

证券研究报告—动态报告

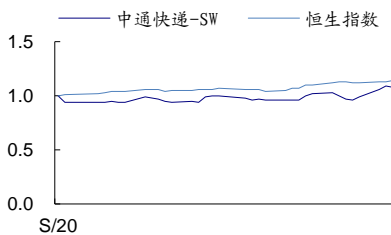
港股

物流

中通快递-SW(02057)
买入

合理估值 303 港元 收盘 245.8 (首次评级)

2020年11月23日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	855.3
总市值/流通(百万港元)	207484
上证综指/深圳成指	3,347/13,658
12个月最高/最低(港元)	264.0/219.2

相关研究报告:

《行业事件点评：“双十一”周期延长，有利于快递优化运营》——2020-11-12
 《韵达股份-002120-20年三季报财报点评：持续降价抢量，业绩符合预期》——2020-11-02
 《圆通速递-600233-20年三季报财报点评：竞争激烈，利润承压》——2020-10-28

证券分析师：罗丹

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

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。

海外公司财报点评

积极降价抢量，巩固龙头地位

● 行业竞争激烈，净利同比小幅下滑

2020年三季度公司实现包裹量46.23亿件，同比+51.2%；营业收入为66.4亿元，同比+26.1%；调整后净利润为12.0亿元，同比-8.2%。由于今年行业竞争明显加剧，公司三季度业绩同比出现小幅下滑。

● 掌握价格战主动权，市占率快速提升

今年4月份以来中低端快递市场价格战明显加剧的原因主要是：(1) 一季度快递行业受到国内疫情影响，二季度快递龙头公司均希望抢更多的量来弥补一季度的亏空；(2) 极兔快递和众邮快递两个新快递企业加入竞争，尤其是极兔快递，采取了激进的低价抢量政策；(3) 中通主动发起价格战，以期加速竞争格局分化。在这场价格战中，中通作为龙一，一直掌握着主动权，三季度单票快递收入同比下降18%（其他竞争对手下降幅度略高于中通）。公司通过低价抢量，三季度业务量实现了51%的高增长，与龙二业务量增速相近，且明显高于其他快递企业。公司三季度市占率达到20.8%，同比提升1.9个百分点。

● 盈利能力保持领先地位，加大产能投入构筑护城河

受益于规模效应和运营优化，中通三季度单票快递成本同比下降9%，由于受价格战影响，单票快递毛利（仅剔除货代业务）为0.29元，环比继续下滑。公司今年加大了资本开支，前三季度资本开支达到62亿元（明显高于竞争对手），保证了产能充裕，考虑到价格战持续、投入产能较多、外汇损失等因素影响，我们预计公司四季度业绩同比降幅会扩大。

● 风险提示

价格战进一步恶化，成本优化低于预期，行业景气度低于预期。

● 投资建议：给予“买入”评级

我们预计2020-2022年归母净利润44.6/46.2/63.2亿元，同比增速-21%/+3%/+37%；当前股价对应PE分别为40/39/28x。考虑到公司具有明显的领先优势，成长为物流巨头的确定性很高，我们给予公司22年35倍的目标PE，得到目标价303港元，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

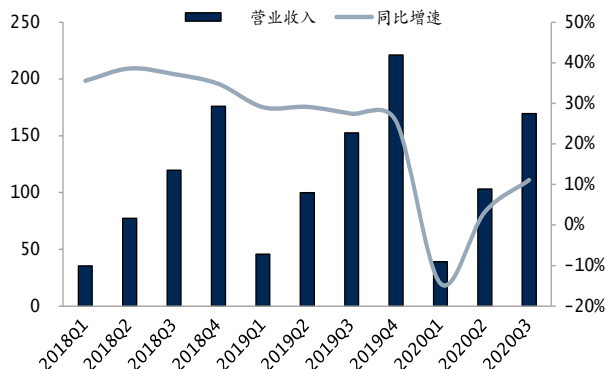
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,604	22,110	25,168	28,982	35,036
(+/-%)	34.8%	25.6%	13.8%	15.2%	20.9%
净利润(百万元)	4,383	5,674	4,462	4,615	6,321
(+/-%)	38.7%	29.5%	-21.4%	3.4%	37.0%
每股收益(元)	5.82	7.23	5.22	5.40	7.39
EBIT Margin	30.2%	30.5%	17.8%	15.5%	18.8%
净资产收益率(ROE)	15.8%	15.7%	9.1%	7.9%	9.6%
市盈率(PE)	35.9	28.9	40.1	38.7	28.3
EV/EBITDA	28.9	22.2	33.6	33.4	22.8
市净率(PB)	4.8	4.3	3.6	3.1	2.7

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

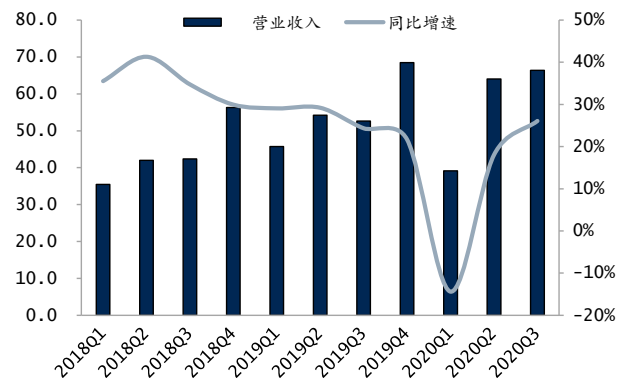
2020年三季度继续降价抢量，利润同比小幅下降。三季度单季公司实现营业收入66.4亿元(+26.1%)，归母净利润12.0亿元(-8.2%)。三季度公司延续了二季度降价抢量的政策，导致公司业绩同比下滑，符合预期。

图 1: 中通快递累计营业收入及增速 (亿元)



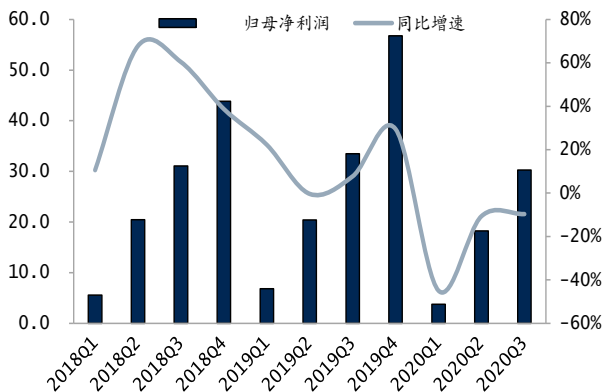
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 中通快递单季营业收入及增速 (亿元)



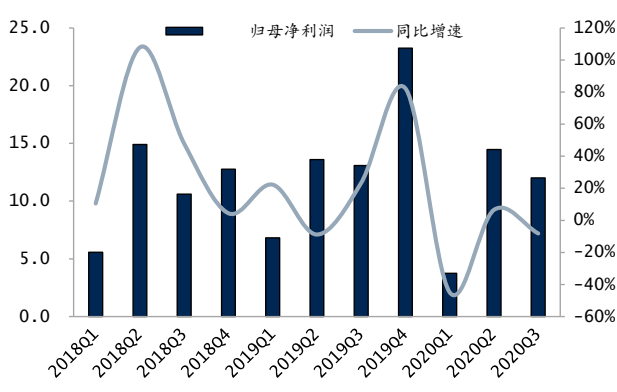
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 中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

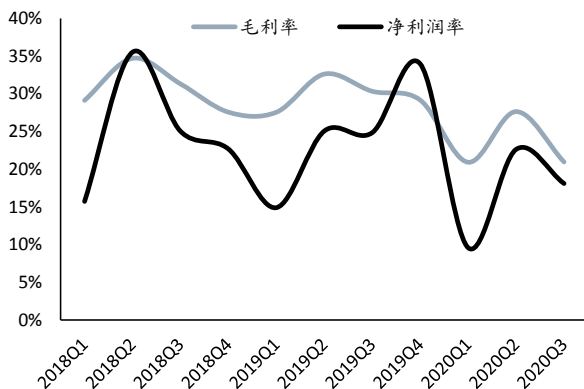
图 4: 中通快递单季归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

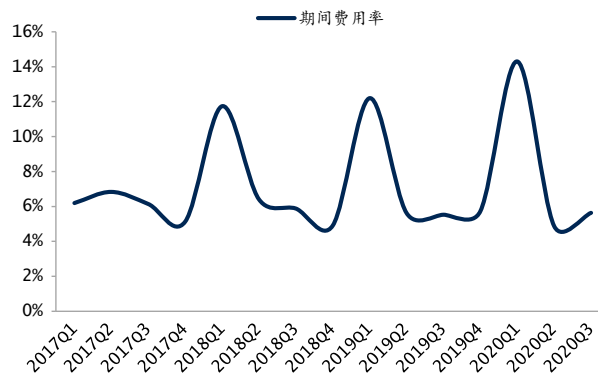
三季度毛利率下滑、期间费用率稳定。三季度价格战依然激烈，同时也不再享受公路免费的优惠政策，导致公司毛利率同比和环比均出现下滑，但是期间费用率相对比较稳定。

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

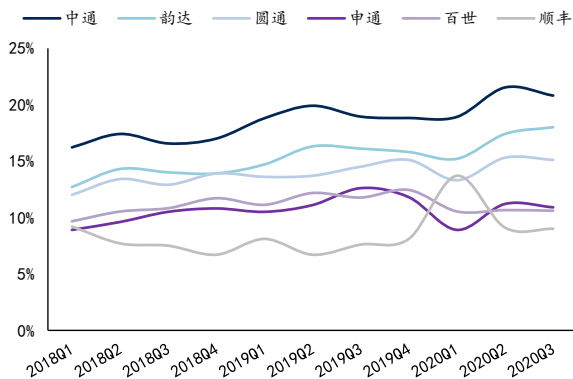
图 6: 中通快递期间费用率变化(销售、行政及一般费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

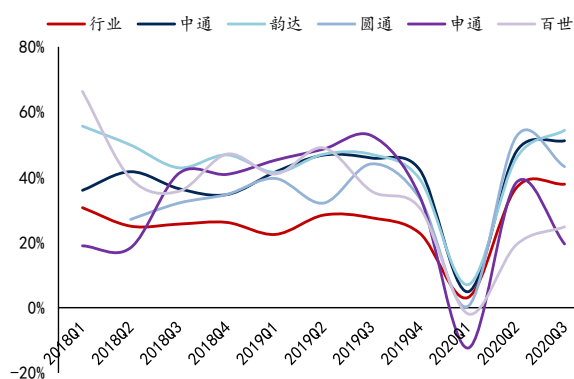
公司龙头优势明显，市占率持续提升，盈利能力优秀。中通注重核心资产的投入和成本的优化，经营成本和服务质量的优势越来越明显，从而中通持续通过更优的服务或更低的价格获取业务量，业务量增速常年高于竞争对手，因此我们看到公司的市占率持续提升，且与竞争对手不断拉开差距。由于公司具有成本优势而且产品已经具备有限的溢价能力，因此中通的盈利能力也是明显高于竞争对手的，2020Q3 中通单票快递毛利(仅剔除货代业务)为 0.29 元，龙二、龙三的单票毛利接近 0.2 元左右，龙四的单票快递毛利仅能微幅盈利。

图 7: 快递龙头公司业务量市占率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 行业及龙头快递公司业务量增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 通达系快递公司盈利能力对比

类别 1	类别 2	2016	2017	2018	2019	20H1	20Q1-Q3	20Q3
单票快递毛利(元, 剔除货代及快运业务)	中通	0.77	0.70	0.62	0.54	0.36	0.34	0.29
	韵达	0.71	0.61	0.56	0.45	0.26	0.24	0.21
	圆通	0.47	0.40	0.47	0.36	0.28	0.25	0.20
	申通	0.60	0.60	0.54	0.33	0.11	0.07	0.02
	百世	-0.13	0.09	0.14	0.14	0.04	-	-
扣非净利润同比	中通	85%	55%	21%	29%	-11%	-	-
	韵达	66%	34%	39%	13%	-53%	-52%	-51%
	圆通	56%	6.00%	34%	6%	8%(剔除货代和航空业务, 估计同比-20%左右)	-10%(剔除货代和航空业务, 估计同比-35%左右)	-39%(剔除货代和航空业务, 估计同比-67%左右)
	申通	66%	17%	24%	-22%	-96%	-105%	-131%
	百世	-29%	10%	59%	60%	-206%	-	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所估算

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 41.2%/32.3%/26.7%。
- (2) 单票快递收入 2020-2022 年同比下降幅度分别为 20%/12%/4%。
- (3) 单票运输和中转操作成本 2020-2022 年同比下降幅度分别为 14%/10%/9%。

表 2: 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	17,604	22,110	25,168	28,982	35,036
Yoy	34.8%	25.6%	13.8%	15.2%	20.9%
快递服务	15,400	19,606	22,145	25,777	31,360
Yoy	26.5%	27.3%	13.0%	16.4%	21.7%
货代业务	1,279	1,236	1,483	1,335	1,402
Yoy	374.4%	-3.3%	20.0%	-10.0%	5.0%
其他收入	113	178	231	300	391
Yoy	349.1%	57.7%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	30.5%	29.9%	24.4%	21.7%	24.4%

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, 我们参考中通快递自身的历史平均估值水平, 给予 35 倍的目标估值。由于中通今年降价抢量, 短期利润有所下滑, 但是中通具有龙头成长逻辑, 且确定性非常高, 预计 2022 年经营有望恢复稳定, 因此我们基于中通 2022 年 63 亿元的归母净利润预测值, 我们得到公司的合理市值为 2200 亿元, 对应的目标价为 303 港元。

表 3: 快递板块同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11月19日)	EPS (元)			PE			PB (20E)	ROE (20E)	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
2057.HK	中通快递	246(港币)	5.22	5.40	7.39	40.1	38.7	28.3	4.6	9.1	2100(港币)
002120	韵达股份	17.79	1.19	0.56	0.69	14.9	31.8	25.8	3.8	11.1	520
600233	圆通速递	13.01	0.59	0.62	0.71	22.1	21.0	18.3	2.7	10.8	410
002468	申通快递	12.70	0.92	0.56	0.77	13.8	22.7	16.5	2.4	8.9	193
002352	顺丰控股	80.79	1.31	1.66	1.99	61.7	48.7	40.6	6.9	15.1	3700

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 给予“买入”评级。我们预计 2020-2022 年归母净利润 44.6/46.2/63.2 亿元, 同比增速-21%/+3%/+37%; 当前股价对应 PE 分别为 40/39/28x。考虑到公司具有明显的领先优势, 成长为物流巨头的确定性很高, 我们给予公司 22 年 35 倍的目标 PE, 得到目标价 303 港元, 给予“买入”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	5270	5797	6377	7015	营业收入	22110	25168	28982	35036
应收款项	3664	4397	5276	6331	营业成本	15489	19017	22680	26494
存货净额	44	48	53	58	营业税金及附加	33	38	43	53
其他流动资产	7	0	0	0	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	20098	26128	28741	31615	管理费用	1513	1837	1942	2347
固定资产	12471	17459	22697	27236	财务费用	(585)	(705)	(811)	(981)
无形资产及其他	7700	9240	10627	12221	投资收益	765	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	56	0	0	0
长期股权投资	3109	3109	3109	3109	其他收入	388	349	384	422
资产总计	45891	58733	68432	77889	营业利润	6757	5329	5512	7546
短期借款及交易性金融负债	0	1000	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	1556	1867	2240	2688	利润总额	6757	5329	5512	7546
其他流动负债	5125	6151	7381	8857	所得税费用	1078	853	882	1207
流动负债合计	6681	9017	9621	11545	少数股东损益	(3)	5	5	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	5674	4462	4615	6321
其他长期负债	806	726	726	726					
长期负债合计	806	726	726	726	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7487	9743	10346	12270	净利润	5674	4462	4615	6321
少数股东权益	101	103	108	140	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	38403	48888	57978	65479	折旧摊销	1265	1770	2302	2992
负债和股东权益总计	45891	58733	68432	77889	公允价值变动损失	8	9	11	10
					财务费用	0	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(260)	(390)	(351)	(316)
每股收益	7.23	5.22	5.40	7.39	其它	(382)	(534)	(428)	(342)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	6304	5316	6149	8665
每股净资产	48.98	57.28	67.91	76.72	资本开支	(5226)	(7578)	(9473)	(11367)
ROIC	15%	9%	8%	9%	其它投资现金流	1562	11716	1662	1015
ROE	16%	9%	8%	10%	投资活动现金流	(3664)	4138	(7811)	(10352)
毛利率	30%	24%	22%	24%	权益性融资	0	11115	0	0
EBIT Margin	31%	18%	15%	19%	负债净变化	(712)	(783)	(704)	(634)
EBITDA Margin	36%	21%	18%	22%	支付股利、利息	(1271)	(1398)	(1538)	(1691)
收入增长	26%	14%	15%	21%	其它融资现金流	0	0	0	0
净利润增长率	29%	-21%	3%	37%	融资活动现金流	(1982)	8934	(2242)	(2325)
资产负债率	16%	17%	15%	16%	现金净变动	654	520	580	638
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4623	5277	5797	6377
P/E	28.9	40.1	38.7	28.3	货币资金的期末余额	5277	5797	6377	7015
P/B	4.3	3.6	3.1	2.7	企业自由现金流	3625	3190	3074	4332
EV/EBITDA	22.2	33.6	33.4	22.8	权益自由现金流	3625	3509	2767	3899

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