

圆通速递 (600233)

证券研究报告

2018 年 03 月 27 日

17 增速放缓，期待业绩改善

事件

圆通速递公布 2017 年年报：2017 年公司实现快递包裹数量 50.64 亿件，同比增长 13.5%，低于行业 28.1% 的平均增速；实现营业收入 199.82 亿元，同比增长 18.82%，实现归母净利润 14.43 亿元，同比增长 5.16%，其中扣非净利润 13.71 亿元，同比增长 5.49%。

四季度并表先达物流，物流版图初具雏形

公司传统快递业务（国内时效产品+国际快递产品）全年达到 186.21 亿元，同比增长 14.85%，（其中国内时效产品增长 14.55%，国际快递产品增长 93.87%）。2017 年 11 月并表先达物流后，公司货代业务收入体现 6.69 亿元。从国内时效、国际快递、货代业务来看，公司物流版图已初具雏形。

快递业务毛利率略有下降

2017 年公司单票快递收入为 3.68 元/票，较去年同期减少 0.07 元/票，主因在于公司收取的单票中转费较去年同期减少 0.15 元/票；成本方面，1）单票运输成本略有下降，从 0.94 元/票将至 0.93 元/票，2）单票中心操作费为 0.47 元/票，微升 0.02 元/票，3）作为支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本的单票网点中转费则由 16 年的 0.56 元/票降为 0.51 元/票。综合以上变动，公司单票毛利额将至 0.39 元/票，同比减少 0.08 元。全年快递业务毛利率 10.76%，同比减少 2.18 个百分点；货代行业毛利率 14.75%。公司总毛利额 23.45 亿元，同比增长 2.8%。

销售与财务费率控制得当，投资收益增厚净利

费率方面，公司广告及宣发支出大幅下降，销售费用率控制得当；货币资金增加带来了利息收入增加，财务费用收入增加；但管理费用由于先达物流并表、公司本身管理人员增加等因素，较去年同期大幅增长 1.55 亿元。另外，公司理财产品带来的投资收益较去年同期增厚 1 亿以上。

固定资产投用带来利润率波动

公司四季度固定资产投用达 6.08 亿，投用后达 29.4 亿，4Q17 为全年投用速度最高的一个季度，同比去年四季度的产能投放也更高。我们认为四季度的产能投放可能是导致公司四季度毛利率大幅下滑的主要原因。

投资建议

公司 2017 年业务量低于预期，2018 年增长基数变小，故而我们将公司 2018 年盈利预测由 18.43 亿下调至 18.26 亿元，按照业绩增速给予估值 27x，对应目标价 17.55 元，较先前有所下调。

风险提示：快递业务量增速低于预期；公司成本控制进度低于预期

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.10 元
目标价格	17.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,825.48
流通 A 股股本(百万股)	783.37
A 股总市值(百万元)	45,490.19
流通 A 股市值(百万元)	12,612.22
每股净资产(元)	3.26
资产负债率(%)	33.80
一年内最高/最低(元)	24.69/14.09

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
黄盈	联系人
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《圆通速递-季报点评:增速持续恢复，跨境、航空与快运布局顺利》 2017-10-26
- 2 《圆通速递-公司点评:增速放缓单价下滑，二季度显著改善》 2017-08-25
- 3 《圆通速递-公司点评:既要 2C 也要 2B，评圆通并购物流标的！》 2017-05-09

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,817.83	19,982.20	26,372.27	30,950.70	35,190.58
增长率(%)	1752.63	18.82	31.98	17.36	13.70
EBITDA(百万元)	1,934.73	2,073.03	2,820.56	3,389.02	3,823.74
净利润(百万元)	1,371.94	1,442.69	1,826.28	2,084.83	2,271.92
增长率(%)	2,938.96	5.16	26.59	14.16	8.97
EPS(元/股)	0.49	0.51	0.65	0.74	0.80
市盈率(P/E)	32.38	30.79	24.32	21.30	19.55
市净率(P/B)	5.41	4.82	3.26	2.95	2.67
市销率(P/S)	2.64	2.22	1.68	1.44	1.26
EV/EBITDA	3.92	20.76	13.35	10.83	9.13

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,617.05	4,173.56	6,609.95	9,245.46	11,585.22
应收账款	437.92	1,461.74	1,175.49	1,169.19	2,007.61
预付账款	80.79	122.77	89.02	160.41	148.22
存货	32.35	45.28	235.64	95.20	201.29
其他	4,404.44	1,108.92	1,534.39	1,223.56	1,231.79
流动资产合计	6,572.53	6,912.27	9,644.48	11,893.83	15,174.13
长期股权投资	0.00	219.64	903.20	1,389.75	1,766.40
固定资产	2,078.15	2,939.84	3,912.30	4,661.92	5,131.46
在建工程	652.65	715.27	607.63	553.82	426.91
无形资产	1,565.14	1,854.88	1,912.17	1,972.89	2,027.38
其他	299.38	1,501.27	1,571.84	1,140.07	1,141.11
非流动资产合计	4,595.33	7,230.89	8,907.14	9,718.45	10,493.26
资产总计	11,167.86	14,143.16	18,551.62	21,612.28	25,667.39
短期借款	0.00	656.89	501.33	501.33	501.33
应付账款	1,891.19	2,565.07	2,792.92	2,832.59	4,308.80
其他	1,029.35	1,242.17	1,074.43	1,465.81	1,848.58
流动负债合计	2,920.54	4,464.13	4,368.67	4,799.72	6,658.71
长期借款	0.00	0.00	123.84	1,332.10	1,832.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.97	316.30	300.00	219.42	278.57
非流动负债合计	41.97	316.30	423.84	1,551.52	2,110.93
负债合计	2,962.51	4,780.43	4,792.51	6,351.25	8,769.64
少数股东权益	0.07	143.57	144.12	186.67	233.03
股本	372.67	2,821.23	2,825.48	2,825.48	2,825.48
资本公积	5,904.13	5,942.20	6,561.88	6,561.88	6,561.88
留存收益	7,834.19	8,891.43	10,789.51	12,248.89	13,839.23
其他	(5,905.71)	(8,435.69)	(6,561.88)	(6,561.88)	(6,561.88)
股东权益合计	8,205.35	9,362.74	13,759.11	15,261.03	16,897.75
负债和股东权益总	11,167.86	14,143.16	18,551.62	21,612.28	25,667.39

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,371.91	1,446.85	1,826.28	2,084.83	2,271.92
折旧摊销	255.17	323.46	518.21	693.47	852.88
财务费用	0.53	12.67	(26.37)	(30.95)	(35.19)
投资损失	(32.68)	(197.14)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(3,537.75)	3,163.85	(335.51)	1,164.54	982.47
其它	3,821.77	(3,193.31)	0.55	42.55	46.37
经营活动现金流	1,878.95	1,556.38	1,958.16	3,929.43	4,093.45
资本支出	4,317.03	2,121.32	2,140.18	2,017.13	1,567.50
长期投资	(2.85)	219.64	683.56	486.55	376.65
其他	(8,171.46)	(1,506.69)	(4,919.39)	(4,404.54)	(3,553.03)
投资活动现金流	(3,857.28)	834.27	(2,095.65)	(1,900.87)	(1,608.88)
债权融资	0.00	657.93	625.52	1,833.89	2,334.31
股权融资	5,939.81	17.79	3,154.18	34.41	39.81
其他	(2,862.40)	(1,282.94)	(1,205.81)	(1,261.35)	(2,518.93)
筹资活动现金流	3,077.41	(607.23)	2,573.88	606.96	(144.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,099.09	1,783.43	2,436.38	2,635.52	2,339.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,817.83	19,982.20	26,372.27	30,950.70	35,190.58
营业成本	14,537.73	17,637.37	23,171.76	27,289.60	31,048.10
营业税金及附加	44.56	50.43	26.37	30.95	35.19
营业费用	75.72	52.81	131.86	123.80	175.95
管理费用	460.80	615.56	764.80	835.67	985.34
财务费用	(11.58)	(23.06)	(26.37)	(30.95)	(35.19)
资产减值损失	3.69	20.62	0.13	0.13	0.13
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.68	197.14	25.00	25.00	25.00
其他	(65.37)	(406.47)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营业利润	1,739.59	1,837.80	2,328.73	2,726.50	3,006.05
营业外收入	101.48	94.62	105.00	140.00	115.00
营业外支出	12.81	26.22	30.00	30.00	30.00
利润总额	1,828.26	1,906.20	2,403.73	2,836.50	3,091.05
所得税	456.35	459.35	576.89	709.13	772.76
净利润	1,371.91	1,446.85	1,826.83	2,127.38	2,318.29
少数股东损益	(0.03)	4.16	0.55	42.55	46.37
归属于母公司净利润	1,371.94	1,442.69	1,826.28	2,084.83	2,271.92
每股收益（元）	0.49	0.51	0.65	0.74	0.80

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1752.63%	18.82%	31.98%	17.36%	13.70%
营业利润	1741.53%	5.65%	26.71%	17.08%	10.25%
归属于母公司净利润	2938.96%	5.16%	26.59%	14.16%	8.97%
获利能力					
毛利率	13.56%	11.73%	12.14%	11.83%	11.77%
净利率	8.16%	7.22%	6.93%	6.74%	6.46%
ROE	16.72%	15.65%	13.41%	13.83%	13.63%
ROIC	213.47%	21.90%	34.99%	29.47%	30.20%
偿债能力					
资产负债率	26.53%	33.80%	25.83%	29.39%	34.17%
净负债率	-1.63%	14.37%	-0.37%	-16.01%	-27.98%
流动比率	2.25	1.55	2.21	2.48	2.28
速动比率	2.24	1.54	2.15	2.46	2.25
营运能力					
应收账款周转率	62.11	21.04	20.00	26.40	22.15
存货周转率	116.59	514.81	187.76	187.10	237.38
总资产周转率	2.65	1.58	1.61	1.54	1.49
每股指标（元）					
每股收益	0.49	0.51	0.65	0.74	0.80
每股经营现金流	0.67	0.55	0.69	1.39	1.45
每股净资产	2.90	3.26	4.82	5.34	5.90
估值比率					
市盈率	32.38	30.79	24.32	21.30	19.55
市净率	5.41	4.82	3.26	2.95	2.67
EV/EBITDA	3.92	20.76	13.35	10.83	9.13
EV/EBIT	4.39	23.88	16.36	13.62	11.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com