

圆通速递 (600233.SH)

管理持续改善，龙头再腾飞

领先的快递物流运营商。圆通成立于2000年5月，是国内领先的综合性快递物流运营商，是国内仅有的两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一，2016年借壳大杨创世上市。2019年快递件量达到91.15亿票，同比增长36.78%，市场份额（14.35%）位居行业第三。

快递需求向好，市场格局持续优化。1) 邮政局预计2020年快递业务量完成740亿件，同比增长18%左右；业务收入完成8660亿元，同比增长16%左右，拼多多等电商高速发展是主要驱动力。2) 随着疫情缓解，快递需求报复性反弹，3.8节推动快递件量大增。高速免收通行费、原油价格大幅下跌以及减免增值税都利好快递企业。3) 2019年，六大快递企业快递量市占率为80.35%，相较于2018年业务量市占率72.22%增长8.12pct，反映出头部快递企业市场份额进一步提升，市场格局持续优化。

持续精细化管理显成效，服务质量改善发展动力充足。新任管理层重点工作方向是加大成本管控、提升时效和服务质量。1) 公司持续加大资本开支夯实发展基础，对转运中心改造和扩建，加大自动化设备投入提升分拣效率，购置干线车辆完善公司运能体系能力建设。单票中转成本由18年1.64元下降到19上半年1.47元，精细化管理显成效。2) 公司采取多种措施重点保障快件时效和提升服务质量，客户投诉逐步下降，从2019年一季度的0.64下降至2019年12月的0，公司平均有效申诉率为百万分之0.1，较2018年降低百万分之2.6，服务质量改善是公司可持续发展的关键。

航空网络加速建设，疫情期间作用凸显。圆通速递是国内仅有的三家拥有自有航空快递企业之一，截止到2019年6月底，自有有机队数量已达12架，公司将进一步增加国际航线提升快件远程运输能力。参考UPS、FedEx等国际领先物流企业的先进经验与运营模式，控股股东投建嘉兴机场。新冠疫情发生后，圆通航空连续顺利完成中国民航局组织的抗击疫情重大航空运输任务，疫情期间圆通航空作用凸显。

投资策略：我们预测公司2019-2021年净利润为19.64亿元、22.11亿元、24.2亿元，同比增长3.2%、12.6%、9.4%。对比行业，公司当前估值仍然偏低，随着精细化管理逐渐显成效，看好公司发展潜力，我们给予公司2020年目标价17.16元，对应22倍估值，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：电商增长不及预期风险、市场竞争加剧风险、燃油价格波动风险、人工成本大幅上涨风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,982	27,465	31,947	37,398	43,402
增长率 yoy (%)	18.8	37.4	16.3	17.1	16.1
归母净利润(百万元)	1,443	1,904	1,964	2,211	2,420
增长率 yoy (%)	5.2	32.0	3.2	12.6	9.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.51	0.67	0.69	0.78	0.85
净资产收益率 (%)	15.5	16.4	14.5	14.4	14.0
P/E (倍)	26.7	20.2	19.6	17.4	15.9
P/B (倍)	4.18	3.55	3.0	2.7	2.3

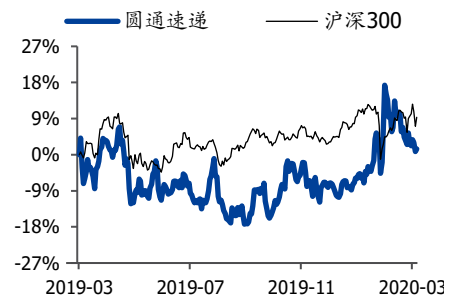
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	物流
最新收盘价	13.65
总市值(百万元)	38,801.10
总股本(百万股)	2,842.57
其中自由流通股(%)	99.76
30日日均成交量(百万股)	16.56

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号: S0680518010004

邮箱: zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱: zhengshuming@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6912	8804	13247	14659	16032
现金	4174	4061	8343	9180	10318
应收票据及应收账款	1111	1397	1520	1895	2068
其他应收款	351	450	482	609	657
预付账款	123	165	170	222	233
存货	45	61	64	83	88
其他流动资产	1109	2669	2669	2669	2669
非流动资产	7231	11164	11947	12880	13911
长期投资	220	311	401	491	581
固定资产	2940	5313	5673	6105	6548
无形资产	1855	2351	2710	3141	3658
其他非流动资产	2217	3189	3163	3142	3123
资产总计	14143	19969	25194	27538	29943
流动负债	4464	4815	6071	7032	7869
短期借款	657	166	166	166	166
应付票据及应付账款	2053	2373	2820	3284	3827
其他流动负债	1754	2276	3085	3583	3876
非流动负债	316	3360	2931	2496	2035
长期借款	0	2982	2554	2119	1658
其他非流动负债	316	377	377	377	377
负债合计	4780	8175	9002	9529	9904
少数股东权益	144	294	323	355	390
股本	377	380	2843	2843	2843
资本公积	5942	5997	5997	5997	5997
留存收益	2949	4542	6476	8652	11034
归属母公司股东权益	9219	11499	15869	17654	19648
负债和股东权益	14143	19969	25194	27538	29943

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1556	2336	3147	3396	3994
净利润	1447	1932	1993	2244	2456
折旧摊销	323	534	736	863	1011
财务费用	-23	-18	43	30	62
投资损失	-197	-85	-83	-77	-79
营运资金变动	-52	-141	456	336	544
其他经营现金流	59	115	1	0	0
投资活动现金流	834	-5361	-1437	-1719	-1963
资本支出	1714	3483	693	843	941
长期投资	3004	-2189	-90	-92	-91
其他投资现金流	5553	-4068	-833	-968	-1113
筹资活动现金流	-607	3685	2572	-840	-893
短期借款	657	-491	0	0	0
长期借款	0	2982	-429	-434	-462
普通股增加	4	3	2462	0	0
资本公积增加	38	54	0	0	0
其他筹资现金流	-1306	1137	538	-405	-431
现金净增加额	1782	662	4282	837	1137

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19982	27465	31947	37398	43402
营业成本	17637	23834	27962	32866	38290
营业税金及附加	50	83	96	112	130
营业费用	53	45	64	75	65
管理费用	616	1017	1220	1421	1649
研发费用	0	50	58	67	78
财务费用	-23	-18	43	30	62
资产减值损失	21	49	0	0	0
其他收益	13	36	75	80	60
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	197	85	83	77	79
资产处置收益	-1	1	-2	0	0
营业利润	1838	2528	2661	2984	3266
营业外收入	95	81	70	55	52
营业外支出	26	29	60	52	50
利润总额	1906	2579	2671	2987	3268
所得税	459	647	678	743	813
净利润	1447	1932	1993	2244	2456
少数股东损益	4	28	29	32	35
归属母公司净利润	1443	1904	1964	2211	2420
EBITDA	2144	3199	3322	3674	4059
EPS (元/股)	0.51	0.67	0.69	0.78	0.85

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	18.8	37.4	16.3	17.1	16.1
营业利润 (%)	5.6	37.6	5.2	12.1	9.5
归属母公司净利润 (%)	5.2	32.0	3.2	12.6	9.4
获利能力					
毛利率 (%)	11.7	13.2	12.5	12.1	11.8
净利率 (%)	7.2	6.9	6.1	5.9	5.6
ROE (%)	15.5	16.4	14.5	14.4	14.0
ROIC (%)	13.6	13.3	11.3	11.4	11.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.8	40.9	35.7	34.6	33.1
净负债比率 (%)	-34.3	-4.6	-33.6	-37.6	-42.0
流动比率	1.5	1.8	2.2	2.1	2.0
速动比率	1.3	1.2	1.7	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	30.7	21.9	21.9	21.9	21.9
应付账款周转率	9.8	10.8	10.8	10.8	10.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.67	0.69	0.78	0.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	0.82	1.11	1.19	1.41
每股净资产 (最新摊薄)	3.24	3.82	4.49	5.12	5.82
估值比率					
P/E	26.7	20.2	19.6	17.4	15.9
P/B	4.2	3.6	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.5	12.0	10.3	9.0	7.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、国内快递龙头，业绩企稳回升	5
1.1 领先的快递物流运营商	5
1.2 实际控制人为喻会蛟、张小娟	6
1.3 ASP 下降营收增速有所放缓，成本控制下毛利率平稳	6
二、快递需求向好，市场格局持续优化	7
2.1 拼多多等电商驱动行业高增长，疫情之下快递需求激增	7
2.2 圆通处第一梯队，市场集中度持续提升	10
三、持续精细化管理显成效，服务质量改善发展动力充足	11
3.1 加大资本开支夯实发展基础	11
3.2 持续精细化管理，服务质量显成效	14
3.3 加快末端网络建设提升服务能力	19
3.4 降本带动市场份额提升	20
四、航空网络加速建设，疫情期间作用凸显	21
五、圆通国际，打造跨境物流产品	23
六、盈利预测与估值分析	24
6.1 分业务预测	24
6.2 估值分析	25
风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司各业务收入 (万元)	5
图表 3: 公司各业务收入占比	5
图表 4: 2019 年三季度末股权结构图	6
图表 5: 公司 2016-2019Q3 营业收入及增速	6
图表 6: 公司 2016-2019Q3 归母净利润及增速	6
图表 7: 公司 2019 年单季度营业收入及增速	7
图表 8: 公司 2019 年单季度归母净利润及增速	7
图表 9: 公司 2016-2019Q3 毛利率与净利润率	7
图表 10: 公司 2016-2019Q3 费用率	7
图表 11: 全年社会消费品零售总额	8
图表 12: 全年实物商品网上零售额	8
图表 13: 拼多多 GMV 高速增长 (十亿元)	8
图表 14: 拼多多市场占有率 (按照快递件数测算)	8
图表 15: 拼多多、天猫、淘宝、京东 GMV 及订单数预测	9
图表 16: 全国快递业务量	9
图表 17: 全国快递业务收入	9
图表 18: 复盘 2000-2006 年快递件量 (亿)	10
图表 19: 复盘 2001-2006 快递件量增速	10
图表 20: 按业务量口径市场竞争格局	11
图表 21: 快递服务品牌集中度指数 CR8	11

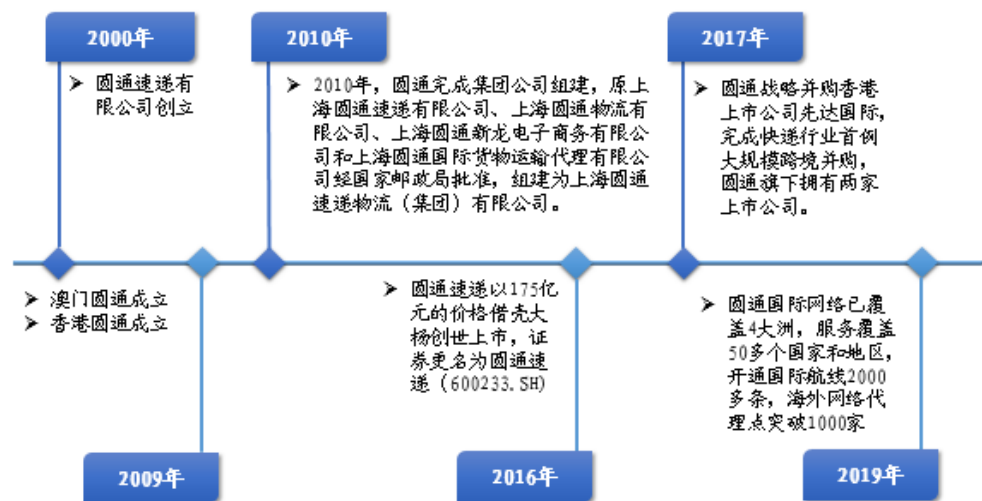
图表 22: 单票收入呈下降趋势 (元)	12
图表 23: 2019H1 单票费用拆分 (元)	12
图表 24: 公司业务环节	12
图表 25: 2019 年上半年公司快递业务各项成本构成	13
图表 26: 圆通速递购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)	13
图表 27: 圆通速递在建工程 (百万元)	13
图表 28: 各大快递企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)	14
图表 29: 可转债投资项目 (亿元)	14
图表 30: 面单成本程下降趋势 (元)	15
图表 31: 中通快递单票运输成本 (元)	15
图表 32: 圆通速递单票运输成本 (元)	15
图表 33: 中通车辆情况 (辆)	16
图表 34: 圆通自有车辆仍然较低 (辆)	16
图表 35: 中通快递单票分拨中心运营成本 (元)	16
图表 36: 圆通速递每件分拨中心操作成本 (元)	16
图表 37: 多功能转运及仓储一体化建设项目 (万元)	17
图表 38: 转运中心自动化升级项目 (万元)	17
图表 39: 交叉带自动分拣系统优势	17
图表 40: 圆通单票派送费用 (元)	18
图表 41: 圆通单票网点中转费用 (元)	18
图表 42: 单票成本支出情况 (元)	18
图表 43: 2018、2019 年各月圆通速递快递服务有效申诉率 (快递企业每百万件业务量发生申诉问题的件数)	19
图表 44: 加盟商终端门店网络	19
图表 45: 加盟商数量 (家)	20
图表 46: 县级以上城市覆盖率	20
图表 47: 圆通速递快递业务量 (亿票)	20
图表 48: 圆通市场份额提升	21
图表 49: 单季度毛利率情况	21
图表 50: 顺丰航空、邮政航空、圆通航空机队数量 (架)	22
图表 51: 圆通自有航空机型 (架)	22
图表 52: 圆通航空主要产品服务	22
图表 53: 航空运能提升项目	22
图表 54: 圆通速递国际营收及增速	23
图表 55: 圆通速递国际净利润 (亿港元)	23
图表 56: 圆通全球化布局	24
图表 57: 快递业务营收预测	24
图表 58: 圆通速递营收预测	25
图表 59: 相对估值分析	25

一、国内快递龙头，业绩企稳回升

1.1 领先的快递物流运营商

圆通速递有限公司创立于2000年5月，是国内领先的综合性快递物流运营商，以快递服务为核心，围绕客户需求提供代收货款、仓配一体等物流延伸服务。2015年10月，公司全资子公司圆通航空正式开航运营，公司成为国内仅有的两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一，2016年借壳大杨创世上市，2017年并购先达国际，2019年国际网络覆盖4大洲。

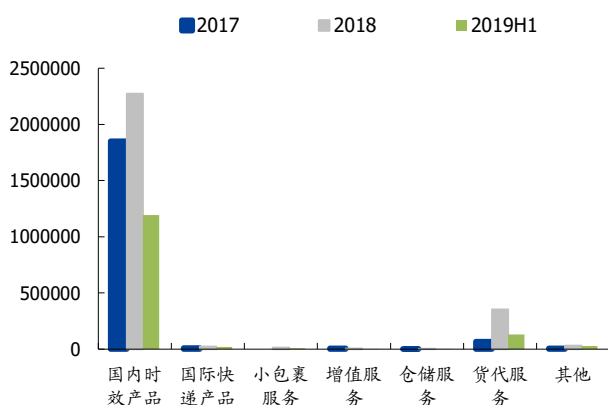
图表1: 公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

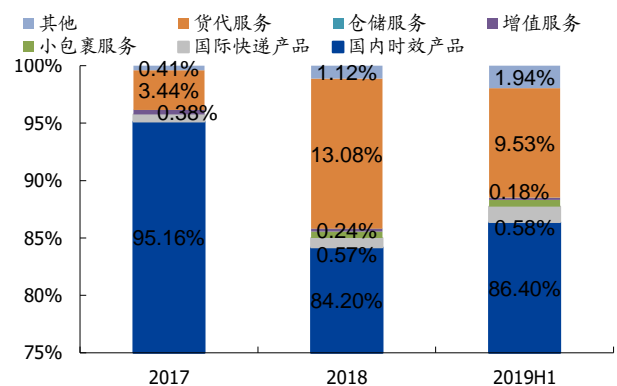
公司主要业务包括国内时效产品、国际快递产品、增值服务、仓储服务、货代服务和其他。其中时效产品包括即日达（8小时同城件）、次日达（24小时同城件）、隔日达（48小时同城件）、三日达（72小时同城件）。货代服务收入主要系公司收购先达国际后新增的为全球客户提供跨国货运产生的货代收入；增值服务收入包括公司为客户提供代收货款、到付件等增值服务产生的手续费收入；其他业务主要为辅料、包装物销售等。

图表2: 公司各业务收入（万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3: 公司各业务收入占比

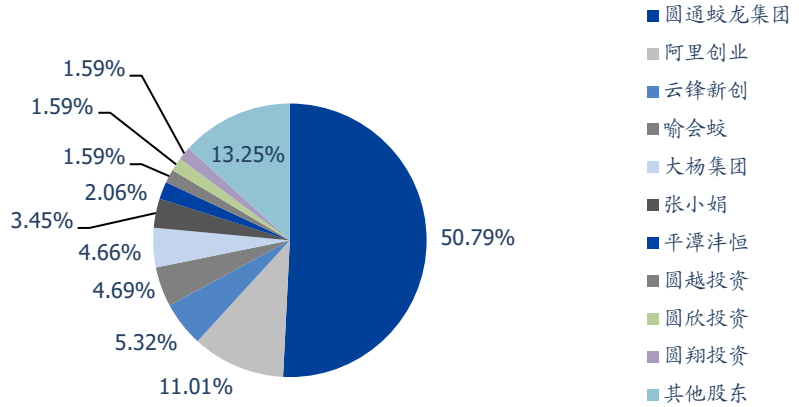


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 实际控制人为喻会蛟、张小娟

截至2019年9月30日，公司控股股东为上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司，实际控制人为喻会蛟、张小娟。

图表4：2019年三季度末股权结构图

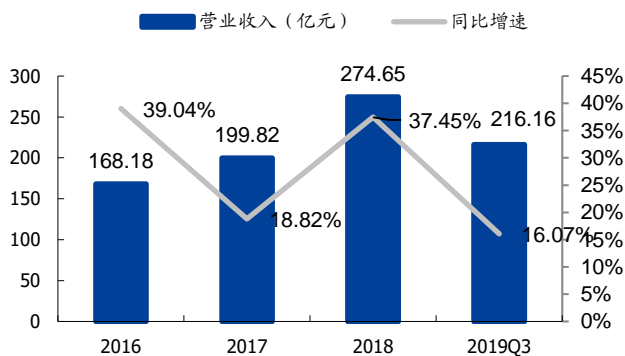


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 ASP 下降营收增速有所放缓，成本控制下毛利率平稳

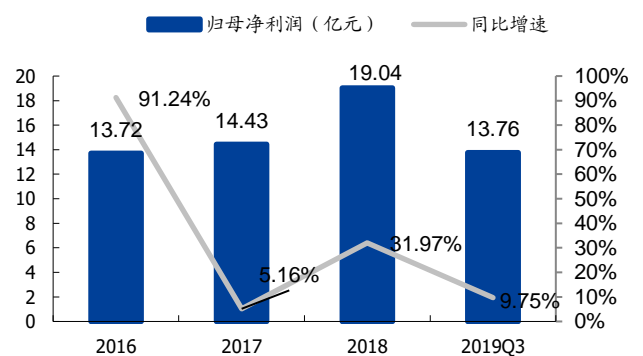
2018年公司营业收入274.65亿元，同比增长37.45%，受市场竞争加剧单票价格下降2019前三季度营业收入216.16亿元，同比增长16.07%增速有所放缓；2018年归母净利润19.04亿元，同比增长31.97%，2019前三季度归母净利润为13.76亿元，同比增长9.75%。2018年毛利率13.22%，净利率6.93%，2019年前三季度毛利率为12.48%，净利率为6.37%，通过降本提高服务质量公司单季度毛利率保持平稳。近年来公司管理费用率有所上升，主要系合并新增圆通国际管理费用所致。

图表5：公司2016-2019Q3营业收入及增速



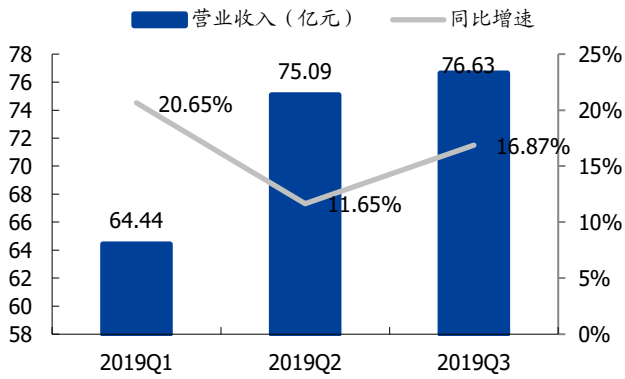
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：公司2016-2019Q3归母净利润及增速



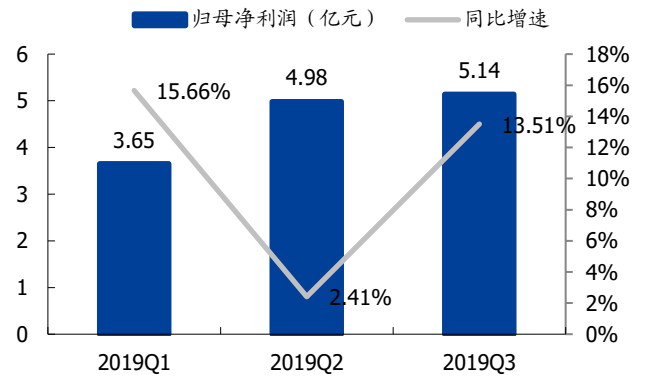
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 7: 公司 2019 年单季度营业收入及增速



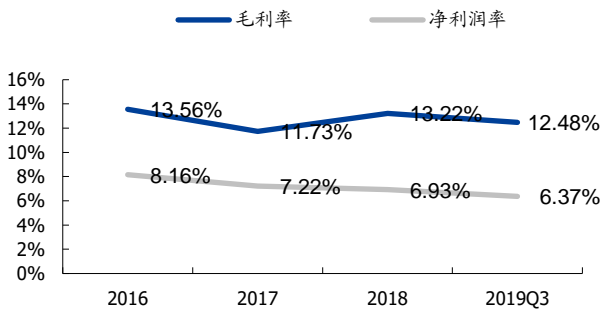
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司 2019 年单季度归母净利润及增速



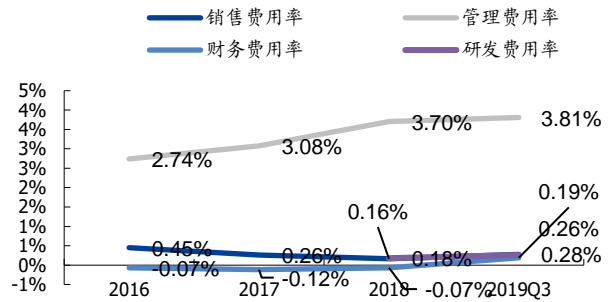
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 公司 2016-2019Q3 毛利率与净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司 2016-2019Q3 费用率



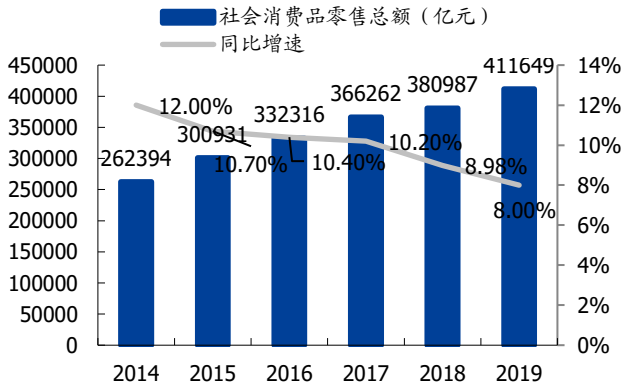
资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、快递需求向好，市场格局持续优化

2.1 拼多多等电商驱动行业高增长，疫情之下快递需求激增

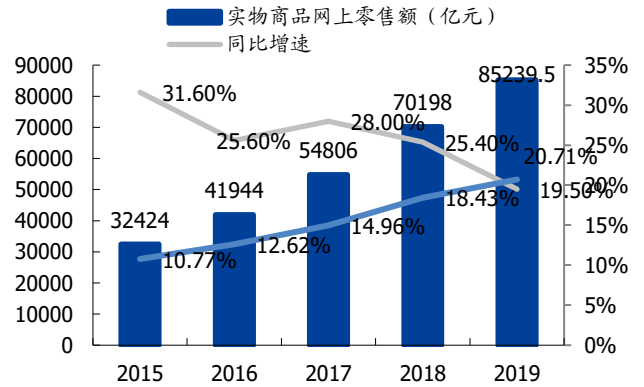
实物商品网上零售额维持高增长。快递按照业务来源，分为电商件、商务件、个人件，其中电商件占据大部分，电商件的增速与实物商品网上零售额息息相关。2019 年全年社会消费品零售总额为 41.16 万亿元，同比增长 8%，其中实物商品网上零售额为 8.52 万亿元，同比增长 19.5%，占比为 20.71%，实物商品网上零售额高增长进一步带动快递需求增长。

图表 11: 全年社会消费品零售总额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

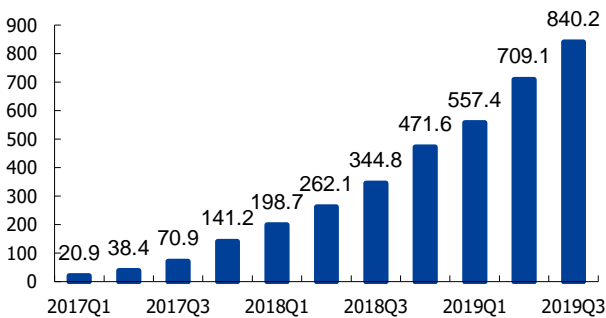
图表 12: 全年实物商品网上零售额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

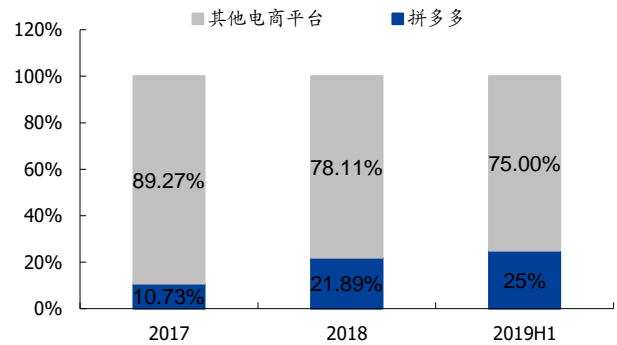
拼多多 GMV 维持高增长, 电商件最大的增量来源。拼多多 2019 年 9 月 30 日前 12 个月的 GMV 为 8402 亿元, 同比增长 144%, 2019 年上半年其包裹占比接近全行业四分之一, 是最大的电商快递件的来源。

图表 13: 拼多多 GMV 高速增长 (十亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 拼多多为前 12 个月累计 GMV

图表 14: 拼多多市场占有率 (按照快递件数测算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 假设订单数为包裹数

高基数下, 预计包裹量增速自然放缓。我们把订单量近似看作包裹量, 估算天猫、淘宝、京东的 GMV 和订单数, 预计 2020 年全行业包裹量为 768.61 亿件同比增长 21%, 高基数下增速自然放缓, 其中天猫和淘宝的包裹量占到 5 成以上, 拼多多包裹量占比达到 3 成以上。我们预计来自拼多多包裹增速有所放缓, 一方面 GMV 自然增速放缓, 另一方面因为百亿补贴等客单价提升, 但仍然为最大的电商件增量来源。

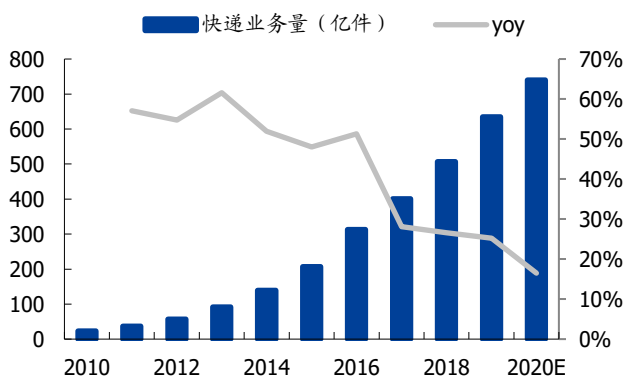
图表 15: 拼多多、天猫、淘宝、京东 GMV 及订单数预测

预测年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
拼多多								
GMV (亿元)				1412	4716	9600	16320	24480
客单价 (元)				32.84	42.49	53	62	68
订单数 (亿)				43	111	181.13	263.23	360.00
天猫								
GMV (亿元)	7635	11419	15650	21310	28000	35000	42000	47880
客单价 (元)	205.4	198.5	183.71	207.14	238	254	265	273
订单数 (亿)	37.17	57.53	85.19	102.88	117.65	137.80	158.49	175.38
淘宝								
GMV (亿元)	15110	18090	22020	26890	31000	37000	42550	46805
客单价 (元)	135.56	131.01	121.25	136.71	150	165	178	186
订单数 (亿)	111.46	138.08	181.61	196.69	206.67	224.24	239.04	251.64
京东								
GMV (亿元)	2425	4465	6582	12945	16769	20854	25024.8	28528.27
客单价 (元)	371.99	353.5	411.38	440	490	510	527	540
订单数 (亿)	6.52	12.63	16	29.42	34.22	40.89	47.49	52.83
其他电商及个人快递数 (亿)					37.56	51.16	60.36	70.63
合计快递数 (亿)					507.10	635.22	768.61	910.48

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 客单价为假设数据, 天猫淘宝 2018 年 GMV 为估算数据

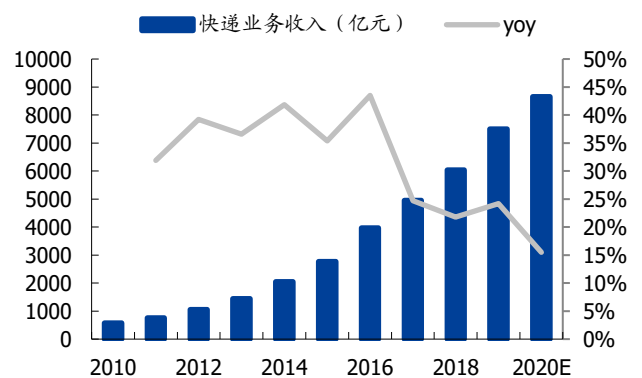
国家邮政局预计 2020 年快递业务量有望超过 740 亿件。邮政局预计 2020 年快递业务量完成 740 亿件, 同比增长 18% 左右; 业务收入完成 8660 亿元, 同比增长 16% 左右。

图表 16: 全国快递业务量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 全国快递业务收入

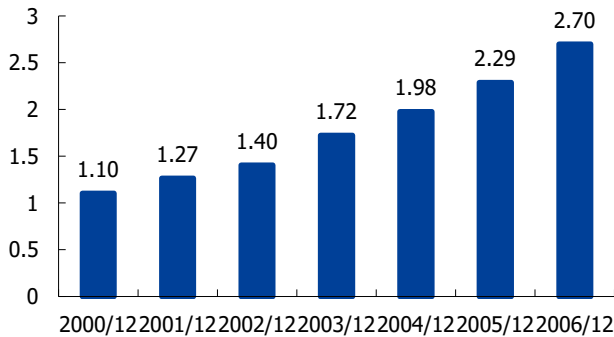


资料来源: wind, 国盛证券研究所

疫情缓解快递需求报复性反弹, 3.8 节推动快递件量大增。非典疫情爆发, 封闭的环境使得越来越多人从线下购物转向网上购物, 刺激了当时电商发展, 淘宝网由阿里巴巴集团在 2003 年 5 月创立。电商发展带动快递业务增长, 2003 年快递业务量达到 1.72 亿件, 同比增长 22.81%, 增速较 2002 年提升 11.88pct。此次新冠疫情使得出行限制转而

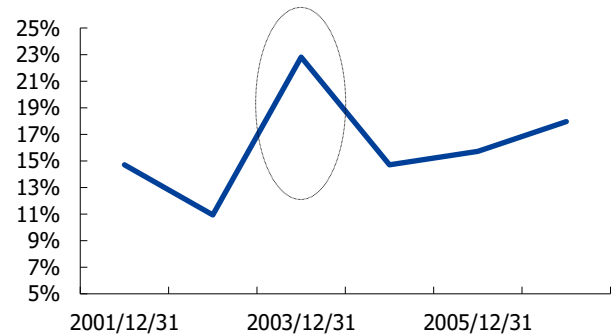
线上消费利好快递行业，随着疫情缓解，快递需求报复性反弹，3.8节推动快递件量大增。

图表 18: 复盘 2000-2006 年快递件量 (亿)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 复盘 2001-2006 快递件量增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

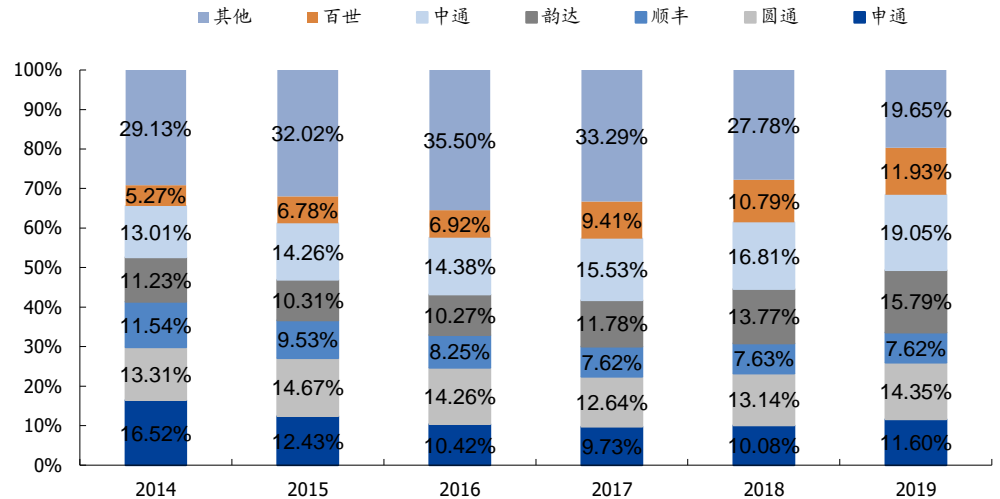
国家出台相关扶持政策使得快递物流企业成本端压力减轻。

- **油价大幅下降降低运输成本。**受新冠疫情影响，全球原油需求下降带动油价下降，布伦特原油从年初 66.25 美元/桶下降到 3 月 9 日 34.36 美元/桶，下降幅度达到 48.14%。油费占快递企业运输成本约 2-3 成，油价下降使得快递物流企业运输成本下降。
- **高速免收通行费降低运输成本。**受疫情影响，免收全国收费公路车辆通行费的时间范围从 2020 年 2 月 17 日零时起，至疫情防控工作结束。高速通行费占快递企业运输成本约 2-3 成，免收通行费使得快递物流企业运输成本下降。
- **减免增值税利好快递企业。**财政部、税务总局发布公告快递收派服务取得的收入免征增值税，目前快递服务适用 6% 的增值税率，服务收入没有进项税，利好快递企业。

2.2 圆通处第一梯队，市场集中度持续提升

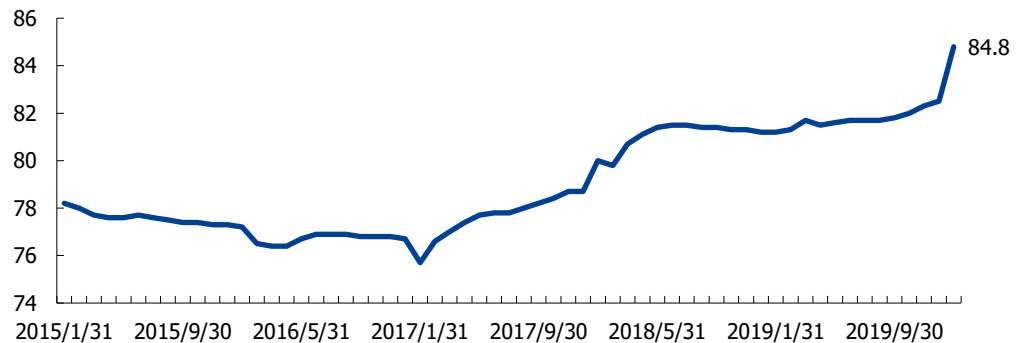
头部快递企业市场份额持续提升。2019 年，六大快递企业快递量市占率为 80.35%，相较于 2018 年业务量市占率 72.22% 增长 8.12pct，快递服务品牌集中度指数 CR8 趋势是上升的，2020 年 1 月份达到 84.8，反映出头部快递企业市场份额进一步提升，小快递企业市场份额快速萎缩。第一梯队快递企业在 2016 年相继上市，在资本市场融资，加大资本开支力度，进一步降低单件成本提高服务品质增强竞争实力，获得更大的市场份额。2019 年，圆通速递市场份额为 14.35%，全年快递件数为 91.15 亿票，相较于 2018 年提高，处于行业第一梯队。

图表 20: 按业务量口径市场竞争格局



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表 21: 快递服务品牌集中度指数 CR8



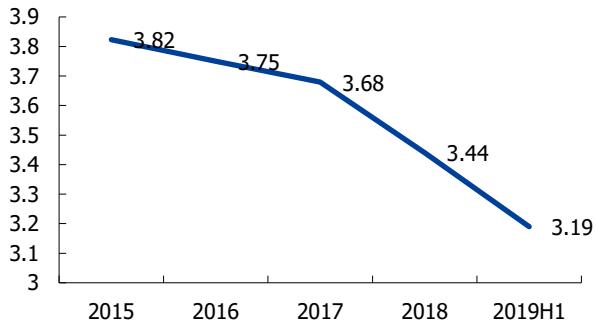
资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

三、持续精细化管理显成效，服务质量改善发展动力充足

3.1 加大资本开支夯实发展基础

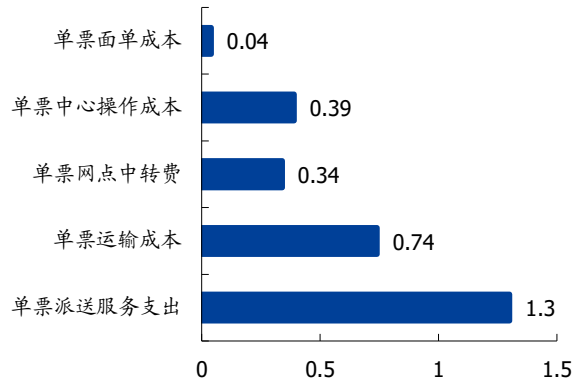
快递服务收入主要包括面单收入、中转收入和派送收入，成本构成主要包括面单成本、中心操作成本、网点中转费、运输成本、派送服务支出，其中中转费包括中心操作成本和网点中转费。受成本下降以及市场竞争影响，公司单票收入呈下降趋势，由 2015 年 3.82 元下降到 2019 年上半年的 3.19 元。根据 2019 半年报，圆通单票收入 3.19 元，单票面单成本 0.04 元，单票中心操作成本 0.39 元，单票网点中转费 0.34 元，单票运输成本 0.74 元，单票派送服务支出 1.3 元。

图表 22: 单票收入呈下降趋势 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 2019H1 单票费用拆分 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

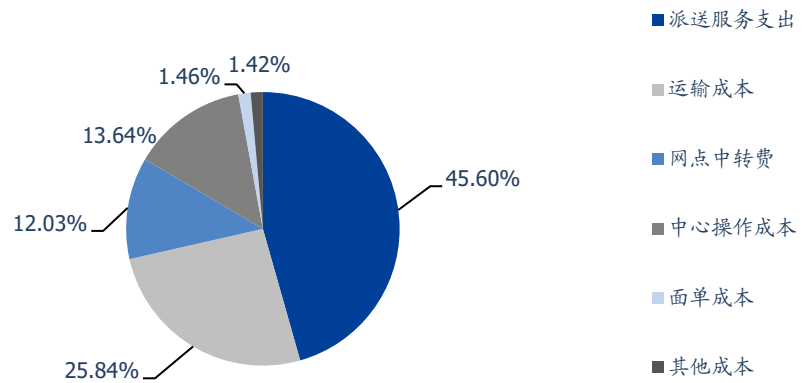
图表 24: 公司业务环节



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

运输成本和中转成本是公司精细化管理方向。根据公司 2019 年半年报数据, 在成本构成中派送服务支出占比 45.6%、运输成本占比 25.84%、网点中转费占比 12.03%、中心操作成本占比 13.64%、面单成本占比 1.46%、其他成本 1.42%。运输成本和中转成本是公司主要成本, 下降空间比较大, 是精细化管理, 降本的主要方向。派费占比接近 5 成, 由于单个快递小哥每日派送件量增加, 降低单票派送成本亦不会降低快递小哥收入, 降低派费成为降本趋势。

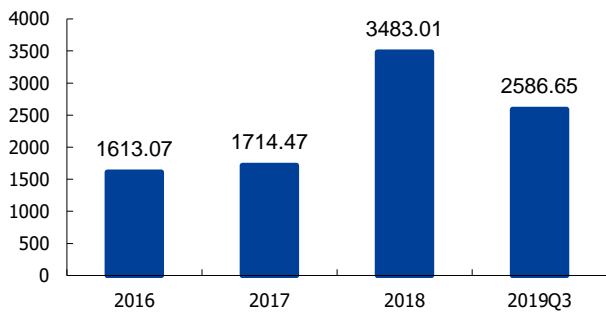
图表 25: 2019 年上半年公司快递业务各项成本构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

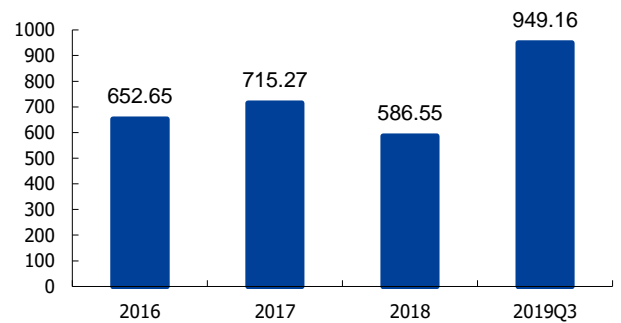
加大资本开支力度完善运营基础。我们比较中通快递, 其在成本控制上领先, 主要得益于投入高运力甩挂车、自动分拣设备以及路由线路优化, 我们认为圆通复制其成功经验, 进行精细化管理。2019 年公司投资项目中主要是投在了转运中心扩容以及中心设备升级, 公司 2019Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金达到 25.87 亿元, 在建工程达到 9.49 亿元。

图表 26: 圆通速递购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)



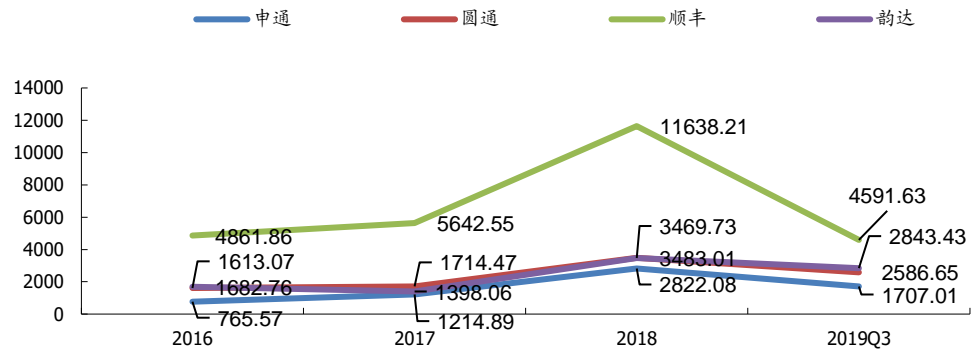
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 圆通速递在建工程 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 各大快递企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

发行可转债, 加强转运中心、航空运能建设。公司发行可转债募集 36.50 亿元, 主要投向多功能转运及仓储一体化建设项目、转运中心自动化升级项目、航空运能提升项目。

图表 29: 可转债投资项目 (亿元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	多功能转运及仓储一体化建设项目	31.45	23.00
2	转运中心自动化升级项目	22.19	10.00
3	航空运能提升项目	5.84	3.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 持续精细化管理, 服务质量显成效

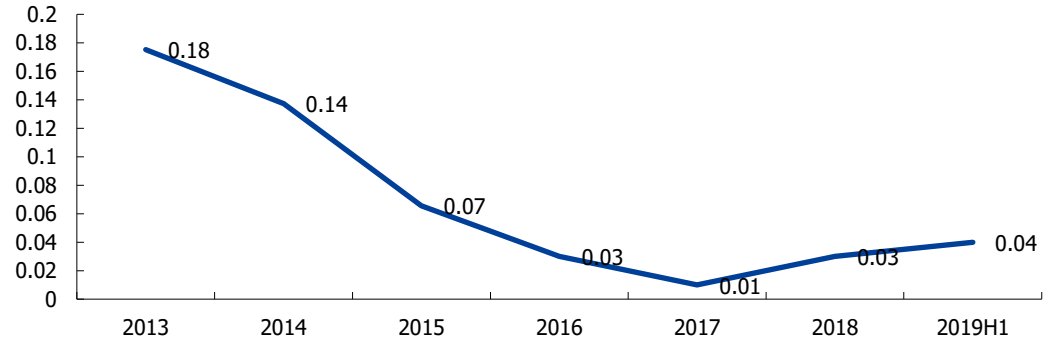
新任管理层重点工作方向是加大成本管控、提升时效和服务质量。公司于 2019 年 4 月 17 日召开第九届董事局第二十二次会议, 分别审议通过了《关于聘任总裁的议案》、《关于聘任副总裁的议案》, 同意聘任潘水苗先生担任公司总裁, 同意聘任闻杭平先生担任公司副总裁。

- 新任总裁潘水苗先生拥有丰富的实业经历, 在云峰基金工作 7 年, 主要负责物流方面投资, 对物流快递行业有深刻的见解。潘水苗先生履职公司后, 首先将加大成本管控力度, 提升精细化管理能力, 通过逐步降低运能成本、中心操作成本及加盟商成本, 实现降本增效; 其次, 潘水苗先生履新后将进一步加强公司信息科技能力建设, 实现公司信息系统与业务的协同发展, 优化数据管理, 提高管理效率, 进一步降低成本、提升运营效率。
- 新任副总裁闻杭平先生具有一线快递从业经历, 2005 年 3 月至今, 先后担任圆通速递有限公司华北管理区天津分公司总经理、华中管理区总经理、华南管理区总经理、华东管理区总经理兼浙江省区总经理、国内事业部副总裁。

面单成本持续下降改善空间不大。2014 年起, 圆通速递大力推广电子面单的使用, 由于电子面单的成本因素及推广使用等方面考量, 电子面单单价低于传统纸质面单, 到 2019

年上半年单票面单成本 0.04 元，主要系 2018 年 8 月起公司调整面单计费规则所致，未来面单成本下降的空间不大。

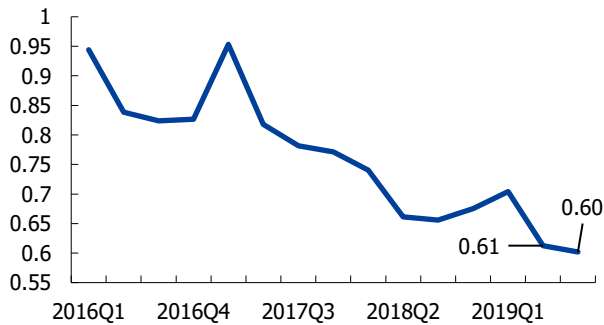
图表 30: 面单成本下降趋势 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

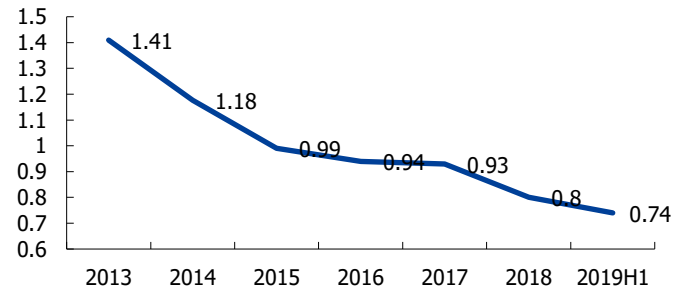
加大车辆投入运输成本持续下降。2019H1 圆通单票运输成本 0.74 元，对比 2019Q3 中通单票运输成本 0.6 元，仍有很大的下降空间。2019 年 6 月底，公司自有运输车辆达 1572 辆，相较于 2018 年末增加 373 辆但相比于中通和申通，公司的自有车辆仍然较少，还有很大改善空间，公司将继续购置干线车辆、实施机队升级，完善公司运能体系能力建设。

图表 31: 中通快递单票运输成本 (元)



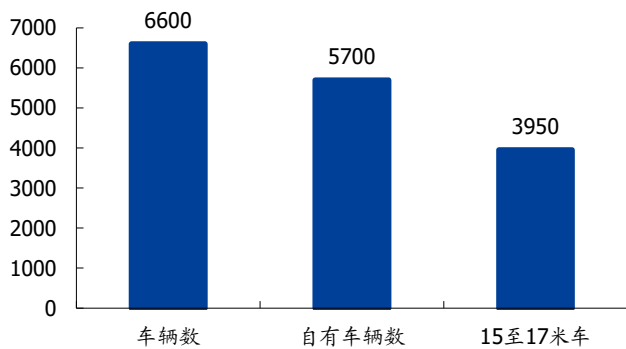
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 圆通速递单票运输成本 (元)



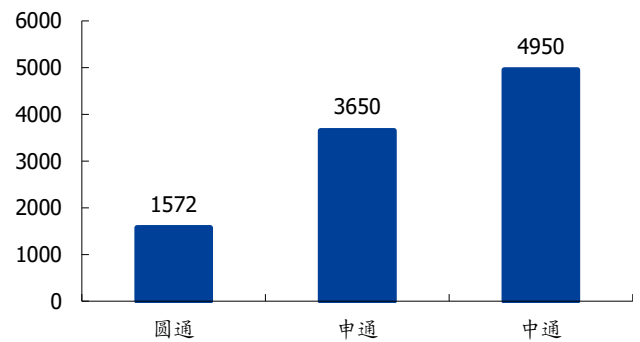
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 中通车辆情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2018 年数据

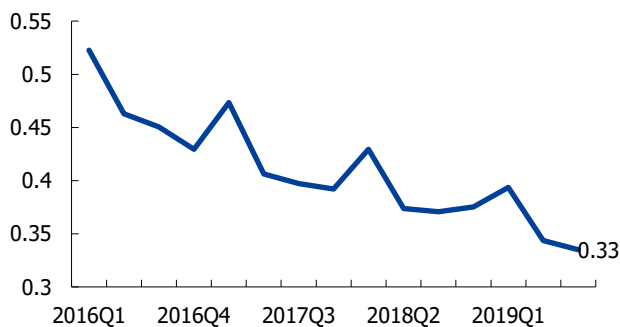
图表 34: 圆通自有车辆仍然较低 (辆)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

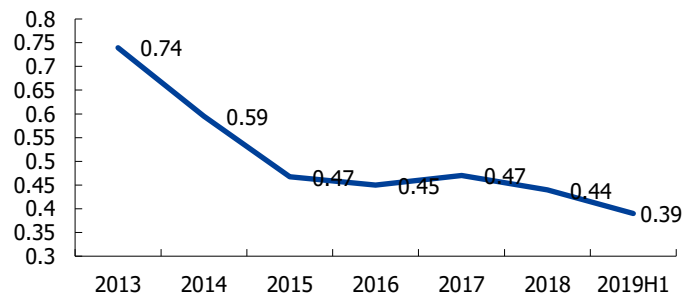
中转操作成本持续下降。随着公司自动化设备投入以及规模效应提升, 单票分拨中心操作成本呈下降趋势达到 0.39 元/票, 但对比中通最近一期 0.33 元/票仍有一定下降空间。圆通主要通过对转运中心改造扩建以及自动化设备投入使用来实现降本增效。

图表 35: 中通快递单票分拨中心运营成本 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 圆通速递每件分拨中心操作成本 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **转运中心改造和扩建。**2019 年 6 月底, 公司在全国范围拥有自营枢纽转运中心 68 个, 公司同步完成武汉、合肥、赣州、临海、贵阳等 7 个枢纽转运中心的改造、扩建计划, 完成温州、蚌埠、漯河等 3 个枢纽转运中心的搬迁计划。截至 2019 年 6 月底, 公司拥有自营城配中心 5 个, 自营及加盟建包中心 43 个, 快件中转、操作流程逐步简化, 助力加盟商降低运营成本, 通过操作前置、配送终端等方式综合降低加盟商的经营成本, 提升快件转派、分拣效率。
- **发行可转债投资多功能转运及仓储一体化建设项目。**新增设立的转运枢纽和部分从租赁场地迁出转为自有建设的转运枢纽。多功能转运及仓储一体化建设项目将在建设枢纽转运中心的同时增设仓储功能区, 致力于建设专业化的仓配一体化物流中转平台。

图表 37: 多功能转运及仓储一体化建设项目 (万元)

序号	项目实施主体	对应转运中心	项目投资额	募集资金投入金额
1	南通鼎旭	南通转运枢纽	33,247.96	26,000.00
2	芜湖圆通	芜湖转运枢纽	27,444.60	22,000.00
3	绍兴圆通	绍兴转运枢纽	49,969.14	40,000.00
4	温州圆通	温州转运枢纽	33,168.97	22,600.00
5	泰州圆通	泰州转运枢纽	17,473.20	9,300.00
6	江西圆通	南昌转运枢纽	13,486.75	8,500.00
7	漯河圆通	漯河转运枢纽	40,082.86	30,700.00
8	盘锦圆通	盘锦转运枢纽	19,682.60	10,000.00
9	辽宁圆盛	沈阳转运枢纽	35,035.00	28,900.00
10	湖南圆通	长沙转运枢纽	44,941.16	32,000.00

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

● **加大自动化设备投入提升分拣效率。**2019年6月底,在转运中心、城配中心及建包中心共布局完成自动化分拣设备 60 套。多个转运中心亦持续进行改扩建、推广自动化分拣设备、地磅、伸缩机等设备的运用,公司累计安装完成摆臂 1,915 台,上车扫描仪 675 台。

➢ **发行可转债,进行转运中心自动化升级,**项目投资总额为 221929.26 万元,拟使用募集资金投入 100000.00 万元,主要投资于对公司现有枢纽转运中心配置自动化分拣设备,同步提升快件分拣转运业务流程的智慧化水平,降低人力成本,提高服务能力。

图表 38: 转运中心自动化升级项目 (万元)

序号	项目名称	投资总额
1	智能化全自动输送设备	89,129.60
2	智能化全自动分拣设备	44,837.41
3	配套自动配套自动/半自动分拣设备	43,314.57
4	其他配套设备	44,647.68
	合计	221,929.26
	拟投入募集资金金额	100,000.00

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

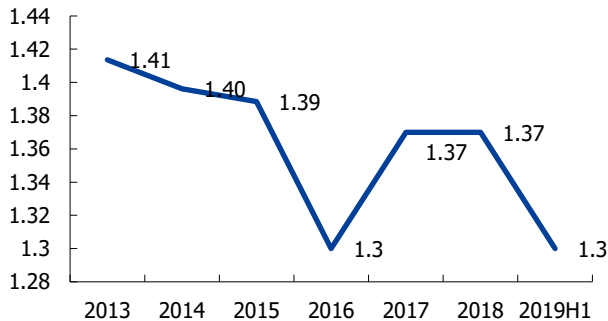
图表 39: 交叉带自动分拣系统优势

	交叉带自动分拣系统	人力手工分拣
分拣模式	高度自动化和信息化	原始的分拣方式
人力成本	人力需求大幅减少	人力成本相对较高,并带来额外的培训、管理等成本
分拣差错率	分拣差错率低于万分之一 标准化的操作有效防止快件	平均分拣差错率约 4%, 高峰期差错率更高
快件破损率	破损	不规范的人工分拣容易导致包装破损

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

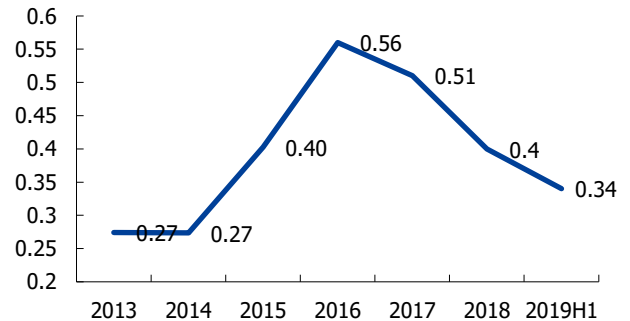
派费成本成为降本重点。在快件量迅速增长的情况下，单票派费下降并不影响快递小哥总收入，公司正加大末端网络建设，提高末端投递效率，持续降低派送成本。

图表 40: 圆通单票派送费用 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 圆通单票网点中转费用 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

精细化管理收效显著。公司在转运中心方面加大投入力度，精细化管理收效显成效，单件成本显著下降，由此带来公司经营状况改善，反映在服务质量提高、快递业务量同比大幅增长。

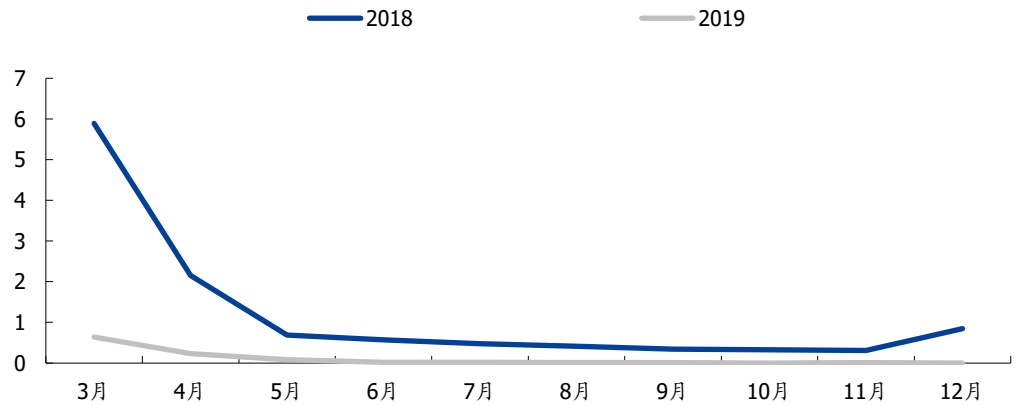
图表 42: 单票成本支出情况 (元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
单票面单成本	0.18	0.14	0.07	0.03	0.01	0.03	0.04
单票中转成本	2.42	2.04	1.86	1.95	1.91	1.64	1.47
单票运输成本	1.41	1.18	0.99	0.94	0.93	0.8	0.74
单票网点中转费	0.27	0.27	0.40	0.56	0.51	0.4	0.34
单票中心操作成本	0.74	0.59	0.47	0.45	0.47	0.44	0.39
单票派送成本	1.41	1.40	1.39	1.3	1.37	1.37	1.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

多举措保障，服务质量提高。总裁潘水苗在公司内部会议对提升时效和服务质量等提出要求、作出部署，还强调了精细化管理、形象规范等工作要求。公司采取多种措施重点保障快件时效和提升服务质量，客户投诉逐步下降，从2019年一季度的0.64下降至2019年12月的0，公司平均有效申诉率为百万分之0.1，较2018年降低百万分之2.6。有效申诉处理满意率由6月份的98.2%上升至12月份的100%。

图表 43: 2018、2019 年各月圆通速递快递服务有效申诉率 (快递企业每百万件业务量发生申诉问题的件数)



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

3.3 加快末端网络建设提升服务能力

2018年6月19日, 公司向菜鸟全资子公司浙江驿栈网络科技有限公司投入4.5亿元, 持股比例6.28%。公司入股浙江驿栈拓展和丰富末端派送服务渠道, 提升快递物流及网购服务的服务质量与客户体验。公司与菜鸟联合开发运营快递物流行业先进设备、建立智能物流数据等合作, 进一步提升了公司业务运营信息化、智能化水平。

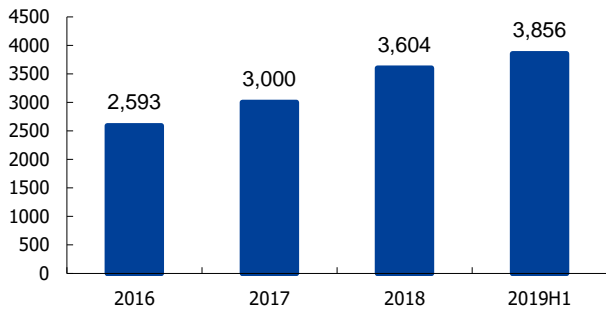
图表 44: 加盟商终端门店网络

门店类型	职能及定位
圆通驿站	按照总部形象要求设计, 市场定位于快递的社区服务, 可进行自提, 方便到店客户进行快件收发, 并提供其他增值服务。
店中店	由合作的第三方提供场地, 加盟商派驻快递员入驻现场为客户提供收派等服务。
代办点	加盟商与第三方合作, 协助加盟商完成周边区域的收派工作, 方便客户上门自提。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

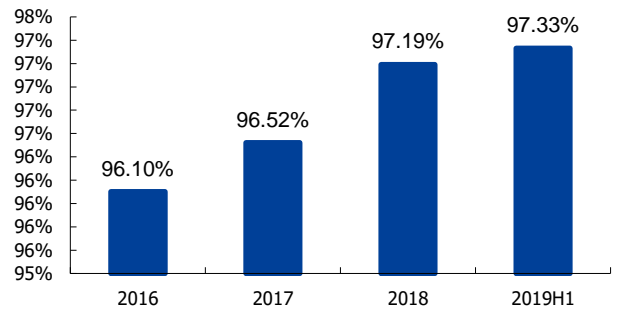
终端门店是快递服务的最末端, 承担快件揽收、派送和初步分拣功能, 终端门店网络及覆盖率直接影响快递服务的开展范围和服务能力。截止到2019年6月底, 公司加盟商3856家, 末端网点31302个, 终端门店超47000个; 快递服务网络覆盖全国31个省、自治区和直辖市, 地级以上城市已基本实现全覆盖, 县级以上城市覆盖率达到97.33%。

图表 45: 加盟商数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 县级以上城市覆盖率

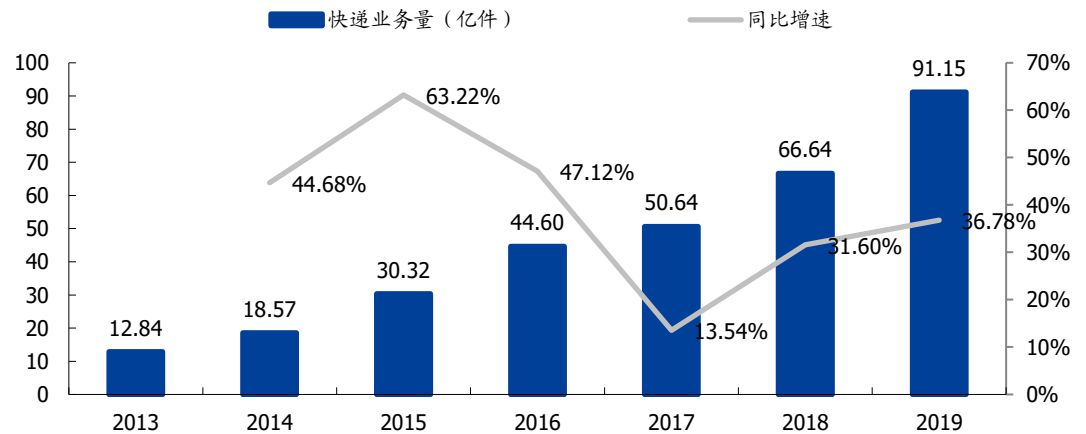


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 降本带动市场份额提升

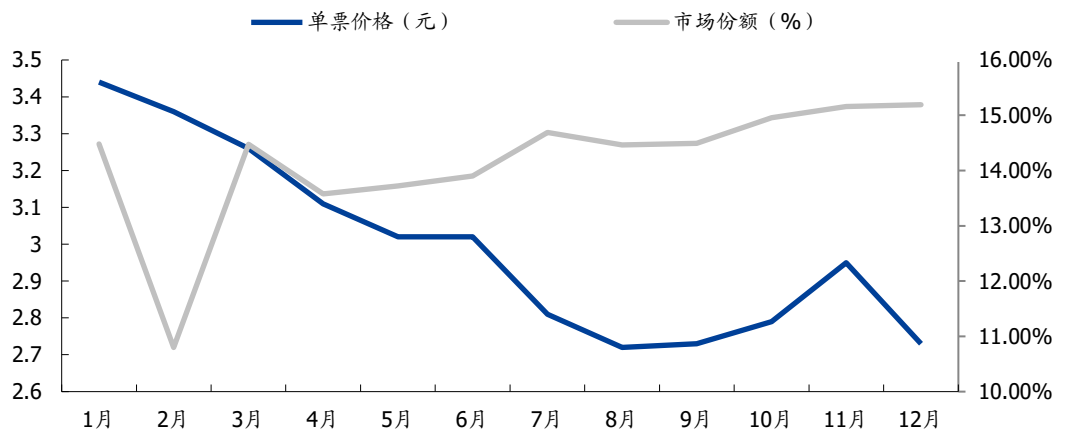
公司业务量增速从 2017 年第四季度起持续回升, 2019 年圆通速递快递业务量为 91.15 亿票, 同比增长 36.78%, 快递服务业务收入 269.3 亿元, 同比增长 17.58%。公司主要通过降低成本来下降单票价格进而带动市场份额的提升, 表现在圆通的 2019 年三个季度毛利率保持平稳, 但是顺丰、韵达、申通毛利率波动呈下降趋势。

图表 47: 圆通速递快递业务量 (亿票)



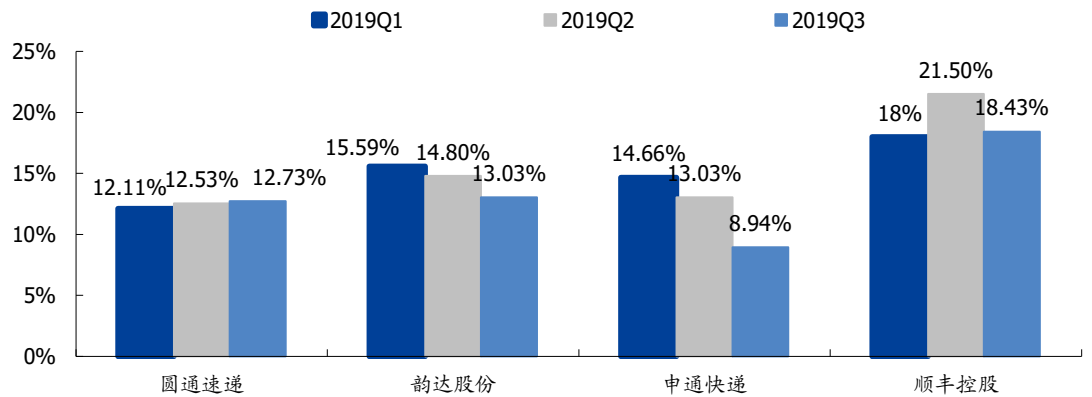
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 圆通市场份额提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 单季度毛利率情况

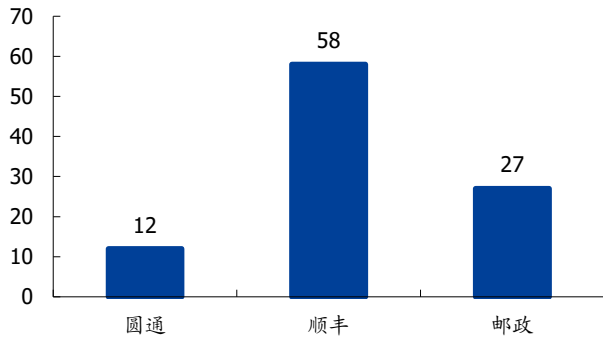


资料来源: wind, 国盛证券研究所

四、航空网络加速建设, 疫情期间作用凸显

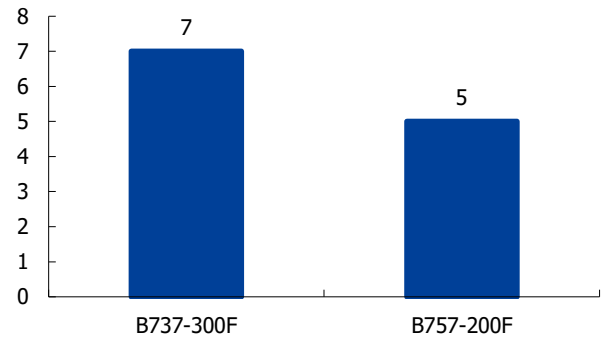
圆通为国内拥有自有航空三家快递企业之一。随着中国快递物流企业国际化程度的提高, 自有航空建设成为公司效率提升与网络覆盖提供重要支撑, 能够有效提升公司综合物流服务能力, 可以满足以下三个需求: 1) 跨境电商需求; 2) 开拓商务件市场; 3) 满足冷链食品、鲜花等高附加值产品的寄递需求。圆通速递是国内仅有的三家拥有自有航空快递企业之一, 圆通航空成立于 2015 年 6 月, 是中国民营快递业第二家货航企业, 截止到 2019 年 6 月底, 自有机队数量已达 12 架, 其中, 波音 757-200 共 5 架, 波音 737-300 共 7 架。

图表 50: 顺丰航空、邮政航空、圆通航空机队数量(架)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 圆通自有航空机型(架)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

增加国际航线提升快件远程运输能力。2019 年上半年, 公司不断加大自有航空与机队的投入运营及国内、国际航线的深入开拓, 开通了西安—曼谷、烟台—东京成田、长沙—曼谷等航线, 为公司参与国内外快递物流市场竞争奠定了坚实基础, 进一步拓展远程航线及地区航线, 提升快件远程运输能力。到 2020 年 3 月份, 圆通航空已成功开通 20 条国际货运航线, 航点涉及中亚、东南亚、南亚以及东亚地区, 初步形成发散式的航线布局。

图表 52: 圆通航空主要产品服务

产品服务	具体内容
货运包机	提供各种值得信赖且成本效益高的货运包机运输服务。根据客户需求, 评估包机运输路线、净载重量和时间等因素, 为客户提供固定航线长期包机、临时包机等个性化服务。
飞机租赁	ACMI 租赁(飞机、机组人员、维护和保险), 我们将提供量身定制的解决方案, 满足客户的需求。
特殊货物运输	危险品货物: 目前商业运输仅限第九类危险品。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

可转债航空运能提升项目。航空运能提升项目投资总额为 58393.30 万元, 用于购置引进 4 架航空货运飞机, 航空货运飞机购置主要通过购买客机并改装为货运飞机的方式, 将进一步合理扩充公司自有货运机队规模, 丰富货运机型并提升远程运输能力, 以继续巩固和提升公司自有航空运能网络, 为公司由电商市场向高端商务市场、国际市场转型升级奠定良好的基础。

图表 53: 航空运能提升项目

飞机类型	2018 年	2019 年
波音 757-200 飞机	2	-
波音 737-800 飞机	-	2
合计	2	2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

控股股东投建嘉兴机场。嘉兴机场由公司控股股东上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限

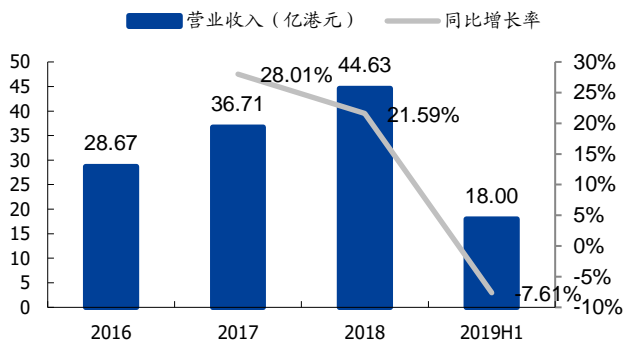
公司投资兴建，主要系公司参考 UPS、FedEx 等国际领先物流企业的先进经验与运营模式。公司自有航空的布局与控股股东嘉兴机场的兴建均为重要的战略性投入。

疫情期间圆通航空作用凸显。新冠疫情发生后，圆通航空连续顺利完成中国民航局组织的抗击疫情重大航空运输任务，在 2 月 21 日中国民航局发布《“抗击疫情，驰援武汉”重大航空运输信息》（第 1 期）数据显示，圆通速递旗下圆通航空已完成 8 架次民航局重大航空运输机制实施的防疫物资运送任务，在邮政快递民营货航中处于领先地位。

五、圆通国际，打造跨境物流产品

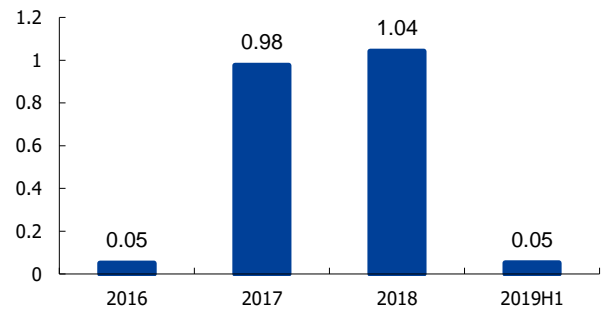
2017 年 11 月，圆通速递子公司圆通国际控股完成收购香港上市公司先达国际控股权，先达国际成为圆通速递间接控股的子公司，后更名为圆通速递国际。先达国际系香港上市的国际物流货物运输代理公司，主要承接海运、空运、陆运的国际货运代理业务，排名全球上市海空运货物运输代理公司前列，并且在全球范围内逐步开展和提供国际快递、国际物流的服务。同时，已在多个国家和地区建立自有关务团队，今后还将继续强化全球关务网络，搭建对外开放的全球关务平台。先达国际优异的国际货物运输代理业务可与公司形成良好的互补和协同。

图表 54: 圆通速递国际营收及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 55: 圆通速递国际净利润 (亿港元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

先达国际以其全球服务据点网络、全球航线订舱优势资源、全球关务、运输、仓储资源、品牌服务能力及跨境小包裹优势，结合公司完善的国内网络覆盖以及丰富的客户资源等，共同发展国际快递物流业务。收购先达国际助力公司打造极具性价比的跨境物流全链路产品与服务，为公司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。公司借助圆通国际在全球 17 个国家和地区拥有公司实体，在全球拥有 54 个自建站点，业务范围覆盖超过 150 个国家、超过 2000 条国际航线的优势，快速提升了公司全球网络覆盖率。

图表 56: 圆通全球化布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

六、盈利预测与估值分析

6.1 分业务预测

我们预测圆通 2020-2022 年票数分别为 118.5 亿票、145.75 亿票、171.98 亿票，同比增长 30%、23%、18%，快递业务收入分别为 318.58 亿元、372.26 亿元、426.09 亿元，同比增长 18.3%、16.85%、14.46%。

图表 57: 快递业务营收预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
快递业务营收 (亿元)	186.21	229.48	269.30	318.58	372.26	426.09
yoy		23.24%	17.35%	18.30%	16.85%	14.46%
票数 (亿票)	50.64	66.64	91.15	118.50	145.75	171.98
yoy		31.60%	36.78%	30%	23%	18%
单价 (元)	3.68	3.44	2.95	2.69	2.55	2.48
yoy		-6.35%	-14.20%	-9.00%	-5.00%	-3.00%
成本 (亿元)	166.62	201.65	238.81	283.20	332.31	378.36
其中面单成本 (亿元)	0.70	1.83	3.65	3.55	4.37	5.16
单票面单成本 (元)	0.01	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03
其中运输成本 (亿元)	47.34	53.25	66.54	74.65	94.74	108.35
单票运输成本 (元)	0.93	0.80	0.73	0.63	0.65	0.63
其中中心操作成本 (亿元)	23.66	29.07	34.64	39.10	43.72	48.16
单票中心操作成本 (元)	0.47	0.44	0.38	0.33	0.3	0.28
其中网点中转费 (亿元)	25.72	26.39	18.23	17.77	14.57	13.76
单票网点中转费 (元)	0.51	0.40	0.2	0.15	0.1	0.08
其中派送成本 (亿元)	69.20	91.11	115.76	148.12	174.90	202.94
单票派送成本 (元)	1.37	1.37	1.27	1.25	1.2	1.18
毛利率	10.52%	12.13%	11.32%	11.11%	10.73%	11.20%
营收占比	93.19%	83.55%	84.30%	85.19%	85.77%	86.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们预测圆通 2020-2022 年营业收入分别为 373.98 亿元、434.02 亿元、495.58 亿元，同比增长 17.06%、16.05%、14.16%。

图表 58: 圆通速递营收预测

圆通速递	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	199.82	274.65	319.47	373.98	434.02	495.48
yoy		37.45%	16.32%	17.06%	16.05%	14.16%
成本 (亿元)	176.37	238.34	279.62	328.66	382.90	434.19
yoy		35.13%	17.32%	17.54%	16.51%	13.39%
毛利率	11.73%	13.22%	12.47%	12.12%	11.78%	12.37%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

6.2 估值分析

新任管理层重点工作方向是加大成本管控、提升时效和服务质量，圆通精细化管理成果逐渐显现。A 股可比快递公司为顺丰控股、申通快递、韵达股份、德邦股份，2019 年平均估值为 25 倍，对比韵达动态 25 倍估值，圆通 19 倍估值仍然偏低，我们给予公司 2020 年目标价 17.16 元，对应 22 倍 PE 估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 59: 相对估值分析

股票代码	公司简称	股价 (元)	2020E					2021E					总市值 (亿元)
			17A	18A	19E	20E	21E	17A	18A	19E	20E	21E	
002352.SZ	顺丰控股	47.05	1.08	1.03	1.28	1.48	1.73	44	46	37	32	27	2077
002468.SZ	申通快递	19.23	0.97	1.34	1.19	1.20	1.43	20	14	16	16	13	294
002120.SZ	韵达股份	29.69	0.71	1.21	1.27	1.48	1.77	42	24	23	20	17	661
603056.SH	德邦股份	12.22	0.57	0.73	0.48	0.62	0.84	21	17	25	20	14	117
										25	22	18	
600233.sh	圆通速递	13.65	0.51	0.67	0.69	0.78	0.85	27	20	20	18	16	388

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 盈利预测取 wind 一致预期, 收盘价为 2020 年 3 月 10 日

风险提示

电商增长不及预期风险。公司客户主要为电商商家，若电商增长不及预期将影响快递业务量增长。

市场竞争加剧风险。行业集中度不断向头部企业集中，且同行业产品和服务同质化程度较高，存在市场竞争加剧风险。

燃油价格波动风险。燃油成本是运输成本重要部分，燃油价格的变动一定程度上影响到快递企业的利润水平。

人工成本大幅上涨风险。快递行业为人工密集型行业，如人力成本大幅上升，将影响公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com