

公司研究/中报点评

2017年08月25日

交通运输/物流II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	19.01
合理价格区间(元):	20.30-21.00

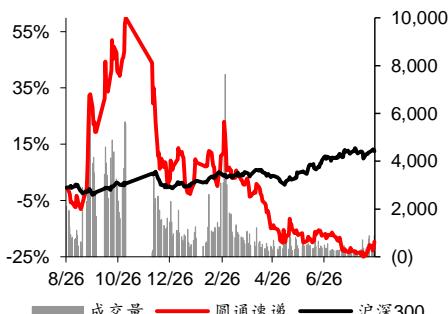
郑路 研究员 执业证书编号: S0570517070001
021-28972077
zhenglu@htsc.com

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

相关研究

- 1《圆通速递(600233,增持):市场地位无忧，期待增速恢复》2017.04
- 2《圆通速递(600233,增持):高增长符合预期，龙头扩张可期待》2017.01
- 3《圆通速递(600233):并购未成趋势不改，求差异化竞争》2016.12

股价走势图



资料来源：Wind

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)	17.75-38.03
总市值 (百万元)	53,632
总资产 (百万元)	10,699
每股净资产 (元)	3.01

资料来源：公司公告

缓慢复苏，股权激励显信心

圆通速递(600233)

1H17：收入同比+10.6%，归母净利润+6.2%，略低于预期

圆通公布 1H17 业绩：公司收入同比增 10.6% 至 82.1 亿元，快递业务量规模 22.6 亿件，毛利润同比降 2.6% 至 10.5 亿元，归母净利润同比增 6.2% 至 6.9 亿元。受进入旺季影响，2Q17 当季收入环比增 35.0%，同比增 13.4%，归母净利润环比增 48.0%。因定价策略、基层网点问题，公司收入与净利润增速落后于行业，但二季度增速有所恢复，业绩略低于预期。

行业环境有利一线快递，圆通存量优势犹存

市场集中度逐渐提升，圆通存量规模依然有优势。1H17，三通一达合计市占率 49.8%，较 2016 年全年的 49.3% 提高了 0.5 个百分点，邮政局公布的 CR8 数据由 2016 年 76.7% 提高到 77.8%，可以看到一二线快递企业市占率提升，而其后小型快递企业逐渐无法跟上行业平均发展步伐，未来规模壁垒得到加强，利于一线龙头。通达系内部，中通和韵达分别提高了 1.0/1.1 个百分点，而圆通和申通分别下降了 1.2/0.5 个百分点。即便市占率下降，圆通依然以 13.1% 的市占率位列全行业第二，整体规模优势依然存在，目前差异化低，其依然有能力通过管理改善来实现重新增长。

单票毛利润下降，管理费用有效控制支撑单件净利润稳定

增速下降影响规模效应，短期盈利稳定。上半年，公司单件业务收入 3.63 元/件，较 2016 年全年的 3.77 元/件下降 0.14 元/件，单票毛利润 0.46 元/件，较 2016 年 0.51 元/件下降 0.05 元/件，成本端的优化一定程度上弥补了单票收入的下滑，同时人工成本等管理费用控制得当，使公司单票扣非后净利润仅下滑 0.01 元/件至 0.28 元/件，盈利能力得到维系。但考虑到快递行业同质化竞争激烈，若不能实现单量增长以进一步扩大规模效应，公司长期盈利改善存在压力。

短期承压，股权激励显信心

公司一季度受到末端网点不稳定影响，市场份额有所下滑。但公司国际业务、南通航空总部建设正稳步推进，加上公司正积极布局的自营网络和快运业务，有望拉动公司业绩重回增长通道。同时，公司拟推出限制性股票激励计划，两期解锁条件为 2017/18 年扣非后归母净利润分别达到 15/17 亿元，高于借壳时利润承诺，显示出公司对恢复增长的信心。考虑到本期业绩增速略低于此前预期，下调公司 2017-19 年盈利预测至 15.42/17.35/18.57 亿元（前值：16.17/18.18/19.86 亿元），维持“增持”评级，下调目标价至 20.3-21.0 元。

风险提示：快递价格战爆发，网点不稳定情况重现，市占率快速下降。

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	18,658	21,131	23,322
+/-%	1,217	39.04	10.94	13.26	10.37
归属母公司净利润 (百万元)	717.38	1,372	1,542	1,735	1,857
+/-%	1,387	91.24	12.43	12.51	7.02
EPS (元，最新摊薄)	0.25	0.49	0.55	0.62	0.66
PE (倍)	74.76	39.09	34.77	30.91	28.88

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：快递企业业务量和市占率

	中通	圆通	申通	韵达	合计
业务量规模(亿件)	26.68	22.6	17.26	19.67	86.21
1H17市占率	15.4%	13.1%	10.0%	11.4%	49.8%
2016市占率	14.38%	14.26%	10.42%	10.27%	49.3%

资料来源：公司公告，国际邮政局，华泰证券研究所

图表2：圆通业务量、毛利润、净利润

	圆通业务量(亿件)	全国业务量(亿件)	市占率	毛利润(亿元)	单件毛利润(元/件)	扣非后净利润(亿元)	单件扣非后净利润(元/件)
2013	12.84	91.9	14.0%	15.04	1.17	6.00	0.47
2014	18.57	139.6	13.3%	13.92	0.75	6.65	0.36
2015	30.32	206.7	14.7%	16.54	0.55	6.26	0.21
2016	44.60	312.8	14.3%	22.80	0.51	12.99	0.29
1H17	22.6	173.2	13.1%	10.45	0.46	6.398	0.28

资料来源：公司公告，国家邮政局，华泰证券研究所

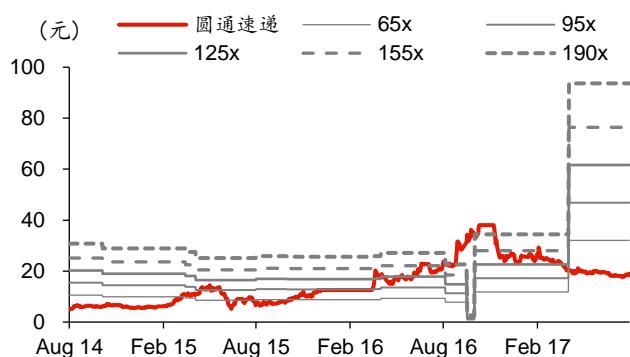
图表3：财务简表

单位：百万元	2017H1	同比	环比	2016H1	2017Q2当季	2017Q1当季
营业收入	8,211.1	10.6%	35.0%	7426.5	4717.3	3493.8
营业成本	7,165.7	12.8%	32.3%	6353.4	4080.8	3084.9
毛利	1,045.4	-2.6%	55.7%	1073.1	636.5	408.9
毛利率	12.73%	-1.72%	1.79%	14.45%	13.49%	11.70%
营业税金及附加	24.4	291.9%	56.3%	6.2	14.9	9.5
销售费用	34.5	31.2%	-33.1%	26.3	13.8	20.7
管理费用	271.2	3.8%	2.7%	261.4	137.4	133.8
财务费用	-13.0	4261.3%	212.8%	-0.3	-9.8	-3.1
资产减值损失	5.3	9840.6%	180.0%	0.1	3.9	1.4
其他经营收益	129.9	530.1%	-46.2%	20.6	45.4	84.5
投资净收益	129.9	530.1%	-46.2%	20.6	45.4	84.5
营业利润	852.8	6.6%	57.6%	799.9	521.7	331.1
加：营业外收入	71.8	-7.0%	-37.8%	77.3	27.5	44.3
减：营业外支出	14.2	94.3%	-11.2%	7.3	6.7	7.5
其中：非流动资产处置净损失	1.9	190.0%	41.9%	0.7	1.1	0.8
利润总额	910.4	4.7%	47.5%	869.9	542.6	367.9
减：所得税	217.8	0.1%	45.9%	217.5	129.2	88.6
净利润	692.7	6.2%	48.0%	652.4	413.4	279.3
减：少数股东损益	-0.1	874.7%	3566.7%	-0.01	-0.1	0.0
归属于母公司所有者的净利润	692.8	6.2%	48.1%	652.4	413.5	279.3

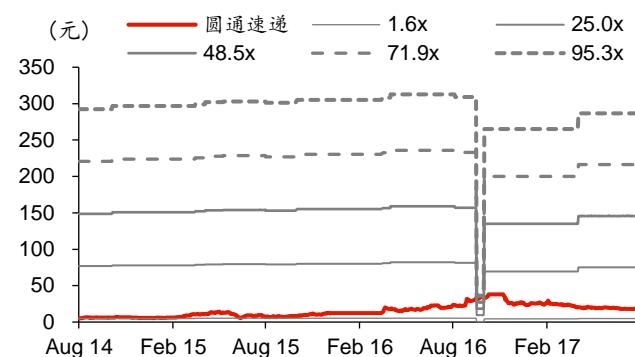
资料来源：Wind，华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表4：圆通速递历史 PE-Bands



图表5：圆通速递历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

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	6,657	7,379	8,971
现金	540.84	1,617	5,700	5,092	7,836
应收账款	169.77	189.38	252.27	298.52	359.23
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	161.48	201.70
存货	22.97	32.35	36.34	40.37	45.84
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	13,988	16,325	18,989
流动负债	2,760	2,921	3,460	4,061	4,866
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,131	1,537	1,890	2,261	2,751
其他流动负债	1,579	1,383	1,570	1,800	2,115
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	4,065	4,871
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	599.15	2,334	4,192
归属母公司股	3,431	8,205	9,325	11,060	12,917
负债和股东权益	6,203	11,168	12,788	15,125	17,789

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	6,104	2,315	2,638
净利润	717.68	1,372	1,542	1,735	1,857
折旧摊销	210.21	255.17	351.17	450.04	500.16
财务费用	5.46	(11.58)	(151.47)	(223.39)	(267.60)
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	391.49	549.06
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	928.28	223.39	267.60
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)	(271.72)	223.39	267.60
现金净增加额	20.30	1,098	4,083	(608.34)	2,744

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,096	16,818	18,658	21,131	23,322
营业成本	10,442	14,538	16,148	18,337	20,290
营业税金及附加	21.97	44.56	30.23	33.28	37.06
营业费用	69.95	75.72	124.84	151.81	187.42
管理费用	579.76	460.80	494.30	544.15	608.66
财务费用	5.46	(11.58)	(151.47)	(223.39)	(267.60)
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	2,057	2,314	2,476
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	2,057	2,314	2,476
所得税	301.42	456.35	514.14	578.45	619.08
净利润	717.68	1,372	1,542	1,735	1,857
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	1,542	1,735	1,857
EBITDA	1,211	1,983	2,256	2,540	2,709
EPS (元)	0.25	0.49	0.55	0.62	0.66

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	10.94	13.26	10.37
营业利润	961.96	74.76	18.22	12.51	7.02
归属母公司净利润	1,387	91.24	12.43	12.51	7.02
获利能力 (%)					
毛利率	13.67	13.56	13.45	13.22	13.00
净利率	5.93	8.16	8.27	8.21	7.96
ROE	20.91	16.72	16.54	15.69	14.38
ROIC	21.20	19.30	27.94	24.80	24.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.68	26.53	27.08	26.88	27.39
净负债比率 (%)	1.80	0	0	0	0
流动比率	1.23	2.25	1.92	1.82	1.84
速动比率	1.22	2.24	1.91	1.81	1.83
营运能力					
总资产周转率	3.14	1.94	1.48	1.39	1.32
应收账款周转率	86.02	92.64	83.98	76.73	70.91
应付账款周转率	17.19	10.90	9.42	8.84	8.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.49	0.55	0.62	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.67	2.16	0.82	0.93
每股净资产(最新摊薄)	1.22	2.91	3.31	3.92	4.58
估值比率					
PE (倍)	74.76	39.09	34.77	30.91	28.88
PB (倍)	15.63	6.54	5.75	4.85	4.15
EV_EBITDA (倍)	42.88	26.19	23.02	20.44	19.17

免责申明

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提供。

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

—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 指数的涨幅为基准；

—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

—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 指数的涨幅为基准；

—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 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

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