

公司研究/年报点评

2017年04月28日

交通运输/物流 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 20.54
合理价格区间(元): 22-24

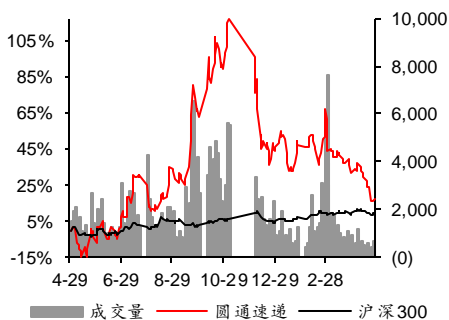
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

郑路 021-28972077
联系人 zhengl@htsc.com

相关研究

- 1 《圆通速递(600233,增持): 高增长符合预期, 龙头扩张可期待》2017.01
- 2 《圆通速递(600233): 并购未成趋势不改, 求差异化竞争》2016.12
- 3 《圆通速递(600233): 业绩如期高速增长, 多元布局助长远发展》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

市场地位无忧, 期待增速恢复

圆通速递(600233)

2016 年收入+39%, 归母净利+91%, 1Q17 收入+7%, 归母净利+5%
公司公布 2016 年年报和 1Q17 季报。公司 2016 年营业收入同比增长 39.04%至 168.2 亿元, 归母净利润同比增长 91.2%至 13.7 亿元, 扣非后归母净利润 13 亿元, 同比增长 55.7%。公司 1Q17 营业收入同比增长 6.95%, 归母净利润同比增长 4.97%。此外, 公司宣布终止定增。

增速短期放缓, 未来有望恢复

公司 2016 年业绩在此前预告范围内, 1Q17 收入和利润增速不及预期, 原因可能是受此前网络动荡以及航空业务拓展不利等影响。公司 4Q16 收入和净利润增速处于正常增长范围, 1Q17 收入和利润增速和毛利率均出现下滑是短期现象, 未来随着公司适度收缩航空业务, 改善与加盟商的利益分配后, 依靠公司的网络和品牌, 收入与盈利增速大概率将得到恢复。

存量领先但增速落后竞争对手, 市场地位无忧

公司 2016 年业务量 44.6 亿件, 略低于中通的 44.98 亿件, 处于市场第二, 但增速落后于中通、韵达等主要竞争对手。与申通类似, 圆通作为起步较早、加盟商较为强势的快递品牌在业务增速上出现一定下滑。但由于公司具备与阿里的股权关系作为后盾, 未来电商件市场地位依然有望维持。

毛利率降幅收窄, 新业务开拓需求旺盛

伴随收入增长, 虽然公司单件收入依然保持下降趋势, 2016 年单件快递平均收入 3.67 元/件较 2015 年下降 3.9%, 主营业务毛利率降幅显著收窄。随着 2017 年各大快递公司持续进行规模扩张, 圆通增速低于同业的情况需要通过新业务的积极拓展来弥补。公司计划基于现有快递网络基础, 加快布局城市高频配送网及覆盖全国的终端网络, 有序地推进仓储、冷链等多元化布局, 为客户提供一站式综合解决方案。

攘外必先安内, 暂停融资有利于长期发展

在目前公司传统业务出现瓶颈, 战略方向需要理顺的情况下, 公司放弃融资和可能的盲目投资, 待内部管理、业务板块和战略得到明确后再进行集中投入对于公司长期发展更加有利。

维持“增持”评级

预计全国快递业务量增速将下降至 40% 以下, 同时圆通增速慢于行业平均增速, 但平均运价下降幅度将继续收窄, 基于此预计 2017-19 年归母净利润分别为 16.17/18.18/19.86 亿元, 对应最新摊薄 EPS 分别为 0.57/0.64/0.70 元, 预计估值将下行至 38X-42X, 对应目标价 22-24 元, “增持”评级。

风险提示: 快递行业增速快速下滑, 加盟商倒戈造成网络不稳定。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,821
流通 A 股(百万股)	330.00
52 周内股价区间(元)	14.89-38.03
总市值(百万元)	57,948
总资产(百万元)	10,699
每股净资产(元)	3.01

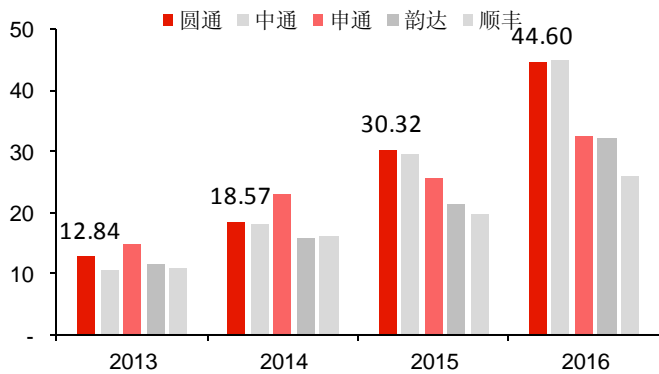
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,096	16,818	19,322	21,880	24,509
+/-%	1,217	39.04	14.89	13.24	12.02
归属母公司净利润(百万元)	717.38	1,372	1,617	1,818	1,986
+/-%	1,387	91.24	17.87	12.44	9.22
EPS(元, 最新摊薄)	0.25	0.49	0.57	0.64	0.70
PE(倍)	80.78	42.24	35.83	31.87	29.18

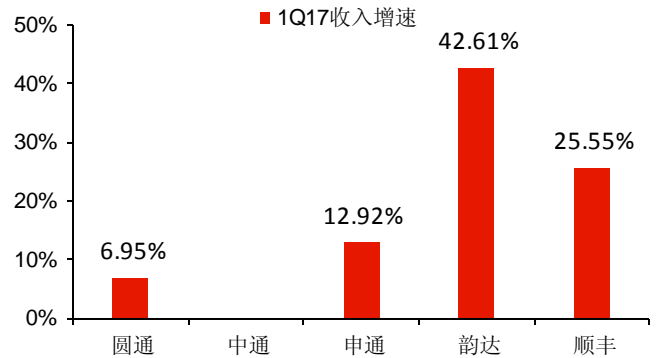
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 各快递公司年业务量 (亿件)



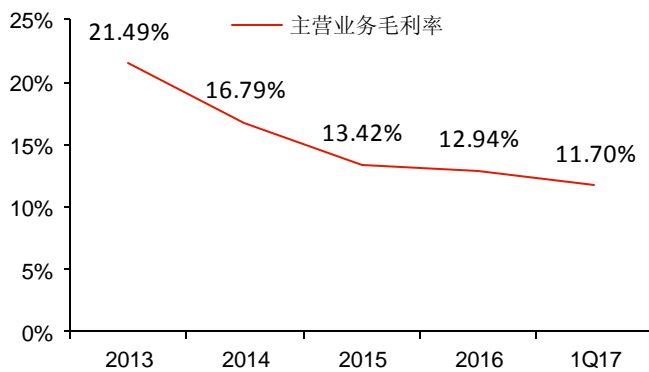
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 各快递公司1Q17收入增速 (中通未公布)



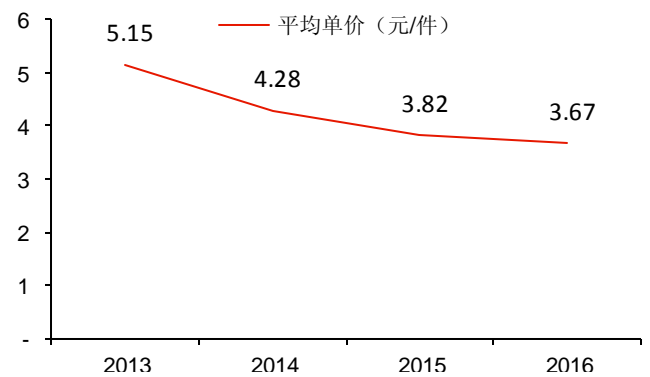
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 圆通主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

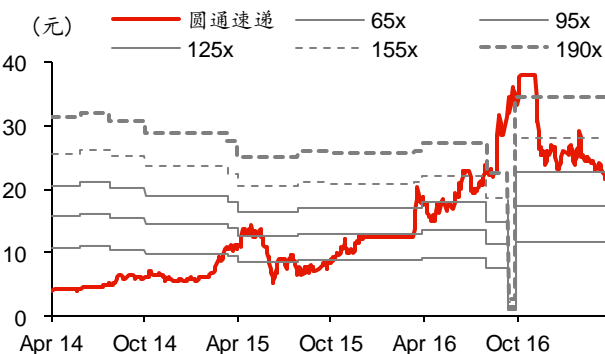
图表4: 公司快递平均单价



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

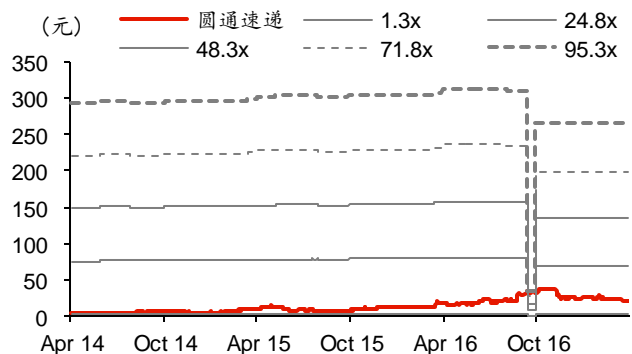
PE/PB - Bands

图表5: 圆通速递历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 圆通速递历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,404	6,573	7,155	8,095	9,843
现金	540.84	1,617	6,198	5,790	8,687
应收账款	169.77	189.38	252.27	309.15	371.96
其他应收账款	199.22	248.54	237.53	218.37	227.95
预付账款	85.72	80.79	130.84	167.23	208.85
存货	22.97	32.35	36.34	41.81	47.47
其他流动资产	2,386	4,404	300.00	1,568	300.00
非流动资产	2,799	4,595	7,331	8,946	10,018
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	1,220	2,078	3,877	4,543	4,582
无形资产	1,027	1,565	2,587	3,609	4,631
其他非流动资产	552.17	952.03	866.64	794.25	804.89
资产总计	6,203	11,168	14,486	17,041	19,861
流动负债	2,760	2,921	3,460	4,196	5,029
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,131	1,537	1,890	2,341	2,848
其他流动负债	1,579	1,383	1,570	1,855	2,181
非流动负债	12.04	41.97	3.23	4.31	5.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	12.04	41.97	3.23	4.31	5.74
负债合计	2,772	2,963	3,463	4,201	5,035
少数股东权益	0.10	0.07	0.07	0.07	0.07
股本	2,821	2,821	2,821	2,821	2,821
资本公积	2,612	5,904	5,904	5,904	5,904
留存公积	558.13	1,930	3,546	5,364	7,350
归属母公司股	3,431	8,205	12,271	14,089	16,075
负债和股东权益	6,203	11,168	15,734	18,290	21,110

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,737	1,879	6,168	2,491	2,758
净利润	717.68	1,372	1,617	1,818	1,986
折旧摊销	210.21	255.17	351.17	450.04	500.16
财务费用	5.46	(11.58)	(161.77)	(248.16)	(299.69)
投资损失	(31.37)	(32.68)	(45.00)	(25.00)	(10.00)
营运资金变动	700.83	278.84	4,386	509.24	573.09
其他经营现金	133.75	17.30	20.51	(13.58)	8.76
投资活动现金	(3,259)	(3,857)	(2,949)	(3,147)	(161.24)
资本支出	966.24	1,613	1,973	881.16	417.70
长期投资	(2,088)	(1,987)	(0.50)	0.00	0.00
其他投资现金	(4,380)	(4,231)	(977.01)	(2,265)	256.47
筹资活动现金	1,542	3,077	1,362	248.16	299.69
短期借款	41.63	(50.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	1,200	0.00	0.00
资本公积增加	2,430	3,292	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(929.35)	(164.84)	161.77	248.16	299.69
现金净增加额	20.30	1,098	4,581	(407.62)	2,897

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,096	16,818	19,322	21,880	24,509
营业成本	10,442	14,538	16,723	18,986	21,323
营业税金及附加	21.97	44.56	30.23	34.46	38.37
营业费用	69.95	75.72	124.84	151.81	187.42
管理费用	579.76	460.80	494.30	556.07	622.09
财务费用	5.46	(11.58)	(161.77)	(248.16)	(299.69)
资产减值损失	12.67	3.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.37	32.68	45.00	25.00	10.00
营业利润	995.42	1,740	2,156	2,424	2,648
营业外收入	91.22	101.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	67.53	12.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,019	1,828	2,156	2,424	2,648
所得税	301.42	456.35	539.04	606.10	661.99
净利润	717.68	1,372	1,617	1,818	1,986
少数股东损益	0.30	(0.03)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	717.38	1,372	1,617	1,818	1,986
EBITDA	1,211	1,983	2,346	2,626	2,848
EPS(元)	0.25	0.49	0.57	0.64	0.70

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1,217	39.04	14.89	13.24	12.02
营业利润	961.96	74.76	23.95	12.44	9.22
归属母公司净利润	1,387	91.24	17.87	12.44	9.22
获利能力(%)					
毛利率	13.67	13.56	13.45	13.22	13.00
净利率	5.93	8.16	8.37	8.31	8.10
ROE	20.91	16.72	13.18	12.91	12.35
ROIC	21.20	19.30	29.25	26.31	26.24
偿债能力					
资产负债率(%)	44.68	26.53	22.01	22.97	23.85
净负债比率(%)	1.80	0	0	0	0
流动比率	1.23	2.25	2.07	1.93	1.96
速动比率	1.22	2.24	2.06	1.92	1.95
营运能力					
总资产周转率	3.14	1.94	1.51	1.39	1.33
应收账款周转率	86.02	92.64	86.96	77.95	71.97
应付账款周转率	17.19	10.90	9.76	8.97	8.22
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.49	0.57	0.64	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.67	2.19	0.88	0.98
每股净资产(最新摊薄)	1.22	2.91	4.35	4.99	5.70
估值比率					
PE(倍)	80.78	42.24	35.83	31.87	29.18
PB(倍)	16.89	7.06	4.72	4.11	3.60
EV_EBITDA(倍)	46.44	28.36	23.98	21.42	19.75

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com