

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 16.78  
合理价格区间(元): 18.00~20.00

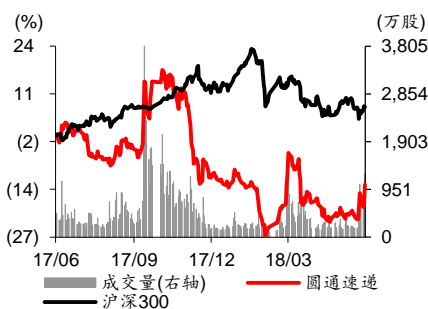
**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

**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): 行业高景气与并购共助收入反弹》2018.04
- 2《圆通速递(600233,增持): 加大干线投入, 重回增长之路》2018.03
- 3《圆通速递(600233,中性): 复苏持续, 虽慢弥坚》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 中标香港机场, 圆通助菜鸟起航

### 圆通速递(600233)

#### 圆通作为重要合作方参与菜鸟智慧物流骨干网的国际化布局

6月6日圆通公告, 公司与菜鸟、中国航空三家各自的子公司共同组建的青鹮投资管理联合体收到香港机场管理局中标通知, 成功中标了香港国际机场高端物流中心发展项目。对此, 我们认为: 1) 阿里及菜鸟网络的投资建设进入高峰期, 其参股企业板块划分、体系脉络渐清晰, 圆通有望在其中作为高端国际物流主体, 受益于未来阿里系电商国际化布局 and 高端需求上升; 2) 考虑到阿里近期战略投资中通、联合通达系等快递增资菜鸟驿站, 及本次中标香港机场高端物流中心, 其对行业影响力加深, 有望减轻快递价格战担忧。上调目标价至 18.0-20.0 元, 维持“增持”。

#### 菜鸟牵头香港高端航空物流中心, 国际化进程加速

本次中标人是由菜鸟、国航母公司、圆通三家的全资子公司分别按照 51%、35% 及 14% 的拟投资比例组成的投标联合体。中标项目是香港国际机场内南货运管理区内的过路湾区域, 涉及土地面积共 5.3 万平方米, 拟规划建设多层现代化空运物流中心, 预计总楼面面积达 38 万平方米, 总投资金额约 120 亿港元。考虑到香港作为较便利的进出口口, 我们认为该项目建成后将对圆通国际业务、航空业务有较明显拉动作用。

#### 菜鸟参股板块渐成体系, 智慧物流骨干网协同效应可期

我们认为, 菜鸟自 2013 年成立以来, 在数据、仓储、落地配、快递、末端等各方面“骨干”逐渐清晰: 数据方面, 通过电子面单实现快递信息数据化、标准化, 并积累大数据; 仓储方面, 通过投资心怡、北领等公司以及发展标准化的商家仓、协同仓实现全国的现代化仓储能力; 仓配模式的配送方面则整合了万象、晟邦、黄马甲等落地配公司, 成立“喵递”; 末端方面, 菜鸟驿站获得各大快递企业增资; 快递方面, 入股中通、百世、圆通, 其中中通具备规模、成本优势, 百世具备供应链、仓配能力, 圆通则在航空、国际化方面领先。智慧物流骨干网各板块间协同效应将有望显现。

#### 投资持续落地, 行业影响力显现, 缓解价格战担忧

近期, 菜鸟投资持续落地, 包括战略入股中通、增资菜鸟驿站及本次中标香港机场物流中心项目, 其在物流行业影响力逐渐由幕后走向台前。一方面, 菜鸟物流能力的提升有助于阿里电商业务保持持续竞争力, 物流体验的提升、国际物流能力的建成有望帮助其在国内领先的同时加快海外市场拓展。另一方面, 阿里及菜鸟通过投资加强对行业影响力, 有望缓解市场对快递价格恶性竞争的担忧, 提升相关企业估值。

#### 上调目标价, 维持“增持”

2018/06/06 可比公司平均 PE 估值由前次的 29.1X (2018/04/24) 上升至 32.6X, 继续维持圆通 0%-10% 的估值折价, 对应 2018E 的 PE29.3X-32.6X, 对应目标价上调至 18.0-20.0 元 (前值 16.1-17.9 元), 维持“增持”。

风险提示: 菜鸟对公司战略、投资、业务规模、利润水平产生控制, 未来发展缺乏独立性; 行业爆发激烈价格战。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,831
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)	47,500
总资产 (百万元)	13,648
每股净资产 (元)	3.40

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)	34.62	32.81	27.28	25.39	21.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

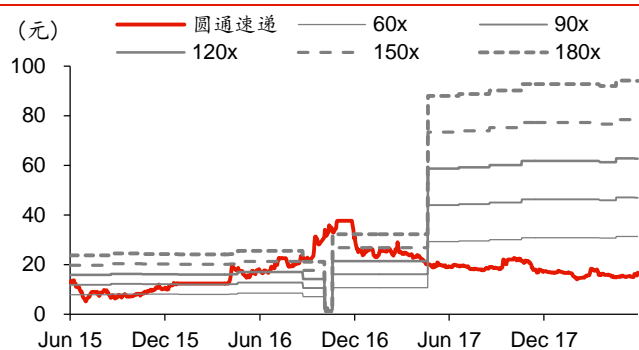
图表1：可比公司 PE 估值（2018/06/06 收盘价，其中中通为华泰证券预测，其他为 Wind 一致预期）

证券简称	总市值 (百万元)	市盈率 PE (X)		
		TTM	18E	19E
002352.SZ 顺丰控股	213,352.1	42.7	40.7	33.7
002120.SZ 韵达股份	79,458.1	46.4	37.0	29.0
002468.SZ 申通快递	36,234.1	23.5	19.3	15.8
603056.SH 德邦股份	29,001.6	38.0	41.9	33.1
ZTO 中通快递	93,212.4	28.4	24.1	19.8
平均			32.6	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

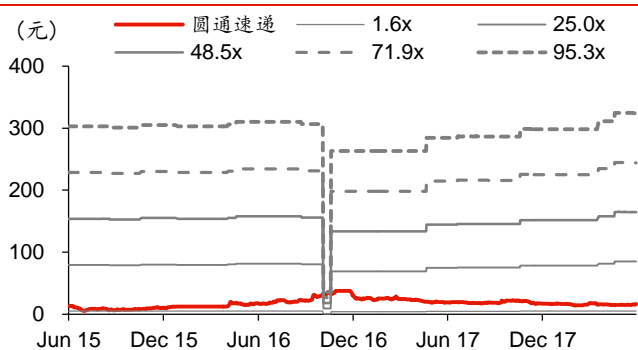
**PE/PB - Bands**

图表2：圆通速递历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：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
归属母公司股东权益	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)	34.62	32.81	27.28	25.39	21.21
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：91320000704041011J。

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