

## 圆通速递 (600233)

## 四季度盈利或将增长超 40%

	皇甫晓晗 (分析师)	郑武 (分析师)
	0755-23976795	0755-23976528
	huangfuxiaohan@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880518070005	S0880514030002

## 本报告导读:

四季度或将成为市场对圆通速递盈利预期改善的分水岭,核心原因是成本下行的加速与旺季定价策略的改善。

## 投资要点:

- **维持目标价 14.36 元, 重申增持评级。** 圆通速递 2018 年成本下行或将提速,原因在于对车辆、自动化设备的投入,以及对加盟商和定价的精细化管理逐见成效。圆通战略储备充足,若盈利弹性释放,将大幅改善市场线性外推的预期。我们维持 2018-20 年 EPS 0.65/0.79/0.90 元的预测,维持目标价 14.36 元,重申增持评级。
- **四季度成本下行趋势或提速。** 公司上半年大幅投资自有车辆 6.3 亿元,单件运输成本已从 2017 年的 0.93 元逐季下降至 2018 第三季度的 0.78 元。三季度,公司快速布局了约 20 套自动化分拣设备,9 月底自动化设备共超过 30 套。这些投资,对旺季的成本改善将尤为显著。我们预计公司四季度成本同比将进一步下降,与同行的差距渐小。
- **加盟商精细化管理,旺季定价策略改善。** 公司对加盟商的分拆逐步精细,加盟商数量从 2016 年底的 2593 家上升到了 2018 上半年的 3281 家,单加盟商业务量已达到通达系中最低。下半年上线的新 CRM 系统,为公司优化了旺季定价策略,预计四季度收入端也将迎来改善。
- **口径问题带来误读,盈利弹性或超预期。** 公司 7 月份开始调整网点间结算口径,可比口径价格表现实际优于同行。我们认为,公司对长短期资产的投入、对管理的精细化改善,不仅在价格波动有限的前提下使市场份额回升,也将会在旺季体现出超预期的盈利弹性。
- **风险提示。** 行业增速骤降;行业竞争急速加剧;网点出现不稳定因素;与阿里巴巴的关系产生突变;竞争格局出现意外变化。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,818	19,982	28,389	32,705	36,852
(+/-)%	1753%	19%	42%	15%	13%
经营利润 (EBIT)	1,699	1,626	2,308	2,750	3,152
(+/-)%	4188%	-4%	42%	19%	15%
净利润 (归母)	1,372	1,443	1,828	2,238	2,553
(+/-)%	2939%	5%	27%	22%	14%
每股净收益 (元)	0.48	0.51	0.65	0.79	0.90
每股股利 (元)	0.15	0.11	0.14	0.17	0.19

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	10.1%	8.1%	8.1%	8.4%	8.6%
净资产收益率 (%)	16.7%	15.6%	17.2%	18.0%	17.7%
投入资本回报率 (%)	15.5%	12.6%	16.6%	17.4%	18.5%
EV/EBITDA	15.6	16.0	11.6	10.1	9.2
市盈率	21.6	20.6	16.2	13.3	11.6
股息率 (%)	1.4%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.36**

上次预测: 14.36

当前价格: 10.48

2018.12.05

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.59-18.77
总市值 (百万元)	29,666
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,831/783
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	28%
日均成交量 (百万股)	6.50
日均成交值 (百万元)	73.67

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,299
每股净资产	3.64
市净率	2.9
净负债率	-7.08%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.10	0.11
Q2	0.15	0.17
Q3	0.13	0.16
Q4	0.14	0.21
全年	0.51	0.65

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-10%	-39%
相对指数	-7%	-7%	-20%

## 相关报告

《份额提升, 成本下行》2018.10.26

《放下成见, 静观其变》2018.10.22

行业报告《电商快递的春秋与战国》

行业报告《时效城配崛起, 快递版图重绘》

模型更新时间: 2018.12.05

**股票研究**

工业  
运输

**圆通速递 (600233)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **14.36**

上次预测: 14.36

**当前价格:** 10.48

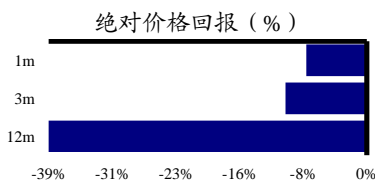
公司网址

www.yto.net.cn

**公司简介**

公司是国内领先的综合性快递物流运营商,以快递服务为核心,并围绕客户需求提供代收货款、仓配一体等物流延伸服务。

经过多年的发展,公司在业务规模、网络覆盖率、运营效率、公众满意度及服务质量等方面均位居行业前列,是国内核心竞争力和综合实力最强的速递企业之一。

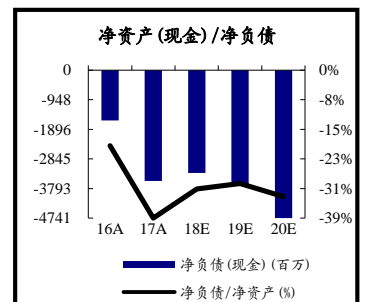
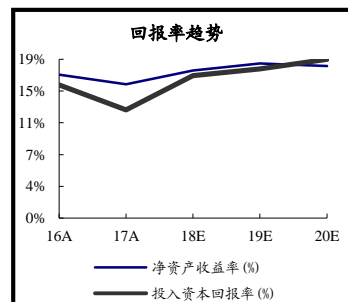
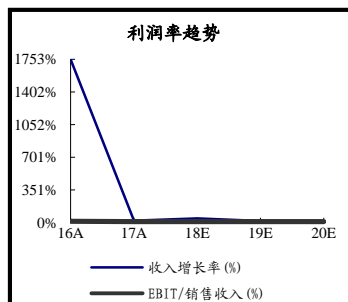


52 周价格范围 9.59-18.77

市值 (百万) 29,666

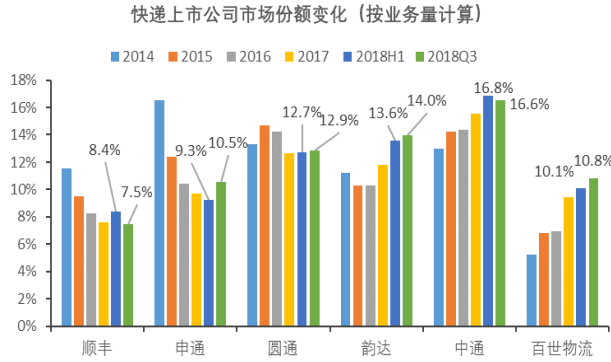
**财务预测 (单位: 百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>损益表</b>					
营业收入	16,818	19,982	28,389	32,705	36,852
营业成本	14,538	17,637	24,580	28,227	31,753
税金及附加	45	50	91	105	118
销售费用	76	53	75	86	97
管理费用	461	616	1,334	1,537	1,732
EBIT	1,699	1,626	2,308	2,750	3,152
公允价值变动收益	0	0	14	16	23
投资收益	33	197	90	190	200
财务费用	-12	-23	-8	-12	-20
营业利润	1,828	1,906	2,467	3,013	3,433
所得税	456	459	594	726	827
少数股东损益	0	4	44	48	53
净利润	1,372	1,443	1,828	2,238	2,553
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,617	4,210	3,894	5,559	7,609
其他流动资产	4,485	1,195	1,698	1,956	2,204
长期投资	0	220	220	220	220
固定资产合计	2,731	3,655	5,886	7,593	8,853
无形及其他资产	1,865	3,356	3,282	3,208	3,134
资产合计	11,168	14,143	17,120	21,000	24,797
流动负债	2,921	4,464	5,972	6,760	7,538
非流动负债	42	316	316	1,616	2,591
股东权益	8,205	9,219	10,653	12,408	14,410
投入资本(IC)	8,205	9,764	10,537	11,965	12,934
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	1,275	1,234	1,750	2,086	2,393
折旧与摊销	207	270	302	381	381
流动资金增量	-1,606	2,228	451	202	215
资本支出	-1,586	-1,712	-2,500	-2,032	-1,586
自由现金流	-1,710	2,021	3	639	1,403
经营现金流	-24	3,966	2,636	2,880	3,211
投资现金流	176	-1,398	-2,500	-2,032	-1,586
融资现金流	1,138	-11	-453	817	424
现金流净增加额	1,290	2,557	-317	1,666	2,049
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	1752.6%	18.8%	42.1%	15.2%	12.7%
EBIT 增长率	4187.5%	-4.3%	41.9%	19.1%	14.6%
净利润增长率	2939.0%	5.2%	26.7%	22.4%	14.0%
利润率					
毛利率	13.6%	11.7%	13.4%	13.7%	13.8%
EBIT 率	10.1%	8.1%	8.1%	8.4%	8.6%
净利润率	8.2%	7.2%	6.4%	6.8%	6.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	16.7%	15.6%	17.2%	18.0%	17.7%
总资产收益率(ROA)	12.3%	10.2%	10.7%	10.7%	10.3%
投入资本回报率(ROIC)	15.5%	12.6%	16.6%	17.4%	18.5%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	4	1	1	1	1
应收账款周转天数	10	27	27	27	27
总资产周转天数	138	231	201	213	227
净利润现金含量	-0.02	2.75	1.44	1.29	1.26
资本支出/收入		6%	9%	6%	4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.5%	33.8%	36.7%	39.9%	40.8%
净负债率	-19.7%	-38.5%	-30.9%	-29.5%	-32.9%
<b>估值比率</b>					
PE	21.6	20.6	16.2	13.3	11.6
PB	3.6	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	15.6	16.0	11.6	10.1	9.2
P/S	1.8	1.5	1.0	0.9	0.8
股息率	1.4%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%



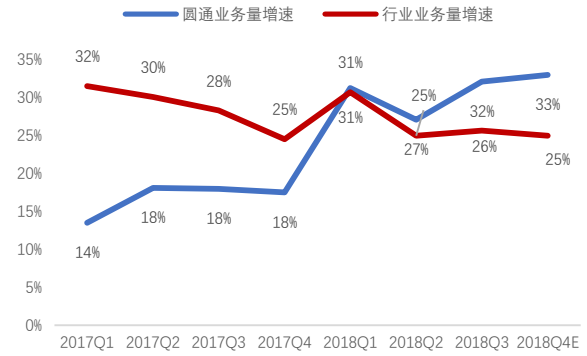
附录:

图 1: 快递上市公司市场份额变化 (按业务量计算)



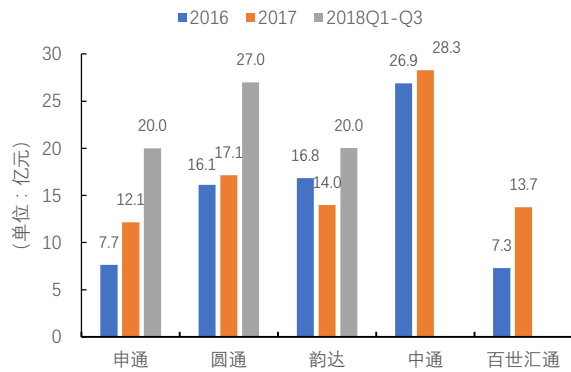
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 圆通业务量增速逐渐恢复, 超越行业增速



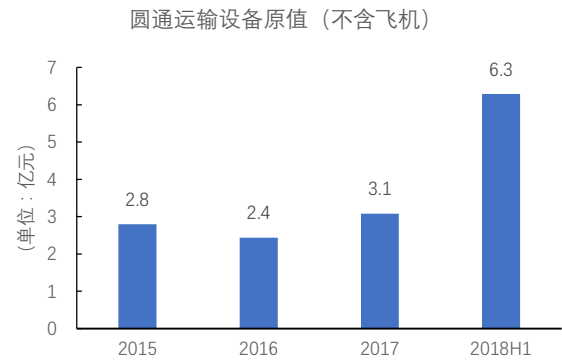
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 构建固定资产、无形资产、和其他长期资产支付的现金



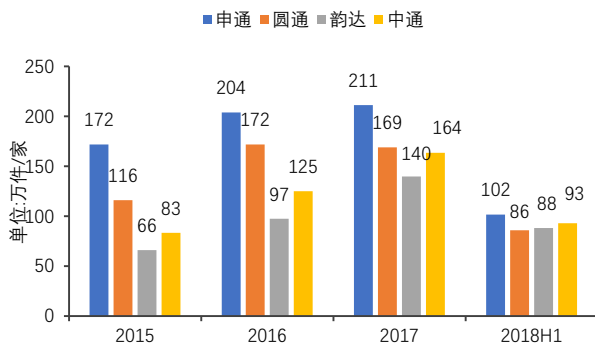
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 圆通车辆购置 2018 年迅速增加



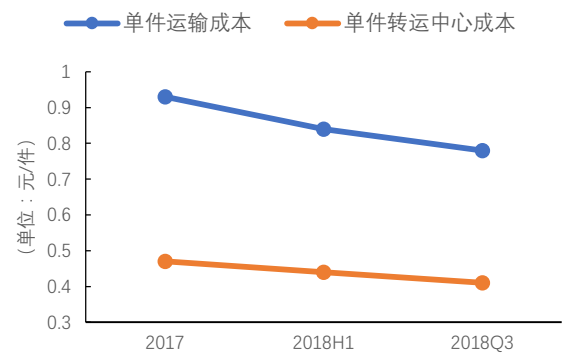
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 5: 圆通单加盟商业业务量已是通达系中最低



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: 估算圆通单件运输成本与单件转运中心成本持续下行



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		