

审慎推荐-A (维持)

圆通速递 600233.SH

目标估值: N.A 元
当前股价: 19.07 元
2017 年 05 月 08 日

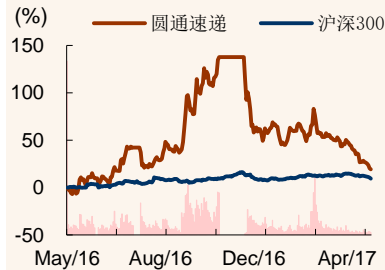
现金收购先达国际物流, 国际化再下一城

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 上证综指 | 3079 |
| 总股本 (万股) | 282123 |
| 已上市流通股 (万股) | 33000 |
| 总市值 (亿元) | 538 |
| 流通市值 (亿元) | 63 |
| 每股净资产 (MRQ) | 3.0 |
| ROE (TTM) | 19.3 |
| 资产负债率 | 20.7% |
| 主要股东 | 上海圆通蛟龙投资发 |
| 主要股东持股比例 | 51.18% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-----|-----|-----|
| 绝对表现 | -16 | -49 | 9 |
| 相对表现 | -13 | -50 | 4 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

常涛

010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

事件:

公司公告拟以现金收购先达国际物流 2.56 亿股份, 占公司全部股份的 61.8724%, 对价为 10.41 亿港元 (折合每股 4.0698 港元)。

评论:

1、现金收购先达国际物流, 布局国际货代业务

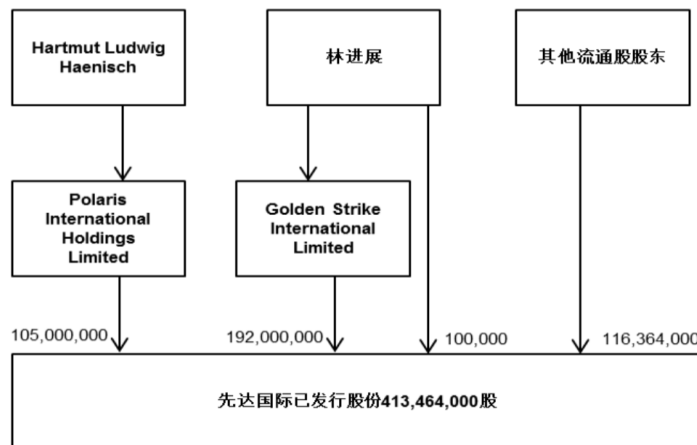
先达国际物流为联交所主板上市公司, 圆通拟以现金收购其 2.56 亿股份 (占公司总股本的 61.8724%), 对价为 10.41 亿港元 (折合每股 4.0698 港元), 较最后 5 个交易日均价溢价 11.26%。收购完成后, 公司将触发要约收购义务, 收购价格最多可达 4.82 亿港元, 合计收购上限为 15.23 亿港元。

UPS 和 FedEx 立足快递业务, 发展为覆盖快递、货运、供应链金融、商贸等综合物流企业。圆通已经建立自有航空网络, 成为布局国际快递业务、拓展海外市场的重要基础。通过收购先达国际物流, 圆通速递得以布局国际货代业务, 完善自身业务布局。

2、空运、海运货代业务两大板块, 行业不景气拖累业绩

先达国际在全球 17 个国家和地区拥有公司实体, 在全球拥有 52 个自建站点, 业务范围覆盖超过 150 个国家、国际航线超过 2,000 条。公司以空运及海运货代为核心, 为客户提供仓储、配送、清关、合约及配套物流服务。

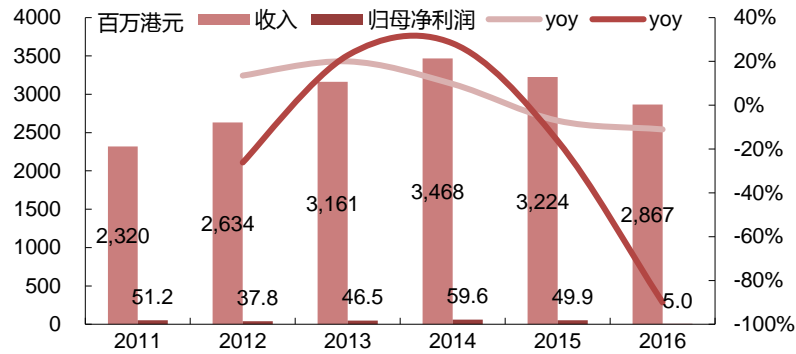
图 1: 先达国际物流股权结构



资料来源: 公司数据、招商证券

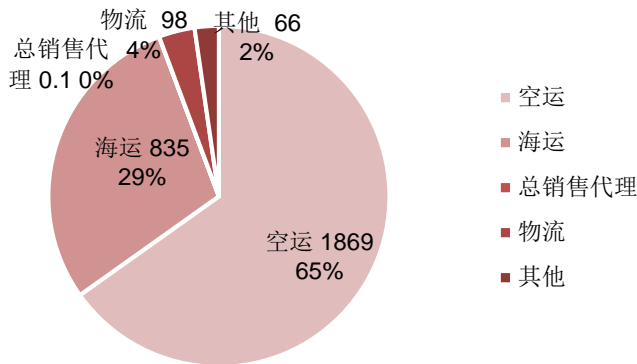
2011-2015 年, 公司利润维持在 4000-6000 万港元之间。2016 年, 由于国际空运和海运市场不景气, 公司业绩下滑较为严重。

图 2: 先达国际收入和利润



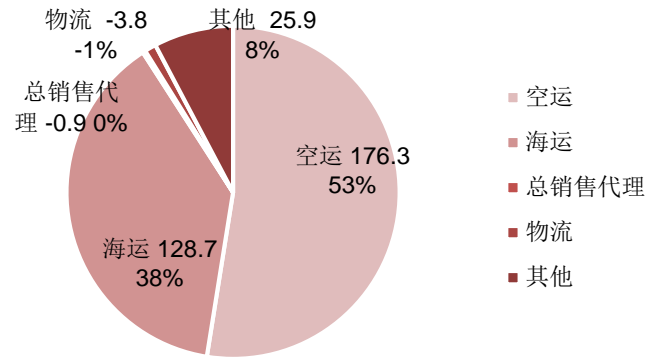
资料来源: 公司资料、招商证券

图 3: 先达国际收入结构



资料来源: 公司资料、招商证券

图 4: 先达国际盈利结构



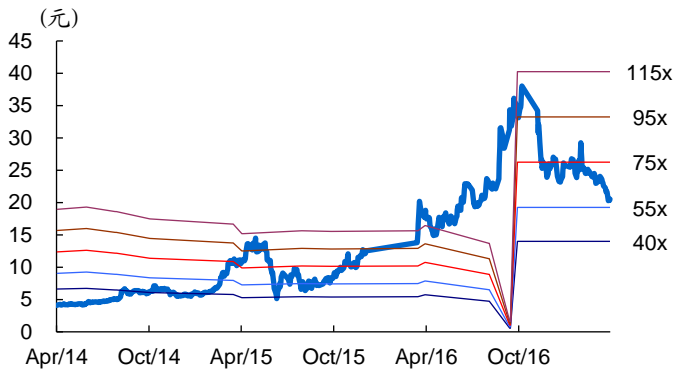
资料来源: 公司资料、招商证券

3、维持“审慎推荐-A”评级

我们预测公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.57、0.67、0.79 元，对应当前股价 PE 33.7/28.5/24.1 X。公司业务体量仅次于中通，为 A 股电商快递龙头，但估值相对较高，维持“审慎推荐-A”投资评级。

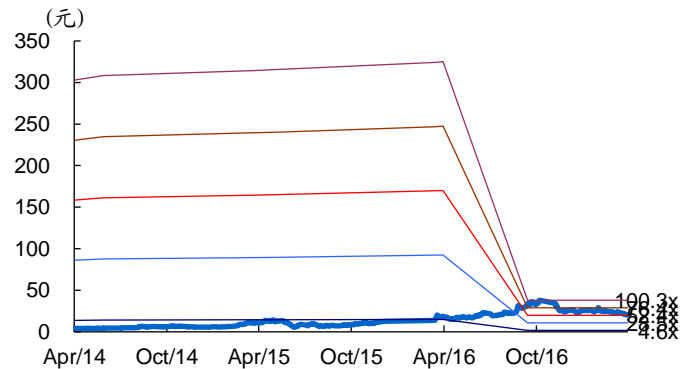
4、风险提示：电商 GMV 增速快速下滑

图 5: 圆通速递历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 圆通速递历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 3404 | 6573 | 8213 | 10805 | 14611 |
| 现金 | 541 | 1617 | 1676 | 2222 | 3483 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 170 | 189 | 250 | 328 | 425 |
| 其它应收款 | 199 | 249 | 328 | 430 | 558 |
| 存货 | 23 | 32 | 43 | 57 | 75 |
| 其他 | 2472 | 4485 | 5916 | 7768 | 10071 |
| 非流动资产 | 2799 | 4595 | 6113 | 7482 | 8239 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1220 | 2078 | 3774 | 5302 | 6203 |
| 无形资产 | 1027 | 1565 | 1409 | 1268 | 1141 |
| 其他 | 552 | 952 | 931 | 912 | 895 |
| 资产总计 | 6203 | 11168 | 14327 | 18287 | 22851 |
| 流动负债 | 2760 | 2921 | 4905 | 7138 | 9850 |
| 短期借款 | 50 | 0 | 1268 | 2565 | 4108 |
| 应付账款 | 1236 | 1537 | 2051 | 2721 | 3559 |
| 预收账款 | 576 | 609 | 812 | 1078 | 1409 |
| 其他 | 898 | 774 | 774 | 774 | 774 |
| 长期负债 | 12 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 12 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 负债合计 | 2772 | 2963 | 4947 | 7180 | 9892 |
| 股本 | 261 | 373 | 373 | 373 | 373 |
| 资本公积金 | 2612 | 5904 | 5904 | 5904 | 5904 |
| 留存收益 | 558 | 1928 | 3103 | 4830 | 6682 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | (0) |
| 归属于母公司所有者权益 | 3431 | 8205 | 9380 | 11107 | 12959 |
| 负债及权益合计 | 6203 | 11168 | 14327 | 18287 | 22851 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 1730 | 1879 | 1207 | 1475 | 1740 |
| 净利润 | 717 | 1372 | 1598 | 1887 | 2230 |
| 折旧摊销 | 210 | 255 | 482 | 632 | 742 |
| 财务费用 | 11 | 1 | 25 | 99 | 177 |
| 投资收益 | (31) | (33) | (33) | (33) | (33) |
| 营运资金变动 | 824 | 287 | (865) | (1110) | (1376) |
| 其它 | (1) | (3) | (0) | (0) | (0) |
| 投资活动现金流 | (3259) | (3857) | (2000) | (2000) | (1500) |
| 资本支出 | (966) | (1613) | (2000) | (2000) | (1500) |
| 其他投资 | (2292) | (2244) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 1549 | 3077 | 853 | 1071 | 1021 |
| 借款变动 | (1038) | (400) | 1268 | 1297 | 1543 |
| 普通股增加 | 73 | 111 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2476 | 3292 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | (423) | (160) | (377) |
| 其他 | 38 | 74 | 8 | (67) | (145) |
| 现金净增加额 | 20 | 1099 | 59 | 546 | 1261 |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 12096 | 16818 | 22179 | 29114 | 37740 |
| 营业成本 | 10443 | 14538 | 19391 | 25732 | 33648 |
| 营业税金及附加 | 22 | 45 | 59 | 77 | 100 |
| 营业费用 | 70 | 76 | 89 | 87 | 113 |
| 管理费用 | 580 | 461 | 554 | 670 | 793 |
| 财务费用 | 5 | (12) | 25 | 99 | 177 |
| 资产减值损失 | 13 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 31 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 营业利润 | 995 | 1740 | 2094 | 2481 | 2941 |
| 营业外收入 | 91 | 101 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 68 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 利润总额 | 1019 | 1828 | 2131 | 2518 | 2978 |
| 所得税 | 301 | 456 | 533 | 632 | 749 |
| 净利润 | 717 | 1372 | 1598 | 1887 | 2230 |
| 少数股东损益 | 0 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 归属于母公司净利润 | 717 | 1372 | 1598 | 1887 | 2230 |
| EPS (元) | 2.74 | 0.49 | 0.57 | 0.67 | 0.79 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 47% | 39% | 32% | 31% | 30% |
| 营业利润 | 6% | 75% | 20% | 19% | 19% |
| 净利润 | -4% | 91% | 16% | 18% | 18% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 13.7% | 13.6% | 12.6% | 11.6% | 10.8% |
| 净利率 | 5.9% | 8.2% | 7.2% | 6.5% | 5.9% |
| ROE | 20.9% | 16.7% | 17.0% | 17.0% | 17.2% |
| ROIC | 20.0% | 15.7% | 14.8% | 14.1% | 13.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 44.7% | 26.5% | 34.5% | 39.3% | 43.3% |
| 净负债比率 | 0.8% | 0.0% | 8.8% | 14.0% | 18.0% |
| 流动比率 | 1.2 | 2.3 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| 速动比率 | 1.2 | 2.2 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.9 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 存货周转率 | 470.4 | 525.6 | 513.7 | 512.6 | 509.3 |
| 应收帐款周转率 | 86.7 | 93.7 | 101.0 | 100.8 | 100.3 |
| 应付帐款周转率 | 11.8 | 10.5 | 10.8 | 10.8 | 10.7 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.74 | 0.49 | 0.57 | 0.67 | 0.79 |
| 每股经营现金 | 6.62 | 0.67 | 0.43 | 0.52 | 0.62 |
| 每股净资产 | 13.13 | 2.91 | 3.32 | 3.94 | 4.59 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.15 | 0.06 | 0.13 | 0.24 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 7.0 | 39.2 | 33.7 | 28.5 | 24.1 |
| PB | 1.5 | 6.6 | 5.7 | 4.8 | 4.2 |
| EV/EBITDA | 20.8 | 12.4 | 9.1 | 7.4 | 6.1 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

王哲：北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。