

公司研究/公告点评

2020年02月27日

交通运输/物流 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 20.11
合理价格区间(元): 21.39~22.65

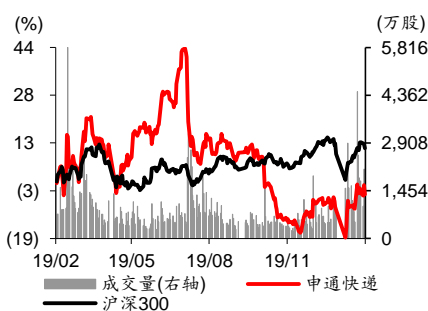
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 021-28972077
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1《中通快递(002468 SZ,增持): 件量增速领跑,但业绩低于预期》2019.10
- 2《中通快递(002468 SZ,增持): 阿里入局,需更多耐心》2019.08
- 3《中通快递(002468,增持): 单票盈利环比改善,估值优于同业》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

快报低于预期, 关注减税降费

中通快递(002468)

减税降费对冲成本压力, 维持“增持”评级

2019年,公司实现收入230.67亿元,同比增长35.6%;归母净利润14.33亿元,同比下降30.1%,低于我们此前预期的16.08亿元。我们下调公司19/20/21年EPS预测至0.93/1.26/1.59元,对应当前股价21.6/16.0/12.6X PE,给予公司20年17-18X PE,调整目标价区间至21.39-22.65元,维持“增持”评级。

旺季提价显著, 盈利继续承压

2019年,公司实现收入230.67亿元,同比+35.6%;归母净利润14.33亿元,同比-30.1%,低于我们此前预期的16.08亿元。进入旺季后,公司调整了此前激进的价格策略,11-12月价格显著改善,但件量增速也有所下降。4Q19,公司件量同比增长34.0%(前三季度分别为45.2%/48.6%/52.7%),件均价同比-4.1%(前三季度分别为-0.4%/-2.3%/-13.1%);营业收入74.11亿元,同比+25.4%;由于成本投放力度较大,公司盈利表现仍不甚理想,实现营业利润3.44亿元,同比-41.3%,归母净利3.27亿元,同比-25.4%。

战略进入拐点, 疫情影响一季报业绩

受疫情影响,2020年快递行业复工节奏明显慢于往年。1月份,全国快递业务量完成37.8亿件(邮政局12月和1月两次预测值分别为50亿/40亿件),我们预计2月行业件量为20亿件(邮政局:30亿件),1-2月累计件量同比下降21%。1月,中通延续了稳健的价格策略,件量同比下降21.5%至4.01亿件,件均价同比下降2.4%至3.3元。由于加盟网点经营压力较大,通达系总部给予网点临时性补贴,对总部盈利产生压力;另一方面,高速通行费、增值税和保险费减免改善总部成本压力,静态测算三项政策合计增厚公司20年净利润2.73亿元。

阿里拟收购中通, 战略协同颇具空间

继2019年7月间接收购公司14.65%股份后,阿里拟三年内以99.82亿元收购公司31.35%的股份(对应中通快递估值318亿,和前次收购估值相同)。若本次收购完成,阿里将持有中通46%的股份,并首次控股一家快递企业。作为中国最大电商平台,阿里贡献通达系超过50%的件量,战略协同颇具空间(尤其是补上中通的IT短板)。

减税降费对冲成本压力, 维持“增持”评级

公司快报表现低于预期,但阿里入局战略协同颇具空间,减税降费改善20年盈利。我们下调公司19/20/21年EPS预测至0.93/1.26/1.59元(前值1.05/1.40/1.76元),对应当前股价21.6/16.0/12.6X PE。可比快递企业对应20年Wind一致预期PE中值为20.5X,考虑公司单票成本较高,我们给予其20年17-18X PE(较行业估值折价17%-12%),调整目标价区间至21.39-22.65元(前值23.11-24.16元),维持“增持”评级。

风险提示: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,531
流通A股(百万股)	1,462
52周内股价区间(元)	17.11-30.23
总市值(百万元)	30,784
总资产(百万元)	12,698
每股净资产(元)	5.77

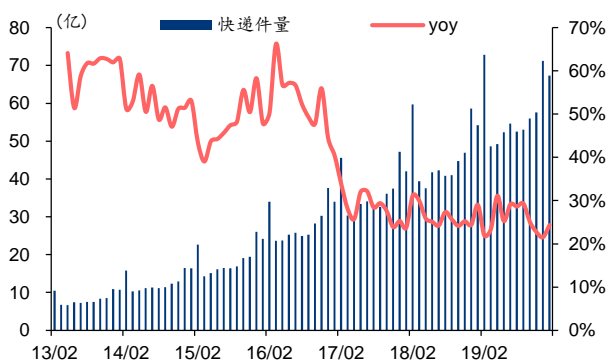
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,657	17,013	23,067	29,339	35,913
+/-%	28.10	34.41	35.58	27.19	22.41
归属母公司净利润(百万元)	1,488	2,049	1,424	1,926	2,434
+/-%	17.93	37.73	(30.49)	35.21	26.39
EPS(元,最新摊薄)	0.97	1.34	0.93	1.26	1.59
PE(倍)	20.69	15.02	21.61	15.98	12.65

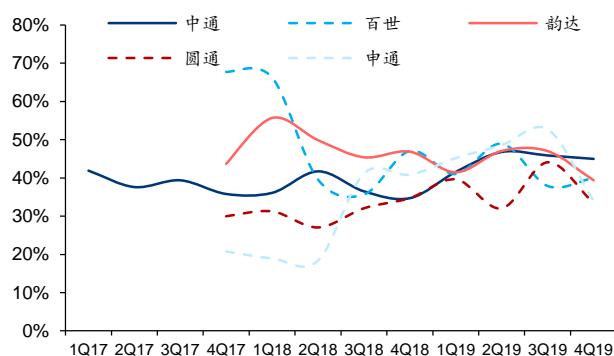
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 规模以上快递企业件量增速



注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 四通一达件量增速对比



注: 中通和百世4Q19为估计值
资料来源: 邮政局、公司公告、华泰证券研究所

图表3: “四通一达”单票毛利净利对比

		16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
单票	中通	0.78	0.62	0.75	0.74	0.67	0.64	0.68	0.63	0.57	0.55	0.57	0.52
毛利	百世	(0.11)	(0.14)	0.12	0.13	0.15	0.03	0.18	0.16	0.17	0.09	0.13	0.13
	韵达		0.67	0.69	0.63	0.52	0.55	0.61	0.54	0.56	0.60	0.53	0.44
	圆通	0.51	0.45	0.50	0.50	0.36	0.46	0.50	0.44	0.47	0.40	0.39	0.37
	中通		0.64	0.64	0.61	0.53	0.58	0.65	0.53	0.45	0.52	0.40	0.25
单票扣非	中通	0.50	0.43	0.49	0.48	0.47	0.43	0.47	0.45	0.42	0.39	0.40	0.39
净利	百世												
	韵达		0.33	0.39	0.35	0.27	0.29	0.34	0.28	0.34	0.29	0.27	0.23
	圆通	0.32	0.27	0.31	0.29	0.22	0.24	0.28	0.25	0.27	0.21	0.22	0.22
	中通		0.39	0.42	0.39	0.25	0.38	0.42	0.32	0.26	0.29	0.24	0.13

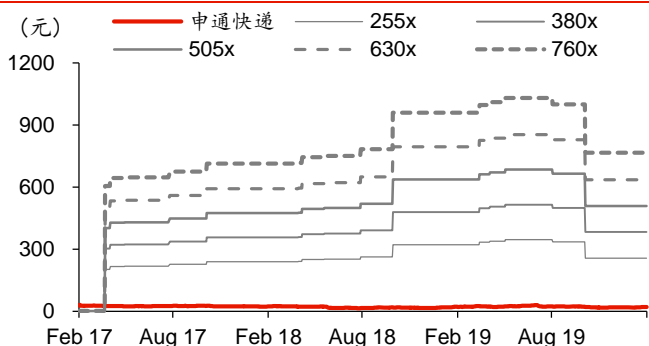
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 注: 剔除韵达快运/圆通国际, 中通净利润调整为25%税率)

图表4: 可比快递企业估值对比 (2020/02/26)

代码	简称	股价	EPS				PE				PEG (MRQ)	PB	市值 (亿)
			18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E			
002352.SZ	顺丰控股	48.55	0.79	1.31	1.49	1.73	61.5	37.0	32.5	28.0	2.05	5.05	2143
002120.SZ	韵达股份	31.65	1.27	1.27	1.56	1.88	24.9	24.9	20.3	16.8	1.79	5.52	705
600233.SH	圆通速递	14.05	0.65	0.74	0.87	1.01	21.6	18.9	16.2	13.9	1.36	3.34	399
603056.SH	德邦股份	12.18	0.48	0.43	0.59	0.75	25.4	28.0	20.7	16.1	1.56	3.00	117
快递物流			25.1	26.5	20.5	16.5	1.67	4.19					
002468.SZ	中通快递	20.11	1.12	0.93	1.26	1.59	18.0	21.6	16.0	12.6	1.45	3.49	308

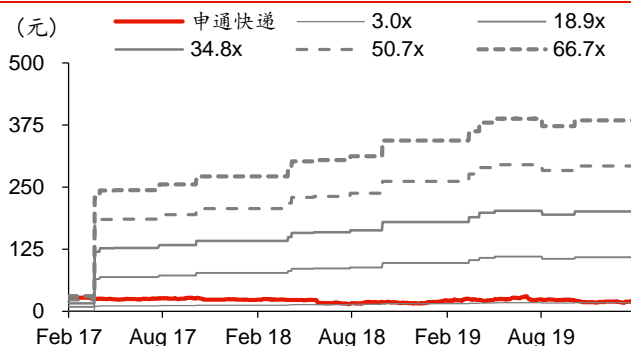
注: 2018年EPS为扣非口径, 个股盈利预测/估值均为Wind一致预期值, 行业指标为个股中值
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 中通快递历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 中通快递历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,854	6,162	7,383	8,551	10,622
现金	3,244	4,022	4,464	4,843	6,083
应收账款	710.11	1,031	1,398	1,778	2,177
其他应收账款	97.05	123.05	166.84	212.20	259.75
预付账款	123.24	158.24	229.63	289.37	353.58
存货	32.20	26.56	38.55	48.57	59.35
其他流动资产	1,648	800.53	1,085	1,380	1,690
非流动资产	2,955	5,704	6,552	7,258	7,846
长期投资	50.66	121.05	121.05	121.05	121.05
固定投资	1,295	2,667	3,615	4,410	5,077
无形资产	720.22	856.65	770.99	693.89	624.50
其他非流动资产	889.91	2,059	2,045	2,033	2,024
资产总计	8,809	11,866	13,935	15,810	18,468
流动负债	2,007	3,262	4,671	5,187	6,179
短期借款	5.00	100.00	406.00	0.00	0.00
应付账款	806.30	1,909	2,771	3,492	4,266
其他流动负债	1,196	1,253	1,494	1,696	1,912
非流动负债	26.04	37.78	37.78	37.78	37.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.04	37.78	37.78	37.78	37.78
负债合计	2,033	3,300	4,709	5,225	6,216
少数股东权益	23.30	63.22	64.92	67.22	70.13
股本	422.01	422.01	422.01	422.01	422.01
资本公积	3,194	3,194	3,194	3,194	3,194
留存公积	3,137	4,886	5,545	6,902	8,565
归属母公司股东权益	6,753	8,502	9,161	10,518	12,182
负债和股东权益	8,809	11,866	13,935	15,810	18,468

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,098	2,603	2,353	2,799	3,437
净利润	1,488	2,049	1,424	1,926	2,434
折旧摊销	231.09	424.37	652.06	793.73	912.09
财务费用	1.15	7.94	(18.77)	(25.05)	(43.70)
投资损失	(32.00)	(414.46)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	315.74	579.30	323.41	132.11	161.12
其他经营现金	94.22	(43.66)	1.70	2.30	2.91
投资活动现金	(2,372)	(1,623)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
资本支出	1,215	2,822	1,500	1,500	1,500
长期投资	1,052	7.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(104.77)	1,206	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(344.28)	(219.12)	(410.63)	(920.74)	(696.72)
短期借款	(289.90)	(444.06)	306.00	(406.00)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(24.79)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(29.59)	224.94	(716.63)	(514.74)	(696.72)
现金净增加额	(618.22)	760.26	442.23	378.41	1,240

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,657	17,013	23,067	29,339	35,913
营业成本	10,322	14,250	20,679	26,058	31,840
营业税金及附加	44.91	40.18	54.48	69.30	84.83
营业费用	76.25	96.08	105.69	116.26	127.88
管理费用	311.15	428.06	538.22	627.57	732.96
财务费用	(86.40)	(113.06)	(18.77)	(25.05)	(43.70)
资产减值损失	127.71	19.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.00	414.46	30.00	30.00	30.00
营业利润	1,894	2,706	1,739	2,522	3,201
营业外收入	116.05	76.52	110.00	80.00	80.00
营业外支出	20.64	41.23	41.23	41.23	41.23
利润总额	1,989	2,741	1,807	2,561	3,240
所得税	501.60	689.86	381.26	632.79	802.41
净利润	1,488	2,052	1,426	1,928	2,437
少数股东损益	(0.14)	2.45	1.70	2.30	2.91
归属母公司净利润	1,488	2,049	1,424	1,926	2,434
EBITDA	1,937	2,941	2,372	3,291	4,069
EPS (元, 基本)	0.97	1.34	0.93	1.26	1.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.10	34.41	35.58	27.19	22.41
营业利润	16.02	42.89	(35.75)	45.08	26.90
归属母公司净利润	17.93	37.73	(30.49)	35.21	26.39
获利能力 (%)					
毛利率	18.45	16.24	10.35	11.18	11.34
净利率	11.75	12.04	6.18	6.56	6.78
ROE	22.03	24.10	15.55	18.31	19.98
ROIC	19.82	22.39	14.03	17.70	19.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.08	27.81	33.79	33.05	33.66
净负债比率 (%)	0.06	0.84	2.91	0	0
流动比率	2.92	1.89	1.58	1.65	1.72
速动比率	2.90	1.88	1.57	1.64	1.71
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.43	1.66	1.86	1.94
应收账款周转率	18.53	19.54	18.99	18.47	18.16
应付账款周转率	14.67	10.49	8.84	8.32	8.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.34	0.93	1.26	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	1.70	1.54	1.83	2.25
每股净资产(最新摊薄)	4.41	5.55	5.98	6.87	7.96
估值比率					
PE (倍)	20.69	15.02	21.61	15.98	12.65
PB (倍)	4.56	3.62	3.36	2.93	2.53
EV_EBITDA (倍)	17.77	11.71	14.52	10.46	8.46

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com