

## 受惠于母公司的海外业务发展，成长前景广阔



工业 | 航空货运与物流

2018年11月13日

我们首次覆盖圆通国际，主要看好公司良好的全球网络基础和广阔的国际业务发展空间。特别是，受惠于与电商平台的合作，公司的跨境小包业务有望在近年实现跨越式发展。我们综合现金流贴现模型及同业相对估值，给定2019年年末公司目标价4.67港元，对应2019年预测市盈率约15倍，相对最近收盘价2.91港元有60%的潜在空间，给予“买入”评级。

### 圆通速递的国际业务平台

公司的主营业务为航空快递、物流及海运货运代理，并提供配套合约服务，如仓储、配送、清关、合并付运、货车运输、一般销售代理、手提急件等。公司是圆通速递(600233 CH)在中国境外的控股上市主体及国际业务平台，已具备较完善的全球物流协议覆盖，母子公司在中国境内外的协同效应明显。此外，公司作为中国内地快递行业为拓展国际业务完成的首笔海外收购，具备一定先发优势。

### 受惠于母公司的全球化发展

母公司圆通速递的国际业务加速发展，为公司未来业务拓展提供巨大空间。在国际空运方面，截至2018年上半年，公司已协同母公司陆续开通5条亚洲地区国际航线，以轻资产模式获得了对达卡、马尼拉、胡志明、东京、吉隆坡路线更佳的配置和运营能力。在国际铁路货运方面，依托母公司“中欧铁路班列”牵头运营角色，公司有望在原有空运、海运物流通道外增加运载能力更强和成本更低的国际铁路运输通道。

### 轻资产经营，东南亚战略可见度高

在欧洲、美国等区域，公司主要通过与当地邮政合作实现终端收配，借助多个快速发展的B2B及B2C跨境电商平台，如菜鸟、Wish，实现新业务和客户群体拓展。东南亚地区是公司未来业务发展的增长点。一是专营航线布局以及对当地网点的兼并收购增强了公司在相关地区的竞争力和配置能力；二是距离中国较近有利于形成稳定和频密的物流需求；三是电商平台虾皮(Shopee)在东南亚已形成稳定的业务量，母公司已在2018年下半年将虾皮变更为公司的直接服务客户。

### 主要财务数据

(千港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	2,867,339	3,670,514	4,285,364	5,029,875	5,877,946
增长率：	-11.1%	28.0%	16.8%	17.4%	16.9%
经营利润	17,373	105,912	142,539	174,006	209,066
增长率：	-75.5%	509.6%	34.6%	22.1%	20.1%
股东净利润	6,303	100,985	116,198	133,239	160,329
增长率：	-88.0%	1502.2%	15.1%	14.7%	20.3%
毛利率：	17.16%	15.58%	14.68%	13.59%	12.63%
经营利润率：	0.6%	2.9%	3.3%	3.5%	3.6%
每股盈利(港元)	0.012	0.236	0.272	0.312	0.375
每股股息(港分)	0.000	2.300	2.721	3.120	3.754
每股资产净值(港元)	1.054	1.272	1.513	1.798	2.142

来源：公司、中泰国际研究部

### 股票资料

收市价	2.91	港元
总市值	1,205.53	百万港元
流通股比例	25.54	%
已发行总股本	414.27	百万股
52周价格区间	2.00 - 7.80	港元
100日日均成交额	1,061	千港元
主要股东	圆通速递	占 64.75%

来源：彭博、中泰国际研究部  
更新至2018年11月12日

### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

### 分析师

徐博  
+852 3979 2815  
albert.xu@ztsc.com.hk

颜招骏, CFA  
+852 2359 1863  
alvin.ngan@ztsc.com.hk

## 目录

目录 .....	2
图表目录 .....	3
估值与投资建议 .....	4
现金流贴现绝对估值 .....	4
同业相对估值 .....	4
首次覆盖，给予“买入”评级 .....	5
风险提示 .....	5
圆通速递的国际业务平台 .....	6
协助母公司拓展海外业务 .....	6
具备良好国际网络和业务基础 .....	7
受惠于母公司的全球化发展 .....	7
跨境贸易与电商业务需求旺盛 .....	9
中国跨境物流快递快速发展 .....	9
借力电商平台巩固欧美轻资产业务 .....	9
东南亚市场发展潜力较大 .....	11
财务分析 .....	12
空运业务带动收入较快增长 .....	12
中港业务是主要驱动力 .....	13
毛利率较稳定，盈利能力改善 .....	14
负债比率低，资本需求少 .....	14
财务摘要 .....	15
历史建议与目标价 .....	16
公司及行业评级定义 .....	17
重要声明 .....	18

## 图表目录

图表 1：现金流贴现模型 .....	4
图表 2：敏感性分析 .....	4
图表 3：同业相对估值 .....	5
图表 4：大股东结构 .....	6
图表 5：与母公司的协作模式 .....	6
图表 6：国际办事处（先达国际） .....	7
图表 7：圆通速递开通 5 条亚洲地区国际航线 .....	8
图表 8：中欧铁路通道规划图 .....	8
图表 9：中国规模以上国际快递业务收入增长较快 .....	9
图表 10：全球跨境电商交易规模预测 .....	9
图表 11：加强与多个跨境电商平台的深入合作 .....	10
图表 12：在欧美地区通过邮政合作发展业务 .....	10
图表 13：Wish 网页 .....	10
图表 14：Shopee 网页 .....	11
图表 15：营业收入增速分析 .....	12
图表 16：分部收入结构 .....	13
图表 17：分部收入增速 .....	13
图表 18：业务分部毛利率 .....	14
图表 19：股价表现及评级时间表 .....	16

## 估值与投资建议

### 现金流贴现绝对估值

我们首先采用绝对估值法，根据现金流折现模型估算公司 2019 年年末内涵价值为每股 4.67 港元，相当于 2019 年预测市盈率 14.96 倍，对应股权总市值 19.3 亿港元（2.48 亿美元）。主要假设包括：(1) 无风险利率为 3%；(2) 风险溢价为 11%；(3) 权益成本为 15.1%；(4) 加权资金成本为 8.84%；(5) 公司自由现金流长期永续增速 2.5%。

图表 1：现金流贴现模型

年结12月31日 (千港元)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
息税前利润	174,306	209,366	254,158	309,382	351,787	379,345	405,218	434,204	465,472	499,211	535,623
加：折旧及摊销	14,420	14,904	15,698	16,794	15,327	15,747	17,815	20,259	23,121	26,452	30,313
减：税项	(31,254)	(37,608)	(45,777)	(55,859)	(63,022)	(67,598)	(71,722)	(76,279)	(81,079)	(86,121)	(91,396)
营运资金变动	(70,715)	(80,250)	(75,699)	(85,173)	(71,076)	(45,853)	(44,536)	(47,337)	(50,226)	(53,321)	(56,635)
资本开支	(12,398)	(14,258)	(16,396)	(18,856)	(21,684)	(24,937)	(28,677)	(32,979)	(37,926)	(43,614)	(50,157)
自由现金流	74,359	92,154	131,983	166,288	211,333	256,705	278,098	297,869	319,362	342,607	367,749
永续增长率		2.50%									
贝塔系数		1.10									
无风险利率		3.00%									
风险溢价		11.00%									
权益成本		15.10%									
债务成本		4.00%									
权益/(权益+债务)		47.25%									
税率		19.00%									
加权平均资金成本		8.84%									
股权价值 (千港元)		1,933,284									
每股价值 (港元)		4.67									

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：敏感性分析

港元	4.67	永续增长率				
		2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
	8.34%	4.93	5.21	5.51	5.84	6.20
	8.59%	4.54	4.79	5.07	5.36	5.69
WACC	8.84%	4.19	4.42	4.67	4.93	5.23
	9.09%	3.87	4.07	4.30	4.54	4.80
	9.34%	3.57	3.76	3.96	4.18	4.42

来源：公司、中泰国际研究部

### 同业相对估值

我们再参考可比上市公司市盈率，对公司进行合理相对估值。按香港时间 2018 年 11 月 12 日彭博可得数据，在香港或中国内地上市的同业 2019 年平均预测市盈率为 16.4 倍，而在海外上市的同业 2019 年平均市盈率为 15.78 倍。全部上市同业的 2019 年算术平均市盈率为 15.73 倍。考虑到圆通国际 (6123 HK) 的规模较上市的同业小，流动性较差，但成长性较强，我们给予同业平均市盈率偏低水平，约 15 倍 2019 年预测市盈率估值，对应目标价为每股 4.68 港元。

图表 3：同业相对估值

NAME	LAST	MKT CAP	BETA	ROE	PER	PER	PER	DivYld	PBR
2018-11-12 S. CHINESE	PRICE	USDmn	6m Raw	TTM	TTM	Cur Yr	Nxt Yr	Cur Yr	Most Recent
636 HK 嘉里物流	12.54	2,724.63	0.22	12.29	9.34	13.27	12.01	2.42	1.09
600233 CH 圆通速递	10.95	4,452.18	1.02	17.12	18.76	18.13	15.71	1.17	3.00
603128 CH 华贸物流	5.62	816.93	1.33	8.42	17.66	17.03	14.87	1.78	1.44
600270 CH 外运发展	20.88	2,715.59	0.76	15.73	14.74	14.38	13.60	2.89	2.24
002120 CH 韵达股份	31.73	7,805.87	0.97	30.78	21.98	22.62	20.96	0.78	5.05
002352 CH 顺丰控股	37.47	23,781.45	0.74	12.53	39.61	34.47	29.07	0.59	4.75
002468 CH 申通快递	18.67	4,105.04	0.97	27.24	14.42	13.84	13.24	1.52	3.55
600233 CH 圆通速递	10.95	4,452.18	1.02	17.12	18.76	18.13	15.71	1.17	3.00
603569 CH 长久物流	12.00	965.24	1.06	19.74	17.14	15.00	12.41	1.17	3.13
平均				17.89	19.16	18.54	16.40	1.50	3.03
FDX US 联邦快递	224.40	59,132.96	1.27	26.88	13.91	12.75	11.14	1.14	3.08
UPS US 联合包裹服务	109.51	94,093.86	1.05	236.25	15.70	15.14	13.94	3.30	30.36
ZTO US 中通快递	15.97	11,627.70	0.82	15.35	25.09	19.80	16.10	0.63	3.69
平均				35.18	18.94	17.93	15.78	1.54	5.19
总平均				36.62	18.93	17.88	15.73	1.55	5.37
6123 HK 圆通速递国际	2.94	155.48	1.67	23.63	10.51				2.34

来源：彭博、中泰国际研究部

### 首次覆盖，给予“买入”评级

我们首次覆盖圆通速递国际 (6123 HK)，主要看好公司较好的业务基础和发展前景。特别是，我们预计公司受惠于母公司圆通速递的国际业务发展，跨境小包及海外业务将在近年实现跨越式发展。我们参考绝对估值法和相对估值法得出的合理值，给定 2019 年年末公司目标价为 4.67 港元，对应 2019 年预测市盈率约 15 倍。目标价相对最新收盘价 2.91 港元有 60% 的潜在空间，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

行业与营运风险：(1) 欧美及东南亚经济及海外采购需求放缓可能会影响物流服务需求。(2) 美国对中国商品加征关税可能降低中国商品在美国市场的竞争力，间接影响美国客户对来自中国的快递物流服务的需求，从而影响公司业务发展。(3) 应收账款清偿晚于预期，或出现坏账影响公司现金流或企业效益。(4) 快递和物流业务竞争加剧致毛利率下降较快，影响公司利润率水平，并导致净利润增长相对放缓。

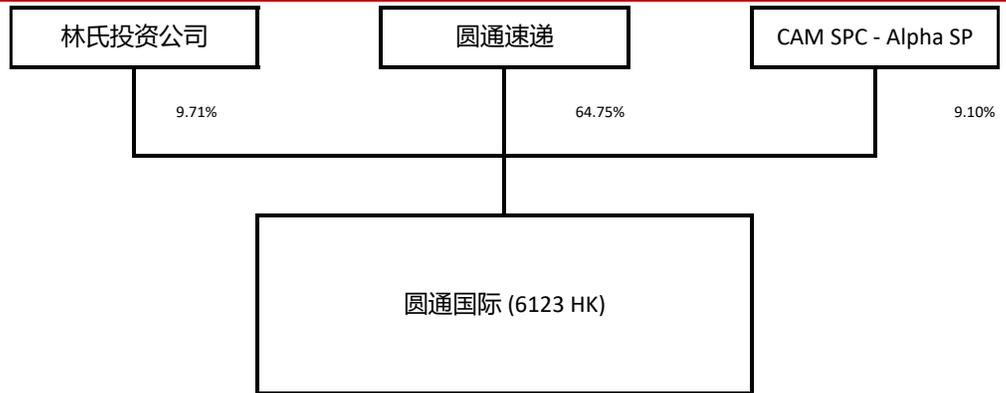
交易及流动性风险：公司市值较小，日均交易额较低，流动性风险较大。

## 圆通速递的国际业务平台

### 协助母公司拓展海外业务

圆通速递(国际)控股有限公司(6123 HK, 下文简称“圆通国际”或“公司”)的主营业务为空运及海运货运代理,并提供配套及合约物流等服务,如仓储、配送、清关、合并付运、货车运输、一般销售代理及手提急件等。公司是圆通速递股份有限公司(600233 CH, 下文简称“圆通速递”)在中国境外的控股上市主体及国际业务平台。按 9 月 21 日公司最新披露信息,圆通速递持股占公司已发行股本的 64.75%。

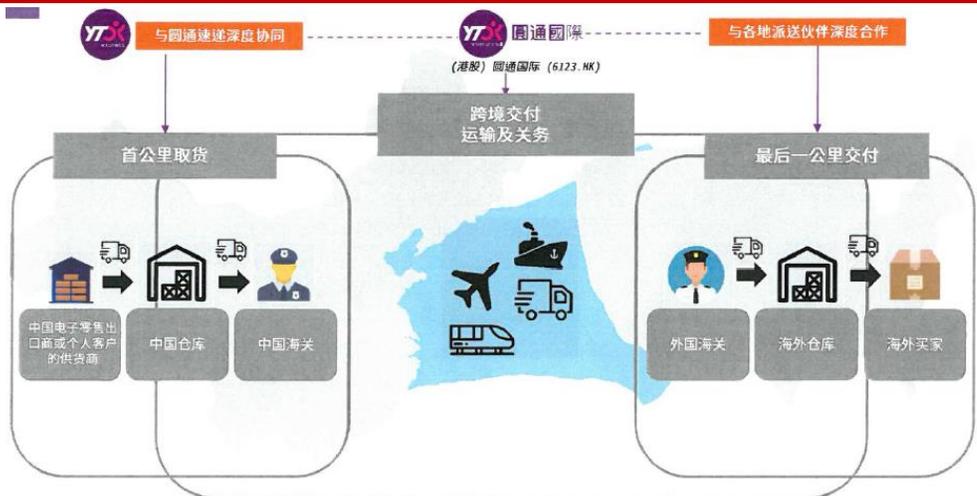
图表 4: 大股东结构



来源: 公司、中泰国际研究部

圆通速递于 2017 年 11 月 3 日收购了香港上市公司“先达国际物流控股有限公司”64.75% 的股权,并于 2018 年 2 月 28 日将上市主体更名为“圆通速递(国际)控股有限公司”(“圆通国际”)。相对于控股股东圆通速递在中国内地领先的网络覆盖和终端网点,圆通国际在中国境外有较为完善的基础协议网络,母子公司在中国境内外的协同效应明显。此外,公司作为中国内地快递行业为拓展国际业务完成的首笔海外收购,具备一定先发优势。

图表 5: 与母公司的协作模式



来源: 公司、中泰国际研究部

截止至 2017 年年末，圆通国际在全球有 53 个办事处，业务范围覆盖全球超过 150 个国家。按实际收入来源，发单方主要来自欧洲和美国。43 个办事处则主要集中在亚洲地区，包括香港、中国、印度、印度尼西亚、日本、新加坡、泰国等，相关地区也是公司未来发展的成长点。根据公司披露，圆通速递计划发挥其内地网络和客户资源优势，基于圆通国际的业务平台，通过与海外主要国家的邮政局、本土快递公司合作、以及收购兼并、代理、加盟和自建的方式，发展全球国际快递及包裹业务。

### 具备良好国际网络和业务基础

圆通国际的前身，先达国际物流控股有限公司，成立于 1995 年，2014 年 7 月份在香港上市，是一家发展较为完善的具备全球物流网络覆盖、以 B2B 业务为主的物流公司。截止至 2018 年上半年，先达物流原有的跨境 B2B 物流相关业务仍为圆通国际的主要收入来源，即空运、海运、仓储物流、联合运输、交叉交易、公路运输及海关合规性检查服务等。

图表 6：国际办事处（先达国际）



来源：公司、中泰国际研究部

其中，空运业务是前身公司主要的收入主体，也是未来圆通小包业务战略的重要依托。根据 2017 年全年及 2018 年上半年财报，公司空运分部收入占总收入比重分别达到 69.8% 及 74.9%。我们注意到，虽然圆通速递控股及参与经营时间不足一年，但与海外平台（圆通国际）的正向协同效应十分明显。母子公司协同相关的国际快递及跨境小包裹付运业务计入空运分部，体现为跨境小包业务量近期明显上升。跨境小包业务收入从 2016 年的 2,990 万港元增加至 2017 年的 9,300 万港元，按年大增 211%，占集团 2017 年空运收入比重上升至 3.63%。

### 受惠于母公司的全球化发展

母公司圆通速递的国际业务和布局加速发展，为公司未来业务拓展打开空间。圆通速递于 2017 年发起并构建了“全球包裹联盟”（Global Parcel Alliance），首批联盟成员来自全球 25 个国家及地区，包括来自土耳其的 PTS Worldwide Express、迪拜的 Universal Express Group、韩国的 CJ 公司、日本的 Seino 等。随着 GPA 联盟成立，圆通速递全链

路产品、覆盖全球主要市场的国际包裹网络的战略得到有效实现。基于母公司全球网络大战略的有效推进，我们看好公司作为圆通速递唯一上市主体和国际平台在战略地位上的价值，及在配合母公司发展过程中将获得的潜在的业务红利。

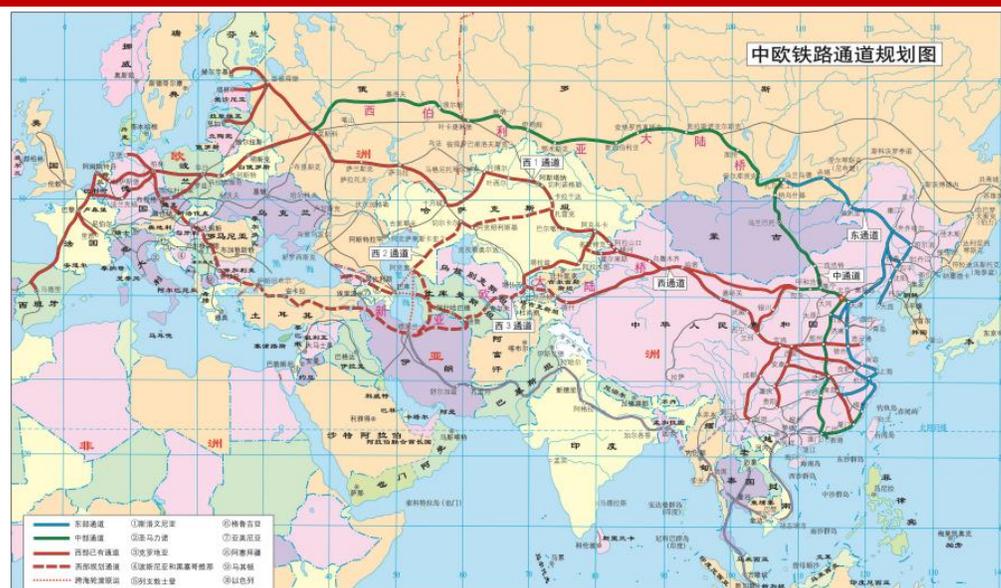
图表 7：圆通速递开通 5 条亚洲地区国际航线



来源：公司、中泰国际研究部

在国际空运方面，我们认为公司具备相对同业的资源优势。根据母公司圆通速递的年报，截至 2018 年上半年，圆通速递自有机队数目达到 12 架，其中波音 757-200 共 5 架、波音 737-300 共 7 架。由亚洲地区开始，公司已协同母公司陆续开拓国际航线，并因此获得了相关路线更佳配置和运营能力。预计在 2018 年，圆通速递及公司将完成五条亚洲地区的国际航线布局。

图表 8：中欧铁路通道规划图



来源：中国发改委、中泰国际研究部

在国际铁路货运方面，依托母公司“中欧铁路班列”，我们期待公司在原有空运、海运物流通道外增加运载能力更高和成本更低的国际铁路运输通道。按公司披露信息，2017 年第四季度，圆通速递与华融资产、天盟集团三家携手运营“义新欧”班列，并牵头组建上海工商联国际物流商会，推动建立“一带一路”国际物流全程全网的协调机制。截至 2018 年 6 月底，中欧班列累计开行量已突破 9000 列，运送货物近 80 万标箱，国内开行城市 48 个，到达欧洲 14 个国家 42 个城市，运输网络覆盖亚欧大陆的主要区域。

## 跨境贸易与电商业务需求旺盛

### 中国跨境物流快递快速发展

按中国国家邮政局于近日公布的 2018 年前 9 个月中国快递发展指数报告，全国规模以上快递业务量 347.4 亿件，同比增长 26.8%。其中，国际及港澳台快递业务量增速比行业整体增速高 10 个百分点以上。我们认为，虽然政府层面的中美贸易摩擦对企业国际贸易可能形成一定负面影响，但积极因素带来的影响相对更强。

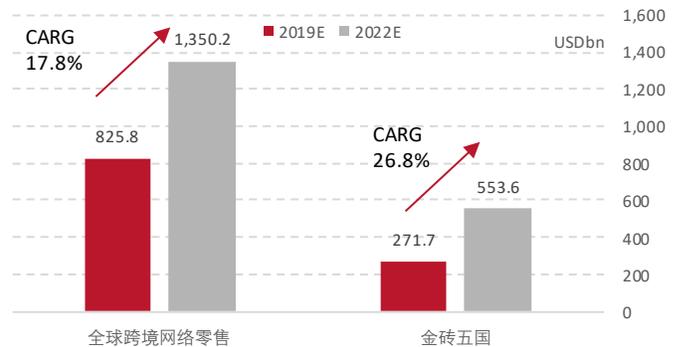
一是发达经济体总体运行态势较好、中国制造及健全的上下游产业链在短时间难以被超越和替代。二是通过网购渠道的中国零售产品在海外的竞争力较强，“出口型”跨境物流快递仍将持续较快发展。三是中国内地终端消费对质量的要求在持续提高，且对海外商品认可度较高，“进口型”跨境批发及零售物流快递的景气发展期仍将延续。

图表 9：中国规模以上国际快递业务收入增长较快



来源：中国国家邮政局、中泰国际研究部

图表 10：全球跨境电商交易规模预测



来源：阿里研究院、中泰国际研究部

此外，我们认为，跨境电商的快速发展为跨境物流快递，特别是跨境小包带来了持续、大量的业务需求。参考阿里研究院对跨境网络零售的研究，从 2019 年到 2022 年，预计全球跨境网络零售金额将从 8258 亿美元上升至约 1.35 万亿美元，对应三年年均增速为 17.8%。其中，金砖五国跨境网络零售总额将在 2022 年增加至 5536 亿美元，占全球跨境网络零售比重达到 41%，对应 2019-2022 年平均增长率约 26.8%。

### 借力电商平台巩固欧美轻资产业务

公司在欧洲、美国等区域主要以轻资产类运营为主，通过与当地邮政合作实现与当地客户的终端收配服务。当前，公司正积极加强与菜鸟、Wish、TopHatter、Joom、Mymall 等多个海外 B2B 及 B2C 跨境电商平台进行合作，维护公司的客户基础，并借助跨境电商平台的快速发展获得业务机会和发展客户群体。

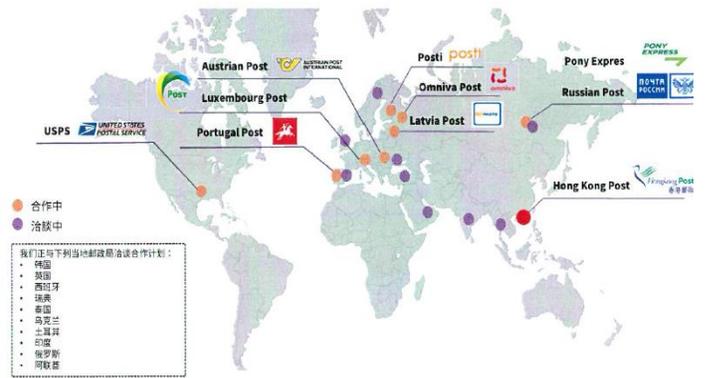
我们认为，公司虽然已拥有较好的欧美客户基础，但相关地区地域广阔，建设和维护网点效益较低且不具有优势。考虑到公司原业务平台的物流服务的发单或收货方主要为欧洲和美国等地区，发货方则以中国为主，我们看好公司与当地邮政合作，通过电商平台巩固和维护客户的业务模式、效益和前景。

图表 11：加强与多个跨境电商平台的深入合作

	<b>菜鸟</b>	: 设立B2B服务，到2018年试运输
	<b>Wish</b>	: 成为美国运输的认可物流供货商 下个目标市场为：巴西、欧洲等地
	<b>Tophatter</b>	: 与商家合作，负责Tophatter于美国的流量
	<b>Joom</b>	: 洽谈中
	<b>Mymall</b>	: 洽谈中

来源：公司、中泰国际研究部

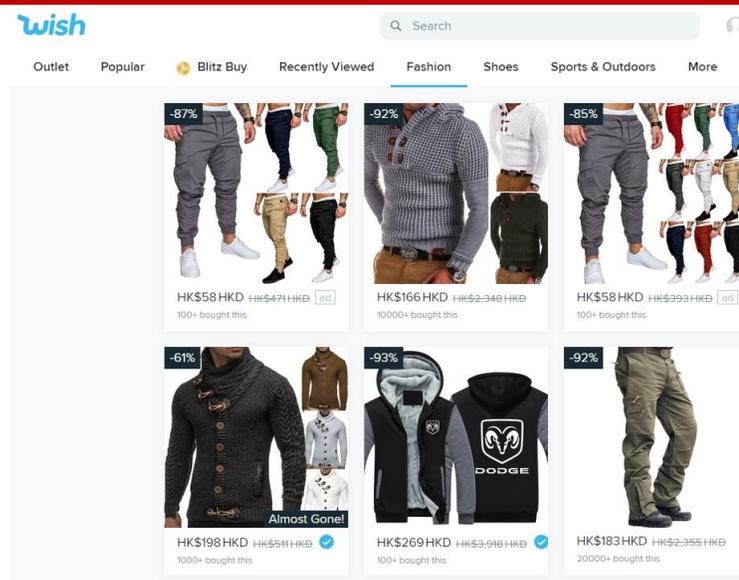
图表 12：在欧美地区通过邮政合作发展业务



来源：公司、中泰国际研究部

具体而言，我们认为，加强与电商平台合作有利于公司巩固和进一步发展欧美物流快递业务。一是公司在欧美地区的投送业务主要通过当地邮政代理完成，对终端配送的服务掌控能力较弱，通过与大型电商平台合作有助于稳定客户基础和以较低成本覆盖更多客户群体。二是，如上文分析，跨境电商平台对传统境内及线下销售的替代优势仍较为明显，跨境电商行业特别是跨境 B2C 零售业务的高景气度可以助力公司快递业务规模化发展。三是传统 B2B 业务在国际贸易摩擦中可能会受到一定冲击。相对而言，主要围绕 B2C 业务的跨境电商，由于集中在私人零售领域，受到的关税冲击相对仍较低，并可能获得一定的对 B2B 业务压力的代偿性增长。

图表 13：Wish 网页



来源：wish.com、中泰国际研究部

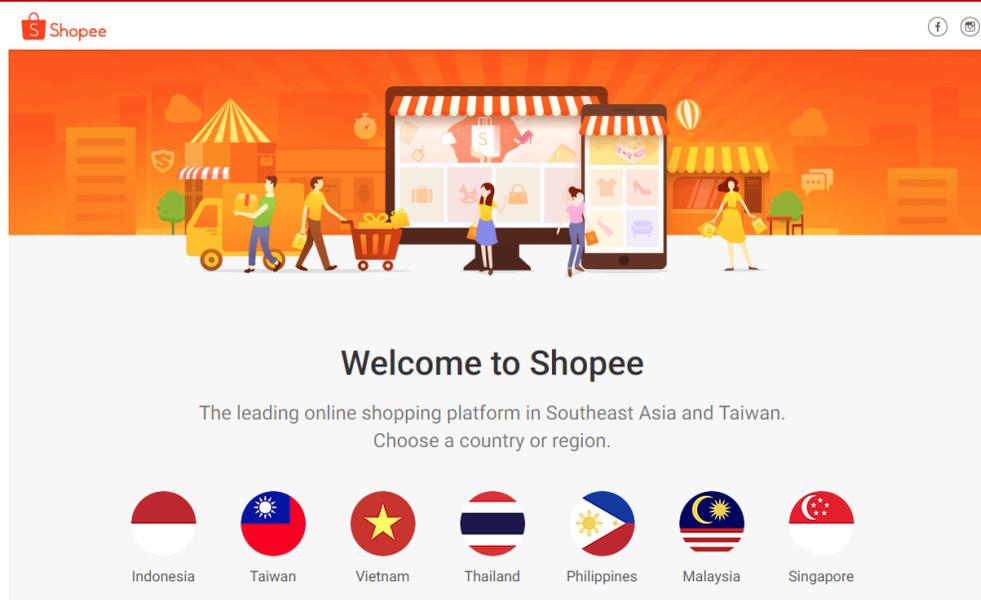
当前，公司已成为 wish.com 的认可物流供货商。我们认为，公司跨境电商物流业务未来发展的可见度因之有了较大提高。Wish 于 2013 年转型为移动跨境电商，已成为海外移

动购物主流平台，并获得了京东的投资。根据 SimilarWeb 于 2018 年 10 月 30 日的最新购物应用程序排名，Wish 在美国地区的 apple apps store 及 android google play 的商店排名 (store ranking) 分别为第二和第一。此外，wish 也在法国、德国、英国等主要发达国家购物应用程序中排名领先。wish.com 的主要用户为年轻的中低端消费群，主要商品特征是价廉物美，与中国产品和中国卖家、以及公司的物流优势的切合度非常高。根据公司的发展规划，在成为 wish.com 美国市场运输的认可物流供货商后，公司接下来的目标市场是巴西和欧洲。

### 东南亚市场发展潜力较大

东南亚地区在地理位置上距离中国较近，有利于形成更为稳定和频密的物流需求。此外，中国商品的品类、质量和性价比在相关地区具有明显竞争力。从物流方向来看，也有利于公司发挥母公司在中国内地“首公里取件”的优势。

图表 14 : Shopee 网页



来源：shopee.com、中泰国际研究部

台湾电商平台虾皮 (Shopee) 是母公司圆通速递的重点国际客户，在台湾已形成稳定的业务量，母公司已在 2018 年下半年将虾皮变更为圆通国际的直接服务客户。公司预计与虾皮的业务关系将产生每天 5 万单以上的稳定国际快递业务，并预期在 2018 年可实现百万港元规模的净利润。在满足虾皮平台由中国大陆至台湾的物流需求后，公司有计划进一步做好对越南、泰国、马来西亚市场的服务，并通过合并收购当地小型物流公司增强在当地的派件网络和布局。

## 财务分析

### 空运业务带动收入较快增长

空运业务是公司收入的主要组成部分，我们预计在其中跨境小包业务的带动下，2018-2021 年三年的年均复合增长率在 19%以上。从公司历史收入表现来看，公司总收入由 2015 年财年的 32.23 亿港元，上升至 2017 年财年的 36.7 亿港元，复合年增长率 6.7%。公司在 2017 年下半年完成对原有上市主体的整合，在 2018 年上半年收入已达到 19.48 亿港元，同比增长 24.84%，且未来成长潜力较大。按四大业务类型划分，空运业务在 2017 年财年收入中占比达到 69.8%。其次是海运业务，占比 25.2%；物流及其他业务分别占 2.4%及 2.6%。从收入金额来看，空运分部收入由 2015 年的 21.71 亿港元，增长至 2017 年的 25.61 亿港元，两年复合年增长率 8.6%。

图表 15：营业收入增速分析

年结:12月31日(千港元)	2015A	2016A	2017A	1H16A	1H17A	1H18A
收入	3,223,589	2,867,339	3,670,514	1,253,881	1,560,775	1,948,454
增速	-	-11.05%	28.01%	-	24.48%	24.84%

来源：公司、中泰国际研究部

受惠于中国跨境网上购物数量增加及母公司业务注入，公司承揽的跨境小型包裹付运的空运需求上升，跨境小包收入从 2016 年的 2,990 万港元，增加至 2017 年的 9,300 万港元，同比大增 211%。另一方面，集团在 2017 年先后收购 Best Loader HK 及翼尊国际货运代理（上海）带来协同效应，对空运分部形成了进一步的正面贡献。2017 年财年，公司空运分部收入同比大增 37.1%；在 2018 年上半年，空运分部收入达到 14.58 亿港元，同比大增 37.4%。

公司海运业务收入由 2015 年财年的 8.95 亿港元，增加至 2017 年财年的 9.23 亿港元，复合年增长率 1.57%。海运业务收入占比由 2015 年的 27.8%下滑至 25.2%，一方面由于空运业务收入快速增加，对海运分部造成占比摊薄效应，另一方面公司在 2017 年出售了“先达韩国”的业务，减低了海运分部收入。2017 年，海运收入按年增长 10.6%，处理的海运运货量同比上升 0.8%至 116,700 个二十尺标准箱。2018 年上半年，集团海运分部收入 3.93 亿港元，同比减少 4.5%。

公司配套及物流分部收入由 2015 年的 7,579 万港元，增加至 2017 年的 8,935 万港元，复合年增长率 8.75%。由于集团在 2017 年对仓库进行整合调整，故 2017 年配套及物流分部收入按年减少 8.6%。2018 年上半年，分部收入有 4,215 万港元，同比减少 6.1%。

公司其他业务如合并付运、货车运输、销售代理、电子商务及手提急件等收入由 2015 年的 7,579 万港元，上升至 2017 年的 9,598 万港元，复合年增长 8.46%。与 2016 年比较，同比大增 30.1%。2018 年上半年，其他业务收入有 5,494 万港元，同比上升 27.5%。

### 中港业务是主要驱动力

在收入地区分布方面，公司主要收入来源是香港及中国，分别占 2017 年财年收入的 42.64% 及 20.66%。公司在其他亚洲地区、荷兰及美国设有办事处，分别占 2017 年财年收入的 12.11%、12.73% 及 9.77%。我们相信，受益于母公司的客户注入、网点和通路支持，以及公司与跨境电商的合作，来自中国区的收入仍较带动公司整体业务较快增长。

公司来自香港地区收入由 2015 年的 12.73 亿港元，上升至 2017 年的 15.64 亿港元，复合年增长率 10.8%。受惠于欧美需求上升以及中港两地跨境网购的数量上升，2017 年香港地区收入同比大增 42.48%，占集团地区收入达到 42.4%，同比上升 4.33 个百分点；来自中国地区的收入由 2015 年的 6.13 亿港元，增加至 2017 年的 7.58 亿港元，复合年增长率 11.2%，同比上升 38.58%，占集团地区收入 20.66%。

图表 16：分部收入结构

收入来源占比	2015A	2016A	2017A	1H16A	1H17A	1H18A
香港	39.50%	38.31%	42.64%	35.36%	41.48%	42.38%
中国	19.02%	19.08%	20.66%	20.55%	19.51%	25.52%
其他亚洲地区	14.56%	15.14%	12.11%	15.94%	14.09%	10.11%
荷兰	11.26%	11.31%	12.73%	11.84%	12.09%	11.99%
美国	14.32%	15.01%	9.77%	16.30%	12.39%	7.82%
其他地区	1.34%	1.15%	2.10%	0.00%	0.43%	2.19%

来源：公司、中泰国际研究部

来自其他亚洲地区如印度、印度尼西亚、马来西亚、日本等收入由 2015 年的 4.69 亿港元减少至 4.44 亿港元，占集团地区收入 12.11%；荷兰地区收入由 2015 年的 3.63 亿港元增加至 2017 年的 4.67 亿港元，复合年增长率 13.44%，同比大增 44.09%，分占集团地区收入 12.73%。公司在 2018 年 4 月发出公告，提出以 3,800 万港元代价收荷兰附属公司 OTX HOLLAND 余下的 25% 股权，将进一步增加对集团的利润贡献；来自美国的收入由 2015 年的 4.61 亿港元下跌至 3.58 亿港元，占集团地区收入 9.77%；其他地区由 2015 年的 4,313 万港元增加至 2017 年的 7,693 万港元，复合年增长率 33.54%。

图表 17：分部收入增速

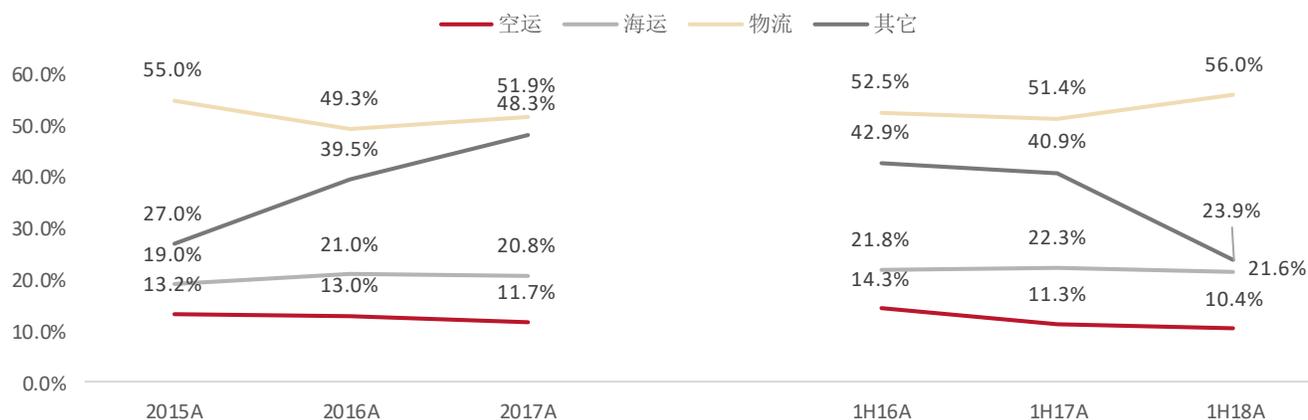
收入来源增速	2016A	2017A	1H17A	1H18A
香港	-13.74%	42.48%	46.04%	27.53%
中国	-10.76%	38.58%	18.17%	63.27%
其他亚洲地区	-7.50%	2.41%	10.02%	-10.42%
荷兰	-10.68%	44.09%	27.05%	23.77%
美国	-6.79%	-16.69%	-5.38%	-21.23%
其他地区	-23.32%	132.59%		531.11%
总计	-11.05%	28.01%	24.48%	24.84%

来源：公司、中泰国际研究部

### 毛利率较稳定，盈利能力改善

2017 年公司整体毛利率下滑至 15.6%，按年减少 1.6 个百分点。从分部毛利率看，空运业务毛利率回落至 11.7%，按年跌 1.3 个百分点，主要由于行业竞争加剧，压缩了毛利率。海运毛利率按年跌 0.2 个百分点报 20.8%，总体保持稳定趋势。配套及物流毛利率上升 2.6 个百分点至 51.9%，其他业务毛利率上升 8.8 个百分点报 48.3%，主要由于高毛利的手提急件服务增加带动。总体上，由于空运收益占总收益较大，故拖低公司整体毛利率，我们预期空运业务在竞争加剧下有进一步压缩的机会。

图表 18：业务分部毛利率



来源：公司、中泰国际研究部

公司费用率控制良好。集团费用率控制良好，其中行政开支占总收入比率由 2015 年的 14.22% 减少至 12.96%。2018 年上半年行政开支进一步减少至 12.27%，按年减少 2.36%。行政开支主要是人员薪酬开支，占比大约 60%，整体薪酬开支增幅稳定。

公司股本回报率由 2015 的 11.56% 增加至 2017 年的 20.2%，股东回报率的大幅提升，主要归功于 2017 年集团出售了多家附属公司，带来 2,014 万港元的一次性盈利。根据杜邦分析法，集团在股本回报率的提升主要来自于净利率及杠杆倍数的增加，其中净利率由 2015 年的 1.62% 上升至 2017 年的 2.74%，而杠杆倍数由 2018 年的 2.06 倍增加至 2017 年的 2.26 倍。2018 年上半年，年化股本回报率为 14.51%，处于近年较高的水平。总体上，公司近年来整体盈利能力趋于改善。

### 负债比率低，资本需求少

公司主要以轻资产方向发展，对资本开支的需求较少。公司的主要借贷来自短期银行贷款，负债比率由 2015 年的 3.72% 下跌至 2017 年的 3.37%；利息覆盖倍数由 2015 年的 16.23 倍增加至 2017 年的 27.12 倍。公司现金流充足，负债低企，财务健康。

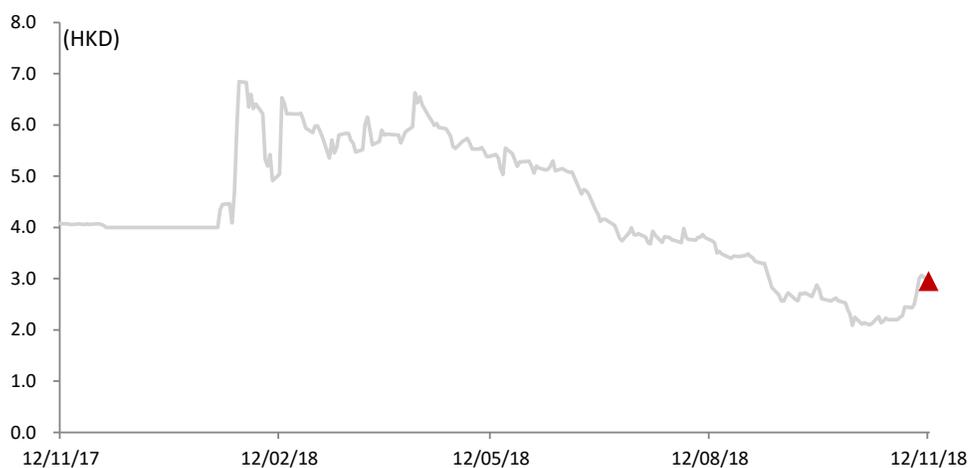
## 财务摘要

损益表 (千港元)						现金流量表 (千港元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>2,867,339</b>	<b>3,670,514</b>	<b>4,285,364</b>	<b>5,029,875</b>	<b>5,877,946</b>	<b>税前利润</b>	<b>16,036</b>	<b>123,510</b>	<b>143,454</b>	<b>164,492</b>	<b>197,937</b>
空运	1,868,551	2,561,622	3,194,846	3,910,882	4,682,866	税项	(15,342)	(12,315)	(27,256)	(31,254)	(37,608)
海运	835,134	923,561	886,619	886,619	930,949	折旧及摊销	13,299	15,209	15,244	14,420	14,904
物流	97,801	89,351	84,883	86,581	89,179	其他非现金调整	9,040	(7,932)	5,913	9,514	11,129
其他	65,853	95,980	119,015	145,794	174,952	营运资金变动	(47,085)	(86,250)	(90,271)	(70,715)	(80,250)
销售成本	(2,375,321)	(3,098,754)	(3,656,080)	(4,346,379)	(5,135,704)	<b>经营活动现金流</b>	<b>(24,052)</b>	<b>32,222</b>	<b>47,085</b>	<b>86,457</b>	<b>106,112</b>
<b>毛利</b>	<b>492,018</b>	<b>571,760</b>	<b>629,284</b>	<b>683,497</b>	<b>742,242</b>	出售固定资产	366	13	0	0	0
其它经营收入	6,346	9,962	12,856	15,090	17,634	资本开支	(12,602)	(10,682)	(10,781)	(12,398)	(14,258)
行政开支	(480,991)	(475,810)	(499,601)	(524,581)	(550,810)	投资减少	-	16,703	0	0	0
经营利润	17,373	105,912	142,539	174,006	209,066	投资增加	(4,057)	(66)	0	0	0
其它损益	5,320	20,944	6,648	0	0	其他投资	(6,035)	(21,399)	0	0	0
应占联营公司溢利	353	307	1,236	300	300	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22,328)</b>	<b>(15,431)</b>	<b>(10,781)</b>	<b>(12,398)</b>	<b>(14,258)</b>
应占合营公司溢利	(3,683)	1,076	180	0	0	净借贷	46,061	33,820	24,494	29,392	35,271
<b>息税前利润</b>	<b>19,363</b>	<b>128,239</b>	<b>150,603</b>	<b>174,306</b>	<b>209,366</b>	增加股本	0	2,419	0	0	0
融资成本	(3,327)	(4,729)	(7,149)	(9,814)	(11,429)	股份回购	(2,027)	0	0	0	0
税前利润	16,036	123,510	143,454	164,492	197,937	股息	(5,366)	(16,322)	(9,528)	(11,271)	(12,924)
所得税开支	(9,733)	(22,525)	(27,256)	(31,254)	(37,608)	其他融资活动	(15,687)	(6,287)	(7,340)	(10,144)	(11,556)
<b>净利润</b>	<b>6,303</b>	<b>100,985</b>	<b>116,198</b>	<b>133,239</b>	<b>160,329</b>	<b>融资活动现金流</b>	<b>22,981</b>	<b>13,630</b>	<b>7,625</b>	<b>7,978</b>	<b>10,790</b>
股东应占溢利	4,967	97,501	112,712	129,242	155,519	现金净增加	(23,399)	30,421	43,929	82,037	102,644
非控股权益	1,336	3,484	3,486	3,997	4,810	期初现金及现金等价物	242,300	211,207	248,201	292,130	374,167
						汇率变动影响	(7,694)	6,573	0	0	0
						<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>211,207</b>	<b>248,201</b>	<b>292,130</b>	<b>374,167</b>	<b>476,811</b>
资产负债表 (千港元)						重要财务数据					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
贸易应收账款	496,150	684,132	642,805	754,481	881,692	<b>增长率</b>					
非贸易应收账款	104,552	156,755	180,061	208,129	240,102	营业收入	-11.1%	28.0%	16.8%	17.4%	16.9%
持有待售投资	995	1,017	1,017	1,017	1,017	空运	-13.9%	37.1%	24.7%	22.4%	19.7%
其他	14,178	9,782	9,782	9,782	9,782	海运	-6.7%	10.6%	-4.0%	0.0%	5.0%
现金及现金等价物	211,207	248,201	292,130	374,167	476,811	物流	29.0%	-8.6%	-5.0%	2.0%	3.0%
<b>总流动资产</b>	<b>830,996</b>	<b>1,100,387</b>	<b>1,126,295</b>	<b>1,348,077</b>	<b>1,609,904</b>	其它	-19.3%	45.7%	24.0%	22.5%	20.0%
投资物业	7,249	7,531	7,531	7,531	7,531	毛利	-5.5%	16.2%	10.1%	8.6%	8.6%
固定资产	48,584	49,203	45,538	47,690	51,217	<b>净利润</b>	<b>-88.0%</b>	<b>1502.2%</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.7%</b>	<b>20.3%</b>
商誉及无形资产	31,424	58,625	54,451	50,278	46,104	<b>利润率</b>					
其他长期投资	5,576	21,511	22,747	23,047	23,347	毛利率	17.2%	15.6%	14.7%	13.6%	12.6%
可供出售投资	16,237	0	0	0	0	净利率	0.2%	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%
其他非流动资产	163	90	90	90	90	经营利润率	0.6%	2.9%	3.3%	3.5%	3.6%
<b>总非流动资产</b>	<b>109,233</b>	<b>136,960</b>	<b>130,357</b>	<b>128,636</b>	<b>128,289</b>	平均资产回报率	0.7%	9.3%	9.3%	9.7%	10.0%
<b>总资产</b>	<b>940,229</b>	<b>1,237,347</b>	<b>1,256,652</b>	<b>1,476,712</b>	<b>1,738,193</b>	平均股本回报率	1.1%	20.3%	19.5%	18.8%	19.1%
应付账款	309,685	473,900	365,608	434,638	513,570	<b>偿付能力</b>					
短期借款	145,400	179,770	204,264	233,656	268,927	流动比率	1.80	1.65	1.94	1.98	2.03
其他	6,259	12,170	12,143	11,940	11,813	利息覆盖倍数	5.82	27.12	21.07	17.76	18.32
<b>总流动负债</b>	<b>461,344</b>	<b>665,840</b>	<b>582,015</b>	<b>680,234</b>	<b>794,310</b>	长期负债比率	3.74%	3.37%	2.68%	2.24%	1.89%
长期应付账款	3,021	3,153	3,153	3,153	3,153	总负债比率	109.80%	129.71%	91.26%	89.56%	87.63%
其他非流动负债	13,224	14,615	14,451	14,324	14,324	<b>市价价值分析</b>					
总非流动负债	16,245	17,768	17,604	17,477	17,477	参考市价: HKD3.07					
<b>总负债</b>	<b>477,589</b>	<b>683,608</b>	<b>599,619</b>	<b>697,711</b>	<b>811,787</b>	市盈率	255.78	13.02	11.28	9.84	8.18
股本	41,280	41,427	41,427	41,427	41,427	市净率	2.91	2.41	2.03	1.71	1.43
储备	422,118	506,690	609,874	727,844	870,439	股息率	0.00%	0.75%	0.89%	1.02%	1.22%
其他综合收益	(28,459)	(21,119)	(24,494)	(24,494)	(24,494)						
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>434,939</b>	<b>526,998</b>	<b>626,807</b>	<b>744,777</b>	<b>887,372</b>						
少数股东权益	27,701	26,741	30,227	34,224	39,034						
<b>总权益</b>	<b>462,640</b>	<b>553,739</b>	<b>657,034</b>	<b>779,001</b>	<b>926,406</b>						
<b>总负债及权益</b>	<b>940,229</b>	<b>1,237,347</b>	<b>1,256,652</b>	<b>1,476,712</b>	<b>1,738,193</b>						
流动资产净值	369,652	434,547	544,280	667,843	815,594						

来源：公司、中泰国际研究部预测

## 历史建议与目标价

图表 19：股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部

序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2018-11-13	2.91 HKD	买入 (首次覆盖)	4.67 HKD

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

### 行业投资评级

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- 一、在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- 二、分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 三、中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有：中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部  
香港上环德辅道中 238 号 2 楼  
电话：(852) 2359 1800  
传真：(852) 2511 1799