

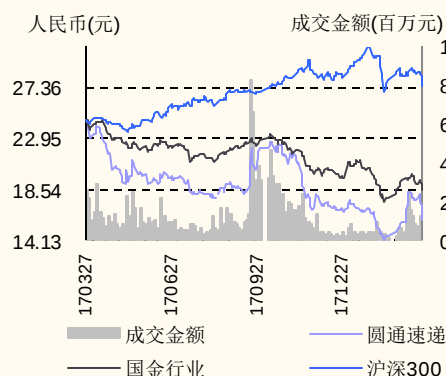
圆通速递 (600233.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.85 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)	44,783.82
年内股价最高最低(元)	24.48/14.13
沪深 300 指数	3904.94
上证指数	3152.76



相关报告

- 1.《全新业务结构打造快递生态圈，战略调整重新出发-圆通速递公司研...》，2018.2.21
- 2.《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
- 3.《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...》，2017.8.25
- 4.《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

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

业务量增速及单件毛利出现下滑，战略调整重新出发

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.486	0.506	0.755	0.950	1.164
每股净资产(元)	22.02	24.46	29.72	36.44	44.76
每股经营性现金流(元)	4.91	3.99	4.28	3.96	9.00
市盈率(倍)	52.42	33.08	20.98	16.69	13.62
行业优化市盈率(倍)	17.74	17.74	17.74	17.74	17.74
净利润增长率(%)	2938.96%	4.27%	49.20%	25.71%	22.56%
净资产收益率(%)	16.72%	15.52%	19.05%	19.53%	19.49%
总股本(百万股)	2,821.23	2,825.48	2,825.48	2,825.48	2,825.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 圆通速递 2017 年实现营业收入 199.8 亿元，同比增长 18.82%；实现归属于上市公司股东净利润 14.4 亿元，同比增长 5.16%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.1 元 (含税)。

经营分析

- **2017 业务量增速下滑，单件毛利下降：**公司 2017 年营业收入依旧有较高增长主要原因系行业业务量持续保持较高增速，另外 2017 年 11 月先达国际并入公司合并报表范围，货代业务贡献收入约 6.7 亿元；2017 年行业业务量同比增速达到 28%，公司实现业务量 50.64 亿件，同比增长 13.5%，较行业增速慢，主要受公司 2016 年底相关价格政策调整未达预期以及 2017 年年初个别网点经营调整导致快件滞留对公司经营造成了短暂负面影响所致；从快递业务单件收入及毛利来看，单件派费上涨 0.08 元、单件面单费上涨 0.01 元、单件中转费下降 0.15 元，最终导致单件毛利下降 0.08 元，主要原因系公司为支持加盟商业务的发展，保持公司快递业务的竞争力，适应快递市场的发展态势，公司对中转费的收费标准进行了一定幅度的下调。
- **2018 专注提升公司盈利能力及服务质量：**在快递行业业务量增速下降的情况下，成本管控及服务质量的提升逐步成为快递企业的核心竞争力。公司未来将更加关注降本增效：如提升自有车辆的投入、增加自动化设备、普及行者 app/金刚系统等电子化方式；另外在管理方面，强调支持和服务加盟商，实现对加盟商的常态化巡视和重点巡视与监控，并建立健全各省管理区应急处置机制，以保障公司整体服务质量。业务方面，持续完善公司网络服务能力，2017 年自营转运中心增加 2 个至 64 个，收购先达国际完善国际网络布局，自有有机队数量达到 10 架。

投资建议

- 公司在 2017 年管理问题凸显后，业务量增速下滑，单件毛利下降。2018 年在行业转变的大环境下，将更加注重提升企业成本管控能力及服务质量，盈利能力将得到极大改善。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.76/0.96/1.16 元/股，给予“买入”评级。

风险

- **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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	908	16,818	19,982	28,071	34,403	42,432
增长率		1752.6%	18.8%	40.5%	22.6%	23.3%
主营业务成本	-704	-14,538	-17,637	-24,665	-30,127	-37,163
%销售收入	77.5%	86.4%	88.3%	87.9%	87.6%	87.6%
毛利	204	2,280	2,345	3,405	4,276	5,269
%销售收入	22.5%	13.6%	11.7%	12.1%	12.4%	12.4%
营业税金及附加	-6	-45	-50	-70	-86	-106
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-102	-76	-53	-65	-79	-98
%销售收入	11.3%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-57	-461	-616	-702	-826	-976
%销售收入	6.2%	2.7%	3.1%	2.5%	2.4%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	40	1,699	1,626	2,569	3,285	4,089
%销售收入	4.4%	10.1%	8.1%	9.2%	9.5%	9.6%
财务费用	20	12	23	59	68	72
%销售收入	-2.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-4	-4	-21	-12	-3	-4
公允价值变动收益	1	0	0	6	4	4
投资收益	38	33	197	150	150	150
%税前利润	39.1%	1.8%	10.4%	5.3%	4.2%	3.4%
营业利润	94	1,740	1,826	2,772	3,504	4,311
营业利润率	10.4%	10.3%	9.1%	9.9%	10.2%	10.2%
营业外收支	2	89	68	80	80	80
税前利润	97	1,828	1,894	2,852	3,584	4,391
利润率	10.7%	10.9%	9.5%	10.2%	10.4%	10.3%
所得税	-26	-456	-459	-713	-896	-1,098
所得税率	27.3%	25.0%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	70	1,372	1,435	2,139	2,688	3,293
少数股东损益	25	0	4	5	5	5
归属于母公司的净利润	45	1,372	1,431	2,134	2,683	3,288
净利率	5.0%	8.2%	7.2%	7.6%	7.8%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	70	1,372	1,447	2,139	2,688	3,293
非现金支出	29	210	291	383	513	655
非经营收益	-62	-36	-184	-214	-234	-234
营运资金变动	55	284	-50	-694	-1,476	-323
经营活动现金净流	92	1,830	1,503	1,615	1,491	3,391
资本开支	-19	-1,586	-1,712	-1,327	-2,120	-2,220
投资	-102	-2,304	2,358	-99	-100	-100
其他	53	33	188	156	154	154
投资活动现金净流	-68	-3,857	834	-1,270	-2,066	-2,166
股权募资	0	2,305	40	0	0	0
债权募资	12	-50	555	-694	0	0
其他	-21	821	-1,204	-172	-151	-151
筹资活动现金净流	-10	3,076	-609	-866	-151	-151
现金净流量	14	1,049	1,729	-522	-726	1,074

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	327	1,617	4,174	3,652	2,926	4,000
应收款项	105	438	1,462	1,653	2,026	2,499
存货	256	32	45	54	66	81
其他流动资产	468	4,485	1,232	2,148	4,181	5,223
流动资产	1,155	6,573	6,912	7,508	9,199	11,804
%总资产	75.9%	58.9%	48.9%	47.3%	47.6%	49.8%
长期投资	191	1	349	449	549	649
固定资产	138	2,731	3,655	4,929	6,085	7,113
%总资产	9.1%	24.5%	25.8%	31.1%	31.5%	30.0%
无形资产	19	1,775	2,863	2,614	3,146	3,764
非流动资产	367	4,595	7,231	8,355	10,142	11,887
%总资产	24.1%	41.1%	51.1%	52.7%	52.4%	50.2%
资产总计	1,523	11,168	14,143	15,862	19,341	23,691
短期借款	20	0	658	0	0	0
应付款项	79	2,500	3,379	3,712	4,538	5,597
其他流动负债	112	421	427	521	637	785
流动负债	212	2,921	4,464	4,233	5,175	6,382
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	42	316	278	278	278
负债	213	2,963	4,780	4,511	5,453	6,660
普通股股东权益	1,070	8,205	9,219	11,203	13,735	16,872
少数股东权益	240	0	144	149	154	159
负债股东权益合计	1,523	11,168	14,143	15,862	19,341	23,691

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.274	0.486	0.506	0.755	0.950	1.164
每股净资产	6.485	22.018	24.459	29.722	36.440	44.765
每股经营现金净流	0.557	4.912	3.989	4.284	3.955	8.997
每股股利	0.030	0.050	0.110	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	4.22%	16.72%	15.52%	19.05%	19.53%	19.49%
总资产收益率	2.96%	12.28%	10.11%	13.46%	13.87%	13.88%
投入资本收益率	2.16%	15.54%	12.28%	16.95%	17.72%	17.99%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.17%	1752.63%	18.82%	40.48%	22.56%	23.34%
EBIT 增长率	-7.00%	4187.54%	-4.30%	57.99%	27.87%	24.49%
净利润增长率	-6.40%	2938.96%	4.27%	49.20%	25.71%	22.56%
总资产增长率	2.25%	633.43%	26.64%	12.15%	21.93%	22.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.0	3.1	11.9	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	146.4	3.6	0.8	0.8	0.8	0.8
应付账款周转天数	38.0	20.1	37.2	34.0	34.0	34.0
固定资产周转天数	55.6	45.1	53.7	53.7	55.0	52.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.89%	-19.71%	-37.56%	-32.17%	-21.07%	-23.49%
EBIT 利息保障倍数	-2.0	-146.7	-70.5	-43.2	-48.2	-57.0
资产负债率	13.97%	26.53%	33.80%	28.44%	28.19%	28.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	4	5	7	10
增持	0	1	1	2	5
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.17	1.22	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-14	买入	22.10	N/A
2	2016-10-26	买入	33.59	N/A
3	2016-12-04	买入	38.03	N/A
4	2017-01-23	买入	24.00	N/A
5	2017-05-10	买入	20.14	N/A
6	2017-08-25	买入	19.01	N/A
7	2017-10-26	买入	21.51	N/A
8	2018-03-21	买入	17.44	22.00~25.00

来源：国金证券研究所

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


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