

中信证券研究部



刘正
首席交运分析师
S1010511080004



扈世民
交运分析师
S1010519040004

核心观点

通达快递公司 2018 年年报显示行业不变的趋势在于价格持续下跌、服务同质加剧、成本保持下行、行业现金流依旧稳健；行业的变化在于通达系件量增速从去年年初彼此间的分化差异到目前的基本持平，百世和圆通单票毛利逆势提升，通达资产开支同比翻倍，以及部分公司寻求外部融资。

■ 量价端：价格继续下行，件量增速从不同的起点收敛到相同的水平。2018 年通达快递全网价格同降 3.1%至 6.8 元，跌幅较 2017 年收窄 2.6pcts，但是价格下跌从原先末端网点与通达总部同时承受转变为成本总部承担绝大部分。通达件量增速区间从去年 Q1 的 18%~66%收敛到今年 Q1 40%~45%的区间，行业份额竞争加剧。我们测算 2018 年末通达系可以抢占的中小快递企业份额仅剩 10%，随着今年国通、安能等二线企业退出，预计 1~2 年中小企业份额被通达瓜分完毕。

■ 盈利端：中通、韵达继续保持成本优势，百世、圆通盈利改善提速。中通凭借行业最低的运输和分拣成本（0.68/0.38 元），享受通达最高的单票毛利 0.65 元，但同比下降 0.06 元。韵达继续保持分拣成本的相对优势，分拣成本同降 9.5%至 0.38 元的行业最低水平，公司 2018 年单票毛利 0.50 元。圆通（主要受益运输成本下降）和百世（主要受益分拣成本下降）加大成本控制力度，单票成本分别同降 10.3%/21.4%，成本降幅明显大于价格降幅，推动单票毛利分别逆势提升 0.02/0.05 元至 0.42/0.14 元。

■ 资产端：均重视资本支出，但支出重心各有不同。通达系去年资本支出增幅明显：中通资本支出同增一倍至 59 亿元，其中 19 亿元用于股权投资，剩余则主要用于运输与分拣设备购置。公司运输工具价值为通达第一，这也支撑公司运输成本保持行业最低。韵达资本支出同增 148%至 41 亿元，其中 18 亿元用于转运中心建设，公司分拣设备价值位列通达第一。圆通则加速新建、扩建转运中心，资本支出同增 103%至 35 亿元。百世加大分拣设备购置，资本支出同增 56%至 12 亿元。申通加速转运中心并购推动资本支出同增 105%至 28 亿元。

■ 现金端：不变的稳健现金流，不同的融资举措。预收面单的加盟模式使得通达快递公司均保持了稳健的现金流，2018 年通达系经营净现金流平均是扣非净利的 1.3 倍，极其稳健的现金流支撑了各家公司大额的资本开支。同时也可以看到在竞争加剧的情况下，部分通达公司加速了对外融资，为将来资本支出、业务多元化发展等备足弹药。中通受益阿里入股，韵达增发股票，圆通发行可转债，三家公司分获 90 亿/38 亿/36.5 亿元的外部融资，申通和百世则按兵不动。

■ 风险因素：电商需求下降；行业价格战超预期；人工和油价等成本上升风险。

■ 投资策略。Q1 在行业增速下行的情况下，通达快递公司加速蚕食中小企业份额，件量增速维持 40%+。同时 Q1 财报显示通达公司单票毛利基本保持稳定甚至略有上升，表明通达快递成本仍有较多下降空间。我们认为快递行业作为现金流稳健、成长空间大、份额提升逻辑确定的优质赛道，目前行业动态 PE 不到 20 倍。虽然市场担忧价格下跌，但同时也忽视了通达快递公司的成本控制能力，继续推荐中通快递和韵达股份，同时建议关注估值水平较低、存在预期差的圆通速递、申通快递和百世集团。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
中通快递	134.10	5.82	6.24	7.77	23	21	17	买入
韵达股份	37.74	1.58	1.60	1.96	24	24	19	买入
圆通速递	13.31	0.67	0.80	0.91	20	17	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 5 月 3 日收盘价

目录

量质：通达增速收敛，质量改善趋同	1
件量：韵达领衔增长，百世继续高增，申通、圆通提速追赶	1
服务：中通、韵达服务较优，申通改善明显，通达服务同质化加剧	2
盈利：价格下跌致行业盈利承压，圆通、百世成本改善推动盈利上行	3
价格：价格战升级，通达系价格普降	3
成本：通达成本保持下降，中通成本行业最低，百世成本下降显著	5
毛利：中通盈利最强，圆通、百世单票毛利逆势提升	6
费用：百世三费较多，申通费用控制较强，中通研发支出大幅领先其他公司	7
资产：通达加大资本开支，韵达注重分拣设备投入，圆通新建转运中心	8
资本支出：中通资本支出最多，韵达投入增幅最大，申通专注转运中心并购	8
资产情况：运输车队中通最大，分拣设备韵达最多，土地储备圆通最足，资产模式百世最轻	9
现金：行业现金流稳健，中通在手现金大幅领先其他公司	11
经营现金流：中通、韵达、申通现金流产生能力较强	11
在手现金：中通受益阿里参股，韵达受益定增，圆通受益发债，三家公司现金增加较多	11
风险因素	12
投资建议：精选龙头，关注估值修复	12

插图目录

图 1: 2018 年通达快递公司和顺丰件量增速情况	1
图 2: 2018Q1~2019Q1 通达系快递公司件量增速逐步收敛	1
图 3: 2016Q3~2019Q1 通达+顺丰件量份额持续提升	1
图 4: 2018 年国内快递件量市场份额占比情况	1
图 5: 2018 年通达系和顺丰平均月申诉率改善情况	2
图 6: 2019Q1 通达系和顺丰快递申诉率差异性缩小	2
图 7: 2014~2018 年快递行业 ASP 下降情况	3
图 8: 2014~2018 年通达系快递全网 ASP 下降情况	3
图 9: 2014~2018 年通达总部和末端网点承担价格下跌情况	4
图 10: 2018 年通达快递公司剔除派费的价格下降情况	4
图 11: 2018 年通达快递剔除派费并统一口径的价格情况	4
图 12: 2018 年通达快递公司单位成本下降情况	5
图 13: 2018 年通达快递公司单位运输成本下降情况	5
图 14: 2018 年部分通达快递公司自有车数量情况	5
图 15: 2018 年通达快递公司单位分拣成本下降情况	6
图 16: 2018 年通达快递公司自营转运中心数量	6
图 17: 2018 年通达快递公司单票快递毛利情况	6
图 18: 2018 年通达快递公司单票总毛利情况	6
图 19: 2018 年通达快递公司单票期间费用情况	7
图 20: 2018 年通达快递公司研发支出情况	7
图 21: 2018 年通达快递公司研发人员数量	8
图 22: 高新技术企业认定条件之一	8
图 23: 2018 年通达快递公司单票扣非净利情况	8
图 24: 2018 年通达快递公司资本支出情况	9
图 25: 2018 年通达快递公司固定资产支出情况	9
图 26: 2018 年通达快递公司各类固定资产账面价值增长情况	9
图 27: 2018 年通达快递公司房屋及将建筑物账面价值	10
图 28: 2018 年通达快递公司运输工具账面价值	10
图 29: 2018 年通达快递公司分拣设备账面价值	10
图 30: 2018 年通达快递公司土地使用权账面价值	10
图 31: 2018 年通达快递公司经营净现金流均高于扣非净利	11
图 32: 2018 年通达快递公司单票经营现金流情况	11
图 33: 2018 年通达快递公司账面现金及等价情况	12
图 34: 2019~2026 年国内快递行业件量增长预测	13
图 35: 2016~2018 年通达快递公司经营净现金流/扣非净利润	13
图 36: 2018 年通达快递公司有息负债率情况	13

表格目录

表 1: 2018 年各家公司快递服务时限准时率测试排名结果	2
表 2: 通达快递公司单票估值情况	14

请务必阅读正文之后的免责条款部分

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

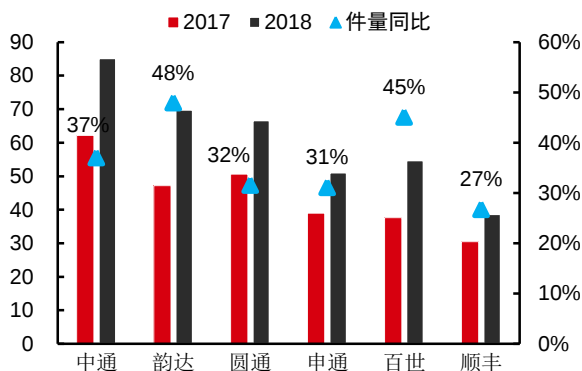
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

■ 量质：通达增速收敛，质量改善趋同

件量：韵达领衔增长，百世继续高增，申通、圆通提速追赶

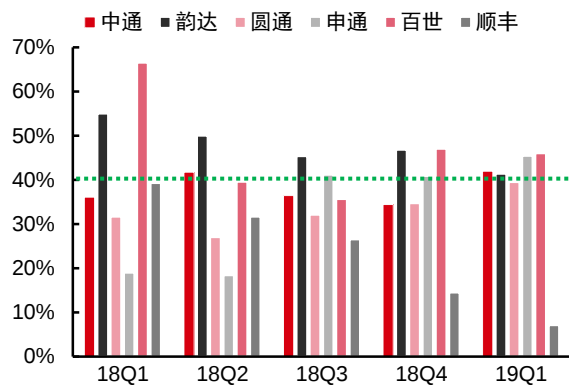
2018 年韵达件量同增 48%，增速反超百世，成为通达系增长最快的企业。百世件量增长虽出现放缓，增速较 2017 年回落 19pcts，但仍然维持较高增速，件量同增 45%。中通件量同增 37%，稳守行业第一位置。圆通和申通发力追赶，件量增速逐季走高，分别同增 32%/31%。顺丰件量增长高开低走，下半年受宏观经济走弱影响以及战略性收缩盈利较弱的业务，公司去年件量同增 27%（由于顺丰采取直营模式与通达加盟模式不同，因此我们在后续成本、盈利、资产、现金等方面不再讨论顺丰，仅对比通达快递公司）。

图 1：2018 年通达快递公司和顺丰件量增速情况（亿件）



资料来源：Wind，中信证券研究部

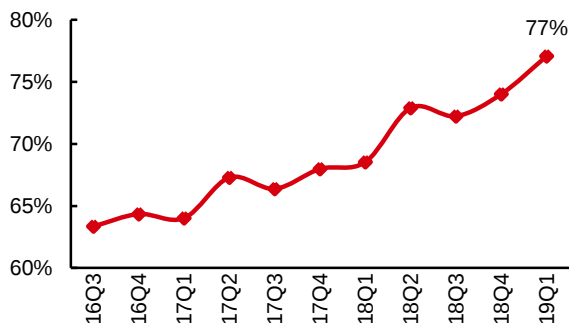
图 2：2018Q1~2019Q1 通达系快递公司件量增速逐步收敛



资料来源：Wind，物流一图，中信证券研究部

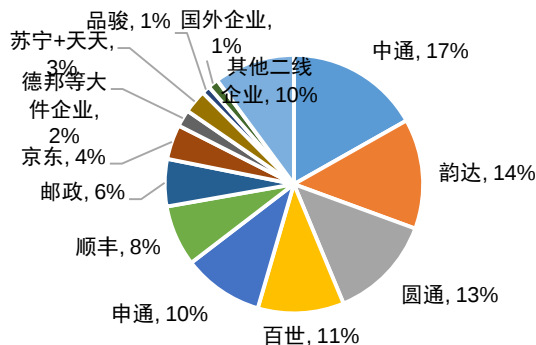
中小企业出局，头部企业份额抬升，存量竞争阶段已经不远。随着中小企业在件量规模、基础设施、资金实力、网络覆盖等方面与头部企业的差距被越拉越大，中小企业逐步被淘汰出局，头部企业份额持续提高。我们测算在剔除国际件、电商自营件、快递大包裹、中国邮政份额之后，2018 年中小快递企业份额仅剩下 10%左右。如果考虑到今年上半年国通、如风达、安能等快递接连出局，预计下半年或明年中小企业份额将被瓜分完毕，增速持续下行之下，行业将进入存量竞争阶段。

图 3：2016Q3~2019Q1 通达+顺丰件量份额持续提升



资料来源：Wind，物流一图，中信证券研究部

图 4：2018 年国内快递件量市场份额占比情况



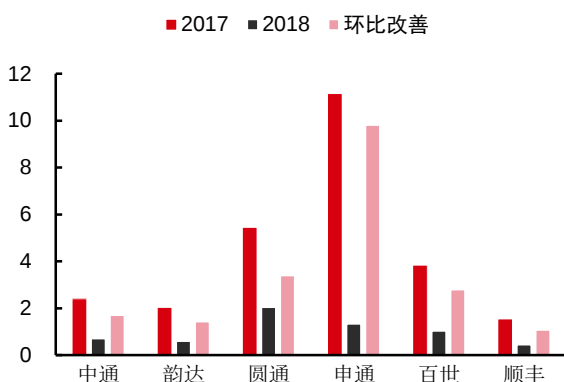
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际情况存在差异

服务：中通、韵达服务较优，申通改善明显，通达服务同质化加剧

邮政局数据显示，2018 年韵达、中通月度加权平均申诉率分别为 0.60/0.71，服务申诉率指标领跑通达。申通去年加强推进服务质量提升，申诉率同比明显改善。2018 年通达系和顺丰月平均申诉率均小于行业平均水平，表明头部企业服务质量优于中小企业。2019Q1 头部企业申诉率继续下降且明显低于行业平均水平，并且彼此间的申诉率差异性进一步收窄，终端消费者难以直观体验到不同品牌快递服务的差异性，快递服务同质化加剧。

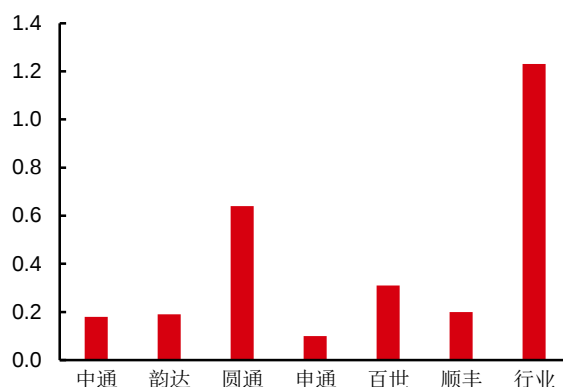
时效指标方面，据国家邮政局统计测算，时效由快到慢依次为顺丰>EMS>韵达>中通>圆通>申通>百世。韵达不仅在申诉率指标排名通达第一，其时效性也要领先其他通达对手，彰显了韵达优秀的服务质量和管控能力。

图 5：2018 年通达系和顺丰平均月申诉率改善情况（次/百万件）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部测算 注：平均月申诉率为按照每个月件量占比全年份额对每月申诉率进行加权平均

图 6：2019Q1 通达系和顺丰快递申诉率差异性缩小（次/百万件）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

表 1：2018 年各家公司快递服务时限准时率测试排名结果

公司	全程时效	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72 小时准点率
顺丰	1	1	1	1	1	1
EMS	2	3	2	2	2	2
韵达	3	2	5	3	7	3
中通	4	6	4	4	5	4
圆通	5	8	3	6	3	6
申通	6	7	7	5	4	7
百世	7	5	6	8	6	5
德邦	8	9	8	7	8	8
优速	9	4	9	9	9	9

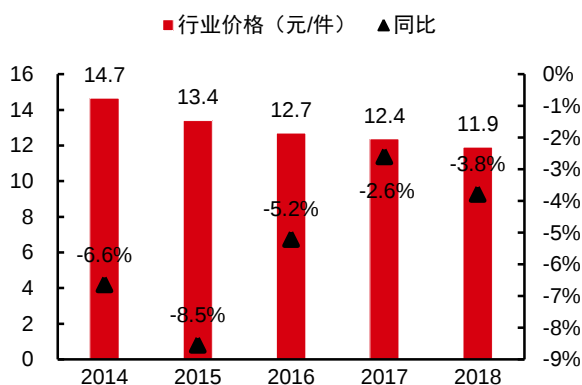
资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

■ 盈利：价格下跌致行业盈利承压，圆通、百世成本改善推动盈利上行

价格：价格战升级，通达系价格普降

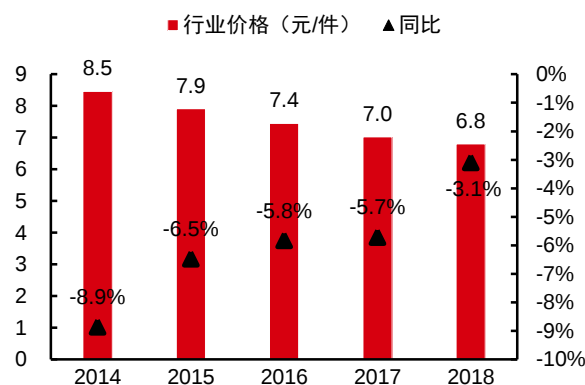
2018 年快递行业总体价格同比下降 3.8%至 11.9 元，跌幅较 2017 年扩大 1.2pcts，显示行业价格有加速下跌趋势。如果将其他业务收入（保价费、超远投递费、逾期保管费等）、国际件和顺丰件剔除，计算结果近似作为通达快递件价格，则结果显示通达快递件全网价格同降 3.1%至 6.8 元，跌幅较 2017 年收窄 2.6pcts，又表明通达系快递价格战是有所缓解的。

图 7：2014~2018 年快递行业 ASP 下降情况（元/件）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

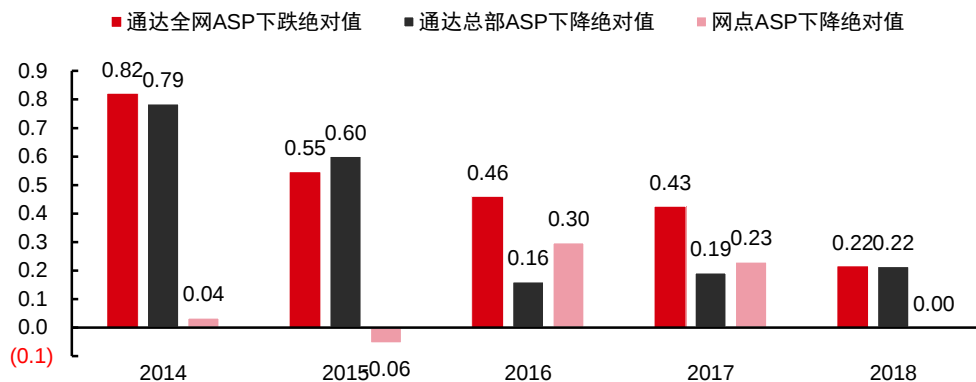
图 8：2014~2018 年通达系快递全网 ASP 下降情况（元/件）



资料来源：国家邮政局，Wind，中信证券研究部测算

但是如果换一个角度思考，我们将通达系快递全网 ASP 下降的绝对值与总部价格下降绝对值对比（这里以韵达为例，因为韵达很早就完成转运中心 100%直营，因此其 ASP 变动能真实彻底地反映通达总部价格变动），我们发现通达系总部 2018 年 ASP 下降绝对值大于 2017 年，并且 2018 年通达全网价格下跌值就等于总部价格下跌值。这说明了当前行业竞争情况下，末端网点盈利已经非常微薄，难以承受额外的价格下降，行业价格下跌从原先末端加盟网点与总部一起承担，到现在通达总部独自承受价格下跌，通达总部价格战在持续升级。2019 年 Q1 通达快递件全网价格同降 5.7%，跌幅较去年 Q1 扩大 4.6pcts，显示通达快递价格战持续升级。

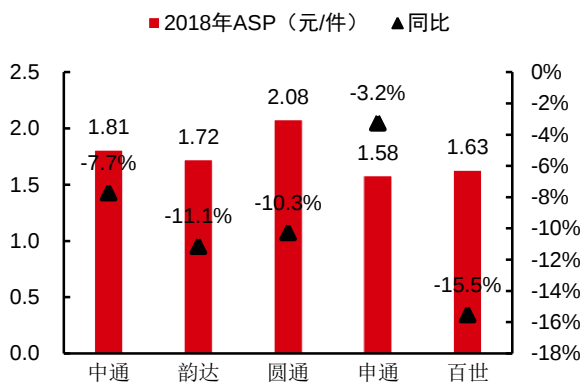
图 9：2014~2018 年通达总部和末端网点承担价格下跌情况（元/件）



资料来源：Wind，国家邮政局，中信证券研究部测算 注：此处用韵达 ASP 变动代表通达快递总部 ASP 变动；计算结果可能与实际存在差异

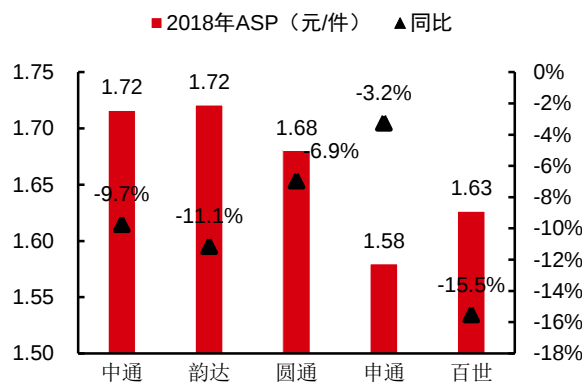
落到公司层面，我们通过剔除派费以及统一口径处理，得到通达各公司可比性较高的价格。2018 年百世价格同降 15.5%至 1.63 元，价格比其他通达公司低约 0.1 元（不考虑申通），且价格跌幅为通达系最多。百世价格下跌较多是成本下降显著和补贴力度加大共同驱动。中通和韵达价格跌幅较为接近，分别同跌 9.7%/11.1%至 1.72/1.72 元，两家公司价格无明显差异。圆通价格同降 6.9%至 1.68 元，价格略低于韵达和中通，申通则受并购转运中心影响，ASP 同降 3.2%至 1.58 元，与其他通达公司价格口径不同，不可比。

图 10：2018 年通达快递公司剔除派费的价格下降情况（元/件）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：2018 年通达快递剔除派费并统一口径的价格情况（元/件）

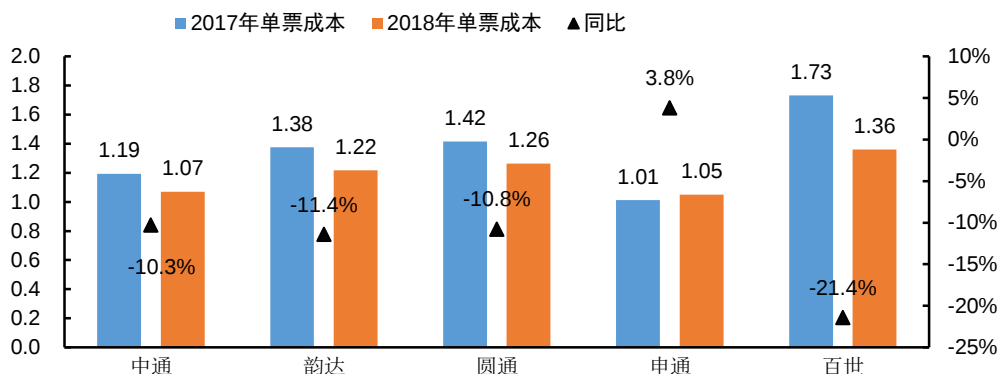


资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：1）中通 ASP 中包含服务大客户的快递件，而公司将服务大客户快递的末端派费收入计入 ASP 中，因此需要剔除；2）圆通网点中转费是对末端派费的补贴，实质也是派费，对盈利影响不大，因此将其剔除；3）申通由于转运中心直营化率较低导致其 ASP 较低，并且加盟转运中心收入情况难以进行测算，因此不作处理，与其他公司不可比；4）部分公司可能存在转运中心非 100%直营情况，导致价格和成本可比性下降，下同；5）计算结果可能与实际存在差异

成本：通达成本保持下降，中通成本行业最低，百世成本下降显著

除了申通，我们对其他通达公司单件成本进行测算并统一口径（运输成本+分拣成本+面单成本），结果显示百世 2018 年单票成本同降 21.4%至 1.36 元，降幅为通达最多，而中通、韵达、圆通都保持了成本 10%的降幅。申通受并购转运中心影响导致单位成本出现同比增长，剔除转运中心并购影响，预计公司成本也出现一定幅度下降。

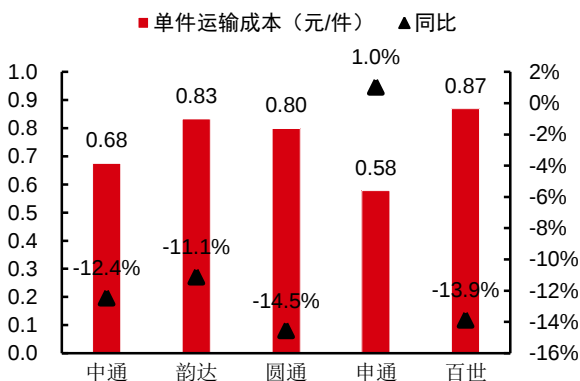
图 12：2018 年通达快递公司单位成本下降情况



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：1) 中通没有披露面单成本，我们按照 2017 年单票面单成本 0.03 元，2018 年 0.02 元进行估计；2) 圆通单件成本中扣除了网点中转费；3) 百世单件成本中原来包括物料成本，我们假设公司单件物料成为 0.07 元，并予以扣除。此外公司单票成本包括市场部成本，即大客户末端服务成本，也一并予以剔除；4) 计算结果可能与实际存在差异

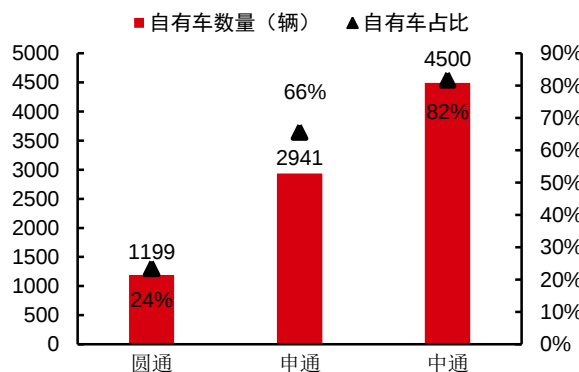
运输成本：中通凭借规模最大的自有车队、数量最多的大运力牵引车以及行业最多件量带来的规模优势，同时不断优化运输路由及相关流程细节，推动 2018 年公司运输成本同降 12.4%至 0.68 元，比其他通达系公司平均水平低 0.15 元。得益于持续的精细化管理以及航空运力利用率的提升，圆通 2018 年运输成本同降 14.5%，降幅为通达最多。

图 13：2018 年通达快递公司单位运输成本下降情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：2018 年部分通达快递公司自有车数量情况

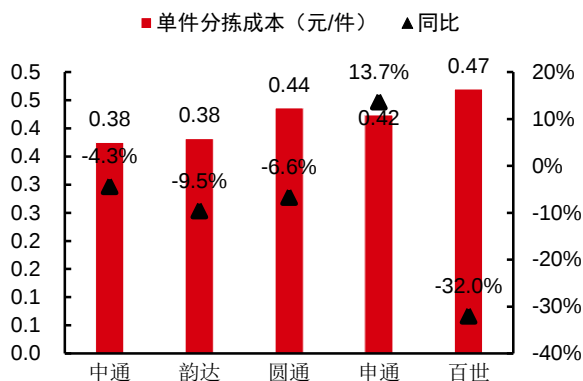


资料来源：Wind，中信证券研究部

分拣成本：中通和韵达通过较大力度的自动化分拣线投入、改善分拣操作流程、提高中转效率，使得各自拥有行业最低的分拣成本（0.38 元），但可以看到，中通 2018 年分拣成本下降幅度出现放缓。百世 2018 年单票分拣成本同降 32.0%至 0.47 元，虽然分拣成本

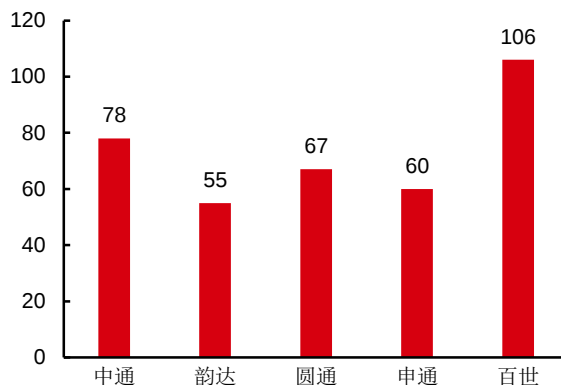
较高，但是降幅最为明显，主要系公司去年不断精简、整合全网分拨中心，极大地提高了分拣效率，降低了人工、租赁等成本。目前百世全国分拨中心仍有 106 个，数量明显超出其他通达公司，预计未来分拣中心仍有相当的整合优化空间，分拣成本将进一步下降。

图 15：2018 年通达快递公司单位分拣成本下降情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：2018 年通达快递公司自营转运中心数量（个）

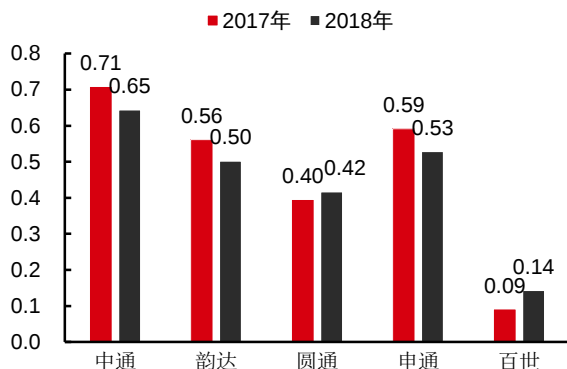


资料来源：Wind，中信证券研究部

毛利：中通盈利最强，圆通、百世单票毛利逆势提升

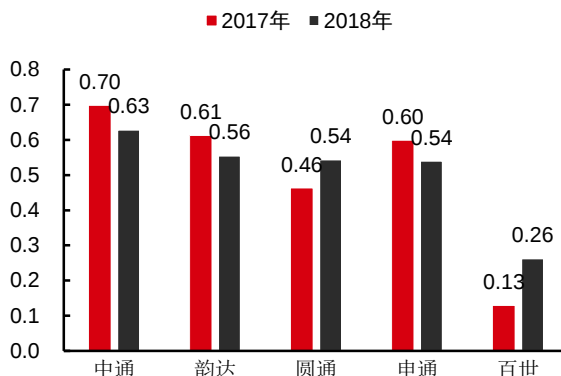
凭借显著低于行业的成本，中通 2018 年单票快递毛利为 0.65 元，单票盈利能力为通达系最高，但是价格的下跌使得公司单票快递毛利相比 2017 年下降了 0.06 元。申通由于转运中心直营化率低于其他公司，使得其单票快递毛利高达 0.53 元，排名通达第二。预计随着今年公司全面并表去年收购的转运中心（由于通达总部中转费的毛利率为负，主要靠面单费赚钱，所以并表转运中心会摊低单票毛利），公司单票毛利将会出现正常性下降。圆通、百世控本能力较强，单票成本降幅超过单票价格降幅，从而推动两家公司单票快递毛利逆势提升。

图 17：2018 年通达快递公司单票快递毛利情况（元/件）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：此处单票快递毛利=快递服务毛利/快递件量，不包括物料销售、仓储、货代等其他业务；百世单票毛利中包含物料销售业务

图 18：2018 年通达快递公司单票总毛利情况（元/件）



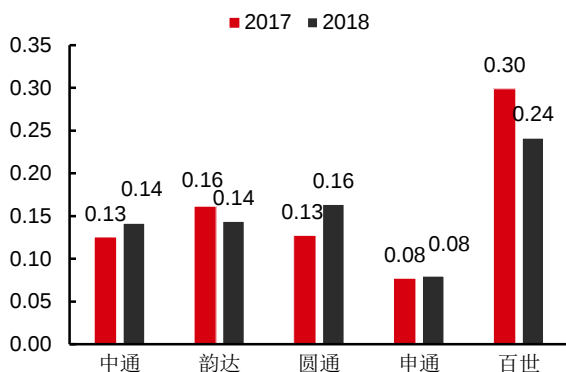
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：此处单票总毛利=公司总体毛利/快递件量，反映公司总体盈利情况

对比通达公司单票快递毛利与单票总体毛利，我们发现：1）中通单票总体毛利比单票快递毛利低，这其中主要原因是公司营业成本还包括 IT 费用支出和营业税金附加，不同于国内的会计处理造成公司单票总毛利下降，如果剔除该影响，预计 2018 年公司单票总毛利回升至 0.69 元；2）韵达去年单票总毛利比单票快递毛利高出 0.06 元，主要是物料销售贡献；3）圆通单票总毛利明显高出单票快递毛利，主要系先达国际业务贡献；4）百世则是货运、供应链、店加等其他业务占比较多，使得公司单票总毛利高出单票快递毛利。

费用：百世三费较多，申通费用控制较强，中通研发支出大幅领先其他公司

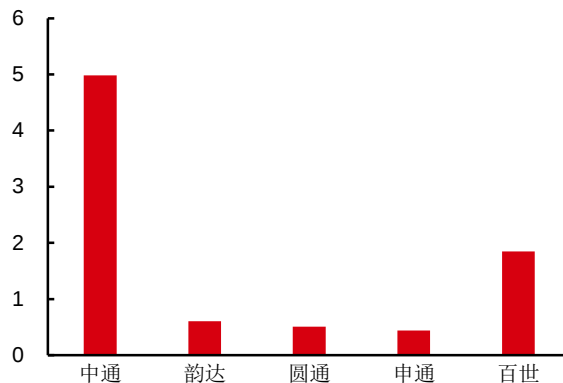
期间费用方面，韵达和百世去年单票三费出现下降，圆通单票三费上升主要为并表先达国际影响。剔除先达国际收购影响，圆通与中通和韵达单票三费较为接近。申通单票三费仅为 0.08 元，明显低于其他公司，或是公司费用管控较强、转运中心直营化率较低以及财务费用中利息收入较多所致。

图 19：2018 年通达快递公司单票期间费用情况（元/件）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：1）由于中通和百世将银行理财收益放到了财务费用中，而其他 A 股公司将理财收益计入投资收益，为了更好进行对比，此处中通和百世期间费用中不包括财务费用；2）对比申通、韵达、圆通，发现申通财务费用利息收入明显大于韵达和圆通，而投资收益中银行理财收益则小于韵达和圆通，预计可能是申通现金管理主要采取存放银行收取利息的方式，而韵达和圆通则采取购买银行理财产品方式进行现金管理

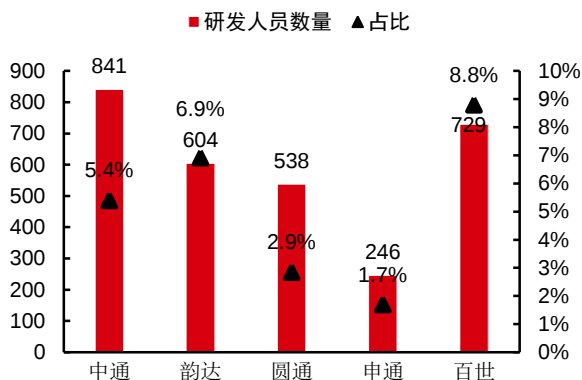
图 20：2018 年通达快递公司研发支出情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：中通数据为估算，可能与实际存在差异

研发支出方面，除了中通没有披露研发费用外，其他公司均有披露。中通的研发费用主要记录在了营业成本中的其他成本（其他成本包括大客户末端派送成本、营业税金、研发费用、面单成本等）。中通于 2017 年取得高新技术企业资格认证从而享受 15% 的优惠税率，按照高新技术企业认定条件，我们估算中通 2018 年研发支出大约在 5 亿元左右，大幅领先其他通达公司。此外，百世去年研发支出同比增长 33% 至 1.8 亿元，位列通达第二。

图 21：2018 年通达快递公司研发人员数量（人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：高新技术企业认定条件之一

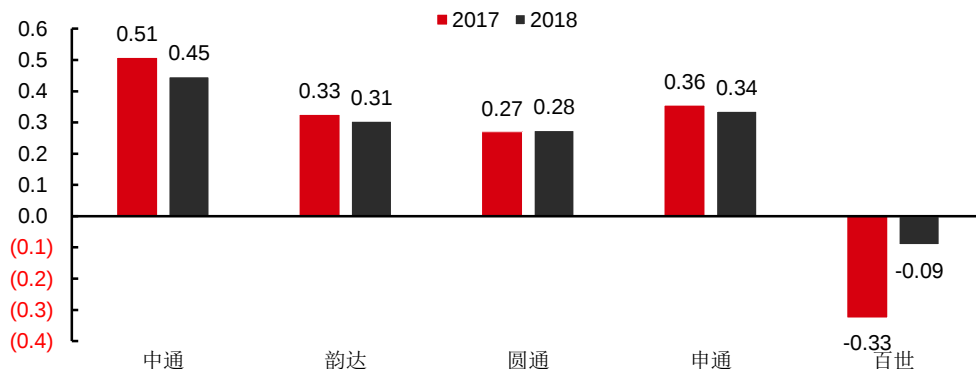
企业近三个会计年度的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合如下要求：

1. 最近一年销售收入小于 5,000 万元（含）的企业，比例不低于 5%；
2. 最近一年销售收入在 5,000 万元至 2 亿元（含）的企业，比例不低于 4%；
3. 最近一年销售收入在 2 亿元以上的企业，比例不低于 3%。

资料来源：《高新技术企业认定管理办法》，中信证券研究部

扣非净利：凭借行业最低的成本以及 15% 的优惠税率，中通单票扣非净利达 0.45 元，明显高出行业平均 0.25 元的单票扣非水平。韵达虽然单票成本继续保持下降，快递业务毛利率甚至出现回升，但是价格下跌仍然导致单票扣非净利下降 0.02 元。圆通则受益成本控制良好以及并表先达国际影响，单票扣非净利上升 0.01 元。申通受并表转运中心和价格下跌影响，单票扣非下降 0.02 元。百世继续强化成本控制，单票亏损收窄至 0.09 元，距离盈利已经不远。

图 23：2018 年通达快递公司单票扣非净利情况（元/件）



资料来源：Wind，中信证券研究部

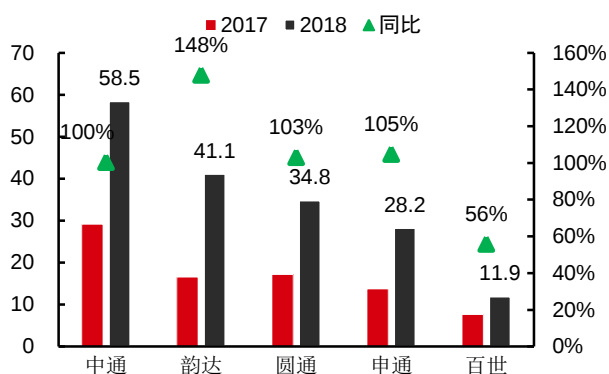
■ 资产：通达加大资本开支，韵达注重分拣设备投入，圆通新建转运中心

资本支出：中通资本支出最多，韵达投入增幅最大，申通专注转运中心并购

2018 年中通资本支出同比翻倍至 58.5 亿元，大幅领跑通达公司，不过近 60 亿元的资本开支中包括约 19 亿元的股权投资。韵达去年资本支出同增 148% 至 41.1 亿元，增幅

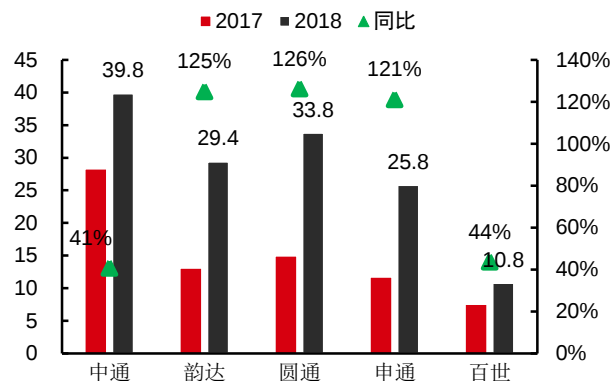
为通达系最大。申通去年加快转运中心直营化，估算花费 10 亿元用于并购转运中心，推动资本开支同增 105%至 28.2 亿元。如果剔除对外股权投资，中通资本支出降至 40 亿元，增速降至 41%。

图 24：2018 年通达快递公司资本支出情况（亿元，包括股权投资）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：1）由于中通只披露了固定资产支出，这里资本支出估算为固定资产支出+购买权益性投资支付的现金；2）圆通没有披露具体固定资产支出数额，我们以现金流表中“取得固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”近似为公司的固定资产支出额；3）计算结果可能与实际存在差异

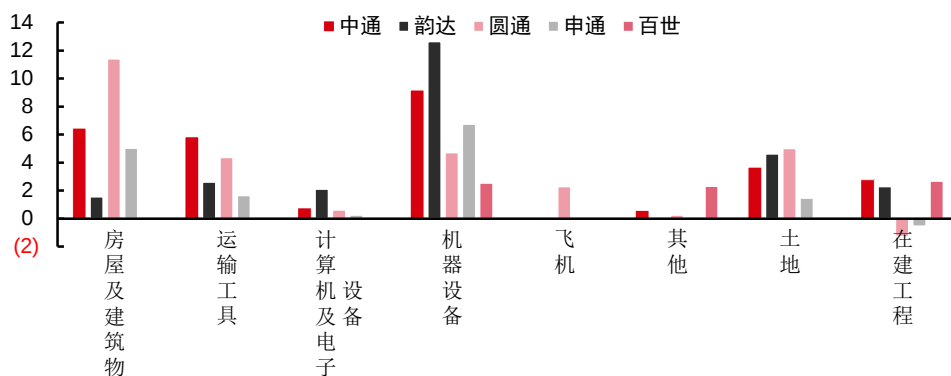
图 25：2018 年通达快递公司固定资产支出情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

具体观察 2018 年各家公司各类固定资产账面价值增长情况，中通在房屋建筑物、运输工具、机器设备上固定资产增加比较多。韵达分拣设备增加值为通达第一，体现了公司对转运中心自动化的投入水平领先其他竞争对手。圆通由于对部分转运中心进行了新建、扩充，导致房屋建筑物增加最为明显。

图 26：2018 年通达快递公司各类固定资产账面价值增长情况（亿元）



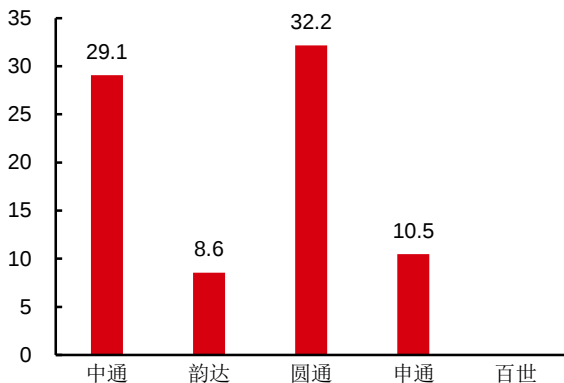
资料来源：Wind，中信证券研究部

资产情况：运输车队中通最大，分拣设备韵达最多，土地储备圆通最足，资产模式百世最轻

房屋及建筑物：受公司新建、扩充转运中心影响，2018 年圆通房屋建筑物账面价值增加至 32.2 亿元，位列通达第一，中通以 29.1 亿元的自有房屋建筑物紧随其后。自建房

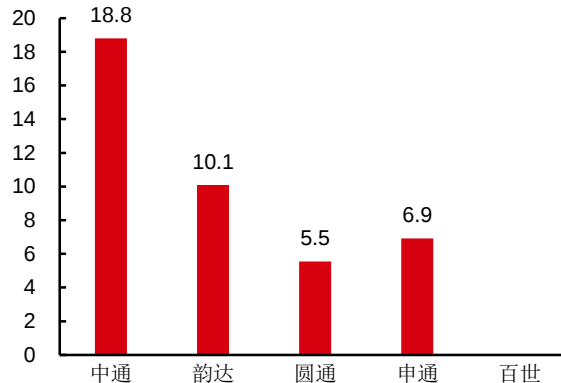
屋建筑物不仅有利于降低租赁成本（最终反映到分拣成本降低），而且可以降低租赁房产使用权被提前收回的风险，提高全网服务的稳定性。

图 27：2018 年通达快递公司房屋及将建筑物账面价值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：由于中通和百世只披露账面原值，并没有披露各细分固定资产的账面价值（净值），这里我们将总折旧额按照各类资产原值占比进行分配，测算出各类细分资产的账面价值（净值），因此可能与实际存在差异，下同

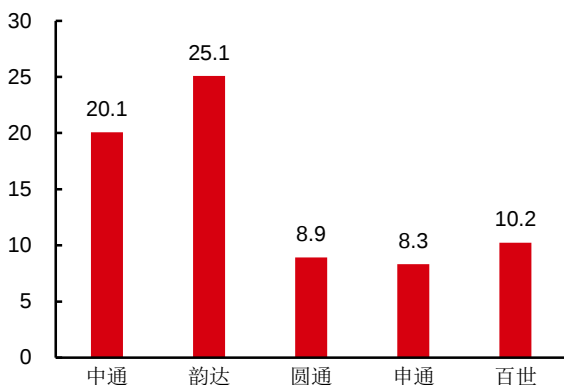
图 28：2018 年通达快递公司运输工具账面价值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

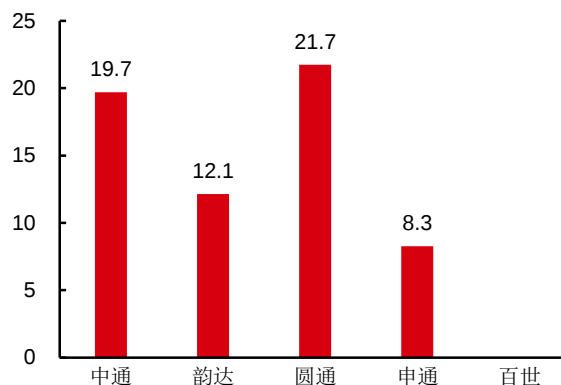
运输工具：2018 年中通运输工具账面价值高达 18.8 亿元，明显领先其他通达公司，这与公司自有车以及大运力牵引车数量通达最多相对应。韵达运输工具账面价值为 10.1 亿元，排名第二。运输工具账面价值越高，意味着公司自有车数量越多，公司可以降低价格较高的第三方运力采购，进而降低运输成本。中通凭借通达系中规模最大的自有及大运力车队以及行业最明显的规模效应，使得其运输成本明显低于其他通达公司。

图 29：2018 年通达快递公司分拣设备账面价值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：2018 年通达快递公司土地使用权账面价值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

分拣设备：2018 年各大通达快递公司加速推动分拣自动化，增加对分拣设备的采购，各家公司分拣设备账面价值同比 2017 年均出现明显大幅增长。韵达分拣设备账面价值为 25.1 亿元，排名通达第一。分拣设备大量投入使得韵达分拣自动化水平处于行业领先水平，同时也使得韵达在规模效应不如中通的情况下，仍能做到单票分拣成本与中通基本持平。

百世虽然在其他资产方面采取租赁的轻资产运营模式，但是在分拣设备则集中资金投入，公司 2018 年分拣设备价值为 10.2 亿元，排名通达第三。

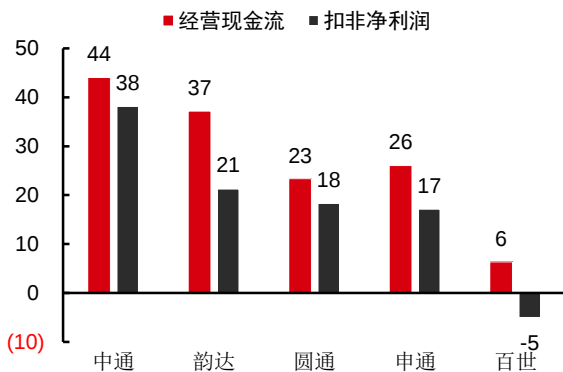
土地使用权：土地使用权代表的是公司自有土地的储备情况，一家公司土地使用权越多，其未来增建或扩建转运中心以及发展仓储物流业务的潜力就越大，并且自有土地的投入使用也将有助于降低公司的租赁成本。2018 年圆通土地使用权账面价值为 21.7 亿元，为通达最多，中通土地价值为 19.7 亿元，位列第二。

■ 现金：行业现金流稳健，中通在手现金大幅领先其他公司

经营现金流：中通、韵达、申通现金流产生能力较强

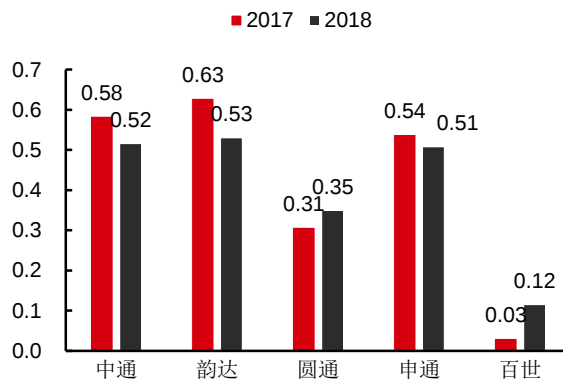
预收面单费的加盟快递模式使得通达快递公司现金周转保持稳健，各家公司的经营现金流都高于各自的扣非净利润。通达快递公司较强的现金产生能力支撑了较大额度的资本开支。中通、韵达、申通单票经营净现金流分别为 0.53/0.53/0.51 元，现金流产生能力较强。圆通和百世 2018 年单票现金流出现增长，说明了两家公司对现金流的管控能力有所提高。

图 31：2018 年通达快递公司经营净现金流均高于扣非净利(亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：2018 年通达快递公司单票经营现金流情况(元/件)

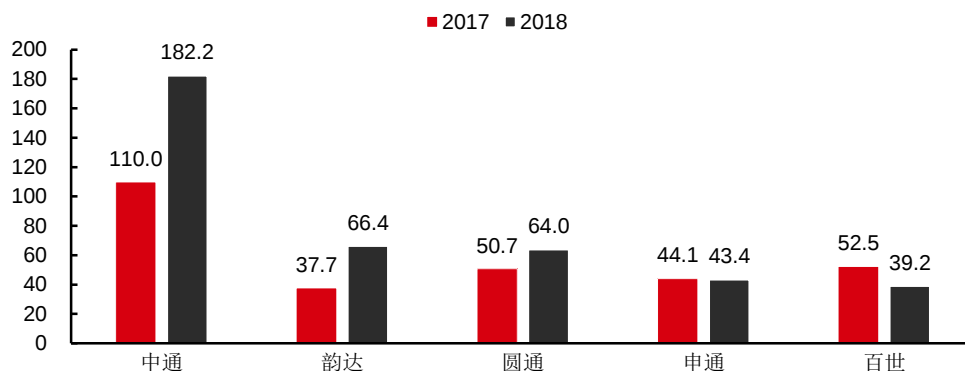


资料来源：Wind，中信证券研究部

在手现金：中通受益阿里参股，韵达受益定增，圆通受益发债，三家公司现金增加较多

截止 2018 年末，中通账面现金高达 182.2 亿元，遥遥领先其他通达公司。中通在手现金之多不仅受益公司较强的现金流回转能力以及通达最高的净利润，还明显受益于 2018 年 6 月阿里约 90 亿元（13.8 亿美元）定增入股公司。韵达目前账面现金达 66.4 亿元，排名通达第二，主要受益去年 4 月完成的 38 亿元定增融资。圆通账面现金为 64 亿元，排名第三，受益去年 12 月完成的 36.5 亿元可转债发行融资。百世 2018 年账面现金同比下降 13.3 亿元至 39.2 亿元，主要受公司增加资本开支影响。预计随着公司盈利逐步回升以及现金周转能力提高，公司现金或将企稳。

图 33：2018 年通达快递公司账面现金及等价情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 风险因素

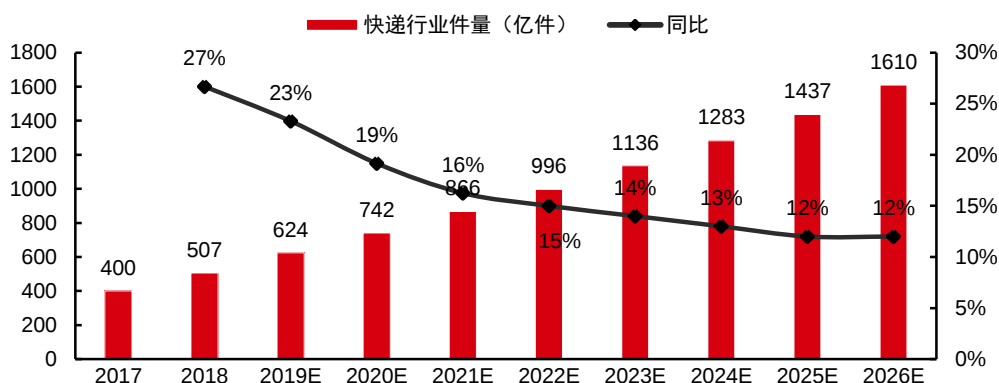
1. 宏观经济下行，电商网购放缓；
2. 油价上涨超预期，人力成本持续上涨；
3. 价格竞争加剧。

■ 投资建议：精选龙头，关注估值修复

快递行业是一个好赛道：

1) 长期看，中国快递行业成长空间较大，行业目前远没有发展到天花板阶段。2018 年中国人均快递件量 36.3 亿件，仅为美国的 3/4，这还是在中国电商发展显著领先美国前提下的落后状况，因此国内快递行业件量未来增长潜力依旧很大。同时即使未来国内快递需求增长放缓，国际市场或可以成为通达快递公司业绩增长的新动力。通达快递的加盟模式与管控经验已经领先全球，预计未来可以通过将管理、技术、设备等输出国外，获得国外快递市场份额，进而带来业绩新的增长点。

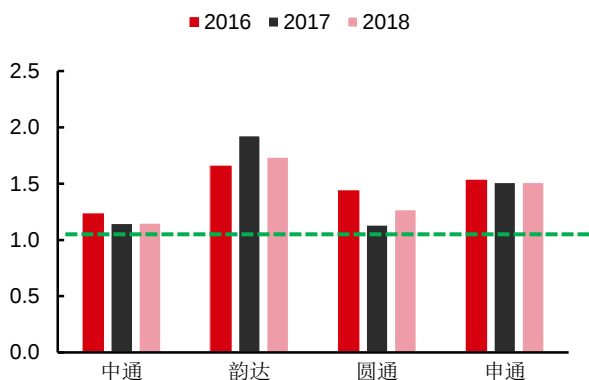
图 34：2019~2026 年国内快递行业件量增长预测



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部测算

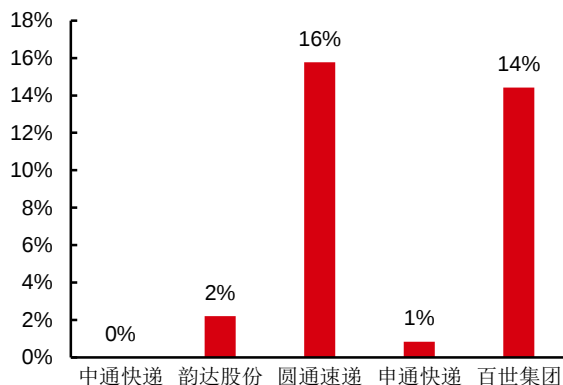
2) 预收面单费的加盟模式使得通达公司现金流非常稳健，快递行业应收账款远小于其他行业，同时反而还有较多的预收账款。最近几年虽然行业竞争激烈，但是这丝毫没有影响通达公司的现金流产生能力，过去 3 年通达系快递公司经营净现金流均明显高出扣非净利。

图 35：2016~2018 年通达快递公司经营净现金流/扣非净利润



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：百世由于扣非净利润为负，因此这里不予考虑

图 36：2018 年通达快递公司有息负债率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

3) 即使过去几年通达快递公司资本支出增加明显，但是由于稳健的现金流支撑，通达公司资产负债率一直处于较低水平。目前通达快递公司平均有息资产负债率不到 10%，再考虑到各家公司在手现金充裕，经营负债风险极低。

目前市场对快递行业主要担忧在于持续加剧的价格战以及行业整合风险，我们认为：
1) 虽然价格持续下跌，但考虑到通达快递公司成本也在不断下降，而且未来成本下降空间依旧可观，同时再考虑通达快递公司超出行业水平的件量增速，通达快递公司业绩 20% 的增长确定性依然较高。对于目前净利润为负的百世快递，其单票成本下降潜力较大，成本或将加速下降，未来业绩较大概率出现高速增长；2) 对于行业整合问题，虽然中小快递企业当前仅有 10% 的市场份额，但是这部分份额被通达瓜分完毕起码需要 1~2 年时间，并且也不排除通达快递公司抢夺邮政等其他直营快递公司份额，持续获得较好增长。因此 2

年内通达快递公司业绩增长是有保障的。

投资建议：继续推荐行业体量最大的中通快递和体量第二的韵达股份，同时建议关注未来成本改善空间较大、当前单票估值水平较低且有望修复提升的圆通速递、申通快递和百世集团。

表 2：通达快递公司单票估值情况

公司	中通快递	韵达股份	圆通速递	申通快递	百世集团
2018 年件量（亿件）	85.2	69.8	66.6	51.1	54.7
市值（亿元）	1,053	646	376	368	157
单票估值（元/件）	12.4	9.3	5.6	7.2	2.9

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：市值统计日期为 2019 年 5 月 3 日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。