目物流主要覆盖一带一路国家和地区，面向电力、石化、冶金矿业、基础设施、轨道交通、海洋工程等行业的中国对外工程承包企业，提供工程设备及物资从中国到海外目的国的物流运输和配送服务。项目物流在 2020 年对专业物流的营收和分部利润的贡献率分别为 10.29% 和 11.54%，业务量为 620 万吨，占总业务量 14.25%。

项目物流受中国对外承包工程以及世界各国地区经济和政治、安全局势等因素的影响，2019 年原有大项目结束、新项目处于筹备阶段尚未开始产生经济效益，因此 2019 年业务量同比下降 39.81%，且 2020 年上半年受海内外疫情影响严重，但随着疫情的逐步恢复，项目物流端长期收入利润将随着“一带一路”的持续推进而保持较为稳健的增长。

图 52：项目物流净利润率与嘉友国际对比



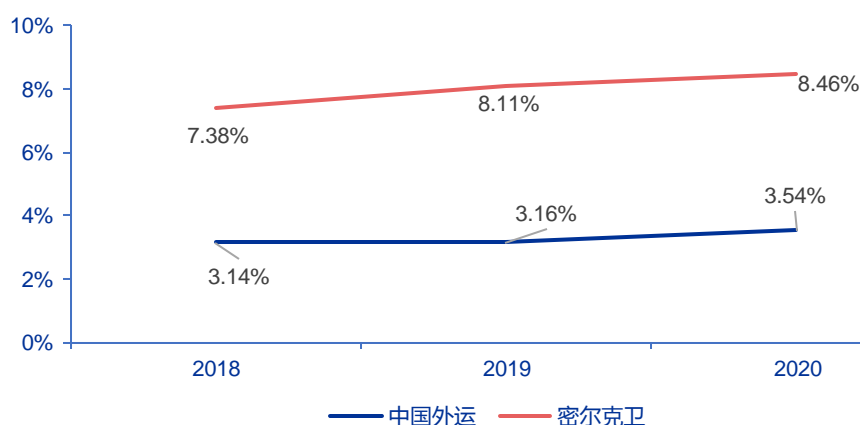
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 化工物流

化工物流主要服务于精细化化工行业客户，为客户提供供应链解决方案及物流服务，主要包括危险品及普通包装化工品的仓储、运输配送、国际货代和多式联运等。化工物流除受化工行业景气度的影响外，也与行业政策及安全监管措施等密切相关。公司除了可以运输一般化工品之外，还具备危险化学品仓储和运输资质，并且在中国主要口岸建立了专业化危化品货代服务平台以满足客户危化品的国际货代需求。

2020 年化工物流对专业物流板块的对外收入和分部利润的贡献率分别为 8.17%和 9.91%，业务量为 320 万吨，占总业务量的 7.36%。和公司化工物流业务模式相似的可比公司有密尔克卫。对比净利润率，密尔克卫 2020 年净利润率为 8.46%，而中国外运 2020 年分部利润率为 4.72%（按 25%所得税计算，净利率约为 3.54%）利润率比同行低的原因主要因为危化品的仓储占比相对较少；密尔克卫以危化品的运输、货运代理、仓储业务为主，也包含一部分化工品交易收入。

图 53：化工物流净利润率与可比公司对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 冷链物流

冷链物流主要服务于食品饮料及流通企业、进出口贸易以及连锁餐饮企业，为客户提供冷链相关的仓储+干线运输+配送服务和进出口货代等服务。

冷链物流贡献 2020 年专业物流营收和分部利润的 2.60%和 1.88%，业务量为 100 万吨，占总体业务量的 2.3%。冷链物流行业目前仍处于初期发展阶段，公司的冷链物流业务规模也比较小，但冷链行业受消费升级和技术进步带动，并得到政策支持，总体向好。2020 年上半年冷链物流不断开拓市场，提升运营能力，实现盈利。

4. 优质合联营公司持续为中国外运带来归母净利润贡献，中外运敦豪国际航空商务件壁垒较高

中外运敦豪国际航空快件有限公司于 1986 年在北京正式成立，合资双方中国外运和 DHL 各占 50%股权。中外运敦豪主要业务为国际快递（高端时效件），包含文件、时效要求极高的小包裹、以及高端电商件。公司基于 DHL 集团全球物流资源开展高端快递业务，直接竞争对手主要为 FedEx、UPS、顺丰国际等。

中外运-敦豪长期占据中国高端国际快件市场龙头地位，2020 年营收 181.68 亿元，同比大增 30.90%，2012-2020 年收入复合增速达 10.85%；2020 年实现净利润 24.32 亿元，同比增长 25.01%，2012-2020 年净利润复合增速达 9.06%。

图 54：中外运敦豪历史营收及增速



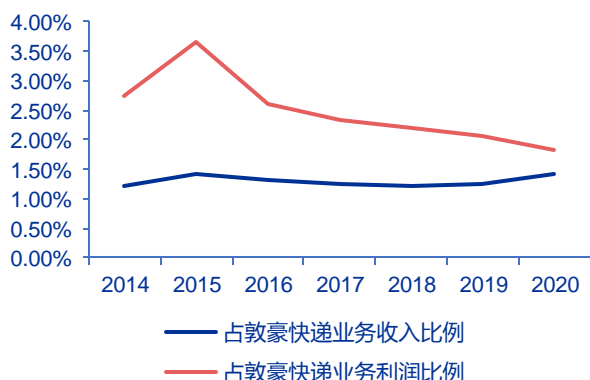
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 55：中外运敦豪历史净利润及增速



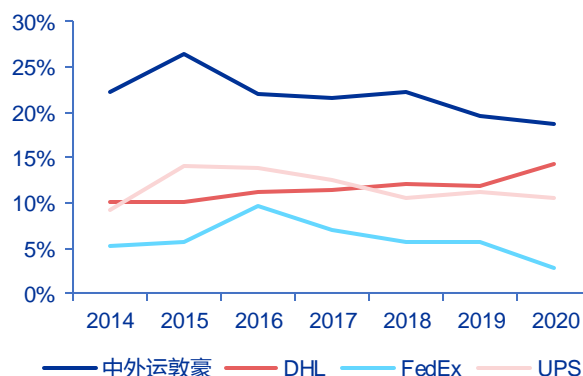
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 56：占敦豪快递业务收入、利润比重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 57：中外运敦豪利润率对标可比公司



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：中外运敦豪利润口径为税前利润，DHL 利润口径为 EBIT，UPS 的利润口径为营业利润，FedEx 直接披露营业利润率

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

公司过去几年处于整合后的阵痛期导致公司盈利能力提升较为缓慢，且公司股权激励计划未通过使得市场对于公司业绩预期较低。我们认为公司未来仍将坚持市场化改革的方向不变，或将推出新的股权激励计划方案，公司的运营效率有望大幅提升，公司成本及费用管控也有望迎来改善，运营效率的提升将为中国外运带来盈利上升的空间。

我们预测公司收入在 2021-23 年间增长 17.6%，14.5%，14.4%，主要收入增量来自于代理及相关业务及跨境电商物流收入的增长。2021 年收入大增主要来源于：1）代理及相关业务中：空运代理量价齐升，我们预测 2021 年空运业务量同比增长 30%，单位收入

同比下降 5%，导致空运收入同比增长 23.5%。同时由于中欧班列需求的暴增导致铁路代理业务收入同比上涨 40%；2）电商业务我们预测今年业务量同比增长约 80%，单票收入同比下降 5%，跨境电商业务收入同比增长约 71%。

表 13：收入及增速拆分（百万元）

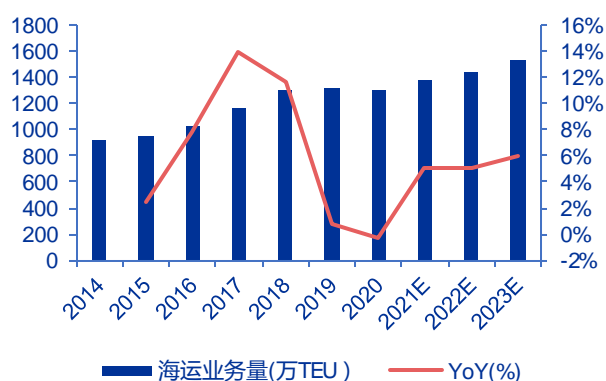
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	77,312	77,650	84,537	99,411	113,787	130,132
增速		0.4%	8.9%	17.6%	14.5%	14.4%
海运代理	38,885	42,206	42,096	44,422	46,876	49,937
增速		8.5%	-0.3%	5.5%	5.5%	6.5%
空运代理	4,765	5,108	7,180	8,867	9,993	11,518
增速		7.2%	40.6%	23.5%	12.7%	15.3%
铁路代理		2,731	3,501	4,901	5,882	6,352
增速			28.2%	40.0%	20.0%	8.0%
其他业务	10,803	9,573	10,888	11,121	11,468	12,092
增速		-11.4%	13.7%	2.1%	3.1%	5.4%
电商业务	2,366	2,983	7,176	12,271	18,682	26,482
增速		26.1%	140.5%	71.0%	52.3%	41.8%
专业物流业务	20,806	19,839	19,585	21,217	24,514	27,655
增速		-4.6%	-1.3%	8.3%	15.5%	12.8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究 备注：其他业务中包含船舶代理业务、仓码服务业务、其他业务

代理业务保持稳定增长：1）公司海运代理业务在国内处于领先地位，我们预计海运部分业务量将维持稳健增长，收入和成本或随运价波动，但分部利润将随业务量的增长稳步提升，利润率也将会有中枢上移。主要因为海运部分拼箱需求持续上升，利润率随着毛利较高的外运 E 拼业务占比提升将有小幅提升；2）**空运部分由于与跨境电商有较大的协同，跨境电商的业务量使得公司有能力获取更多包机线路，这将提升公司空运干线运力资源，传统空运普货量也将有较快增幅，我们从公司一季度运营数据也能看出，传统空运普货业务量达到 15.1 万吨，同比增长达到 66%，相比 1Q19 也有 52% 的增长。我们预计公司 2021-23 年空运代理业务量将增长 30%、15%、13%。此外传统普货与跨境电商货物混搭能提高飞机装载率，达到货源结构及成本的优化，利润率也将有所提升。**

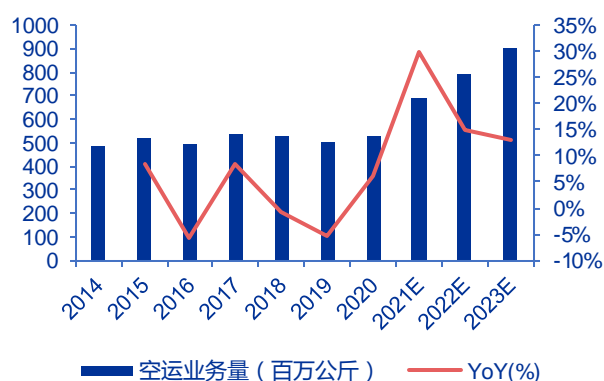
海运：公司 2020 年海运业务量达到 1308.8 万 TEU，2014-20 年复合增速达 5.89%，高于中国主要港口集装箱吞吐量的同期复合增速 4.68%，证明公司在国际海运市场份额持续提升。2020 年前三季度受疫情影响，外贸集装箱吞吐量同比下降 4.3%，公司海运业务量同比下降 3.6%，我们预计 2021 年随着海外疫情的趋缓，海运业务量将同比增长 5% 左右。

图 58：海运业务量及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 59：空运业务量及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

空运：2019 年因国际贸易紧张局势影响，国际航空货运市场经历了自 2009 年以来最糟糕的时期，货运吨公里（FTKs）的需求同比下降了 3.3%，而运力（AFTK）同比增长了 2.1%。而 2020 年受疫情影响，全球航空货运需求（CTKs）需求同比下降了 10.6%，而全行业可用货邮吨公里（ACTK）同比下降了 23.3%，这也造成了 2020 年航空货运价格同比大幅上涨。

航空货运需求在 2021 年 1 月份首次恢复到疫情前的水平，进入到 4 月份更加速恢复进程。与疫情前水平相比，2021 年 4 月全行业的全球航空货运需求（CTKs），较 2019 年 4 月增长 12% 实现强劲增长；运力仍然偏紧，全行业的可用货邮吨公里(ACTKs)相较于 2019 年 4 月下降 9.7%。

但是由于中国空运出口需求景气叠加部分中小货代出清，中国外运 2020 年全年空运业务量同比逆势增长 6.04% 至 53.23 万吨。我们预计在未来的几年中，中国跨境航空货运需求将持续保持景气。

表 14：2021 年 4 月航空货运市场

	全球市场 份额	2021 年 4 月（较 2019 年同比变化率）				2021 年 4 月（较 2020 年同比变化率）			
		货运吨公里	可用货运吨公里	货载率同比变化率	货载率水平	货运吨公里	可用货运吨公里	货载率同比变化率	货载率水平
整体市场	100.0%	12.0%	-9.7%	11.2%	57.8%	48.3%	49.4%	-0.4%	57.8%
非洲	2.0%	29.2%	-2.3%	12.3%	50.4%	56.3%	24.4%	10.3%	50.4%
亚太	32.6%	5.4%	-13.7%	11.5%	63.3%	46.2%	59.3%	-5.7%	63.3%
欧洲	22.3%	11.5%	-18.1%	18.1%	68.1%	61.0%	52.2%	3.7%	68.1%
拉美	2.4%	-31.0%	-47.2%	10.7%	45.7%	25.3%	53.1%	-10.1%	45.7%
中东	13.0%	15.3%	-9.9%	13.1%	59.8%	80.7%	58.5%	7.3%	59.8%
北美	27.8%	23.7%	5.8%	6.9%	47.3%	31.2%	38.8%	-2.7%	47.3%

资料来源：IATA，申万宏源研究

铁路代理业务高速发展：铁路代理业务量 2020 年同比大增 71%至 19.1 万标准箱。我们预计由于中欧班列时效可靠性高，性价比相较空海运有一定的竞争优势，且在政府持续补贴中欧班列的背景下，公司铁路代理业务量及收入将在 2021-23 年分别增长 40%、20%、8%。

电商业务收入将持续快速增长：2020 年公司电商业务收入同比大增 140.55%，电商业务量同比上涨 50.09%，我们预计公司 2021-23 年电商业务收入将同比增长 71%、52%、42%，业务量预计将增长 80%、45%、35%。今年新冠肺炎疫情以来，B2B 货运量及跨境电商爆发，2020 年跨境出口增长 40.1%，远超 2015-2020 年均 15.6%的增速。中国外运作为国内跨境物流服务龙头企业，将充分受益于跨境电商增长所带来的物流需求增量，叠加公司该部分业务收入基数小，我们给予跨境电商物流收入 2020-23 年 55%的复合增长。

5.2 分部估值法

我们给予公司 2021E-2023E 归母净利润预测为 36.40、41.94、48.38 亿元，对应归母净利润增速 32%，15%，15%。由于公司业务板块多，专业物流中细分子行业（合同物流、化工物流）与传统代理业务模式差别较大，跨境电商物流业务增速显著高于其他板块，故采取分部估值法对公司进行估值。根据业务属性，共分为五大板块估值：代理及相关业务、合同物流/项目物流/冷链物流、化工物流、电商业务、合联营企业。

代理及相关业务：由于中国外运货运代理板块以国际物流为主，而国内其他货运代理公司主要以国内物流为主，基于业务模式，我们选取华贸物流为中国外运国内可比公司，同时德迅、DSV、XPO Logistics、罗宾逊全球物流、康捷国际物流作为欧美头部货运代理公司，与中国外运在国际货运代理业务模式上有很强的可比性，故选作中国外运的可比公司。国内外货运代理可比公司 2021E 稳态合理估值约为 20-37 倍，考虑到中国外运代理及相关业务利润率不及海外可比公司，但分部利润增速较高，给予代理及相关业务板块 2021 年 15 倍 PE 估值。

表 15：货运代理可比公司估值情况

证券代码	证券简称	2021/6/16 股价 (当地货币)	总市值(亿, 当地货币)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603128.SS	华贸物流	13.12	172	172	0.61	0.8	1.04	22	16	13
KNIN.SIX	德迅物流	318.60	385	2744	9.71	9.2	9.51	33	34	33
DSV.CO	DSV	1451.50	3338	3487	39.51	43.19	48.05	37	34	31
XPO.N	XPO Logistics	152.45	170	1089	6.24	7.13	8.07	24	21	19
CHRW.O	罗宾逊全球物流	99.18	132	844	5.03	5.05	5.28	20	20	19
EXPD.O	康捷国际物流	125.49	212	1356	5.87	5.18	5.22	21	24	24

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究 备注：海外可比公司一致盈利预测取自 Bloomberg

合同物流/项目物流/冷链物流：合同物流市场巨大，公司合同物流过去增速较为稳定，公司主要竞争力来自于其仓库及土地资源的优势及对行业多年积累下来的经验，公司面临的挑战则在于顺丰、京东的公司供应链服务的发力，以及来自快运公司的冲击。但我们觉得

合同物流市场空间很大，且行业利润率普遍很低，中国外运靠其资源优势将能守住其现有的市场份额。

2020 年中国外运完成 KLG 集团的收购并完成并表（并入合同物流），2020 年 KLG 贡献的分部利润达 1.31 亿元，预计未来在欧洲疫情得到控制后，KLG 将为公司合同物流板块带来新的增长动力，中国外运欧洲大陆业务将部分倾斜给 KLG 集团形成较强协同效应。

公司项目物流主要以海外工程项目为主，操作难度相对较大，壁垒较高，增长将随着海外工程的开工而恢复。

我们选取嘉里物流、中储股份作为中国外运合同物流可比公司，这两家公司合同物流占自身营收、利润比重大，整体估值能反映出合同物流市场的估值水平。没有纳入顺丰、京东物流、中通的原因为合同物流占比低，估值不具备可比性。其他头部合同物流公司均为上市，所以未选作中国外运的可比公司。

由于合同物流利润率较低，行业竞争激烈，参照可比公司估值，我们对该部分业务进行敏感性测算，**分别给予合同物流业务 2021 年悲观、中性、乐观 PE 估值为 3 倍、8 倍、13 倍。**

悲观预期为互联网巨头企业或 ToC 企业进一步加大对合同物流行业的投入，导致行业竞争格局进一步恶化。

中性预期为行业将维持有序竞争，行业内企业按照合理的成本及一定的利润率为基准进行报价。

乐观预期为合同物流行业新进入企业意识到行业利润率及规模效应不及 ToC 物流市场，改变合同物流市场的竞争策略，放慢对合同物流行业的投入。同时中国外运合同物流业务板块管理及运营效率提升，REITs 化带来部分资产重估后倒逼分子公司提升资产回报率，提升合同物流板块利润率。

我们认为未来中性预期出现的可能最大，但行业格局将与各家公司竞争策略紧密相关，外运 REITs 化进程的时间点暂有一定不确定性，**故给予合同物流业务 2021 年 3-8 倍的区间估值。**

表 16：合同物流可比公司估值情况

证券代码	证券简称	2021/6/16 股价 (当地货币)	总市值(亿, 当地货币)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
0636.HK	嘉里物流	23.10	416.61	343.37	1.02	1.22	1.42	23	19	16
600787.SH	中储股份	4.95	108.89	108.89	0.31	0.36	0.41	16	14	12

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究 备注：嘉里物流一致盈利预测取自 Bloomberg

化工物流：公司化工物流本质与密尔克卫的化工物流业务基本一致，净利率约 4%，相比密尔克卫净利率较低，但化工物流有较高的操作及资质壁垒，参照可比公司估值，**给予化工物流板块 2021 年 15 倍 PE 估值。**

表 17：化工物流可比公司估值、净利润及净利润率

证券代码	证券简称	2021/6/16 股价 (元)	2020 年净利润 (百万)	2020 年净利润率	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603713.SH	密尔克卫	113.26	288.50	8%	2.56	3.46	4.48	47	34	27

资料来源：Wind，申万宏源研究

电商业务：公司跨境电商业务是公司业务增长最高的一部分，预计业务量三年增速为 80%，45%，35%，同时预计分部利润增速在 2021-2023 年间将达到 75%，58%，47%，三年复合增速达 59%。

电商业务我们选取华贸物流作为可比公司，华贸物流为上市公司中跨境电商物流业务与中国外运最为相似的公司。我们预计华贸物流跨境电商业务收入占总收入比重约为 21%，作为增速最高的业务板块，华贸电商板块估值将高于公司整体估值。但出于谨慎原则，我们给予中国外运电商业务 2021 年 PEG=0.6 倍估值，**对应 2021 年 35 倍 PE 估值。**

表 18：电商业务可比公司估值情况

证券代码	证券简称	2021/6/16 股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE	2020-23 净利润复合增速	PEG
				2021E	2022E	2023E			
603128.SH	华贸物流	13.12	172.00	8.04	10.48	13.67	22	37%	0.6

资料来源：Wind，申万宏源研究

合联营企业估值：公司合联营企业利润主要由中外运敦豪贡献（2020 年占投资收益比重 78%），中外运敦豪是敦豪在中国的国际高端时效件及商务件合资公司，公司管理运营模式与敦豪一致，同时共享敦豪的全球网络，在国际高端快递市场有极高壁垒。高端电商件也将为公司未来业绩带了新的增长动力，公司过去业绩也实现稳健增长，给公司持续带来稳定的归母净利润贡献。中外运敦豪 2020 年开始布局跨境电商行业高端件业务，未来跨境电商行业对时效要求越来越高的背景下，中外运敦豪或迎来业绩的加速增长，对标国际快递巨头企业稳态估值，**给予合联营企业行业 2021E 平均估值 17 倍。**

表 19：国际快递巨头公司估值情况

证券代码	证券简称	2021/6/16 股价 (当地货币)	总市值 (亿, 当地货币)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
DPW.DY	DHL	57.01	706.14	5478.59	3.51	3.51	3.72	16.3	16.3	15.4
UPS.N	UPS	202.34	1761.44	11268.61	10.94	11.55	12.55	18.4	17.4	16.0
FDX.N	FedEx	299.30	794.17	5080.62	18.08	20.32	22.27	16.2	14.4	13.2

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究 备注：可比公司一致盈利预测取自 Bloomberg

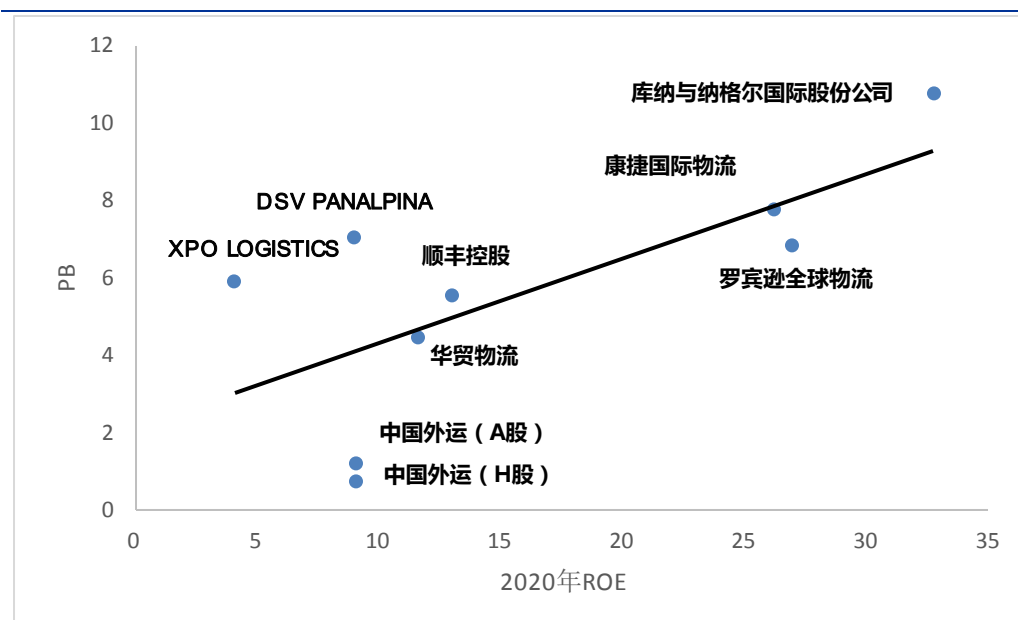
公司有少量少数股东损益难以拆分到细分业务板块（2020 年少数股东损益占净利润比重为 4%），我们在公司合理市值基础上给予集团及少数股东权益折价 15%；得到中国外运 2021 年合理市值约为 500-520 亿元，对应现股价有 46-52% 的上涨空间。

表 20：分部估值

分部净利润(百万元)	2021E	PE(倍)	对应分部估值(百万元)
代理及相关业务	1,358	15	20,377
合同/项目/冷链物流	458	3-8	1374-3664
化工物流	56	15	834
电商业务	226	35	7,925
合联营企业	1,668	17	28,351
集团及少数股东权益折价			15%
公司合理市值			50031-51978

资料来源：申万宏源研究

图 60：可比公司 PB 与 ROE 对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

5.3 风险提示

- 跨境电商物流增长不及预期，后疫情时代电商渗透率下降超预期。后疫情时代随着线下购物的恢复，海外电商平台渗透率回落至疫情前水平，对跨境电商的需求可能会下降
- 全球经济下滑，导致国际贸易量需求下降，公司传统贸易普货业务量可能会随之下降
- 合同物流竞争格局进一步恶化，互联网巨头企业或 ToC 企业进一步加大对合同物流行业的投入，叠加公司合同物流后疫情时代 B 端恢复进度缓慢，合同物流业务量回升不及预期，公司合同物流市场份额和收入随之下降

财务摘要

合并损益表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	77,655	84,537	99,411	113,787	130,132
营业收入	77,655	84,537	99,411	113,787	130,132
营业总成本	77,434	84,090	98,085	111,663	127,280
营业成本	73,425	79,596	93,412	106,518	121,762
税金及附加	199	178	209	239	273
销售费用	852	806	948	967	976
管理费用	2,596	2,735	2,883	3,129	3,383
研发费用	73	149	175	201	230
财务费用	289	625	371	466	466
资产减值损失	-2	-54	-8	0	0
信用减值损失	-49	-129	0	0	0
其他收益	1,540	1,539	1,400	1,300	1,200
投资收益	1,510	1,573	1,668	1,774	1,886
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-31	0	0	0
资产处置收益	153	35	35	35	35
营业利润	3,372	3,379	4,466	5,181	6,015
营业外收支	-46	156	0	0	0
利润总额	3,326	3,536	4,466	5,181	6,015
所得税	399	663	699	852	1,032
净利润	2,928	2,873	3,766	4,329	4,983
少数股东损益	124	118	126	135	145
归母净利润	2,804	2,754	3,640	4,194	4,838

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

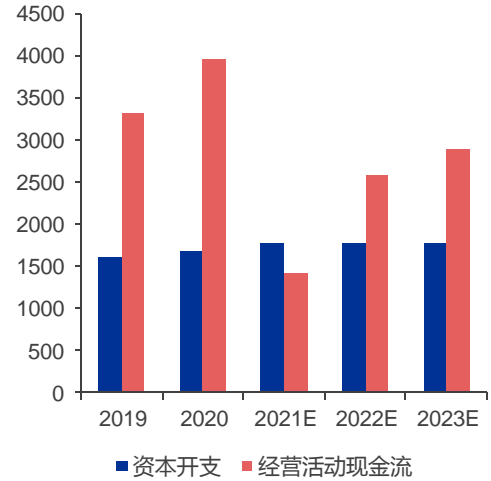
百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,928	2,873	3,766	4,329	4,983
加：折旧摊销减值	1,267	1,455	1,150	1,338	1,518
财务费用	325	620	371	466	466
非经营损失	-1,681	-1,605	-1,703	-1,809	-1,921
营运资本变动	-242	-199	-2,154	-1,748	-2,160
其它	725	812	0	0	0
经营活动现金流	3,322	3,956	1,431	2,577	2,885
资本开支	1,603	1,679	1,765	1,765	1,765
其它投资现金流	-452	338	1,668	1,774	1,886
投资活动现金流	-2,055	-1,342	-97	9	121
吸收投资	273	70	0	0	0
负债净变化	-3,374	383	-1,069	-967	-1,212
支付股利、利息	1,712	1,403	1,244	1,619	1,794
其它融资现金流	-1,524	-599	0	0	0
融资活动现金流	-6,336	-1,549	-2,313	-2,585	-3,007
净现金流	-4,930	903	-979	0	0

资料来源：wind，申万宏源研究

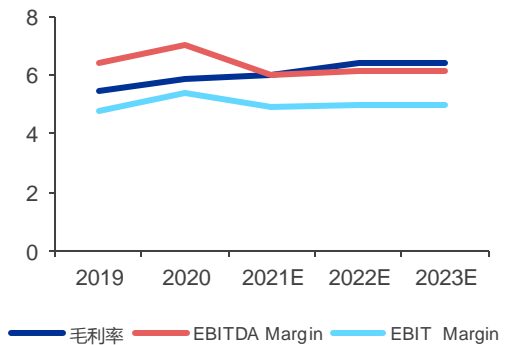
合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	25,868	28,257	29,439	31,187	33,347
现金及等价物	10,484	11,673	10,693	10,693	10,693
应收款项	14,020	15,373	17,450	19,234	21,395
存货净额	125	82	166	129	128
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,239	1,130	1,130	1,130	1,130
长期投资			8,644	8,644	8,644

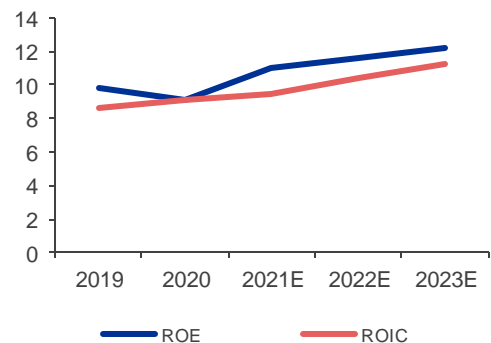
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)

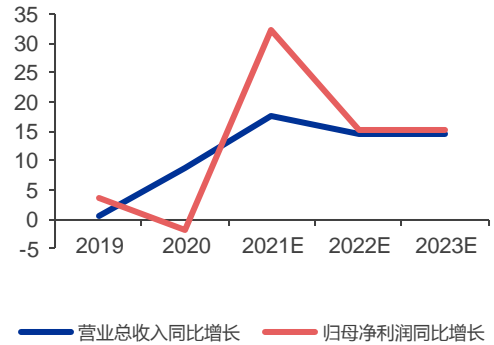
固定资产	14,636	15,121	15,910	16,519	16,948
无形资产及其他资产	11,084	13,796	13,649	13,502	13,355
资产总计	61,905	65,819	67,643	69,853	72,294
流动负债	20,666	24,287	23,218	22,252	21,039
短期借款	4,471	6,754	5,685	4,718	3,506
应付款项	11,082	12,858	12,858	12,858	12,858
其它流动负债	5,113	4,675	4,675	4,675	4,675
非流动负债	10,974	9,280	9,280	9,280	9,280
负债合计	31,641	33,568	32,499	31,532	30,320
股本	7,401	7,401	7,401	7,401	7,401
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	6,083	6,072	6,072	6,072	6,072
其他综合收益	-158	-113	-113	-113	-113
盈余公积	899	1,097	1,360	1,662	2,010
未分配利润	14,169	15,921	18,426	21,165	24,326
少数股东权益	1,817	1,803	1,929	2,064	2,209
股东权益	30,265	32,251	35,144	38,321	41,975
负债和股东权益合计	61,905	65,819	67,643	69,853	72,294

资料来源：wind，申万宏源研究

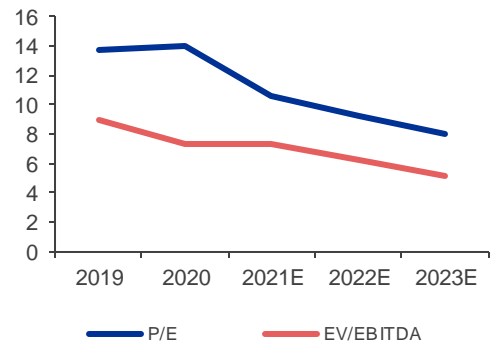
重要财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.38	0.37	0.49	0.57	0.65
每股经营现金流	0.45	0.53	0.19	0.35	0.39
每股红利	-	0.12	0.12	0.16	0.18
每股净资产	3.84	4.11	4.49	4.90	5.37
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	8.6	9.1	9.4	10.4	11.3
ROE	9.9	9.1	11.0	11.6	12.2
毛利率	5.5	5.8	6.0	6.4	6.4
EBITDA Margin	6.4	7.0	6.0	6.1	6.1
EBIT Margin	4.8	5.4	4.9	5.0	5.0
营业总收入同比增长	0.4	8.9	17.6	14.5	14.4
归母净利润同比增长	3.7	-1.8	32.1	15.2	15.3
资产负债率	51.1	51.0	48.0	45.1	41.9
净资产周转率	2.73	2.78	2.99	3.14	3.27
总资产周转率	1.25	1.28	1.47	1.63	1.80
有效税率	20.8	28.5	25.0	25.0	25.0
股息率	-	2.3	2.3	3.0	3.5
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	13.7	12.0	9	8	7
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/Sale	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.9	7.4	7.3	6.2	5.2
股本	7,401	7,401	7,401	7,401	7,401

资料来源：wind，申万宏源研究



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明