

大杨创世 (600233.SH) 陆上运输行业

评级：买入 上调评级

公司点评

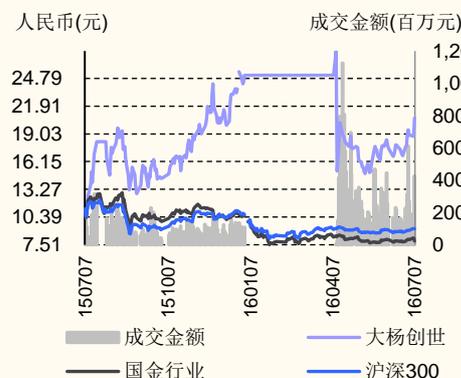
市场价格(人民币)：20.67元

具有比价优势，市值成长空间更大

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)	6,821.10
年内股价最高最低(元)	27.64/10.32
沪深300指数	3209.95
上证指数	3016.85



相关报告

1. 《圆通速递借壳预案公布，阿里系持股近18%-大杨创世公司研究》，2016.4.27

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	52.89	43.86	37.30
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

最新事件更新：

- 2016年5月19日圆通正式启动“大众创业，天下加盟”项目；7月6日圆通航空第四架全货机投入运营，用于北京和杭州间的往返航班。

经营分析

- **终端网点规模渗透全国,2015年快递业务量行业第一：**至2015年圆通速递为目前国内终端网点铺设最多的民营快递公司,超过24000个。超大规模的网点规模使公司在国内县级市以上的覆盖率达到93.3%，无论从覆盖广度及深度上相比较其他快递公司更具有竞争优势。2015年公司快递业务量达到30.3亿票，占快递行业业务总量的14.67%。截至2016年上半年全行业业务量依旧维持高速增长，前5个月同比增速达到57%。同时中西部地区近期开始加密快递网络，即将成为快递企业下一个必争之地，前5个月业务量同比增速分别为67.5%及50.4%。随着今后物流多件化，向中西部延伸的趋势逐步明朗，公司大规模的终端网络布局可以支撑高效的快递服务，将最为受益。
- **加速航空机队建设，抢占未来竞争制高点：**航空机队建设对于快递企业真正实现高速高效的快递运输服务是至关重要的，国际快递巨头都很注重航空运力的投入。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。我国快递企业面临着转型升级，未来要打的“持久仗”不再是规模、数量，而是质量和品牌。未来，服务质量及时效性将决定快递公司在市场上的竞争力，所以决定时效性的机队建设速度在我国未来快递行业竞争中起到关键性作用。2015年10月，圆通航空正式开始运营，成为国内3家拥有自有航空机队的快递公司之一，现有4个全货机通航站点，拥有自有货机2架，租赁货机1架。2016年7月6日起圆通航空第四架全货机投入运营，用于北京和杭州间的往返航班。虽然圆通机队建设起步时间较晚且目前机队规模较小，但是公司重视快递航空的发展，逐步加速飞机引进速度，至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。
- **阿里系持股18%，持久助力公司业务发展：**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。圆通借壳上市后，阿里创投和云峰新创将成为上市公司持股5%以上的股东，共持股约17.5%。阿里系与圆通的合作将持久助力以

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

电商件为主的圆通速递的长久发展。据不完全统计，2015年圆通业务中70%包裹来自电商，而包裹中有约六成成为阿里系贡献，由此可计算阿里系贡献圆通约40%的业务量。携手阿里系，首先公司今后业务量有望高速增长。其次通过阿里打造的菜鸟网络可以获取菜鸟网络的大数据服务。同时阿里也在积极布局智能快递柜等业务以解决快递服务效率等问题，圆通有望从中受益。我们认为，阿里的股权投资，将持久助力公司业务发展，推动公司市场份额和服务效率的提升，最终提升公司盈利能力。

- **自营枢纽转运中心，一体化终端加盟制：**枢纽转运中心连接着快递服务网络中庞大的加盟商终端网络，是快递服务各网络节点实现互联互通的中心环节，公司对其采用自营的模式。对于终端网点，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。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。2016年5月19日，圆通速递正式启动“大众创业，天下加盟”项目。该项目计划面向连锁企业、个体商户、个体农杂货铺、残疾人、下岗工人、大学生等合作伙伴，通过妈妈驿站的形式服务社区，提供代收代派代寄的快递服务。该加盟模式可以使公司的快递服务进一步下沉至社区，有效的解决快递最后一公里问题；同时可以直面终端客户，吸取更多业务流量。
- **对标顺丰，公司市值具有更大的成长空间：**参考目前大杨创世股价对应圆通上市后的市值约为583亿，对应2016年PE为53倍，PEG为1倍。对比同行业公司，顺丰市值已达到2350亿，对应16年PE约100倍。圆通快递拥有更大的网点规模、更快的机队建设速度、携手阿里打造更强的盈利能力，未来市值成长空间更大。重申快递投资逻辑，快递企业纷纷登陆资本市场，未来将提高服务质量和时效，增加航空机队、大型分拣中心等重资产投入，同时也将进行新一轮的残酷价格战洗礼，最终将走出2-3家快递巨头。先上市，融资资金大，体量大，有足够的网络广度和深度的公司将会在下轮竞争中取得先发优势。

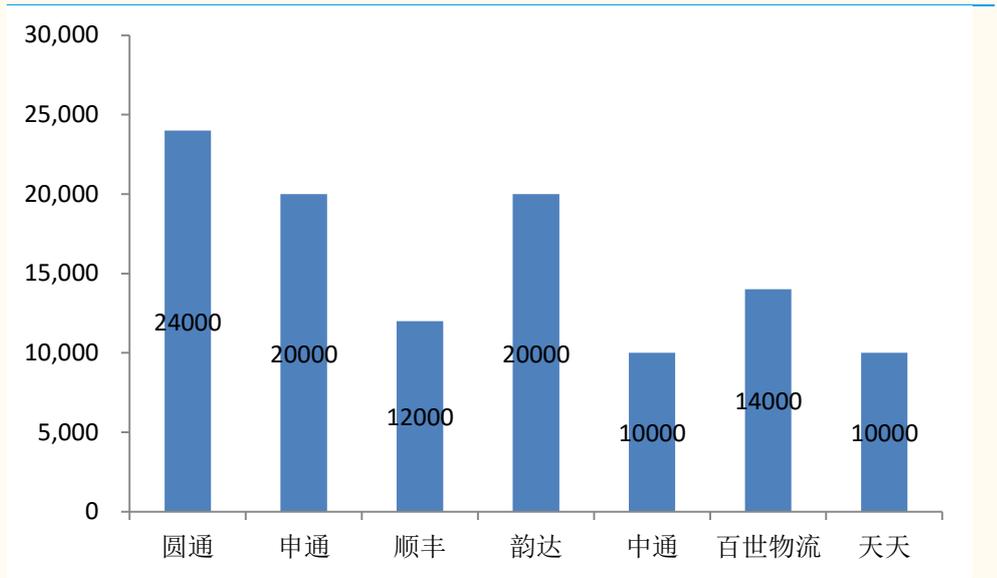
盈利调整

- 我们预测公司2016-2018年EPS为0.39、0.47、0.55元/股。若按当前价格，对应2016-2018年的PE为53倍，44倍，38倍。若假设今年9月完成交易，则EPS为0.176元/股。

投资建议

- 圆通速递大规模终端网络布局支撑高效快递服务；较快航空机队建设速度抢占未来竞争制胜点；携手阿里，公司市场份额及服务效率有望提升；直营+加盟模式增强网络管理；对标顺丰，公司市值具有更大成长空间。给与“买入”评级。

图表 1: 民营快递公司国内终端网点数量



来源: 各公司官网, 国金证券研究所

图表 2: 圆通, 顺丰机队对比

	获批时间	飞机架数	枢纽	通航站点	未来计划
圆通	2015	自有2+租赁1	预计杭州及成都	4	至2020年拥有32架全货机机队
顺丰	2009	自营30+外包15	深圳, 杭州	30余个	三年后自有机队规模超50架

来源: 公司公告及官网, 国金证券研究所

图表 3: 快递借壳公司估值对比

	鼎泰新材	大杨创世	艾迪西
发行后总股本 (亿股)	49.08	28.21	15.30
现股价 (2016年7月7日收盘价)	47.88	20.67	28.30
发行后总市值 (亿元)	2,349.95	583.10	432.99
16年承诺利润 (亿元)	21.8	11	11.7
对应16年PE	107.80	53.01	37.01
净利润增长率	35%	53%	53%
PEG	3.08	1.00	0.70

来源: 国金证券研究所

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
主营业务收入	808	919	908	18,901	25,344	32,349	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%	固定资产	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	资产总计	1,355	1,489	1,523	8,685	10,578	12,693
%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%	负债	119	217	213	3,737	4,417	5,080
营业利润	81	52	57	1,353	1,653	1,962	普通股股东权益	1,021	1,041	1,070	4,688	5,876	7,298
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	负债股东权益合计	1,355	1,489	1,523	8,685	10,578	12,693
税前利润	84	52	59	1,403	1,693	1,992	比率分析						
利润率	10.4%	5.7%	6.5%	7.4%	6.7%	6.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-30	-25	-26	-281	-339	-398	每股指标						
所得税率	35.5%	47.3%	44.9%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.191	0.037	0.044	0.391	0.471	0.554
净利润	54	27	32	1,123	1,355	1,593	每股净资产	6.187	6.309	6.485	1.662	2.083	2.587
少数股东损益	22	21	25	20	25	30	每股经营现金净流	0.533	0.352	0.620	0.527	0.718	0.837
归属于母公司的净利润	32	6	7	1,103	1,330	1,563	每股股利	0.150	0.100	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	3.9%	0.7%	0.8%	5.8%	5.2%	4.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							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	增长率						
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%
经营活动现金净流	88	58	102	1,485	2,025	2,361	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	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	1,655	2,311	2,504	-3,364	-970	-780	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	偿债能力						
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%
筹资活动现金净流	-69	-15	-10	3,602	-248	-303	EBIT 利息保障倍数	-20.6	-4.7	-2.0	8.3	8.5	8.6
现金净流量	1,674	2,355	2,596	1,724	806	1,278	资产负债率	8.79%	14.60%	13.97%	43.03%	41.76%	40.02%

来源：公司公告、国金证券研究所

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-27	增持	17.71	20.00~22.00

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

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