

中通快递 (ZTO US)

乱云飞渡仍从容——价格战下以利润换市场

未评级

当前股价

US\$19.54

概要。如市场所料，中通选择在 1Q19 以部分利润换取市场份额，与业内其余头部企业做法相近。公司利用增量包裹补贴，在利润受压下提高市占率。我们认为，价格战短期内未见休止信号，但考虑到中通在资产规模方面的显著优势，我们对公司激烈竞争下仍保持乐观。

- **1Q19 业绩略超预期。**中通公布了 1Q19 业绩，尽管快递单量增长强劲，同比上升 42%，然而价格竞争带来的单票收入萎缩拖累收入增长。公司 1Q19 收入仅同比增长 29% 至 45.74 亿元（人民币，下同），符合市场预期。毛利率由 1Q18 的 29.1% 下降至 27.5%（对比市场预期：27.3%）；调整后净利润同比增长 28% 至 9.66 亿元，较市场预期高出 7%。管理层目标在 2019 年实现 48 亿元至 52 亿元调整后净利，相当于 14.3% 至 23.8% 的同比增长。
- **料价格战短期难以消弭。**公司锐意提高市场份额，料将引起市场振奋。其市占率由去年四季度的 17% 增至今年一季度的 18.6%，但代价是增量包裹补贴带来的，单票收入同比下跌 7%。我们认为行业正进入整合阶段，头部快递企业将选择压价，以部分牺牲利润的代价迅速抢占市场份额。值此行业寒冬，我们判断中小快递公司恐难以维系，相继出局的可能性较大。而龙头有望受惠于行业整合，故而我们期待中通及其余四家快递龙头，短期内将优先关注单量增长。价格战因此延续。管理层亦在电话会中表示，今年的快递单量指引为 115 亿至 119 亿件，相当于 35% 至 45% 的同比增长。
- **竞争回归资本投入。**我们认为中国快递市场的核心竞争，已由网点数量和人数优势转移向自动化程度及资产规模。行业正从劳动密集型向资本及技术密集型转变。中通在“通达系”同业中，拥有最多转运中心以及最大规模固定资产。我们认为，其持续的降本增效让公司在价格战中具备更大的下探空间。受惠于自动化设备以及自有货车的广泛使用，每票成本在 1Q19 下降 5 分，同比下降 4%。管理层表示，计划 2019 年资本性开支大约在 60 至 80 亿元，用于抢占优质物流用地及自动化设备及自有车辆的进一步普及。由此，我们相信公司将借由不断的资本开支，构筑起短时同业难以跨越的竞争壁垒。
- **估值/催化剂。**根据一致预期，目前公司估值为 20.4 倍 19 财年市盈率，对应 FY18-20E EPS 复合增长率为 14%。相较于同业平均的 25.4 倍 19 财年市盈率，存在 20% 的折让。未来估值提升的潜在因素包括 1) 电商加速渠道下沉，以及 2) 中小快递企业退出释放单量增长。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY14A | FY15A | FY16A | FY17A | FY18A |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元人民币) | 3,904 | 6,086 | 9,789 | 13,060 | 17,604 |
| 同比增长 (%) | NA | 55.9 | 60.8 | 33.4 | 34.8 |
| 净利润(百万元人民币) | 406 | 1,332 | 2,054 | 3,160 | 4,383 |
| 每股盈利(元人民币) | NA | NA | 3.0 | 4.4 | 5.8 |
| 每股盈利变动 (%) | NA | NA | NA | 45.7 | 32.2 |
| 市盈率(倍) | NA | NA | 41.7 | 28.6 | 21.6 |
| 市帐率(倍) | NA | NA | 4.6 | 4.2 | 2.9 |
| 股息率 (%) | NA | NA | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 权益收益率 (%) | NA | 28.3 | 15.0 | 15.4 | 15.8 |
| 净负债率 (%) | 1.7 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

资料来源：公司

中国快递行业

庞硕

 (852) 3900 0882
garypang@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|----------------|-------------|
| 市值(百万美元) | 14,829 |
| 3 月平均流通量(百万美元) | 70.86 |
| 52 周内股价高/低(美元) | 22.36/14.49 |
| 总股本(百万) | 285.5 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|-----------------|-------|
| Zto Lms Holding | 26.5% |
| Zto Ljf Holding | 8.4% |
| Alibaba | 8.4% |

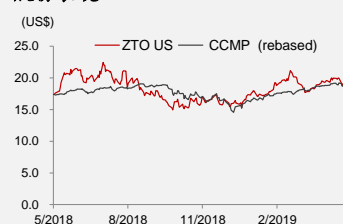
资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -2.5% | -0.6% |
| 3-月 | 11.5% | 3.5% |
| 6-月 | 8.7% | 2.1% |

资料来源：彭博

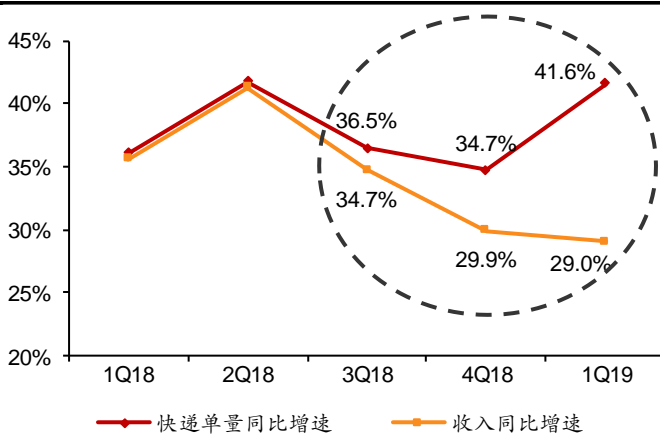
股份表现



资料来源：彭博

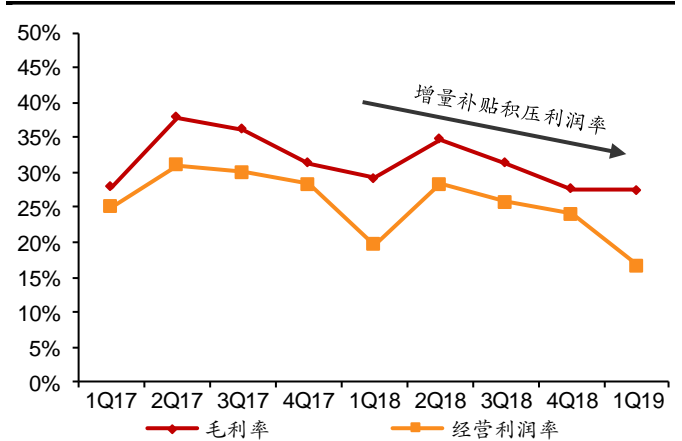
审计师：德勤

图 1: 价格战下, 快递单量增速显著快于收入增速



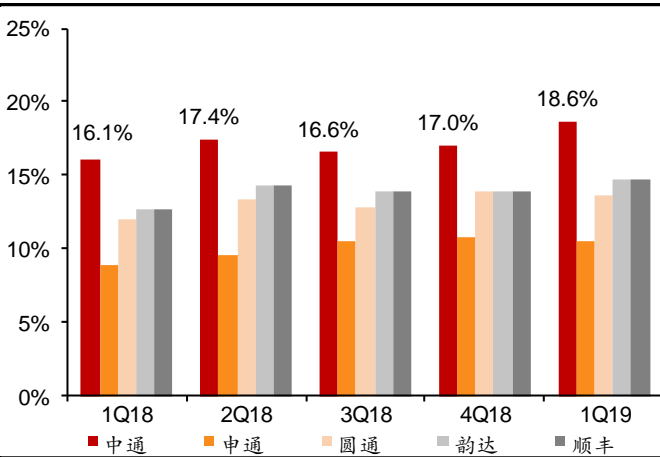
资料来源: 公司

图 2: 1Q19 毛利润率承压



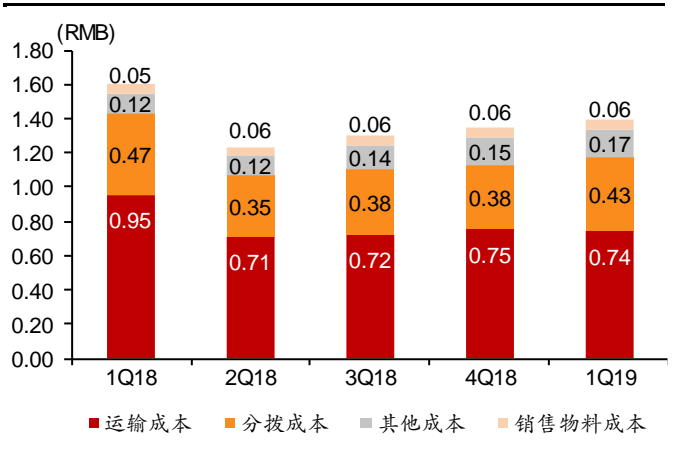
资料来源: 公司

图 3: 中通 1Q19 市场份额持续提升 (按单量计)



资料来源: 国家邮政局及公司

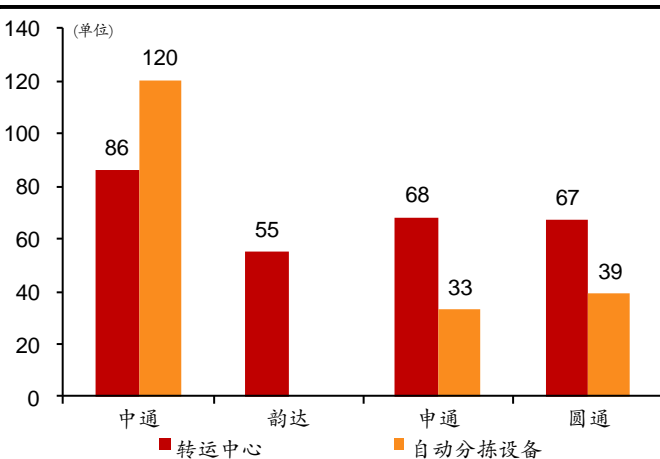
图 4: 1Q19 中通单票成本同比下降 4%



资料来源: 公司

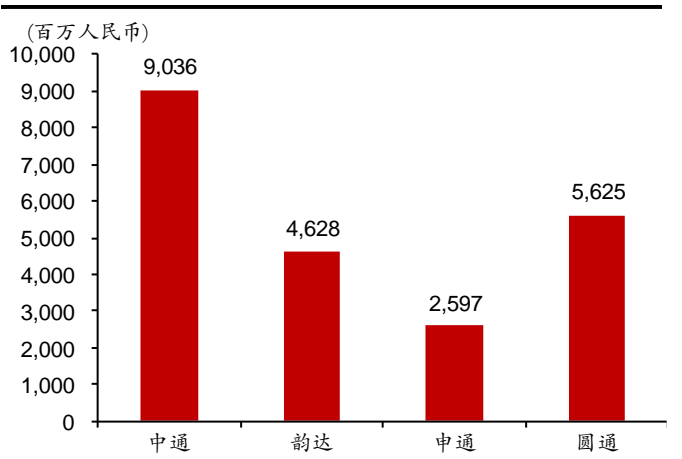
注: 剔除货运代理业务

图 5: 截止 FY18, “通达系”中, 中通分拨能力最强



资料来源: 公司

图 6: 截止 1Q19“通达系”中, 中通固定资产规模最大



资料来源: 公司

图 7: 1Q19 业绩概览

| 百万人民币 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | QoQ | YoY | 一致预期 | 差异 % |
|----------------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 收入 | 3,544 | 4,198 | 4,235 | 5,628 | 4,574 | -18.7% | 29.0% | 4,455 | 3% |
| 经营利润 | 721 | 1,845 | 1,269 | 1,501 | 880 | -41.4% | 22.0% | 867 | 2% |
| 调整后 EBITDA | 1,099 | 1,520 | 1,473 | 1,766 | 1,441 | -18.4% | 31.1% | 1,189 | 21% |
| 净利润 | 557 | 1,491 | 1,060 | 1,276 | 681 | -46.6% | 22.3% | 727 | -6% |
| 调整后净利润 | 757 | 1,096 | 1,058 | 1,290 | 966 | -25.1% | 27.6% | 901 | 7% |
| 调整后 EPS (RMB) | 1.06 | 1.52 | 1.34 | 1.64 | 1.23 | -24.9% | 15.5% | 1.16 | 6% |
| 利润率 (%) | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 29.1% | 34.7% | 31.3% | 27.5% | 27.5% | | | 27.3% | +0.2ppt |
| 经营利润率 | 19.7% | 28.3% | 25.8% | 24.0% | 16.6% | | | 19.5% | -2.9ppt |
| 调整后净利润率 | 21.4% | 26.1% | 25.0% | 22.9% | 21.1% | | | 20.2% | +0.9ppt |
| 增长 (%) | | | | | | | | | |
| 收入 (YoY) | 35.6% | 41.3% | 34.7% | 29.9% | 29.0% | | | | |
| 收入 (QoQ) | -18.2% | 18.4% | 0.9% | 32.9% | -18.7% | | | | |
| 经营利润 | 6.6% | 93.6% | 32.2% | 21.9% | 22.0% | | | | |
| 调整后净利润 | 50.5% | 50.0% | 44.9% | 1.9% | 27.6% | | | | |

资料来源: 公司及彭博

图 8: 1Q19 经营数据同比增速

| | 中通 | 韵达 | 申通 | 圆通 | 顺丰 | 全国 |
|------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 单量 | 41.6% | 41.5% | 45.2% | 39.6% | 41.5% | 22.5% |
| 收入 | 29.0% | 156.5% | 44.6% | 24.5% | 14.0% | 21.4% |
| 单票收入 | -8.9% | 81.3% | -0.4% | -10.8% | -19.4% | -0.9% |

资料来源: 公司

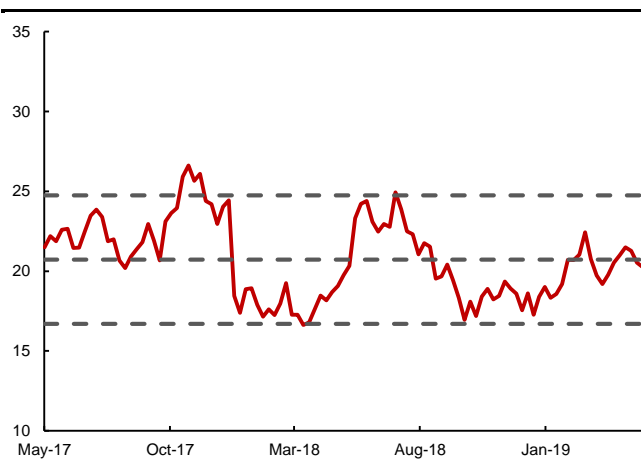
注: 韵达自 2019 年 1 月起确认派费收入及成本。

图 9: 同业比较

| 公司 | 代码 | 市值 (百万美元) | 股价 货币 | PE | | PB | | EV/EBITDA | | FY18-20E EPS CAGR | |
|--------|-----------|--------------|----------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|----------------------|-----|
| | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | | |
| 中国快递行业 | | | | | | | | | | | |
| 中通 | ZTO US | 14,829 | USD | 19.5 | 20.4 | 17.0 | 2.7 | 2.4 | 12.5 | 9.9 | 14% |
| 顺丰 | 002352 CH | 19,884 | CNY | 30.2 | 26.7 | 22.8 | 3.4 | 3.0 | 14.0 | 10.9 | 15% |
| 圆通 | 600233 CH | 5,222 | CNY | 12.2 | 16.9 | 14.7 | 2.7 | 2.4 | 10.4 | 9.0 | 7% |
| 申通 | 002468 CH | 5,028 | CNY | 22.2 | 16.1 | 13.7 | 3.3 | 2.8 | 9.2 | 7.7 | 8% |
| 韵达 | 002120 CH | 9,410 | CNY | 37.2 | 24.1 | 19.9 | 4.9 | 4.1 | 14.8 | 11.7 | 10% |
| 百世 | BEST US | 1,867 | USD | 4.7 | 48.4 | 13.3 | 3.0 | 2.3 | 15.7 | 6.4 | NA |
| 平均 | | | | | 25.4 | 16.9 | 3.3 | 2.8 | 12.8 | 9.3 | 11% |

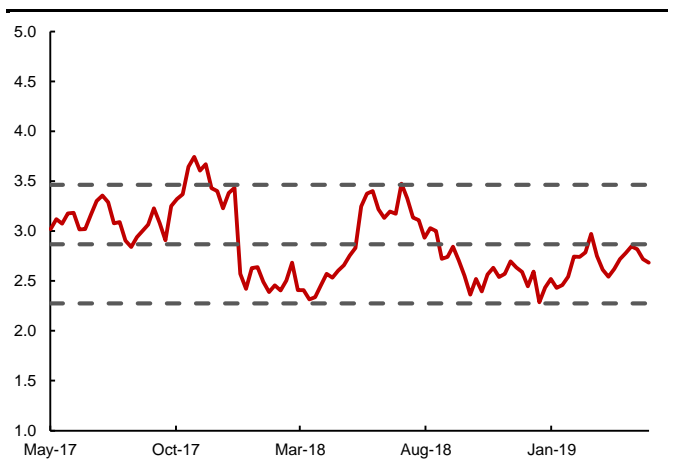
资料来源: 彭博

图 10: 一年预估市盈率



资料来源: 彭博

图 11: 一年预估市帐率



资料来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。