

证券研究报告—动态报告

交通运输

物流 II

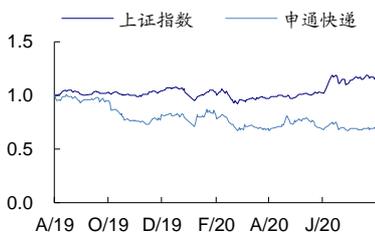
申通快递(002468)
增持

20 年半年报财报点评

(首次评级)

2020 年 08 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,531/1,492
总市值/流通(百万元)	25,182/24,043
上证综指/深圳成指	3,350/13,535
12 个月最高/最低(元)	24.45/15.70

相关研究报告:

《国信证券-2020 年 7 月快递行业数据点评: 业务量增速回落符合预期, 龙头价格战依然激烈》
 ——2020-08-13

证券分析师: 罗丹

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

受竞争加剧及内部改革影响, 业绩大幅下滑

● 上半年公司业绩大幅下滑

2020H1 营收 92.6 亿元 (+6.2%), 扣非归母净利润 0.32 亿元 (-96%)。其中二季度单季营收 56.9 亿元 (+6.0%), 扣非归母净利润 0.09 亿元 (-98%), 公司上半年扣非净利实现大幅下滑主要是因为行业竞争加剧以及公司内部加强改革。

● 为维持网络稳定加大扶持政策, 价格大幅下滑

上半年行业竞争进一步加剧, 叠加该期间内公司进一步落实扁平化改革, 为维持网络稳定、提升市场份额, 公司加大了市场政策扶持力度, 导致单票面单收入同比下滑 60%至 0.21 元 (去年同期 0.53 元); 受疫情影响, 公司加大了中转优惠政策, 导致单票中转收入同比下滑 10.5%至 0.94 元 (去年同期 1.05 元); 公司去年下半年开始推行航海计划, 导致 2020H1 单票派费同比下降 11.2%至 1.43 元 (去年同期 1.61 元)。价格下降保证业务量较快增长, 公司 2020Q2 市占率达到 11.2%, 同比基本持平。

● 持续优化网络, 成本改善明显

上半年公司继续加大自动化设备和干线车辆的投入, 资本开支达到 8.8 亿元, 略高于去年同期。公司自动化分拣设备数量达到 194 套, 相较 2019 年底, 新增了 49 套。受益于网络优化、规模效应以及高速公路免费政策, 公司 2020H1 单票运输成本同比下降 37%, 单票中转成本同比下降 16%。但由于快递价格下降幅度大, 公司快递业务的毛利率自 2019H1 的 13.6%下降至 2020H1 的 4.1%。

● 风险提示: 行业发生恶性价格战; 业务量增长低于预期。
● 投资建议: 给予“增持”评级

我们预计 2020-2022 年归母净利润 8.7/11.8/15.0 亿元, 同比增速 -39%/36%/28%; 摊薄 EPS 分别为 0.56/0.77/0.98 元, 当前股价对应 PE 分别为 29/21/17x。我们给予公司 21 年 22 倍的目标 PE, 得到目标价 16.9 元。考虑到阿里巴巴未来有望成为公司的控股股东, 从而进一步赋能申通, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

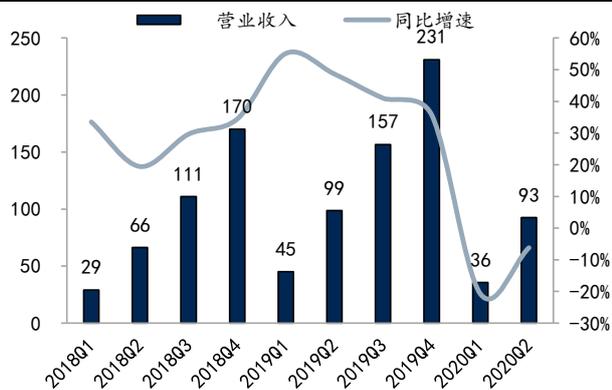
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,013	23,089	25,236	28,643	32,911
(+/-%)	34.4%	35.7%	9.3%	13.5%	14.9%
净利润(百万元)	2049	1408	865	1175	1501
(+/-%)	37.7%	-31.3%	-38.6%	35.9%	27.7%
摊薄每股收益(元)	1.34	0.92	0.56	0.77	0.98
EBIT Margin	13.2%	7.3%	4.1%	5.0%	5.7%
净资产收益率(ROE)	24.1%	15.4%	8.9%	11.1%	12.9%
市盈率(PE)	12.3	17.9	29.1	21.4	16.8
EV/EBITDA	10.8	13.0	22.1	16.7	13.3
市净率(PB)	2.96	2.76	2.58	2.38	2.17

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

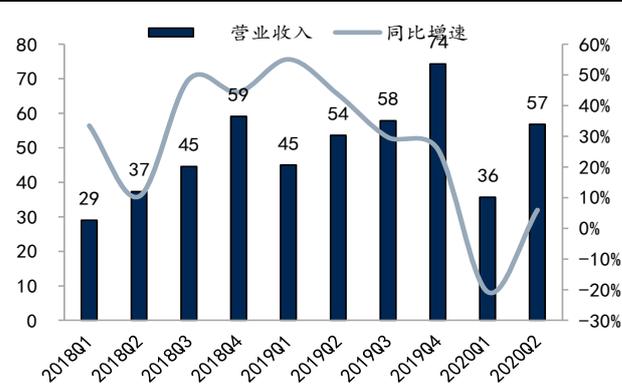
2020 年上半年收入小幅增长，利润大幅下跌。2020 年上半年实现营收 92.6 亿元 (+6.2%)，归母净利润 0.71 亿元 (-91.5%)，扣非归母净利润 0.32 亿元 (-95.9%)。其中二季度单季营收 56.9 亿元 (+6.0%)，归母净利润 0.12 亿元 (-97.1%)，扣非归母净利润 0.09 亿元 (-97.7%)，公司上半年扣非净利实现大幅下滑主要是因为行业竞争加剧以及公司内部加强改革。

图 1：申通快递累计营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：申通快递单季营业收入及增速（亿元）



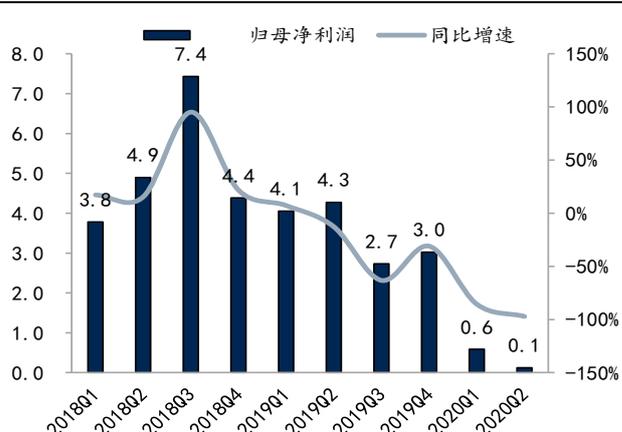
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：申通快递累计归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

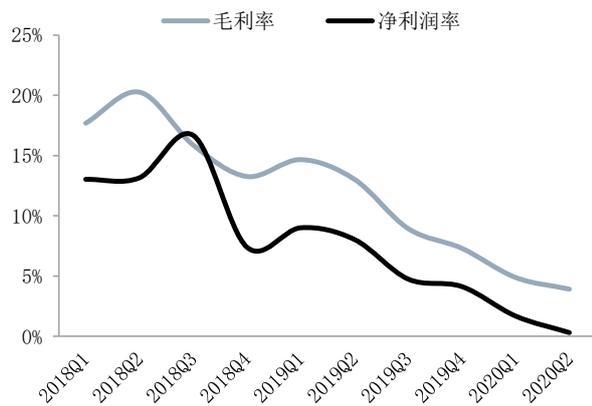
图 4：申通快递单季归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

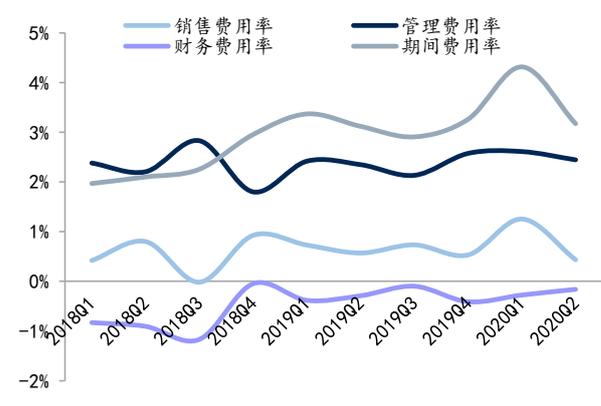
上半年公司盈利能力大幅受损。因为行业竞争加剧以及公司内部加强改革，公司上半年毛利率大幅下滑，其中二季度毛利率同比减少 9.1 个百分点至 3.92%（环比下降 0.96 个百分点）；二季度净利润率同比减少 7.7 个百分点至 0.3%。

图 5: 中通快递毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 中通快递三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测结果。我们对 2020-2022 年盈利预测的核心假设如下:

- (1) 快递业务量 2020-2022 年同比增速分别为 27.2%/23.0%/20.0%。
- (2) 单票快递收入 2020-2022 年同比下降幅度分别为 14.1%/7.8%/4.3%。
- (3) 单票运输和中转操作成本 2020-2022 年同比下降幅度分别为 15.8%/14.5%/10.0%。

表 1: 中通快递收入及毛利率预测

类别 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	17013	23089	25351	28830	33133
Yoy	34.4%	35.7%	9.8%	13.7%	14.9%
快递服务	16695	22610	24705	28033	32205
Yoy	33.0%	35.4%	9.3%	13.5%	14.9%
其他收入	318	479	646	797	928
Yoy	213%	50.6%	34.9%	23.4%	16.4%
毛利率	16.2%	10.5%	7.3%	8.2%	8.8%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

估值结果。我们采用 PE 相对估值法进行估值, 选取竞争对手韵达股份作为比较公司。在中低端快递市场, 龙头竞争激烈, 目前中通的业务规模、成本管控和盈利能力均逊于韵达, 但阿里巴巴已经获取了中通快递的收购期权, 未来有望控股并赋能中通, 我们认为中通的 PE 目标估值应该略低于韵达的历史平均估值水平 (25 倍 PE), 给予 22 倍目标估值。由于中通短期受疫情、价格战及公司深化改革影响, 利润增长承压, 但是未来有望被阿里收购的中通经营风险小且边际改善空间大, 我们认为应该基于中通经营步入正轨后的 2021 年盈利预测进行估值, 我们得到公司的合理市值为 259 亿元, 对应的目标价为 16.9 元。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200827	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
600233	圆通速递	15.93	503	0.59	0.74	0.82	0.93	27.2	21.6	19.5	17.0	13.3	增持
002120	韵达股份	21.11	612	1.19	0.99	1.16	1.32	28.0	21.3	18.2	16.0	18.1	未评级
002468	中通快递	16.45	252	0.92	0.56	0.77	0.98	17.9	29.1	21.4	16.8	8.9	增持
002352	顺丰控股	79.62	3628	1.31	1.54	1.85	2.18	60.7	51.7	43.0	36.5	14.1	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 韵达股份为 Wind 一致预测

投资建议：给予“增持”评级。我们预计 2020-2022 年归母净利润 8.7/11.8/15.0 亿元，同比增速-39%/36%/28%；摊薄 EPS 分别为 0.56/0.77/0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 29/21/17x。我们给予公司 21 年 22 倍的目标 PE，得到目标价 16.9 元。考虑到阿里巴巴未来有望成为公司的控股股东，从而进一步赋能申通，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3211	2095	1866	1434	营业收入	23089	25236	28643	32911
应收款项	970	1037	1177	1353	营业成本	20669	23402	26303	30018
存货净额	41	44	50	57	营业税金及附加	41	50	57	66
其他流动资产	1140	1262	1432	1646	销售费用	146	151	172	197
流动资产合计	6436	5514	5600	5564	管理费用	550	593	668	762
固定资产	4443	5939	7513	9166	财务费用	(69)	(24)	(6)	13
无形资产及其他	948	1210	1472	1735	投资收益	27	32	32	32
投资性房地产	1904	1904	1904	1904	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	124	124	124	124	其他收入	73	0	0	0
资产总计	13855	14691	16613	18492	营业利润	1853	1095	1481	1886
短期借款及交易性金融负债	1065	722	1317	1498	营业外净收支	(19)	(20)	(20)	(20)
应付款项	2418	2793	3131	3566	利润总额	1834	1075	1461	1866
其他流动负债	1119	1313	1473	1678	所得税费用	415	204	278	355
流动负债合计	4601	4828	5921	6742	少数股东损益	11	6	9	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1408	865	1175	1501
其他长期负债	43	43	43	43					
长期负债合计	43	43	43	43	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4644	4870	5963	6785	净利润	1408	865	1175	1501
少数股东权益	74	79	85	92	资产减值准备	5	8	9	10
股东权益	9137	9742	10565	11615	折旧摊销	612	321	423	539
负债和股东权益总计	13855	14691	16613	18492	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(69)	(24)	(6)	13
关键财务与估值指标					营运资本变动	299	385	191	254
每股收益	0.92	0.56	0.77	0.98	其它	(0)	(4)	(3)	(2)
每股红利	0.53	0.17	0.23	0.29	经营活动现金流	2324	1576	1795	2301
每股净资产	5.97	6.36	6.90	7.59	资本开支	(2116)	(2088)	(2267)	(2464)
ROIC	15%	9%	12%	14%	其它投资现金流	(1075)	0	0	0
ROE	15%	9%	11%	13%	投资活动现金流	(3194)	(2088)	(2267)	(2464)
毛利率	10%	7%	8%	9%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	4%	5%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	5%	7%	7%	支付股利、利息	(805)	(259)	(352)	(450)
收入增长	36%	9%	14%	15%	其它融资现金流	1669	(344)	595	182
净利润增长率	-31%	-39%	36%	28%	融资活动现金流	59	(603)	242	(269)
资产负债率	34%	34%	36%	37%	现金净变动	(811)	(1115)	(230)	(431)
息率	3.2%	1.0%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	4022	3211	2095	1866
P/E	17.9	29.1	21.4	16.8	货币资金的期末余额	3211	2095	1866	1434
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	97	(539)	(484)	(158)
EV/EBITDA	13.0	22.1	16.7	13.3	权益自由现金流	1767	(864)	115	12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032