

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 12.91
合理价格区间(元): 13.95~16.15

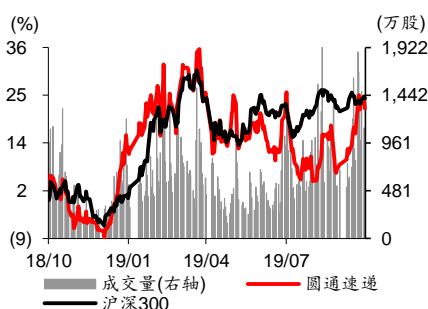
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 021-28972077
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1 《圆通速递(600233 SH,增持): 件量增速回升, 估值低于同业》2019.08
- 2 《圆通速递(600233,增持): 盈利稳步增长, 维持“增持”评级》2019.04
- 3 《圆通速递(600233,增持): 成本持续改善, 年报超预期》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

件量盈利增速同步回升

圆通速递(600233)

件量盈利增速同步回升, 维持“增持”评级

前三季度, 公司实现收入 216.16 亿元, 同比增长 16.1%; 归母净利润 137.65 亿元, 同比增长 9.8%, 扣非后归母净利润 13.41 亿元, 同比增长 11.3%。三季度净利润为 5.12 亿元, 高于我们预期的 4.90 亿元。公司四季度业绩仍有超预期可能, 我们上调公司净利润预测, 并根据最新股本调整 EPS 预测至 0.73/0.86/0.99 元 (前值 0.71/0.84/0.98 元), 对应当前股价 17.6/15.0/13.0X PE; 给予公司 19 年 19-22X PE (行业估值折价 19%-7%), 调整目标价区间至 13.95-16.15 元, 维持“增持”评级。

三季度件量增速逆势回升, 单票毛利净利好于预期

3Q19, 行业件量同比增长 27.6% (1Q/2Q 分别为 22.5%/28.4%), 公司件量增速逆势提升至 44.1% (1Q/2Q 分别为 39.6%/32.1%); 实现收入 76.63 亿元 (+16.9%), 毛利 9.76 亿元 (+13.6%), 毛利率 12.7% (-0.4pct), 归母净利润 5.14 亿元 (+13.5%), 高于我们预期的 4.90 亿元, 扣非后归母净利润 5.12 亿元 (+17.4%)。虽然三季度公司价格策略较为激进, 但通过内部挖潜和规模效应, 成本持续下降, 我们测算三季度公司单票快递毛利为 0.37 元 (1Q/2Q 为 0.40/0.39 元), 单票扣非净利 0.22 元 (1Q/2Q 为 0.21/0.22 元), 表现均好于我们预期。

预计四季度行业件量增速 25%, 圆通件量增速维持 40%+

根据邮政局安监口径数据, 10 月 1-7 日, 全国邮政行业揽收/投递包裹 9.88/9.44 亿件, 同比分别+23%/+21%。我们预计 10 月和四季度行业件量增速均回落至 25% 左右 (邮政局对 10 月件量增速指引 27%)。今年二季度, 管理层调整和派费下调对公司经营产生冲击 (5 月件量增速仅为 28%)。但通过二季度调整, 服务品质和成本效率持续改善, 公司件量增速从 7 月起回升至 40% 以上; 三季报表明成本改善较好应对市场竞争冲击, 旺季跟随中通提价彰显管理层信心。我们预计圆通四季度仍能维持 40%+ 件量增速, 且盈利有超预期可能。

四季度业绩有超预期可能, 维持“增持”评级

公司三季报表现超预期, 旺季提价叠加件量高增长, 四季度业绩仍有超预期可能, 我们上调公司净利润预测, 并根据最新股本调整 EPS 预测至 0.73/0.86/0.99 元 (前值 0.71/0.84/0.98 元), 对应当前股价 17.6/15.0/13.0X PE。可比公司对应 19 年 Wind 一致预期 PE 中值 23.6X; 市场对公司件量和盈利改善持续性存担忧, 我们给予公司 19 年 19-22X PE (行业估值折价 19%-7%), 调整目标价区间至 13.95-16.15 元 (前值 12.11-13.54), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,843
流通 A 股 (百万股)	2,834
52 周内股价区间 (元)	9.81-14.58
总市值 (百万元)	36,705
总资产 (百万元)	20,868
每股净资产 (元)	4.43

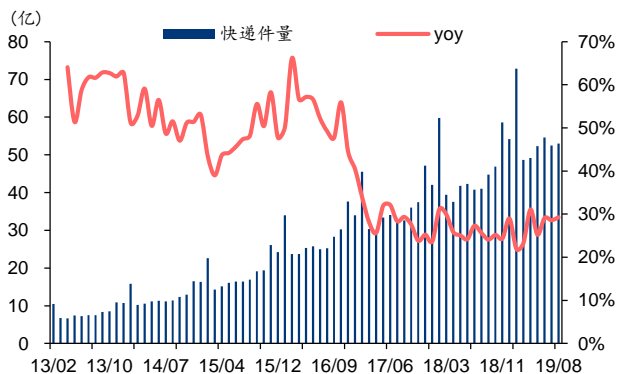
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19,982	27,465	35,497	43,828	53,381
+/-%	18.82	37.45	29.24	23.47	21.80
归属母公司净利润 (百万元)	1,443	1,904	2,087	2,442	2,821
+/-%	5.16	31.97	9.61	17.03	15.52
EPS (元, 最新摊薄)	0.51	0.67	0.73	0.86	0.99
PE (倍)	25.44	19.28	17.59	15.03	13.01

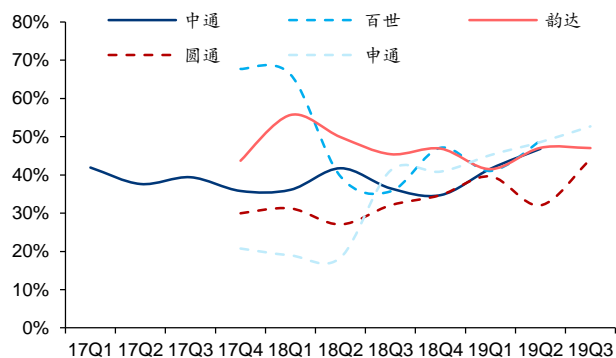
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 规模以上快递企业件量增速



注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 四通一达件量增速对比



资料来源: 邮政局、公司公告、华泰证券研究所

图表3: “四通一达”单票毛利净利对比

		16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
单票	中通	0.78	0.62	0.75	0.74	0.67	0.64	0.68	0.63	0.57	0.55	0.57	
毛利	百世	(0.11)	(0.14)	0.12	0.13	0.15	0.03	0.18	0.16	0.17	0.09	0.13	
	韵达		0.67	0.69	0.63	0.52	0.55	0.61	0.54	0.56	0.60		
	圆通	0.51	0.45	0.50	0.50	0.36	0.46	0.50	0.44	0.47	0.40	0.39	0.37
	申通		0.64	0.64	0.61	0.53	0.58	0.65	0.53	0.45	0.52	0.40	
单票	中通	0.50	0.43	0.49	0.48	0.47	0.42	0.46	0.45	0.42	0.38	0.44	
扣非	百世												
净利	韵达		0.33	0.39	0.35	0.27	0.29	0.34	0.28	0.34	0.29		
	圆通	0.32	0.27	0.31	0.29	0.22	0.24	0.28	0.25	0.27	0.21	0.22	0.22
	申通		0.39	0.42	0.39	0.25	0.38	0.42	0.32	0.26	0.29	0.24	

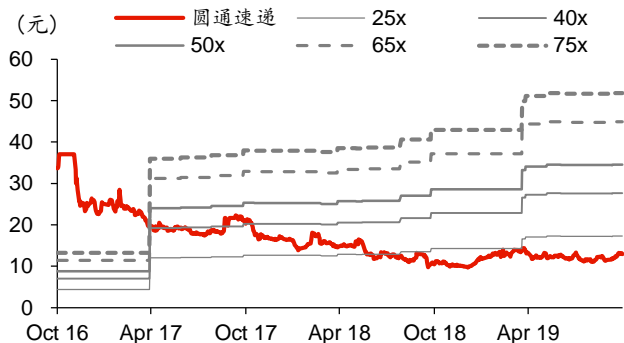
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 注: 剔除韵达快运/圆通国际, 中通净利润调整为25%税率)

图表4: 可比快递企业估值对比 (2019.10.29)

代码	简称	股价	EPS				PE				PEG (MRQ)	PB	市值 (亿)
			18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E			
002352.SZ	顺丰控股	40.25	0.73	1.28	1.54	1.80	54.8	31.4	26.2	22.3	1.57	4.56	1812
002468.SZ	申通快递	22.46	0.73	1.26	1.49	1.77	30.6	17.8	15.1	12.7	0.90	4.06	348
002120.SZ	韵达股份	34.55	1.27	1.27	1.55	1.87	27.2	27.1	22.3	18.5	1.97	6.71	810
603056.SH	德邦股份	13.49	0.48	0.68	0.86	1.19	28.1	20.0	15.6	11.4	0.80	3.35	131
快递物流							29.4	23.6	19.0	15.6	1.23	4.31	3,102

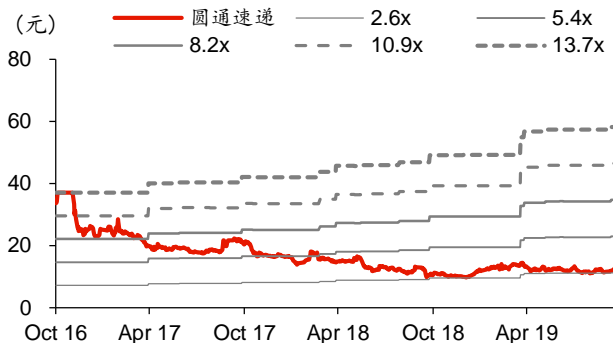
注: 2018年EPS为扣非口径, 个股盈利预测/估值均为Wind一致预期值, 行业指标为个股中值
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 圆通速递历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,912	8,804	9,916	11,721	14,203
现金	4,174	4,061	3,781	4,143	4,972
应收账款	1,111	1,397	1,806	2,230	2,716
其他应收账款	350.99	450.03	581.64	718.15	874.68
预付账款	122.77	165.07	217.63	270.49	331.43
存货	45.28	61.48	81.06	100.75	123.45
其他流动资产	1,109	2,669	3,449	4,258	5,186
非流动资产	7,231	11,164	12,807	14,308	15,679
长期投资	219.64	311.23	311.23	311.23	311.23
固定投资	2,940	5,313	7,233	8,983	10,579
无形资产	1,855	2,351	2,115	1,904	1,714
其他非流动资产	2,217	3,189	3,148	3,110	3,076
资产总计	14,143	19,969	22,724	26,029	29,883
流动负债	4,464	4,815	5,770	7,062	8,598
短期借款	656.89	165.64	0.00	165.25	401.86
应付账款	2,053	2,373	3,129	3,889	4,765
其他流动负债	1,754	2,276	2,641	3,008	3,432
非流动负债	316.30	3,360	3,360	3,360	3,360
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	316.30	3,360	3,360	3,360	3,360
负债合计	4,780	8,175	9,129	10,422	11,958
少数股东权益	143.57	294.46	324.83	360.37	401.43
股本	376.92	380.09	381.43	381.43	381.43
资本公积	5,902	5,933	6,038	6,038	6,038
留存公积	2,940	5,187	6,849	8,827	11,104
归属母公司股东权益	9,219	11,499	13,269	15,247	17,524
负债和股东权益	14,143	19,969	22,724	26,029	29,883

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,556	2,336	2,653	3,111	3,578
净利润	1,443	1,904	2,087	2,442	2,821
折旧摊销	323.46	534.47	857.14	999.13	1,129
财务费用	12.67	28.49	35.63	34.39	26.57
投资损失	(197.14)	(85.33)	(85.23)	(85.23)	(85.23)
营运资金变动	(52.30)	(50.46)	(271.98)	(315.05)	(355.02)
其他经营现金	27.01	4.85	30.37	35.54	41.05
投资活动现金	834.27	(5,361)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
资本支出	1,714	3,483	2,500	2,500	2,500
长期投资	(3,004)	1,010	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(455.32)	(868.94)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(607.23)	3,685	(433.38)	(248.99)	(249.01)
短期借款	(668.71)	812.79	(165.64)	165.25	236.61
长期借款	1.04	(0.89)	(0.15)	0.00	0.00
普通股增加	4.25	3.17	1.35	0.00	0.00
资本公积增加	(2.07)	30.59	105.76	0.00	0.00
其他筹资现金	58.27	2,840	(374.70)	(414.24)	(485.62)
现金净增加额	1,783	659.83	(280.44)	362.19	828.64

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,982	27,465	35,497	43,828	53,381
营业成本	17,637	23,834	31,423	39,057	47,856
营业税金及附加	50.43	83.30	107.66	132.92	161.90
营业费用	52.81	45.20	47.46	49.83	52.32
管理费用	615.56	1,066	1,226	1,410	1,622
财务费用	(23.06)	(18.49)	35.63	34.39	26.57
资产减值损失	20.62	48.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
投资净收益	197.14	85.33	85.33	85.33	85.33
营业利润	1,826	2,491	2,742	3,229	3,748
营业外收入	106.80	117.76	117.76	117.76	117.76
营业外支出	26.22	29.44	29.44	29.44	29.44
利润总额	1,906	2,579	2,830	3,317	3,836
所得税	459.35	647.44	712.56	838.99	973.82
净利润	1,447	1,932	2,117	2,478	2,862
少数股东损益	4.16	27.71	30.37	35.54	41.05
归属母公司净利润	1,443	1,904	2,087	2,442	2,821
EBITDA	2,024	2,854	3,634	4,262	4,903
EPS (元, 基本)	0.51	0.67	0.73	0.86	0.99

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.82	37.45	29.24	23.47	21.80
营业利润	4.95	36.44	10.07	17.76	16.08
归属母公司净利润	5.16	31.97	9.61	17.03	15.52
获利能力 (%)					
毛利率	11.73	13.22	11.48	10.89	10.35
净利率	7.22	6.93	5.88	5.57	5.29
ROE	15.65	16.56	15.73	16.02	16.10
ROIC	13.15	15.31	15.13	15.32	15.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.80	40.94	40.18	40.04	40.02
净负债比率 (%)	4.65	0.83	0	0.63	1.34
流动比率	1.55	1.83	1.72	1.66	1.65
速动比率	1.54	1.82	1.70	1.65	1.64
营运能力					
总资产周转率	1.41	1.38	1.56	1.68	1.79
应收账款周转率	30.74	21.90	22.16	21.72	21.59
应付账款周转率	9.82	10.77	11.42	11.13	11.06
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.67	0.73	0.86	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.82	0.93	1.09	1.26
每股净资产(最新摊薄)	3.24	4.04	4.67	5.36	6.16
估值比率					
PE (倍)	25.44	19.28	17.59	15.03	13.01
PB (倍)	3.98	3.19	2.77	2.41	2.09
EV_EBITDA (倍)	17.09	12.12	9.52	8.12	7.05

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：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 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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