

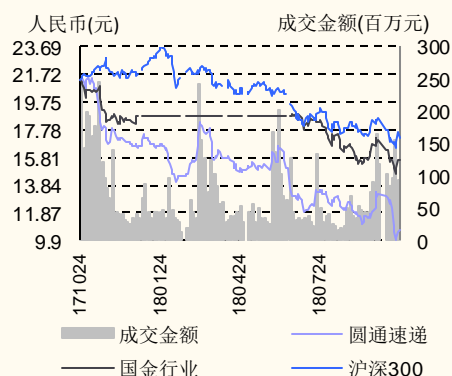
圆通速递 (600233.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.61 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)	30,034.48
年内股价最高最低(元)	21.59/9.90
沪深 300 指数	3183.43
上证指数	2594.83



相关报告

1. 《营收实现大幅上涨, 期待 2018 业绩复苏-圆通速递公司点评》, 2018.4.24
2. 《业务量增速及单件毛利出现下滑, 战略调整重新出发-圆通速递公司...》, 2018.3.26
3. 《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...》, 2018.3.21
4. 《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

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

业务量恢复稳健增长, 期待成本端效率提升

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	0.511	0.539	0.655	0.882
每股净资产(元)	22.02	24.46	28.48	33.35	39.69
每股经营性现金流(元)	4.91	3.99	2.81	6.51	9.80
市盈率(倍)	52.42	32.80	22.82	18.79	13.95
净利润增长率(%)	2938.96%	5.16%	5.77%	21.46%	34.69%
净资产收益率(%)	16.72%	15.65%	14.02%	14.54%	16.46%
总股本(百万股)	2,821.23	2,825.48	2,830.77	2,830.77	2,830.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 18 年前三季度实现营收 186 亿元, 同增 44.7%; 实现归母净利 12.5 亿元, 同增 18.5%; 归母扣非净利润 12 亿元, 同增 21.5%。Q3 单季度营收为 65.57 亿元/+40.82%, 环比 H1 下滑 6.1pcts。

经营分析

- 管理费用管控有效与政府补助增多, 致使归母扣非净利环比增速改善 (+3.2pcts)。上半年公司并表圆通国际, 致使前三季度营收同增 44.7%。Q3 单季度实现营收 65.6 亿元/+40.8%, 增速环比 H1 下滑 6.1pcts; 归母净利增速环比提高 3.2pcts。利润增速环比有所改善, 源于管理费用增速较 H1 放缓 5.0pcts 以及政府补贴增多所致。Q3 毛利率 13.2%, 与 H1 毛利率持平。剔除先达国际并表影响后, 公司 Q3 扣非净利同增 21%。
- Q3 业务量增速小幅提升, 有效申诉率下滑明显。公司前三季度业务量 44.44 亿件/+29.92%, 高出行业平均增速 3.1pct, 但 9 月业务量增速环比放缓 (-3.2pcts), 单价 3.33 元/-9.8%, 或由于转运中心搬迁, 中转补贴口径调整所致。公司在服务质量上进步显著, 有效申诉率从年初 6.87/百万件下降到 8 月 0.41/百万件, 环比-15.8%, 同比-86.1%, 与韵达、中通差距显著缩小, 超过申通。服务质量的提升源于通过增加干线运输车辆数量和提高信息化水平加强业务流程控制, 以及持续改善与加盟商的关系、优化派件端的利益。
- 枢纽转运中心升级致使货币现金下降较多 (-40%), 战略调整效果明显。公司 Q3 现金及现金等价物为 32 亿元/-40%, 源于对 10 个枢纽转运中心升级所致。下半年将有 500 辆自有车辆投放, 计划年底实现 1500-2000 的自有车队规模。年初开始, 公司大力提高自有干线运输车辆数量、加强转运中心自动化建设和转运中心自有率、拓宽航空运力壁垒。在与加盟商的关系将理顺后, 成本优化及服务质量改善明显, 叠加上一轮 2016-2017 年运转中心已经基本度过培育期, 产能利用率有望加速提升。

投资建议

- 公司 2017 年管理问题凸显后, 进行战略调整, 未来将更加注重提升成本管控能力及服务质量。预计 18-20 公司 EPS 分别为 0.54/0.66/0.88 元/股, 对应 PE 分别为 23 倍、19 倍和 14 倍, 给予“买入”评级。

风险提示

- 电商增速不及预期、加盟商网点不稳定、出现大规模价格战

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	908	16,818	19,982	26,446	33,529	40,796	货币资金	327	1,617	4,174	1,600	1,526	2,957
增长率		#####	18.8%	32.3%	26.8%	21.7%	应收款项	105	438	1,462	1,775	2,205	2,627
主营业务成本	-704	-14,538	-17,637	-23,528	-29,909	-36,068	存货	256	32	45	64	82	89
%销售收入	77.5%	86.4%	88.3%	89.0%	89.2%	88.4%	其他流动资产	468	4,485	1,232	1,990	2,041	1,790
毛利	204	2,280	2,345	2,918	3,620	4,728	流动资产	1,155	6,573	6,912	5,430	5,854	7,463
%销售收入	22.5%	13.6%	11.7%	11.0%	10.8%	11.6%	%总资产	75.9%	58.9%	48.9%	34.3%	32.4%	34.9%
营业税金及附加	-6	-45	-50	-69	-87	-106	长期投资	191	1	349	909	909	909
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	138	2,731	3,655	5,460	6,857	8,158
营业费用	-102	-76	-53	-114	-144	-175	%总资产	9.1%	24.5%	25.8%	34.5%	37.9%	38.1%
%销售收入	11.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	19	1,775	2,863	3,417	3,840	4,235
管理费用	-57	-461	-616	-793	-1,039	-1,265	非流动资产	367	4,595	7,231	10,406	12,226	13,922
%销售收入	6.2%	2.7%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	%总资产	24.1%	41.1%	51.1%	65.7%	67.6%	65.1%
息税前利润 (EBIT)	40	1,699	1,626	1,942	2,349	3,182	资产总计	1,523	11,168	14,143	15,836	18,080	21,385
%销售收入	4.4%	10.1%	8.1%	7.3%	7.0%	7.8%	短期借款	20	0	658	326	0	0
财务费用	20	12	23	-8	22	46	应付款项	79	2,500	3,379	3,637	4,210	4,896
%销售收入	-2.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	112	421	427	447	567	765
资产减值损失	-4	-4	-21	0	0	0	流动负债	212	2,921	4,464	4,410	4,778	5,661
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	38	33	209	50	50	50	其他长期负债	1	42	316	396	411	411
%税前利润	39.1%	1.8%	11.0%	2.5%	2.0%	1.5%	负债	213	2,963	4,780	4,805	5,188	6,073
营业利润	94	1,740	1,838	1,985	2,421	3,278	普通股股东权益	1,070	8,205	9,219	10,887	12,748	15,168
营业利润率	10.4%	10.3%	9.2%	7.5%	7.2%	8.0%	少数股东权益	240	0	144	144	144	144
营业外收支	2	89	68	50	50	50	负债股东权益合计	1,523	11,168	14,143	15,836	18,080	21,385
税前利润	97	1,828	1,906	2,035	2,471	3,328	比率分析						
利润率	10.7%	10.9%	9.5%	7.7%	7.4%	8.2%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-26	-456	-459	-509	-618	-832	每股指标						
所得税率	27.3%	25.0%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.274	0.486	0.511	0.539	0.655	0.882
净利润	70	1,372	1,447	1,526	1,853	2,496	每股净资产	6.485	22.018	24.459	28.484	33.355	39.686
少数股东损益	25	0	4	0	0	0	每股经营现金净流	0.557	4.912	3.989	2.809	6.509	9.798
归属于母公司的净利润	45	1,372	1,443	1,526	1,853	2,496	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
净利率	5.0%	8.2%	7.2%	5.8%	5.5%	6.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.22%	16.72%	15.65%	14.02%	14.54%	16.46%
净利润	70	1,372	1,447	1,526	1,853	2,496	总资产收益率	2.96%	12.28%	10.20%	9.64%	10.25%	11.67%
少数股东损益	25	0	4	0	0	0	投入资本收益率	2.16%	15.54%	12.30%	12.81%	13.65%	15.57%
非现金支出	29	210	291	400	528	643	增长率						
非经营收益	-62	-36	-184	-40	-89	-100	主营业务收入增长率	-1.17%	1752.63%	18.82%	32.35%	26.79%	21.67%
营运资金变动	55	284	-50	-812	196	706	EBIT增长率	-7.00%	4187.54%	-4.30%	19.44%	20.98%	35.44%
经营活动现金净流	92	1,830	1,503	1,074	2,488	3,745	净利润增长率	-6.40%	2938.96%	5.16%	5.77%	21.46%	34.69%
资本开支	-19	-1,586	-1,712	-2,958	-2,298	-2,289	总资产增长率	2.25%	633.43%	26.64%	11.97%	14.17%	18.28%
投资	-102	-2,304	2,358	-561	0	0	资产管理能力						
其他	53	33	188	50	50	50	应收账款周转天数	42.0	3.1	11.9	17.5	17.0	16.5
投资活动现金净流	-68	-3,857	834	-3,469	-2,248	-2,239	存货周转天数	146.4	3.6	0.8	1.0	1.0	0.9
股权募资	0	2,305	40	218	85	0	应付账款周转天数	38.0	20.1	37.2	30.0	25.0	23.0
债权募资	12	-50	555	-253	-311	1	固定资产周转天数	55.6	45.1	53.7	57.2	53.8	50.5
其他	-21	821	-1,204	-144	-87	-76	偿债能力						
筹资活动现金净流	-10	3,076	-609	-178	-313	-75	净负债/股东权益	-31.89%	-19.71%	-37.56%	-11.56%	-11.85%	-19.31%
现金净流量	14	1,049	1,729	-2,574	-74	1,431	EBIT利息保障倍数	-2.0	-146.7	-70.5	258.1	-108.5	-68.6
							资产负债率	13.97%	26.53%	33.80%	30.35%	28.70%	28.40%

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	2	8	10	20
增持	1	1	3	3	5
中性	0	0	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.33	1.54	1.47	1.39

来源：贝格数据

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	2016-10-26	买入	33.59	N/A
2	2016-12-04	买入	38.03	N/A
3	2017-01-23	买入	23.49	N/A
4	2017-05-10	买入	20.14	N/A
5	2017-08-25	买入	19.01	N/A
6	2017-10-26	买入	21.51	N/A
7	2018-03-21	买入	18.10	22.00~25.00
8	2018-03-26	买入	15.85	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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