

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 15.14  
合理价格区间(元): 16.10~17.90

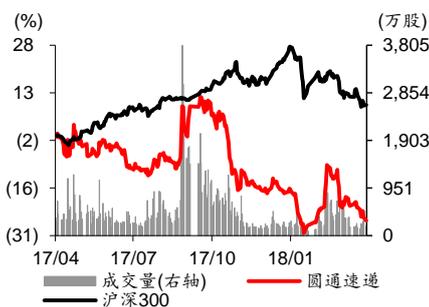
**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

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

相关研究

- 1《圆通速递(600233,增持): 加大干线投入, 重回增长之路》2018.03
- 2《圆通速递(600233,中性): 复苏持续, 虽慢弥坚》2017.10
- 3《圆通速递(600233,增持): 缓慢复苏, 股权激励显信心》2017.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 行业高景气与并购共助收入反弹

### 圆通速递(600233)

#### 1Q18 营业收入同比+52.9%，归母净利润同比增 13.0%

1Q18, 公司营业收入同比增长 52.9%至 53.4 亿元, 归母净利润同比增长 13.0%至 3.2 亿元, 扣非后归母净利润同比增长 22.8%至 3.0 亿元, 毛利率同比提升 0.6 个百分点, 毛利润同比增长 60.8%。受到 1Q18 我国电商高增长拉动、1Q17 低基数及并购的圆通速递国际 (6123.HK) 并表影响, 公司收入和毛利润增速超预期, 但因圆通速递国际管理费用较高、去年同期上市融资资金理财收益较高、一季度快递淡季规模效应不明显等因素, 公司归母净利润增速低于毛利润增速, 业绩符合预期, 维持“增持”评级。

#### 主业复苏趋势延续

经过 1 年多调整, 公司逐渐从 2017 年初加盟商动荡等问题中恢复。若假设并购的圆通速递国际 1Q18 贡献收入 8.0 亿 (圆通速递国际 1H17 收入 13.5 亿元), 保守估计公司快递业务收入同比增长 30.0%, 高于国家邮政局公布的全行业 1Q18 累计收入增速 29.1%。公司 2017 年 1-4 季每个单季收入同比增速分别为 6.9%/13.4%/17.3%/31.2%, 到 1Q18 保守估计 30% 以上, 收入端复苏趋势得到保持。

#### 行业维持较高增速, 市场集中度提升利好龙头

1Q18, 我国快递行业业务量维持较高增长, 受上游电商销售增速的超预期反弹拉动, 2018 年 3 月我国快递业务量和收入分别同比增长 29.9%和 26.6%, 1Q18 累计业务量和收入分别同比增长 30.6%和 29.1%。快递业务单价经历多年下滑后维持稳定, 行业整体收入增速较高。同时, 行业集中度提升趋势较为显著, 小型企业逐渐转型至落地配或退出市场, 预计 2018 年快递龙头企业业务量有望受益于行业较高增速和集中度提升的双重拉动, 实现较高增长。

#### 航空、海外布局有望逐渐发力

4 月 19 日, 杭州国土资源局公告, 圆通以 3.04 亿元拍得杭州萧山空港物流园航空总部基地地块, 有望用于建设圆通航空总部及航空分拨转运中心, 公司高端航空件分拨体系有望逐渐完善。同时, 借助收购的圆通速递国际, 公司国际件与航空运输协同效应显著, 公司有望从竞争激烈的低端电商件中开辟出议价能力更强的中高端市场, 与通达系竞争对手形成差异化优势。

#### 地位稳定, 维持“增持”评级

由于行业增速超预期, 公司收入较快恢复, 但盈利增速是否能超预期尚待 2Q18 旺季验证, 因此维持此前盈利预测。2018/04/24 可比公司 2018E 的 PE 估值均值由前次估值时 (2018/3/25) 可比公司 2018E 估值 27.9X 提升至 29.1X, 但考虑到公司 1Q18 业务量增速低于中通、韵达等主要竞争对手, 因此给予 0-10% 估值折价, 即 26.2X-29.1X, 对应目标价区间下调至 16.1-17.9 元 (前值 18.0-19.7 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 旺季快递业务量不及预期, 网点不稳定加剧, 行业爆发价格战。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,825
流通 A 股 (百万股)	783.37
52 周内股价区间 (元)	14.13-22.68
总市值 (百万元)	42,778
总资产 (百万元)	11,617
每股净资产 (元)	3.13

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	16,818	19,982	24,847	29,672	34,200
+/-%	39.04	18.82	24.34	19.42	15.26
归属母公司净利润 (百万元)	1,372	1,443	1,735	1,865	2,232
+/-%	91.24	5.16	20.28	7.45	19.72
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.51	0.62	0.66	0.79
PE (倍)	31.13	29.61	24.61	22.91	19.13

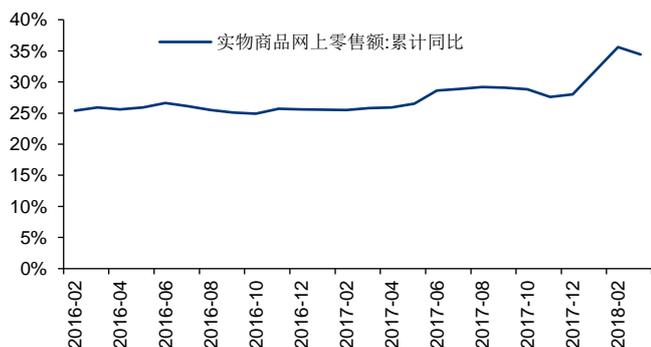
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 利润简表 (百万元)

	1Q18	当季同比	当季环比	4Q17	1Q17
营业收入	5,341.4	52.9%	-24.9%	7,115.2	3,493.8
营业成本	4,683.9	51.8%	-27.2%	6,431.9	3,084.9
毛利润	657.4	60.8%	-3.8%	683.3	408.9
毛利率	12.31%	0.60pp	2.71pp	9.60%	11.70%
营业税金及附加	16.9	77.3%	2.6%	16.5	9.5
销售费用	10.3	-50.4%	44.4%	7.1	20.7
管理费用	233.1	74.2%	38.9%	167.9	133.8
财务费用	7.5	-337.6%	55.1%	4.8	-3.1
资产减值损失	3.8	173.8%	-72.8%	14.1	1.4
投资净收益	23.5	-72.2%	-28.5%	32.8	84.5
营业利润	408.8	23.5%	-21.1%	517.9	331.1
利润总额	431.1	17.2%	-15.4%	509.5	367.9
减: 所得税	111.1	25.4%	-7.9%	120.5	88.6
净利润	320.0	14.6%	-17.7%	389.0	279.3
归属于母公司所有者的净利润	315.6	13.0%	-17.9%	384.6	279.3

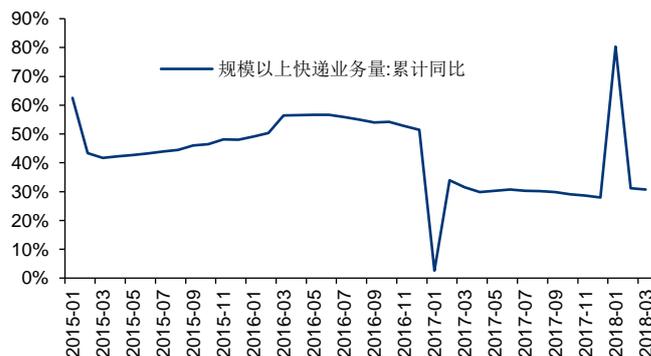
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 实物商品网上零售额同比增速上升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 快递业务量增速维持高位



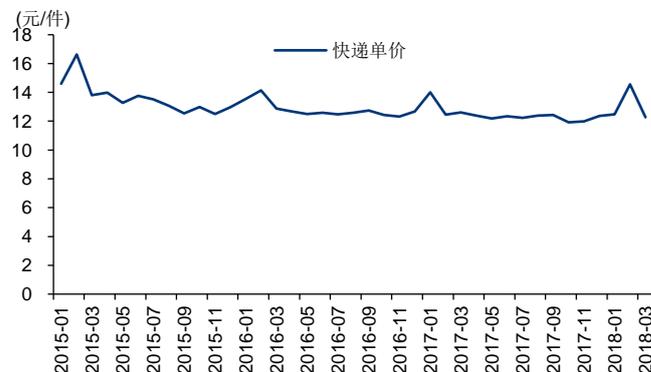
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 快递市场集中度提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 快递单价企稳



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

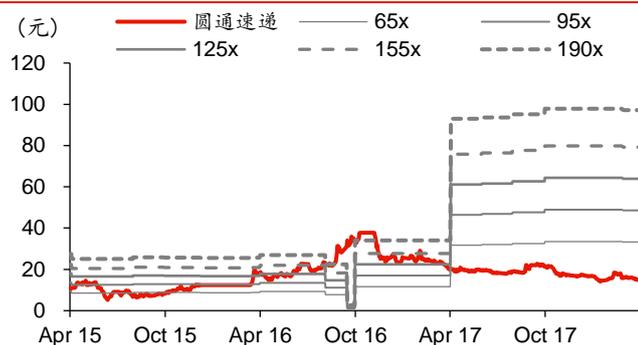
**图表6: 可比公司估值 (2018/04/24 收盘价, 中通快递采用华泰预测, 其他采用 Wind 一致预期)**

	总市值 (亿元)	市盈率 PE (X)		
		TTM	2018E	2019E
1 002352.SZ 顺丰控股	2,131	44.7	40.6	34.0
2 ZTO.N 中通快递	747	18.4	14.6	12.5
3 002120.SZ 韵达股份	640	40.5	30.5	24.5
4 002468.SZ 申通快递	364	24.5	18.7	15.6
5 603056.SH 德邦股份	268	49.0	41.2	32.8
平均			29.1	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

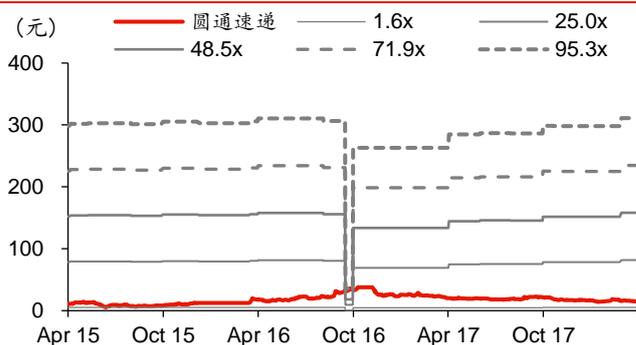
**PE/PB - Bands**

**图表7: 圆通速递历史 PE-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表8: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,573	6,912	12,664	13,488	15,328
现金	1,617	4,174	10,022	9,211	12,693
应收账款	189.38	1,111	1,173	1,191	1,167
其他应收账款	248.54	350.99	263.67	263.67	263.67
预付账款	80.79	122.77	96.43	96.43	96.43
存货	32.35	45.28	36.68	36.68	36.68
其他流动资产	4,404	1,109	1,072	2,689	1,072
非流动资产	4,595	7,231	7,677	9,374	10,806
长期投资	0.00	219.64	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,078	2,940	4,518	5,803	6,609
无形资产	1,565	1,855	2,329	2,798	3,263
其他非流动资产	952.03	2,217	830.43	773.21	934.01
资产总计	11,168	14,143	20,341	22,862	26,134
流动负债	2,921	4,464	4,344	5,345	6,756
短期借款	0.00	656.89	500.00	500.00	500.00
应付账款	1,537	2,053	1,890	2,469	3,304
其他流动负债	1,383	1,754	1,954	2,375	2,952
非流动负债	41.97	316.30	3,659	3,662	3,662
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.97	316.30	3,659	3,662	3,662
负债合计	2,963	4,780	8,003	9,006	10,419
少数股东权益	0.07	143.57	143.57	143.57	143.57
股本	2,821	2,821	2,821	2,821	2,821
资本公积	5,904	5,942	5,942	5,942	5,942
留存公积	1,930	2,949	2,231	3,749	5,608
归属母公司股	8,205	9,219	10,995	12,512	14,371
负债和股东权益	11,168	14,143	19,141	21,662	24,934

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,879	1,556	2,134	3,121	4,043
净利润	1,372	1,447	1,735	1,865	2,232
折旧摊销	255.17	323.46	436.54	555.07	656.60
财务费用	(11.58)	(23.06)	(43.30)	(48.19)	(68.22)
投资损失	(32.68)	(197.14)	(114.91)	(114.91)	(114.91)
营运资金变动	278.84	(52.30)	74.20	875.45	1,330
其他经营现金	17.30	58.57	45.87	(11.36)	7.51
投资活动现金	(3,857)	834.27	(1,061)	(3,633)	(256.17)
资本支出	1,613	1,714	1,607	1,607	1,464
长期投资	(1,987)	3,004	(226.74)	0.00	0.00
其他投资现金	(4,231)	5,553	318.87	(2,026)	1,208
筹资活动现金	3,077	(607.23)	4,776	(298.87)	(304.70)
短期借款	(50.00)	656.89	(156.89)	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	3,292	38.07	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(164.84)	(1,302)	3,732	(298.87)	(304.70)
现金净增加额	1,098	1,782	5,848	(811.15)	3,482

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,818	19,982	24,847	29,672	34,200
营业成本	14,538	17,637	22,026	26,652	30,658
营业税金及附加	44.56	50.43	62.71	74.88	86.31
营业费用	75.72	52.81	66.16	69.47	72.94
管理费用	460.80	615.56	646.34	698.05	753.89
财务费用	(11.58)	(23.06)	(43.30)	(48.19)	(68.22)
资产减值损失	3.69	20.62	9.51	9.51	9.51
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	114.91	114.91	114.91
营业利润	1,741	1,838	2,194	2,331	2,802
营业外收入	99.06	94.62	94.97	94.97	94.97
营业外支出	11.78	26.22	35.18	35.18	35.18
利润总额	1,828	1,906	2,254	2,391	2,862
所得税	456.35	459.35	518.34	525.91	629.61
净利润	1,372	1,447	1,735	1,865	2,232
少数股东损益	(0.03)	4.16	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,372	1,443	1,735	1,865	2,232
EBITDA	1,985	2,138	2,587	2,838	3,390
EPS (元, 基本)	0.49	0.51	0.62	0.66	0.79

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	39.04	18.82	24.34	19.42	15.26
营业利润	74.90	5.56	19.37	6.24	20.22
归属母公司净利润	91.24	5.16	20.28	7.45	19.72
获利能力 (%)					
毛利率	13.56	11.73	11.35	10.18	10.36
净利率	8.16	7.22	6.98	6.28	6.53
ROE	16.72	15.65	15.78	14.90	15.53
ROIC	19.31	23.72	24.20	23.28	27.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.53	33.80	41.81	41.58	41.79
净负债比率 (%)	0	13.76	6.25	5.55	4.80
流动比率	2.25	1.55	2.92	2.52	2.27
速动比率	2.24	1.54	2.91	2.52	2.26
营运能力					
总资产周转率	1.94	1.58	1.44	1.37	1.40
应收账款周转率	92.64	30.17	21.33	24.60	28.43
应付账款周转率	10.90	9.82	11.17	12.23	10.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.51	0.62	0.66	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.55	0.76	1.11	1.43
每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.27	3.90	4.44	5.09
估值比率					
PE (倍)	31.13	29.61	24.61	22.91	19.13
PB (倍)	5.21	4.63	3.88	3.41	2.97
EV_EBITDA (倍)	19.56	18.16	15.01	13.68	11.45

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、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：A0K809

©版权所有 2018 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 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