

主业加速恢复，海淘持续推进

■扣非净利同比增长19.0%，中外运敦豪投资收益大幅增加是主因：公司前三季度实现营业收入30.26亿元，同比增长6.9%，其中三季度营业收入9.4亿元，同比增长12.7%，超过上半年营业收入同比增速9个百分点；公司营业成本为27.2亿元，同比增长7.1%，营业利润3.7亿元，比去年同期下降22.3%，净利润4.0亿，对应每股收益0.44元，同比下降16.3%，利润大幅下滑是由于东方航空中报前公允价值低于成本的50%，按规则一次性计提资产减值损失2亿元，扣非后净利润为5.4亿元，同比增长19.0%。从投资收益判断，中外运敦豪前三季度利润同比增加17.1%是主要原因。前三季度公司毛利率为10.1%，与去年同比持平。

■主营增速受益于进出口增速回升，东航股权浮盈超过1亿元：公司收入增速受益进出口增速回升，中国进出口交易额今年前三季度单季度同比增速分别为-1%，3.3%，7.4%，逐季转暖。公司所持东航股权在完成减值后价值已上升50%，浮盈超过1亿元，计入了资本公积。

■海淘业务稳步推进，时间点较为明确，预计明年海淘业务能放量：
(1) 10月初签订协议负责京东部分进口商品通关，京东正与一线品牌商逐一谈判以正规渠道进口商品；(2) 公司和淘宝有望在澳洲馆生鲜冷品运送基础上进一步合作，淘宝与品牌商也在谈判；(3) 公司国内仓储已投入运营，B-B-C链条开始运转，国外海外仓明年初开始试点，国内与国外仓储铺设完成后进军仓储和地面运输。

■投资建议：买入-A 投资评级，6个月目标价22元。我们预计公司2014年-2016年的收入增速分别为6.7%、14.7%、16.3%，EPS分别为0.73、1.06、1.23元。我们看好公司主营收入随进出口转暖稳步提高，海淘增量业务潜力巨大，维持买入-A 的投资评级，6个月目标价为22元，相当于2014年30.1倍的动态市盈率。详细分析请见我们已发布的深度报告《互联网重塑平台，海淘迎风起航》。

■风险提示：进出口增速放缓，海淘业务进展不及预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,946.5	3,901.4	4,164.4	4,777.0	5,553.7
净利润	567.2	680.8	660.5	958.5	1,117.8
每股收益(元)	0.63	0.75	0.73	1.06	1.23
每股净资产(元)	5.81	6.15	6.60	7.35	8.26
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	27.1	22.6	23.3	16.0	13.7
市净率(倍)	2.9	2.8	2.6	2.3	2.1
净利润率	14.4%	17.5%	15.9%	20.1%	20.1%
净资产收益率	10.8%	12.1%	11.0%	14.3%	14.9%
股息收益率	1.2%	1.2%	1.1%	1.8%	2.0%
ROIC	25.0%	28.2%	24.9%	28.8%	29.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

22.00元

股价(2014-11-3)

16.88元

交易数据

总市值(百万元)	15,366.02
流通市值(百万元)	5,614.42
总股本(百万股)	905.48
流通股本(百万股)	330.84
12个月价格区间	9.13/16.97元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.86	45.60	52.04
绝对收益	6.20	52.33	57.71

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

互联网重塑平台，海淘迎风起航 2014-09-15

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,946.5	3,901.4	4,164.4	4,777.0	5,553.7	成长性					
减:营业成本	3,578.1	3,528.0	3,741.7	4,266.4	4,946.1	营业收入增长率	1.4%	-1.1%	6.7%	14.7%	16.3%
营业税费	29.5	16.0	41.6	47.8	55.5	营业利润增长率	35.5%	12.2%	-11.2%	56.4%	16.9%
销售费用	147.1	152.6	162.9	186.8	217.2	净利润增长率	25.4%	20.0%	-3.0%	45.1%	16.6%
管理费用	196.2	206.1	208.2	238.8	277.7	EBITDA 增长率	35.5%	12.1%	-12.1%	56.4%	15.9%
财务费用	-37.8	-42.0	-40.0	-40.0	-50.0	EBIT 增长率	36.6%	12.2%	-11.6%	60.2%	16.6%
资产减值损失	-1.0	3.1	203.0	1.5	1.3	NOPLAT 增长率	25.7%	20.6%	-1.3%	47.3%	16.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.9%	11.7%	27.6%	12.4%	14.2%
投资和汇兑收益	597.6	671.3	782.8	909.3	1,045.9	净资产增长率	8.2%	6.6%	7.2%	11.5%	12.2%
营业利润	632.0	708.8	629.7	984.9	1,151.8	利润率					
加:营业外净收支	-37.6	-4.6	-10.0	-10.0	-10.0	毛利率	9.3%	9.6%	10.2%	10.7%	10.9%
利润总额	594.4	704.2	619.7	974.9	1,141.8	营业利润率	16.0%	18.2%	15.1%	20.6%	20.7%
减:所得税	26.7	23.3	-40.8	16.4	24.0	净利润率	14.4%	17.5%	15.9%	20.1%	20.1%
净利润	567.2	680.8	660.5	958.5	1,117.8	EBITDA/营业收入	16.2%	18.4%	15.1%	20.6%	20.6%
						EBIT/营业收入	15.1%	17.1%	14.2%	19.8%	19.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	41	52	57	50	44
						流动营业资本周转天数	29	32	62	94	109
						流动资产周转天数	254	288	308	308	310
						应收账款周转天数	56	66	71	74	73
						存货周转天数	0	0	0	0	0
						总资产周转天数	526	575	575	546	525
						投资资本周转天数	200	221	249	258	252
						投资回报率					
						ROE	10.8%	12.1%	11.0%	14.3%	14.9%
						ROA	9.5%	10.6%	9.6%	12.6%	13.1%
						ROIC	25.0%	28.2%	24.9%	28.8%	29.8%
						费用率					
						销售费用率	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
						管理费用率	5.0%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
						财务费用率	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.9%
						三费/营业收入	7.7%	8.1%	8.0%	8.1%	8.0%
						偿债能力					
						资产负债率	12.4%	13.1%	12.3%	12.3%	12.2%
						负债权益比	14.1%	15.1%	14.1%	14.0%	13.9%
						流动比率	4.45	4.33	4.85	5.07	5.29
						速动比率	4.45	4.33	4.85	5.07	5.28
						利息保障倍数	-15.72	-15.87	-14.74	-23.62	-22.04
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	0.20	0.19	0.30	0.33
						分红比率	31.9%	26.6%	26.2%	28.2%	27.0%
						股息收益率	1.2%	1.2%	1.1%	1.8%	2.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	567.6	680.9	660.5	958.5	1,117.8	EPS(元)	0.63	0.75	0.73	1.06	1.23
加:折旧和摊销	48.5	50.9	39.5	39.5	39.7	BVPS(元)	5.81	6.15	6.60	7.35	8.26
资产减值准备	-1.0	3.1	203.0	1.5	1.3	PE(X)	27.1	22.6	23.3	16.0	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.8	2.6	2.3	2.1
财务费用	-35.0	-40.2	-40.0	-40.0	-50.0	P/FCF	38.3	37.0	1,366.4	27.6	26.2
投资损失	-597.6	-671.3	-782.8	-909.3	-1,045.9	P/S	3.9	3.9	3.7	3.2	2.8
少数股东损益	0.4	0.1	-	-	-	EV/EBITDA	5.4	8.6	20.1	12.5	10.5
营运资金的变动	50.0	-113.7	-394.8	-454.1	-588.2	CAGR(%)	19.1%	18.0%	-49.1%	-69.8%	-92.2%
经营活动产生现金流量	-57.3	32.9	-314.6	-404.0	-525.4	PEG	1.4	1.3	-0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	565.0	389.8	807.4	848.2	984.8	ROIC/WACC	2.5	2.8	2.5	2.9	3.0
融资活动产生现金流量	-203.3	-150.0	-168.9	-230.9	-267.6	REP	0.6	0.9	1.6	1.2	1.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

