

# 圆通速递 (600233.SH) 服装行业

评级：买入 维持评级

公司点评

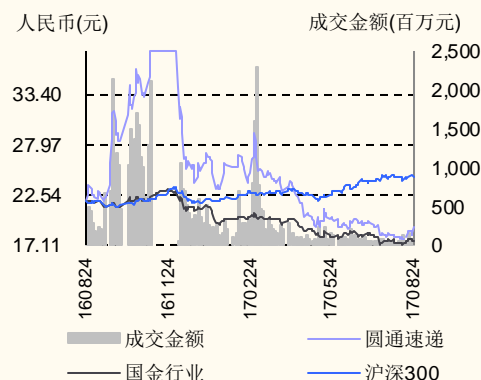
市场价格 (人民币)：19.01 元

## 二季度业务明显好转，股票激励计划彰显公司成长信心

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股 (百万股) | 330.00      |
| 总市值 (百万元)       | 53,631.58   |
| 年内股价最高最低 (元)    | 38.03/17.75 |
| 沪深 300 指数       | 3734.65     |
| 上证指数            | 3271.51     |



### 相关报告

- 《圆通拟收购先达国际，构建国际物流大通道-圆通速递公司点评》，2017.5.10
- 《稳步推进战略布局，未来或将开启新一轮价格战-圆通速递公司点评》，2017.1.23
- 《战略布局唯快不破，定增 85 亿加码主业-圆通速递公司点评》，2016.12.4
- 《业绩有望超预期，毛利率稳步回升-圆通速递公司点评》，2016.10.26
- 《圆通借壳获证监会核准批复，成就民营快递第一股-大杨创世公司点...》，2016.9.14

沙沫

联系人  
(8621)60230253  
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号：S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

### 公司基本情况 (人民币)

| 项目           | 2015   | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|--------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益 (元)   | 0.274  | 0.486    | 0.566    | 0.674    | 0.816    |
| 每股净资产 (元)    | 6.48   | 22.02    | 26.89    | 31.99    | 38.17    |
| 每股经营性现金流 (元) | 0.56   | 4.91     | 8.19     | 7.86     | 9.92     |
| 市盈率 (倍)      | 91.85  | 52.42    | 33.58    | 28.21    | 23.31    |
| 行业优化市盈率 (倍)  | 17.74  | 17.74    | 17.74    | 17.74    | 17.74    |
| 净利润增长率 (%)   | -6.40% | 2938.96% | 16.42%   | 19.02%   | 21.06%   |
| 净资产收益率 (%)   | 4.22%  | 16.72%   | 15.94%   | 15.94%   | 16.18%   |
| 总股本 (百万股)    | 165.00 | 2,821.23 | 2,821.23 | 2,821.23 | 2,821.23 |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

- 8月24日圆通速递公告上半年财报：2017年上半年公司实现营业收入82.11亿元，同比增长10.56%；实现归属上市公司股东净利润6.93亿元，同比增长6.18%。

### 经营分析

- 二季度业务量或恢复常态：**一季度公司受北京网点事件负面报道波及，业务量受到负面影响，进入二季度，公司在业务上积极进行梳理，增加应急机制，二季度业务量水平及业绩有明显提升；一季度营收同比增长6.9%，二季度营收同比增长13.4%。整个上半年公司快递业务量完成22.6亿件，同比增长19.13%，市占率为13%。单件快递收入为3.5元/件，同比下降7.23%；快递业务单件毛利为0.4元/件，同比下降20.6%。我们认为公司为了恢复市场份额，预计在部分区域采取降低价格的策略。上半年整体毛利水平较去年同期下降2.8%，并且销售费用大幅增长31%，但是由于本期公司上市后募集配套资金，导致公司现金增加，本期理财产品收益较去年同期多1亿元，贡献主要利润增速。

- 调整限制性股票激励计划，彰显公司成长信心：**公司拟向核心业务人员、技术人员及骨干员工共计192人推出第一期限制性股票激励计划，股票来源为公司向激励对象定向发行A股普通股，股票数量为450.72万股，占公司股本总额的0.16%，授予价格为每股9.45元，约为现在市场价格的50%；解锁条件为2017年扣非后归母净利润不低于15亿元、2018年不低于17亿元，解锁条件比在借壳上市时承诺的2017-2018年净利润完成13.3及15.6亿元要求更高，彰显公司对于未来业绩实现高增长的信心；另外在个人层面，绩效考核结果档位太低也不得解锁或部分解锁。我们认为该股票激励保障了公司在行业不确定性较大的情况下业绩的稳健增长，可充分调动员工积极性，达到有效约束效果。

### 投资建议

- 预计公司2017-19年EPS为0.57/0.67/0.82元/股。圆通2017年发展战略持续推进；拟收购先达国际，加码国际货代业务，完善国际业务布局；拓展产品层次，丰富产品系列，搭建快运网络体系，推出计时达产品；加强成本管控，增强网络稳定性。推出限制性股票激励计划，彰显公司成长信心。圆通作为行业龙头，极有可能在下轮行业竞争中脱颖而出。给与“买入”评

级。

### 风险提示

- 行业增速不及预期，行业竞争激烈等。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |             |             |                |                |                |                | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |               |               |               |               |
|-----------------------|-------------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2014        | 2015        | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                 | 2014         | 2015         | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>919</b>  | <b>908</b>  | <b>16,818</b>  | <b>21,000</b>  | <b>26,405</b>  | <b>32,997</b>  | 货币资金            | 303          | 327          | 1,617         | 1,945         | 1,971         | 2,785         |
| 增长率                   |             | -1.2%       | 1752.6%        | 24.9%          | 25.7%          | 25.0%          | 应收款项            | 112          | 105          | 438           | 460           | 579           | 723           |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-722</b> | <b>-704</b> | <b>-14,538</b> | <b>-18,251</b> | <b>-22,958</b> | <b>-28,755</b> | 存货              | 308          | 256          | 32            | 40            | 50            | 63            |
| %销售收入                 | 78.5%       | 77.5%       | 86.4%          | 86.9%          | 86.9%          | 87.1%          | 其他流动资产          | 470          | 468          | 4,485         | 3,611         | 3,639         | 3,674         |
| <b>毛利</b>             | <b>197</b>  | <b>204</b>  | <b>2,280</b>   | <b>2,750</b>   | <b>3,446</b>   | <b>4,242</b>   | 流动资产            | 1,193        | 1,155        | 6,573         | 6,055         | 6,239         | 7,245         |
| %销售收入                 | 21.5%       | 22.5%       | 13.6%          | 13.1%          | 13.1%          | 12.9%          | %总资产            | 80.1%        | 75.9%        | 58.9%         | 45.2%         | 38.6%         | 37.0%         |
| 营业税金及附加               | -4          | -6          | -45            | -55            | -69            | -86            | 长期投资            | 99           | 191          | 1             | 2             | 1             | 1             |
| %销售收入                 | 0.4%        | 0.6%        | 0.3%           | 0.3%           | 0.3%           | 0.3%           | 固定资产            | 151          | 138          | 2,731         | 5,005         | 7,158         | 9,192         |
| 营业费用                  | -95         | -102        | -76            | -90            | -111           | -135           | %总资产            | 10.2%        | 9.1%         | 24.5%         | 37.4%         | 44.3%         | 46.9%         |
| %销售收入                 | 10.3%       | 11.3%       | 0.5%           | 0.4%           | 0.4%           | 0.4%           | 无形资产            | 18           | 19           | 1,775         | 2,232         | 2,659         | 3,060         |
| 管理费用                  | -55         | -57         | -461           | -567           | -700           | -858           | 非流动资产           | 296          | 367          | 4,595         | 7,334         | 9,914         | 12,348        |
| %销售收入                 | 6.0%        | 6.2%        | 2.7%           | 2.7%           | 2.7%           | 2.6%           | %总资产            | 19.9%        | 24.1%        | 41.1%         | 54.8%         | 61.4%         | 63.0%         |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>43</b>   | <b>40</b>   | <b>1,699</b>   | <b>2,038</b>   | <b>2,567</b>   | <b>3,163</b>   | <b>资产总计</b>     | <b>1,489</b> | <b>1,523</b> | <b>11,168</b> | <b>13,390</b> | <b>16,153</b> | <b>19,593</b> |
| %销售收入                 | 4.6%        | 4.4%        | 10.1%          | 9.7%           | 9.7%           | 9.6%           | 短期借款            | 8            | 20           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 财务费用                  | 9           | 20          | 12             | -33            | -167           | -240           | 应付款项            | 104          | 79           | 2,500         | 2,882         | 3,625         | 4,537         |
| %销售收入                 | -1.0%       | -2.2%       | -0.1%          | 0.2%           | 0.6%           | 0.7%           | 其他流动负债          | 103          | 112          | 421           | 456           | 573           | 795           |
| 资产减值损失                | -1          | -4          | -4             | 0              | 0              | 0              | 流动负债            | 216          | 212          | 2,921         | 3,338         | 4,198         | 5,331         |
| 公允价值变动收益              | 1           | 1           | 0              | 0              | 0              | 0              | 长期贷款            | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 1             |
| 投资收益                  | 42          | 38          | 33             | 35             | 35             | 35             | 其他长期负债          | 2            | 1            | 42            | 30            | 32            | 35            |
| %税前利润                 | 44.8%       | 39.1%       | 1.8%           | 1.6%           | 1.4%           | 1.1%           | <b>负债</b>       | <b>217</b>   | <b>213</b>   | <b>2,963</b>  | <b>3,367</b>  | <b>4,230</b>  | <b>5,368</b>  |
| 营业利润                  | 94          | 94          | 1,740          | 2,040          | 2,435          | 2,958          | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,041</b> | <b>1,070</b> | <b>8,205</b>  | <b>10,022</b> | <b>11,923</b> | <b>14,225</b> |
| %利润率                  | 10.2%       | 10.4%       | 10.3%          | 9.7%           | 9.2%           | 9.0%           | 少数股东权益          | 231          | 240          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 营业外收支                 | 0           | 2           | 89             | 90             | 100            | 110            | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,489</b> | <b>1,523</b> | <b>11,168</b> | <b>13,390</b> | <b>16,153</b> | <b>19,593</b> |
| 税前利润                  | 94          | 97          | 1,828          | 2,130          | 2,535          | 3,068          | <b>比率分析</b>     |              |              |               |               |               |               |
| %税率                   | 10.2%       | 10.7%       | 10.9%          | 10.1%          | 9.6%           | 9.3%           |                 | 2014         | 2015         | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 所得税                   | -25         | -26         | -456           | -532           | -634           | -767           | <b>每股指标</b>     |              |              |               |               |               |               |
| %税率                   | 26.1%       | 27.3%       | 25.0%          | 25.0%          | 25.0%          | 25.0%          | 每股收益            | 0.292        | 0.274        | 0.486         | 0.566         | 0.674         | 0.816         |
| 净利润                   | 70          | 70          | 1,372          | 1,597          | 1,901          | 2,301          | 每股净资产           | 6.309        | 6.485        | 22.018        | 26.894        | 31.995        | 38.170        |
| 少数股东损益                | 21          | 25          | 0              | 0              | 0              | 0              | 每股经营现金净流        | 0.300        | 0.557        | 4.912         | 8.191         | 7.860         | 9.924         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>48</b>   | <b>45</b>   | <b>1,372</b>   | <b>1,597</b>   | <b>1,901</b>   | <b>2,301</b>   | 每股股利            | 0.000        | 0.000        | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 0.000         |
| %率                    | 5.3%        | 5.0%        | 8.2%           | 7.6%           | 7.2%           | 7.0%           | <b>回报率</b>      |              |              |               |               |               |               |
|                       |             |             |                |                |                |                | 净资产收益率          | 4.63%        | 4.22%        | 16.72%        | 15.94%        | 15.94%        | 16.18%        |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |             |             |                |                |                |                | 总资产收益率          | 3.24%        | 2.96%        | 12.28%        | 11.93%        | 11.77%        | 11.75%        |
|                       | 2014        | 2015        | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 投入资本收益率         | 2.46%        | 2.16%        | 15.54%        | 15.25%        | 16.15%        | 16.68%        |
| 净利润                   | 70          | 70          | 1,372          | 1,597          | 1,901          | 2,301          | <b>增长率</b>      |              |              |               |               |               |               |
| 少数股东损益                | 21          | 25          | 0              | 0              | 0              | 0              | 主营业务收入增长率       | 13.62%       | -1.17%       | #####         | 24.87%        | 25.74%        | 24.97%        |
| 非现金支出                 | 28          | 29          | 210            | 317            | 457            | 597            | EBIT增长率         | -44.07%      | -7.00%       | #####         | 19.93%        | 25.98%        | 23.22%        |
| 非经营收益                 | -52         | -62         | -36            | -125           | -135           | -145           | 净利润增长率          | -10.94%      | -6.40%       | #####         | 16.42%        | 19.02%        | 21.06%        |
| 营运资金变动                | 4           | 55          | 284            | 1,263          | 706            | 945            | 总资产增长率          | 9.91%        | 2.25%        | 633.43%       | 19.89%        | 20.64%        | 21.29%        |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>49</b>   | <b>92</b>   | <b>1,830</b>   | <b>3,052</b>   | <b>2,929</b>   | <b>3,698</b>   | <b>资产管理能力</b>   |              |              |               |               |               |               |
| 资本开支                  | -83         | -19         | -1,586         | -2,966         | -2,937         | -2,921         | 应收账款周转天数        | 43.3         | 42.0         | 3.1           | 3.0           | 3.0           | 3.0           |
| 投资                    | -30         | -102        | -2,304         | -1             | 0              | 0              | 存货周转天数          | 136.1        | 146.4        | 3.6           | 0.8           | 0.8           | 0.8           |
| 其他                    | 51          | 53          | 33             | 35             | 35             | 35             | 应付账款周转天数        | 29.4         | 38.0         | 20.1          | 35.0          | 35.0          | 35.0          |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-62</b>  | <b>-68</b>  | <b>-3,857</b>  | <b>-2,932</b>  | <b>-2,902</b>  | <b>-2,886</b>  | 固定资产周转天数        | 60.2         | 55.6         | 45.1          | 58.3          | 62.3          | 61.3          |
| 股权募资                  | 8           | 0           | 2,305          | 0              | 0              | 0              | <b>偿债能力</b>     |              |              |               |               |               |               |
| 债权募资                  | 8           | 12          | -50            | -13            | 0              | 1              | 净负债/股东权益        | -23.74%      | -31.89%      | -19.71%       | -19.40%       | -16.53%       | -19.57%       |
| 其他                    | -32         | -21         | 821            | 220            | 0              | 0              | EBIT利息保障倍数      | -4.7         | -2.0         | -146.7        | 61.5          | 15.3          | 13.2          |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-15</b>  | <b>-10</b>  | <b>3,076</b>   | <b>207</b>     | <b>0</b>       | <b>1</b>       | 资产负债率           | 14.60%       | 13.97%       | 26.53%        | 25.15%        | 26.19%        | 27.40%        |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-27</b>  | <b>14</b>   | <b>1,049</b>   | <b>328</b>     | <b>27</b>      | <b>814</b>     |                 |              |              |               |               |               |               |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

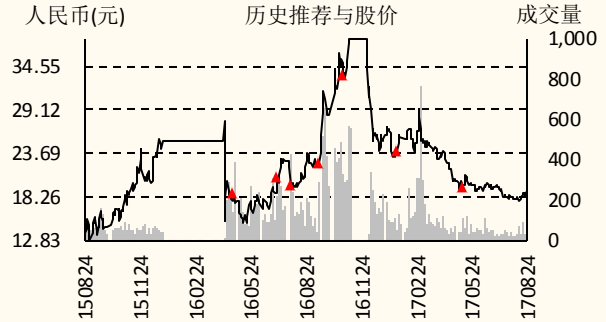
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2016-04-27 | 增持 | 17.71 | 20.00~22.00 |
| 2  | 2016-07-08 | 买入 | 20.67 | N/A         |
| 3  | 2016-08-01 | 买入 | 21.94 | 24.00~26.00 |
| 4  | 2016-09-14 | 买入 | 22.10 | N/A         |
| 5  | 2016-10-26 | 买入 | 33.59 | N/A         |
| 6  | 2016-12-04 | 买入 | 38.03 | N/A         |
| 7  | 2017-01-23 | 买入 | 24.00 | N/A         |
| 8  | 2017-05-10 | 买入 | 20.14 | N/A         |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD