

质量双升，加速拓展产业链的领跑者

投资要点

- **事件：**公司发布2017年半年度报告。2017上半年实现营业收入43.1亿元，同比增长43.2%；归母净利润7.5亿元，同比增长41%；扣非后归母净利润7.2亿元，同比增长42.3%。Q2单季营收24.2亿元，同比增长43.6%，实现归母净利润4.7亿元，同比增长44.6%，实现扣非后归母净利润4.5亿元。Q2营收、归母净利润以及扣非后归母净利润情况均更好于Q1。
- **快递业务量增速和收入增速显著高于行业水平，有效申诉率行业领先，重量也重质。**国家邮政局统计数据显示，今年上半年全国快递业务量为173.2亿件，同比增长30.7%，全国快递业务收入为2181.2亿，同比增长27.2%。报告期内，公司完成业务量19.67亿件，同比增长44.3%，公司快递业务收入达到3.9亿，同比增长37.6%，业务量增速和收入增速都显著高于行业水平。公司快递业务收入同比大增主要是由于公司中转费业务增长幅度较大，报告期内中转费收入为2.4亿，同比大增53.7%。报告期间，公司有效申诉率连续6个月远低于行业可比公司平均水平，说明公司在业务量和盈利大幅增长的同时，也非常注重品质的提升，做到了质量双升。
- **全网发力，继续推进“向西向下向外”工程，拟募资45亿投入强转运中心等项目。**报告期间，公司持续推进落实“向西向下向外”工程，“向西”业务体现在新开西部省份县级城市业务，县级以上城市覆盖率已达到95%，报告期内公司西南地区快递收入达到1.2亿元，同比大增137.5%，西北地区快递收入达到6100万，同比大增91.1%；“向下”业务体现在新开1189个乡镇网点，进一步夯实业务发展根基；“向外”业务体现在报告期末，公司加速海外业务布局，已在20个国家或地区开通跨境物流国际业务。报告期内，公司公告拟募资45.17亿元加强转运中心、快递网络运能、供应链智能信息化以及城市快配网等项目建设，此次资金募集到位后预计会极大促进公司业务能力的提升。
- **产业链布局日益优化，发展智能快递柜业务、仓配一体化及云仓业务。**智能快递柜主要是应用于解决快递产业链“最后100米”难题，2017年1月，公司对快递柜龙头企业丰巢科技增资2亿元，成为其第二大股东，以期在智能快递柜业务方面有更多的探索和发展，目前公司与多家智能快递柜公司开展合作，日均投递量可达80万件；报告期内，公司可利用仓库资源达到300余个，面积超过150万平方米，可为客户定制专属化服务。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为1.27元、1.82元、2.38元，对应PE为33倍、23倍、18倍。公司主营业务为快递服务业务，A股上市可比公司有顺丰控股、申通快递、圆通速递等，目前行业估值中枢为31倍左右，但顺丰控股作为行业龙头享受一定龙头溢价，目前估值远高于其他可比公司。除去顺丰控股，2018年圆通速递和申通速递预测的PE值分别为27.10和21.45，平均值在24.3倍左右。考虑到公司上半年业务量增速远高于行业平均水平，市场占有率相对2016年底的10.3%上升到目前的11.4%，故给予2018年28倍估值，对应目标价50.96元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**快递行业增速不及预期，快递行业价格战愈演愈烈、人力成本以及原材料等快递成本持续上升。

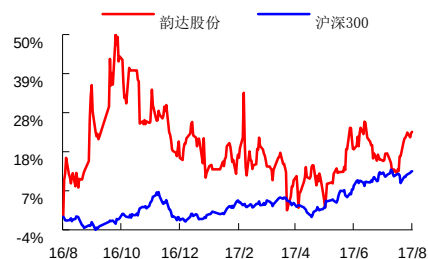
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7349.72	9914.24	12919.45	16073.46
增长率	650.34%	34.89%	30.31%	24.41%
归属母公司净利润(百万元)	1177.22	1549.56	2220.34	2896.16
增长率	2263.06%	31.63%	43.29%	30.44%
每股收益EPS(元)	0.97	1.27	1.82	2.38
净资产收益率ROE	31.47%	30.65%	31.87%	30.74%
PE	44	33	23	18
PB	13.79	10.21	7.41	5.48

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：罗月江
 执业证号：S1250517010001
 电话：021-68413373
 邮箱：lyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.17
流通A股(亿股)	0.97
52周内股价区间(元)	38.65-62.16
总市值(亿元)	517.82
总资产(亿元)	72.20
每股净资产(元)	4.33

相关研究

关键假设：

假设 1：全国快递业务量增速维持在 30% 左右，全国快递业务收入增速维持在 28% 左右的增速；

假设 2：公司面单销售业务毛利率维持在 90% 左右，中转费业务毛利率维持在 -15% 左右，特许业务毛利率维持在 100%，物料销售业务毛利率维持在 28% 左右；

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
面单销售收入	收入	2923.18	3,946.29	5,090.72	6,312.49
	增速	48.3%	35.00%	29.00%	24.00%
	毛利率	95.6%	90.00%	90.00%	90.00%
中转费收入	收入	3894.59	4,985.08	6,231.34	7,477.61
	增速	34.3%	28.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	-18.3%	-18.00%	-15.00%	-14.00%
物料销售收入	收入	318.39	573.10	916.96	1,283.75
	增速	132.5%	80.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	30.6%	28.00%	28.00%	28.00%
特许收入	收入	28.89	40.45	52.58	57.84
	增速	134.7%	40.00%	30.00%	10.00%
	毛利率	100.0%	100.00%	100.00%	100.00%
其他收入	收入	184.66	369.32	627.84	941.77
	增速	481.4%	100.00%	70.00%	50.00%
	毛利率	44.0%	43.00%	42.00%	40.00%
合计	收入	7349.7	9914.2	12919.4	16073.5
	增速	45.4%	34.9%	30.3%	24.4%
	毛利率	31.2%	30.4%	32.7%	33.8%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7349.72	9914.24	12919.45	16073.46	净利润	1181.47	1555.14	2228.34	2906.60
营业成本	5059.83	6900.16	8699.48	10645.09	折旧与摊销	247.95	195.32	195.32	195.32
营业税金及附加	16.89	22.80	29.71	36.97	财务费用	0.87	1.47	1.92	2.39
销售费用	145.79	188.37	255.81	318.25	资产减值损失	10.95	15.00	20.00	25.00
管理费用	515.18	684.08	904.36	1125.14	经营营运资本变动	176.15	81.53	-67.34	-44.59
财务费用	0.87	1.47	1.92	2.39	其他	351.11	-33.51	-40.36	-47.40
资产减值损失	10.95	15.00	20.00	25.00	经营活动现金流净额	1968.49	1814.94	2337.88	3037.31
投资收益	16.83	18.51	20.36	22.40	资本支出	-2110.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-633.82	-43.49	-41.64	-39.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2744.33	-43.49	-41.64	-39.60
营业利润	1617.04	2120.86	3028.53	3943.02	短期借款	-85.86	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-24.07	-24.07	-24.07	-24.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1592.97	2096.79	3004.46	3918.95	股权融资	1427.16	0.00	0.00	0.00
所得税	411.50	541.65	776.12	1012.35	支付股利	0.00	-235.44	-309.91	-444.07
净利润	1181.47	1555.14	2228.34	2906.60	其他	-488.47	30.53	30.08	29.61
少数股东损益	4.24	5.58	8.00	10.44	筹资活动现金流净额	852.84	-204.92	-279.83	-414.45
归属母公司股东净利润	1177.22	1549.56	2220.34	2896.16	现金流量净额	76.57	1566.54	2016.41	2583.25
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	432.65	1999.19	4015.60	6598.85	成长能力				
应收和预付款项	369.54	498.77	648.82	806.52	销售收入增长率	650.34%	34.89%	30.31%	24.41%
存货	25.87	35.27	44.47	54.42	营业利润增长率	1530.34%	31.16%	42.80%	30.20%
其他流动资产	2391.51	3225.97	4203.83	5230.11	净利润增长率	1436.25%	31.63%	43.29%	30.44%
长期股权投资	50.10	50.10	50.10	50.10	EBITDA 增长率	1442.70%	24.21%	39.18%	28.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2436.91	2312.46	2188.00	2063.55	毛利率	31.16%	30.40%	32.66%	33.77%
无形资产和开发支出	650.19	585.86	521.52	457.19	三费率	9.00%	8.81%	8.99%	8.99%
其他非流动资产	352.58	408.05	463.52	518.99	净利率	16.08%	15.69%	17.25%	18.08%
资产总计	6709.34	9115.67	12135.87	15779.73	ROE	31.47%	30.65%	31.87%	30.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.61%	17.06%	18.36%	18.42%
应付和预收款项	2237.60	3043.02	3869.12	4754.98	ROIC	56.00%	42.59%	59.99%	75.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.39%	23.38%	24.97%	25.76%
其他负债	717.44	998.66	1274.33	1569.80	营运能力				
负债合计	2955.04	4041.68	5143.45	6324.78	总资产周转率	1.93	1.25	1.22	1.15
股本	1013.65	1217.25	1217.25	1217.25	固定资产周转率	5.66	4.37	6.02	7.95
资本公积	596.17	392.56	392.56	392.56	应收账款周转率	34.06	32.32	31.84	31.20
留存收益	2123.28	3437.39	5347.82	7799.91	存货周转率	76.01	225.72	218.19	215.30
归属母公司股东权益	3733.09	5047.20	6957.63	9409.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.47%	—	—	—
少数股东权益	21.21	26.79	34.80	45.23	资本结构				
股东权益合计	3754.30	5073.99	6992.42	9454.95	资产负债率	44.04%	44.34%	42.38%	40.08%
负债和股东权益合计	6709.34	9115.67	12135.87	15779.73	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.10	1.45	1.77	2.05
					速动比率	1.09	1.44	1.76	2.04
					股利支付率	0.00%	15.19%	13.96%	15.33%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.27	1.82	2.38
					每股净资产	3.08	4.17	5.74	7.77
					每股经营现金	1.62	1.49	1.92	2.50
					每股股利	0.00	0.19	0.25	0.36
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1865.86	2317.65	3225.77	4140.72					
PE	43.99	33.42	23.32	17.88					
PB	13.79	10.21	7.41	5.48					
PS	7.05	5.22	4.01	3.22					
EV/EBITDA	22.72	21.33	14.68	10.80					
股息率	0.00%	0.45%	0.60%	0.86%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn