

2019年09月04日

张楠

目标价(元)

18

圆通速递(600233.SZ)

Buy 买入

成本持续改善，快递业务保持稳定增长

公司基本资讯

产业别	交通运输		
A 股价(2019/9/3)	11.10		
上证指数(2019/9/3)	2930.15		
股价 12 个月高/低	14.7/9.47		
总发行股数(百万)	2836.27		
A 股数(百万)	788.92		
A 市值(亿元)	87.57		
主要股东	上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司(50.91%)		
每股净值(元)	4.02		
股价/账面净值	2.76		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-6.3	-8.3	-4.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

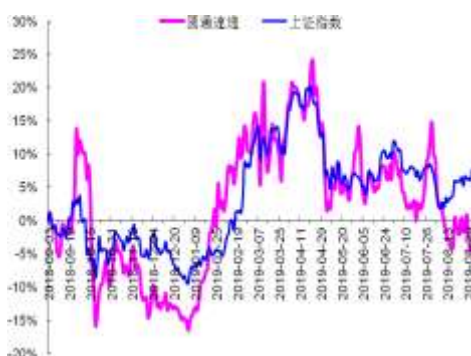
产品组合

快递业务	87.73%
货代服务	9.53%
其他	2.73%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.5%
一般法人	44.3%

股价相对大盘走势



结论与建议:

- 事件:** 公司发布 2019 年半年报, 公司上半年实现营收 139.53 亿元, 同比增 15.7%, 归母净利润 8.63 亿元, 同比增 7.6%, 扣非后净利润 8.29 亿元, 同比增 7.8%, 毛利率 12.33%, 同比微降 0.77pct。其中, 2Q 实现营收 75.09 亿元, 同比增 11.65%, 归母净利润 4.98 亿元, 同比增 2.4%, 扣非后净利润 4.73 亿元, 同比增 0.4%。
- 快递业务量稳步提升, 单票收入下滑:** 公司上半年实现业务量 38.03 亿件, 同比增长 35.2%, 业务量保持较快增长, 高于行业平均增速 9.5pct。市占率 13.70%, 较去年同期提升 0.96pct。分业务来看, 快递行业实现营收 123.65 亿元, 同比增长 20.8pct; 货代行业营收 13.17 亿元, 同比下降 13.6pct, 主要由于货代业务量下降所致; 其他业务 1.3 亿元。上半年公司快递业务单件收入为 3.19 元, 同比下降 10.7pct, 考虑公司计费规则调整, 实际单件收入约下降 5.1%, 主要由于行业价格战影响所致。
- 单票成本管控成效明显:** 上半年单票快递成本为 2.81 元, 同比降 11.56%。细分来看, 单票派送成本 1.3 元, 同比降 6.6%; 运输成本 0.74, 同比降 12.5%; 网点中转成本 0.34 元, 同比降 31.5%; 中心操作成本 0.39 元, 同比降 11.3%; 面单成本 0.04 元。综合来看, 快递行业竞争依然激烈, 公司单票收入虽有所下滑, 但得益于公司各项成本管控措施的有效落实, 单票成本改善显著, 单票毛利 0.38 元, 同比微降 0.01 元, 毛利基本保持稳定。
- 费用管控能力有所增强:** 上半年四费合计 6.5 亿元, 费用率 4.67%, 同比上升 0.36pct。公司通过调整加盟商结构、数量、自动化水准等措施, 管理费用率同比下降 0.1pct 至 3.95%。研发费用率、销售费用率、财务费用率分别为 0.26%、0.25%、0.21%, 同比上升 0.1pct、0.07pct、0.28pct, 主要由于研发投入的增加, 拓展市场增加的销售人员, 以及可转债利息支出的增加。
- 核心资源持续投入, 提升综合竞争力:** 上半年公司持续投入和完善转运中心、自动化设备、运能体系等核心资源。细分来看, 中转环节: 直营转运中心 68 个, 新建/改建/搬迁分别为 1/7/3 个, 自动化分拣设备 60 套, 较 18 年底增加 21 套, 大大提升了全网中转操作的效率和稳定性。运输环节: 加大双边运输车辆占比, 提高运输车辆的使用效率, 干线自有车辆 1572 辆, 较 18 年底增加 373 辆。配送环节: 自营城配中心 5 个, 直营及加盟建包中心 43 个, 推进加盟商区域服务能力和运营效率。此外, 公司航空机队保持稳定, 自有有机队 12 架, 上半年实现外部销售收入约 1 亿元。
- 业绩预测:** 受三四线城市及农村网购需求的爆发, 快递行业仍保持高速增长。公司近年来强力推进降本增效及核心竞争能力的构建, 不断扩大运营建设与自有航空队伍, 盈利能力稳步提升。预计 2019-2021 年实现净利润 21.59 亿元、25.28 亿元、30.18 亿元, yoy 分别增长 13.4%、17.1%、19.4%, EPS 为 0.76 元、0.89 元、1.06 元, 当前 A 股价对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、10 倍, 估值相对较低, 对此给予买入的投资建议。
- 风险提示:** 行业增速放缓, 新业务发展不如预期, 加盟商网店不稳定, 9 月底定增限售股解禁风险 (18.13 亿股, 占总股本 64%)

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019F	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,442.69	1,903.98	2,158.95	2,528.36	3,017.77
同比增减	%	5.16%	31.97%	13.39%	17.11%	19.36%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.51	0.67	0.76	0.89	1.06
同比增减	%	5.00%	31.83%	13.09%	17.11%	19.36%
A 股市盈率(P/E)	倍	32.30	14.63	14.58	12.45	10.43
股利 (DPS)	RMB 元	0.11	0.15	0.15	0.15	0.15
股息率 (Yield)	%	0.67%	1.52%	1.35%	1.35%	1.35%

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	19,982.20	27,465.14	32,271.54	37,993.28	44,383.75
经营成本	17,637.37	23,834.17	28,154.11	33,317.58	38,921.59
毛利	2,344.83	3,630.97	4,117.43	4,675.71	5,462.16
营业税金及附加	50.43	83.30	90.36	102.58	119.84
销售费用	52.81	45.20	80.68	94.98	110.96
管理费用	615.56	1,016.71	1,161.78	1,329.76	1,509.05
财务费用	(23.06)	(18.49)	64.54	37.99	44.38
资产减值损失	20.62	48.99	20.00	20.00	20.00
投资收益	197.14	85.33	70.00	80.00	100.00
营业利润	1,837.80	2,528.05	2,705.43	3,094.30	3,669.07
税前利润	1,906.20	2,579.13	2,735.43	3,124.30	3,729.07
所得税	459.35	647.44	547.09	562.37	671.23
少数股东权益	4.16	27.71	29.39	33.57	40.06
净利润	1,442.69	1,903.98	2,158.95	2,528.36	3,017.77

附二：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,173.56	4,061.44	5,527.13	7,741.24	10,806.13
存货	45.28	61.48	64.55	67.78	71.17
应收帐款	1,110.75	1,397.41	1,467.28	1,540.64	1,617.68
流动资产合计	6,912.27	8,804.11	12,058.97	14,349.67	17,494.98
长期投资净额	219.64	311.23	326.79	343.13	360.29
固定资产合计	2,939.84	5,313.14	5,578.80	5,857.74	6,150.62
在建工程	715.27	586.55	615.88	646.67	679.00
无形资产及其他资产合计	1,854.88	2,350.55	2,468.08	2,591.48	2,721.06
资产总计	14,143.16	19,968.53	21,332.63	24,042.01	27,626.95
流动负债合计	4,464.13	4,814.95	4,277.56	4,707.64	5,515.05
长期负债合计	316.30	3,359.66	3,527.64	3,704.03	3,889.23
负债合计	4,780.43	8,174.62	7,805.20	8,411.67	9,404.27
少数股东权益	143.57	294.46	309.18	324.64	340.87
股东权益合计	9,362.74	11,793.92	13,527.43	15,630.35	18,222.67
负债和股东权益总计	14,143.16	19,968.53	21,332.63	24,042.01	27,626.95

附三：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	1,556.380	2,336.010	2,806.64	3,286.86	3,923.10
投资活动产生的现金流量净额	834.270	-5,361.450	(4,289.16)	(3,431.33)	(2,745.06)
筹资活动产生的现金流量净额	-607.230	3,685.270	2,948.22	2,358.57	1,886.86
现金及现金等价物净增加额	1,781.760	661.820	1,465.69	2,214.11	3,064.89

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。