

# 大杨创世 (600233.SH) 陆上运输行业

评级: 增持 首次评级

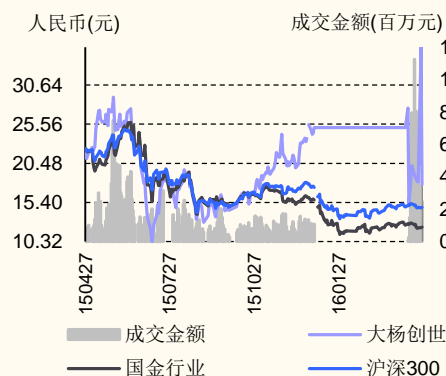
公司深度研究

市场价格 (人民币): 17.71 元  
目标价格 (人民币): 20.00-22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	330.00
总市值(百万元)	5,844.30
年内股价最高最低(元)	35.53/10.32
沪深 300 指数	3179.16
上证指数	2964.70



## 圆通速递借壳预案公布, 阿里系持股近 18%

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.037	0.044	0.391	0.471	0.554
每股净资产(元)	6.31	6.48	1.66	2.08	2.59
每股经营性现金流(元)	0.35	0.62	0.53	0.72	0.84
市盈率(倍)	303.98	568.88	97.15	80.57	68.52
行业优化市盈率(倍)	28.34	56.27	47.78	47.78	47.78
净利润增长率(%)	-80.76%	19.90%	15027.90%	20.58%	17.58%
净资产收益率(%)	0.58%	0.68%	23.52%	22.63%	21.42%
总股本(百万股)	165.00	165.00	2,821.23	2,821.23	2,821.23

来源: 公司年报、国金证券研究所。注: 为保持统一和方便对比, 2016 年预测为全年业绩。

### 投资逻辑

- **圆通速递借壳大杨创世的预案公布, 作价 175 亿元:** (1) 置出全部资产与负债, 作价 12.34 亿元, 售予蛟龙集团与云锋新创。(2) 发行股份购买资产。拟发行约 22.7 亿股购买圆通速递 100% 股权, 7.72 元/股, 作价 175 亿元。(3) 募集配套资金。拟向喻会蛟、张小娟、阿里创投等发行约 2.24 亿股, 10.25 元/股, 募集资金不超过 23 亿元, 推进“三网合一”战略。(4) 圆通速递承诺扣非后净利润, 2016-2018 年分别不低于 11 亿元、13.3 亿元、15.5 亿元。(5) 全部交易完成后总股本将增至 28.21 亿股。上市公司实际控制人将变更为喻会蛟、张小娟夫妇。
- **快递行业持续高速增长, 竞争加剧促进重组整合:** 受益电商崛起, 快递行业高速增长, 2008-2014 年, 网购交易额年均复合增长达 67%, 带动快递业务年均复合增长 31%。同质化竞争激烈, 价格战引发单价下滑, 2010-2015 年, 快递行业平均单价大幅下滑 45%, 单件收入从 2010 年的 24.6 元下滑到 2015 年的 13.4 元。而为提升服务质量, 未来将加大重资产投入, 甚至机队等, 成本中占比 35%-40% 的人工成本逐渐上升。激烈的竞争将推动行业走向整合阶段。
- **圆通业务量行业第一, 阿里系持股近 18%, 打造自有航空制胜未来:** 圆通 2015 年业务完成量 30.3 亿票, 占快递行业业务总量的 14.67%, 业务量排名第一, 2013-2015 年业务量的年均复合增长率为 54%。2015 年 9 月, 阿里创投、云锋新创增资 25 亿元, 获得圆通速递 20% 股权, 借壳上市完成后, 持股近 18%。圆通拥有自营枢纽转运中心 60 个, 终端网点超过 24000 个, 结算加盟商数量为 2610 家, 并拥有 2 架自有货机, 1 架租赁货机, 到 2020 年圆通航空将拥有 32 架全货机机队, 实现国内、国际干线网络布局。

### 投资建议

- 如果交易方案顺利实施, 预测 2016-2018 年 EPS 为 0.39 元、0.47 元、0.55 元。若按当前价格, 对应 2016-2018 年的 PE 为 45 倍, 38 倍, 32 倍。阿里系持股, 与直营化率的提升, 将助推公司发展, 参考艾迪西对应的申通快递上市后市值, 给予“增持”评级。若假设今年 9 月完成交易, 则 EPS 为 0.176 元。

### 风险

- 网购增速放缓, 快递行业增速放缓, 行业竞争激烈导致毛利率下滑等。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

## 内容目录

圆通速递拟借壳上市，阿里系持股助力未来发展.....	3
借壳预案公布，圆通 100%股权作价 175 亿元.....	3
股权结构变化，交易完成后阿里系持股近 18%.....	3
预计未来三年，圆通收入与净利润保持快速发展.....	4
快递行业持续高增长，竞争加剧促进重组整合.....	5
受益电商崛起，快递行业高速增长.....	5
同质化竞争激烈，价格战引发单价下滑.....	6
重资产投入提升服务质量，运输和人工成本上涨.....	7
行业走向整合阶段，政策鼓励兼并重组.....	8
圆通业务量行业第一，自有航空制胜未来.....	9
2015 年业务量行业第一，具备规模优势，加速海外布局.....	9
枢纽转运中心自营化+终端网络加盟制.....	10
打造自有航空，抢占未来竞争制胜点.....	10
盈利预测与估值.....	10
盈利预测与估值.....	10
风险提示.....	11

## 图表目录

图表 1：本次重组及增发测算.....	3
图表 2：发行前后公司股权结构变化.....	4
图表 3：圆通速递营业收入及预测（亿元）.....	5
图表 4：圆通速递扣非后归母净利润及预测（亿元）.....	5
图表 5：网络购物交易额 GAGR 达 73%（2005-2015）.....	5
图表 6：全国快递业务量高速增长（亿件）.....	6
图表 7：全国快递业务收入高速增长（亿元）.....	6
图表 8：快递业务平均单价下滑较快（元）.....	6
图表 9：圆通速递单票收入在下滑（元/票）.....	6
图表 10：国内外快递领先企业的运力规模与风投资料.....	7
图表 11：快递分拣流程示意图.....	8
图表 12：转运中心物流成本构成.....	8
图表 13：近三年快递企业并购案例.....	8
图表 14：21 世纪我国快递行业政策扶持大事记.....	9
图表 15：圆通速递业务完成量（亿件）与行业占比.....	9
图表 16：圆通速递盈利预测表.....	11

## 圆通速递拟借壳上市，阿里系持股助力未来发展

### 借壳预案公布，圆通 100% 股权作价 175 亿元

- 圆通速递借壳大杨创世的预案公布，作价 175 亿元。(1) 置出全部资产与负债，作价 12.34 亿元，售予蛟龙集团与云锋新创。(2) 发行股份购买资产。拟发行约 22.7 亿股购买圆通速递 100% 股权，7.72 元/股，作价 175 亿元。(3) 募集配套资金。拟向喻会蛟、张小娟、阿里创投等发行约 2.24 亿股，10.25 元/股，募集资金不超过 23 亿元。(4) 圆通速递承诺扣非后净利润，2016-2018 年分别不低于 11 亿元、13.3 亿元、15.5 亿元。(5) 全部交易完成后总股本将增至 28.21 亿股。上市公司实际控制人将变更为喻会蛟、张小娟夫妇。
- 募集配套资金 23 亿元，推进“三网合一”战略。配套资金将用于转运中心建设和智能设备升级项目（11 亿元，新建 6 个转运中心）、运能网络提升项目（6 亿元，未来三年计划新增采购干线运输车辆共 1156 辆，波音 737-800 飞机 2 架）和智慧物流信息一体化平台建设项目（6 亿元，平台升级、智能移动客户端与数据中心建设等），有利于推进公司“云网、天网、地网‘三网合一’”的战略。
- 交易完成后，总股本将达到 28.21 亿股。预案签署日上市公司的总股本为 1.65 亿股，《上市公司 2015 年度利润分配及资本公积金转增股本预案》实施后，上市公司总股本将增加至 3.3 亿股。按照本次交易方案，预计上市公司本次将发行普通股 22.67 亿股用于购买资产，发行普通股 2.24 亿股用于募集配套资金。

**图表 1：本次重组及增发测算**

原有股本（亿股）	3.3
置入资产预估值（亿元）	175.27
置入资产作价（亿元）	175
置入资产发行价格（元/股）	7.72
置入资产发行股本（亿股）	22.67
募集配套资金发行价格（元/股）	10.25
募集配套资金发行股本（亿股）	2.24
交易完成后总股本（亿股）	28.21

来源：公司公告、国金证券研究所

- 圆通将借助资本平台，提升竞争力，整合产业链。通过本次交易，上市公司将原有行业前景不明确、盈利增长乏力的服装制造业务整体出售，实现上市公司业务转型。圆通速递将拥有 A 股资本市场运作平台，借助资本市场的资源调配优势、多元化融资渠道优势以及市场影响力，可进一步优化提升网络规模、运输能力和信息化水平，具有更为广大的平台进行并购重组以及产业链的整合。

### 股权结构变化，交易完成后阿里系持股近 18%

- 2015 年 9 月，阿里创投、云峰新创增资 25 亿元，获得圆通速递 20% 股权，可以推算出当时阿里给圆通的估值约为 125 亿元。我们认为，阿里的股权投资，将持久助力公司业务发展，公司市场份额和直营化率的提升，将提升盈利能力。
- 本次交易前，上市公司控股股东为大杨集团，实际控制人为李桂莲。在本次交易实施后，圆通速递的控股股东蛟龙集团将成为上市公司的控股股东，圆通速递的实际控制人喻会蛟、张小娟夫妇将成为上市公司的实际控制人。阿里创投和云锋新创将成为上市公司持股 5% 以上的股东，共持股约 17.5%。

**图表 2：发行前后公司股权结构变化**

股东	本次交易前		本次交易后			
	持股数量 (股)	占比	(不含配套融资)		(含配套融资)	
			持股数量 (股)	占比	持股数量 (股)	占比
大杨集团	132,500,000	40.15%	132,500,000	5.10%	132,500,000	4.70%
李桂莲及其关系密切的家庭成员	1,207,814	0.37%	1,207,814	0.05%	1,207,814	0.04%
大连大杨创世股份有限公司-第 1 期员工持股计划	12,661,988	3.84%	12,661,988	0.49%	12,661,988	0.45%
上市公司其他股东	183,630,198	55.65%	183,630,198	7.07%	183,630,198	6.51%
蛟龙集团	-	-	1,443,961,053	55.60%	1,443,961,053	51.18%
阿里创投	-	-	272,020,725	10.48%	312,996,335	11.09%
云锋新创	-	-	181,347,150	6.98%	181,347,150	6.43%
喻会蛟	-	-	109,547,645	4.22%	133,450,083	4.73%
张小娟	-	-	78,615,657	3.03%	98,127,852	3.48%
圆翔投资	-	-	45,336,787	1.75%	45,336,787	1.61%
圆欣投资	-	-	45,336,787	1.75%	45,336,787	1.61%
圆科投资	-	-	45,336,787	1.75%	45,336,787	1.61%
圆越投资	-	-	45,336,787	1.75%	45,336,787	1.61%
光锐投资	-	-	-	-	37,560,976	1.33%
圆鼎投资	-	-	-	-	39,024,390	1.38%
洋恒投资	-	-	-	-	58,536,585	2.07%
棋骁投资	-	-	-	-	4,878,049	0.17%
<b>合计</b>	<b>330,000,000</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,596,839,378</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,821,229,621</b>	<b>100.00%</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

### 预计未来三年，圆通收入与净利润保持快速发展

- 圆通速递 2015 年度营业收入约 121 亿元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润约为 8.3 亿元，较 2014 年度增长率分别为 47%、18.6%。
- 快递行业持续高增长，2008-2015 年，快递业务量的年复合增速达到 45%，近年来增速还在加快。预计圆通借壳上市后，未来 3 年有望实现 38% 的收入年复合增速，通过资本的力量进行收购整合，承诺净利润大概率能完成。
- 根据对标的公司未来经营情况的合理预测，蛟龙集团、喻会蛟、张小娟、圆翔投资、圆欣投资、圆科投资和圆越投资作为业绩承诺人，承诺本次重大资产重组实施完毕后，圆通速递 2016-2018 年的扣非后的归母净利润分别不低于 110,010 万元、133,290 万元、155,250 万元，年复合增速 23%。

图表 3：圆通速递营业收入及预测（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：圆通速递扣非后归母净利润及预测（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

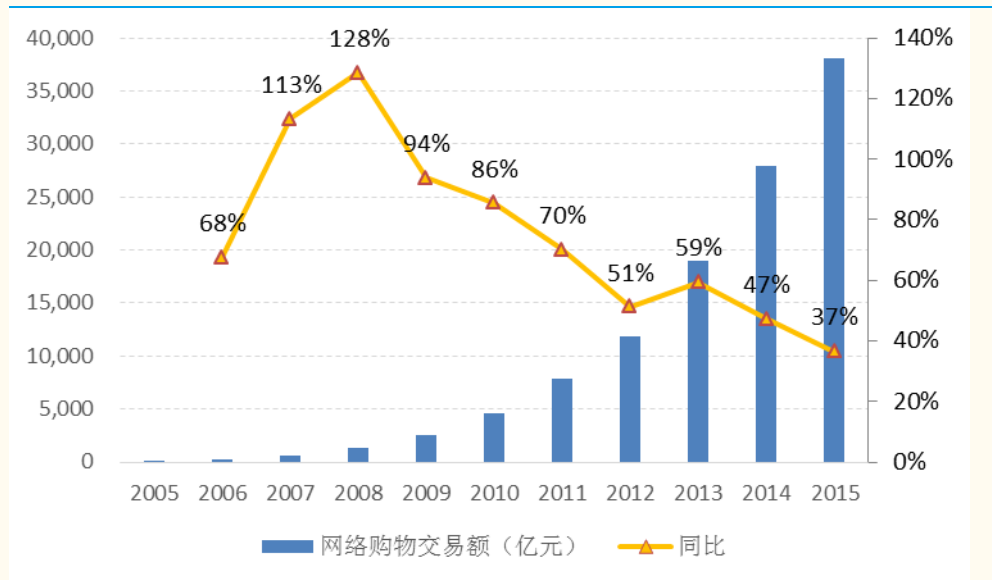
### 快递行业持续高增长，竞争加剧促进重组整合

#### 受益电商崛起，快递行业高速增长

- 快递业高速发展的驱动力是电商物流。2008-2014 年，网购交易额年均复合增长达 67%，带动快递业务年均复合增长 31%。

刚刚过去的“双十一”业务高峰期，单日最高处理量突破 1.6 亿件，同比增长 56%。截至 2015 年年底，全国主要城市安装智能快件箱已逾 6 万组，投递快件逾 2 亿件。

图表 5：网络购物交易额 GAGR 达 73% (2005-2015)



来源：wind，艾瑞咨询，国金证券研究所

- 2008 年至 2015 年，全国快递业务量由 15.1 亿件增至 206.7 亿件，年均复合增长率约 45%；全国快递业务收入由 408.4 亿元增至 2769.6 亿元，年均复合增长率约 30%。2014 年我国已跃居全球快递业务量第一大国。

图表 6: 全国快递业务量高速增长 (亿件)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 全国快递业务收入高速增长 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

### 同质化竞争激烈, 价格战引发单价下滑

- 伴随高增长, 行业竞争日趋激烈。

目前的快递行业事实上是一个“三化”行业, 即微利化、无利化、竞争化。我国快递行业的竞争集中在价格、服务质量及物流网络等方面。价格竞争是最普遍的竞争方式, 采取优惠、折扣的方式抢占市场现象屡见不鲜; 服务质量方面竞争主要集中于能否提供快速便捷的服务, 包括标准化服务、送货时效性、网银支付、手机客户端支付、客服服务等; 物流网络竞争表现在多数快递企业已从沿海地区转移至内陆地区。网点及网点间的物流运输也成为跨区域快递企业的竞争壁垒。

- 竞争激烈, 价格战导致快递行业单件收入迅速下滑。

2010-2015 年, 快递行业平均单价大幅下滑, 单件收入从 2010 的 24.6 元/件下滑到 2015 年的 13.4 元/件, 下降幅度达到 45%。

圆通速递单票收入下滑, 有竞争更趋激烈的原因, 也因为公司对面单费、中转费的收费标准进行了一定幅度下调, 并推广使用电子面单, 单价低于传统纸质面单。

图表 8: 快递业务平均单价下滑较快 (元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 圆通速递单票收入在下滑 (元/票)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 重资产投入提升服务质量，运输和人工成本上涨

- 为提升服务质量和时效性，加大转运中心的建设，加大运输车队，甚至机队的重资产投入，将是未来的常态。

服务质量和时效性，国内外企业还存在较大差距，从航空运力对比上也可窥见一斑。与公路零担和快货运输相比，航空运输提高运输效率，有很大的优势。国际快递四大巨头都很重视航空运力投入，资料显示，FedEx 有超过 660 架飞机，UPS 自有和租赁的飞机共 574 架，DHL 也有 420 架飞机。除此之外，它们的运输车队规模也都是万辆级别。而国内方面，EMS 和顺丰走在前面，但机队规模仅为几十架。

图表 10：国内外快递领先企业的运力规模与风投资料

公司	运力	运营设施与其他	风投
UPS	飞机自有269架，租用305架。约8.8万个包裹运输车。	4200个UPS营业点，1000个UPS服务中心，1.7万个授权服务店。	
FedEx	飞机超过660架，超过9万辆递送车。	1200个服务站，5.7万个投递点，以及10个空运快件转运中心。	
DHL	飞机约420架，运输车辆约8万辆。		
TNT	飞机约50架，运输车辆约2万辆。		
顺丰	自有全货机23架，租赁20架，1.6万台运输车辆	员工34万名，12260多个营业网点	2013年8月20日，80亿元，元禾控股、招商局集团、中信资本、古玉资本的联合投资（A轮）。
EMS	飞机26架。现有专用速递揽收、投递车辆20000余部。	员工近10万人，营业网点超过4.5万个。“全夜航”集散模式，以南京为主集散中心，上海、武汉为辅助中心。	
申通		员工约20万，共有独立网点及分公司1370余家，服务网点及门店10000余家。	
圆通	7架飞机（包括自购两架），运送收派车辆3万多辆。2015年9月向波音订购15架飞机。	员工约20万，全国72个转运中心，15500多个配送网点。	2015年，数十亿元，阿里巴巴、云锋基金。
中通	运输派送车辆4万多辆	员工25万多名，转运中心72个，服务网点10000多家。已开通全国97%的区县和超过50%多的乡镇网点。	2013年，3000万美金（6%股权），红杉资本。2015年，数十亿元，美国华平投资集团、高瓴资本集团、渣打、红杉。
韵达		40000余家营业网点，70余个分拨中心，近2500条陆运主干线，600余条陆运支干线，在全国各	2011年，复兴集团、联想创投。
百世汇通		员工约10万，14000个网点，1500条省内班车。	共六次融资，阿里巴巴和富士康，鼎晖投资和华登国际。
天天快递		7万员工，10000多个网点，3万多辆班车，400多条航空线路。	
宅急送		7个物流基地，40个运转中心，75000平米的配送中心，3000多个经营网点。	
全峰快递		4万员工，全峰快递品牌转运中心64个，亚风快运品牌转运中心20个。网点共约6900家。	2013年初，2亿，力鼎资本、鹏康投资，凤凰资本。2013年，景林资本。2014年5月，4亿，云锋基金、睿正资本。

来源：《FedEx（联邦快递）在中国市场的经营发展策略研究》、官网及相关网站、国金证券研究所

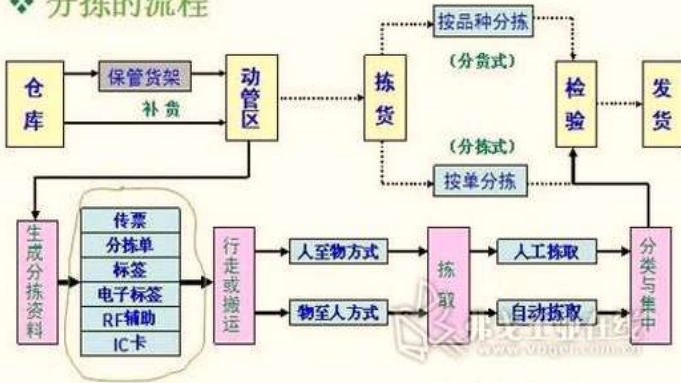
转运中心对整个快递网络的效率有重要影响。快递服务分为揽收、中转和派送三个环节。中转服务包括分拣称重扫描，和中转运输等环节。用户快件经业务员收取登记后，汇集至网点，再运输到所在区域转运中心，经过中转服务，再派送到目的地的所属转运中心，运输到目的地网点。转运中心是快递网络的重要节点。

转运中心涉及到分拣和配送运输，对企业成本影响大。目前快递分拣自动化程度低，在劳动密集型的转运中心，与分拣作业直接相关的人力约为一半，分拣作业时间约占整个转运中心作业时间的 30%~40%。分拣的成本和配送运输的成本都约为转运中心总成本的 40%。

- 竞争的白热化，成本的上升，导致行业利润率下滑。目前，中国快递企业人工成本约占总收入的 35%~40%，运输成本约占总收入的 25%~40%。而快递人工薪酬成本近年来复合涨幅超过 20%，运输成本也随着业务量的增长而上升。

图表 11: 快递分拣流程示意图

❖ 分拣的流程



来源：弗戈工业在线，国金证券研究所

图表 12: 转运中心物流成本构成



来源：弗戈工业在线，国金证券研究所

行业走向整合阶段，政策鼓励兼并重组

- 我国快递业已经进入优胜劣汰、和兼并重组的新时期，近年来快递行业已有多起并购案例。未来我国大型快递企业向综合物流转型、中型快递向专业化转型、小型快递向个性化转型趋势不可避免。

图表 13: 近三年快递企业并购案例

年份	案例
2014	顺丰速运并购星程宅配等“落地配公司”
2014	天地华宇并购凡客旗下如风达快递
2014	宅急送从复星基金融资 10 亿元
2014	西安世合集团以 3 亿元投资并购汇强快递
2013	元禾控股、招商局、中信资本参股顺丰速运
2013	优速快递进行融资
2013	能达快递转让给个人控股
2013	“三通一达”组建蜂网投资有限公司，投资快递上下游领域
2013	菜鸟网成立，成为中国最大的快递企业联合体
2013	全峰速递分三次从鹏康投资、力鼎资本、凤凰资本、云峰资本融资
2013	快捷速递引入个人资本控股
2013	联想增益供应链并购全日通快递、飞康达快递和 D 速快递更名为增益快递
2012	红杉资本参股中通快递

来源：国金证券研究所

- 国家对快递行业的扶持政策密集出台，大力支持行业发展。近两年主管部门对行业的规范性要求逐步增加，开始整顿行业秩序，这将促进行业内的整合和优胜劣汰。今年 10 月颁布的《关于促进快递业发展的若干意见》，明确鼓励各类资本依法进入快递领域，支持快递企业兼并重组、上市融资、整合中小企业、优化资源配置，加快形成若干家“具有国际竞争力的企业集团”，鼓励民企“走出去”参与国际竞争。



图表 14: 21 世纪我国快递行业政策扶持大事记

时间	政策	内容
2015	关于促进快递业发展的若干意见	鼓励各类资本依法进入快递领域，支持快递企业兼并重组，加快形成若干家“具有国际竞争力的企业集团”
2014	物流业发展中长期规划（2014-2020 年）	推进普惠化、市场化、国际化
2011	邮政业发展十二五规划关于快递企业兼并重组的指导意见	政策支持，鼓励企业兼并重组，提高产业集中度
2009	快递企业等级评定管理办法（试行）	由单一的价格竞争向服务竞争转变 快递企业整合加速
2009	邮政法修订，制定了快递市场准入制度	缩小了民营快递的营业范围 影响了外商快递的营业范围 进一步促进快递行业的兼并重组
2005	取消外资投资比例限制，允许外商独资	国际货代对外资全面开放
2003	外资投资比例提高到 75%	外资投资比例提高到 75%
2002	64 号文“一委托四不准”	限制民营和外资的经营范围

来源：国金证券研究所

## 圆通业务量行业第一，自有航空制胜未来

### 2015 年业务量行业第一，具备规模优势，加速海外布局

- 圆通速递具有网络规模优势，并加速海外布局。公司以快递服务为核心，并围绕客户需求提供代收货款、仓配一体等物流延伸服务。

圆通速递目前在全国范围拥有自营枢纽转运中心 60 个，终端网点超过 24,000 个。截至 2015 年底，圆通速递快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市除西藏阿里地区外已实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达到 93.9%。并已陆续推出港澳台、东南亚、中亚、欧洲及美洲快递专线产品，实现快件通达主要海外市场。截至 2015 年底，圆通速递航线覆盖城市 101 个，累计开通航线数量 1110 条；圆通速递汽运网络全网运输车辆超过 32000 辆，陆路运输干线 2928 条。

- 根据中国快递协会的信息，圆通速递 2015 年全年业务量在快递行业排名第一。2013—2015 年，圆通速递业务完成量分别为 12.8 亿票、18.6 亿票和 30.3 亿票，分别占快递行业业务总量的 13.97%、13.31%和 14.67%。

图表 15: 圆通速递业务完成量（亿件）与行业占比



来源：wind，艾瑞咨询，国金证券研究所

### 枢纽转运中心自营化+终端网络加盟制

- 国际快递业普遍采用转运中心及轮辐式网络（Hub and Spoke System）的组网模式。在枢纽转运中心自营模式下，快件的跨区域中转、运输主要通过圆通速递的自营枢纽转运中心实现，加盟商均与其所属区域的转运中心进行对接，自营枢纽转运中心成为连接快递服务网络中庞大的加盟商终端网络的枢纽，是快递服务各网络节点实现互联互通的中心环节。2015 年底，公司在全国范围拥有自营枢纽转运中心 60 个。
- 圆通坚持加盟商一体化管理，目前已形成加盟商网络和业务流程全覆盖的标准化体系，2015 年末，结算加盟商数量为 2610 家，终端门店超过 24000 个。在圆通速递扁平化的终端加盟网络下，单一加盟商业务区域范围相对较小，加盟商由圆通速递直接进行管控，有效减少管理层级，保证圆通速递对加盟商网络的控制力和对加盟商管理的灵活性。

### 打造自有航空，抢占未来竞争制胜点

- 2015 年 10 月，圆通航空正式开航运营，成为我国两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一。目前圆通速递拥有 2 架自有货机，1 架租赁货机，开通全货机航线 3 条，全货机运行航站 4 个。到 2020 年圆通航空将拥有 32 架全货机机队，初步实现国内、国际干线网络布局。自有航空运输网络将是未来行业竞争的制胜点，未来公司将提高产品时效性，向高估价值的产品结构升级，布局国际快递业务。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测与估值

- 快递行业业务量增速未来三年维持在 30% 以上。
- 假设公司借壳上市顺利，参考圆通速递承诺扣非后净利润，预测 2016—2018 年分别为 11.0 亿元、13.3 亿元、15.6 亿元，同比增速分别为 31.8%、21.2%、16.5%。由于目前只是公布预案，离正式实施还需要段时间，为保持统一和方便对比，盈利预测表中 2016-2018 年均采用的是全年业绩。假设 2016 年 9 月份完成交易，则预计公司营业收入约为 85 亿元，净利润约为 5 亿元，EPS 为 0.176 元。
- 通过内生增长和并购整合，公司有完成承诺业绩。公司体外大型加盟商每年利润约 1.5-2 亿元，通过整合行业资源和加盟商，可以实现利润的快速增长。
- 考虑公司上市之后可完善激励机制并通过股票市场融资进一步扩大规模、提升经营效率。按当前股价，圆通上市交易完成后的市值约 500 亿，对应 2016-2018 年的 PE 为 45 倍、38 倍、32 倍。参考目前艾迪西股价对应申通上市后的市值约为 450-500 亿，圆通业务量更大，阿里系持股助力发展，打造自有航空机队，我们判断圆通上市后的合理市值应当高于 500 亿。

**图表 16：圆通速递盈利预测表**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
业务完成量 (亿件)	12.8	18.6	30.3	50.0	71.0	95.9	122.7	152.2
yoy		44.68%	63.22%	65.00%	42.00%	35.00%	28.00%	24.00%
单票收入 (元/件)	5.15	4.28	3.82	3.65	3.46	3.28	3.13	2.96
yoy		-16.96%	-10.67%	-4.63%	-5.11%	-5.11%	-4.72%	-5.39%
快递业务收入 (亿元)	66.2	79.5	115.9	182.4	245.7	314.8	383.9	450.4
增值服务	0.2	0.5	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4
辅料包装物销售				4.4	5.2	6.0	6.7	7.3
其他	0.8	0.9	0.7	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7
收入合计 (亿元)	67.2	80.9	117.5	189.0	253.4	323.5	393.5	460.8
yoy		20.4%	45.2%	60.9%	34.1%	27.6%	21.6%	17.1%
派送费支出	18.1	25.9	42.1	69.5	98.6	133.1	170.4	207.9
yoy		42.9%	62.3%	65.0%	42.0%	35.0%	28.0%	22.0%
运输成本	18.1	21.8	30.0	42.2	54.2	67.8	81.4	93.6
yoy		20.7%	37.4%	40.7%	28.5%	25.0%	20.0%	15.0%
中心操作成本	9.5	11.0	14.2	22.0	27.2	31.0	34.1	36.8
yoy		16.4%	28.2%	55.0%	24.0%	13.9%	9.9%	7.9%
网点中转费支出	3.5	5.1	12.2	25.0	35.5	46.2	55.4	63.7
yoy		44.5%	140.1%	105.0%	42.0%	30.0%	20.0%	15.0%
面单成本	2.2	2.5	2.0	3.3	4.7	6.3	8.0	10.0
yoy		13.3%	-22.0%	65.0%	42.0%	35.0%	28.0%	24.0%
快递业务成本合计	51.5	67.7	103.1	161.9	220.3	284.4	349.3	412.0
yoy		31.5%	52.4%	57.0%	36.0%	29.1%	22.8%	17.9%
其他综合成本	1.2	0.9	1.2	5.0	5.8	6.6	7.3	7.9
yoy		-30.4%	45.6%	304.8%	16.4%	13.1%	10.4%	8.4%
成本合计	52.7	68.6	104.4	167.0	226.1	291.0	356.6	419.9
yoy		30.0%	52.3%	59.9%	35.4%	28.7%	22.5%	17.7%
毛利	14.4	12.3	13.1	22.1	27.3	32.5	36.9	40.9
快递业务	14.7	11.8	12.8	20.4	25.5	30.3	34.5	38.4
其他	-0.2	0.5	0.3	1.6	1.9	2.1	2.3	2.5
毛利率	21.5%	15.3%	11.1%	11.7%	10.8%	10.0%	9.4%	8.9%
快递业务	22.2%	14.8%	11.0%	11.2%	10.4%	9.6%	9.0%	8.5%
其他		39.0%	20.9%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%

来源：公司公告、国金证券研究所。注：为保持统一和方便对比，2016年预测为全年业绩。

### 风险提示

- 网购增速放缓，快递行业整体增速放缓，行业竞争激烈导致毛利率下滑等。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>808</b>	<b>919</b>	<b>908</b>	<b>18,901</b>	<b>25,344</b>	<b>32,349</b>	货币资金	322	303	327	2,050	2,857	4,135
增长率		13.6%	-1.2%	1982.1%	34.1%	27.6%	应收款项	116	112	105	378	472	558
主营业务成本	-593	-722	-704	-16,695	-22,611	-29,103	存货	230	308	256	23	31	40
%销售收入	73.4%	78.5%	77.5%	88.3%	89.2%	90.0%	其他流动资产	489	470	468	2,548	2,702	2,822
毛利	215	197	204	2,205	2,733	3,247	流动资产	1,157	1,193	1,155	4,999	6,061	7,555
%销售收入	26.6%	21.5%	22.5%	11.7%	10.8%	10.0%	%总资产	85.4%	80.1%	75.9%	57.6%	57.3%	59.5%
营业税金及附加	-6	-4	-6	-38	-48	-61	长期投资	38	99	191	191	191	191
%销售收入	0.7%	0.4%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	固定投资	140	151	138	1,486	2,200	2,710
营业费用	-79	-95	-102	-81	-101	-123	%总资产	10.3%	10.2%	9.1%	17.1%	20.8%	21.3%
%销售收入	9.8%	10.3%	11.3%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	17	18	19	1,759	1,866	1,968
管理费用	-54	-55	-57	-548	-710	-841	非流动资产	198	296	367	3,686	4,517	5,138
%销售收入	6.7%	6.0%	6.2%	2.9%	2.8%	2.6%	%总资产	14.6%	19.9%	24.1%	42.4%	42.7%	40.5%
息税前利润 (EBIT)	76	43	40	1,538	1,874	2,221	<b>资产总计</b>	<b>1,355</b>	<b>1,489</b>	<b>1,523</b>	<b>8,685</b>	<b>10,578</b>	<b>12,693</b>
%销售收入	9.4%	4.6%	4.4%	8.1%	7.4%	6.9%	短期借款	0	8	20	0	0	0
财务费用	4	9	20	-185	-220	-259	应付款项	59	104	79	2,000	2,441	2,879
%销售收入	-0.5%	-1.0%	-2.2%	1.0%	0.9%	0.8%	其他流动负债	60	103	112	537	626	701
资产减值损失	1	-1	-4	0	0	0	流动负债	119	216	212	2,537	3,067	3,580
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0	长期贷款	0	0	0	100	200	300
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	2	1	1,100	1,150	1,200
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>119</b>	<b>217</b>	<b>213</b>	<b>3,737</b>	<b>4,417</b>	<b>5,080</b>
营业利润	81	52	57	1,353	1,653	1,962	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,021</b>	<b>1,041</b>	<b>1,070</b>	<b>4,688</b>	<b>5,876</b>	<b>7,298</b>
营业利润率	10.0%	5.6%	6.2%	7.2%	6.5%	6.1%	少数股东权益	215	231	240	260	285	315
营业外收支	3	0	2	50	40	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,355</b>	<b>1,489</b>	<b>1,523</b>	<b>8,685</b>	<b>10,578</b>	<b>12,693</b>
税前利润	84	52	59	1,403	1,693	1,992							
利润率	10.4%	5.7%	6.5%	7.4%	6.7%	6.2%	<b>比率分析</b>						
所得税	-30	-25	-26	-281	-339	-398		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	35.5%	47.3%	44.9%	20.0%	20.0%	20.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	54	27	32	1,123	1,355	1,593	每股收益	0.191	0.037	0.044	0.391	0.471	0.554
少数股东损益	22	21	25	20	25	30	每股净资产	6.187	6.309	6.485	1.662	2.083	2.587
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>32</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>1,103</b>	<b>1,330</b>	<b>1,563</b>	每股经营现金净流	0.533	0.352	0.620	0.527	0.718	0.837
净利率	3.9%	0.7%	0.8%	5.8%	5.2%	4.8%	每股股利	0.150	0.100	0.000	0.050	0.050	0.050
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	3.09%	0.58%	0.68%	23.52%	22.63%	21.42%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.33%	0.41%	0.48%	12.70%	12.57%	12.32%
净利润	77	70	70	1,123	1,355	1,593	投入资本收益率	3.98%	1.75%	1.64%	24.38%	23.56%	22.45%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	34	36	39	97	179	188	主营业务收入增长率	-5.57%	13.62%	-1.17%	1982.06%	34.09%	27.64%
非经营收益	-25	-52	-62	150	217	282	EBIT 增长率	-38.72%	-44.07%	-7.00%	3781.95%	21.79%	18.55%
营运资金变动	2	4	55	116	274	298	净利润增长率	-37.64%	-80.76%	19.90%	15027.90%	20.58%	17.58%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>88</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>1,485</b>	<b>2,025</b>	<b>2,361</b>	总资产增长率	-0.81%	9.91%	2.25%	470.36%	21.80%	19.99%
资本开支	-23	-83	-19	-3,364	-970	-780	<b>资产管理能力</b>						
投资	1,668	2,343	2,471	0	0	0	应收账款周转天数	62.7	43.3	42.0	3.3	3.0	2.7
其他	10	51	53	0	0	0	存货周转天数	131.8	136.1	146.4	0.5	0.5	0.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1,655</b>	<b>2,311</b>	<b>2,504</b>	<b>-3,364</b>	<b>-970</b>	<b>-780</b>	应付账款周转天数	23.2	29.4	38.0	27.0	24.0	22.0
股权募资	0	8	0	2,656	0	0	固定资产周转天数	62.9	60.2	55.6	22.9	20.2	17.0
债权募资	0	8	12	1,180	150	150	<b>偿债能力</b>						
其他	-69	-32	-21	-234	-398	-453	净负债/股东权益	-26.93%	-23.74%	-31.89%	-41.67%	-44.93%	-51.83%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-69</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>3,602</b>	<b>-248</b>	<b>-303</b>	EBIT 利息保障倍数	-20.6	-4.7	-2.0	8.3	8.5	8.6
<b>现金净流量</b>	<b>1,674</b>	<b>2,355</b>	<b>2,596</b>	<b>1,724</b>	<b>806</b>	<b>1,278</b>	资产负债率	8.79%	14.60%	13.97%	43.03%	41.76%	40.02%

来源：公司年报、国金证券研究所。注：为保持统一和方便对比，2016年预测为全年业绩。

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD