

强烈推荐-A (维持)

圆通速递 600233.SH

目标估值: N.A 元
当前股价: 15.01 元
2018 年 04 月 28 日

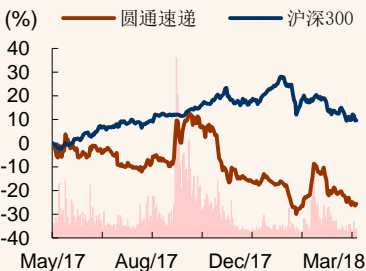
负面影响持续出清, 经常性利润增长约 20%

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 3082 |
| 总股本(万股) | 282548 |
| 已上市流通股(万股) | 78337 |
| 总市值(亿元) | 424 |
| 流通市值(亿元) | 118 |
| 每股净资产(MRQ) | 3.4 |
| ROE(TTM) | 15.4 |
| 资产负债率 | 28.1% |
| 主要股东 | 上海圆通蛟龙投资发 |
| 主要股东持股比例 | 51.11% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -5 | -31 | -26 |
| 相对表现 | -1 | -24 | -35 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《圆通速递(600233)——行业增速回升, 上调至强烈推荐》2018-03-25
- 2、《圆通速递(600233)——利润增速重回两位数, Q4 业绩弹性加大》2017-10-26
- 3、《圆通速递(600233)——Q2 收入增速回升, 等待业绩增速改善》2017-08-24

袁钉

010-57601857
yuanding@cmschina.com.cn
S1090517080001

事件:

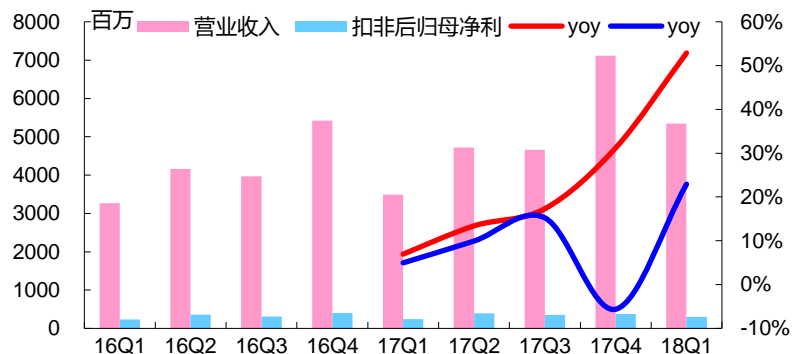
公司公告 2018 年一季度报。18Q1, 公司实现收入 53.41 亿元 (+52.88%), 归母净利 3.16 亿元 (+13.00%), 扣非后归母净利 2.99 亿元 (+22.84%), EPS 0.11 元 (+12.83%), 加权 ROE 3.37% (+0.02pct)。

评论:

1、负面影响持续出清, 经常性利润增长约 20%

2018Q1, 公司实现营业收入 53.41 亿元 (+52.88%), 剔除圆通国际并表因素 (预估 7 亿元), 收入同比增长 33%, 较 17 年的 15% (快递业务口径) 显著提升。公司实现扣非后归母净利 2.99 亿元 (+22.84%), 剔除圆通国际 (预估 800 万) 经常性利润实际增长 20%, 增速较 17 年的 5.5% 显著回升。

图 1: 圆通速递营业收入和扣非后归母净利 (季度)

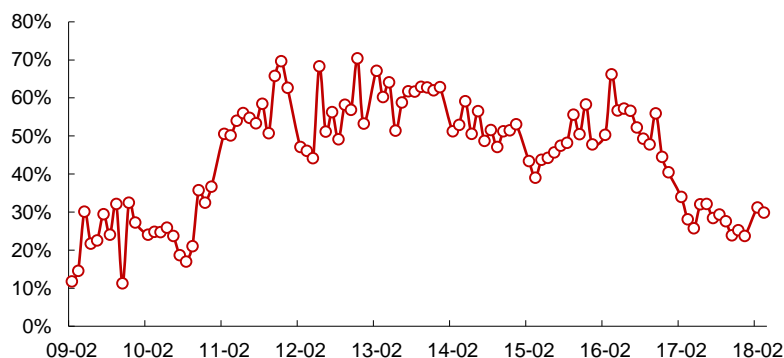


资料来源: 公司数据、招商证券

2、电商和快递增速同步回升, 缓解市场悲观预期

2018Q1, 全国网上商品零售额为 1.46 万亿元 (+34.4%), 增速较 17Q1 的 25.8% 和 2017 全年的 28% 显著回升; 快递业务量 99.2 亿件 (+30.7%), 增速低于 17Q1 的 31.5%, 但高于 17 全年的 28% (17Q1-Q4 单季增速分别为 31.5%、30%、28.4% 和 24.3%)。

图 2: 18Q1 快递业务增速环比提升 7.2pct



资料来源: Wind、招商证券

3、战略控股先达国际，加速布局圆通 B 网

2017 年 5 月，公司战略收购香港国际货代上市企业先达国际，并于 2018 年 4 月 10 日将“先达国际物流控股有限公司”更名为“圆通速递（国际）控股有限公司”。通过本次收购，公司将获得先达国际海外网络布局、干线运输能力和关务能力，有助于构建公司国际化发展的网络基础、奠定海外竞争的先发优势。伴随着由公司牵头启动的全球包裹联盟（GPA）的进一步发展壮大，“通达系”驶往“圆通系”之路预计可期。

时效是快递服务的核心竞争力。2017 年，公司发布了继“承诺达”之后又一精准时效承诺服务产品——“计时达”，全面发力中高端快件市场（“B 网”）。随着企业及平台间的强强联合，即时配送领域的竞争也进入下半场。在新零售模式的快速推进下，即时配送将会迎来更大的发展机遇。2018 年 3 月，公司宣布在 9 个城市开通 B 网业务（自起网以来，已在全国 74 个城市开通 B 网业务），预计年底覆盖全国 1000 多个城市。

图 3: 计时达的服务时效

| | |
|------|---------------------------|
| 即时配送 | 客户周边范围 3km 内，即取即送，2 小时内送达 |
| 同城限时 | 上午取，下午达，最迟截单 12:30 |
| 省际限时 | 今天取，明天达，最迟截单 18:00 |

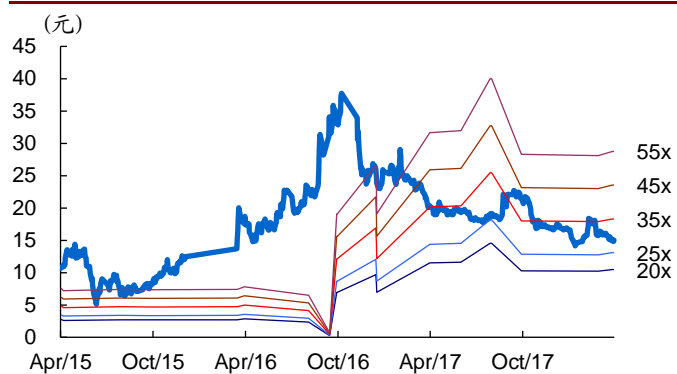
资料来源: 公司资料

4、维持“强烈推荐-A”评级

我们预测公司 18/19/20 年 EPS 分别为 0.67/0.81/0.97 元，对应当前股价 PE 22.3/18.5/15.5 X。17 年，全国快递件量同比增长 28%，低于年初市场预计的 35%。由于增速低于预期，除“双十一”季节性行情外，快递板块 17 年整体处于估值消化，但即期估值已经较为合理（PEG 接近 1）。虽然 Q1 是快递行业淡季，但短期增速回升缓解市场悲观预期，板块投资窗口来临；圆通经过一年的休整，负面因素持续出清，维持“强烈推荐-A”评级。

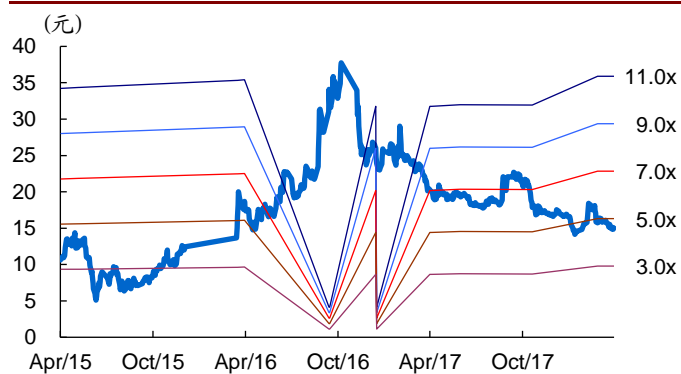
5、风险提示：电商 GMV 增速快速下滑、价格战

图 4: 圆通速递历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 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 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 6573 | 6912 | 7225 | 9018 | 11704 |
| 现金 | 1617 | 4174 | 3693 | 4625 | 6428 |
| 交易性投资 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 189 | 1111 | 1433 | 1781 | 2140 |
| 其它应收款 | 249 | 351 | 453 | 563 | 676 |
| 存货 | 32 | 45 | 58 | 73 | 88 |
| 其他 | 4485 | 1231 | 1588 | 1975 | 2372 |
| 非流动资产 | 4595 | 7231 | 8681 | 9534 | 9838 |
| 长期股权投资 | 0 | 220 | 220 | 220 | 220 |
| 固定资产 | 2078 | 2940 | 4607 | 5655 | 6136 |
| 无形资产 | 1565 | 1855 | 1669 | 1502 | 1352 |
| 其他 | 952 | 2217 | 2185 | 2156 | 2131 |
| 资产总计 | 11168 | 14143 | 15906 | 18552 | 21542 |
| 流动负债 | 2921 | 4464 | 4638 | 5555 | 6483 |
| 短期借款 | 0 | 657 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1537 | 2053 | 2649 | 3306 | 3970 |
| 预收账款 | 609 | 814 | 1050 | 1311 | 1574 |
| 其他 | 774 | 940 | 939 | 939 | 939 |
| 长期负债 | 42 | 316 | 316 | 316 | 316 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 42 | 316 | 316 | 316 | 316 |
| 负债合计 | 2963 | 4780 | 4955 | 5871 | 6800 |
| 股本 | 373 | 377 | 377 | 377 | 377 |
| 资本公积金 | 5904 | 5902 | 5902 | 5902 | 5902 |
| 留存收益 | 1928 | 2940 | 4524 | 6246 | 8300 |
| 少数股东权益 | 0 | 144 | 149 | 156 | 164 |
| 归属于母公司所有者权益 | 8205 | 9219 | 10803 | 12525 | 14579 |
| 负债及权益合计 | 11168 | 14143 | 15906 | 18552 | 21542 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------------|-------------|--------------|------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 1879 | 1556 | 2279 | 2770 | 3249 |
| 净利润 | 1372 | 1431 | 1894 | 2290 | 2742 |
| 折旧摊销 | 255 | 323 | 550 | 648 | 695 |
| 财务费用 | 1 | 13 | (12) | (33) | (44) |
| 投资收益 | (33) | (197) | (197) | (197) | (197) |
| 营运资金变动 | 287 | (14) | 39 | 56 | 45 |
| 其它 | (3) | 0 | 6 | 7 | 8 |
| 投资活动现金流 | (3857) | 834 | (2000) | (1500) | (1000) |
| 资本支出 | (1613) | (1714) | (2000) | (1500) | (1000) |
| 其他投资 | (2244) | 2549 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 3077 | (607) | (759) | (338) | (446) |
| 借款变动 | (400) | (668) | (658) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 111 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3292 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (423) | (310) | (568) | (687) |
| 其他 | 74 | 481 | 209 | 230 | 241 |
| 现金净增加额 | 1099 | 1783 | (481) | 933 | 1803 |

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 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 16818 | 19982 | 25774 | 32047 | 38490 |
| 营业成本 | 14538 | 17637 | 22756 | 28396 | 34105 |
| 营业税金及附加 | 45 | 50 | 65 | 81 | 97 |
| 营业费用 | 76 | 53 | 55 | 58 | 61 |
| 管理费用 | 461 | 616 | 708 | 814 | 936 |
| 财务费用 | (12) | (23) | (12) | (33) | (44) |
| 资产减值损失 | 4 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 33 | 197 | 197 | 197 | 197 |
| 营业利润 | 1740 | 1826 | 2398 | 2928 | 3532 |
| 营业外收入 | 101 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 营业外支出 | 13 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 利润总额 | 1828 | 1894 | 2467 | 2997 | 3600 |
| 所得税 | 456 | 459 | 567 | 700 | 851 |
| 净利润 | 1372 | 1435 | 1899 | 2297 | 2749 |
| 少数股东损益 | (0) | 4 | 6 | 7 | 8 |
| 归属于母公司净利润 | 1372 | 1431 | 1894 | 2290 | 2742 |
| EPS (元) | 0.49 | 0.51 | 0.67 | 0.81 | 0.97 |

主要财务比率

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 39% | 19% | 29% | 24% | 20% |
| 营业利润 | 75% | 5% | 31% | 22% | 21% |
| 净利润 | 91% | 4% | 32% | 21% | 20% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 13.6% | 11.7% | 11.7% | 11.4% | 11.4% |
| 净利率 | 8.2% | 7.2% | 7.3% | 7.1% | 7.1% |
| ROE | 16.7% | 15.5% | 17.5% | 18.3% | 18.8% |
| ROIC | 15.7% | 13.1% | 16.3% | 17.1% | 17.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 26.5% | 33.8% | 31.1% | 31.6% | 31.6% |
| 净负债比率 | 0.0% | 4.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 2.3 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.8 |
| 速动比率 | 2.2 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.5 | 1.4 | 1.6 | 1.7 | 1.8 |
| 存货周转率 | 525.6 | 454.4 | 438.9 | 432.4 | 425.1 |
| 应收帐款周转率 | 93.7 | 30.7 | 20.3 | 19.9 | 19.6 |
| 应付帐款周转率 | 10.5 | 9.8 | 9.7 | 9.5 | 9.4 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.49 | 0.51 | 0.67 | 0.81 | 0.97 |
| 每股经营现金 | 0.67 | 0.55 | 0.81 | 0.98 | 1.15 |
| 每股净资产 | 2.91 | 3.27 | 3.83 | 4.44 | 5.17 |
| 每股股利 | 0.15 | 0.11 | 0.20 | 0.24 | 0.29 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 30.9 | 29.6 | 22.3 | 18.5 | 15.5 |
| PB | 5.2 | 4.6 | 3.9 | 3.4 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 17.7 | 16.6 | 11.4 | 9.5 | 8.1 |

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。

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。