

中信证券研究部



刘正
首席交运分析师
S1010511080004



扈世民
交运分析师
S1010519040004

核心观点

短期外贸承压，公司业绩承压，后续若外贸转暖以及人民币贬值周期有望结束，业绩将重回增长。公司货代业务量排名全球第二，但盈利能力大幅落后国外龙头，未来公司将通过深耕优质客户并延伸价值链条，提升盈利能力，由大至强。同时公司参股 50%的中外运敦豪 ROE 高达 80%，贡献公司总利润的 40%，后续有望稳健增长。首次覆盖，给予 A 股和港股“增持”评级。

公司国内物流综合实力第一、货代全球第二。中国外运主要从事货物代理、专业物流、仓储码头等业务，2018 年营收占比分别为 62%/26%/3%，营业利润占比为 44%/27%/15%。公司近几年，持续推进资产整合，通过母公司优质资产注入、55 亿元并购招商物流、换股吸收外运发展等实现资源整合、实力提升。公司位列全国物流百强企业之首，货代业务量排名全球第二（海运货代国内市场份额过去 5 年提升 2.6pcts 至 10.4%），近 5 年营收/扣非净利 CAGR 为 10%/3.5%。

公司业绩受国内经济及外贸波动影响，未来有望进入盈利能力提升的高质增长期。公司国际货代和专业物流业务量易受外贸及国内经济波动影响。受宏观经济增速承压影响，Q3 公司海运货代/合同物流业务量同降 0.8%/11.7%。公司货代营业利润率仅为 2.4%，显著低于国外货代龙头德迅(4.9%)和 DSV(10.2%)。我们认为公司后续将通过提高直营客户占比(目前 46%)、为核心客户提供多产品服务组合及端到端供应链服务、降本增效等措施提高盈利能力，驱动业绩高质量增长。

中外运敦豪 50%股权是公司核心的现金牛资产，其投资收益占比公司净利约四成。过去几年公司来自中外运敦豪（公司持股 50%）的投资收益占比公司扣非净利的 40~50%，剔除该投资收益，公司扣非净利率不到 1%。中外运敦豪主要从事国际时效商务件递送，2018 年营收/净利分别为 127 亿/21 亿元，净利率高达 18%，盈利能力突出。中外运敦豪 50%的股权对于中国外运是高盈利、现金牛的核心资产，中外运敦豪 2018 年 ROE/现金分红率分别高达 81%/86%，过去 5 年营收/净利 CAGR 分别为 7.8%/9.5%。

公司当前估值显著低于海外龙头，未来盈利能力提升有望驱动估值修复。1) 横向对比看，海外货代龙头 PE 估值中枢均在 20 倍以上，而公司动态 PE 仅 12 倍；2) 历史维度看，公司“前身”外运发展近 3 年 PE 中枢在 14 倍，高于外运目前估值；3) 分部估值，将公司按照中外运敦豪股权和自身业务分部估值，由于中外运敦豪是高盈利性的现金牛资产，给予 20 倍 PE；公司自身业务则按 0.8 倍 PB 保守估值(公司目前 1000 多万平米土地账面价值是显著低于实际价值)，得到公司合理市值 430 亿元，高于当前 313 亿元市值，未来估值有望提升。

风险因素：宏观经济增速下行，外贸放缓；人民币大幅贬值；集装箱运价大幅下跌

投资建议：虽然外贸承压使得公司业绩短期有所承压，且行业红利期已过，但是我们看好进出口未来复苏以及公司盈利能力提升推动公司由“大”至“强”。预计公司 2019/2021 年 EPS 分别为 0.35/0.39/0.43 元，对应 PE 为 12/11/9 倍，首次覆盖，给予公司 A 股“增持”评级，公司港股当前 PE 仅 5.8 倍，动态股息率 6.2%，具备一定吸引力，给予港股“增持”评级。

中国外运 601598

评级	增持（首次）
当前价	4.11 元
总股本	7,401 百万股
流通股本	1,352 百万股
52 周最高/最低价	7.02/4.05 元
近 1 月绝对涨幅	-7.64%
近 6 月绝对涨幅	-15.67%
近 12 月绝对涨幅	-19.37%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	73,158	77,312	77,013	81,563	84,852
增长率 YoY%	55%	6%	0%	6%	4%
净利润(百万元)	2,304	2,704	2,576	2,888	3,202
增长率 YoY%	41%	17%	-5%	12%	11%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.38	0.45	0.35	0.39	0.43
PE	11	9	12	11	9
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 11 日收盘价

目录

公司概况：多轮资产重组后，物流巨舰鸣笛起航.....	1
发展梳理：历经多轮资产整合，公司成为招商局旗下重要的综合物流平台	1
财务表现：近几年非经损益较多，投资收益是公司重要利润来源.....	4
货物代理：规模跻身全球前三，收益优化空间较大.....	8
货代行业：行业受经济波动影响且红利期已过，但龙头依然享受高质成长	8
公司业务：海运货代业务量全球第二，未来追求收益优化的高质增长	10
专业物流：为 B 端客户提供定制化物流服务，彰显公司综合物流强大实力.....	15
仓储码头：补强端到端供应链服务能力，重资产、高盈利	18
其他业务：国际快递发展迅猛，中外运敦豪贡献四成利润	20
对标龙头：外运大而不强，后续盈利提升，从大到强	24
风险因素	28
盈利估值：盈利短期承压，估值有望筑底.....	29
盈利预测：行业景气下行扰动短期业绩，长期盈利提升有望驱动增长	29
估值评级：估值已充分反映悲观预期，重点关注低估值港股中国外运	30

插图目录

图 1：2007~2008 年中国外运各区域营收占比情况	2
图 2：2004~2013 年中国外运海运营收及盈利表现情况	2
图 3：2014~2017H 招商物流营收增长情况	3
图 4：2014~2017H 招商物流归母净利增长情况	3
图 5：招商局交通业务布局情况	3
图 6：2018 年中国外运营收占比情况	4
图 7：2018 年中国外运营业利润占比情况	4
图 8：2011~2019Q3 中国外运营收增长情况	4
图 9：2011~2019Q3 中国外运扣非净利增长情况	4
图 10：2014~2019Q3 中国外运营收及毛利率情况	5
图 11：2014~2019Q3 中国外运应收账款占比营收情况	5
图 12：2018 年中国外运成本结构占比	5
图 13：2018 年剔除运输相关费用后中国外运成本结构占比	5
图 14：中国外运固定资产+无形资产+在建工程数额较高	5
图 15：2014~2019Q3 中国外运有息负债及财务费用情况	5
图 16：中外运敦豪投资收益与中国外运扣非净利情况	6
图 17：中外运敦豪投资收益占比中国外运扣非净利比值变动情况	6
图 18：2014~2019Q3 中国外运非经损益情况	7
图 19：2014~2019H 中国外运投资收益情况	7
图 20：2012~2019H 中国外运汇兑损益情况	7
图 21：一级货代（一代）与二级货代（二代）充当不同角色	8
图 22：货代操作全流程示意图	9
图 23：CCFI 集装箱运价指数与进出口增速保持较高的关联度	9
图 24：2018 年中国货代前 100 营收规模占比结构	9
图 25：2016 年国内货代行业市场份额（营收占比）	9
图 26：2012~2018 年 DSV 泛亚班拿调整净利增长情况	10
图 27：2012~2018 年德迅调整净利增长情况	10
图 28：全球货代行业竞争格局情况	10
图 29：2004~2019H 中国外运海运集装箱增长情况	11
图 30：2018 年全球海运货代业务量排名前十的企业	11
图 31：中国外运集装箱增速与进出口金额增速较为一致	11
图 32：中国外运海运集装箱业务量国内市场份额持续提升	11
图 33：2004~2019H 中国外运空运货量增长情况	11
图 34：中国外运空运货代国内市场份额变动情况	11
图 35：2009~2019H 中国外运船舶代理集装箱业务量情况	12
图 36：2009~2019H 中国外运船舶代理散货业务量情况	12
图 37：2018 年中国外运货代营收占比结构	12
图 38：2018 年中国外运货代营业利润占比结构	12
图 39：2010~2019H 中国外运货代营收增长情况	13
图 40：2009~2019H 中国外运货代业务营业利润率变动情况	13
图 41：2018~2019 年我国进出口外贸每月增速表现情况	13
图 42：2019 集装箱指数 CCFI 出现下跌	13

图 43：2018 年中国外运货代业务进出口营收占比情况	14
图 44：2018 年中国外运货代业务全球区域营收占比情况	14
图 45：2019 年每个季度中国外运海运货代量同比变动情况	14
图 46：2019 年每个季度中国外运空运货代量同比变动情况	14
图 47：中国外运核心大客户及直接客户营收占比情况	15
图 48：2018 年中国外运海外网络布局情况	15
图 49：2013~2019H 中国外运专业物流营收增长情况	15
图 50：2013~2019H 中国外运专业物流营收增长情况	15
图 51：中国外运风电工程物流项目	16
图 52：中国外运核电工程物流项目	16
图 53：2019H 中国外运专业物流各细分业务营业利润率	17
图 54：2019H 中国外运专业物流营业利润占比结构	17
图 55：2019 年前三季度中国外运专业物流各细分业务量增长情况	17
图 56：2010~2019H 中国外运仓储码头业务营收情况	18
图 57：2010~2019H 中国外运仓储码头业务营业利润情况	18
图 58：2018 年中国外运各类固定资产账面净值	19
图 59：2018 年中国外运各类业务营业利润率情况	19
图 60：中国外运全国自有土地情况	20
图 61：2012~2019H 中国外运其他物流服务营收增长情况	20
图 62：2012~2019H 中国外运其他物流服务营业利润变动情况	20
图 63：2013~2018 年中国跨境电商市场规模增长情况	21
图 64：2012~2019H 中国外运快递件量增长情况	21
图 65：2018 年中国外运其他物流业务营业利润率情况	21
图 66：2018 年中国外运其他物流业务营收情况	21
图 67：2006~2019H 中外运敦豪营收增长情况	22
图 68：2006~2019H 中外运敦豪净利润增长情况	22
图 69：2006~2019H 中外运敦豪净利率波动情况	22
图 70：全球时效快递市场份额占比情况	23
图 71：中外运敦豪营收增速与 DHL Express 亚太地区营收增速保持正相关性	23
图 72：2012~2018 年中外运敦豪 ROE 增长情况	24
图 73：2012~2018 年中外运敦豪现金分红率情况	24
图 74：中外运敦豪在中国国际及地区快递市场的份额持续下降	24
图 75：2012~2019H 中外运敦豪和国际快递行业营收增速情况	24
图 76：2012~2018 年德迅营收增长情况	25
图 77：2012~2018 年德迅调整净利增长情况	25
图 78：SCFI 集装箱运价波动对德迅盈利影响较弱	25
图 79：2018 年中国外运与德迅各业务营业利润率对比	26
图 80：中国外运固定资产占比总资产高于德迅	26
图 81：2005 年至今 DSV 市值增长情况（亿丹麦克朗）	27
图 82：2012~2018 年 DSV 泛亚班拿营收增长情况	27
图 83：2012~2018 年 DSV 泛亚班拿调整净利增长情况	27
图 84：DSV 货代营业利润率显著高于中国外运	27
图 85：中国外运固定资产占比总资产高于 DSV	27
图 86：国际货代流程	28
图 87：2010 年至今德迅 PE（TTM）变动情况	31
图 88：2011 年至今 DSV PE（TTM）变动情况	31

图 89：2010~2018 年德迅股息率及分红率变动情况	31
图 90：近 3 年中国外运 PE-Band	32

表格目录

表 1：2018 年中国排名前十的物流企业	1
表 2：中国外运专业物流各细分业务营收增长情况（亿元）	17
表 3：2012~2018 年中国外运资本支出用途情况（亿元）	19
表 4：DSV 并购历史梳理	26
表 5：2015~2021 年中国外运各业务营收增长及预测情况（百万元）	29
表 6：2017~2021 年中国外运各业务毛利率变动及预测情况	29
表 7：2015~2021 年中国外运投资收益变动及预测情况（百万元）	30
表 8：2017~2021 年中国外运盈利估值预测情况	30

■ 公司概况：多轮资产重组后，物流巨舰鸣笛起航

发展梳理：历经多轮资产整合，公司成为招商局旗下重要的综合物流平台

中国外运是国内领先的综合物流服务公司，连续 8 年被中国交通运输协会、中国货代协会等多个组织共同评选为中国百强物流企业第一。公司以成为国内外具有领先地位的综合物流服务平台企业为愿景，目前已经形成以专业物流、代理及相关业务、电子商务为主的三大业务板块。

表 1：2018 年中国排名前十的物流企业

排名	物流公司
1	中外运股份有限公司
2	中远海运物流有限公司
3	顺丰速运有限公司
4	中国石油天然气运输公司
5	远成物流股份有限公司
6	圆通速递有限公司
7	德邦物流股份有限公司
8	北京京邦达贸易有限公司（京东物流）
9	锦程国际物流集团股份有限公司
10	冀中能源国际物流集团有限公司

资料来源：全国先进物流企业网，中信证券研究注：主要按营收规模排名

中国外运于 2003 年在港交所上市，上市之前公司的重大历史事件如下：

1950 年，中国对外贸易运输（集团）总公司成立，是国家对外贸易进出口货物运输的总代理。

1973 年，中国外运与日本班轮公司合作，开辟了我国首条集装箱运输试运航线，开创我国集装箱运输的先河。

1986 年，中国外运与国际著名跨国公司 DHL 建立合资公司，这是我国第一家中外合资的航空快递企业。其后又相继与 UPS 等国际知名快递企业建立合资公司，形成了遍布全国的国际空运网络。

1986 年，在北京正式成立中外运-敦豪国际航空快件有限公司。合资双方为中国对外贸易运输集团总公司和敦豪国际航空快递公司，双方各占一半股权。

1997 年，中国外运开始尝试资本运营，同年 10 月中外运空运发展股份有限公司正式成立。

2000 年 12 月 28 日，中国外运空运发展股份有限公司 A 股上市成功，募集资金 10 亿元人民币。

2002 年，中国外运将沿海沿江十一个省市子公司的主营业务和优良资产剥离出来，和四家专业子公司一起，共同组建成中国外运股份有限公司。

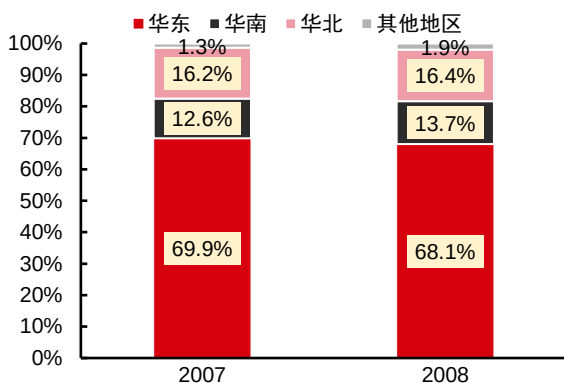
2003 年 2 月 13 日，中国外运股份有限公司在香港成功挂牌上市，融资总额 5.03 亿美元。

登陆资本市场之后，面对持续变动的外部经济、政策、技术环境以及行业景气、需求的变动，公司启动了多轮资产的整合重组：

2004 年，公司与 UPS 签订股权转让协议，公司将持有中外运北空一联合包裹国际快递有限公司 50% 的股权作价 1 亿美元转让给 UPS。交易于 2007 年完成，中外运北空一联合包裹公司由合资公司变成 UPS 的全资子公司。

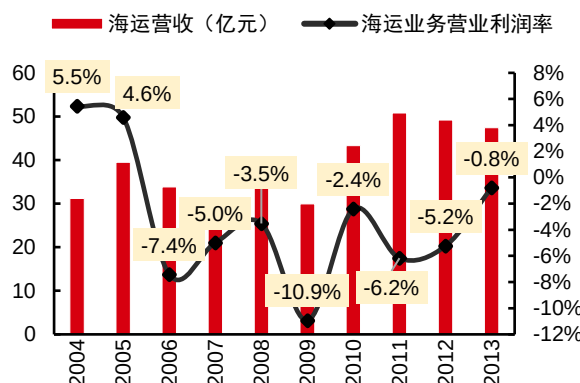
2008 年，公司以 11.1 亿元从母公司中外运集团手中收购了主要与货代、船务代理、仓储码头等业务相关的公司及资产，从而使得公司的服务网络进一步延伸至江西、安徽、四川、香港地区，优化和完善地区的经营布局。

图 1：2007~2008 年中国外运各区域营收占比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：2004~2013 年中国外运海运营收及盈利表现情况



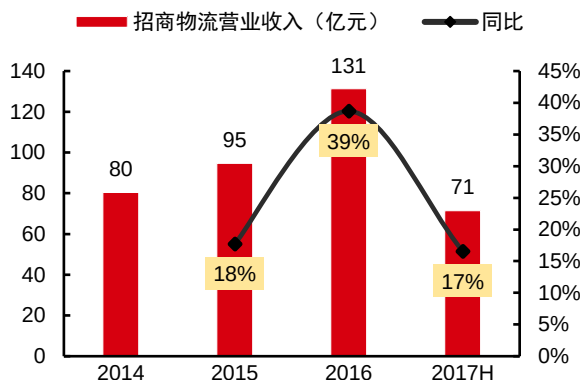
资料来源：Wind，中信证券研究部

2014 年，公司进一步整合资源，将持续亏损的海运业务剥离，同时母公司将综合物流资产注入上市公司体系内，优化中国外运的物流资源配置。

2015 年，公司的控股股东中国外运长航集团以无偿转让方式整体并入招商局，成为招商局的全资附属公司，而招商局也成为中国外运的间接控股股东。

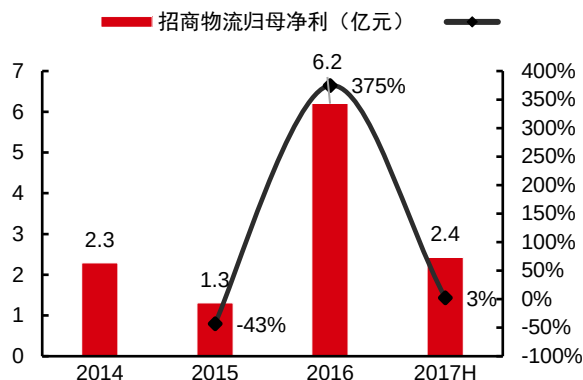
2017 年，公司定增 12.4 亿股募资 54.5 亿元收购招商物流全部股权。招商物流是招商局旗下提供合同物流、汽车运输、冷链物流、国际供应链物流及设备租赁的第三方物流服务供应商。通过并购招商物流，招商集团将物流资源注入到中国外运体内，实现了物流资源的进一步整合，有助于发挥各业务之间的协同效应，提升中国外运的综合竞争力。

图 3：2014~2017H 招商物流营收增长情况



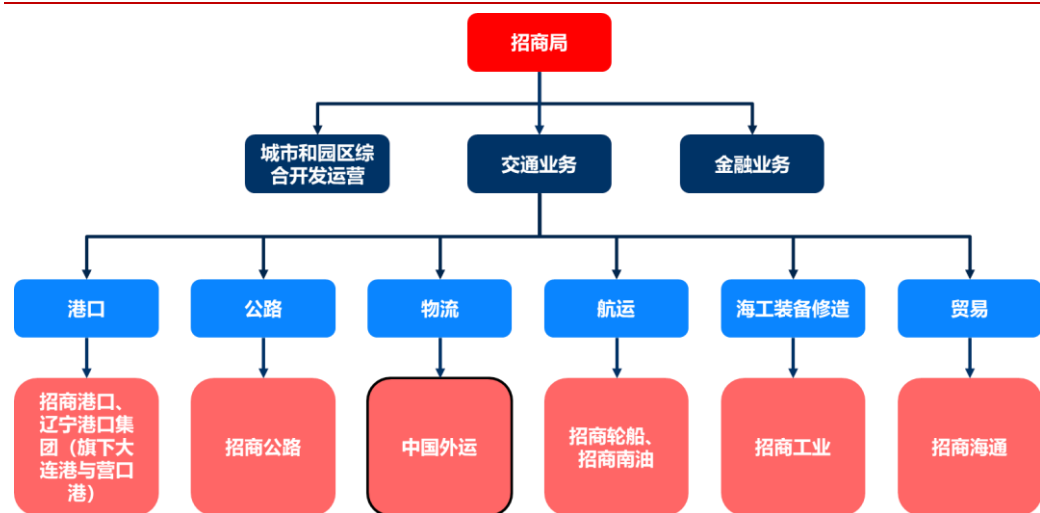
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：2014~2017H 招商物流归母净利润增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：招商局交通业务布局情况

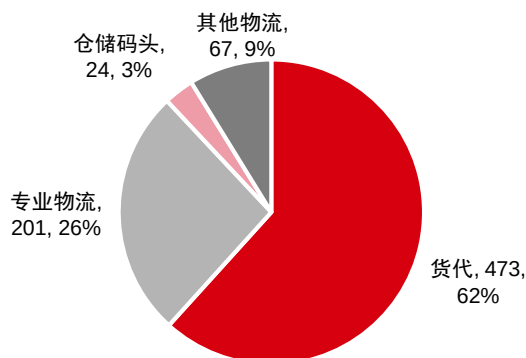


资料来源：招商局官网，中信证券研究部

2019 年，公司完成换股吸收合并子公司外运发展，外运发展社会公众普通股投资者已将其所持有的外运发展 353,600,322 股 A 股股票按 1:3.8225 的换股比例换得中国外运发行的 1,351,637,231 股 A 股股票。2019 年 1 月 18 日，中国外运发行的 A 股股票已正式在上交所上市。至此，招商局与中国外运基本完成了整体物流资源的整合与优化，公司朝全球领先综合物流商的目标更进一步。

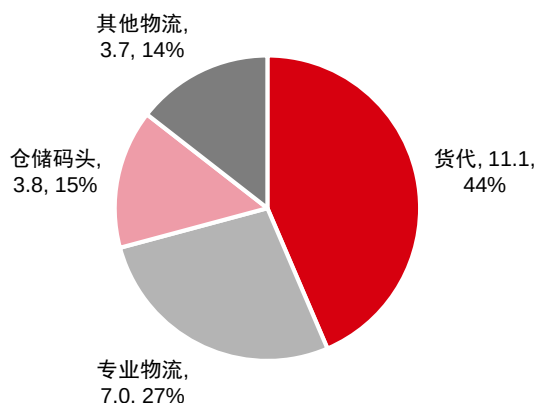
公司业务主要分为货代、专业物流、仓储码头以及其他物流业务，其中货代业务占比最高，达 62%，但是由于业务盈利弱，营业利润占比为 44%。仓储码头业务虽然营收占比仅 3%，由于利润率高，其营业利润占比则为 15%。

图 6：2018 年中国外运营收占比情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2018 年中国外运营业利润占比情况（亿元）

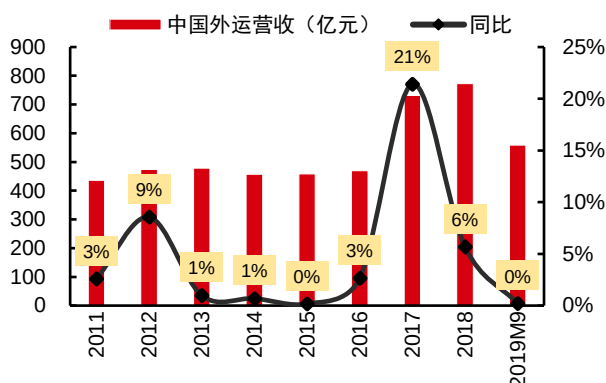


资料来源：Wind，中信证券研究部

财务表现：近几年非经损益较多，投资收益是公司重要利润来源

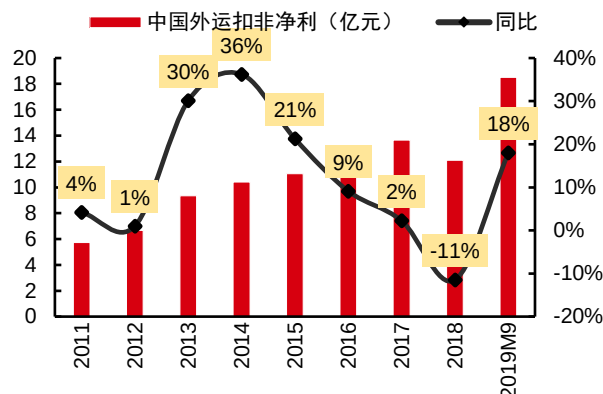
2011~2018 年公司营收/扣非归母净利 CAGR 分别为 8.5%/11.3%。过去几年受中国出口增速放缓以及集装箱运价下跌，同时公司进行了资产整合、主动调减盈利性较弱的业务导致营收几乎没有增长，但是扣非净利却一直保持较好增长。2017 年公司并购招商物流，推动当年营收加速增长，但是由于重组产生了较多财务费用，导致扣非净利增速放缓。2018 年由于公司吸收合并外运发展产生了一定的重组费用，导致扣非净利出现负增长。

图 8：2011~2019Q3 中国外运营收增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

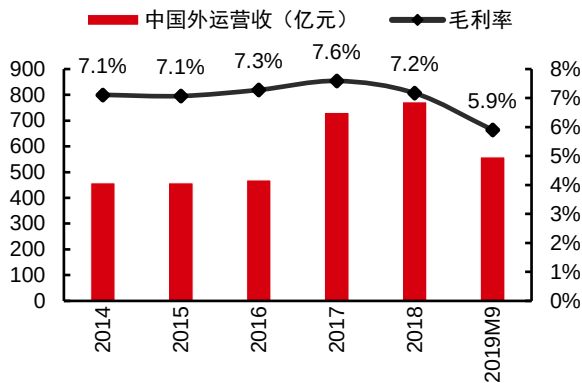
图 9：2011~2019Q3 中国外运扣非净利增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

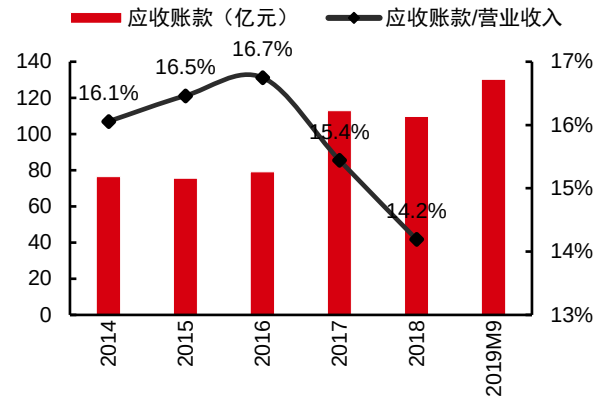
货代行业属性决定了公司营收体量大但利润率较低，且应收账款占比高。货物代理企业并非自身提供物流运输服务，而是充当中间商角色，采购其他物流企业的运输服务完成客户物流配送需求。货代企业虽然仅赚取其中的代理费，但是却将客户通过其支付给物流运输企业的运费又都记入营收中，从而造成货代企业的营收体量大但毛利率较低的特点。同时货代企业也需要时常为客户垫资支付运费，导致应收账款数额一般较高。可以看到中国外运的收入规模虽然大，但是毛利率仅为约 7%，同时应收账款占比收入达 15%左右。剔除采购运输费用后，可以看到公司成本结构中占比最大是人工成本，一定程度上中国外运是一个人力密集的企业。

图 10：2014~2019Q3 中国外运营收及毛利率情况



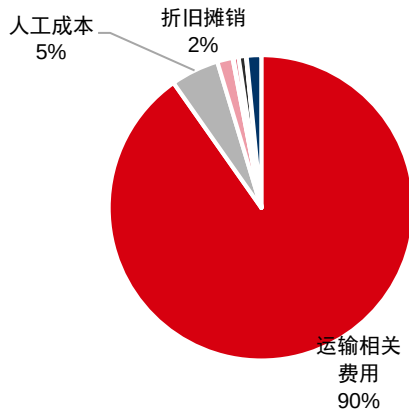
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：2014~2019Q3 中国外运应收账款占比营收情况



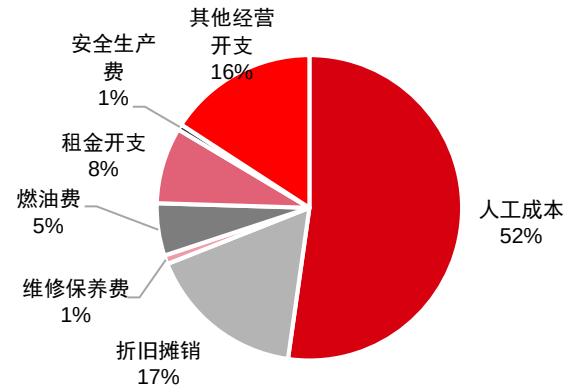
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：2018 年中国外运成本结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：2018 年剔除运输相关费用后中国外运成本结构

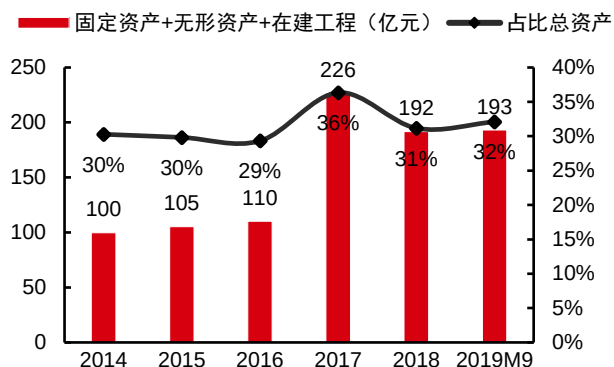


资料来源：Wind，中信证券研究部

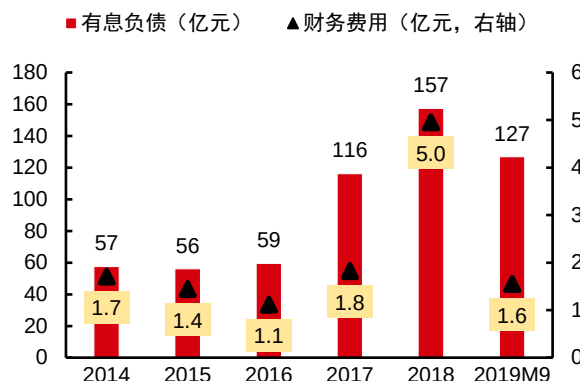
公司资产略重，财务费用较高。与其他货代公司资产运营模式不同，公司采取的是重资产的运营模式，拥有自有运输工具可以提供物流运输服务，而且自建了大量的码头、仓库、中转场、堆场等，可以为客户提供货物储存、船舶装卸等更多物流附加服务。由于公司每年都会计划 10~20 亿元的资本开支，同时公司经营过程中需要为客户进行垫资支付物流费用，因此公司通过债务融资满足自身发展的资金需求，产生了一定规模的有息负债和财务费用。

图 14：中国外运固定资产+无形资产+在建工程数额较高

图 15：2014~2019Q3 中国外运有息负债及财务费用情况



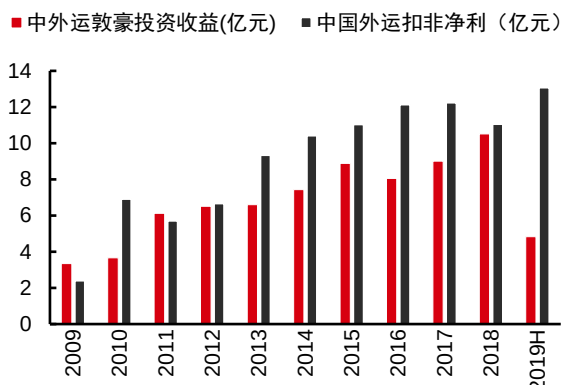
资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 公司无形资产主要为土地使用权



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 2014-2017 年为港股数据, 之后为 A 股数据

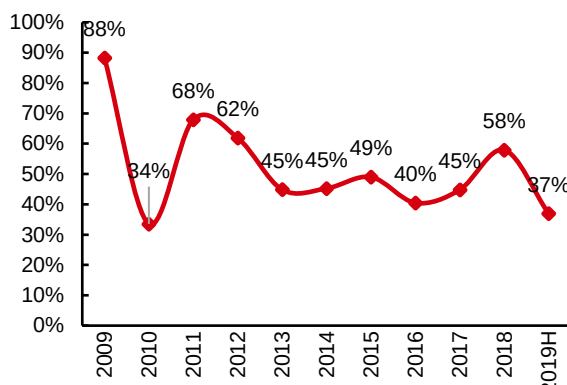
投资收益是公司重要利润来源。一直以来公司的相当一部分利润是来自其控股子公司外运发展，而外运发展较多利润又是来自其持股 50% 合营企业中外运敦豪的投资收益。2008 年之前中国外运均是将中外运敦豪营收和利润全部并表，后因会计准则变动，公司不再并表，将其作为投资收益处理。可以看到，最近几年中外运敦豪投资收益占比公司扣非净利的比值一直稳定在 40%~50% 区间，是公司重要的利润来源。

图 16: 中外运敦豪投资收益与中国外运扣非净利情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 2014-2017 年为港股数据, 之后为 A 股数据

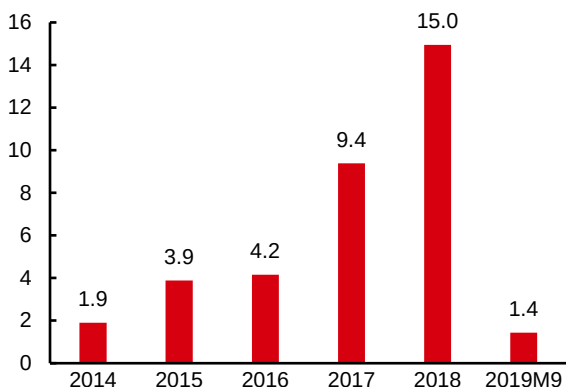
图 17: 中外运敦豪投资收益占比中国外运扣非净利变动情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 2018 年及之前, 中国外运不是 100% 持股外运发展, 因此在计算中外运敦豪投资收益/中国外运扣非净利时, 投资收益=中外运敦豪投资收益*中国外运持有外运发展股权比例

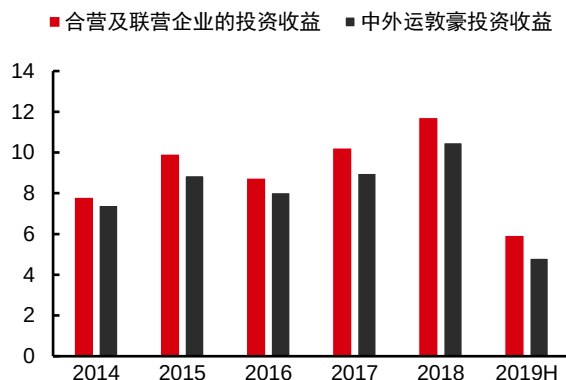
公司最近几年非经损益较多。根据 A 股年报显示公司过去三年非经损益较多；而根据港股年报，公司 2015 年之前也同样存在一定程度的非经损益。公司 2017 年之前存在非经损益主要原因在于公司当时持有较多的中国国航、东方航空、京东方 A 股票，其股价变动产生的公允价值变动损益是非经损益的主要来源。而 2018 年公司非经损益高达 16 亿元，主要来自：1) 公司持有的 Americold 优先股股权确认公允价值收益 2.3 亿元，然后优先股股权转换为普通股并处置又获得 1.7 亿元收益；2) 转让 55% 的路凯国际股权获得股权处置收益 5.4 亿元，剩下的路凯国际股权重新按照公允价值计价获得 2.0 亿元收益；3) 非经常性政府补助 1.52 亿元。

图 18：2014~2019Q3 中国外运非经损益情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部注：2014~2017 年为港股数据，之后为 A 股数据

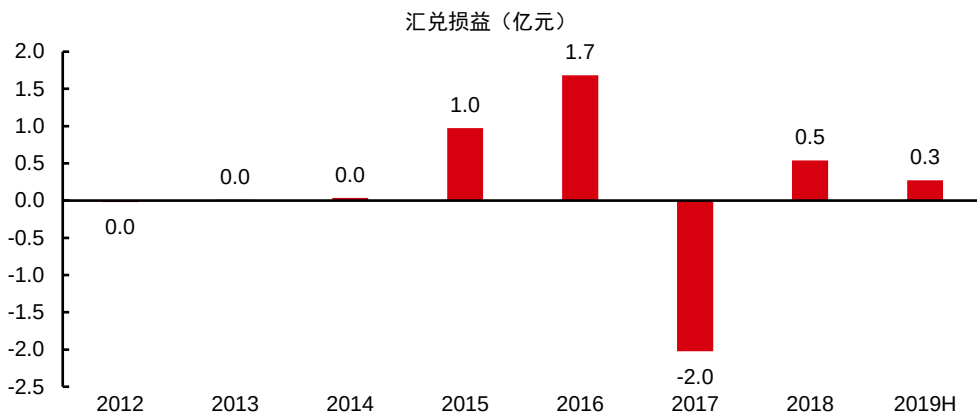
图 19：2014~2019H 中国外运投资收益情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司主要从事国际货代业务，因此人民币汇率变动会对其业绩造成一定影响。中国外运由于主要从事国际货代业务，很多业务结算均是用美元或者港币结算，同时公司又有部分外币负债，因此人民币汇率波动会使其产生一定的汇兑损益。根据中国外运 2018 年年报，公司估算人民币对美元升值 5% 会减少公司当期税前利润 2.15 亿元（公司美元资产较多），考虑到港元和美元汇率挂钩，人民币也会对港元升值 5%，则会增加公司当期税前利润 3.59 亿元（公司港币负债较多），综合下来，人民币对美元/港币升值 5%，将增加公司净利润 1.1 亿元。

图 20：2012~2019H 中国外运汇兑损益情况（亿元）



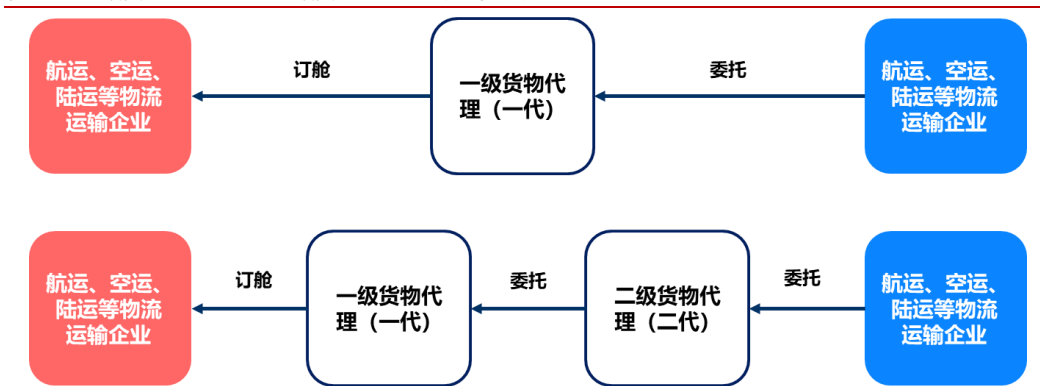
资料来源：Wind，中信证券研究部注：2014~2017 年为港股数据，之后为 A 股数据

■ 货物代理：规模跻身全球前三，收益优化空间较大

货代行业：行业受经济波动影响且红利期已过，但龙头依然享受高质成长

货物代理充当货主与船主之间的中间商角色，帮助货主寻找物流承运商完成货物运输而赚取业务收入。货物代理是货代企业受货主委托，通过采购物流配送服务、报检、报关等一系列操作流程使得货主的货物最终可以成功运送到指定目的地，而货代企业凭借帮货主代办一系列繁琐物流配送流程而收取一定的代理费。货代企业一般可以分成一代和二代。一代是货代企业两头直接对接货主和运输企业，二代则拥有货主订单资源的企业，其接受货主订单，然后找其他货代企业完成货主物流订单。

图 21：一级货代（一代）与二级货代（二代）充当不同角色

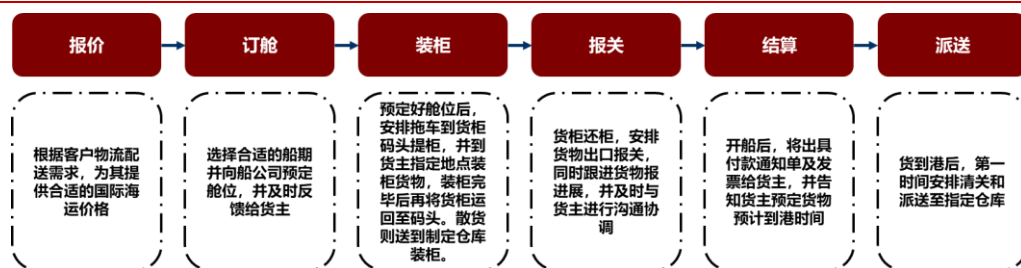


资料来源：中信证券研究部绘制

行业受经济波动影响，具备较高的行业壁垒。货代行业客户来自各个行业的 B 端客户，而各行各业的物流配送需求受到宏观经济波动影响，其中对于国际货代行业，进出口贸易额的增长情况将会直接影响到该行业的景气程度。若进出口增长较快，运输行业供不应求，运价上涨，上游承运商盈利较好，货代企业也可以收取更多的代理费；而如果外贸需求较弱，运价下跌，上游承运商盈利较差，则货代企业也较难享受到较高的利润。

国际货代的行业壁垒主要有：**1) 资金壁垒**，国际货代企业通常需要为企业垫付运费，导致应收账款账期较长，资金实力较弱的企业无法承接大客户的订单；**2) 人才壁垒**，国际货代其实是一个劳动力密集型的操作流程，需要货代人员与客户、海关及承运人保持密切沟通，填写多份文件、单据（例如发票、装箱单、报关单、报检委托书、报关委托书、通关单、场站收据等等）。对人员的专业性要求较高；**3) 客户壁垒**，一般大企业为了保证有稳定物流配送服务供应，会与一些经验丰富、专业水平较高、品牌知名度好的货代企业深度绑定，中小货代企业较难拿到大客户的订单；**4) 网络壁垒**，国际货代涉及不同国家之间的货物运输，因此需要货代企业在全中国范围内需要建立覆盖广、布局完备的代理网络。

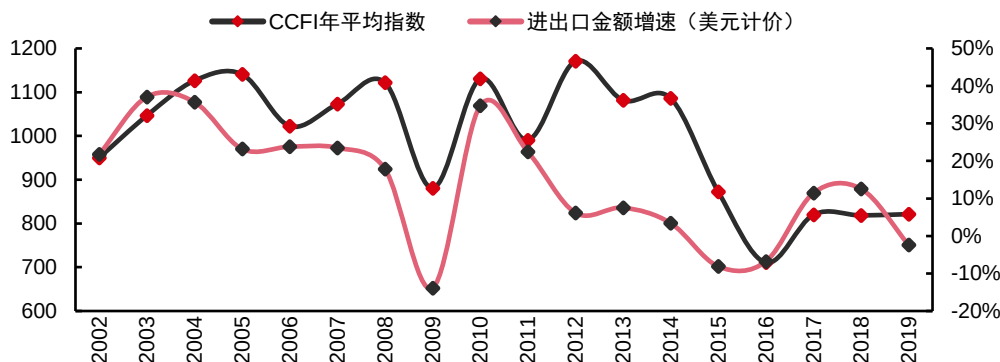
图 22：货代操作全流程示意图



资料来源：亿商网，中信证券研究部绘制

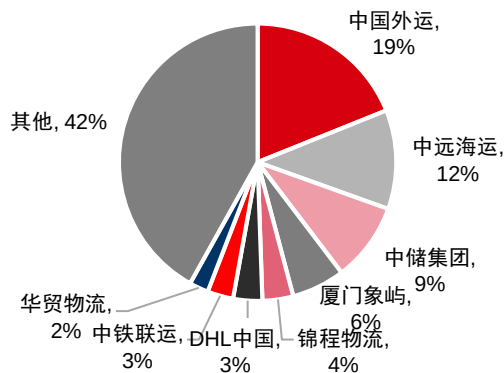
国内货代行业增量红利期已过，市场份额持续集中。2008 年之前中国经济高速发展，国内外贸企业出口需求持续扩张，船舶运力供不应求，运价持续上涨，货代行业的高利润率吸引大量企业进入，行业竞争分散，中小货代企业数量众多。但是随着最近几年外贸增速放缓，集装箱运价下行，货代服务供过于求，行业利润率收窄，中小货代企业逐步退出，行业集中度持续提升。2018 年，前 100 位国际货代物流企业总收入同增 4.9%至 4236 亿元，其中前 10 位、前 50 位企业营业收入分别同增 6.3%、5.3%，占前 100 位企业营业收入总额分别为 61%、91.2%，集中度继续提升。

图 23：CCFI 集装箱运价指数与进出口增速保持较高的关联度



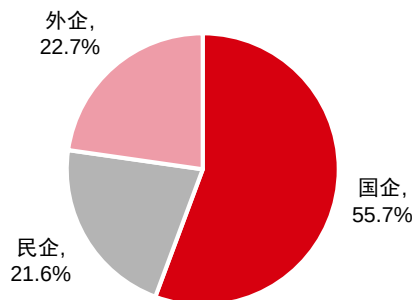
资料来源：海关总署，Wind，中信证券研究部注：CCFI 指数 2019 年平均数为截至 2019 年 11 月，2019 年进出口金额增速为 2019 年 1-9 月累计增速

图 24：2018 年中国货代前 100 营收规模占比结构



资料来源：CIFA，中信证券研究部

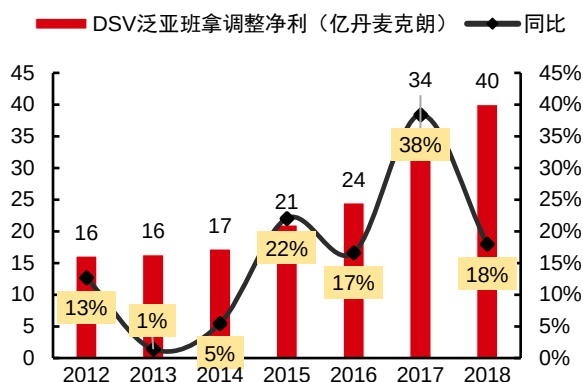
图 25：2016 年国内货代行业市场份额（营收占比）



资料来源：CIFA，中信证券研究部

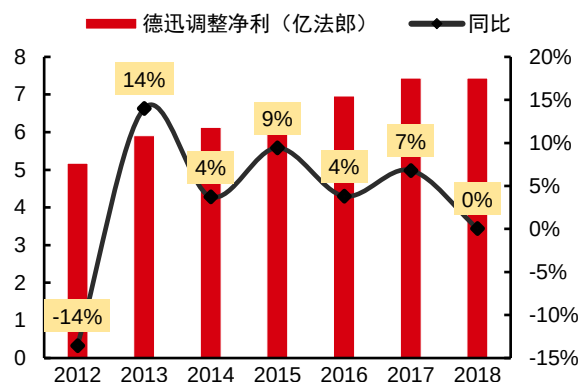
即使行业增长放缓，国际龙头企业仍然可以实现优质成长。2008 年之后全球外贸增长整体呈现放缓趋势，在行业需求下降的情况下，龙头企业仍能通过扩大市场份额、并购、提供高附加价值的物流服务获得持续的业绩增长（例如德国货代企业德迅、丹麦货代企业 DSV 等）。并且目前全球货代竞争格局仍将较为分散，最大的货代企业份额占比仅为 5%，未来提升空间依然很大。

图 26：2012~2018 年 DSV 泛亚班拿调整净利增长情况



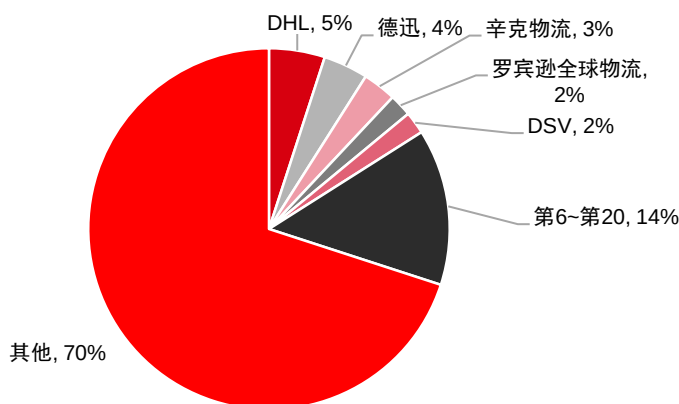
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 27：2012~2018 年德迅调整净利增长情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 28：全球货代行业竞争格局情况



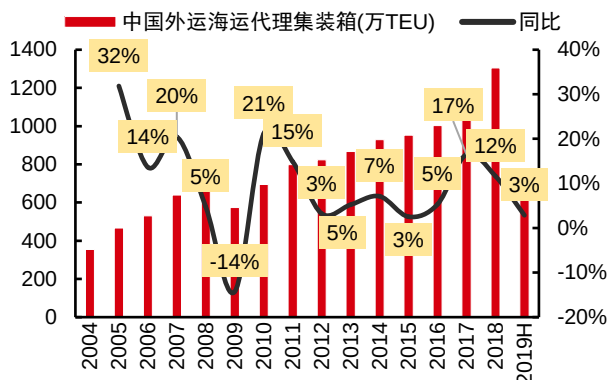
资料来源：DSV 2108 年年报，中信证券研究部

公司业务：海运货代业务量全球第二，未来追求收益优化的高质增长

公司货代业务覆盖海、陆、空，业务量排名国内第一，全球第二。公司货代业务主要包括海运代理、空运代理和船舶代理：

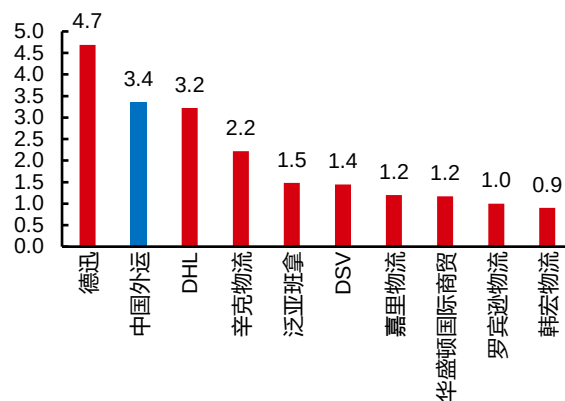
1) **海运代理**。公司是国内最大的海运货代公司，同时其业务量也排名全球第二。公司海运货代集装箱业务量增长总体与进出口外贸保持较高的关联度，2012~2016 年国内进出口外贸增长持续放缓至负增长，而公司海运货代业务量增速也维持低个位数，而随着 2017~2018 年国内外外贸增速回暖，公司海运业务量也出现加速增长。公司最近几年海运集装箱货代量在国内的市场份额持续稳步攀升，龙头优势稳固。

图 29：2004~2019H 中国外运海运集装箱增长情况



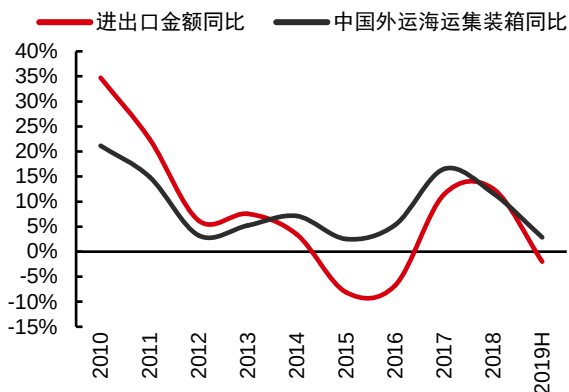
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：2018 年全球海运货代业务量排名前十的企业（百万 TEU）



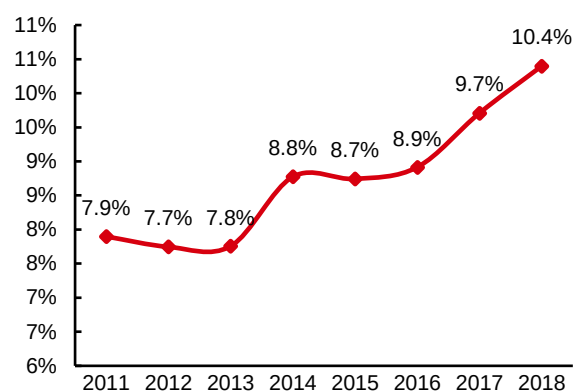
资料来源：《Transport》北美物流协会，中信证券研究部

图 31：中国外运集装箱增速与进出口金额增速较为一致



资料来源：Wind，海关总署，中信证券研究部

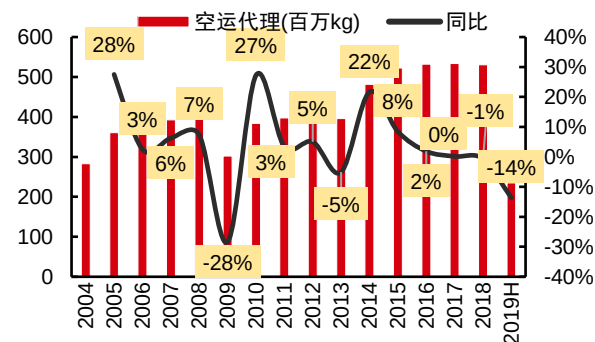
图 32：中国外运海运集装箱业务量国内市场份额持续提升



资料来源：Wind，中国港口协会，中信证券研究部

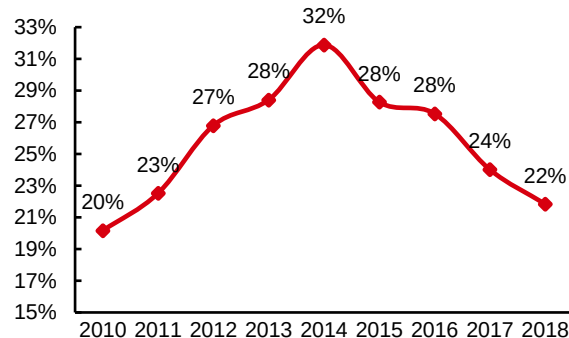
2) 空运代理。公司提供全球 200 多个国家及地区之间门到门服务，建立了以北京、上海、广州、成都、郑州及香港六大口岸为核心的全国统一航空作业平台。中国外运空运货代业务排名国内第二，过去几年受宏观经济增速放缓影响，公司空运货代量增长停滞甚至出现负增长，且市场份额也有所下降。

图 33：2004~2019H 中国外运空运货量增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

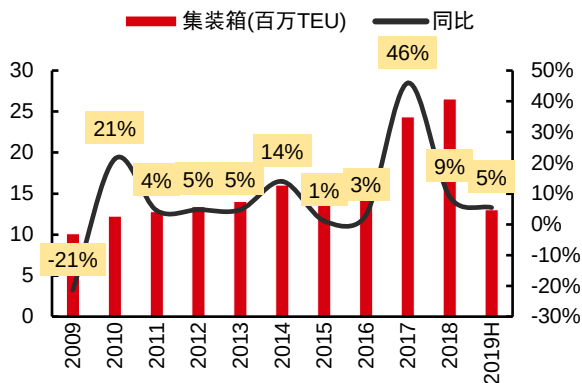
图 34：中国外运空运货代国内市场份额变动情况



资料来源：Wind，民航局，中信证券研究部

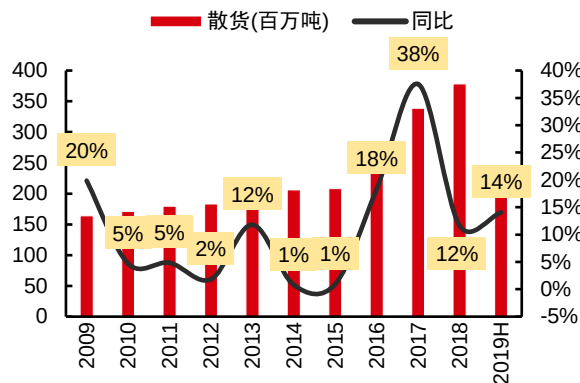
3) 船舶代理。公司同时还是中国领先的船舶代理服务公司，在中国沿海、沿江 70 多家口岸设有分支机构，并在香港、日本、韩国、新加坡、英国、德国、泰国等地设立代表处，为船公司客户提供船舶进出港、订舱、单证、船舶供应及其他船舶在港相关业务等服务。

图 35：2009~2019H 中国外运船舶代理集装箱业务量情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

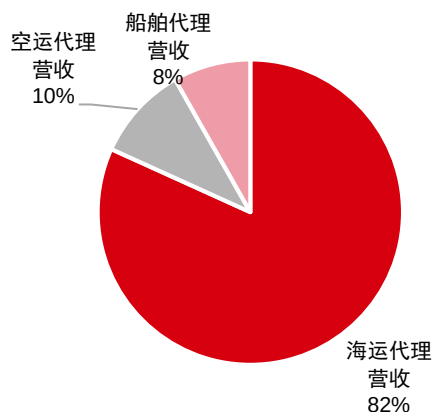
图 36：2009~2019H 中国外运船舶代理散货业务量情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

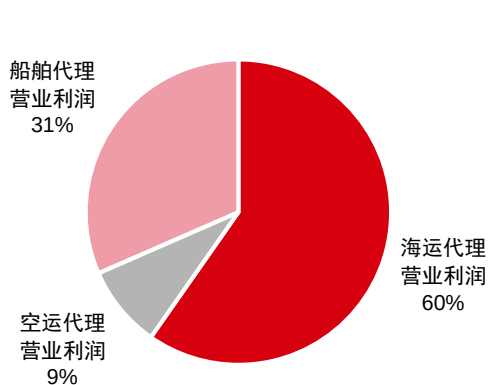
海运贡献主要收入和利润，过去几年公司货代业务盈利能力持续提升，克服了运价下跌的不利影响。2018 年公司货代业务中海运货代营收占比 8 成，而其营业利润也占比高达 6 成，因此集装箱海运是公司重要的货代业务。2012~2016 年集装箱运价 CCFI 指数持续下跌，导致公司货代业务营收出现负增长，但是公司通过主动调整业务结构，减少盈利性较差的业务，增加物流服务的附加价值等方法保持货代业务营业利润率总体增长趋势。

图 37：2018 年中国外运货代营收占比结构



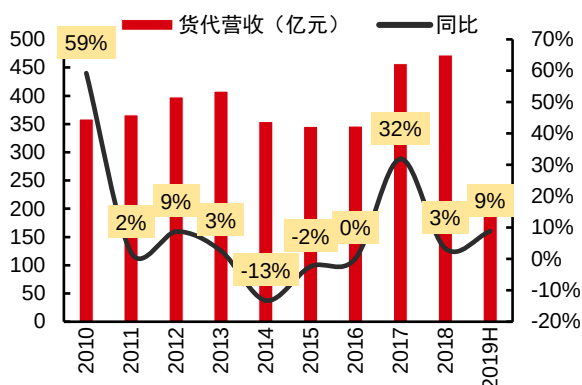
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：2018 年中国外运货代营业利润占比结构



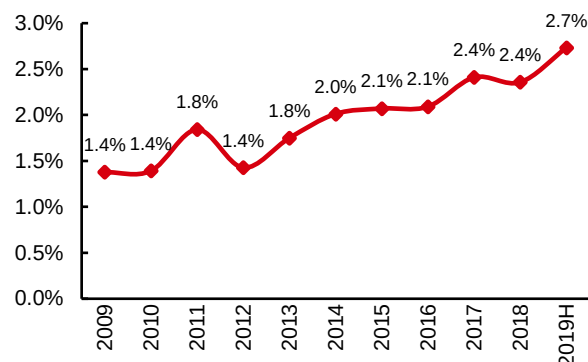
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：2010~2019H 中国外运货代营收增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

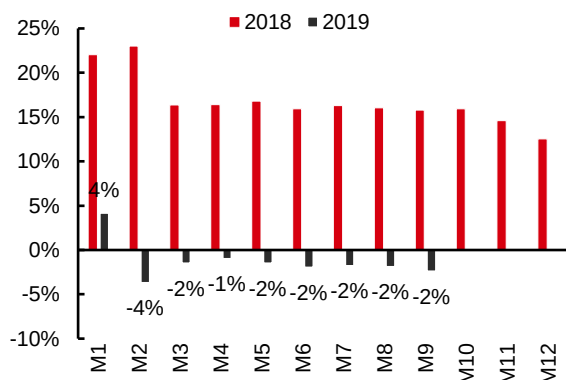
图 40：2009~2019H 中国外运货代业务营业利润率变动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

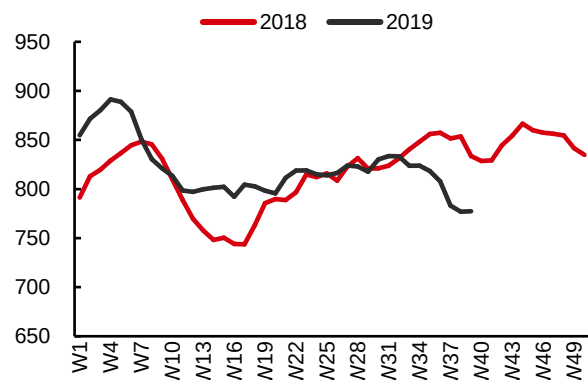
外贸疲软，公司今年以来货代业务增长放缓明显。受中美贸易摩擦影响，2018 年年末出现抢装效应而推升外贸货量，2019 年抢装效应消失，贸易摩擦叠加内需较弱，国内进出口贸易出现连续负增长。受此影响，公司海运货代业务量虽然 Q2 出现短暂增长，但是 Q3 又出现负增长，同时空运货代业务量则同比下降 10%，下降趋势明显。

图 41：2018~2019 年我国进出口外贸每月增速表现情况



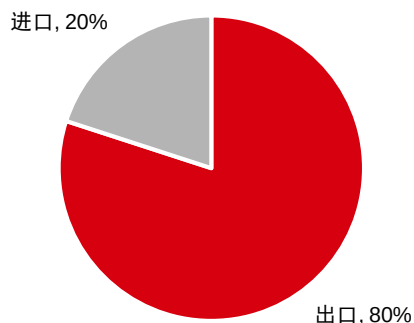
资料来源：海关总署，中信证券研究部

图 42：2019 集装箱指数 CCFI 出现下跌



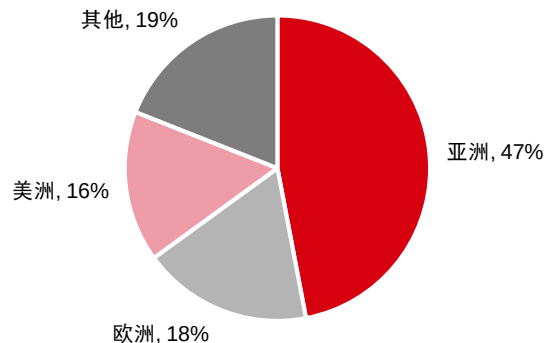
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：2018 年中国外运货代业务进出口营收占比情况



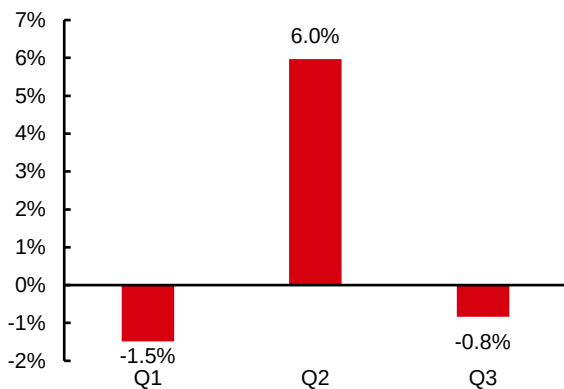
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：2018 年中国外运货代业务全球区域营收占比情况



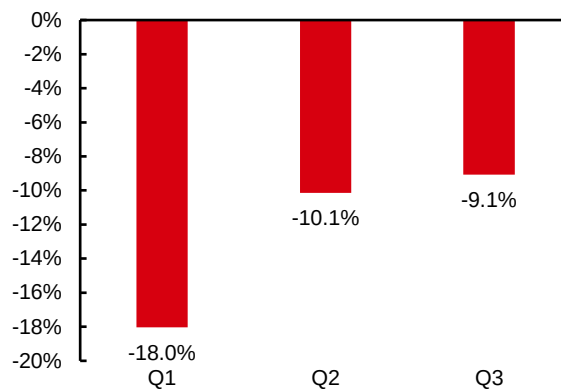
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：2019 年每个季度中国外运海运货代量同比变动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

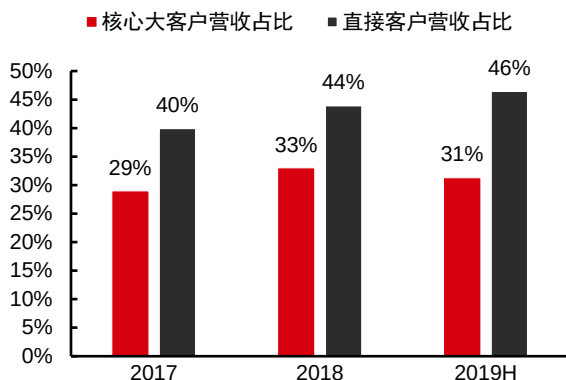
图 46：2019 年每个季度中国外运空运货代量同比变动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

未来战略以发展直代客户、提高大客户客单价为主，提高盈利能力，同时扩大全球物流服务网络，向海运龙头看齐。公司虽然货代业务规模大，但是与国外货代龙头相比，货代业务仍然表现为大而不强，具体体现为 1) 直接客户占比低，很多客户都是二代，公司无法直接接触到企业；2) 公司目前货代业务大部分都是提供简单的干线运输，而这部分业务是不赚钱的，仅为少量核心客户提供端到端的全程供应链服务；3) 公司虽然目前海外网络覆盖超过 30 余个国家和地区，但是其全球服务网络布局仍然有较大提升空间。随着公司不断提高直营客户占比，同时围绕客户需求打包服务模块，提供端到端全程供应链服务，进而提高客单价以及进一步拓展海外服务网络，我们认为公司未来货代业务盈利能力有望持续提升，同时海外业务（进口货代）也将贡献增量业绩，货代实力向国际龙头靠拢。

图 47：中国外运核心大客户及直接客户营收占比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 48：2018 年中国外运海外网络布局情况

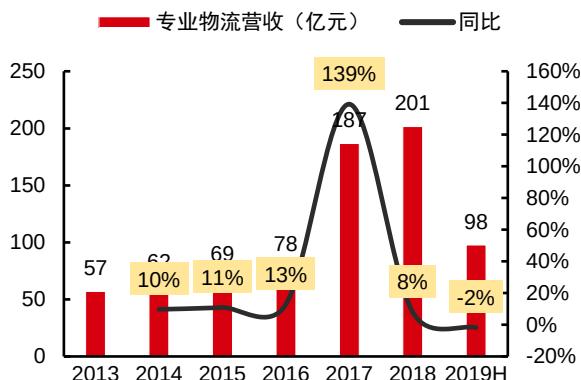


资料来源：中国外运官网

■ 专业物流：为 B 端客户提供定制化物流服务，彰显公司综合物流强大实力

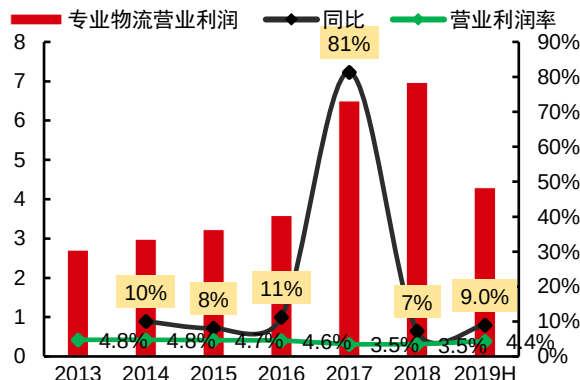
公司专业物流主要服务国内各行各业的大 B 客户，为其提供定制化的物流服务，公司专业物流主要包括合同物流、项目物流、化工物流以及冷链物流。专业物流还是带有部分的货代成分（部分物流环节是委托其他物流企业完成，另一部分物流环节则由自己完成），其具备定制化的特点，主要为客户提供量身定制的、覆盖整个价值链的一体化物流解决方案并确保方案的顺利实施。专业物流是公司过去几年发展最好的业务之一，受益于对招商物流的并购，中国外运的专业物流体量及实力均明显增加。公司专业物流目前主要包括合同物流、项目物流、化工物流和冷链物流。

图 49：2013~2019H 中国外运专业物流营收增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 50：2013~2019H 中国外运专业物流营业利润增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

合同物流：需求连续且稳定，切入多家知名企业供应链物流。公司合同物流主要面向快速消费品、汽车及零配件、电子产品、国际采购、医疗健康等客户，基于长期的合作协

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管理服务。公司目前合同物流主要集中在四大领域：

- 1) **汽车零部件**，公司在国内汽车轮船物流市场的份额占到全国 60~70%；
- 2) **电子产品**，相关客户有京东方、三星、华为等知名企业，主要为手机、平板电脑、笔记本电脑等电子产品提供物流服务；
- 3) **医疗**，客户例如西门子等，运输的货物有核磁共振设备、X 光设备等，公司甚至有能力提供医疗设备末端安装调试功能；
- 4) **快消品**，公司之前并购的招商物流在酒水物流领域实力较强，目前相关客户有洋河、保洁、麦德龙等。

整体的来说，中国外运合同物流需求主要来源消费、医疗、电子等行业，需求连续且稳定。

项目物流：需求随项目数量会出现波动，但业务定制化程度很高，盈利能力较好。项目物流就是为各类重大工程项目提供物流配送服务，公司工程物流业务主要覆盖“一带一路”沿线国家及地区，面向石化、电力、冶金矿业、基础设施、轨道车辆等行业的中国对外工程承包客户，提供工程设备、物资等从中国到海外目的地的门到门、一站式物流解决方案设计及执行服务。

由于工程物流客户需求定制化程度很高（不同工程项目对物流需求差异性很大），而且工程项目物流一般会涉及特大件货物的运输（风力发电机叶片、桥墩、大型油气采掘设备等），因此工程物流操作难度很大，盈利性要好于合同物流。不过由于项目物流下游需求来源工程项目，工程项目数量变动容易影响到公司业务的增长，因此项目物流相比合同物流受经济波动影响更敏感。可以看到今年以来受宏观经济增速下行影响，中国外运的项目物流业务出现明显萎缩。

图 51：中国外运风电工程物流项目



资料来源：经济日报

图 52：中国外运核电工程物流项目



资料来源：罗戈网

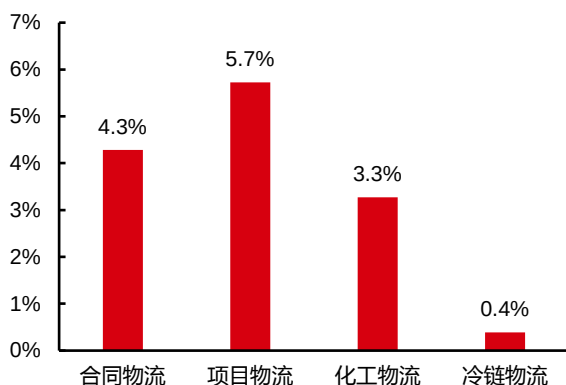
表 2：中国外运专业物流各细分业务营收增长情况（亿元）

	2018	2017	同比	2019H	2018H	同比
合同物流营收	41.7	36.6	13.9%	20.0	20.0	0.0%
项目物流营收	10.3	8.2	25.6%	3.2	5.7	-43.9%
化工物流营收	3.3	2.7	22.2%	1.6	1.5	6.7%
冷链物流营收	1.1	1.1	0.0%	0.6	0.5	20.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

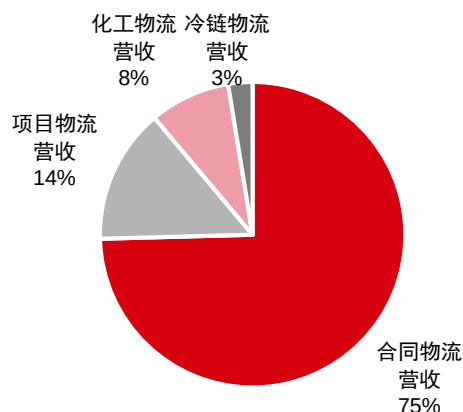
化工物流：深耕高危行业，彰显综合物流强大实力。化工产品千差万别的化学、物理特性以及潜在的危险性使其对供应链管理以及物流服务的要求十分严格，而中国外运持续深耕化工物流行业，凭借覆盖广泛的立体化高效物流网络、完备的物流资源以及专业的化工物流团队，为化工企业提供安全、专业、及时、定制化的绿色供应链解决方案及物流服务。中国外运凭借在行业中的突出贡献与行业影响力荣获“2018 年中国化工物流行业金罐奖—行业持续贡献奖”。公司目前化工物流规模较小，2018 年营收为 8.6 亿元，未来发展潜力较大，2019 年前三季度公司化工物流业务量保持较好增长。

图 53：2019H 中国外运专业物流各细分业务营业利润率



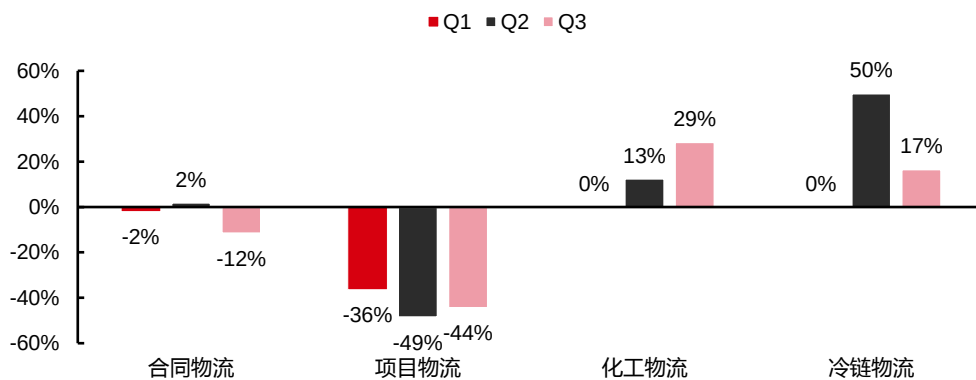
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 54：2019H 中国外运专业物流营业利润占比结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 55：2019 年前三季度中国外运专业物流各细分业务量增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

冷链物流：基础设施完备，管理经验丰富，基本实现盈亏平衡。公司之前收购的招商物流具备较强的冷链物流实力，其管理仓库面积（包括冷藏设施）约 326 万平方米以及经营 3.75 万辆可控货运车辆（包括一支冷藏车队）。2018 年中外运冷链物流有限公司在上海正式成立，标志着中国外运与原招商物流冷链板块完成组织整合，中国外运冷链业务从资产规模、行业客户、冷库技术等多方面更加具有竞争力。公司目前拥有 20 多万平米的冷库，其面积资源与顺丰几乎持平。2018 年及之前公司冷链处于亏损情况，而 2019 上半年公司冷链营业利润率扭亏为正（0.4%），预计公司未来冷链业务将保持营收与利润的快速增长。

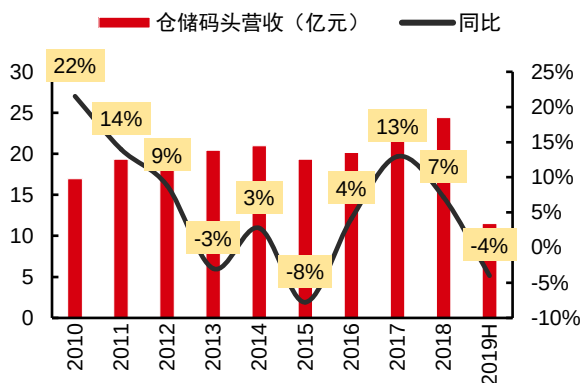
未来，中国外运专业物流将向价值链整合转型，按照销售行业化、方案客户化、服务集成化、运营一体化、管理体系化的要求，打通产业链的上下游，服务好客户，提升产业链的整合服务价值。

■ 仓储码头：补强端到端供应链服务能力，重资产、高盈利

公司仓储码头业务发展稳健，资产较重，但是盈利为公司子业务中最高。中国外运拥有丰富的码头和集装箱场站资源，公司仓储及码头业务主要为客户提供货物储存、装卸等相关服务。过去几年公司仓储码头业务运行较为稳定，2015 年业务负增长主要为个别仓储码头拆除、部分内贸船企破产以及政策限制等影响，2016 年业务负增长主要为部分新增仓储码头亏损所致。

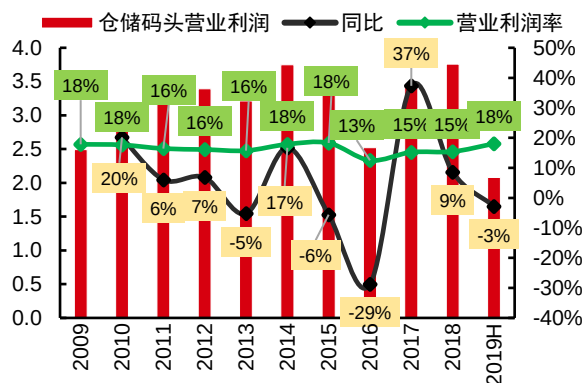
公司目前运营仓库面积超过 600 万平方米（其中一半以上为自有仓库）及 8 个内河码头、约 3,900 米岸线资源，这也导致公司仓储码头业务资产略重：虽然公司港口码头设施账面净值只有 8.1 亿元，但是我们估计房屋建筑物（账面净值 79 亿元）中很多是仓库、堆场、物流中心，大部分是用于支撑仓储码头服务。2018 年公司仓储码头业务虽然营收占比只有 3%，但凭借较高的盈利能力，其营业利润占比达 15%。

图 56：2010~2019H 中国外运仓储码头业务营收情况



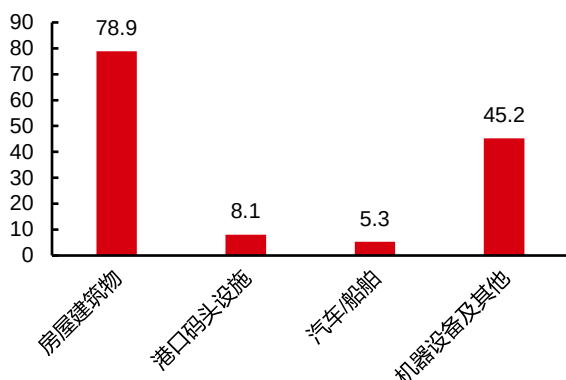
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 57：2010~2019H 中国外运仓储码头业务营业利润情况



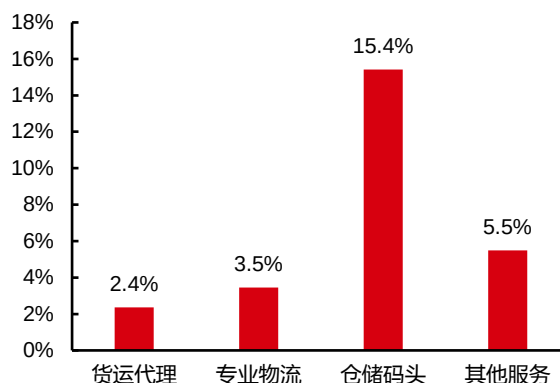
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 58：2018 年中国外运各类固定资产账面净值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 59：2018 年中国外运各类业务营业利润率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

仓储码头是公司延伸货代业务价值链的关键一环。国内一般货代企业只是负责港到港的干线运输，盈利较弱，而货代整个物流链条中，较为赚钱的则是门到港、港到门的业务链条。中国外运每年稳定的资本支出用于建设码头、仓库、物流中心和堆场，其就是为了延伸货代价值链，为客户提供门到港、港到门的物流服务，进而获取盈利性更高的业务收入。因此仓储码头业务的发展是公司未来提供端到端全程供应链服务的重要一环，自建码头及仓库也是为这一目标构建底层基础设施。

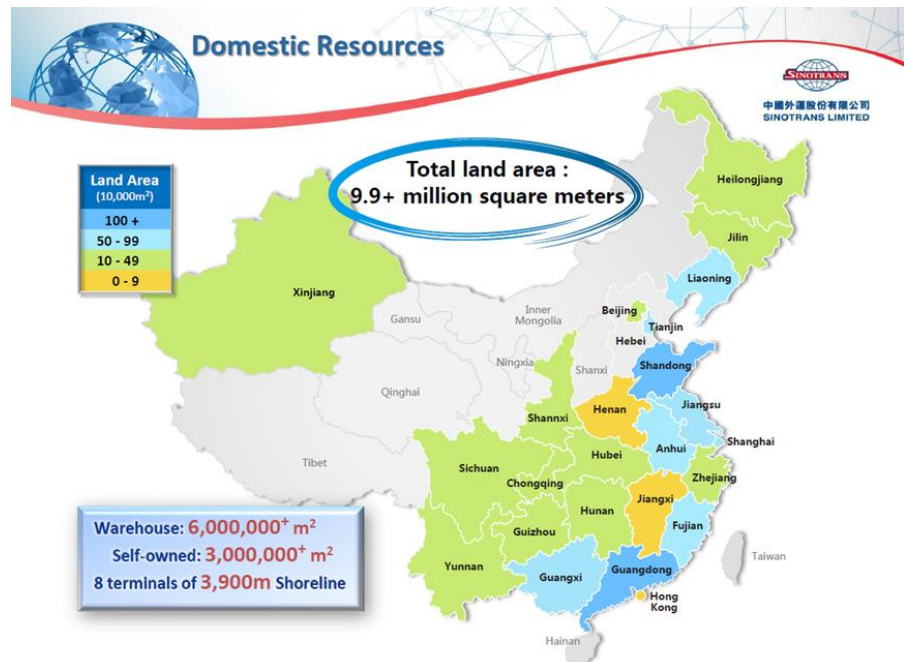
表 3：2012~2018 年中国外运资本支出用途情况（亿元）

	码头、仓库、物流中心、堆场修建	车辆及设备购置	IT 投资、办公设备更新购置
2012	10.4	2.7	0.6
2013	11.2	6.0	0.5
2014	7.7	2.9	0.7
2015	12.4	2.2	0.5
2016	9.9	2.3	0.9
2017	21.9	7.9	2.0
2018	10.6	11.1	3.3

资料来源：Wind，中信证券研究部

公司自有土地资源较广，支撑公司未来仓储网络不断完善。公司在过去十几年发展过程中每年都会支出一些资金购置土地，使得自有土地资源不断增长，同时并购招商物流又为公司带来约 300 万平米的土地。公司目前拥有超 1200 万平米的自有土地，土地资源充足，而且未来随着时间的推移，土地资源将越来越稀缺，价值也将持续提升。我们认为公司目前充裕的自有土地资源既可以支撑公司未来仓储、物流中心、堆场等物流基础设施的建设，推动公司业务全国覆盖范围进一步扩大、提高运营效率及服务质量，同时又具备一定的变现价值。

图 60：中国外运全国自有土地情况

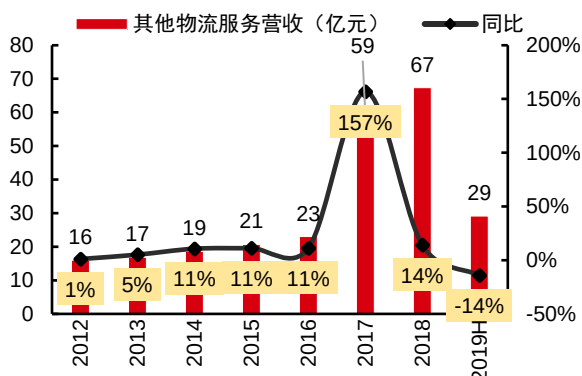


资料来源：中国外运官网

■ 其他业务：国际快递发展迅猛，中外运敦豪贡献四成利润

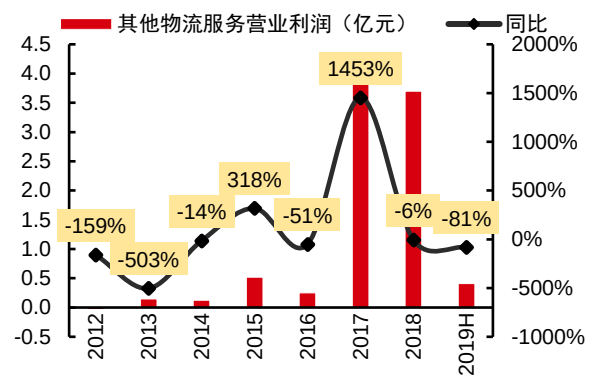
中国外运除了提供货代、专业物流、仓储码头业务外，还提供船舶运输、汽车运输、快递服务、集装箱租赁等其他物流服务。其他物流业务盈利能力较弱（2017 和 2018 年盈利性较好的托盘租赁业务是并入其他物流板块中，而 2018 年后托盘租赁业务不再并表，2019 年上半年公司其他物流业务营业利润率仅为 1.4%），因此只要部分其他物流子业务成本波动一下，就会造成其营业利润较大幅度的波动。

图 61：2012~2019H 中国外运其他物流服务营收增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

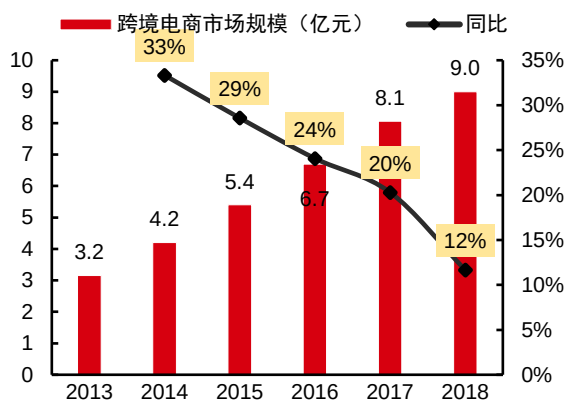
图 62：2012~2019H 中国外运其他物流服务营业利润变动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

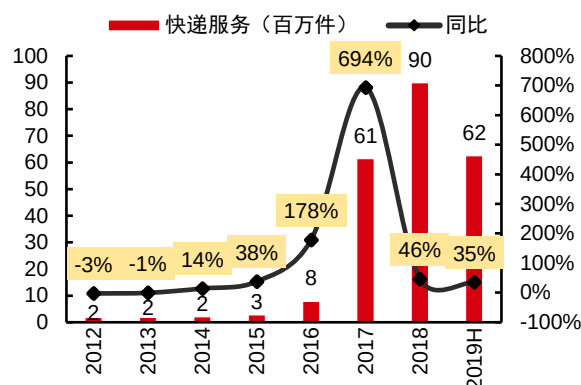
跨境电商需求景气下，公司与菜鸟合作推动跨境电商物流体系建设，快递业务增长迅猛。最近几年国内电商平台不仅限于国内商品销售，开始慢慢走向国门，在平台上销售其他国家的商品或者面向海外消费者销售国内商品，国内跨境电商市场也保持较快发展。在跨境电商需求稳步增长下，公司与菜鸟网络保持良好合作，推动公司跨境快递业务量迅猛增长。2018 年公司快递件量同增 46%至 0.9 亿件，2019 年 Q1/Q2/Q3，公司快递业务量分别同增 17%/50%/79%，继续保持快速增长。预计未来随着公司快递业务量规模扩大，快递业务盈利能力有望逐步回升并贡献业绩增长。

图 63：2013~2018 年中国跨境电商市场规模增长情况



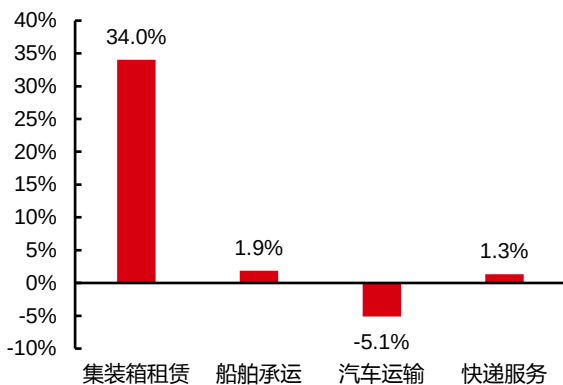
资料来源：电子商务研究中心，中信证券研究部

图 64：2012~2019H 中国外运快递件量增长情况



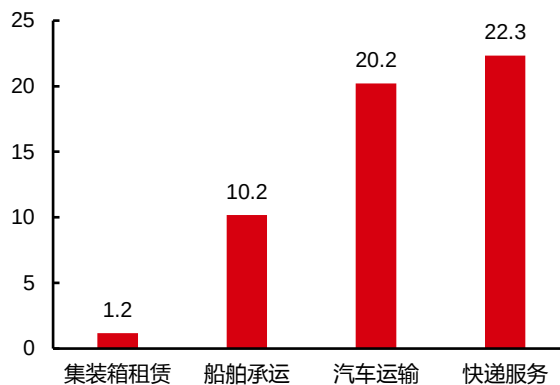
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 65：2018 年中国外运其他物流业务营业利润率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 66：2018 年中国外运其他物流业务营收情况（亿元）



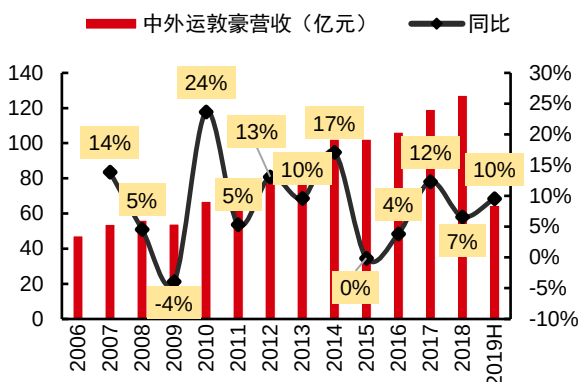
资料来源：Wind，中信证券研究部

公司同时也提供自有车辆及船舶运输服务，不过盈利能力较弱。公司并非所有的物流配送业务均是通过采购第三方物流运输服务完成的，公司同时拥有自有船舶和汽车并提供相应运输服务。不过公司自有的汽车运输和船舶运输服务盈利较弱，过去几年基本处于盈亏平衡状态。

中国外运参股 50%的中外运敦豪业务，投资收益占比公司总利润 40%~50%，过去几年业绩增长较为稳健。中国外运每年约 40~50%的利润来自其参股 50%的中外运敦豪公司的投资收益。中外运敦豪是由中国外运和 DHL 共同成立，两家公司各持股 50%。中外运

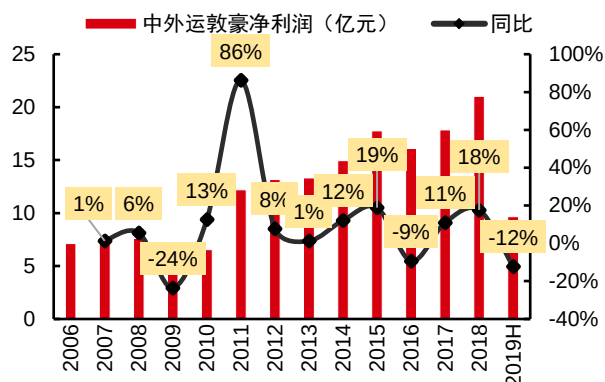
敦豪主要从事的是高附加价值的国际时效快递件递送（国际商务快件），客户主要是对时效、服务要求较高的大企业，因此客单价高、盈利性好。最近几年中外运敦豪净利率整体维持在 16% 左右，明显高于顺丰 5% 的净利率，显示了公司盈利能力之强。凭借 DHL 全球国际快递件的龙头地位、优质的服务质量和品牌美誉度，中外运敦豪过去 5 年营收/净利 CAGR 分别为 7.8%/9.5%，保持稳健增长。

图 67：2006~2019H 中外运敦豪营收增长情况



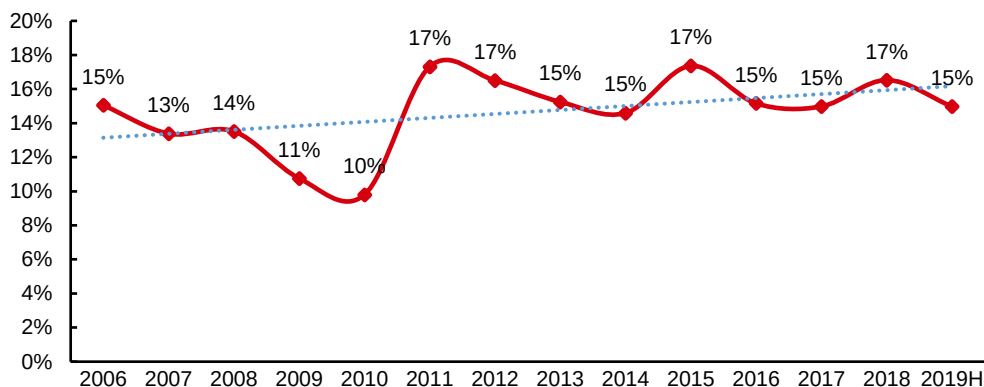
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 68：2006~2019H 中外运敦豪净利润增长情况



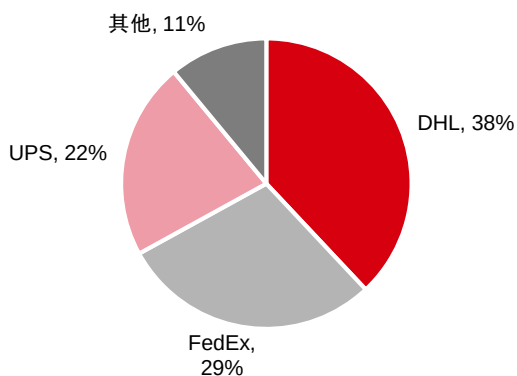
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 69：2006~2019H 中外运敦豪净利率波动情况



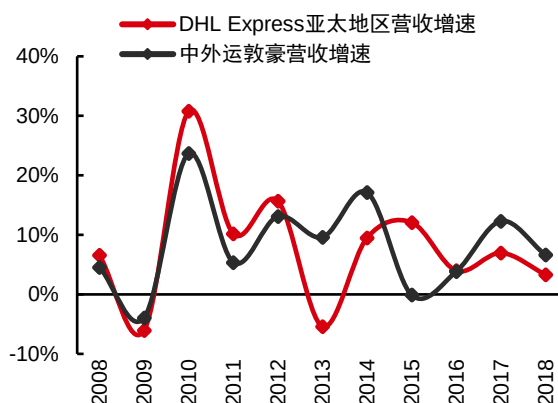
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 70：全球时效快递市场份额占比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 71：中外运敦豪营收增速与 DHLExpress 亚太地区营收增速保持正相关性



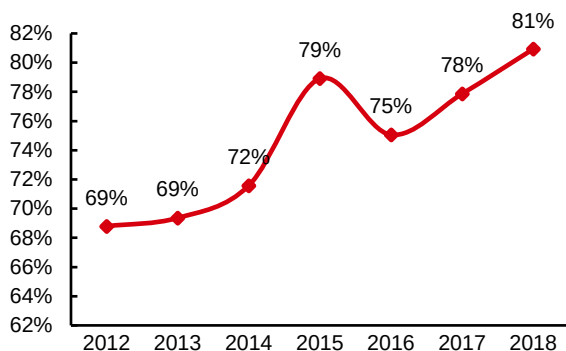
资料来源：Wind，中信证券研究部

汇率波动及燃油价格波动会对中外运敦豪业绩造成影响，FedEx 事件或利好中外运敦豪业务发展。中外运敦豪的国际快递递送需要向 DHL 采购服务并且目前是以美元结算（2017 年及之前是以欧元结算），因此人民币兑美元汇率变动会影响其成本支出，进而影响利润。同时燃油价格波动也会影响中外运敦豪业绩，燃油价格明显上涨时公司可以征收燃油附加费而获得额外的利润。中外运敦豪 2011 年大幅增长主要原因为业务量增长及燃油附加费征收，而 2016 年增收降利主要表现为人民币兑欧元贬值，而 2018 年业绩增长较多主要原因系人民币兑美元整体升值以及油价上涨带来燃油附加费征收。

中国外运 2019Q3 来自联营和合营企业的投资收益同增 27.6%，而 Q2 同比下降 14.8%，表现为加速增长，或为 2019 年 5 月 FedEx 擅自转运华为包裹事件短期驱动用户转向使用 DHL（中外运敦豪）快递服务，推高业绩增长。

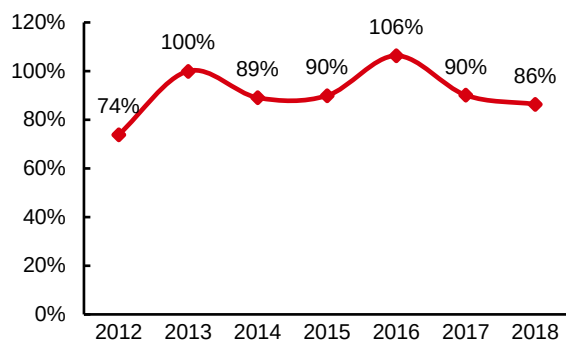
中外运敦豪对于中国外运是一个高 ROE、现金牛的核心资产。我们测算 2018 年中外运敦豪 ROE 高达 81%，并且过去几年一直保持增长，主要原因为中外运敦豪采取轻资产运营模式，几乎无需额外资本支出就能保持业绩持续增长。同时中外运敦豪分红率在 90% 左右，较高的分红率为中国外运持续带来充裕的现金，支撑公司其他业务发展。过去几年中外运敦豪营收占中国国际+地区快递行业比值在持续下降，主要原因是中外运敦豪主要做的是国际商务件，而最近几年国际+地区快递件增长较快速主要为跨境电商件增长推动所致。我们预计中外运敦豪未来仍将保持长期稳健增长，为公司带来持续的投资收益。

图 72：2012~2018 年中外运敦豪 ROE 增长情况



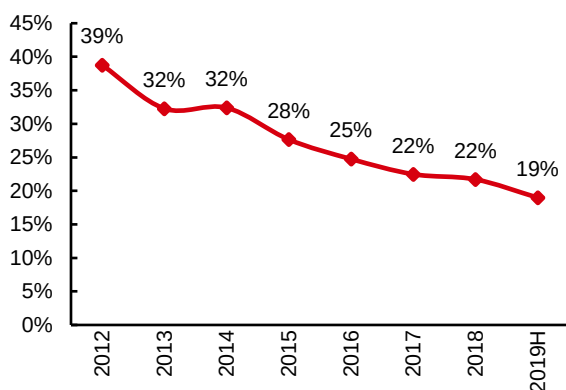
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 73：2012~2018 年中外运敦豪现金分红率情况



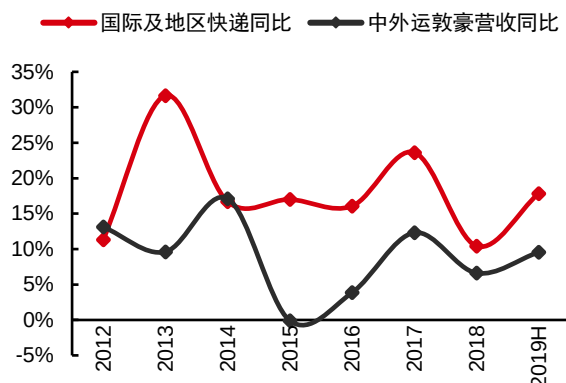
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 74：中外运敦豪在中国国际及地区快递市场的份额持续下降



资料来源：Wind，国家邮政局，中信证券研究部

图 75：2012~2019H 中外运敦豪和国际快递行业营收增速情况

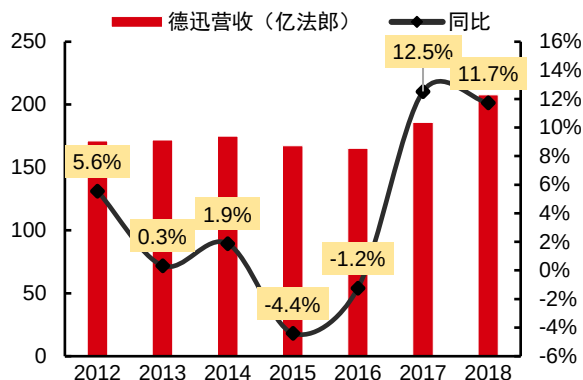


资料来源：Wind，国家邮政局，中信证券研究部

■ 对标龙头：外运大而不强，后续盈利提升，从大到强

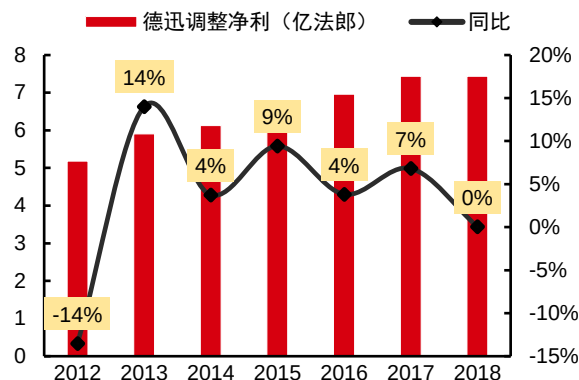
德迅：全球货代龙头，专注为客户提供高附加价值的端到端供应链服务，从而支撑公司出色的盈利能力。全球货代龙头德迅成立于 1890 年，目前总部在瑞士，经过近 130 年的发展，公司目前拥有 8.2 万员工，通过 100 个国家 1300 个服务网点为全球客户提供供应链物流服务。公司海运货代/空运货代/合同物流分别排名全球第一/第二/第二。德迅秉承“客户+科技+员工”经营理念，用专业水平优秀的员工和领先的技术为客户提供优质的物流服务，并将优秀的行业解决方案拓展到其他领域中。公司盈利能力非常优秀，其几乎不随上游集装箱运价波动而变动。

图 76：2012~2018 年德迅营收增长情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 77：2012~2018 年德迅调整净利增长情况

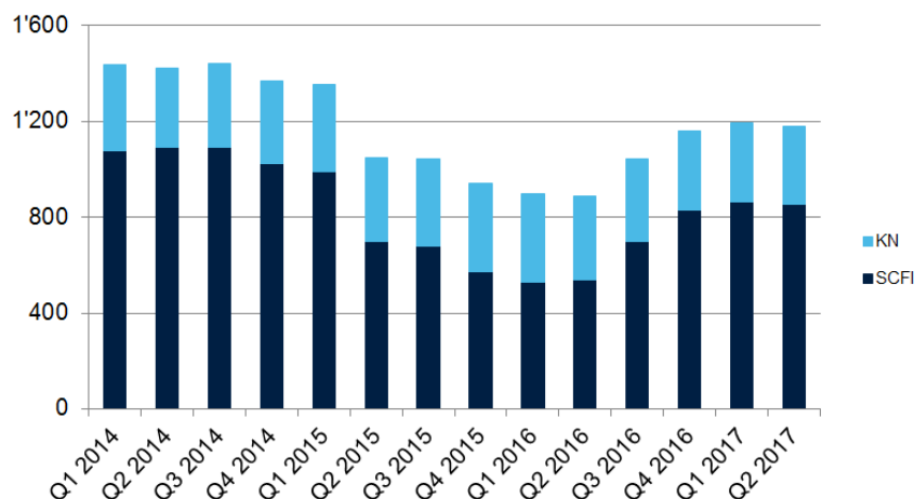


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 78：SCFI 集装箱运价波动对德迅盈利影响较弱

KN GP/TEU and Shanghai Containerized Freight Index

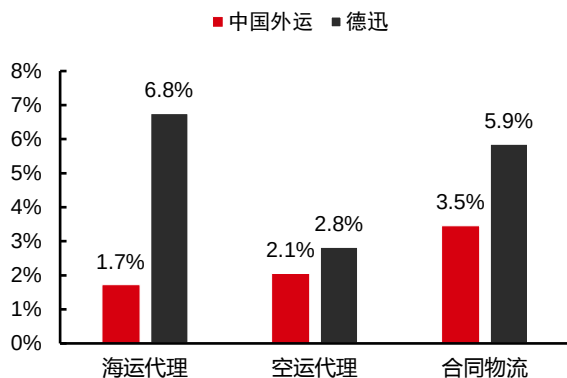
in CHF



资料来源：德迅官网

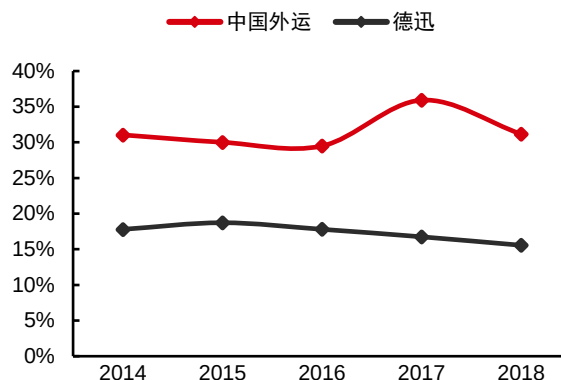
凭借出色的盈利能力，德迅 2018 年扣非净利润和当前市值分别是中国外运的 4.7 倍 /4.4 倍，而其货量仅为中国外运的 1.4 倍。德迅领先行业的盈利能力主要来自公司为客户提供高附加值、定制化的全程供应链服务，而并非仅仅是供应链某个环节。同时公司采取的轻资产运营模式，可以将更多资金投入在专业人才和 IT 科技，推动经营降本增效，同时持续提升自己的物流服务能力。领先行业的供应链解决能力使得德迅掌握较高的议价权，公司是许多跨国大型企业的不二选择，几乎不愁货量的增长，其一年利润甚至比上游所有船企的利润总和都高。

图 79：2018 年中国外运与德迅各业务营业利润率对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

图 80：中国外运固定资产占比总资产高于德迅



资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

DSV：通过持续并购及标准化产品，保持较高盈利，获得持续成长。另外一家上市的国际优秀货代公司是 DSV。DSV 于 1976 年在丹麦创立，今年完成对泛亚班拿并购后，公司货代业务量增长近一倍，跃居全球第四。DSV 同样采取了轻资产的运营模式，并通过持续不断的并购实现了规模快速成长。DSV 更重要的竞争力在于公司突出的整合能力，并购最终产生效益的多少取决于收购公司并购后的资源整合能力，而 DSV 几乎每次并购之后都能通过优秀的业务及资源整合，使得并购标的盈利能力得到提升，并与本部进行较好的业务链接。

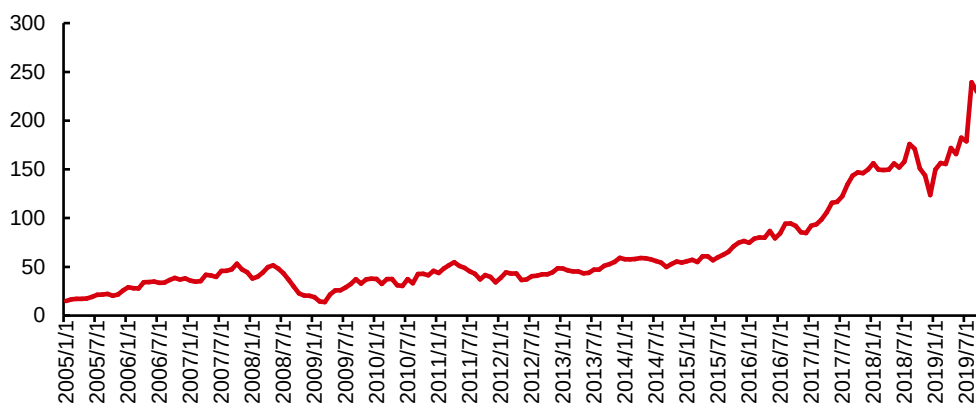
除此之外，针对其主要客户为中小型企业的情况，DSV 通过标准化产品服务，提高运营效率，同时配合优秀的并购整合能力，保持了相当高的业务营业利润率。

表 4：DSV 并购历史梳理

时间	并购
1989	收购两家出口公司 Borup Autotransport A/S 和 Hammerbro A/S-Bech Trans。
1997	收购 Samson Transport Co. A/S。
2000	收购 DFDS Dan Transport Group A/S，成为北欧最大运输公司。
2005	收购 J.H. Bachmann GmbH，加强空海运业务模块。
2006	收购 Koninklijke Frans Maas Groep N.V.，成为整个欧洲陆运之王。
2008	收购 ABX LOGISTICS，业务覆盖六大洲。同年收购 Roadferry Ltd。
2009	和 LOS INKAS Group of Companies 创建合资公司 DSV-GL Latin America S.A，加强拉美市场。
2012	收购 DSV-GL Latin America S.A 剩余股权，在巴西建立分公司。同年，收购 Swift Freight Group of Companies。
2013	收购 Seatainers Group A/S, SBS Worldwide Holdings Ltd, Airmar Cargo, Ontime Logistics AS。
2016	收购 UTi Worldwide Inc，提升在汽车、零售、保健等领域的份额。
2019	收购海运货代业务规模比自己还大的 Panalpina，实现了货代业务量规模翻倍增长，明显提升行业地位

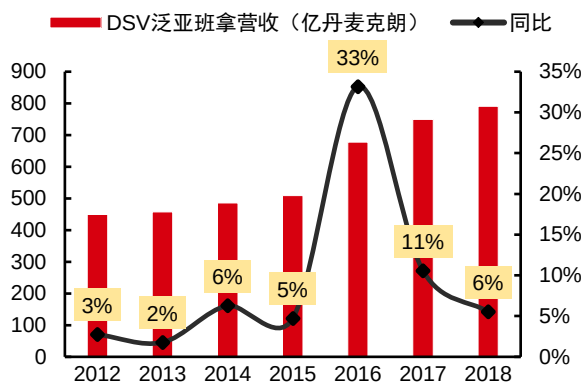
资料来源：公司财报，中国航务周刊，中信证券研究部

图 81：2005 年至今 DSV 市值增长情况（亿丹麦克朗）



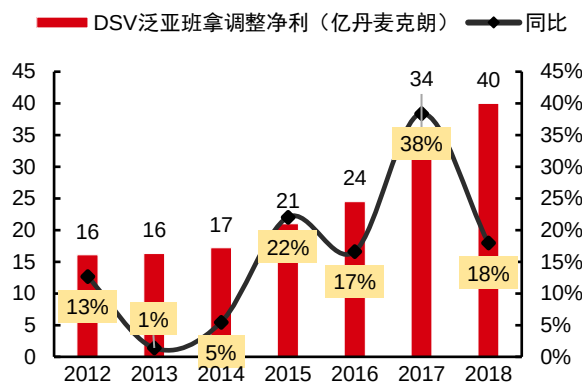
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 82：2012~2018 年 DSV 泛亚班拿营收增长情况



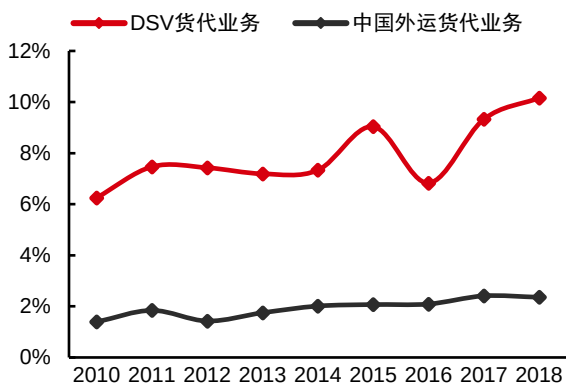
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 83：2012~2018 年 DSV 泛亚班拿调整净利增长情况



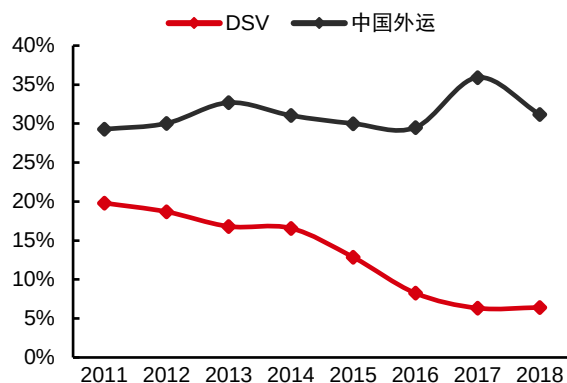
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 84：DSV 货代营业利润率显著高于中国外运



资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

图 85：中国外运固定资产占比总资产高于 DSV

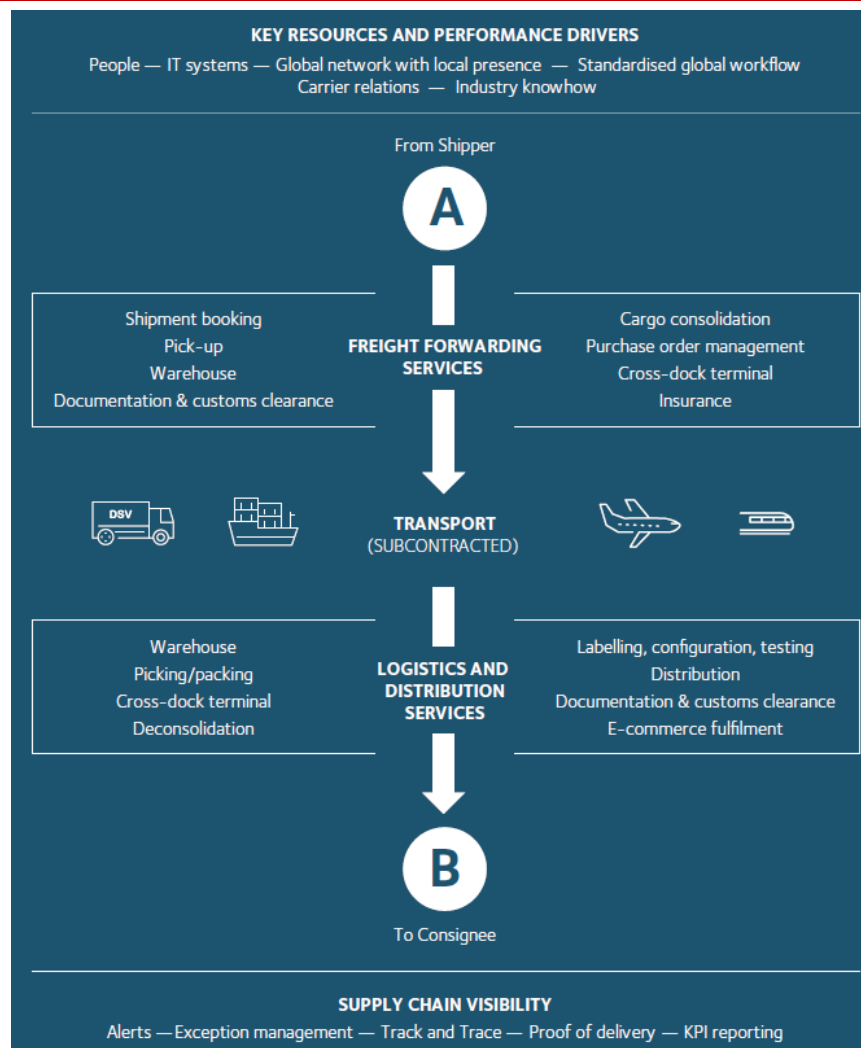


资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

与国外龙头对比，中国外运虽然体量大，但是盈利弱，且提供的服务大多都是低附加值的物流服务，未来盈利提升具备潜力。对比国外货代龙头德迅与 DSV，我们发现中国外运目前盈利能力显著落后德迅与 DSV，同时资产偏重、负债及财务费用较多。中国外运虽

然体量大但是盈利能力较弱的主要原因在于公司目前相当一部分的业务都是提供简单的港到港干线货代运输服务，而至于价值量更高的港到门、门到港的物流服务提供较少。我们认为随着公司并购招商物流后，品牌知名度提升、资源得到整合、实力得以提升，同时公司不断深耕现有大客户，为提供多个产品服务直至提供全程供应链物流服务，同时开拓更多直营大客户，未来公司盈利能力具备较大的提升潜力。

图 86：国际货代流程



资料来源：DSV2018 年年报

■ 风险因素

- 1) 宏观经济增速下行，进出口持续低迷，外贸摩擦加剧；
- 2) 人民币大幅贬值；
- 3) 集装箱运价大幅下跌；
- 4) 油价大幅攀升。

■ 盈利预测与估值：盈利短期承压，估值有望筑底

盈利预测：行业景气下行扰动短期业绩，长期盈利提升有望驱动增长

1) 营收预测

2019 年年初以来，中国外贸在 2018 年抢装之后以及中美贸易摩擦加剧之下出现负增长，公司货代及仓储码头业务量增长放缓，同时国内经济增速承压，新建工程项目数量减少，使得公司专业物流出现负增长。而托盘租赁业务剥离，导致其他物流业务出现明显负增长。我们预计随着中美贸易摩擦缓和，国内经济增速 2020 年有望探底回暖，预计 2020 年公司各业务增速将有所回升，随后增速逐年放缓。具体各业务营收预测情况如下：

表 5：2015~2021 年中国外运各业务营收增长及预测情况（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020 E	2021 E
总营收	45,935	47,207	73,158	77,312	77,013	81,563	84,852
Yoy	-3.5%	2.8%	55.0%	5.7%	-0.4%	5.9%	4.0%
货代营收	34,604	34,666	45,719	47,255	49,146	51,603	53,151
Yoy	-2.4%	0.2%	31.9%	3.4%	4.0%	5.0%	3.0%
专业物流营收	6,921	7,803	18,669	20,149	19,544	21,108	22,374
Yoy	10.8%	12.7%	139.3%	7.9%	-3.0%	8.0%	6.0%
仓储码头营收	1,936	2,015	2,276	2,440	2,293	2,408	2,504
Yoy	-7.8%	4.1%	13.0%	7.2%	-6.0%	5.0%	4.0%
其他物流营收	2,068	2,300	5,903	6,736	5,254	5,622	5,959
Yoy	11.1%	11.2%	156.7%	14.1%	-22.0%	7.0%	6.0%
其他业务营收	407	423	590	731	775	822	863
Yoy	-79.2%	3.9%	39.7%	23.9%	6.0%	6.0%	5.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

2) 盈利能力

今年受宏观经济疲软影响，国内及国际物流需求下降，导致国内物流运价以及进出口集装箱运价出现下跌，影响中国外运上游承运商的利润，继而影响到中国外运自身业绩，毛利率有所下降。不过考虑到 2020 年需求有望企稳，同时公司后续推进业务价值链延伸，货代及专业物流毛利率有望持续提升，而受益快递件量增长，规模效应有望驱动其他物流业务毛利率逐步提升。具体各业务毛利率预测情况如下：

表 6：2017~2021 年中国外运各业务毛利率变动及预测情况

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总体毛利率	7.6%	7.2%	6.4%	6.8%	7.0%
+/-	0.3%	-0.4%	-0.8%	0.4%	0.1%
货代毛利率	5.2%	4.9%	4.4%	4.7%	4.9%
+/-		-0.3%	-0.5%	0.3%	0.2%
专业物流毛利率	8.5%	7.7%	8.2%	8.5%	8.7%
+/-		-0.8%	0.5%	0.3%	0.2%
仓储码头毛利率	26.8%	27.7%	28.7%	28.7%	28.7%
+/-		0.9%	1.0%	0.0%	0.0%

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
其他物流毛利率	14.3%	12.9%	6.9%	7.9%	8.4%
+/-		-1.5%	-6.0%	1.0%	0.5%
其他业务毛利率	20.0%	16.7%	16.9%	17.1%	17.3%
+/-		-3.3%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

3) 投资收益

公司的投资收益主要来自中外运敦豪，而中外运敦豪投资收益近几年均占比公司总经历的 40%~50%，因此投资收益的预测对未来 3 年业绩测算影响很大。考虑到中外运敦豪业绩过去几年业绩增长稳定，我们预计来自联营及合营企业的投资收益 2019/2020/2021 年分别同增 8%/8%/6%，同时假设其他非经常性投资收益每年均为 1 亿元。

表 7：2015~2021 年中国外运投资收益变动及预测情况（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
投资收益	1,134	1,347	1,947	2,594	1,364	1,465	1,547
Yoy		19%	44%	33%	-47%	7%	6%
联营及合营企业投资收益	993	874	1022	1171	1264	1366	1448
Yoy		-12%	17%	15%	8%	8%	6%
其他投资收益	141	473	925	1,424	100	100	100
Yoy		236%	95%	54%	-93%	0%	0%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

根据上述假设以及其他费用假设，我们预测中国外运 2019/2021 年归母净利润分别为 25.8 亿/28.9 亿/32.0 亿元，A 股现价对应 PE 分别为 12/11/10 倍，而港股现价对应 PE 分别为 6.4/5.8/5.2 倍。

表 8：2017~2021 年中国外运盈利估值预测情况

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	73,158	77,312	77,013	81,563	84,852
营业收入增长率 YoY	55%	6%	0%	6%	4%
净利润(百万元)	2,304	2,704	2,576	2,888	3,202
净利润增长率 YoY	41%	17%	-5%	12%	11%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.38	0.45	0.35	0.39	0.43
毛利率	7.6%	7.2%	6.4%	6.8%	7.0%
净资产收益率 ROE	10.75%	11.64%	10.22%	10.49%	10.64%
每股净资产（元）	2.9	3.1	3.3	3.6	3.9
PE	11	9	12	11	10
PB	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

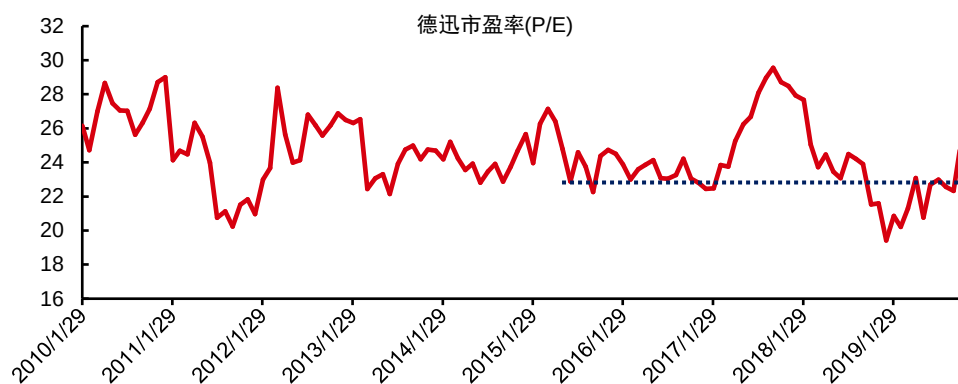
估值评级：估值已充分反映悲观预期，重点关注低估值港股中国外运

海外货代龙头估值中枢在 20 倍以上，而中国外运 A 股/港股的动态 PE 分别仅 12 倍/6 倍。观察海外货代龙头估值，我们发现德迅最近几年 PE 估值中枢在 22 倍左右，而 DSV 在 25 倍左右，中国外运当前 A 股/港股动态 PE 分别为 12 倍/6 倍。

我们认为德迅较高的估值主要来自 2 点：1) **龙头溢价**，公司是全球业务规模最大的货代龙头，凭借优秀的物流服务和悠久的发展历史，公司深度绑定国际优质大客户并提供高端、高附加值、高盈利的供应链服务；2) **接近 100%的分红率**，由于德迅资产较轻，因此每年公司资本支出较少，拥有充裕的现金流可以为股东分红。过去 3 年德迅的分红率在 90%左右，而中国外运的分红率目前仅为 20%。这也解释了德迅虽然业绩增速不快（过去 7 年业绩 CAGR 6.3%）但估值较高。

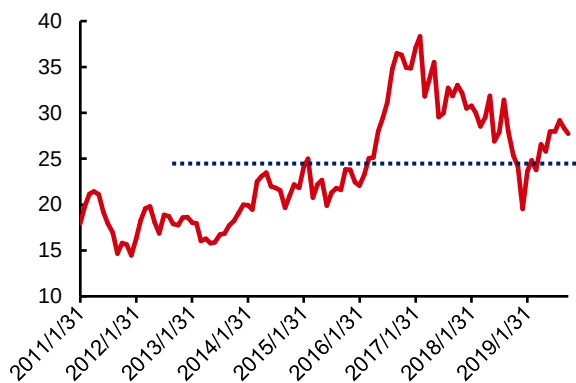
而 DSV 较高的估值主要来源其持续较快的业绩增速，过去 7 年 DSV 调整净利 CAGR 为 16%。DSV 能够保持较好增长主要来自公司持续不断地并购以及并购后通过总部强大的整合能力提升并购标的的盈利能力。

图 87：2010 年至今德迅 PE（TTM）变动情况



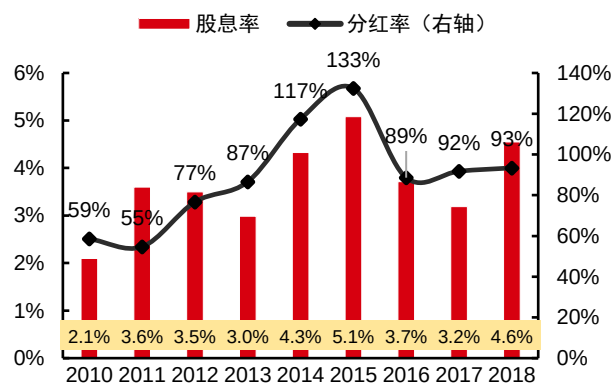
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 88：2011 年至今 DSVPE（TTM）变动情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 89：2010~2018 年德迅股息率及分红率变动情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

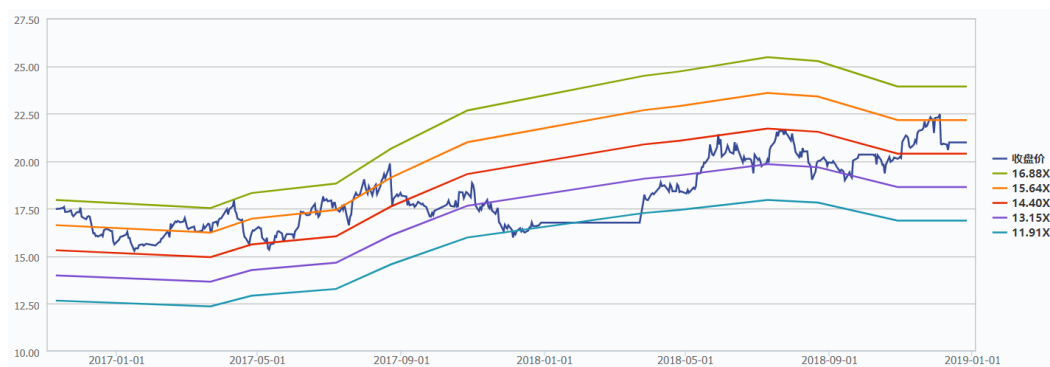
公司目前估值偏低，充分反映市场悲观情绪。

首先从股息率角度看，中国外运港股目前动态 PE 为 5.8 倍，动态股息率为 6.2%，处于较高的水平。

其次从历史维度看，A 股中国外运“前身”外运发展过去 3 年的滚动 PE 中枢在 14 倍左右，也要高于当前 11 倍的滚动 PE。

最后从分部估值角度看，其实我们可以将中国外运按照中外运敦豪和中国外运自身业务进行估值。中外运敦豪 ROE 高达 81%、分红率高至 90%，每年能保持 8% 的稳健增长，是高盈利性的现金牛资产，我们给予 20 倍估值，按照 2018 年中外运敦豪 21 亿元的净利润计算，公司持股 50% 的中外运敦豪股权价值 210 亿元。对于剩下的中国外运自己业务，我们按保守净资产 0.8 倍进行估值（公司目前 1000 多万平米土地很多账面价值显著低于实际价值，如果考虑土地的公允价值，则中国外运价值更高），得到 220 亿元，即按照分部估值法，中国外运合理市值应该在 430 亿元，而当前仅为 313 亿元，显示市场过度悲观，估值具备较高的吸引力。

图 90：近 3 年中国外运 PE-Band



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司下一个发展阶段，从“大”做“强”，拓展核心客户、延伸物流价值链条，估值有望提升。虽然货代行业景气度与宏观经济、进出口外贸关联较为紧密，是一个周期性行业，但是我们通过研究海外货代龙头发现即使在行业周期持续波动的情况下，优秀的龙头通过并购整合、提升运营效率、延伸产品价值链条继而提升业务盈利能力等措施仍能保持稳定发展，具备一定的穿越周期能力。

中国外运目前体量已经排名全球第二，处于“大”的阶段，距离“强”的阶段仍有距离。我们认为公司未来将通过开拓优质客户、围绕核心客户提供更多产品组合、应用技术驱动降本增效、并购标的补强实力、持续拓展全球服务网络等措施提升业务盈利能力，从“大”至“强”。虽然外贸承压使得公司业绩短期有所承压，且行业红利期已过，料未来再难较快增长，但是我们看好进出口复苏以及公司盈利能力提升带来业绩的持续增长，首次覆盖，给予公司 A 股/港股“增持”评级。

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	73,158	77,312	77,013	81,563	84,852
营业成本	67,608	71,767	72,086	76,057	78,922
毛利率	7.59%	7.17%	6.40%	6.75%	6.99%
营业税金及附加	215	191	207	220	222
销售费用	837	931	847	897	933
营业费用率	1.14%	1.20%	1.10%	1.10%	1.10%
管理费用	2,498	2,812	2,541	2,610	2,630
管理费用率	3.42%	3.64%	3.30%	3.20%	3.10%
财务费用	434	459	356	312	291
财务费用率	0.59%	0.59%	0.46%	0.38%	0.34%
投资收益	1,947	2,594	1,364	1,465	1,547
营业利润	3,765	4,318	3,370	3,815	4,237
营业利润率	5.15%	5.59%	4.38%	4.68%	4.99%
营业外收入	111	91	101	101	101
营业外支出	109	301	81	81	81
利润总额	3,767	4,108	3,390	3,835	4,257
所得税	786	909	692	811	904
所得税率	20.86%	22.14%	20.42%	21.14%	21.23%
少数股东损益	677	495	121	136	151
归属于母公司股东的净利润	2,304	2,704	2,576	2,888	3,202
净利率	3.15%	3.50%	3.34%	3.54%	3.77%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,152	15,528	15,685	17,598	19,867
存货	315	267	285	312	310
应收账款	11,298	10,973	10,859	11,419	11,794
其他流动资产	6,307	4,600	4,800	4,894	5,050
流动资产	30,072	31,369	31,628	34,222	37,022
固定资产	13,742	11,942	12,576	13,107	13,532
长期股权投资	4,584	6,974	6,969	6,962	6,953
无形资产	5,411	5,228	5,222	5,215	5,209
其他长期资产	8,517	5,981	5,849	5,723	5,603
非流动资产	32,254	30,125	30,615	31,007	31,297
资产总计	62,326	61,494	62,244	65,229	68,318
短期借款	1,499	2,232	0	0	0
应付账款	9,931	9,056	9,096	9,597	9,959
其他流动负债	13,476	8,908	9,661	9,572	9,515
流动负债	24,907	20,196	18,758	19,170	19,474
长期借款	6,609	8,473	8,473	8,473	8,473
其他长期负债	4,975	4,972	5,064	5,179	5,249
非流动性负债	11,584	13,445	13,537	13,652	13,722
负债合计	36,491	33,641	32,295	32,821	33,196
股本	6,049	6,049	6,049	6,049	6,049
资本公积	3,994	4,124	4,124	4,124	4,124
股东权益合计	21,430	23,236	25,210	27,533	30,097
少数股东权益	4,405	4,617	4,738	4,875	5,025
股东权益合计	25,835	27,853	29,948	32,408	35,122
负债股东权益总计	62,326	61,494	62,244	65,229	68,318

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,767	4,108	3,390	3,835	4,257
所得税支出	-786	-909	-692	-811	-904
折旧和摊销	1,331	1,423	1,452	1,544	1,638
营运资金的变化	412	-643	690	-267	-228
其他经营现金流	-1,719	-1,966	-1,049	-1,190	-1,281
经营现金流合计	3,006	2,013	3,791	3,111	3,482
资本支出	-3,435	-2,586	-1,950	-1,950	-1,950
投资收益	1,947	2,594	1,364	1,465	1,547
其他投资现金流	-954	4,867	50	50	50
投资现金流合计	-2,442	4,876	-536	-435	-353
发行股票	203	57	0	0	0
负债变化	17,780	16,012	-2,139	115	70
股息支出	-665	-786	-602	-565	-638
其他融资现金流	-17,470	-16,577	-356	-312	-291
融资现金流合计	-153	-1,295	-3,098	-763	-859
现金及现金等价物净增加额	411	5,594	157	1,913	2,269

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	55.0%	5.7%	-0.4%	5.9%	4.0%
营业利润	62.9%	14.7%	-22.0%	13.2%	11.1%
净利润	41.4%	17.4%	-4.7%	12.1%	10.9%
利润率（%）					
毛利率	7.6%	7.2%	6.4%	6.8%	7.0%
EBITDA Margin	7.3%	7.6%	6.6%	6.8%	7.1%
净利率	3.1%	3.5%	3.3%	3.5%	3.8%
回报率（%）					
净资产收益率	10.8%	11.6%	10.2%	10.5%	10.6%
总资产收益率	3.7%	4.4%	4.1%	4.4%	4.7%
其他（%）					
资产负债率	58.5%	54.7%	51.9%	50.3%	48.6%
所得税率	20.9%	22.1%	20.4%	21.1%	21.2%
股利支付率	21.6%	22.3%	21.9%	22.1%	22.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。