

## 市场数据(美元)

收盘价: 16.97 美元

目标价: 22 美元

纽约证交所综合指数: 12400.28

纳斯达克: 7247.87

标普 500: 2736.27

## 业务量增速维持高位, 单票成本持续改善

## 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	5.40	6.98	8.89
营业额(百万)	9807.82	12811.14	17166.93	21930.33	27933.22
同比增长 (%)	60%	31%	34%	28%	27%
毛利率 (%)	36%	35%	40%	41%	44%
净利率 (%)	21%	24.2%	24.2%	24.5%	24.5%
市盈率 (倍)	32	26	23	19	15

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 18 年前三季度营收 119.77 亿元/+37.2%，归母净利 31.07 亿元/+60.4%。Q3 单季度，公司营业收入为 42.35 亿元/+34.74%；归母净利 10.6 亿元/47.7%。

## 经营分析

- 业务量增速维持高位、并购货代业务拉动营收净利高增长。①Q3 单季度业务量达到 20.96 亿件/+36.5%，超出行业平均增速 11 个百分点，仅次于韵达 (49.67%)。市场份额从去年同期的 15.2%提升至 16.6%。②Q3 营收同比增长 34.7%至 42.35 亿元。主营业务快递服务收入增长 23.3%，营收增速高于快递业务增速，主要系 17Q4 并购的货代业务三季度完成了 2.91 亿元的收入，而剔除货代业务，收入同比增长 25.5%。③快递业务量增速低于快递服务收入增速，主要由于单个包裹的重量减少及对加盟商激励增加所致。
- 单票成本持续改善，未来自动化设备持续投入、自由车辆占比提升，单票成本仍有下降空间。①Q3 单季度，单票运输成本和分拣中心成本下降了 0.09 元，核心快递业务毛利率为 33.4%/-2.5pct，货运代理业务的摊薄影响 2.1pct，去年同期统一口径毛利率仅下降 0.4pct。②单票运输成本从去年同期的 0.72 元下降至 0.65 元，源于包裹平均重量下降形成的装载坪效提升，路由线路的持续优化及自有车辆及高运力甩挂车的使用，其中自营卡车的总运输成本占本季度卡车运输总成本的 66.5%/+12.6pcts。③单票分拨成本下降主要得益于分拨中心自动化程度的提高，抵消了部分人工成本。三季度分拨中心的平均人工数仅增长了 17.2%，显著低于 36.5%的业务量增速。
- 在手现金充裕，公司回购显信心。①截至 Q3 季度，中通持有的现金及现金等价物为 181.66 亿元，公司在手现金充裕，物流版图有望持续扩张。②11 月 14 日，中通快递宣布公司董事会已授权新股回购计划，授权中通快递接下来的 18 个月期间以美国存托股票的形式回购其累计价值达 5 亿美元的 A 类普通股。公司预计将以现有现金余额为回购提供资金。我们认为公司回购计划反映了中通管理层对公司稳健的经营基本面和财务实力的信心。

## 投资建议

- 受益于业务量高增速及规模效应带来的收入增幅覆盖成本增幅，我们预计 18-20 年非通用准则净利润为 41.54 亿元、53.73 亿元和 68.44 亿元，增速分别为 33%、29%和 27%。目前公司股价对应 18-20 年 23X、19X 和 15X 市盈率，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 电商增速下滑导致快递需求下滑，行业竞争加剧，加盟商网点不稳定。

## 相关报告

- 1.《规模持续领先，全网运营效率成就长跑冠军-中通快递首次覆盖》，2018.9.14

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

**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%
<b>营业收入</b>	<b>3904.40</b>	<b>6127.68</b>	<b>9807.82</b>	<b>12811.14</b>	<b>17166.93</b>	<b>21930.33</b>	<b>27933.22</b>
yoy		<b>57%</b>	<b>60%</b>	<b>31%</b>	<b>34%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>
快递单票收入	2.08	2.01	2.08	1.96	1.91	1.89	1.88
( 其中：单件面单收入	0.90	0.90	0.92	0.92	0.88	0.87	0.86
单件中转入 )	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	0.1	0.1	0.1
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
<b>营业成本</b>	<b>2779.96</b>	<b>4013.30</b>	<b>6321.94</b>	<b>8286.14</b>	<b>10350.74</b>	<b>12866.72</b>	<b>15613.55</b>
yoy		<b>44%</b>	<b>58%</b>	<b>31%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>21%</b>
单票成本	1.53	1.36	1.41	1.33	1.24	1.20	1.13
yoy		-11%	3%	-5%	-7%	-4%	-5%
快递单票成本	1.27	1.19	1.26	1.16	1.08	1.03	0.97
yoy		-6%	6%	-7%	-7%	-4%	-6%
其中：运输成本	1628.00	2318.00	3717.00	4798.00	5949.52	7317.91	8781.49
yoy		42%	60%	29%	24%	23%	20%
单票运输成本	0.90	0.79	0.83	0.77	0.71	0.68	0.64
yoy		-12%	5%	-7%	-7%	-5%	-6%
中转成本	676.00	1180.00	1931.00	2439.00	3048.75	3780.45	4536.54
yoy		75%	64%	26%	25%	24%	20%
单票中转成本	0.37	0.40	0.43	0.39	0.37	0.35	0.33
yoy		8%	7%	-9%	-7%	-4%	-6%
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	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
成本							
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	0.82	0.84	0.90
yoy		16%	8%	-6%	12%	3%	6%
毛利率	29%	35%	36%	35%	40%	41%	44%
快递业务单票							
毛利	0.81	0.82	0.82	0.80	0.83	0.86	0.91
快递业务单票							
毛利率	39%	41%	40%	41%	43%	45%	49%
单票销售及管							
理费用	0.29	0.20	0.16	0.13	0.13	0.13	0.11
<b>营业利润</b>	<b>597.80</b>	<b>1525.18</b>	<b>2766.04</b>	<b>3716.53</b>	<b>5732.84</b>	<b>7666.09</b>	<b>10806.05</b>
<b>营业利润率</b>	<b>0.15</b>	<b>0.25</b>	<b>0.28</b>	<b>0.29</b>	<b>0.33</b>	<b>0.35</b>	<b>0.39</b>
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	4154.24	5372.77	6843.48
所得税	202.00	420.00	783.00	629.00	664.68	859.64	1094.96
有效税率	0.33	0.24	0.28	0.16	0.16	0.16	0.16
<b>净利润</b>	<b>406.06</b>	<b>1341.96</b>	<b>2059.64</b>	<b>3100.30</b>	<b>4154.40</b>	<b>5372.93</b>	<b>6843.64</b>
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%	24.2%	24.5%	24.5%
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	4154.40	5372.93	6843.64
<b>每股收益</b>							
<b>(元)</b>	<b>0.56</b>	<b>1.78</b>	<b>3.03</b>	<b>4.05</b>	<b>5.40</b>	<b>6.98</b>	<b>8.89</b>
yoy			70%	34%	33%	29%	27%

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	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**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	2018-09-14	买入		22.00~22.00

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，不作为或被视作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