

2018年09月13日



资源与环境研究中心

证券研究报告

中通快递 (ZTO.N) 买入 (首次评级)

公司研究

市场数据(美元)

收盘价: 17.32 美元

目标价: 22 美元

纽约证交所综合指数: 12990.10

纳斯达克指数: 7954.23

标普 500: 2888.92

规模持续领先，全网运营效率成就长跑冠军

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	3.03	4.05	5.56	7.56	9.73
营业额(百万)	9807.82	12811.14	17679.37	23751.29	30575.45
同比增长 (%)	60%	31%	38%	34%	29%
毛利率 (%)	36%	35%	41%	46%	49%
净利率 (%)	21%	24.2%	24%	24.5%	24.5%
市盈率 (倍)	32	26	24	19	15

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **网络壁垒与规模效应是行业护城河，中国电商快递投资短期看全网运营效率，长期看战略布局。** 快递行业具备明显的网络效应和规模效应，长期看，具备卓越的管理能力和战略眼光的快递公司，有望抓住经济转型先机，建立先发优势。中国网购消费行程过半，短期难以挖掘或培育起一个同层级的市场，全网运营效率成通达系竞争关键。全网运营效率决定规模，规模做大者成赢家。规模占优的快递企业，有望步入“业务量提升—降低单票成本—反哺加盟商—更高业务量”的正向循环。
- **优秀基因：成本管控、网络布局和管理能力三维度领先同业。** 成本管控是核心，并通过提高业务量和市占率及保证盈利能力三维度影响公司，中通通过干线车辆直营化、分拣设备自动化实现高效成本管控。网络布局决定业务量空间，中通是最早推出有偿派送的快递企业。截至 2018H1，中通仍是全行业网点广度最广的快递之一。管理能力上，公司逐渐实现与加盟商、员工利益共享，实行小加盟商策略，网络结构扁平化，保证末端管控水平和效益。
- **平衡长期与短期收益，兼顾业务量规模的较快增长和目标利润率。** 2018 年 H1，公司实现营收 77.42 亿元，同增 38.60%；业务量 37.1 亿件，同增 39.2%。14-17 年，公司净利润 CAGR 为 94%，远高于同期营收复合增速 50%，规模经济效应明显，盈利能力不断增强。ROE 驱动因素在于净利率水平不断提升，主要受益其优秀的成本控制和持续业务量高增长。从资本开支投向看，其对自有车辆和大运力牵引车以及自动化分拣系统的持续投入，也使得这一趋势有望延续。
- **长期视角：新型电商提供增量市场，传统电商仍有韧性；B2B 市场，产业结构变迁决定物流需求结构。** 社交电商、跨境电商等新模式不断兴起，提供快递增量。新模式崛起的背后，本质上反映的是满足了一直存在却未被满足的用户需求。但公司仍需要大力开拓阿里系电商平台以外的市场。长期看，随着我国产业结构逐渐向工业化后阶段和服务业产业转型，物流需求主体对物流服务的要求是快速响应、安全、一体化物流服务，随着物流服务内容的变化和关系紧密度的提高，创造的价值也随之增大。

投资建议

- 我们预计 18-20 年非通用准则净利润为 42.84 亿元、54.89 亿元和 71.36 亿元，对应 EPS 分别为 5.56 元/7.56 元/9.73 元。目前股价对应 18-20 年 24X、19X 和 15X 市盈率。首次覆盖给予 27 倍市盈率，给予“买入”评级，目标价 22 美元。

风险提示

- 宏观经济下滑；快递业务量增速不及预期；行业竞争加剧；

苏宝亮

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

内容目录

1. 快递行业投资逻辑：网络壁垒与规模效应是护城河，但强者未必恒强	4
1.1 短期与长期的竞争壁垒如何看？	4
1.2 中国电商市场行程过半，短期看全网运营效率，长期看战略布局	4
2. 优秀基因：成本管控、网络布局和管理能力三维度领先同业	6
2.1 成本管控能力领先同业，下降空间仍大	6
2.2 业务量口径下市占率行业第一，网络壁垒和资产优势显著	11
2.3 管理优势突出，全网协调性高	12
3. 平衡长期与短期收益，兼顾目标利润率与业务量规模的较快增长	14
3.1 盈利能力：营收及净利保持较快增长，盈利能力行业领先	14
3.2 资本开支：夯实资产壁垒，实力不断增强	16
3.3 ROE 分析：净利率水平不断提升，驱动 ROE 增长	17
3.4 现金流：经营性现金流充沛、投资现金流出多且筹资现金流适当	17
4. 长期逻辑：电商市场目前仍是增量蛋糕，但仍需开拓新市场	18
4.1 新型电商提供增量市场，传统电商仍有韧性	18
4.2 电商 vs 菜鸟—独立，方能走的更远	19
4.3 B2B 市场—产业结构变迁决定物流需求结构	20
5. 盈利预测与估值	21
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1：UPS 转型的“危”与“机”	4
图表 2：人均消费性支出增速放缓	5
图表 3：平均消费倾向呈轻微下滑趋势	5
图表 4：亚马逊金融危机期间营收仍保持近 30% 的增速	5
图表 5：08 年中国网络购物交易额逆势高增长	5
图表 6：中国加盟制快递公司商业模式	6
图表 7：中通自有干线运输车占比不断提升	7
图表 8：中通自动分拣设备持续投入	7
图表 9：快递公司分拣与运输成本变动情况对比	7
图表 10：单票运输成本和中心操作成本改善明显	7
图表 11：成本降幅高于收入降幅	7
图表 12：通达系快递公司单票成本结构对比表（2017 年）	8
图表 13：社保改革对上市快递公司影响测算	9
图表 14：通达系快递公司成本结构对比表（2017 年）	10
图表 15：中国快递单价降幅缩窄低位徘徊	11
图表 16：UPS 快递单件收入曾长期处于低位	11
图表 17：快递总部的单票收入除顺丰外同比均下跌	11

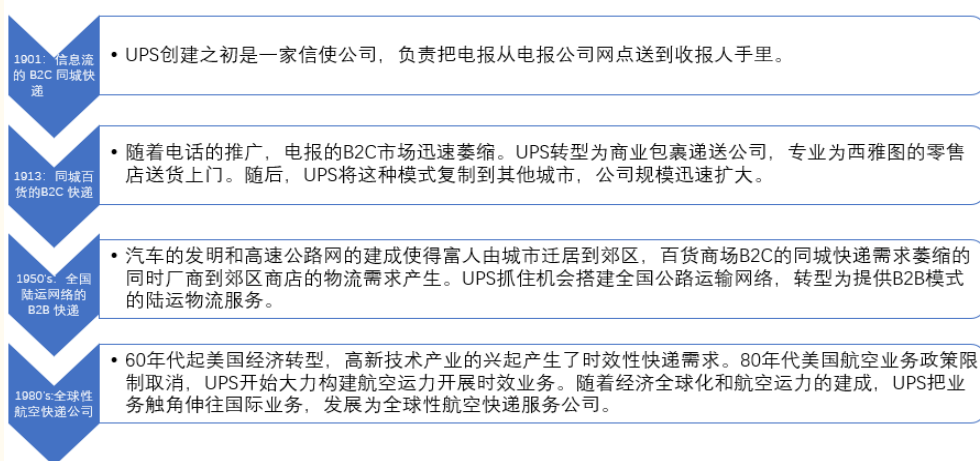
图表 18: 各上市快递公司快递主网干线、转运中心、网点数量对比.....	12
图表 19: 2017 年和 2018H1 快递公司土地使用权账面净值对比 (亿元)	12
图表 20: 中通自有转运中心数量最多.....	12
图表 21: 中通股权结构.....	13
图表 22: 中通快递发展概况.....	13
图表 23: 中通快递海外 IPO 过程.....	13
图表 24: 快递企业前五大客户营收占比情况对比.....	14
图表 25: 通达系加盟商数量对比.....	14
图表 26: 中通业务量增速远超行业平均.....	14
图表 27: 中通市占率持续提升, 目前居于行业首位.....	14
图表 28: 营业收入 2014-2017 年 CAGR 为 50%.....	15
图表 29: 快递主业单票毛利率略有提升.....	15
图表 30: 2014-2017 年, 净利润 CAGR 为 94%.....	15
图表 31: 中通单票净利率提升显著.....	15
图表 32: 中通毛利率居于行业首位.....	15
图表 33: 中通单票扣非净利居于行业首位.....	15
图表 34: 经营性现金流可覆盖资本支出.....	16
图表 35: 中通资本开支与营收比例较为稳定.....	16
图表 36: 快递企业 2017 年固定资产对比.....	16
图表 37: 中通现金及现金等价物充沛.....	16
图表 38: 各快递公司新增折旧与摊销对利润影响测算.....	17
图表 39: 快递企业 2014-2017 年 ROE 水平对比.....	17
图表 40: 中通快递 ROE 主要受净利率驱动.....	17
图表 41: 中通倾向于保留较多的账面现金.....	18
图表 42: 中通快递筹资与投资活动的现金流整体匹配 (滞后一年)	18
图表 43: 2018H1 快递公司经营性现金流质量对比.....	18
图表 44: 国际及港澳台业务表现亮眼.....	19
图表 45: 中、西部地区业务量增速超东部地区.....	19
图表 46: 即时配送市场快速发展.....	19
图表 47: 拼多多营收呈快速增长趋势.....	19
图表 48: 2015 年国际快递用户按行业划分的全球细目.....	20
图表 49: 公司和个人通常使用快递服务的五大特征.....	20
图表 50: 快递助力制造业转型升级.....	20
图表 51: 高端制造业占工业增加值比重持续提升.....	20
图表 52: 物流成本占 GDP 的比重呈倒 U 型曲线.....	21
图表 53: 中通快递收入及成本主要预测情况.....	22
图表 54: 中通快递盈利预测情况.....	23
图表 55: 公司当前正处于业绩消化估值阶段.....	24

1. 快递行业投资逻辑：网络壁垒与规模效应是护城河，但强者未必恒强

1.1 短期与长期的竞争壁垒如何看？

- 快递行业具备明显的网络效应，一方面，这使得企业在供给端的资本、人力的等方面的投入具备明显的边际成本递减属性；另一方面，也成为阻挡潜在进入者的进入壁垒，行业天然具备形成寡头垄断的竞争格局特性。
- 但寡头竞争并不一定等于竞争格局稳定。运输工具的改变和消费者行为的变迁，都有可能使得原有网络所具备的比较优势消失，既有的网络优势所建立起的竞争壁垒反而可能成为其转型的阻碍。19 世纪下半叶，美国铁路网的快速建设，成就了美国运通、富国银行、亚当斯快递和美利坚快递四大快递龙头，而随着二战后美国开始大规模的跨州高速公路建设，曾经的铁路网络干线模式受到重大冲击，竞争力不断削弱。
- 具备卓越的管理能力和战略眼光的快递公司，有望抓住转型先机，建立先发优势。FedEx 和 UPS 也曾一度面临业绩萎缩的困境，UPS 更是经历了“B2C 同城快递—城市百货业同城快递—全国性公路快递”的不断调整定位与转型，适应着消费者行为的每一次变迁，并最终成为美国快递行业的寡头。经营环境的变化，必然带来竞争格局的不断变化，大浪淘沙，适者生存。
- 综上，我们认为快递行业是具备规模优势和网络优势的行业，供给端的边际递减属性，使得行业在没有出现新的爆发性商机之前，有利于形成寡头垄断的竞争格局，并成为潜在进入者难以跨越的壁垒。而运输工具的改变和消费者行为的变迁，同样会给新进入者以机会，长期看，具备卓越的管理能力和战略眼光的快递公司有望捕捉经济转型的先机，强者恒强、基业长青。

图表 1: UPS 转型的“危”与“机”



来源：国金证券研究所

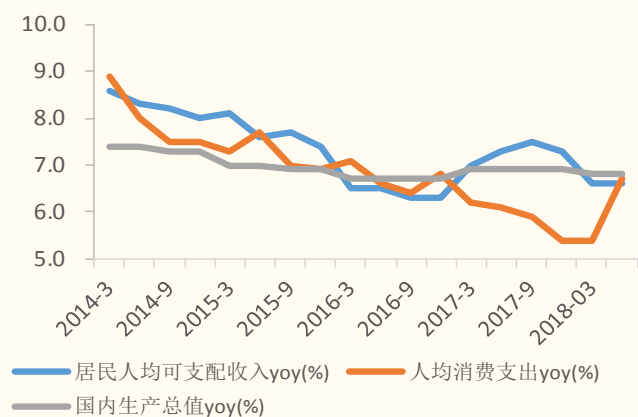
1.2 中国电商市场行程过半，短期看全网运营效率，长期看战略布局

- 我们认为，中国网购消费市场行程过半，快递企业仍需要大力开拓阿里系电商平台以外的市场。但短期内，亦难以挖掘或培育起一个能够和电商快递同层级的市场（我们看好社会化分工带来的物流产业的不断发展，但预期的兑现，仍需足够的时间）。在这一行业背景下，全网运营效率成为通达系竞争的关键。具备全网运营效率优势的企业，往往对加盟商有着更强的话语权，从而获得更大的业务量和更好的盈利能力。
- 网购具备的成本优势和价格优势在财富下行期间敏感性更高，韧性更足。今年以来社零增速的放缓，引发市场对于消费增速或将放缓的担忧，并进

一步引发对于快递行业需求的担忧。如果我们以居民的边际消费倾向作为消费者行为的代理变量，去度量其消费意愿，结果发现：**收入与消费之间呈现显著的正相关关系，且在收入增速放缓期间，网购所具备成本优势和价格优势具备更好的消费韧性。**

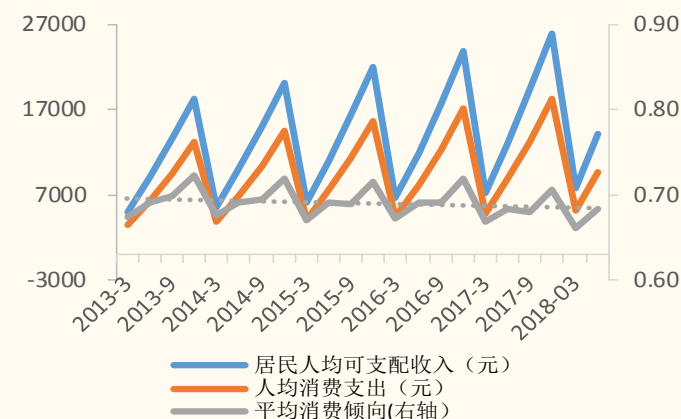
- 消费行为角度，成本主要包括出行成本和搜索成本，而在网络上的商品足够丰富的前提下，对于同一商品网上购物的购物成本可以近似认为没有，这一成本端的节省在经济下行期间表现得更加明显。此外，研究表明，经济下滑的情况下，消费者的心理承受价位会显著降低，消费者往往更加愿意“费力”寻找更加便宜的商品。数据显示，08年金融危机期间，亚马逊创“历年最旺销售记录”，销售额同增44%。09年春节黄金周期间，淘宝交易额同增60%，创下单日销售4.6亿元记录。

图表 2：人均消费性支出增速放缓



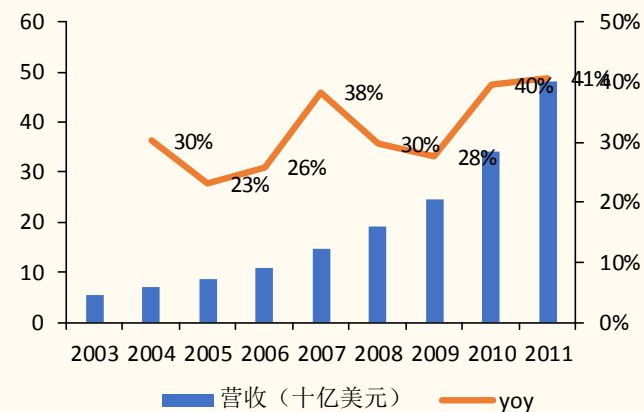
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：平均消费倾向呈轻微下滑趋势



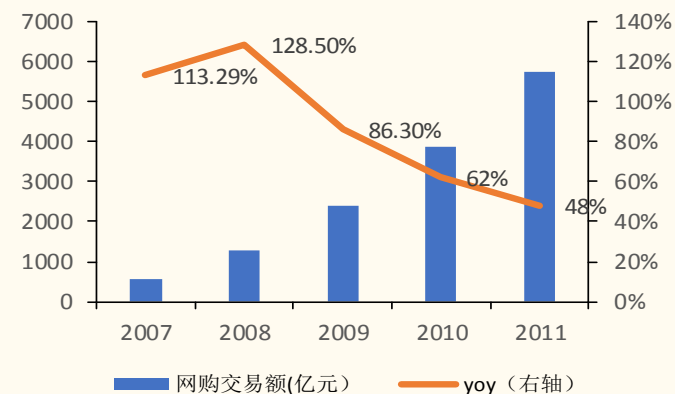
来源：Wind,国金证券研究所

图表 4：亚马逊金融危机期间营收仍保持近 30%的增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 5：08 年中国网络购物交易额逆势高增长



来源：国家邮政局,国金证券研究所

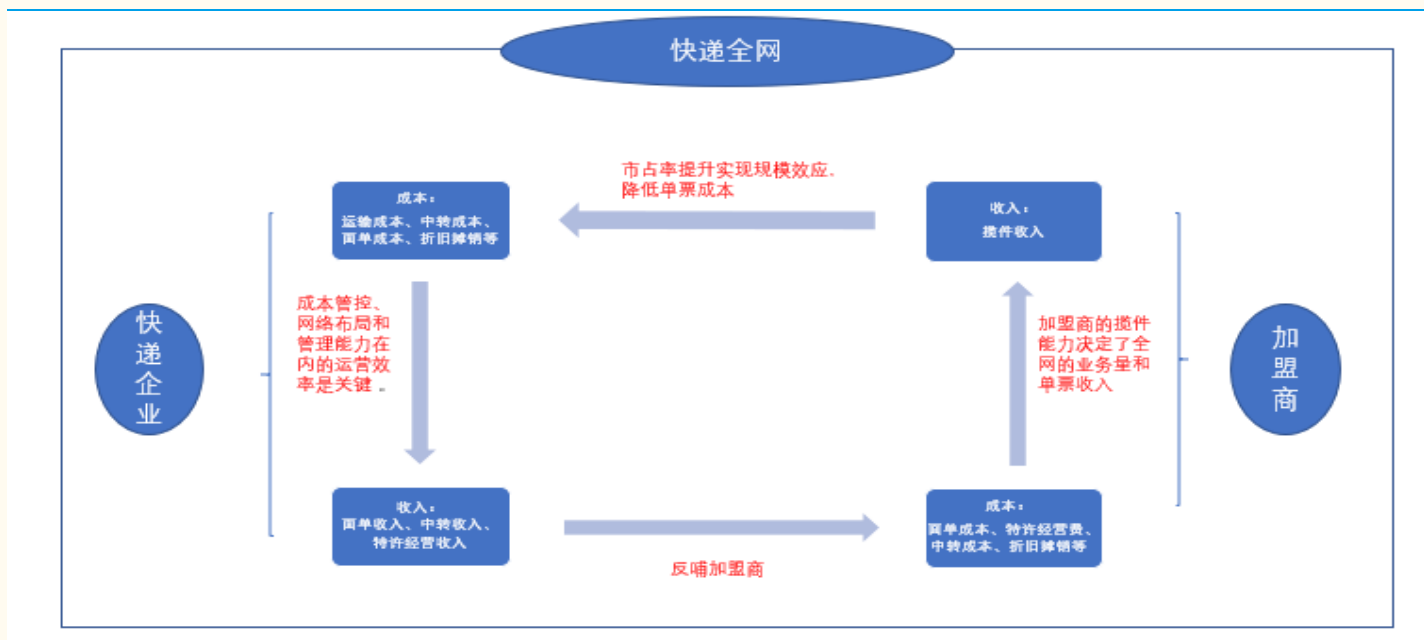
- **中美快递企业的成长环境不同，中国电商快递企业具备更好的成长性和独特的盈利模式。**美国电商以亚马逊占据绝对优势，中国以阿里、京东分别占据 2/3 和 1/4 的市场份额,后有拼多多、苏宁和一众垂直电商。亚马逊自建物流因解决美国 C 端物流的痛点而具备高顾客忠诚度，而中国加盟制快递公司因具备独特的商业模式和更好的成长性。

原因在于：1) 对比美国，中国的大卖场或连锁零售商模式的普及率和覆盖率低于美国，经销商渠道把控线下市场，使得中国电商相比实体零售更具比较优势，而亚马逊曾在很长一段时期内一直作为线下零售业的补充存在；2) 加盟制快递企业的盈利能力的强弱本质上来源于其对加盟商的话语权，而非 C 端消费者。电商快递的产品偏于同质化（这往往让市场认为快递公司不具备竞争力），但中国电商快递的特殊性在于，选择快递的决策者是商家，最终的接收者是消费者。而网购消费对于及时性、安全性的敏感程度

往往弱于商务件消费，这就要求电商快递企业天然需要具备低价格、高效率的属性。

- 商业模式：全网运营效率决定规模，规模做大者成赢家。规模占优的快递企业，有望步入“业务量提升—降低单票成本—反哺加盟商—更高业务量”的正向循环。快递全网包括加盟商和总部两个经营主体，循环之始，加盟商的揽件能力决定了全网的业务量和单票收入，而快递公司需要完成循环中“反哺加盟商”这一环节，包括成本管控、网络布局和管理能力在内的运营效率是关键。

图表 6：中国加盟制快递公司商业模式



来源：国金证券研究所

2. 优秀基因：成本管控、网络布局和管理能力三维度领先同业

- 我们从成本管控、网络布局和管理能力三个维度分析公司的全网运营效率。其中，成本管控是核心，并通过三维度影响公司：1) 成本管控能力强的公司，更有能力向盈利能力弱的加盟商进行补贴（尤其是派件量远大于收件量的区域），从而平衡全网利益，维护网络稳定性；2) 进一步提高业务量，提升市占率；3) 保证总部的盈利能力，实现正向循环。

快递企业布局网络的广度和密度决定了企业业务量的空间。末端揽派环节的广度越广、密度越高，相应的成本就越低。管理能力影响快递公司对加盟商的话语权，并在长期影响企业战略布局和业务卡位。

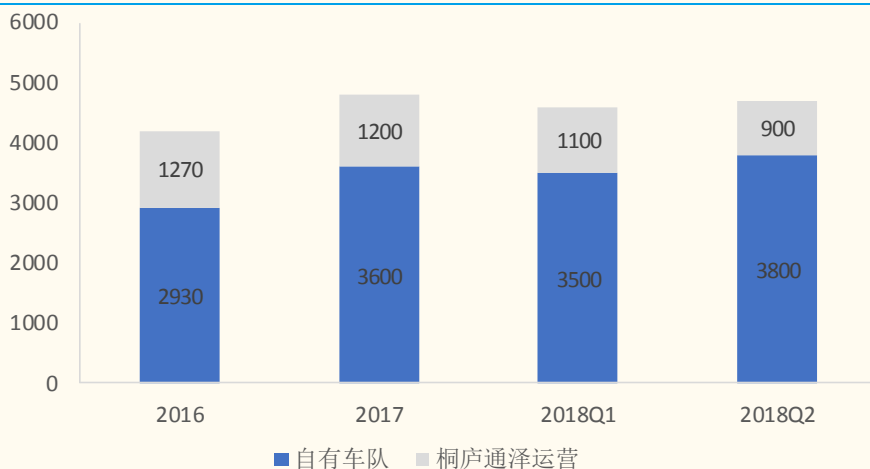
2.1 成本管控能力领先同业，下降空间仍大

- 中通在成本端的竞争优势得益于干线车辆直营化和分拣设备自动化。具体表现为：干线运输环节，通过增加大长卡车、增加直接运输方式。运输成本的降低主要是因为公司自有车辆现已超过 3500 辆（高于其余三通一达自有车辆的总和），且相较去年增加了 100 多辆的 17.5 米型大长卡车，淘汰了 200 多辆小型卡车，边际成本减小且运力加倍，约 60% 的件量都由自有车辆处理，比第三方物流节省了约 30% 的成本；今年以来，中通增加直接运输的方式（即将货物从发货地运转中心直接运至收货地运转中心），减少联运与中转的次数，减少中转成本。

分拣中心自动化设备持续投入。公司投入了大量自动化分拣设备，相同时间内处理相同件量下，每条分拣线只需 35-50 人，较以往减少约 100 人，每条分拣线将节约 40% 以上的人力成本，一年可节省人工成本约 500 万元。截至 2018H1，中通合计在其网络中使用了 64 套自动分拣设备，同比增速

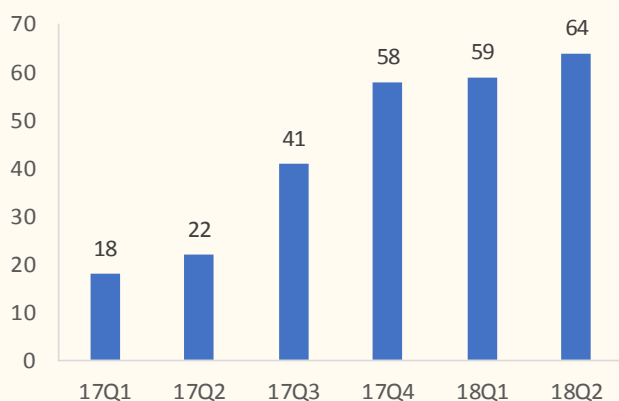
达 190%，这使其分拣中心工人的平均人员成本仅增加 16.7%，显著低于 41.7% 的业务量增速。

图表 7：中通自有干线运输车占比不断提升



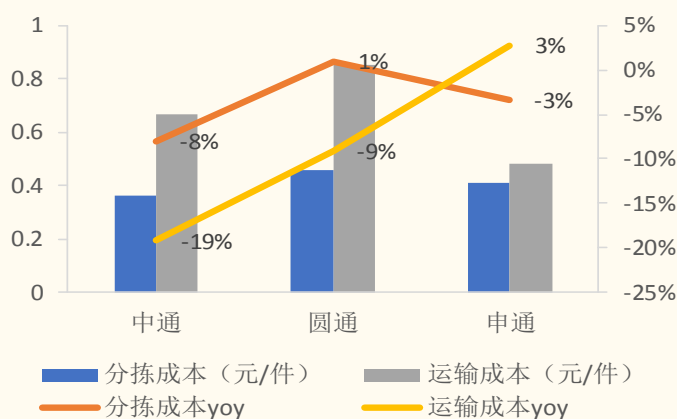
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：中通自动分拣设备持续投入



来源：公司公告，国金证券研究所

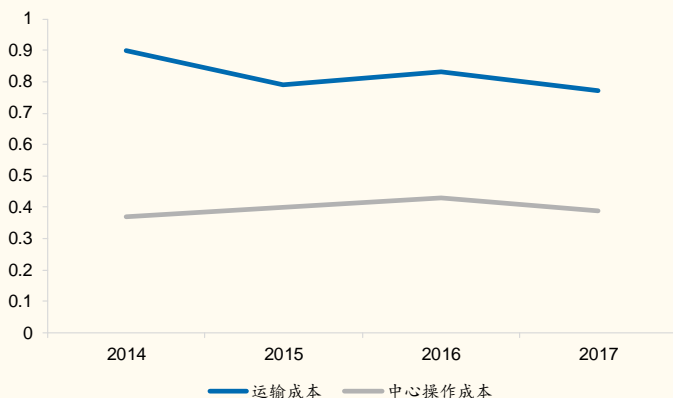
图表 9：快递公司分拣与运输成本变动情况对比



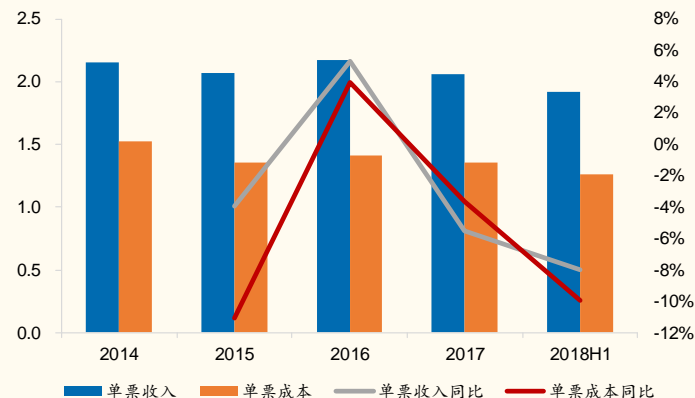
来源：公司公告，国金证券研究所

- 成本下降幅度大于单票收入降幅，盈利能力领先同业。2018Q2 季度，公司单件成本为 1.16 元，同比下降 6.3%；公司单票毛利为 0.68 元，毛利率显著提升 5.6pcts 至 37.1%。优秀的成本管控能力使其盈利能力领先通达系。这也表明，中通干线自有车辆的比例增加及干线运输线路规划与调度优化，形成了一定的规模经济，从而降低单票成本，提升单票毛利。

图表 10：单票运输成本和中心操作成本改善明显



图表 11：成本降幅高于收入降幅



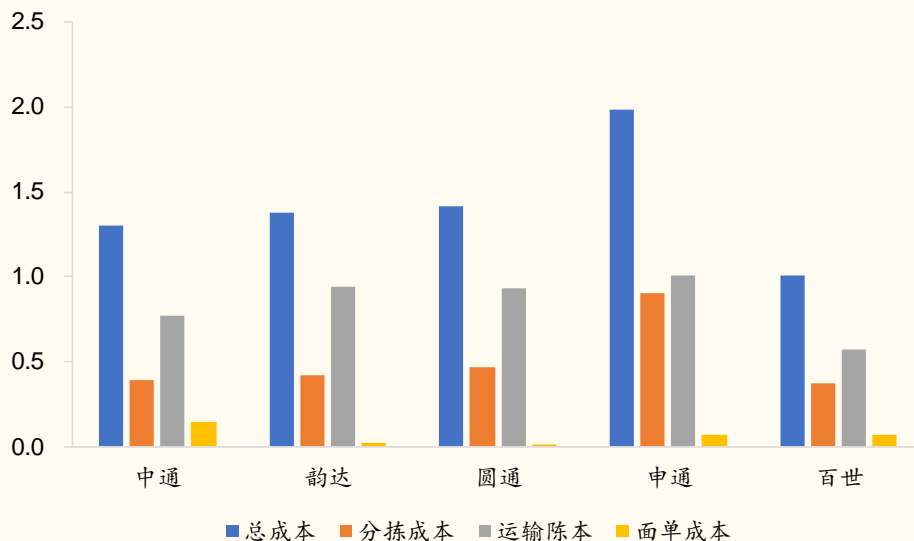
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

注：剔除货代业务影响

- 进一步，我们对比了通达系公司单票业务成本的各细分科目，结果表明：**得益于中通在自有车辆和大长卡车等方面的优势，其运输成本明显低于通达系其他公司；分拣中心的高自动化率水平使其在分拣成本上同样具备竞争优势。**考虑到分拣与运输成本合计约占据总成本项目的 90%左右，以及公司的面单成本中实际包涵了仓储等其他业务成本（毛利低于快递业务），中通在成本端优势明显。

图表 12：通达系快递公司单票成本结构对比表（2017 年）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 补交社保对中通净利润影响最低。**中通未披露应付职工薪酬细分科目，我们通过两种方法进行相关测算。

方法 1：参考通达系其它快递公司拆分工资、奖金以及基本养老保险费，采用通达系其它公司这两个指标占应付职工薪酬的平均值做相关假设，中通 17、16 年工资奖金占比应付职工薪酬的 81%、76%，基本养老保险 0.41 亿。按照上述方法，计算中通补交社保金额对净利润的影响为 0.33%，为快递公司中最低。我们发现，中通的应付职工薪酬最低，但是员工的人数相对与申通韵达较多，因此计算人均工资，发现中通的人均薪酬最低，仅为 4 万左右，远低于通达系其它公司（7 万）说明中通应付职工薪酬以 GAAP 口径统计偏低。

方法 2：我们进一步以通达系其他公司的人均工资的平均值作为中通的人均工资，与员工数量的乘积作为应付职工薪酬，按照计算补交社保的方法计算，中通补交社保对净利润的影响同样最低，为 0.8%。

- 长期看，我们认为随着中国人口红利的逐渐消失，劳动力成本上涨是必然趋势，快递公司 will 逐渐通过提高自动化技术、引进无人机等方式降本增效。中通也通过引入自动化分拣设备，2018Q2 分拣中心的平均人数仅同比增长 16.7%，远低于业务量增长 41.7%，人均效能大幅提升。

图表 13：社保改革对上市快递公司影响测算

	圆通	申通	韵达	顺丰	中通 (法1)	中通 (法2)
员工数量：人 (2017)	23608	14117	9346	136432	16023	16023
员工数量：人 (2016)	22731	8153	9666	124405	17324	17324
应付职工薪酬 2017：百万	1983.36	970.19	907.54	15749.07	734.97	1334.40
人均薪酬 2017	8.40	6.87	9.71	11.54	4.59	8.33
应付职工薪酬 2016：百万	1675.64	650.15	767.93	13917.3	652.58	1344.96
人均薪酬 2016	7.37	7.97	7.94	11.19	3.77	7.76
工资、奖金、津贴和补贴 (2017)：百万	1,554.94	808.99	724.46	14,317.4	591.92	1130.34
占比应付职工薪酬	0.78	0.83	0.80	0.91	0.81	0.85
工资、奖金、津贴和补贴 (2016)：百万	1,276.97	518.70	596.42	12,843.21	450.98	889.75
社会保险费	91.22	36.64	35.03	451.15		
其中：医疗保险费	77.75	31.52	30.09	369.82		
工伤保险费	6.48	2.41	2.15	47.65		
生育保险费	6.99	2.71	2.79	33.67		
基本养老保险	150.26	64.44	62.43	799.07	51.79	83.51
失业保险费	5.68	2.09	1.94	29.51		
缴纳社保基数 (养老保险*5)	751.30	322.21	312.16	3995.33	258.94	417.56
缴纳社保基数 (反推)/工资、奖金、津贴和补贴 (2016)	58.83%	62.12%	52.34%	31.11%	57.42%	46.93%
五险实际缴费比例	32.91%	32.05%	31.87%	32.03%	32%	32%
补交社保	173.00	62.97	90.59	2834.14	61.45	151.10
营业利润	1838	1894	2175	6449	3565	3565
营业利润 (补交社保)	1665.00	1831.03	2084.41	3614.86	3503.55	3413.90
补交对营业利润的影响比例	9.41%	3.32%	4.17%	43.95%	1.72%	4.24%
利润总额	1906	1987	2146	6502	3805	3805
利润总额 (补交社保)	1733.00	1924.03	2055.41	3667.86	3743.55	3653.90
实际税率	24.08%	25.11%	26.05%	26.91%	16.95%	16.95%
净利润	1447	1488	1587	4752	3160	3160
补交对净利润影响的金额	41.66	15.81	23.60	762.80	10.42	25.61
补交占净利润的比例	2.88%	1.06%	1.49%	16.05%	0.33%	0.81%
补交对影响净利率	0.21%	0.12%	0.24%	1.07%	0.08%	0.20%
净利率	7.24%	11.75%	15.90%	6.68%	24.20%	24.20%

净利率 (扣除补交部分)	7.03%	11.63%	15.66%	5.61%	24.12%	24.00%
--------------	-------	--------	--------	-------	--------	--------

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 由于固定资本存在一定刚性, 业务量增速更快的企业往往具备更好的收入弹性。我们在剔除了申通和圆通的派送支出以统一口径之后, 对比了通达系公司之间的成本结构差异, 结果表明: 中通的固定成本占比在通达系居于首位, 从而在业务量增速远高于行业平均水平的情况下, 具备更好的业务量-收入弹性。

图表 14: 通达系快递公司成本结构对比表 (2017 年)

成本类型		占总成本费用的比例			
		中通	圆通	韵达	申通
变动成本	面单成本	2.7%	2.6%	3.7%	5.3%
	网点中转费	9.0%	12.4%	7.0%	5.0%
	其他业务成本	11.0%	5.6%	9.5%	8.2%
混合成本	运输成本	52.2%	43.5%	48.7%	43.2%
	中心操作成本	5.5%	22.8%	24.5%	24.1%
固定成本	折旧摊销	6.0%	4.0%	5.6%	3.5%
	销售费用	13.4%	1.2%	3.0%	2.9%
	管理费用		8.6%	5.0%	5.0%
	财务费用	0.0%	1.0%	1.0%	0.0%
固定成本占比合计		19.4%	14.8%	14.6%	11.4%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

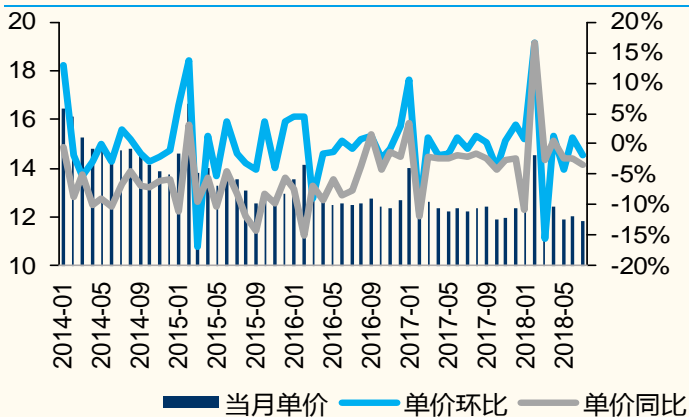
注: 中通将销售与管理费用合并计算。

- 对于当下快递行业的竞争格局而言, 成本优势具备重要意义。原因在于: 中期看, 当网购行为成为消费者生活常态, 我们认为快递市场增速将有一个下降的过程, 行业增速开始放缓对于行业竞争格局重塑是个有利的机会, 我国快递行业正处于寡头格局形成前夕。
- 单票价格持续收窄, 预计将在低位长期徘徊。从快递单价上看, 2018 年上半年, 全国快递平均单价为 12.43 元, 同比下降 1.3%, 环比提升 2.66%; 从年度快递单价的情况看, 目前单价仍旧处于下降通道中, 但降幅的边际变化不断缩窄。如果考虑到快递包裹轻量化趋势, 则行业单价跌幅更小。

美国行业经验, 当快递单价降到最低点的时候, 不会马上反弹, 而且这一阶段各快递公司为保证市场份额依然会持续大量资本支出, 从而拉低利润率, 所以再次发动价格战的可能性较小, 价格大概率在较低的价格位持续相当长一段时间。在这期间行业快速增长红利消失, 而单价依旧处于较低位置, 迫使大部分盈利能力较差的企业退出市场或者被兼并收购。所以长时间低增长及低单价为行业营造良好的集中度提升条件。

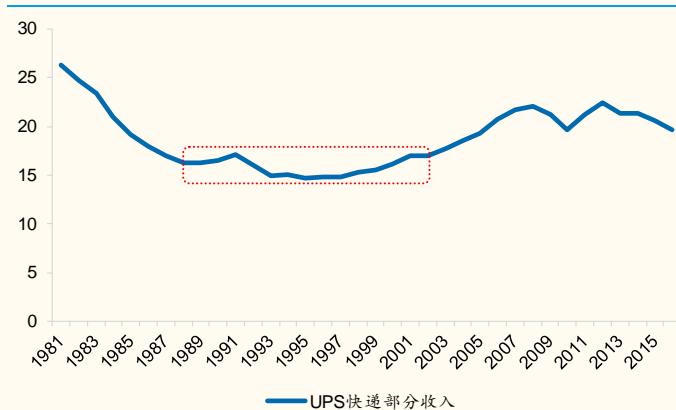
- 干线产能增速未到瓶颈期，总部对加盟商的补贴或将持续。对比 2018 年上半年的行业终端价格和快递公司的总部层面价格，上半年终端价格环比提升，同比跌幅缩窄；快递总部的单票收入除顺丰外同比均下跌。这与当前加盟商资本开支意愿低，总部对加盟商的补贴有所加大，干线产能增速高于终端产能增速的行业现状相吻合。
- 因此，我们认为在以市场份额和业务量为争夺目标的格局下，成本管控能力强的公司，有望获取更高的单票盈利能力，并为补贴加盟商，从而保证保障更高的业务量和全网的协调性，从而提供更好的终端服务，并形成良性循环。

图表 15：中国快递单价降幅缩窄低位徘徊



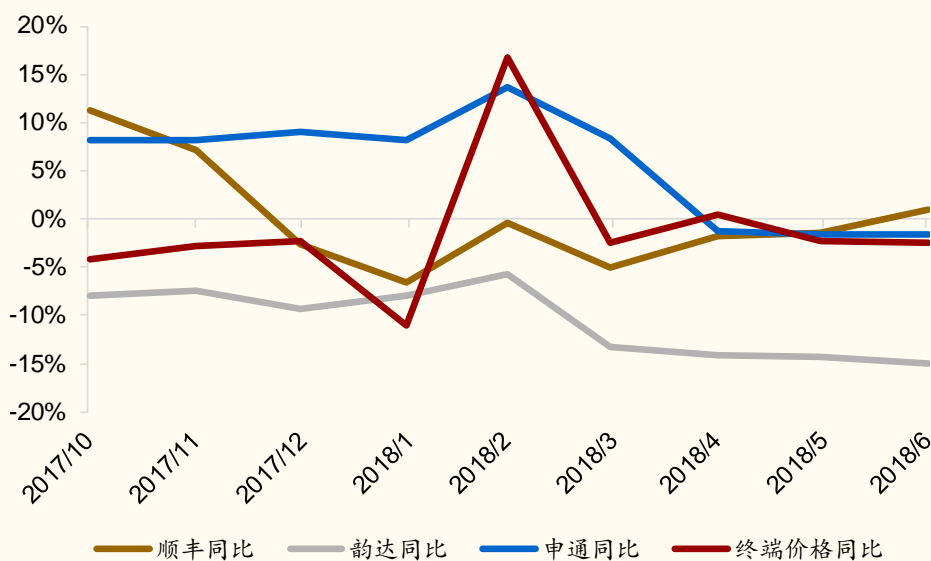
来源：wind, 国金证券研究所

图表 16：UPS 快递单件收入曾长期处于低位



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 17：快递总部的单票收入除顺丰外同比均下跌



来源：公司公告, 国金证券研究所

2.2 业务量口径下市占率行业第一，网络壁垒和资产优势显著

- 成本的管控水平，为企业盈利能力的稳定和可持续提供保障；网络和资产的持续投入，则成为企业长期成本可控的基石。
- 快递企业布局网络的广度和密度决定了企业未来业务量的空间。末端揽派环节的广度越广、密度越高，相应的成本就越低。中通是最早推出有偿派送的快递企业。截至 2018Q2，中通仍是全行业网点广度最广的快递之一，其快递网点数约为 2.95 万个，网络合作伙伴数量超过 9400 个，其中包括 4000 家直接合作伙伴和超过 5400 家非直接网络合作伙伴。长途货运卡车数量超过 4700 辆，其中自有车辆约 3800 辆。快递分拣中心之间的长途运

输路线超过 1920 条，分拣中心总数为 83 个，其中 76 个为中通自有，7 个来自中通的网络合作伙伴。网络通达 97.97% 以上的区县，乡镇覆盖率超过 85.24%。

图表 18：各上市快递公司快递主网干线、转运中心、网点数量对比

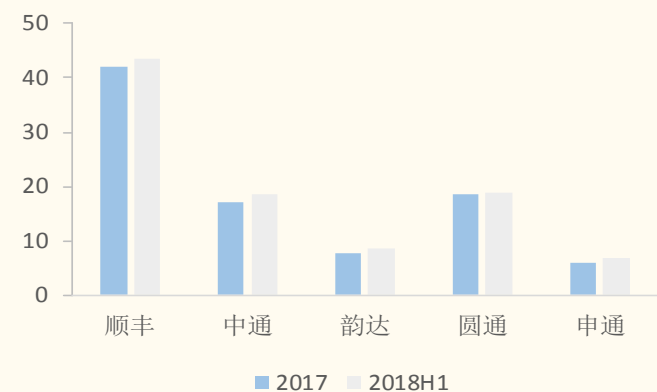
	业务量 (亿件)	转运中 心数量	干线数 量	网点数量	日均件量 (万件)	转运中心对 应日均件量 (万件)	干线对应日 均件量(万 件)	网点对应 日均件量 (万件)
中通	62.25	83	1920	28000	1704	20.78	0.85	22.21
顺丰	30.52	162	9600	13000	836	5.16	0.09	23.48
韵达	47.2	54	4300	19432	1293	23.95	0.30	24.29
圆通	54.63	-	3475	37700	1497	-	0.43	14.51
申通	39.04	86	-	20000	1068	12.42	-	19.50

来源：公司公告，国金证券研究所

- 资产投入规模业内领先。快递企业资产投入主要有三方面：自有车辆（运输端优势）、自动化设备（分拣端优势）和土地及转运中心（转运产能和项目储备优势）。车辆和自动化设备我们前已论述，转运中心方面，中通通过购买土地所有权（其他通达系多为租赁模式），强化转运中心的产能优势，并为未来可能发展的物流项目储备资源。

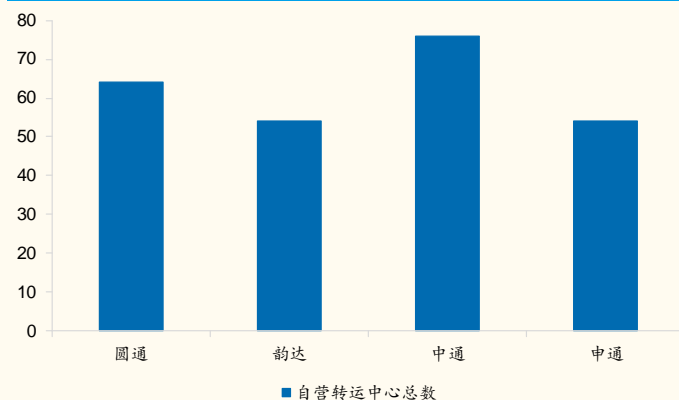
对比三通一达的运转中心数量，中通的自有转运中心数量亦居于行业首位。较多的转运中心说明中通总部的产能水平充足，具备充足的全网扩张潜力，并在更长的周期内进一步降低总部成本。

图表 19：2017 年和 2018H1 快递公司土地使用权账面净值对比（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：中通自有转运中心数量最多



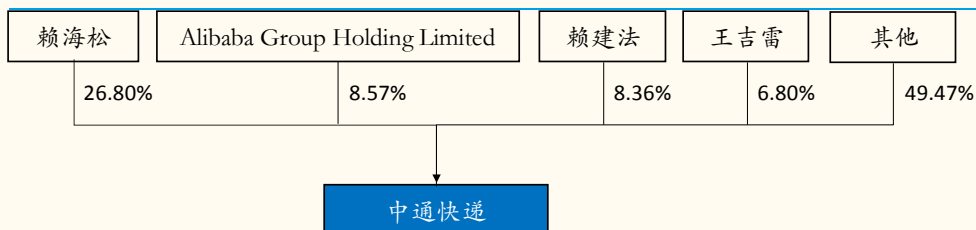
来源：公司公告，国金证券研究所

注：为统一口径，数据截止到 2017 年年底

2.3 管理优势突出，全网协调性高

- 公司具备较少的家族制烙印，管理、决策机制完善。公司创始人赖梅松，02 年进入快递行业，目前持股比例低于 30%，低于通达系其他公司。与此同时，其他 15 名董事和高管合共持有公司 23% 的股份，在行业之中整体处于较高水平。

图表 21：中通股权结构

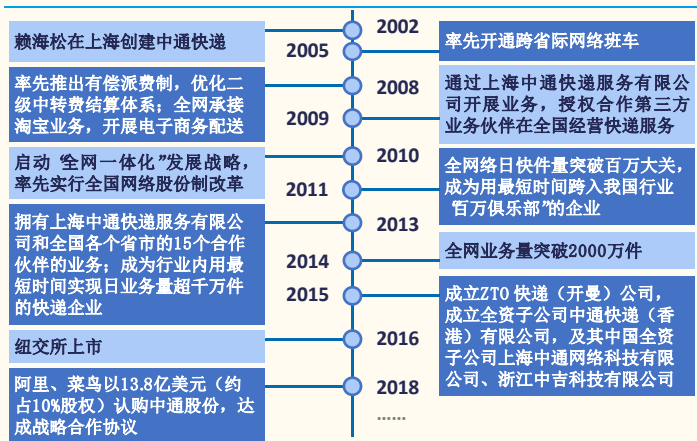


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 公司经营模式的探索经历了三阶段，并逐渐实现与加盟商、员工利益共享。

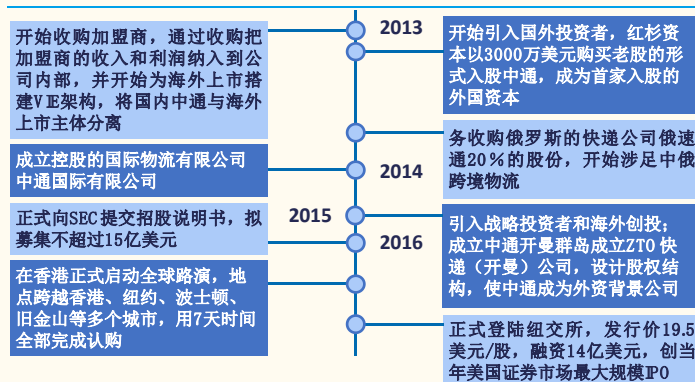
- 第一阶段：2002 年-2012 年。众创、众包、众筹、众扶的加盟模式，享受行业快速增长阶段的红利；
- 第二阶段：2012-2015 年。1) 率先在全网推行“派费制”。中通以调整派费的形式，平衡东西部之间的业务发展不均匀的利益差异，调动起收件业务量偏低的网点的积极性；2) “同建共享”模式。2014-2015 年间，公司累计支付了 2.7 亿股股票作为收购对价，强势收编 24 家加盟商，将原加盟商转变为公司股东，与加盟商之间形成利益共同体，打破了在传统快递公司总部和地区之间存在的利益博弈关系；3) 加盟商经营权“证券化”。允许加盟商以合理价格转让其经营权，从而将总部与区域的利益捆绑在一起。
- 第三阶段：2015 年—至今。对外借力资本市场，对内完成员工激励。引入红杉资本、高瓴资本、渣打直投等外部战投，并在 2016 年于纽交所上市。对内激励：赴美上市时，中通共计预留了 360 万股，境外重组完成后，在开曼公司层面向员工增发其认购的股份。截至 2017 年底，员工持股平台 ZTO ES 持有为员工持股平台发行的 1,084 万股普通股。

图表 22：中通快递发展概况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：中通快递海外 IPO 过程

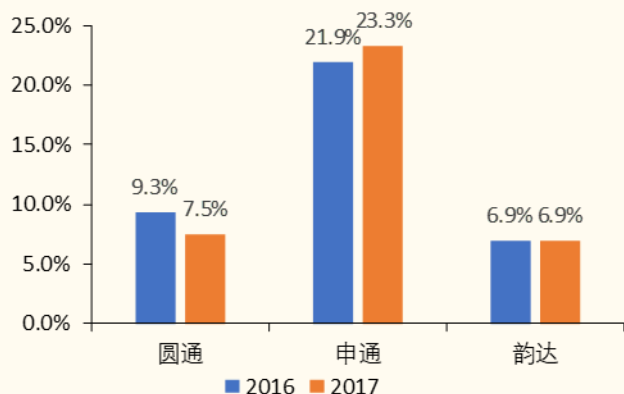


来源：公司公告，国金证券研究所

- 小加盟商策略，网络结构扁平化。从全网产能看，截至 2017 年底，中通的直接加盟商数量为 4000 个，数量居于行业首位。而中通的加盟策略也是注重吸引优质加盟商，控制单个加盟商的末端网点管理数量，从而保证了公司的末端管控水平和效益。

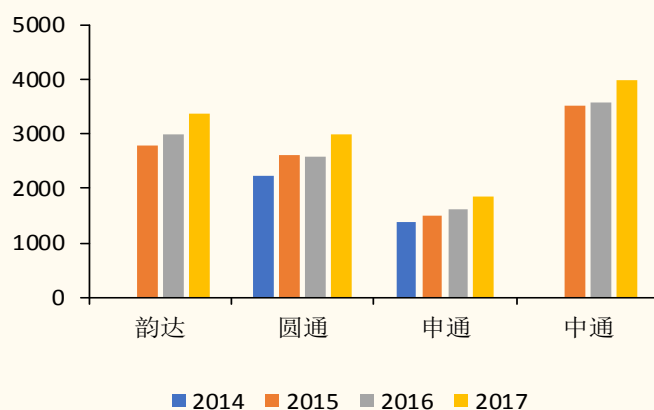
横向对比看，申通的前五大客户（加盟商）的营收占比最高，为 23.3%，使申通的加盟商结构显示出集中度高，话语权较大的特点。

图表 24: 快递企业前五大客户营收占比情况对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 通达系加盟商数量对比



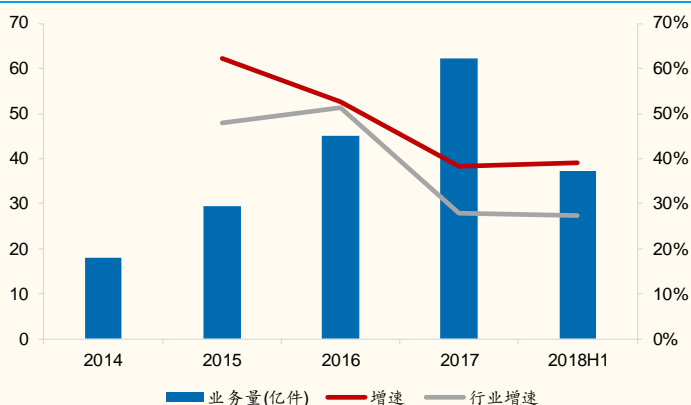
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 平衡长期与短期收益, 兼顾目标利润率与业务量规模的较快增长

3.1 盈利能力: 营收及净利保持较快增长, 盈利能力行业领先

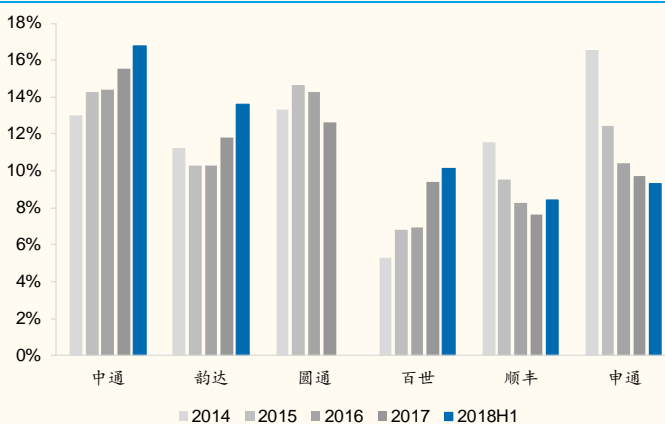
- **业务量增速高于行业, 市占率居于首位并稳步提升。**业务量及其增速是反映快递公司市场竞争力和发展潜力的重要指标。受益于公司优秀的网络平衡能力和成本端管控能力, 2018 年 Q2 季度, 中通业务量为 21.2 亿件, 同增 41.7%, 高出行业平均水平 16.7pcts。以业务量口径的市占率指标看, 中通 2018H1 市场份额为 16.8%, 同比提升 1.4pcts, 较行业第二高出 3.2pcts。

图表 26: 中通业务量增速远超行业平均



来源: 公司公告, 国金证券研究所

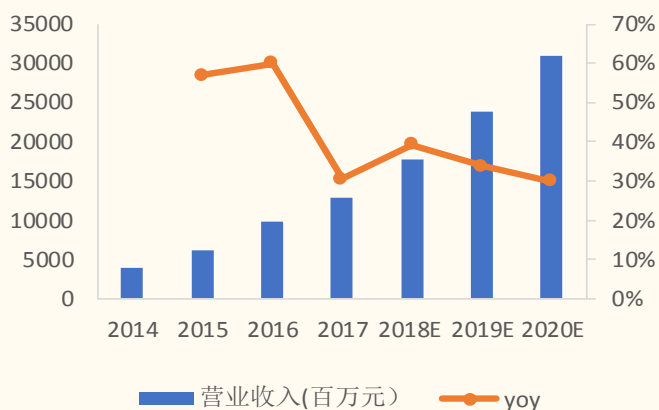
图表 27: 中通市占率持续提升, 目前居于行业首位



来源: 公司公告, 国金证券研究所

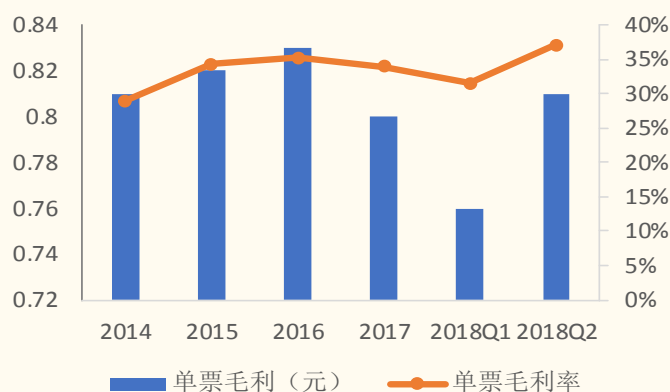
- **营业收入保持较快增长, 盈利能力行业领先。**营收是净利之母, 2018 年上半年, 公司实现营业收入 77.42 亿元, 同增 38.60%; 业务量达 37.1 亿件, 同增 39.2%; 毛利率为 34.2%, 同比下滑 3.1pcts。在剔除货代、物料销售、云仓储等新业务的影响后, 纯看快递主业, 毛利率为 37%; 单件毛利由 0.84 下降至 0.80 元。我们认为, 市场份额的扩大应是公司追求的首要目标, 公司业务量的有效增长和卓有成效的成本控制则为公司盈利水平提供长期支持。

图表 28: 营业收入 2014-2017 年 CAGR 为 50%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

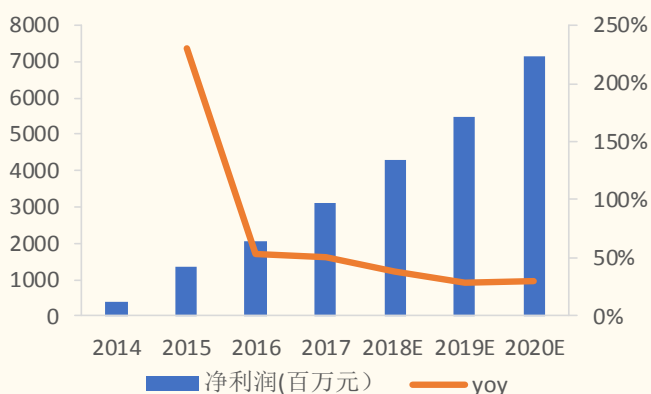
图表 29: 快递主业单票毛利率略有提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

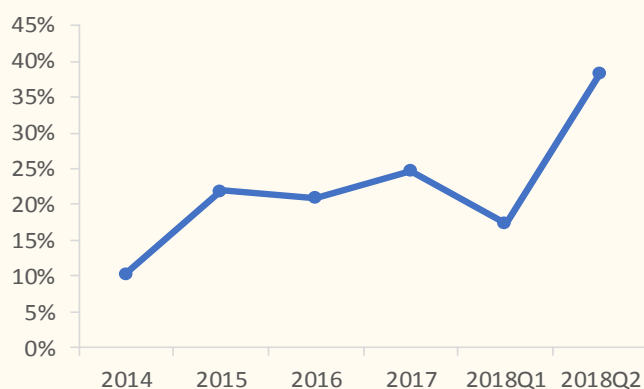
- **净利润增速复合增速高于营收增速。**18Q2,公司的净利润为 14.9 亿元, 同步提升 108%; 非通用准则净利率为 26%, 同比提升 1.0pct。2014-2017 年, 公司净利润 CAGR 为 94%, 远高于 2014-2017 年的营收复合增速 50%, 规模经济效应明显, 盈利能力不断增强。
- **单票毛利和单票扣非净利居于行业首位。**横向对比, 得益于成本与业务量规模的双重优势, 中通单票毛利居于行业首位; 其单票扣非净利同样最高, 2018H1 达 0.4 元, 遥遥领先于韵达和圆通, 主要是其较高的毛利率水平和 15% 的优惠税率及管理优势带来的较低三费率所致 (申通由于非自营转运中心收入和成本不计入公司, 未计入对比范围)。

图表 30: 2014-2017 年, 净利润 CAGR 为 94%



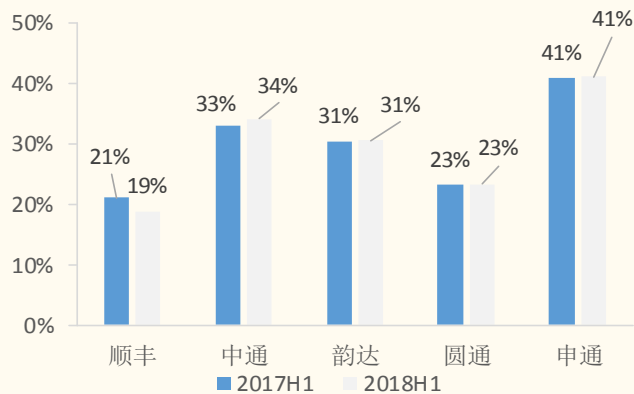
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 中通单票净利率提升显著

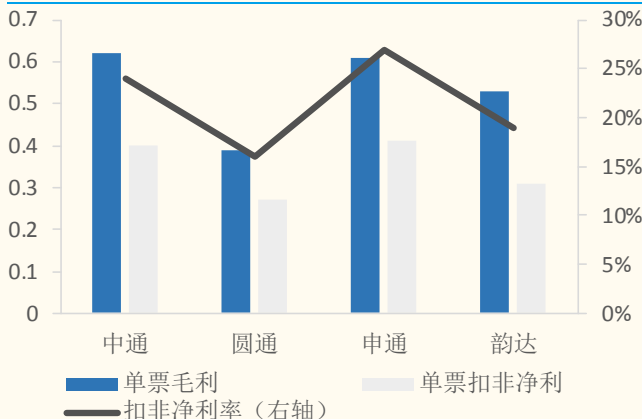


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 中通毛利率居于行业首位



图表 33: 中通单票扣非净利居于行业首位



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

注：申通由于非自营转运中心收入和成本不计入公司，未计入对比范围。

注：申通由于非自营转运中心收入和成本不计入公司，未计入对比范围。

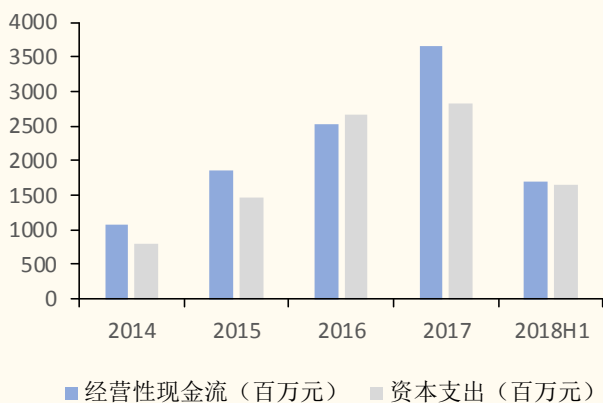
3.2 资本开支：夯实资产壁垒，实力不断增强

- 由于中通对运转中心采取了直营制模式，且不断加大对自有车辆、土地等方面的资金投入，使其与通达系其他公司相比，拥有最多的固定资产和仅次于圆通的无形资产规模。2018年Q1、Q2季度，资本开支分别为10.06亿元和7.38亿元；2014-2017年复合增速为53%，增速居于通达系首位。预计2018年公司的资本开支水平仍将维持较高增速。公司的资本支出与销售额的比例较为稳定，说明资本开支水平与业务增速整体较为匹配，产能增速有效转化为市场份额的提升。

从资本开支的投向看，2017年资本支出共计28亿元，主要包括用于自营分拣中心和仓储（购买土地使用权2.55亿元）以及购买固定资产、设备和车辆25.7亿元。

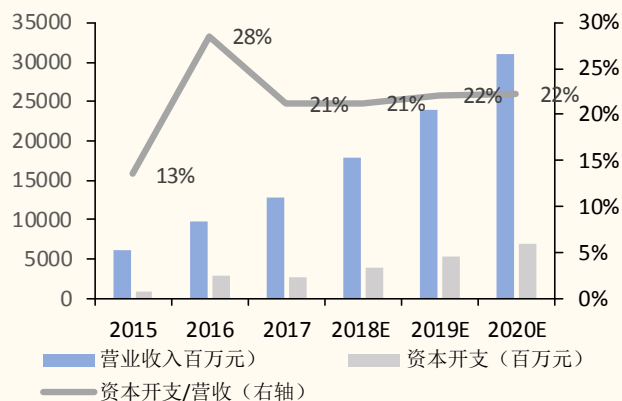
公司的经营活动现金流净额稳步增长（2015-2017年复合增速为40%），2018H1为14.76亿元，足以覆盖资本支出。2018H1年公司账上现金及现金等价物为158亿元，较年初增长38亿元，为未来发展和投入提供有力资金支持。

图表 34：经营性现金流可覆盖资本支出



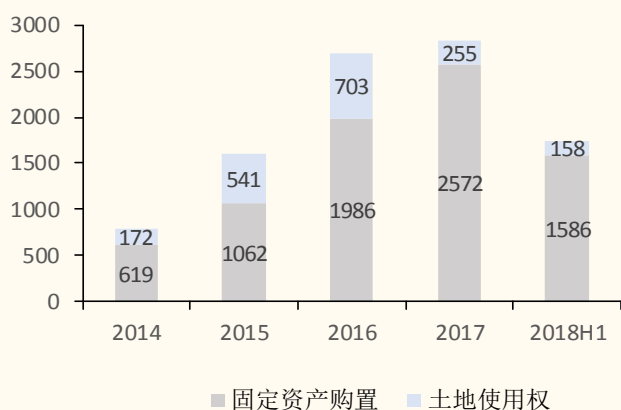
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：中通资本开支与营收比例较为稳定



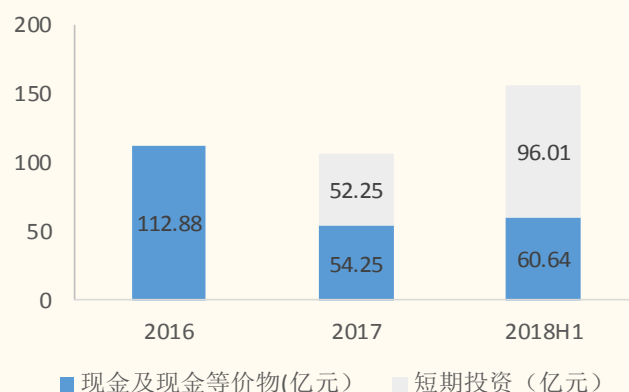
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：快递企业 2017 年固定资产对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：中通现金及现金等价物充沛

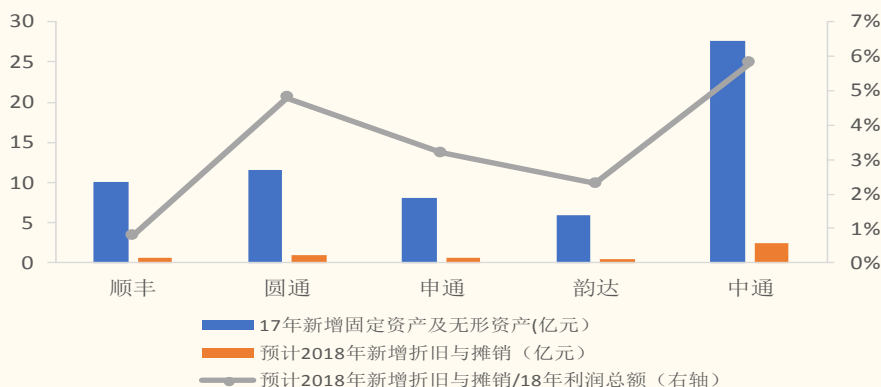


来源：公司公告，国金证券研究所

- 进一步，我们测算对比了各上市快递公司的新增资本开支以及预计新增加的折旧摊销对其利润规模的影响。结果表明：中通的固定资产和无形资产等开支整体上仍将保持较快增长，以新增部分的固定资产折旧摊销年限为

10年，无形资产为30年，残值率为5%计算，预计2018年中通的新增摊销折旧对18年利润总额的影响在6%左右。

图表 38：各快递公司新增折旧与摊销对利润影响测算



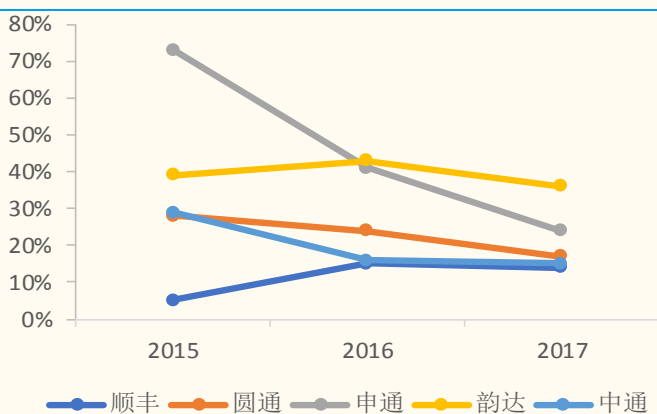
来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 ROE 分析：净利率水平不断提升，驱动 ROE 增长

- ROE 指标与快递公司的资产轻重关系密切，因此直营制的顺丰与资产较重的中通的整体 ROE 整体低于通达系其他公司，横向对比意义不大。但作为股东长期回报的指标，行业整体 ROE 的区间为 15%-30%，仍处于 A 股较高水平，说明行业空间仍大，仍处于增量蛋糕市场。行业整体 ROE 的下行趋势，亦同样验证了我们这一判断：若行业已经步入存量市场，规模效应使得龙头企业要么实现更高的 ROE，要么维持 ROE 水平并降低价格打击新进入者。
- 我们依据杜邦分析对中通 ROE 进行拆解，结果表明：对于中通来说，其 ROE 的驱动因素在于其净利率水平的不断提升，主要受益其优秀的成本控制和持续的业务量高增长。而从中通近年来的资本开支的投向看，其对自有车辆和大运力牵引车以及自动化分拣系统的持续投入，也使得这一趋势有望延续。

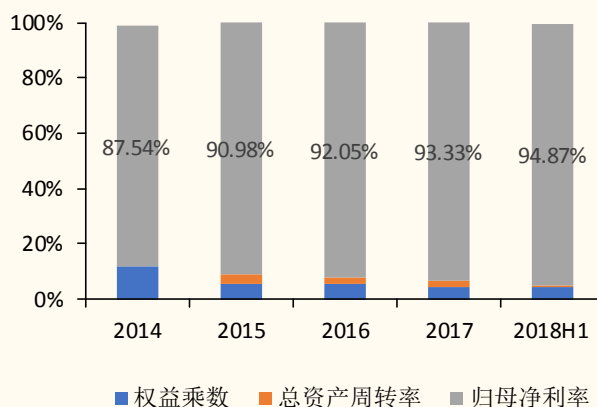
此外，中通周转速度的不断下降，一方面和中通不断加大重资产投入的方向相一致，另一方面也是其获得较大规模融资的结果。

图表 39：快递企业 2014-2017 年 ROE 水平对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：中通快递 ROE 主要受净利率驱动



来源：公司公告，国金证券研究所

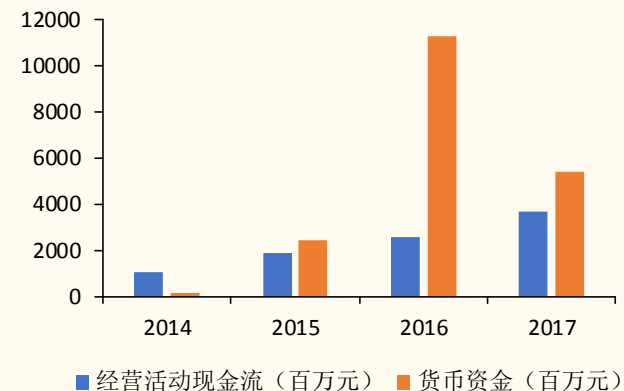
3.4 现金流：经营性现金流充沛、投资现金流出多且筹资现金流适当

- 中通的现金流模式呈现出：经营性现金流充沛、投资现金流出多以及筹资现金流适当。理论研究表明，好的现金流模式应当流转效率高、沉淀少，伴随企业扩张稳健。受电商消费的淡旺季因素影响，其现金流呈现出下半年的经营性现金流总体高于上半年的特点，但总体上仍较为充沛，呈稳健

增长。我们认为，这与其客户（小 B 或 C 端商家）分散且议价能力不强以及小加盟商的策略紧密相关，而在后续年份，中通较为充沛的经营性现金流基本足以支付固定资产和无形资产投资。

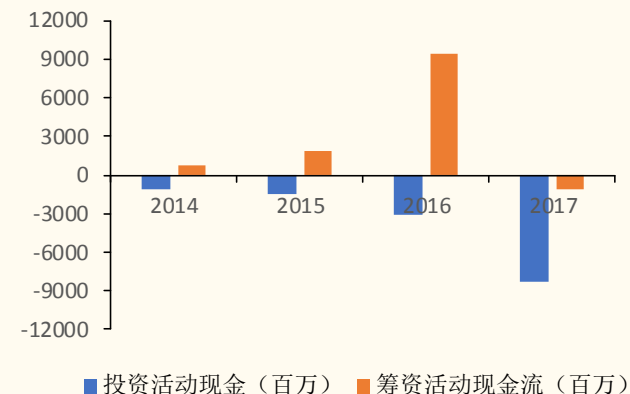
同时，中通倾向于保留较多的账面现金，用于购买资产或对外投资。从这一角度看，由于企业的生命周期影响其现金流的投向，进入稳定期后，中通的现金使用效率有望进一步提高。

图表 41：中通倾向于保留较多的账面现金



来源：公司公告、国金证券研究所

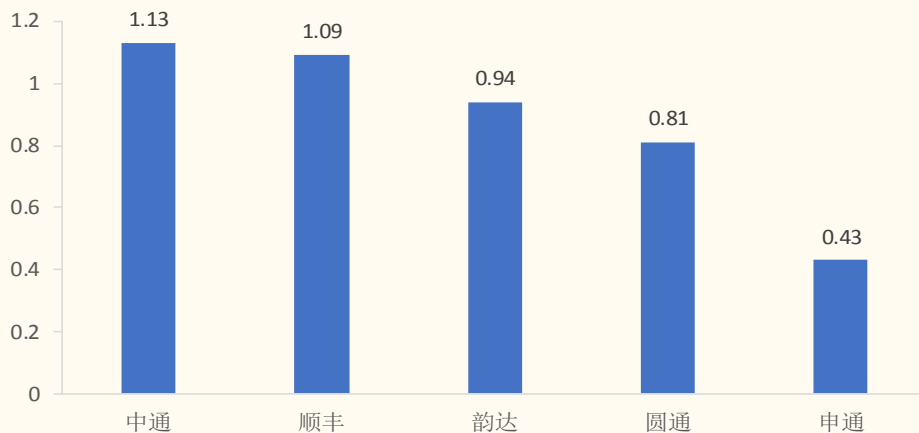
图表 42：中通快递筹资与投资活动的现金流整体匹配（滞后一年）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 产业链中议价能力决定公司现金流质量。以经营性现金流/扣非净利润指标作为衡量公司现金流产生能力的指标，横向对比看，中通的经营性现金流产生能力同样居于行业首位，此后依次为顺丰、韵达、圆通和申通。

图表 43：2018H1 快递公司经营性现金流质量对比



来源：公司公告，国金证券研究所

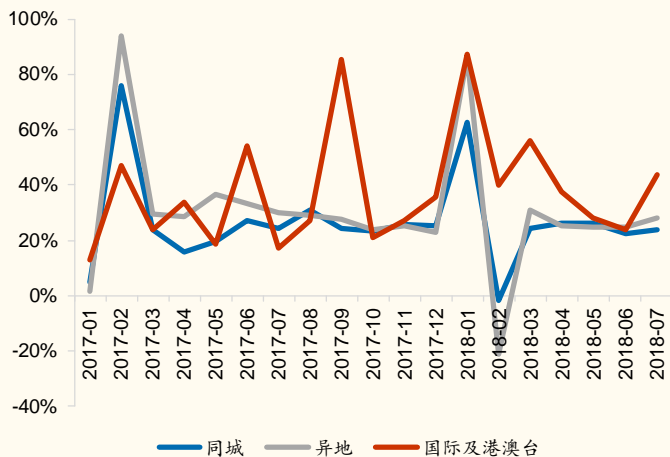
4. 长期逻辑：电商市场目前仍是增量蛋糕，但仍需开拓新市场

4.1 新型电商提供增量市场，传统电商仍有韧性

- 社交电商、微商、跨境电商等新模式不断兴起，提供快递增量新业务。PC 端红利逐渐减弱，获客成本不断抬升、移动购物兴起的背景下，以阿里为代表的传统电商平台占据优势地位的同时，亦有包括跨境电商、微商、众筹、社交电商等新模式不断兴起，而以拼多多为代表的社交电商，2017 年平台包裹量占快递行业比重为 11%，2018Q1，这一比重提升至 17%。

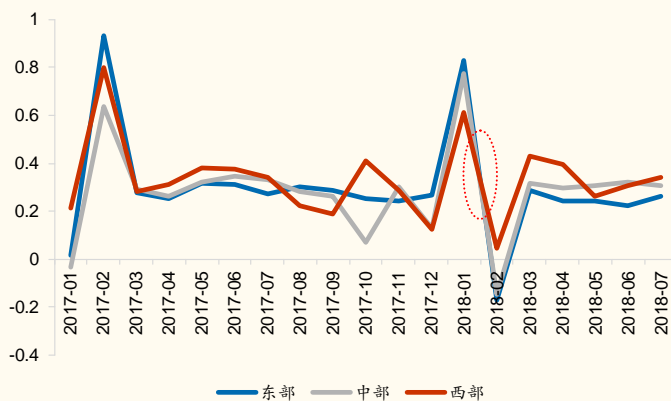
新模式崛起的背后，本质上反映的是满足了一直存在却未被满足的用户需求，主要包括：1) 中、西部地区等过去尚未被挖掘或过去由于网络布局不完善而导致电商渗透率较低的市场需求；2) 跨境电商、海淘、代购等跨境物流需求；3) 对供应链进行整合，从而提高平台与消费者之间的连接速度与成本，从而实现快速更迭的 C2B 模式的即时配送和社交电商市场需求。

图表 44：国际及港澳台业务表现亮眼



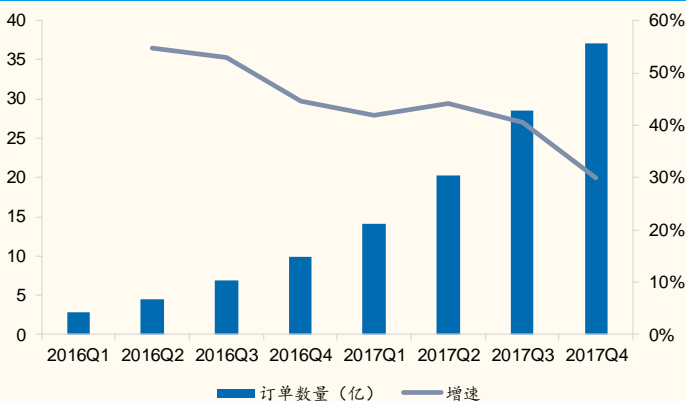
来源：wind，国金证券研究所

图表 45：中、西部地区业务量增速超东部地区



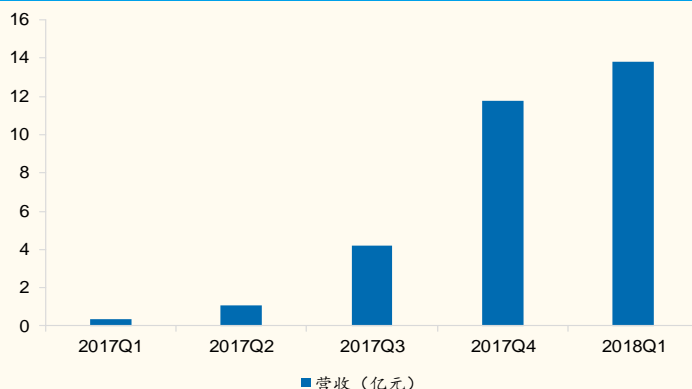
来源：wind，国金证券研究所

图表 46：即时配送市场快速发展



来源：罗戈研究，国金证券研究所

图表 47：拼多多营收呈快速增长趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 电商 vs 菜鸟—独立，方能走的更远

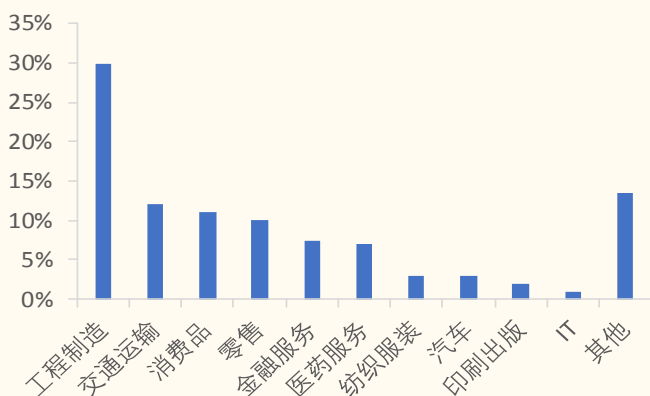
- 经济与社会的每一次转型，都产生了快递业态和竞争格局的动荡。Fedex 成立之初，恰逢美国金融保险和 IT 行业增加值加速增长的时期，空运快递货物的高价值和高风险属性，使 Fedex 的诞生适逢其时。但若行业已经逐步走向寡头并且尚未出现可验证的新引爆点，公司的规模效应与网络效应优势难以被新进入者所扭转。
- 市场对于快递行业的担忧主要有二：一是短期暂未见到缓和势态的竞争格局；二是菜鸟手握阿里系电商平台的流量，因而对快递企业具备一定的话语权。担忧之一，我们前文已经进行论述。担忧之二，我们认为：第一，菜鸟的平台属性决定了其自建物流是不经济的经营决策，与电商快递合作的方式在相当长一段时间内难以改变；第二，从菜鸟近期的动作看，其在投资圆通、百世之后，进而投资圆通，说明菜鸟并不希望快递公司有任何一家独大，但同时也有选择的与快递企业的龙头加深合作，获取协同优势。我们认为短期看，中通与菜鸟的合作，有助于其物流效率的提升，并进一步巩固其龙头优势；长期看，仍需要大力开拓阿里系电商平台以外的市场，这对其管理的战略远见和公司文化，或许是一个新的考验。

4.3 B2B 市场—产业结构变迁决定物流需求结构

- 产业结构变迁决定物流需求结构，社会物流成本是物流行业的产值。2017年，中国社会物流总费用为 12.1 万亿元，占 GDP 比重为 14.6%，与美国 8%左右的份额相比，差距似乎很大。从产业结构的角度来说看，物流需求是以经济发展的引致需求为主，产业结构决定物流需求结构，进而决定了物流成本支出的规模。当一个国家或地区处于第二产业的初级阶段时，这些行业的产成品、原材料在生产、流通过程中往往具备重量高、流量大的特点。

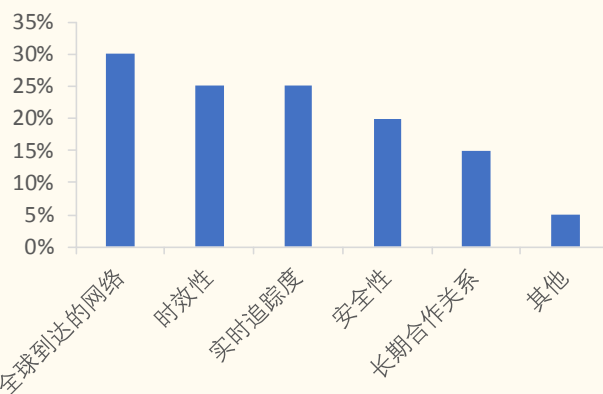
随着我国产业结构逐渐向工业化后阶段和服务业产业转型，对物流服务的要求更多会以精加工、创新或定制为主。高技术行业是典型的技术密集产业，具备重量低、单位价值高、生命周期短以及更新换代快等特点，因此相对产品的生产价值，更注重物流服务的质量而非成本。此外，商业企业凭借多品种、少批量、零库存、快周转的理念，要求物流企业能保证高频率、高效率适应商业企业的经营步伐，为其提供与之相适应的物流服务。这一时期，物流需求主体对物流服务的要求是快速响应、安全、一体化的物流服务。而随着物流服务内容的发展和关系紧密度的提高，创造的价值也随之增大。

图表 48：2015 年国际快递用户按行业划分的全球细目



来源：物流沙龙，国金证券研究所

图表 49：公司和个人通常使用快递服务的五大特征



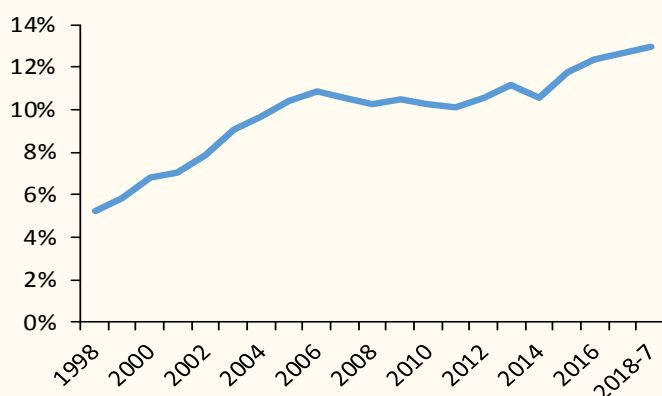
来源：物流沙龙，国金证券研究所

图表 50：快递助力制造业转型升级

	传统制造业	快递+制造业
生产模式	大批量、多批次	小批量、多批次
销售模式	多级分销	网络直销
支付模式	传统支付	在线支付
流通模式	传统物流	高效快递
仓储模式	高库存	少库存、无库存
管理模式	模块管理	数字化管理
响应模式	无响应	快速响应
产品模式	标准化产品	个性化订制品

来源：《2016 年中国快递市场监督报告》，国金证券研究所

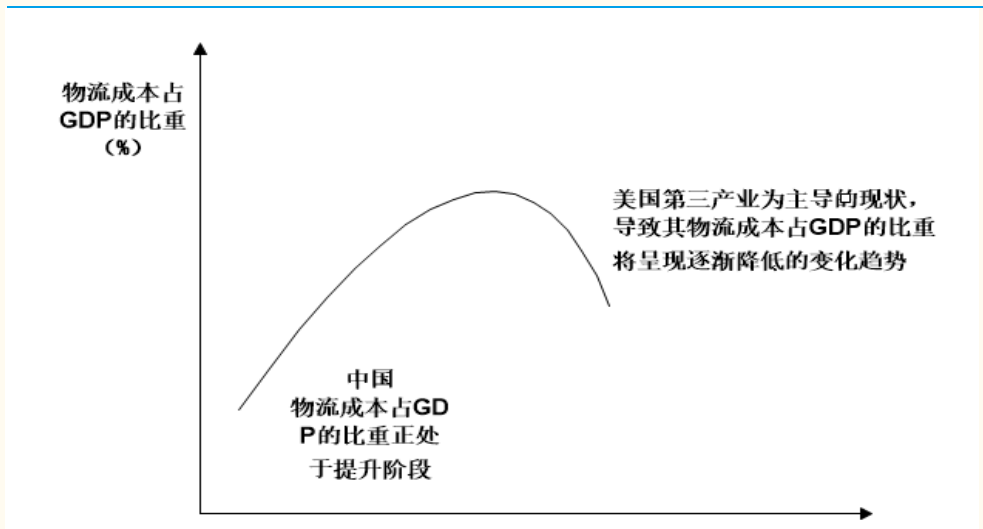
图表 51：高端制造业占工业增加值比重持续提升



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 因此，美国第三产业为主导的现状，导致其物流成本占 GDP 的比重将呈现逐渐降低的变化趋势；而这一指标对我国物流行业的影响是分阶段的，随着我国产业结构不断优化，物流成本占 GDP 的比重将呈现先增后减的变化趋势。

图表 52：物流成本占 GDP 的比重呈倒 U 型曲线



来源：国金证券研究所

- 从网络的搭建上看，中通目前实际上已初步完成供应链、快递和快运的“三网”组织结构升级，并且还在不断搭载跨境快递等其他业务。2017 年，中通快递收购了秀驿国际物流，秀驿国际物流主要专注于货运代理以及国际物流业务。8 月 28 日，中通泰国公司正式成立。至此，中通已开通欧盟专线、美国专线、澳洲新西兰专线、日韩专线、中东专线、东盟专线等国家和地区的包裹寄递业务。中通覆盖全球主要经济体的流通网络已初具眉目。

5. 盈利预测与估值

- 未来快递行业的竞争格局，将从二三线加速淘汰洗牌走向 CR8 之间的持续分化，而公司卓越的管理能力和成本端的精细化管控为其在未来的行业竞争中获得更高的市场份额。
- 我们谨慎假设：
 - 1) 业务量方面，我们认为公司近年来单件包裹量的持续下降，带来了更高的业务增速，优化了公司的业务结构，并提升盈利能力。预计 2018-2020 年的快递业务量增速分别为 38%/35%/30%，业务量可达到 85.82 亿件/115.86 亿件/150.62 亿件；
 - 2) 单票收入方面，主要由单件面单收入和单件中转收入组成，考虑到公司目前电子面单的比例逐年提高（目前约为 89%），我们假设公司单票中转收入维持稳健，面单收入略有下滑，2018-2020 年公司的快递单票业务收入为 1.91 元/1.90 元/1.88 元；
 - 3) 公司运转中心自动化水平的持续提升和直跑大车比例的提高，使得公司单件成本小幅下降，但由于规模效应的存在，公司的费用增速仍会低于业务量增速，即费用规模仍然经济。我们预计公司 2018-2020 年的营业成本维持 25%/24%/21% 的增速，单票成本维持在 -9%/-8%/-7% 的增速。
- 综合看，预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 176.79 亿元/237.51 亿元/305.75 亿元，同比增速分别为 39%/34% 和 29%。

图表 53：中通快递收入及成本主要预测情况

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
业务量(百万件)	1816	2946	4499	6219	8582	11586	15062
yoy		62%	53%	38%	38%	35%	30%
单票收入(元)	2.15	2.08	2.18	2.06	2.08	2.06	2.06
yoy		-3.26%	4.81%	-5.50%	0.97%	-0.96%	0.00%
营业收入(百万元)	3904.40	6127.68	9807.82	12811.14	17679.37	23751.29	30575.45
yoy		57%	60%	31%	38%	34%	29%
其中：快递单票收入(元)	2.08	2.01	2.08	1.96	1.91	1.90	1.88
(其中：单件面单收入)	0.9	0.9	0.92	0.92	0.88	0.88	0.86
单件中转入收入)	1.18	1.11	1.16	1.04	1.03	1.02	1.02
物料销售收入	0.07	0.06	0.09	0.1	0.1	0.1	0.1
其他收入	0	0	0	0.05	0.05	0.05	0.05
营业成本(百万元)	2779.96	4013.30	6321.94	8286.14	10350.74	12807.23	15485.45
yoy		44%	58%	31%	25%	24%	21%
单票成本(元)	1.53	1.36	1.41	1.33	1.21	1.11	1.03
yoy		-11%	3%	-5%	-9%	-8%	-7%
快递单票成本(元)	1.27	1.19	1.26	1.16	1.05	0.95	0.88
yoy		-6%	6%	-7%	-10%	-9%	-8%
其中：运输成本	1628	2318	3717	4798	5949.52	7258.41	8710.10
yoy		42%	60%	29%	24%	22%	20%
单票运输成本	0.90	0.79	0.83	0.77	0.69	0.63	0.58
yoy		-12%	5%	-7%	-10%	-10%	-8%
中转成本	676	1180	1931	2439	3048.75	3780.45	4479.83
yoy		75%	64%	26%	25%	24%	19%
单票中转成本	0.37	0.40	0.43	0.39	0.36	0.33	0.30
yoy		8%	7%	-9%	-9%	-8%	-9%
物料销售成本	108.96	147.3	269.94	373.14	507.47	669.86	867.47
yoy		35%	83%	38%	36%	32%	30%
单票物料销售成本	0.06	0.05	0.06	0.06	0.059	0.058	0.058
yoy		-17%	20%	0%	-1%	-2%	0%
其他成本	367	368	404	676	845	1098.5	1428.05

yoy		0%	10%	67%	25%	30%	30%
单位成本	0.202	0.12	0.09	0.11	0.098	0.095	0.095
yoy		-38%	-28%	21%	-9%	-4%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

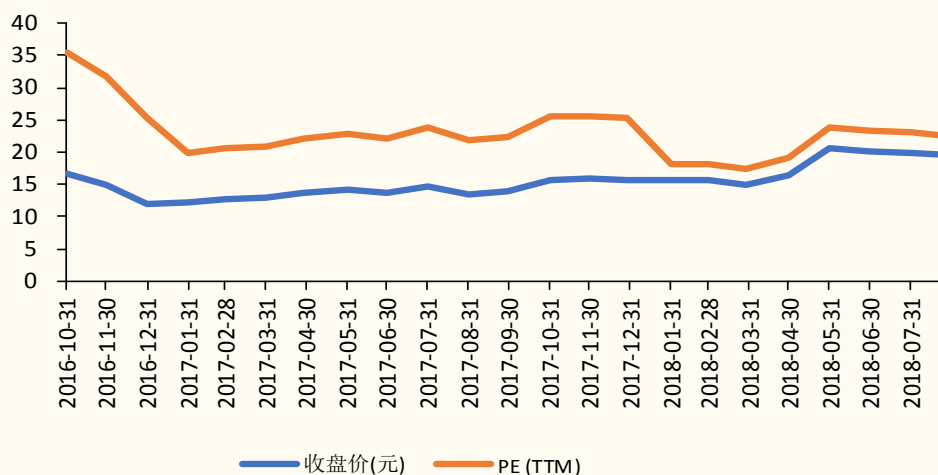
- 基于 2018-2020 年业务量增速 38%/35%/30%，单票收入-0.00%/-0.49%/-0.98%，受益于业务量高增速及规模效应带来的收入增幅高于成本增幅，我们预计，2018-2020 年公司非通用准则净利润分别为 42.78 亿元、58.19 亿元和 74.91 亿元，同比增速分别为 38%、36%和 29%。目前，公司股价对应于 2018-2020 年 24X、19X 和 15X 的市盈率。UPS/FedEx 的历史平均市盈率分别在 23.5 倍和 21.5 倍左右，目前 UPS 的股价对应 20.3X 的 2018 年市盈率，Fedex 对应 15X 的 2018 年市盈率。考虑到中通快递的成长性，给予 27 倍市盈率，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 54：中通快递盈利预测情况

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
单票毛利润(元)	0.62	0.72	0.77	0.73	0.85	0.94	1.00
yoy		16%	8%	-6%	17%	11%	6%
单票毛利率	29%	35%	36%	35%	41%	46%	49%
快递单票毛利(元)	0.81	0.82	0.82	0.80	0.86	0.95	1.00
快递单票毛利率	39%	41%	40%	41%	45%	50%	53%
单票销售及管理费用(元)	0.29	0.20	0.16	0.13	0.13	0.13	0.11
营业利润(百万元)	597.80	1525.18	2766.04	3716.53	6384.59	9553.75	13885.05
营业利润率	0.15	0.25	0.28	0.29	0.36	0.40	0.45
单票财务费用(元)	0	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
净利润(百万元)	406.06	1341.96	2059.64	3100.30	4278.41	5819.07	7490.98
单票净利润(元)	0.22	0.46	0.46	0.50	0.50	0.50	0.50
单票净利率	10.40%	21.90%	21.00%	24.20%	24%	24.5%	24.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：公司当前正处于业绩消化估值阶段



来源：Wind，国金证券研究所

6.风险提示

- **宏观经济下滑。**快运及快递业务作为公路货运重要组成部分，受宏观经济增速直接影响，若经济增速下滑致货运量下降，对行业景气度具有直接负面影响。
- **快递业务量增速不及预期。**快递行业增速出现下滑，若公司快递业务量获取不及预期，大量前期投入将侵蚀快递业务盈利能力。
- **油价上涨、人工费上升、租金上涨致使成本抬升。**运输及人工为公司成本主要构成部分，其单价上涨将侵蚀公司利润。
- **行业竞争加剧。**目前行业集中度较低，龙头企业或为抢占市场份额利用规模战或价格战加剧行业竞争。

附录：利润表预测摘要

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
业务量 (百万件)	1816.00	2946.00	4499.00	6219.00	8582.22	11586.00	15061.80
yoy		62%	53%	38%	38%	35%	30%
单票收入	2.15	2.08	2.18	2.06	2.06	2.05	2.03
yoy		-3%	5%	-6%	0%	0%	-1%
营业收入	3904.40	6127.68	9807.82	12811.14	17679.37	23751.29	30575.45
yoy		57%	60%	31%	38%	34%	29%
快递单票收入	2.08	2.01	2.08	1.96	1.91	1.90	1.88
(其中：单件面单收入)	0.90	0.90	0.92	0.92	0.88	0.88	0.86
单件中转收入)	1.18	1.11	1.16	1.04	1.03	1.02	1.02
物料销售收入	0.07	0.06	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
营业成本	2779.96	4013.30	6321.94	8286.14	10350.74	12807.23	15485.45
yoy		44%	58%	31%	25%	24%	21%
单票成本	1.53	1.36	1.41	1.33	1.21	1.11	1.03
yoy		-11%	3%	-5%	-9%	-8%	-7%
快递单票成本	1.27	1.19	1.26	1.16	1.05	0.95	0.88
yoy		-6%	6%	-7%	-10%	-9%	-8%
其中：运输成本	1628.00	2318.00	3717.00	4798.00	5949.52	7258.41	8710.10
yoy		42%	60%	29%	24%	22%	20%
单票运输成本	0.90	0.79	0.83	0.77	0.69	0.63	0.58
yoy		-12%	5%	-7%	-10%	-10%	-8%
中转成本	676.00	1180.00	1931.00	2439.00	3048.75	3780.45	4479.83
yoy		75%	64%	26%	25%	24%	19%
单票中转成本	0.37	0.40	0.43	0.39	0.36	0.33	0.30
yoy		8%	7%	-9%	-9%	-8%	-9%
物料销售成本	108.96	147.30	269.94	373.14	507.47	669.86	867.47
yoy		35%	83%	38%	36%	32%	30%

单票物料销售成本	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
yoy		-17%	20%	0%	-1%	-2%	0%
其他成本	367.00	368.00	404.00	676.00	845.00	1098.50	1428.05
yoy		0%	10%	67%	25%	30%	30%
单位成本	0.20	0.12	0.09	0.11	0.10	0.09	0.09
yoy		-38%	-28%	21%	-9%	-4%	0%
毛利润	0.62	0.72	0.77	0.73	0.85	0.94	1.00
yoy		16%	8%	-6%	17%	11%	6%
毛利率	0.29	0.35	0.36	0.35	0.41	0.46	0.49
快递业务单票毛利	0.81	0.82	0.82	0.80	0.86	0.95	1.00
快递业务单票毛利率	39%	41%	40%	41%	45%	50%	53%
单票销售及管理费用	0.29	0.20	0.16	0.13	0.13	0.13	0.11
营业利润	597.80	1525.18	2766.04	3716.53	6212.94	9437.89	13433.20
营业利润率	0.15	0.25	0.28	0.29	0.35	0.40	0.44
单票财务费用	0.00	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
利润总额	603.00	1752.00	2819.00	3851.00	4278.25	5818.91	7490.82
所得税	202.00	420.00	783.00	629.00	684.52	931.03	1198.53
有效税率	0.33	0.24	0.28	0.16	0.16	0.16	0.16
净利润	406.06	1341.96	2059.64	3100.30	4278.41	5819.07	7490.98
单票净利润	0.22	0.46	0.46	0.50	0.50	0.50	0.50
净利率	10%	22%	21%	24%	24%	25%	25%
股权激励费用			122.00	39.00	100.00	100.00	100.00
单票非通用准则净利润	0.22	0.42	0.48	0.47	0.49	0.49	0.49
少数股东损益			-2.00	-1.00	0.00	0.00	0.00
归母净利		1303.00	1920.00	3160.00	4278.41	5819.07	7490.98
每股收益 (元)	0.56	1.78	3.03	4.05	5.56	7.56	9.73
yoy			70%	34%	37%	36%	29%

来源：公司公告、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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

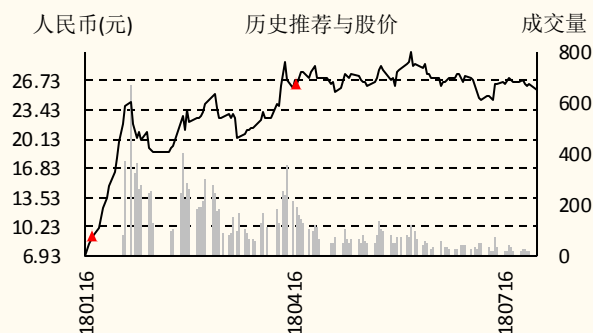
最终评分与平均投资建议对照：

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	2018-01-19	买入	8.44	12.00~15.00
2	2018-04-18	买入	26.96	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,不作为或被视为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