

大杨创世 (600233.SH) 快递行业

评级: 买入 维持评级

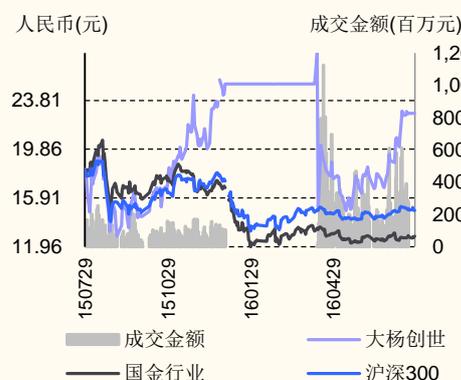
公司点评

市场价格 (人民币): 21.94 元
目标价格 (人民币): 24.00-26.00 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)	7,240.20
年内股价最高最低(元)	27.64/12.83
沪深 300 指数	3203.93
上证指数	2979.34



相关报告

- 《具有比价优势, 市值成长空间更大-大杨创世公司点评》, 2016.7.8
- 《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

戴亚雄

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

苏宝亮

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

圆通借壳方案过会, 艾迪西与新海股份有望估值修复

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	56.14	46.56	39.59
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

事件

- 近日, 大杨创世重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得证监会审核通过。圆通大概率成为快递上市第一股。

评论

- 圆通借壳大杨创世获批, 其它快递企业借壳进程有望提速:** 大杨创世, 4月19日收到证监会受理通知书, 5月20日收到证监会一次反馈意见通知书, 6月3日公告反馈意见的回复, 7月8日收到证监会二次反馈意见通知书, 7月12日公告二次反馈意见的回复, 7月28日借壳方案或证监会审核通过。而艾迪西(申通拟借壳), 7月18日公告一次反馈意见的回复。圆通历经数月成功过会, 将消解市场对加盟制的三通一达上市风险的担忧, 也将成为示范案例。我们认为, 快递作为国家大力支持, 促进经济发展和解决就业的行业, 借壳风险极小, 其它快递企业借壳上市的进程有望提速。
- 圆通市值已反映乐观预期与估值溢价, 艾迪西与新海股份有望迎来估值修复:** 同为通达系, 拟借壳的几家快递企业的业务结构相近, 2016-2018年的承诺利润也接近, 但大杨创世对应圆通的市值约620亿, 高于艾迪西对应申通的约450亿市值(高约40%), 更高于新海股份对应韵达的约415亿市值(高约50%)。我们之前分析过圆通应该享受估值溢价的原因, 圆通终端网点规模领先, 2015年快递业务量行业第一, 阿里系持股约18%, 持久助力公司业务发展, 而加速航空机队建设, 至2020年计划拥有32架全货机机队, 反映了公司的战略前瞻性和管理层的广阔视野。但目前, 市值差距已充分反映圆通估值溢价, 申通和韵达也将陆续过会, 我们认为, 艾迪西与新海股份有望迎来估值修复。鼎泰新材(顺丰)市值超过2000亿, 当前谨慎关注。
- 快递与物流行业加速融合与竞争, 圆通率先上市将具备先发优势:** 近年来, 快递与快运加速融合。例如零担霸主德邦物流推出德邦快递, 入驻菜鸟, 主要经营3-30公斤快递。而顺丰则在2013年推出重货运输产品, 主要面对电子、家具等轻工行业。完整的端到端服务需求越来越强, 快递和物流融合发展是趋势, 国外的经验亦已验证。而众多企业涉足同城配送, 以及电商进行仓配布局, 众包物流兴起, 给快递带来竞争压力, 也带来了新的机遇。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。综合来看，圆通若率先上市融资，将取得先发优势。

投资建议

- 圆通借壳方案获批，已充分享受估值溢价，艾迪西与新海股份有望迎来估值修复。圆通终端网点规模领先，2015 年快递业务量行业第一，阿里系持股约 18%，加速航空机队建设，积极开拓新业态，具备成长空间。保守预测圆通 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 56 倍，47 倍，40 倍。若假设今年 9 月完成交易，则 EPS 为 0.176 元/股。

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。

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							
利润率	10.4%	5.7%	6.5%	7.4%	6.7%	6.2%	比率分析						
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%	每股指标						
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
归属于母公司的净利润	32	6	7	1,103	1,330	1,563	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
							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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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
2	2016-07-08	买入	20.67	N/A

来源：国金证券研究所

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 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