

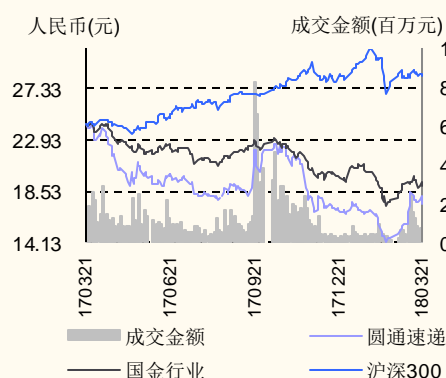
## 圆通速递 (600233.SH) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 17.44 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	783.37
总市值 (百万元)	49,276.33
年内股价最高最低 (元)	24.48/14.13
沪深 300 指数	4061.05
上证指数	3280.95



## 全新业务结构打造快递生态圈，战略调整重新出发

## 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	0.553	0.761	0.990
每股净资产 (元)	6.48	22.02	26.65	32.24	39.55
每股经营性现金流 (元)	0.56	4.91	7.31	7.17	9.79
市盈率 (倍)	91.85	52.42	31.51	22.93	17.62
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%	13.82%	37.42%	30.12%
净资产收益率 (%)	4.22%	16.72%	15.72%	17.86%	18.95%
总股本 (百万股)	165.00	2,821.23	2,821.23	2,821.23	2,821.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **全新业务结构打造快递生态圈:** 圆通速递经过重新梳理, 形成圆通 A 网普快、圆通 B 网速配、圆通 C 网重货快运、圆通冷链和圆通航空; 五大业务板块相互独立, 又相互配合, 为客户提供一体化综合物流服务, 同时收购先达国际意图突破国际市场。设计全新品牌形象, 释放打造快递生态圈的战略目标。其中 B 网采取直营模式, 专注中高端快递市场; C 网着重快运市场, 丰富产品结构, 增强客户粘性, 打造综合物流能力。
- **竞争焦点由“量”到“质”, 战略调整重新出发:** 2017 年快递市场业务量增速出现断崖式下跌, 限制快递企业业务量提升瓶颈从产能扩张速度向服务质量转移; 并且在高速发展期后, 公司管理问题凸显, 导致 2017 年上半年公司经历较低增长, 但在之后跟随市场变化做了一系列调整, 以便在未来的市场竞争中取得竞争优势: (1) 服务加盟商, 稳定网络; (2) 注重信息化建设, 提升网络运营效率; (3) 工作重点由收入端转向成本端, 提升盈利能力。
- **成本改善空间大, 产能利用率进入上升期:** 从公司资产状况来看, 自 2014 年加速扩张后, 相对其他同级别公司, 机械自动化水平较低, 自有车辆较少, 限制单位成本的下降, 但其通过购买自动化设备及自有车辆, 成本改善空间最大; 另外 2015-2016 为公司产能扩张较集中的阶段, 未来资本支出将兼顾产能置换升级及产能扩张, 所以对于前期新增产能, 2018 年即将进入产能培育成熟期, 产能利用率及盈利能力上升。

## 投资建议

- 公司在 2017 年管理问题凸显后, 进行战略调整, 并重新梳理业务结构, 形成 ABC 网+冷链、航空五大板块, 打造快递生态圈。公司前期机械自动化水平较低, 成本改善空间大; 2015-16 为产能扩张期, 即将进入产能利用率上升阶段, 2018 年盈利状况将得到大幅改善。

## 估值

- 预计 2017-2019 公司 EPS 分别为 0.55/0.76/0.99 元/股, 对应 2018 年业绩 PE 为 23 倍, 公司盈利能力进入上升阶段, 现行业增速约为 30%, 给予 30 倍估值, 目标价 23 元。

## 风险

- 电商增速不及预期, 出现大规模价格战, 加盟商网点不稳定等。

## 相关报告

1. 《营收逐步回暖, 投资收益贡献利润增长-圆通速递公司点评》, 2017.10.26
2. 《二季度业务明显好转, 股票激励计划彰显公司成长信心-圆通速递公司...》, 2017.8.25
3. 《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

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

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

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 内容目录

梳理业务板块，全新品牌形象打造快递生态圈 .....	4
A 网普快重“量”更重“质”，扁平化管理避免重蹈覆辙.....	4
B 网速配定位同城高端市场，为新零售做准备 .....	5
C 网面向重货快运，培养综合物流服务能力.....	7
加码冷运与航空业务，横向扩宽业务线纵向提高时效.....	8
通过收购加速进军国际，扩张全球版图.....	10
战略调整，出现增长新拐点 .....	11
竞争焦点由“量”变“质” .....	11
原机械化水平较低，成本改善空间最大.....	14
进入产能释放周期，盈利能力将逐步上升 .....	15
盈利预测 .....	17
风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 圆通旧版单一商标.....	4
图表 2: 圆通速递新标志体系.....	4
图表 3: 圆通速递业务量市占率变化情况.....	5
图表 4: 圆通速递业务量增速 2017H1 下滑明显.....	5
图表 5: 圆通速递计时达产品种类.....	6
图表 6: 电子商务市场规模增速不断放缓 .....	6
图表 7: 同城快递业务收入增速较快 .....	7
图表 8: 同城快递业务收入占比不断提高 .....	7
图表 9: 圆通速递快运产品汇总 .....	7
图表 10: 零担业务市场份额明显超出快递行业（万亿） .....	8
图表 11: 快运行业集中度较低.....	8
图表 12: 品类电商渠道渗透率发展空间巨大.....	8
图表 13: 冷链物流市场规模快速增长 .....	9
图表 14: 2008-2015 各国冷库仓储容量复合增长率 .....	9
图表 15: 圆通速递机队发展历史 .....	10
图表 16: 先达国际营业收入增速回升.....	10
图表 17: 先达国际盈利回暖.....	10
图表 18: 快递行业业务量增速.....	11
图表 19: 申通、圆通、韵达业务量增速.....	11
图表 20: 三通一达申诉率变化.....	12
图表 21: 三通一达上半年业务量增速.....	12
图表 22: 圆通单件毛利变化.....	14
图表 23: 2017 年年中，圆通、申通及韵达资产状况.....	14

图表 24: 2016 年韵达、圆通、申通人工效能对比 .....	14
图表 25: 单件中转成本对比 .....	15
图表 26: 单件毛利对比 .....	15
图表 27: 现金流量表: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15
图表 28: 2016 年公司新增固定资产结构 .....	16
图表 29: 2017 年年中公司重要在建工程进度 .....	16
图表 30: 2018 资本开支计划 .....	17
图表 31: 年度各公司单件收入比较 .....	17
图表 32: 月度各公司单件收入比较 .....	18
图表 33: 单件收入预测 .....	18
图表 34: 单件成本预测 .....	18
图表 35: 业务量预测 .....	18

## 梳理业务板块，全新品牌形象打造快递生态圈

- 2018年1月7日，圆通速递于上海举行新标志发布会。原先单一的企业标志已无法完全展现公司的业务布局和管理理念，业务多元化需要一套新的品牌体系，从而为客户营造全新的品牌认知，传达公司二次创业的品牌战略。

全新的品牌体系也向客户传递出完整的业务组成，市场得以清晰理解圆通正在打造的快递生态圈。经过梳理后，圆通速递五大业务板块浮出水面，分别对应一个新标志，包括圆通A网普快、圆通B网速配、圆通C网重货快运、圆通冷链和圆通航空。五大业务板块相互独立，又相互配合，为客户提供一体化综合物流服务，同时收购先达国际意图突破国际市场。设计全新品牌形象，释放打造快递生态圈的战略目标。另外，未来圆通还将计划陆续推出新零售、金融、健康板块业务，进一步完善快递服务体系。

图表 1：圆通旧版单一商标



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：圆通速递新标志体系

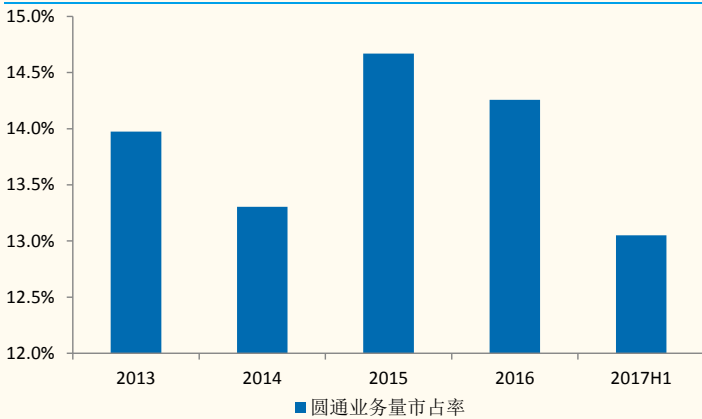


来源：公司官网，国金证券研究所

### A网普快重“量”更重“质”，扁平化管理避免重蹈覆辙

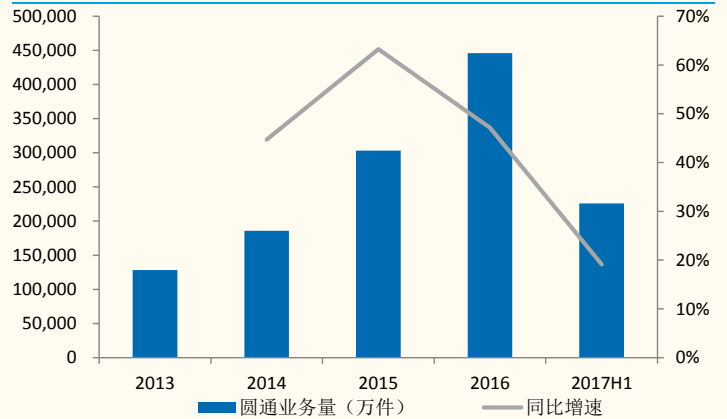
- 圆通重新梳理业务板块后，传统快递业务依然是工作重点。2015年和2016年公司高速发展，业务量市占率保持高位，但注重业务量的提升，使得公司积累若干管理问题，在2017年上半年爆发，使得业务量增速有明显下滑。
- 2017年上半年公司完成快递业务量22.6亿件，同比增长19.1%，市占率为13.1%，相比2016年公司市占率14.3%下降1.2pct，主要由于2017年上半年出现网点风波，叠加快递行业季节性员工短缺，导致业务量增速有明显下滑，影响公司市占率。

图表 3：圆通速递业务量市占率变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：圆通速递业务量增速 2017H1 下滑明显



来源：公司公告，国金证券研究所

- 探究圆通 2017H1 遇到的问题，我们认为对于加盟商的管控不严，在与加盟商进行利益分配时，执行产生偏差，导致加盟商经营不善，出现网点停业等问题。

圆通速递一直对于加盟商采取扁平化的管理模式，确保了圆通速递对服务网络较强的控制力和服务网络较高的稳定性，并且兼顾扩张速度。

在 2017 年下半年，圆通速递加盟商策略稍有调整，开始重新注重与加盟商的关系，仍维持扁平化管理，工作重点从原先对加盟商的奖惩制度，过渡到对加盟商提供服务，比如管理、IT 上给加盟商提供支持，并且梳理价格体系，使得传统快递业务增速在 2017 年下半年开始回暖。

此次业务板块梳理后，明确 A 网普快经济快递的基石作用。公司 2017 年 H1 平均有效申诉率为 6.7/百万件，较 2016 年同期降低 4.6/百万件，降幅达到 40.91%。截止 2016 年末，公司已建成自营枢纽转运中心 62 个，加盟商 2,593 家，终端网点 37,713 个，快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市已基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达到 96.10%。

- 在经历了 2017 年上半年的市占率下降后，除加盟商策略外，公司同样开始调整经营策略，在关注业务量扩张时，同样对发展质量提出新要求。

公司将工作重点转向成本端，通过提高自营车辆比例，降低运能成本，目前公司自营车辆仅为 700 量左右，2018 年计划投入 1000 辆自营车辆，同时通过 IT 技术创新和自动化压低人工成本。将提高的利润拿来对于加盟商进行补贴，将有利于加盟商的稳定性和工作积极性，有助于 A 网业务稳步发展。

## B 网速配定位同城高端市场，为新零售做准备

- 圆通 B 网孵化已近一年，此次全新品牌体系将速配单独列出，或预示着圆通 B 网将全面起航。与圆通 A 网普快传统快递业务不同，B 网的建设采取全部直营模式，完全独立于当前网络，招聘独立收派人员，采用独立的中心集散和运输体系。并将 B 网定位为“中高端品质快递”，对客户周边 3KM 内，即取即送，2 小时内送达；同城限时上午取下午达；省际限时，今天取明天达。主要应用于即时配送、O2O 配送和仓储配送。

对于 B 网产品，时效保障是重点，针对商务件、个人散件以及高附加值需求产品，搭建城市高频配送体系，圆通对此类产品承诺精准时效，超时未达，全额退费。B 网推出的产品“即时达”，已铺设北上广深、杭州、成都 6 座一线城市，并已在泰州、扬州、金华、温州、南昌、长沙、贵阳、大连、长春等 9 个二三线城市开通 B 网业务。

图表 5：圆通速递计时达产品种类

产品名称	运送范围	运送时效
即时配送	客户周边范围3km内	即取即送，2小时内送达
同城限时	同城	上午取，下午达
省际限时	跨城或临省	今天取，明天达

来源：公司官网，国金证券研究所

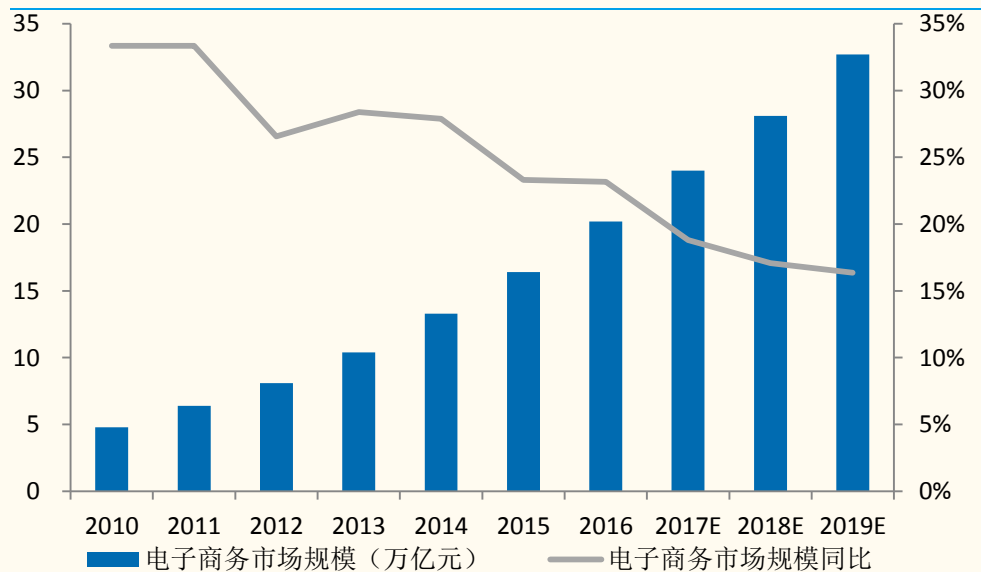
■ 另外需要注意的是，由于 B 网需要完全重新起网，前期投入较大，对上市公司当前影响较大，目前圆通将 B 网业务由关联公司上海圆硕负责，圆通受上海圆硕股东上海津岑与上海拓渊委托管理其合计持有的上海圆硕 100% 股权，并与其签订了《日常关联交易框架协议》，上海圆硕通过租赁圆通速递各类场地、设备以及分拣派送服务，进行高品质快递市场业务。预计在前期投入阶段，圆通将一直把 B 网业务放在上市公司体外，实现盈利后并入上市公司。

■ 快递行业以及传统电商增速下滑是圆通起网 B 网的重要原因。

进入 2017 年，我国规模以上快递业务收入增速明显下滑，2017 年仅为 24.7%，但作为其中组成部分的同城快递业务收入明显高于整体快递业务，2017 年达到 30.3%。并且伴随同城 O2O、商超配送、鲜花配送等业务兴起，同城快递业务将维持较高增速。

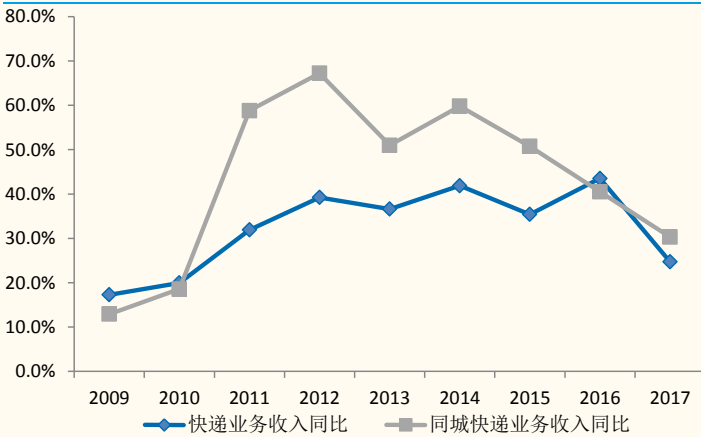
另外传统电商业务增速开始下滑。根据艾瑞咨询预测，2017~2019 年电子商务市场规模增速将逐渐下滑至 18.8%、17.1%、16.4%，圆通速递希望尽早进入同城速递细分市场，寻找公司新的增长点。

图表 6：电子商务市场规模增速不断放缓



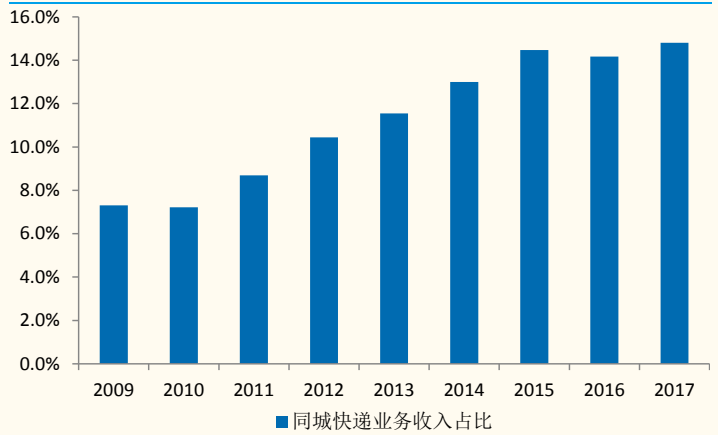
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 7：同城快递业务收入增速较快



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：同城快递业务收入占比不断提高

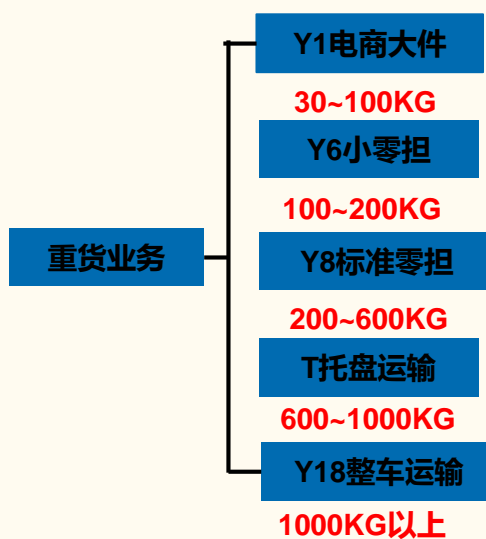


来源：Wind，国金证券研究所

### C 网面向重货快运，培养综合物流服务能力

- 圆通自 2017 年 3 月正式起网 C 网，进军重货快运领域。虽然由于急于扩张业务版图，曾试图通过收购方式起网，欲用最短的时间培养综合物流能力，用资本换时间，但收购最终未能成行，最终采用了自行起网方式，并未成立单独的子公司，而是快递和快运共用网络。
- 与快递业务类似，圆通快运采取中心直营+网点加盟的模式。原有快递业务本身仍是以陆运为主，所以快运业务采用自行起网方式，并且与快递业务公用网络，快递网点只需购买大容量卡车和叉车等设备，并划分快运操作区域，路由规划、下单渠道和客服都可以沿用原有快递业务资源。我们认为，在目前快递行业注重成本的大环境下，采用“合网”方式起网快运业务，可以提高资源使用效率，成本投入较低。不过随着重货业务量的增多，“分网”模式或是长久之计，因为快递和快运在揽货工具和分拣模式都有很大的不同，“分网”更为适应业务开展。
- 由于圆通面对加盟商很难把握时效产品的准时率，按照公斤段划分更加稳妥，所以圆通的快运产品中，是以公斤段的形式进行切分，而不具体承诺运达时效。

图表 9：圆通速递快运产品汇总

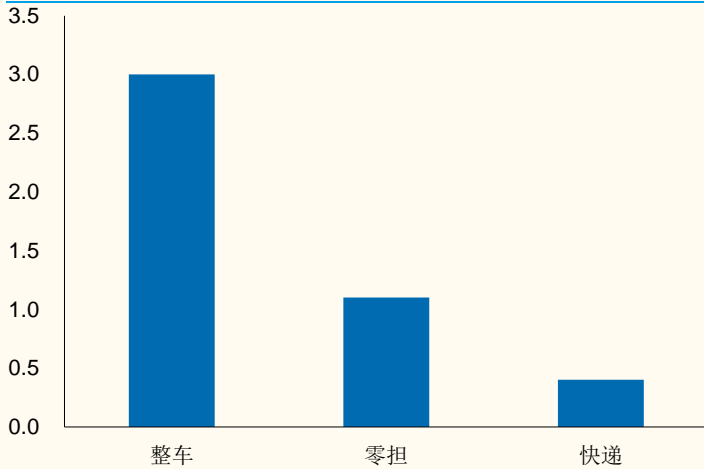


来源：圆通速递官网，国金证券研究所

- 关于圆通为什么要进入快运行业，除去快递行业增速放缓以外，首先快运市场容量大且尚无巨头是原因之一。零担市场规模超过万亿，远远高出快

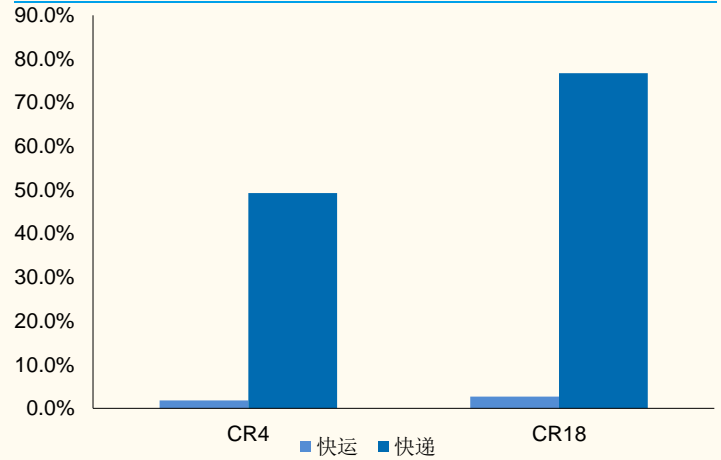
递约 4000 亿的市场规模，但快运终端服务提供商众多，CR8 仅不到 3%，而快递业 CR8 已达 80%。

图表 10：零担业务市场份额明显超出快递行业（万亿）



来源：物流一图，国金证券研究所

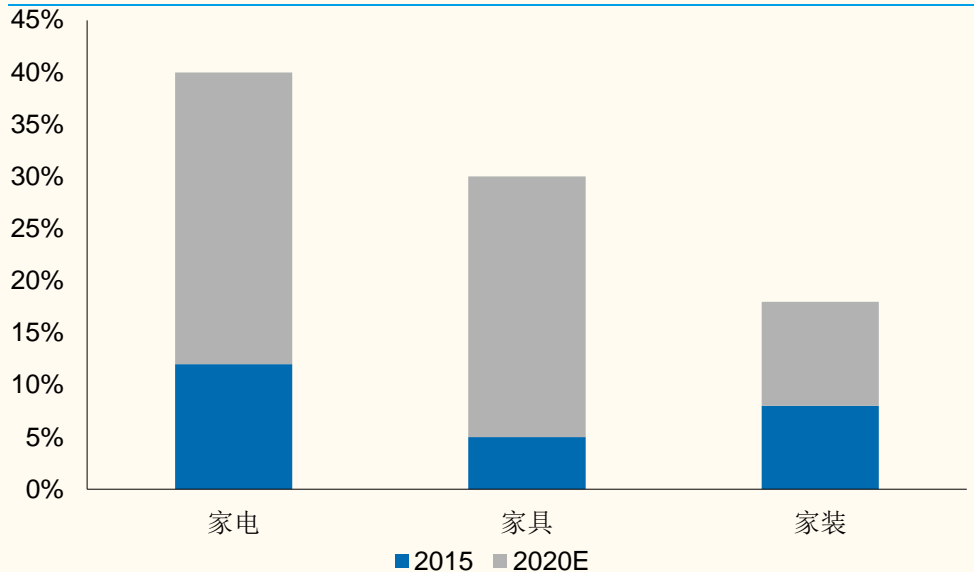
图表 11：快运行业集中度较低



来源：物流一图，国金证券研究所

- 另外，目前快运市场竞争激烈，对于圆通速递而言，进军快运业务并非为了盈利，而是为了培养综合物流服务能力。众多客户的物流需求向多品类延伸，尤其是电商大件渗透成为趋势。大家电、家具的品类电商渠道渗透率潜力较大，预计 2020 年均可超过 30%，快递企业若从电商大件产品入手，借助原有电商平台资源，或将形成新增增长点。

图表 12：品类电商渠道渗透率发展空间巨大



来源：物流一图，国金证券研究所

- 我们认为，目前圆通速递进军快运领域时机较为合适，在捋清与快递业务不同的战略作用以及如何开展快运业务后，有助于培养综合物流能力，丰富产品，公司减小经营风险，挖掘业绩潜力。

**加码冷运与航空业务，横向扩宽业务线纵向提高时效**

- 面对对于物流企业提供一站式物流解决方案的要求，冷运成为未来快递企业必须入足的领域，同时对于时效性的精准把握，是快递企业无法回避的行业发展需求。
- 为了长期的发展，圆通于 2017 年推出圆通冷运。通过“三大核心科技”+“六大服务标准”打造一站式冷链配送服务体系，并充分整合圆通陆运、

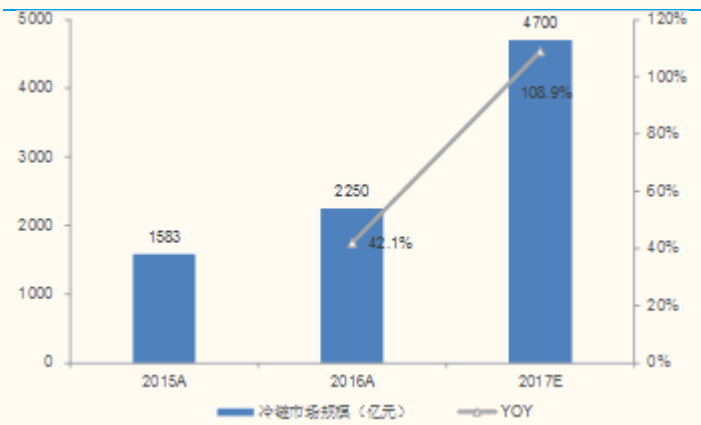
仓储资源，利用国家工程实验室研发优势，为客户提供高效、智能的全程冷链服务。

圆通冷链覆盖范围仅限上海全境（除崇明三岛），主要产品包括圆通鲜仓——冷链仓储服务、圆通鲜运——B2B 同城低温运输和圆通鲜配——B2C 同城低温宅配。

- 我国冷运目前提升空间较大，行业集中度低。伴随消费升级和冷运需求提高，我国冷运行业发展迅速，2008-2015 年冷库储存容量复合增长率达到 35%，2016 年我国冷链物流市场规模为 2250 亿元，预计 2017 年可达到 4700 亿元。其中食品是冷链物流的主要对象，以农产品、水产品的冷链流通率来看，2015 年果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别仅 22%、34%、41%，而在欧美发达国家这一比率达到 95%~98%，肉禽冷链流通率更是达到 100%，未来我国冷链物流市场仍有较大提升空间。

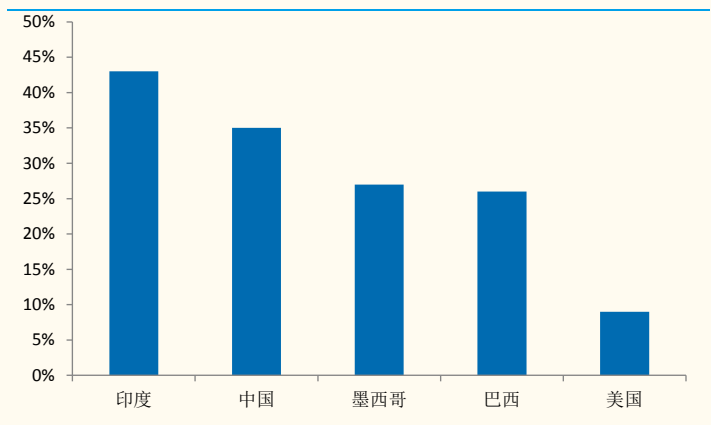
冷运行业具有客户需求个性化高，进入门槛低的特点，但若想产生规模效应，前期投入巨大，导致冷链市场集中度极低。2015 年冷链物流百强企业总收入 173 亿元，占全国冷链总收入比重仅 10%，市场格局极为分散。

图表 13：冷链物流市场规模快速增长



来源：中国物流与采购联合会，国金证券研究所

图表 14：2008-2015 各国冷库仓储容量复合增长率

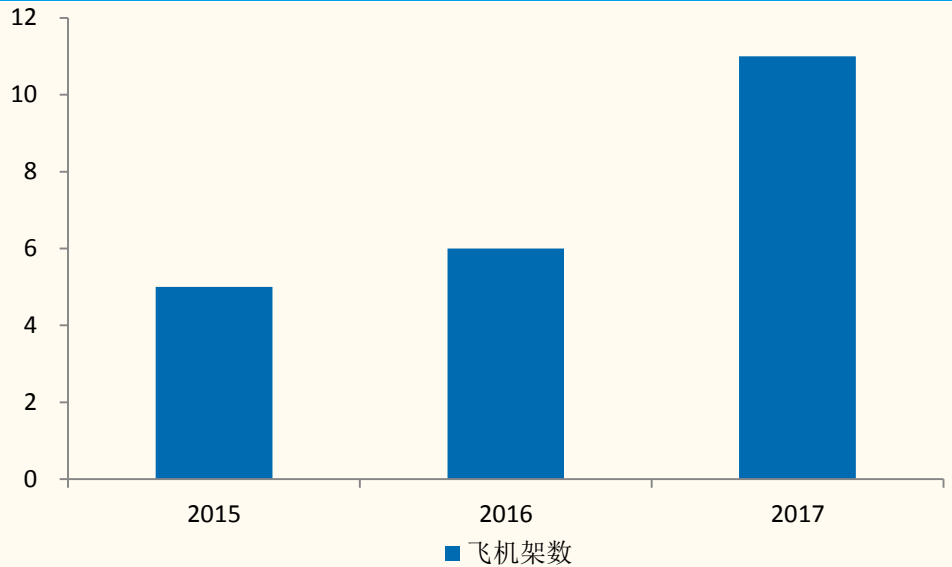


来源：智研咨询，国金证券研究所

- 航空方面，2015 年 10 月，圆通航空正式开航运营，成为顺丰后第二家自有飞机的快递公司，以 B737 货机为初始机型开展航空运输业务，目前机队规模达到 11 架。我们认为，快递企业为提高实效性，划分快递产品多层次服务，自购飞机必不可少。若只通过购买客运航司腹舱资源，过于受制于腹舱提供者航班时刻，并且腹舱资源有限，对于快递时效性的提升效率不高。所以自购飞机是快递公司利用高效的航空运输必经之路。机队规模效应显现后，航空运输提供的高效性将有助于公司从传统快递公司中脱颖而出。

另一方面，自购飞机需要巨大的前期资本开支和运营成本，这些都是将重点转向成本端的圆通不愿过渡投入的。并且我国大型机场时刻资源稀缺，快递公司或将面临飞机引进后无时刻运营的困境。所以我们认为圆通速递将暂时控制机队规模，并优化机队结构，减少航空对利润表的负面影响。

图表 15：圆通速递机队发展历史



来源：公司公告，国金证券研究所

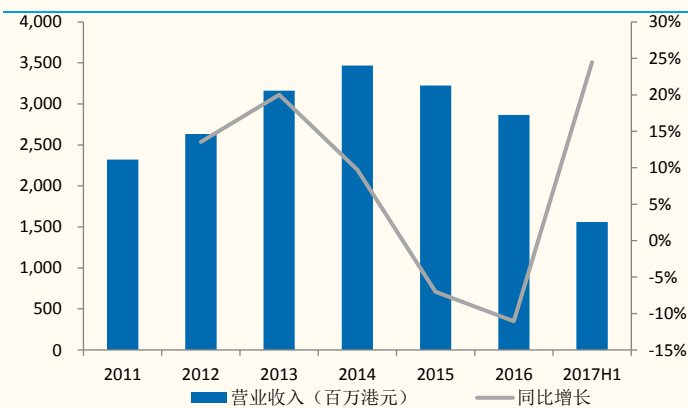
通过收购加速进军国际，扩张全球版图

- 受到跨境电商的催化，快递公司形成完整的生态圈，国际业务是不可缺少的一块拼图。顺丰早在 2008 年即开始扩展国际业务，通过联手 UPS，并与当地区域性的电商平台展开合作，2017 年顺丰国际业务营业收入达到 20.4 亿元。圆通不甘示弱，在 2017 年通过收购，实质性推进国际业务发展。
- 2017 年 11 月 3 日，圆通速递发布公告，与香港上市公司先达国际物流控股有限公司（以下简称“先达国际”）出售各方办理了相关股权交割手续。交割完成后，圆通速递持有先达国际 61.75% 的股份，实现对先达国际的控股。
- 我们认为圆通今后会首先做好与先达国际的融合，依靠先达国际的干线资源，建立国际网络框架，稳步将版图扩张至全球。

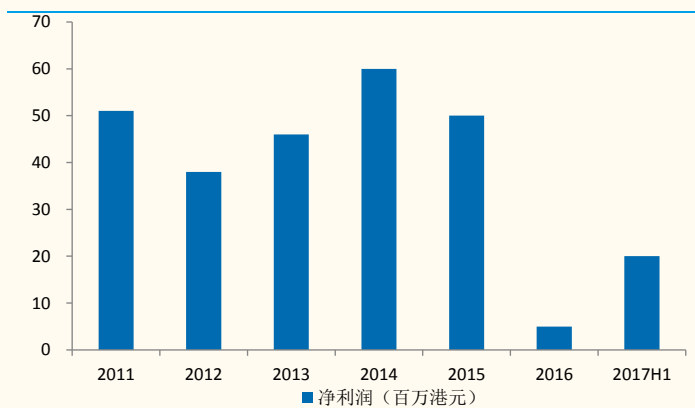
先达国际主要收入来自空运及海运货代业务，并提供仓储、配送、清关、合约及配套物流服务，通过在全球范围内设立 51 个办事处，开展国际物流业务。

由于 2016 年空运与海运需求不足，仓位过剩，传统货代业务萎靡，先达国际度过了艰难的一年。不过受益于 2017 年美国快递需求整体上升，欧洲市场复苏以及对于跨境小心包裹付运服务的需求增加，2017 年上半年先达国际实现营业收入 15.61 亿港元，同比增加 24.5%，归母净利润由去年同期亏损 0.01 亿港元，转正至盈利 0.2 亿港元。

图表 16：先达国际营业收入增速回升



图表 17：先达国际盈利回暖



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：智研咨询，国金证券研究所

- 面对电子商务和跨境电商的蓬勃发展，先达国际在继续积极扩大全球市场的基础上，业务重心开始向小型包裹偏移，寻求国外电商产品的送货商机、与东欧及美国等国的邮政局寻求合作，并提升对科技基建的依赖，优化供应链管理及仓储管理、扩大服务范围。

此次收购完成后，圆通将拥有完整的国际快递业务能力，自身完善的国内网络覆盖以及丰富的客户资源，与先达国际的转型方向可以进行有效对接，形成双赢局面，为圆通成为全球领先的综合性快递物流运营商和供应链集成商奠定坚实基础。

- **总结：**为打造完整的快递生态圈，培养综合物流能力，圆通速递经过重新梳理，形成 A 网普快、圆通 B 网速配、圆通 C 网重货快运、圆通冷链和圆通航空五大业务板块，并通过收购扩张国际版图。不过由于公司工作重点转移至成本端，各新业务发展预计将稳步前行。

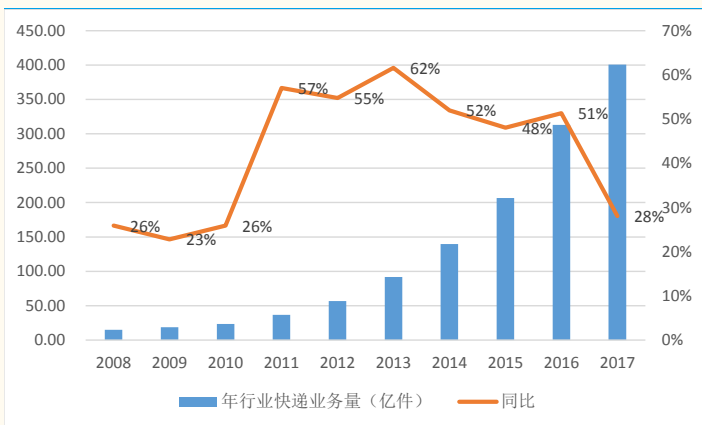
## 战略调整，出现增长新拐点

### 竞争焦点由“量”变“质”

快递行业具备较强的规模优势，在快递行业高速发展时期，“量”是企业核心竞争力；而产能是限制快递企业获取业务量的主要瓶颈。我们观测从 2008 年到 2017 年的数据，2012-2016 年整个行业业务量增速处于接近 50% 以上的高增长，而在这几年中 2014 年之前，行业业务量第一为申通，2015-16 年行业第一易主为圆通。2015 年圆通速递进行大规模的资本开支，全年构建固定资产、无形资产等投入约 10 亿元，同期韵达仅为 5 亿元。而在固定资产规模上，2015 年达到 12 亿，远超申通的 5 亿及韵达的 10 亿。

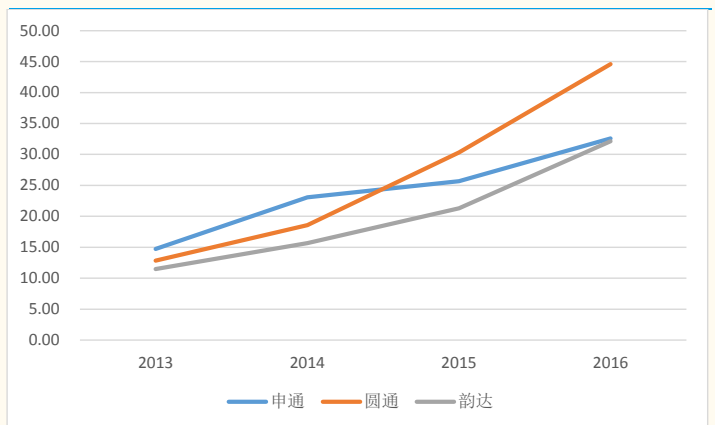
但进入 2017 年后，行业增速出现下滑，致使在高速发展中忽略的管理问题浮出水面。2017 年上半年，圆通速递业务量同比增长仅为 19%，远低于行业平均，主要是受年初网点事件的影响。而中通及韵达在快递服务上做的相对比较突出，申诉率较低的企业，业务量增速出现大幅上涨。自 2016 年开始韵达、圆通、中通申诉率就处于行业较低的位置，但圆通 2017 年初出现网点事件之后，申诉率一度提升，至 2017 年第二季度才开始有所恢复，而韵达及中通申诉率在处于持续下滑状态，并且在加盟制快递企业中遥遥领先。

图表 18：快递行业业务量增速



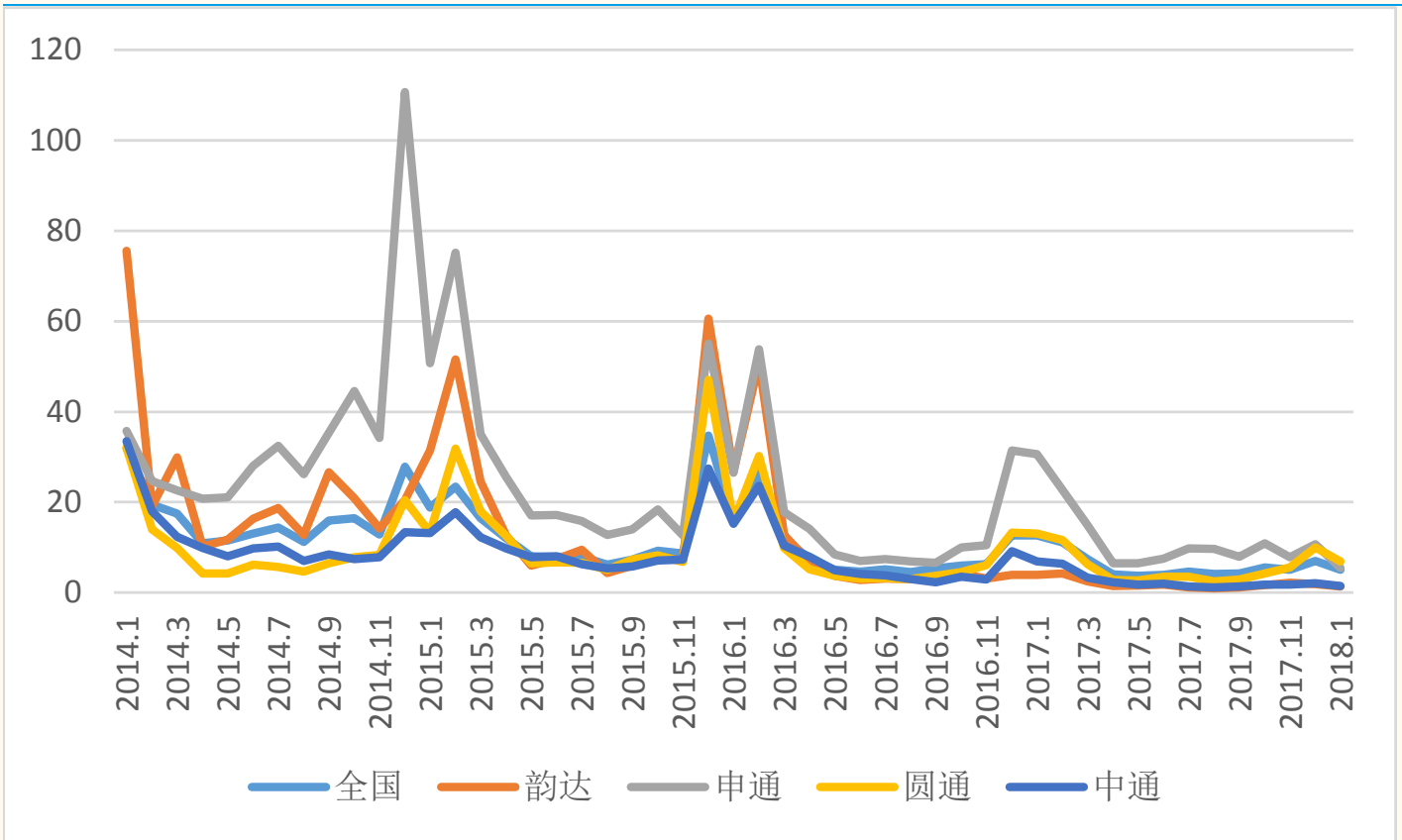
来源：wind，国金证券研究所

图表 19：申通、圆通、韵达业务量增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：三通一达申诉率变化



来源：国家邮政总局，国金证券研究所

我们无法取得申诉率与业务量变化的直接关系，但是我们可以看到，2017 年上半年中通及韵达业务量增速遥遥领先，而申诉率水平较高的圆通和申通，业务量增速却低于行业平均增速。所以在行业增速变缓、行业单价也处于底部的情况下，业务增速的瓶颈来自于服务质量的竞争，拥有更好服务质量的企业可以获得更多的业务量流入。

图表 21：三通一达上半年业务量增速

	上半年业务量 (亿件)	同比增速	市占率
全国	173.2	30.70%	
中通	26.68	39.50%	15%
韵达	19.67	44.28%	11%
圆通	22.6	19.13%	13%
申通	17.26	18.30%	10%

来源：公司半年报，wind，国金证券研究所

随着行业的变化及自身管理问题的凸显，圆通自 2017 年开始也逐步开始进行一系列的战略调整。

(1) 服务加盟商，致使加盟商公司利益趋同，稳定网络。

加盟商提供快递最后一公里的揽派任务，直接服务客户，所以不但决定快递公司的服务质量，也影响着消费者的服务体验。所以加盟商的稳定性及运行质量对于公司来讲极为重要。

在加盟商管理上，公司原来的重点是奖罚制，先转换为服务加盟商，从而提升加盟商对于公司的粘性，增强网络稳定性。2017 年开始公司从人力、IT、财务和网管四个部门抽出人员建立网络服务部，帮助网点做综合管理，服务方向包括 IT、融资租赁等方面。

(2) 信息化建设

IT 系统可以有效提升整个网络的运行效率：公司对应客户端，开发了行者 APP，该软件可以快速响应客户服务需求，快递员通过这款软件可以完成抢单、一键式扫描并给客户打电话发短信，还具有支持电子面单打印、地图导航、签收状态即时查询等功能。

对应公司管理，公司开发了金刚系统-公司的核心业务系统，具备各环节信息录入、信息上传、结算、查询等基本功能。公司在今年或将推出更新版系统，将结算推进到每个网点层面。

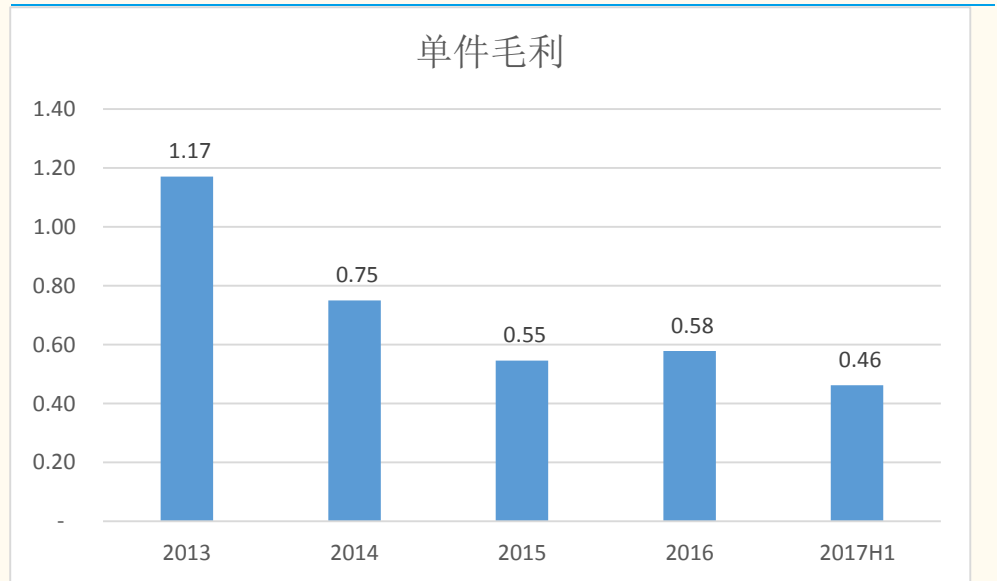
在 IT 系统方面除了逐步优化及完善，现在公司大力推进信息系统在全网的覆盖率，如对外包车的覆盖、对加盟商的覆盖等。

(3) 工作重点转向成本端

公司在过去的一段时间里更加关注收入端，重视快递业务量的增长。但是在这一阶段，公司并未受益于明显的规模效应出现单件毛利的上升；反而从 2013-2015 年间，公司业务增长最快的年份里，单件毛利出现急速下降，究其原因（1）行业价格战激烈，公司为保证加盟商利润，给予加盟商补贴增加；（2）系统成本效率没有得到有效的提升，资本开支大年，导致大部分产能处于培养阶段，产能利用率不高。

但是由于当时市场经历高速发展，公司或市场对于后期有充足的业务量而实现高产能利用率和规模效应充满信心，当期收入及利润也充分受益于业务量红利；但自 2017 年市场业务量出现断崖式下跌后，成本管控就成为各家快递企业竞争核心：在市场价格战多年后，单位收入已经处于低位，快递企业均处于微利状况，单位成本较低的企业在后续持续价格战中具备领先优势并且有较强的盈利能力。公司现在工作重点将转向成本优化及质量。

图表 22: 圆通单件毛利变化



来源: 公司财报, 国金证券研究所

### 原机械化水平较低, 成本改善空间最大

从圆通账面固定资产情况来看, 公司特点为中转中心规模及数量较大, 但是机械化率较低, 自有车辆较少; 另外从人均效能的数字上来看, 以 2016 年的数字为基准, 公司单人单日处理包裹量在三通一达里最低, 也可侧面印证公司机械化水平较低。

图表 23: 2017 年年中, 圆通、中通及韵达资产状况

	房屋与建筑物	机器设备	运输设备
圆通	1,746,073,510.66	324,341,274.57	86,046,051.86
韵达	767,237,499.75	786,401,160.46	711,707,568.42
申通	329,515,091.57	158,020,243.64	186,618,452.85

来源: 各公司中报, 国金证券研究所

图表 24: 2016 年韵达、圆通、申通人工效能对比

	韵达货运	圆通速递	申通快递
运营操作人员	6924	18560	7390
业务量 (亿件)	32.14	44.6	32.6
单人单日包裹处理量	1,271.73	658.36	1,208.59

来源: 各公司年报, 国金证券研究所

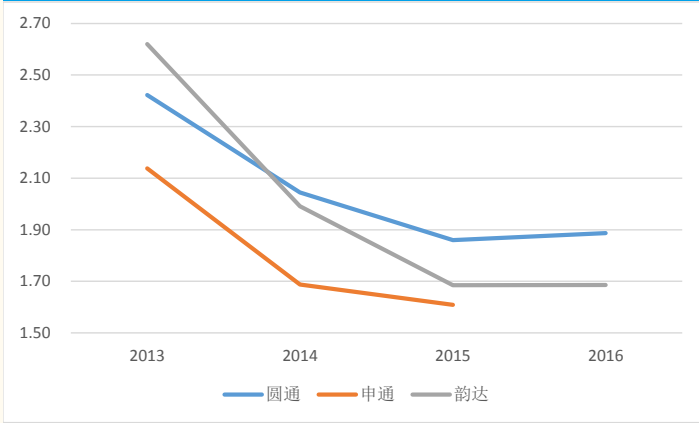
我们分析, 公司相对机械化程度较低的问题出现在 2014 年, 就是公司开始加速公司规模扩张, 但是扩张仅专注于量, 对于机械设备及运输设备的增加却很少, 大部分工作还是人工在做。从公司单件中转成本来看, 随着规模扩张三家快递公司单件中转成本均处于下降趋势, 但是圆通的下降速度较慢, 2015-2016 年其单件中转成本单价最高, 最终导致单件毛利最低。

但对于公司来讲, 其单件成本的改善空间也是最大的; 公司现有转运中心约 70 个, 其中 7 个转运中心有自动化设备, 预计到今年年底将有 31-33 个做到自动化水平, 约 60% 的量可以用自动化设备, 可以大规模的节省人工成本, 而且

机械设备的投入磨合期相对较短，仅为 1-2 个月，所以对于全年的产能利用率影响并不大。

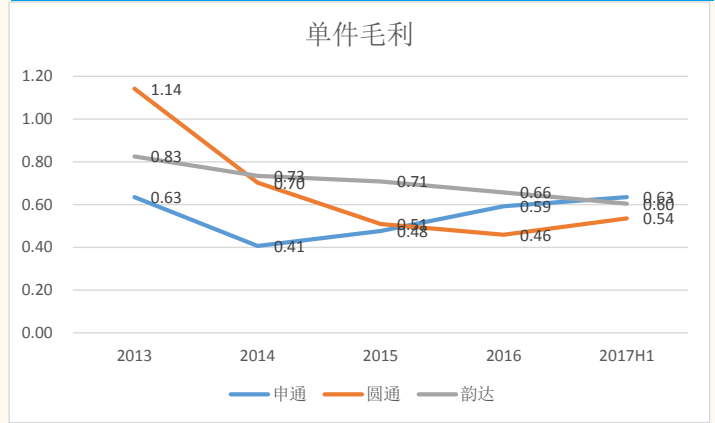
车辆方面，公司现有自营车辆约 600-700 台，18 年计划投入 1000 台左右，自营车队的成本相对较小，单位成本约下降 20%。

图表 25：单件中转成本对比



来源：各公司年报，国金证券研究所

图表 26：单件毛利对比



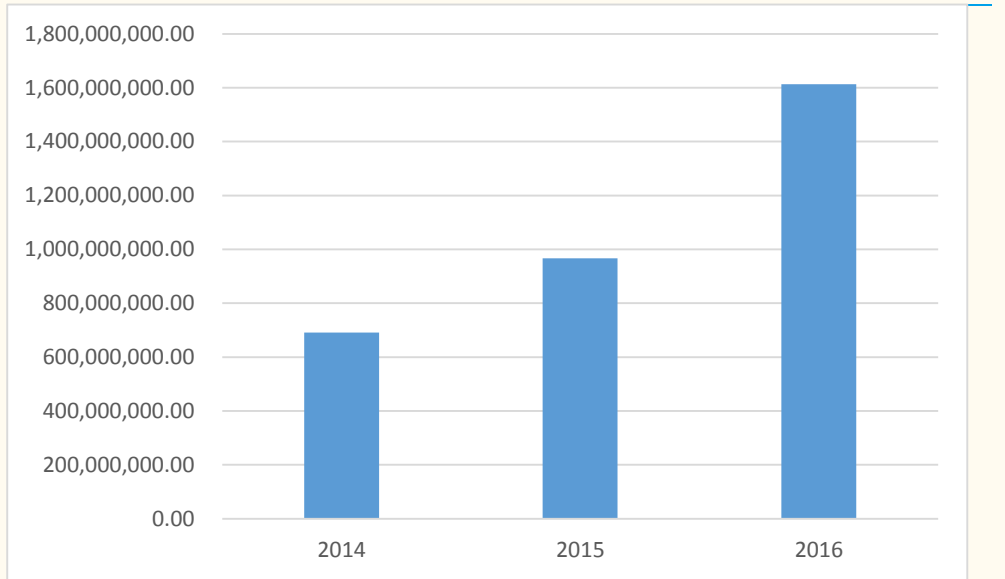
来源：各公司年报，国金证券研究所

### 进入产能释放周期，盈利能力将逐步上升

公司自 2014 年开始，资本开支速度逐年加快；2015-2016 年现金流量表中构建资产支付的现金分别达到约 10 亿及 16 亿，增加速度为 40%及 67%。而这几年的资本开支中，主要集中在房屋及建筑物，可以分析出这两年的资本开支性质为建设中转中心，产能扩张。

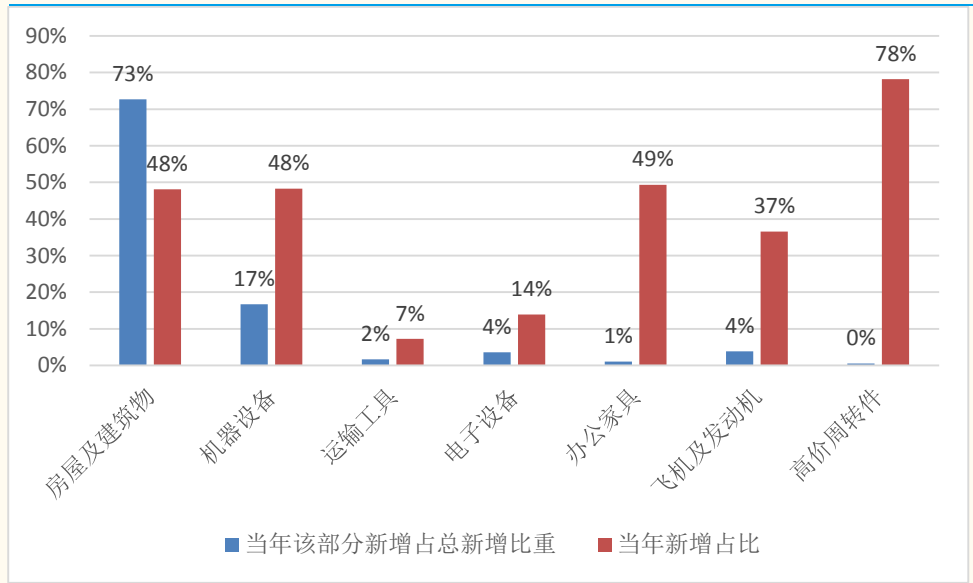
而产能扩张在 2017 年持续发生，我们看到 2017 年中报的在建工程有约 6.3 亿元，与 2016 年基本持平，是 2015 年的 1 倍；列表中在建项目 28 个，与韵达 1 个、申通 15 个的数量相比，依旧较多；但从工程进度来看，在 2017 年末一半以上的项目将近完工。

图表 27：现金流量表：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 28：2016 年公司新增固定资产结构



来源：公司年报，国金证券研究所

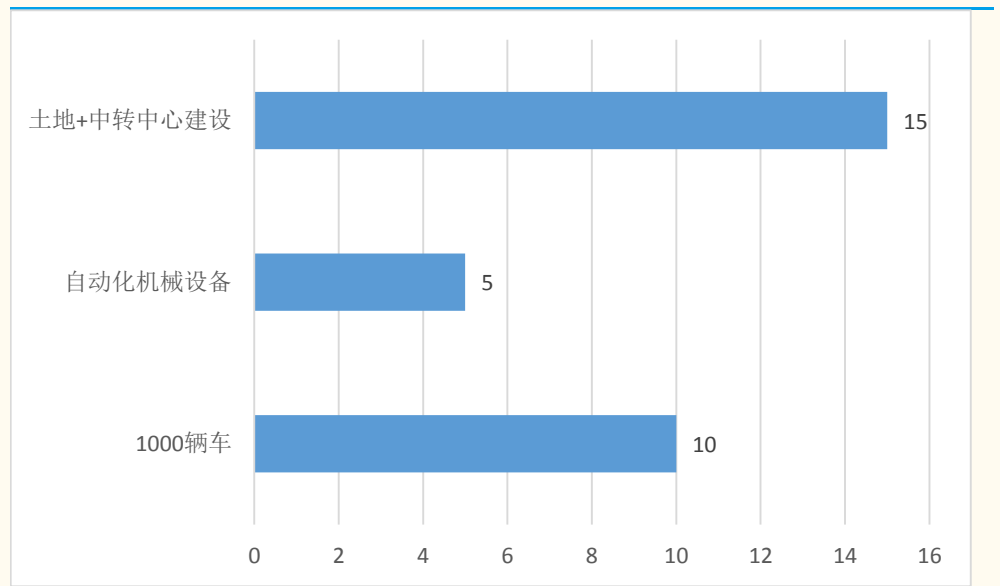
图表 29：2017 年年中公司重要在建工程进度

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
圆通速递（东莞）区域管理总部项目	238,534,200.00	1.62	1.62	自有资金
长春中心新建项目	160,388,500.00	<b>61.2</b>	<b>61.2</b>	自有资金
圆通中转中心 浙北总部项目	87,153,300.00	17.93	17.93	自有资金
圆通速递（南昌）总部基地项目	198,162,200.00	2.92	2.92	自有资金
圆通速递浙中总部基地项目 金华	60,239,196.95	<b>100</b>	<b>100</b>	自有资金及募投资金
圆通速递（南通）航空总部项目	31,699,100.00	<b>46.58</b>	<b>46.58</b>	自有资金
圆通速递辽宁区域总部项目	197,757,600.00	3.43	3.43	自有资金
-（一）济南包装分拣车间项目（二期）	69,945,600.00	<b>38.89</b>	<b>38.89</b>	自有资金
-（二）圆通速递西北转运中心项目（二期）	87,370,400.00	0.1	0.1	自有资金
圆通速递浙东总部项目	383,321,400.00	0.26	0.26	自有资金
泰州圆通速递转运中心二期项目	48,710,960.00	0.15	0.15	自有资金
圆通速递华北区域（天津）总部项目	87,254,434.90	<b>100</b>	<b>100</b>	自有资金及募投资金
圆通速递（浙南）区域总部项目	243,323,500.00	4.32	4.32	自有资金
圆通速递（皖南）区域管理总部项目	212,856,440.00	0.39	0.39	自有资金
总部新建经济项目	839,137,100.00	<b>46</b>	<b>46</b>	自有资金及募投资金
圆通速递华东管理区总部及转运中心项目二期	49,367,262.63	<b>100</b>	<b>100</b>	自有资金及募投资金
圆通速递华东管理区总部及转运中心项目	16,090,770.52	<b>100</b>	<b>100</b>	自有资金及募投资金

来源：2017 中报，国金证券研究所

从 2018 年资本开支计划中可以看到，公司在未来资本开支开始逐步即专注产能扩张也兼顾产能升级置换；公司一半的资本开支将放在机械设备自动化及购买自有车辆上，对于这两方面公司主要进行的是产能替换，用机械化设备代替人工、自有车辆代替外包车辆，所以该部分培育期相对较短，对公司影响较小。而在中转中心的建设上，上一波新增中转中心主要集中在 2016-2017 年，（2016 年新增土地使用权 5 亿，2017 年上半年仅 1.6 亿）所以这两年部分中转中心依旧处于培育期，2018 年产能利用率将达到成熟期，进入盈利模式。而对于 2018 年准备购置的土地，建设周期 1-2 年，短期将不会影响公司盈利能力。

图表 30：2018 资本开支计划



来源：圆通 2 月调研纪要，国金证券研究所

### 盈利预测

#### 收入端预测：

公司收入端包含面单费、中转费、派送费及其他。其中由于加盟制快递公司主要收取的是网络信息服务费用，所以面单收入和中转收入可加在一起比较。随着电子面单的普及及中转成本的下降，快递业务的单票收入这几年呈下降趋势，我们假设单位派费为 1.5 元/件，由于中通部分中转加盟、韵达有加盟商自跑，公司单位面单+中转应该较申通及圆通高。从申通及韵达披露的月度数据来看，下半年派费上涨，单位中转+面单收入持续同比下浮，环比下浮；我们认为与电子面单持续普及、下半年电商件占比高及小件占比提升相关。

以对于 2017 年圆通单票收入的判断为

- (1) 为平衡加盟商网点利润，派费有小幅上涨，全年平均达到 1.45 元/单。
- (2) 由于电子面单渗透已经成熟，单位下降速度减缓。公司下半年为保障业务量，单位中转费用有所下浮。

但整体全年平均单件收入或与中报数据持平，达到 3.63 元/单。

图表 31：年度各公司单件收入比较

		2013	2014	2015	2016	2017H1
快递业务单票收入	申通	3.34	2.43	2.92	2.99	3.20
	圆通	5.15	4.28	3.82	3.64	3.63
	韵达	3.68	2.89	2.29	2.13	1.99
	顺丰	24.58	23.62	23.84	22.15	23.31

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 32：月度各公司单件收入比较

公司	当月单价				同比增速			
	2017.10	2017.11	2017.12	2018.1	2017.10	2017.11	2017.12	2018.1
申通	3.24	3.25	3.24	3.46	8%	8%	9%	8%
韵达	1.87	1.99	2.03	2.01	-8%	-7%	-9%	-8%
顺丰	23.64	22.27	22.17	22.87	11%	7%	-3%	-7%

来源：公司月度经营数据公告，国金证券研究所

2018-2019 年预测 单位面单费持平，电子面单渗透率稳定；中转费持续由于成本优化及规模优势、区域价格战下降，但降幅逐步收窄；单票派送费呈现上升趋势。

图表 33：单件收入预测

平均单价	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
面单费	1.24	1.16	0.91	0.84	0.83	0.82	0.82
中转费	2.34	1.62	1.46	1.35	1.27	1.22	1.19
其他	0.15	0.07	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08
单票派送费	1.43	1.43	1.40	1.40	1.45	1.65	1.65
合计	5.16	4.28	3.83	3.67	3.63	3.77	3.74

来源：公司公告，2016 年为预测值，国金证券研究所

成本端预测：

根据往年经验运输成本约占中转成本的 50%，中心操作成本及网点中转支出各占中转成本的 25%。到 18 年末公司约一半中转中心实现自动化，自有车辆翻倍，由于需要培养时间，所以假设到 2019 年运输成本及中心操作成本较 2017 年节省 10%，达到 1.55 元/件。

图表 34：单件成本预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
单件中转成本	2.42	2.04	1.86	1.89	1.70	1.60	1.55
单票面单成本	0.18	0.14	0.07	0.03	0.03	0.03	0.03
合计	2.60	2.18	1.92	1.91	1.73	1.63	1.58
单件毛利（不含派费）	1.13	0.67	0.50	0.46	0.45	0.49	0.51

来源：公司公告，国金证券研究所

业务量预测：

假设行业业务量增速 2018-2019 为 22%及 20%；公司市占率逐步回升，2017-2019 业务量增速将为 22%、27%及 23%。

图表 35：业务量预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
行业快递业务量（亿件）	91.87	139.60	206.70	312.80	400.60	488.73	586.48
行业增速		52%	48%	51%	28%	22%	20%
公司业务量（万件）	128,376.49	185,734.05	303,158.21	446,000.00	544,816.00	693,999.44	850,393.68
增速		45%	63%	47%	22%	27%	23%
市占率	13.97%	13.30%	14.67%	14.26%	13.60%	14%	14.50%

来源：wind，公司财报，国金证券研究所

风险提示

电商增速不及预期。作为目前快递行业增长重要推动因素的电商，如果发展进入瓶颈，将导致快递行业无法保持较高增速；

出现大规模价格战。快递单票收入仍处于较低水平，快递公司所提供服务存在

同质性，不排除快递公司间进行价格战抢占份额，降低行业盈利水平；

**加盟商网点不稳定。**若快递公司对于加盟商管理不善，再次出现加盟商网店停止营业、爆仓等情况，将对快递公司业务运行造成极大伤害。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	919	908	16,818	19,789	26,188	31,830
增长率		-1.2%	1752.6%	17.7%	32.3%	21.5%
主营业务成本	-722	-704	-14,538	-17,399	-22,845	-27,491
%销售收入	78.5%	77.5%	86.4%	87.9%	87.2%	86.4%
毛利	197	204	2,280	2,390	3,343	4,339
%销售收入	21.5%	22.5%	13.6%	12.1%	12.8%	13.6%
营业税金及附加	-4	-6	-45	-51	-68	-83
%销售收入	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-95	-102	-76	-85	-110	-131
%销售收入	10.3%	11.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-55	-57	-461	-495	-602	-716
%销售收入	6.0%	6.2%	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	43	40	1,699	1,758	2,563	3,409
%销售收入	4.6%	4.4%	10.1%	8.9%	9.8%	10.7%
财务费用	9	20	12	41	48	54
%销售收入	-1.0%	-2.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-1	-4	-4	-7	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0
投资收益	42	38	33	200	150	150
%税前利润	44.8%	39.1%	1.8%	9.6%	5.2%	4.0%
营业利润	94	94	1,740	1,992	2,761	3,613
营业利润率	10.2%	10.4%	10.3%	10.1%	10.5%	11.4%
营业外收支	0	2	89	90	100	110
税前利润	94	97	1,828	2,082	2,861	3,723
利润率	10.2%	10.7%	10.9%	10.5%	10.9%	11.7%
所得税	-25	-26	-456	-521	-715	-931
所得税率	26.1%	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	70	70	1,372	1,562	2,146	2,792
少数股东损益	21	25	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	48	45	1,372	1,562	2,146	2,792
净利率	5.3%	5.0%	8.2%	7.9%	8.2%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	70	70	1,372	1,562	2,146	2,792
少数股东损益	21	25	0	0	0	0
非现金支出	28	29	210	324	457	633
非经营收益	-52	-62	-36	-290	-250	-260
营运资金变动	4	55	284	1,128	319	482
经营活动现金净流	49	92	1,830	2,724	2,673	3,648
资本开支	-83	-19	-1,586	-2,366	-2,737	-3,221
投资	-30	-102	-2,304	-1	0	0
其他	51	53	33	200	150	150
投资活动现金净流	-62	-68	-3,857	-2,167	-2,587	-3,071
股权募资	8	0	2,305	0	0	0
债权募资	8	12	-50	-13	0	1
其他	-32	-21	821	164	-63	-67
筹资活动现金净流	-15	-10	3,076	151	-63	-66
现金净流量	-27	14	1,049	708	22	511

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	303	327	1,617	2,325	2,347	2,858
应收账款	112	105	438	434	574	698
存货	308	256	32	38	50	60
其他流动资产	470	468	4,485	3,605	4,138	4,466
流动资产	1,193	1,155	6,573	6,402	7,109	8,081
%总资产	80.1%	75.9%	58.9%	48.8%	43.8%	40.6%
长期投资	99	191	1	-6	-7	-7
固定资产	151	138	2,731	4,405	6,358	8,656
%总资产	10.2%	9.1%	24.5%	33.5%	39.2%	43.5%
无形资产	18	19	1,775	2,232	2,659	3,060
非流动资产	296	367	4,595	6,727	9,107	11,805
%总资产	19.9%	24.1%	41.1%	51.2%	56.2%	59.4%
资产总计	1,489	1,523	11,168	13,130	16,216	19,887
短期借款	8	20	0	0	0	0
应付款项	104	79	2,500	2,739	3,602	4,345
其他流动负债	103	112	421	431	569	767
流动负债	216	212	2,921	3,170	4,171	5,112
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2	1	42	29	32	35
负债	217	213	2,963	3,199	4,203	5,148
普通股股东权益	1,041	1,070	8,205	9,931	12,013	14,739
少数股东权益	231	240	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,489	1,523	11,168	13,130	16,216	19,887

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.292	0.274	0.486	0.553	0.761	0.990
每股净资产	6.309	6.485	22.018	26.648	32.236	39.549
每股经营现金净流	0.300	0.557	4.912	7.309	7.171	9.788
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.150	0.170	0.180
回报率						
净资产收益率	4.63%	4.22%	16.72%	15.72%	17.86%	18.95%
总资产收益率	3.24%	2.96%	12.28%	11.89%	13.23%	14.04%
投入资本收益率	2.46%	2.16%	15.54%	13.28%	16.00%	17.35%
增长率						
主营业务收入增长率	13.62%	-1.17%	1752%	17.67%	32.34%	21.54%
EBIT增长率	-44.07%	-7.00%	4187%	3.49%	45.76%	33.02%
净利润增长率	-10.94%	-6.40%	2939%	13.82%	37.42%	30.12%
总资产增长率	9.91%	2.25%	633.43%	17.57%	23.51%	22.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.3	42.0	3.1	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	136.1	146.4	3.6	0.8	0.8	0.8
应付账款周转天数	29.4	38.0	20.1	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	60.2	55.6	45.1	61.8	62.8	73.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.74%	-31.89%	-19.71%	-23.41%	-19.54%	-19.38%
EBIT利息保障倍数	-4.7	-2.0	-146.7	-43.1	-53.0	-63.3
资产负债率	14.60%	13.97%	26.53%	24.36%	25.92%	25.89%

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
	1	3	5	6	9
	0	1	1	3	5
	0	0	0	0	3
	0	0	0	0	0
	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.17</b>	<b>1.33</b>	<b>1.65</b>

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。

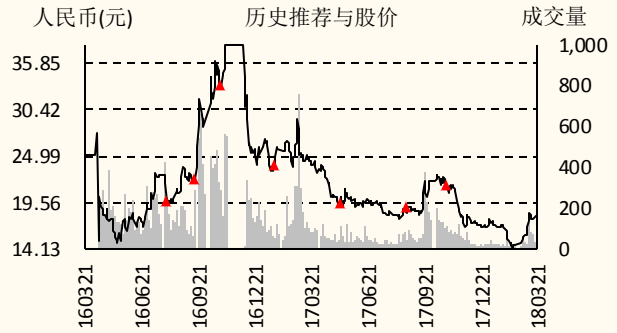
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-08-01	买入	21.94	24.00~26.00
2	2016-09-14	买入	22.10	N/A
3	2016-10-26	买入	33.59	N/A
4	2016-12-04	买入	38.03	N/A
5	2017-01-23	买入	24.00	N/A
6	2017-05-10	买入	20.14	N/A
7	2017-08-25	买入	19.01	N/A
8	2017-10-26	买入	21.51	N/A

来源：国金证券研究所



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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH