



2018年03月26日

增持(首次评级)

当前价: 15.85 元

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001

电话:

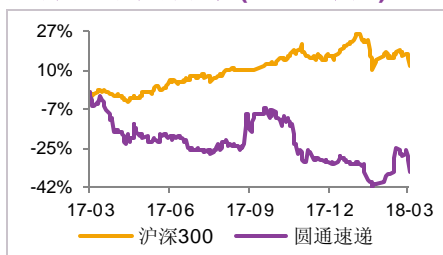
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-66235689

邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	19,982	26,874	31,718	36,640
(+/-)	19%	34%	18%	16%
归母净利润	1,443	1,872	2,163	2,731
(+/-)	5%	30%	16%	26%
EPS(元)	0.51	0.66	0.77	0.97
P/E	31	24	21	16

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯交运公司点评】圆通速递: Q2 收入增速有所回升, 业绩略低于预期》
2017-08-28

圆通速递(600233.SH)

【联讯交运】圆通速递: 收入增速短暂性放缓, 继续强化枢纽节点掌控力

投资要点

◇ 事件

公司发布 2017 年年报: 公司实现营业收入 199.82 亿元, 同比增长 18.82%, 实现归属于母公司股东净利润 14.43 亿元, 同比增长 5.16%。公司拟以利润分配实施公告指定的股权登记日的总股本为基数, 向全体股东按每 10 股派发现金红利 1.1 元 (含税)。

公司公告拟发行 36.5 亿元可转换债券, 将投资于多功能转运及仓储一体化建设项目、转运枢纽自动化升级项目和航空运能提升项目。

◇ 短期不利因素改善, 单季收入增速回升

2017 年公司完成业务量 50.64 亿件, 同比增长 17.04%, 增速低于全国快递业务量增速的 28.07%; 快递产品收入 186.21 亿元, 同比增长 14.85%, 低于全国总收入的 24.73%。主要是公司 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。对此公司及时做出调整, 业务增长逐步回升。分季度看, 2017 年 1-4 季度单季营业收入分别同比增长 6.95%、13.41%、17.31%、31.22%, 与全国快递业收入季度增速相比分别高出 -20.42pct (27.37%)、-13.67% (27.08%)、-8.43pct (25.74%)、10.65pct (20.57%)。

◇ 单票收入成本结构性调整, 毛利下滑

从快递单票收入来看, 面单费、派送费均有所提升, 但由于公司对中转费的收费标准进行了一定幅度的下调, 单票中转费 (1.41 元) 同比下降 9.95%, 使得单票收入 (3.68 元) 下降 1.87%。单票快递成本 (3.29 元) 小幅增长 0.5%, 其中, 因业务量增加及人工成本上升, 成本占比最高的派送服务支出 (1.37 元) 同比增长 5.04%。收入与成本双向变化, 单票毛利 0.39 元, 同比下降 18.28%。

◇ 收购先达国际新增货代业务, 国际业务布局再上新台阶

公司收购先达国际 64.75% 股权, 从 2017 年 11 月开始并表。先达国际主业为航空和海运的货运代理, 从而为公司全年提供 6.69 亿元的货代业务收入。

先达国际的年报显示, 2017 年总收入 36.71 亿港元 (30.94 亿元), 同比增长 28.85%, 实现净利润 0.82 亿港元, 大幅增长 1862.98%。其中, 空运业务 25.61 亿港元 (+37.1%)。收入增长主要来源三方面: 1) 空运服务需求增加及售价调整; 2) 薪金及工资有所减少; 3) 出售电子商务业务。跨境小包业务是公司 2017 年着力发展业务, 受跨境电子商务增长以及与菜鸟的合作深入, 跨境小包业务收入 0.93 亿港元, 同比增长 211.0%。圆通控股先达国际后, 有助于先达国际进一步拓展国际货代业务, 并借力全球跨境电商发展,



国际快递及包裹需求将得到长足发展。

✧ 拟发行 36.5 亿元可转换公司债，强化核心枢纽节点掌控力

公司计划发行 36.5 亿元可转债，募集资金将投资于多功能转运及仓储一体化建设项目、转运枢纽自动化升级项目和航空运能提升项目。项目实施后，公司将进一步强化核心枢纽节点掌控力，提升快递网络稳定性，实现枢纽转运中心自动化转型升级，有效提升运营效率和服务质量。

✧ 盈利预测与评级

我们预计，公司业务量增速将在 2018 年回升，2018-2020 年营业收入为 268.74\317.18\366.40 亿元，归属于母公司净利润 18.72\21.63\27.31 亿元，每股收益 0.66\0.77\0.97 元，对应 PE 为 24x\21x\16x。首次覆盖，给予“增持”评级。

✧ 风险提示

快递业务量增速下滑，单价下降；加盟网点调整；募投项目建设进度不及预期。

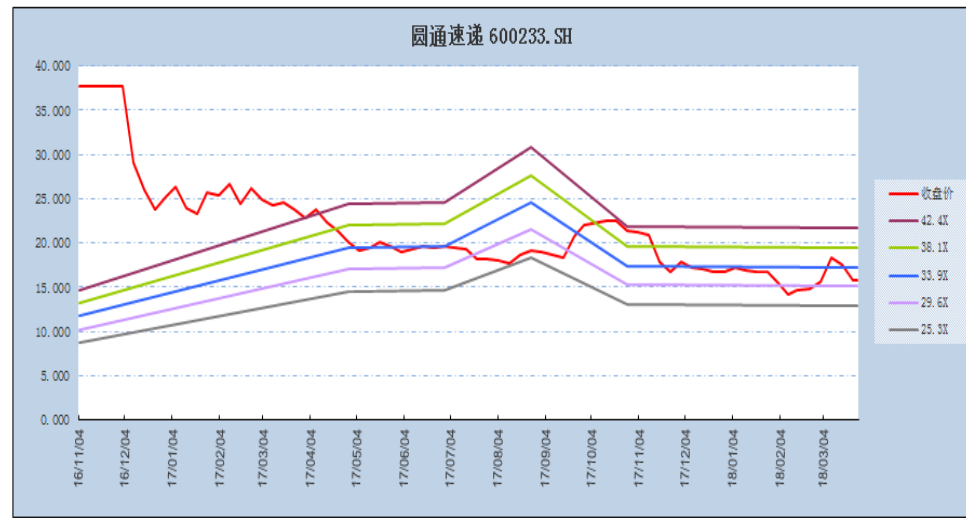


图表1： 可转换债券募集资金使用计划

	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	多功能转运及仓储一体化建设项目	31.45	23
2	转运中心自动化升级项目	22.19	10
3	航空运能提升项目	5.84	3.5
	合计	59.48	36.5

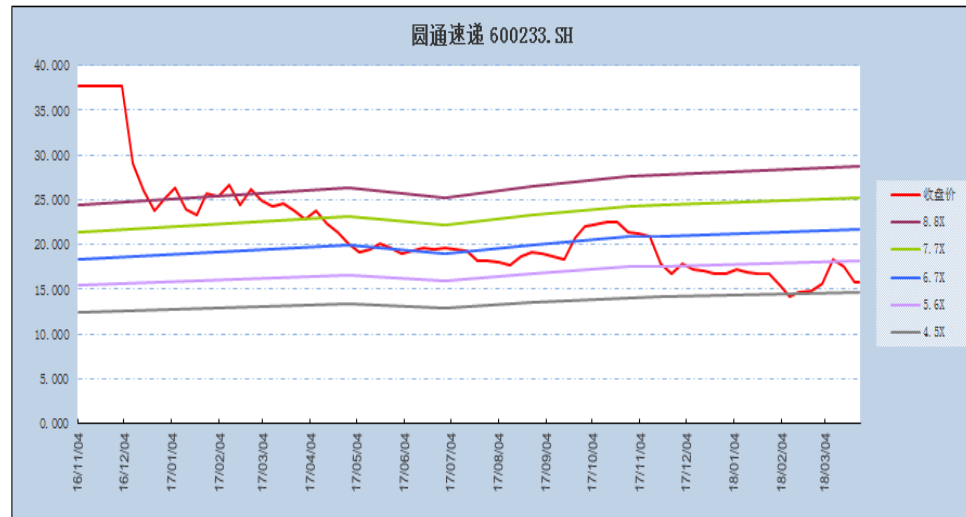
资料来源：公司公告，联讯证券

图表2： PE Band



资料来源:Wind，联讯证券

图表3： PB Band



资料来源:Wind，联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,912	10,756	9,962	6,272	经营活动现金流	1,556	-648	2,097	8,412
现金	4,174	4,615	2,905	3,937	净利润	1,447	1,872	2,163	2,731
应收账款	1,111	1,494	1,763	2,037	折旧摊销	2,625	-3,254	-1,699	1,076
其它应收款	351	472	557	644	财务费用	13	7	-1	19
预付账款	123	179	246	322	投资损失	-197	-217	-239	-262
存货	45	61	72	82	营运资金变动	3,147	-2,403	84	5,840
其他	1,109	3,935	4,419	-750	投资活动现金流	834	-1,568	-2,504	-1,884
非流动资产	7,231	9,473	13,368	20,826	筹资活动现金流	-607	3,586	-63	-100
长期投资	220	0	0	0	短期借款	657	0	0	0
固定资产	2,940	3,786	5,320	10,716	长期借款	0	3650	0	0
无形资产	1,855	1,762	1,674	1,591	现金净增加额	1,783	1,371	-470	6,429
其他	2,217	3,925	6,374	8,520					
资产总计	14,143	20,229	23,330	27,098					
流动负债	4,464	5,035	6,036	7,153					
短期借款	657	657	657	657					
应付账款	2,053	2,600	3,149	3,774					
其他	1,754	1,778	2,229	2,722					
非流动负债	303	3,953	3,953	3,953					
长期借款	0	3,650	3,650	3,650					
其他	303	303	303	303					
负债合计	4,767	8,988	9,989	11,106					
少数股东权益	144	144	143	143					
归属母公司股东权益	9,219	11,085	13,184	15,835					
负债和股东权益	14,143	20,229	23,330	27,098					
利润表					主要财务比率				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,982	26,874	31,718	36,640	成长能力				
营业成本	17,637	23,721	28,035	32,036	营业收入	18.8%	34.5%	18.0%	15.5%
营业税金及附加	50	68	80	92	营业利润	5.6%	30.5%	16.0%	26.9%
营业费用	53	71	84	97	归属母公司净利润	5.2%	29.7%	15.6%	26.3%
管理费用	616	828	977	1,129	获利能力				
财务费用	-23	7	-1	19	毛利率	11.7%	11.7%	11.6%	12.6%
资产减值损失	21	0	0	0	净利率	7.2%	7.0%	6.8%	7.5%
公允价值变动收益	-3	-17	-16	-16	ROE	15.5%	16.7%	16.2%	17.1%
投资净收益	197	217	239	262	ROIC	22.62%	37.44%	21.43%	19.75%
营业利润	1,838	2,398	2,781	3,530	偿债能力				
营业外收入	128	128	128	128	资产负债率	33.8%	44.5%	42.9%	41.0%
营业外支出	75	75	75	75	净负债比率	-13%	-4%	13%	11%
利润总额	1,906	2,466	2,850	3,598	流动比率	1.55	2.14	1.65	0.88
所得税	459	594	687	867	速动比率	1.54	2.12	1.64	0.87
净利润	1,447	1,872	2,163	2,731	营运能力				
少数股东损益	-19	0	0	0	总资产周转率	1.58	1.56	1.46	1.45
归属母公司净利润	1,443	1,872	2,163	2,731	应收账款周转率	30.74	20.64	19.48	19.29
EBITDA	2,024	2,497	2,869	3,633	应付账款周转率	11.13	11.55	11.03	10.58
EPS（元）	0.51	0.66	0.77	0.97	每股指标(元)				
					每股收益	0.51	0.66	0.77	0.97
					每股经营现金	0.55	-0.23	0.74	2.98
					每股净资产	3.31	3.31	3.97	4.72
					估值比率				
					P/E	31.04	23.93	20.70	16.40
					P/B	4.78	4.78	3.99	3.36
					EV/EBITDA	0.87	2.00	2.33	1.56

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com