

投资评级 优于大市 维持

管理变革，未来可期

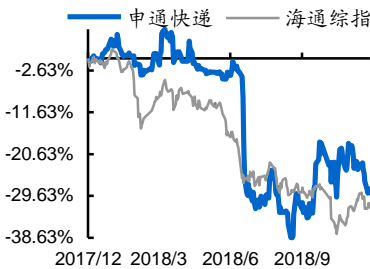
股票数据

11月30日收盘价(元)	17.35
52周股价波动(元)	14.21-26.10
总股本/流通A股(百万股)	1531/332
总市值/流通市值(百万元)	26559/5756

相关研究

《业务量高速增长，核心中转直营比例提升》
2018.10.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.6	-11.4	5.2
相对涨幅(%)	-6.6	-3.7	10.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 虞楠

Tel: (021) 23219382

Email: yun@htsec.com

证书: S0850512070003

分析师: 罗月江

Tel: (010) 56760091

Email: lyj12399@htsec.com

证书: S0850518100001

投资要点:

- 业务量重回高速增长轨道。**申通快递业务量增速长期落后于行业业务量增速，进入2018年下半年，进步明显，申通8月、9月快递业务量增速为46.43%和40.24%，超出行业增速25.61%和24.10%达15个百分点以上，10月快递业务量增速尤其显著，达到44.6%，超出行业增速25.2%近20个百分点，业务量重回高速增长轨道，并非一蹴而就，与近一年开始实施的管理变革、核心中转比例提升、自营车辆比例提升有重大关系。
- 大加盟制重新发挥积极作用。**快递行业粗放增长期，大加盟制的规模优势提升了加盟商的抗风险能力，申通快递单个加盟商的市场拓展能力和运营效率要高于其他通达系公司，但进入精细化管理时期，大加盟制弊端显现，管理松散效率低下，对公司业务量增速下滑、市占率下降、终端服务评价较差有直接影响。公司2017年开始加强与改进对加盟商的管理，提升加盟商的战斗力，使大加盟制重新焕发生机，至2018Q3，无论是业务量增速、市占率还是终端服务评价，申通快递都有极大改善。
- 壁垒尚可跨越，未来增长可期。**通达系目前的壁垒主要集中在管理制度和资本开支上。申通快递在不断向领先同行学习，改善管理制度，重新激发大加盟制活力，适当扩大资本开支，不断缩小与同行差距。我们认为业务量高速增长、市占率和服务质量提升是公司产生规模效应、保持成本领先的必经之路，我们期待公司在做完一系列变革后能重新回到行业领先地位。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2018-2020年归母净利润为21.55、22.60、26.27亿元，对应EPS为1.41、1.48、1.72元。参考可比公司18年26倍PE，鉴于顺丰控股作为区别于通达系的直制快递公司拔高了快递公司估值中枢，剔除该公司后，可比公司18年21倍PE，给予公司2018年15倍-16倍PE，合理价值区间21.15-22.56元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**快递行业增速不及预期；价格战愈演愈烈；公司业务量增速不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9880.67	12657.24	16262.93	19704.06	22930.54
(+/-)YoY(%)	583.01%	28.10%	28.49%	21.16%	16.37%
净利润(百万元)	1261.65	1487.84	2154.97	2260.41	2627.30
(+/-)YoY(%)	32528.38%	17.93%	44.84%	4.89%	16.23%
全面摊薄EPS(元)	0.82	0.97	1.41	1.48	1.72
毛利率(%)	19.85%	18.45%	17.74%	17.53%	17.09%
净资产收益率(%)	23.18%	22.03%	24.19%	20.24%	19.04%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内加盟制快递公司龙头	5
1.1 股权高度集中的老牌加盟制民营快递公司	5
1.2 重回高增速轨道	5
2. 精细化管理时代的核心竞争力逐步提升	8
2.1 大加盟制重新发挥积极作用	9
2.2 成本管控能力增强、资本开支增大	11
3. 盈利预测与投资建议	17
4. 风险提示	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	申通快递股权结构图	5
图 2	申通快递、行业月度业务数据	6
图 3	申通及行业快递业务量 (亿件)	7
图 4	申通及行业快递业务收入 (亿元)	7
图 5	申通快递 2013-2018Q3 市场份额	7
图 6	主要快递公司市场份额 (按业务量)	7
图 7	申通快递 2013-2018Q3 归母净利润及增速	7
图 8	主要快递公司 2018Q3、2018Q1-Q3 净利润及增速	7
图 9	申通快递 2013-2018Q3 毛利率、净利率	8
图 10	申通快递 2013-2018Q3 期间费用率	8
图 11	快递公司单票价格变化情况 (元)	8
图 12	快递服务品牌集中度指数 CR8	9
图 13	主要快递公司申诉率 (有效申诉件数/百万件快件)	9
图 14	申通快递业务与收入流转图	10
图 15	通达系公司截至上市时、2018H1 加盟商数据	10
图 16	通达系公司截至 16 年底、截至 2018H1 网点数	10
图 17	通达系公司截至上市时、2018H1 转运中心自营率	10
图 18	通达系公司截至 16 年底、2017 年底县级以上覆盖率	10
图 19	申通、圆通、韵达管理费用比较	11
图 20	2011-2018H1 中国网络零售交易规模增速、快递业务量增速、快递收入增速	12
图 21	主要快递公司月度业务量均保持高增长	12
图 22	申通快递营业收入、营业成本对应关系	13
图 23	申通快递营业成本构成 (除派送成本)	13
图 24	通达系快递公司单票收入	14
图 25	申通自营车辆比例变动过程	16
图 26	申通运输成本占收入比重	16
图 27	主要快递公司固定资产情况 (亿元)	17
图 28	申通快递在建工程逐年增加 (亿元)	17
图 29	申通快递无形资产逐年增加 (亿元)	17
图 30	主要快递公司 2017 年固定资产细项情况 (亿元)	17

表目录

表 1	申通快递收购转运中心中转业务资产组	14
表 2	主要快递公司运输模式对比	15
表 3	申通快递募集资金使用情况 (亿元)	16
表 4	公司分项业务盈利预测 (百万元)	18
表 5	可比公司估值表	18

1. 国内加盟制快递公司龙头

1.1 股权高度集中的老牌加盟制民营快递公司

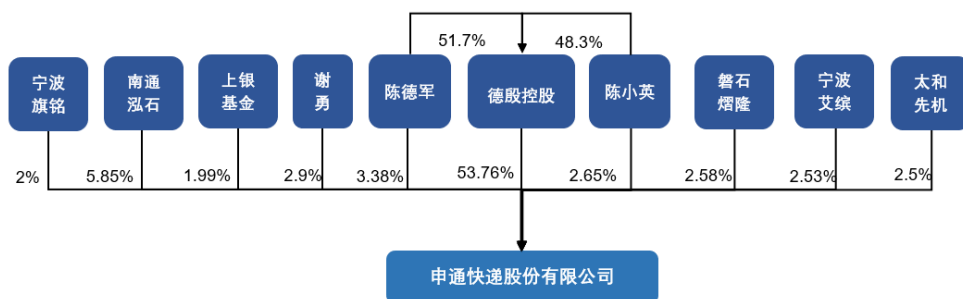
国内加盟制快递公司龙头。申通快递是我国最早成立的民营快递公司之一。公司创立于 1993 年，立足于传统快递业务，逐渐形成终端网络、中转运输网络、信息网络三网一体的运行体系，目前业务聚焦于快递、快运、国际、金融、数据和供应链六大业务板块，目标成为以快递业务为核心的国际化综合物流服务集团企业。

申通快递目前主要产品为快递产品，包括限时递、当日递、次晨递、24 小时件、48 小时件、72 小时件、重点城市间 24 小时件（航空时效产品）等汽运时效标准产品，以及承诺达、代收货款等增值产品。此外，申通快递及其子公司还提供信封、文件袋、纸箱等快递包装物销售服务。

2016 年借壳艾迪西登陆 A 股市场。艾迪西向申通快递原股东德殷控股、陈德军、陈小英发行股份支付现金购买申通快递 100% 股权，以现金支付 20 亿元，股份支付 149 亿元，合计作价 169 亿元，同时向 9 名特定投资者发行股票募集配套资金 48 亿元。2016 年底完成借壳上市并更名。根据控股股东德殷控股及实际控制人陈德军、陈小英的承诺，由于重大资产重组在 2016 年 12 月 31 日前完成，申通快递业绩承诺期为 2016、2017、2018 年度，承诺业绩为扣非后归母净利润分别不低于 11.7 亿元、14 亿元和 16 亿元。2018 年前三季度公司实现扣非后净利润 16.11 亿元（包含丰巢税后投资收益 2.98 亿元），已经完成全年业绩承诺。

公司实际控制人陈德军、陈小英直接、间接持有公司股份合计为 31.17% 和 28.62%。我们认为，管理层持股集中度高，与公司利益高度一致，做强公司的动力非常充足。

图1 申通快递股权结构图



资料来源：申通快递 2018 年三季报，海通证券研究所

1.2 重回高增速轨道

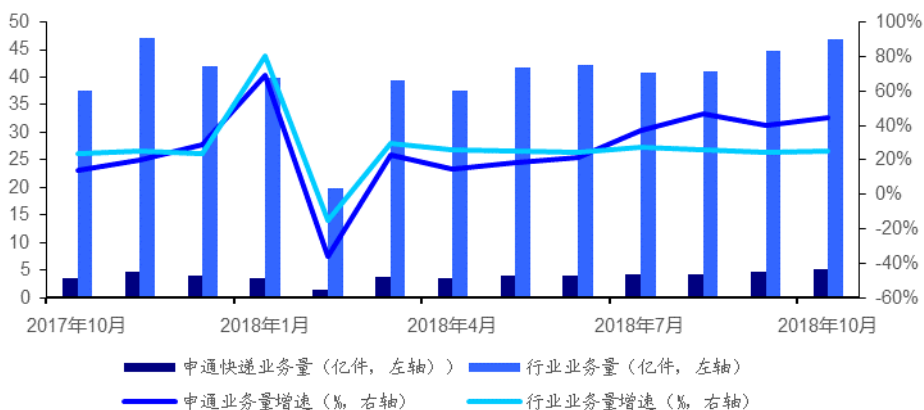
公司营业收入主要来自于快递服务收入，另有少量物料销售收入，二者合计占总营收的 99% 以上。2018H1，公司快递业务收入为 65.98 亿元，占总营收的 99.32%，并且贡献了 98.82% 的毛利；物料销售业务收入为 0.32 亿元，占比 0.48%，贡献了 0.71% 的毛利。

月度经营数据逐渐转好。2003 年正值申通快递创立 10 年，接下来的 10 年，是中国电子商务发展的黄金 10 年，2003 年，“SARS”病毒打乱了正常的生活和商业活动，电子商务在这个特殊时期得到长足发展，网络交易成为最受青睐的手段，淘宝网也于该年正式成立。2003 年至 2012 年 10 年期间，通达系快递公司申通、中通、圆通、韵达乘电商崛起东风迅速发展，逐渐崭露头角，成为行业龙头，为 2015-2016 年上市做好了充分准备。彼时的申通快递凭借先发优势、大加盟商优势等成为龙头公司中的领头羊，

2013-2014 年业务量、市占率都处于行业第一位置。而在通达系集体上市的 2016-2017 年，申通快递由于管理较为宽松，精细化管理程度和基础设施投资逐渐落后，业务量增速和收入增速都进入到下行通道，到 2018 年上半年，市占率降至 9.26%，居于上市快递公司中末名位置。申通快递在 2017 年发现落后趋势后，开始积极改善管理体制，实行“中转、路由一盘棋”战略，推动降本增效措施落地，量变积累一年多后，月度经营数据首先转好。

从月度数据来看，申通快递业务量增速长期落后于行业业务量增速，进入 2018 年下半年，进步明显，申通 7 月开始快递业务量增速超过行业增速，并且当月超出 9 个百分点以上。8 月、9 月、10 月快递业务量增速为 46.43%、40.24%、44.6%，超出行业增速 25.61%、24.10%、25.2% 达 15 个百分点以上。

图2 申通快递、行业月度业务数据

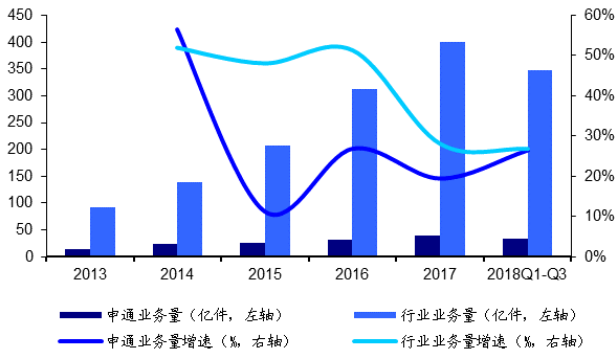


资料来源：申通快递月度经营数据公告，国家邮政局官网，海通证券研究所

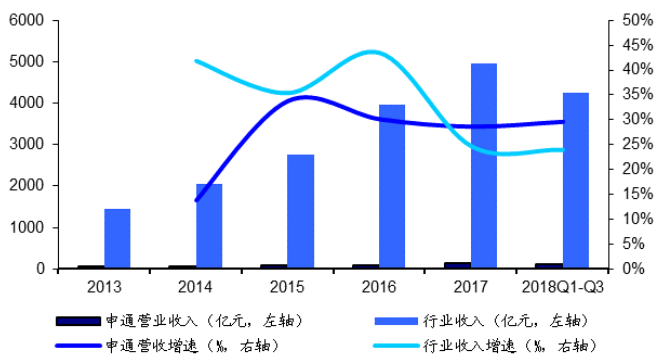
业务量增速与行业差距缩小。2013-2017 年，公司业务量从 14.73 亿件增长至 38.98 亿件，复合增速为 27.54%，低于行业增速 44.51%。近年来，申通通过与天猫、淘宝等电商，以及丰巢网络等高频次、大数量快递需求行业深度合作，创新了派送模式，进一步拓宽了业务类型和覆盖面，快递揽收派送数量进一步提升，与行业间的差距不断缩小，2017 年公司业务量增速为 19.57%，低于行业 8.5 个百分点，这一差距较 2015 年缩小了 28.21 个百分点。

2018H1，申通完成快递业务量约 20.45 亿件，同比增长 18.67%，市场份额约 9.26%。而从公司三季度开始，业务量增速明显高于上半年，2018Q1-Q3 完成业务量 33.79 亿件，同比增长 26.62%，与 2018Q1-Q3 行业增速 26.80% 基本持平。

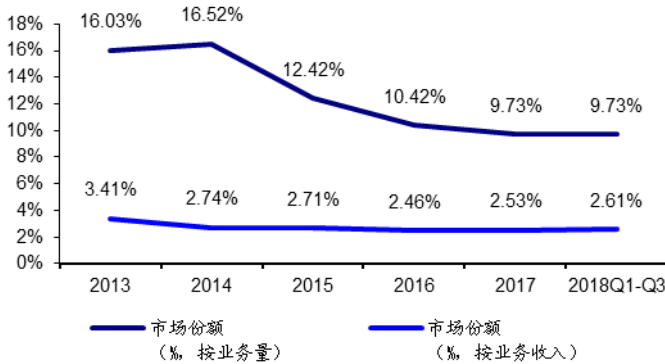
收入增速重回平均以上。2013-2017 年，公司营业收入从 51.08 亿元增长至 126.57 亿元，复合增速达 25.46%；其中快递业务收入从 49.2 亿元增至 125.56 亿元，复合增速为 26.39%，低于行业复合增速 36.17%。随着电商普及率逐步提升与快递行业收入基数的迅速扩大，2017 年，行业收入增速开始下滑，而申通快递收入增速由于长期落后于行业平均水平，在借壳上市之后开始改善管理、提升核心转运中心以及干线运营车辆的自营比例、改善服务质量，业务量增速逐步回升，收入增速在 2017 年再次超过行业平均水平，2018 年除了公司业务量增速提升带来收入增速提升外，前三季度新增自营转运中心资产组并表导致公司收入端增速高于行业增速近 6 个百分点。我们预计，随着公司内部管理体制的理顺、核心转运中心比例进一步提升以及全网效率、服务质量逐步改善，公司业务量在未来 2-3 年将保持在高于行业增速 5-10 个点的水平，业务量高速增长也将带动收入高速增长。

图3 申通及行业快递业务量 (亿件)


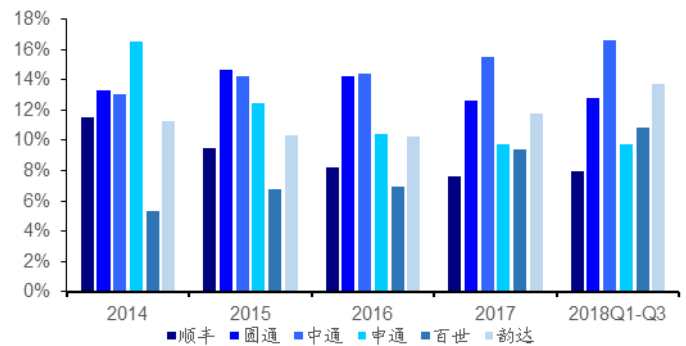
资料来源：申通快递月度经营数据公告，国家邮政局官网，海通证券研究所

图4 申通及行业快递业务收入 (亿元)


资料来源：申通快递月度经营数据公告，国家邮政局官网，海通证券研究所

图5 申通快递 2013-2018Q3 市场份额


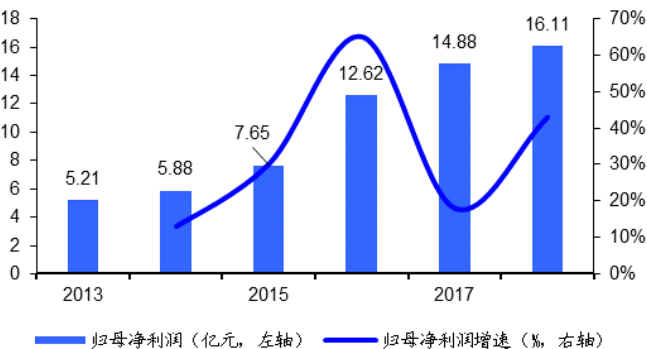
资料来源：艾迪西资产重组说明书、申通快递 2016-2017 年年报、申通快递 2018 年三季度报，国家邮政局官网，海通证券研究所

图6 主要快递公司市场份额 (按业务量)


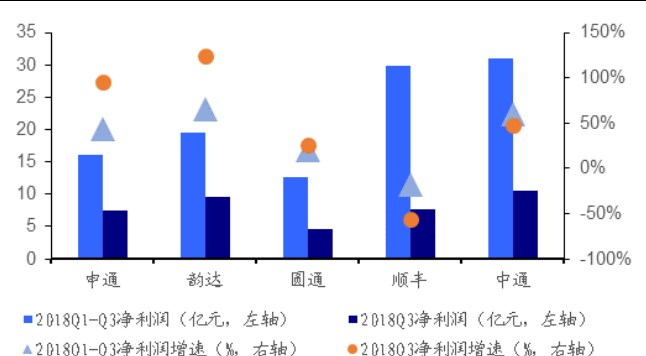
资料来源：鼎泰新材、大杨创世、艾迪西、新海股份资产重组说明书，申通快递、百世集团招股说明书，申通快递、顺丰控股、韵达股份、圆通速递、中通快递、百世集团 2016-2017 年年报、2018 年三季度报，国家邮政局官网，海通证券研究所

利润增速与利润体量排位居中。申通快递归母净利润从2013年的5.21亿元增长至2017年的14.88亿元，复合增速达30%。2018前三季度，公司实现归母净利润16.11亿元，同比增长42.86%，除去Q3出售丰巢股权获得税后投资收益2.98亿元外，主要由快递业务量高速增长带来利润高增长。

申通快递2013-2017年净利润复合增速保持在30%左右，在通达系快递公司中落后于中通和韵达，但略高于圆通。我们认为，公司利润增速高于营收增速源于服务质量及成本管控能力的提升。申通快递、韵达股份由于有丰巢投资收益并表，2018Q3单季度净利润增速显著高于2018年前三季度净利润增速。

图7 申通快递 2013-2018Q3 归母净利润及增速


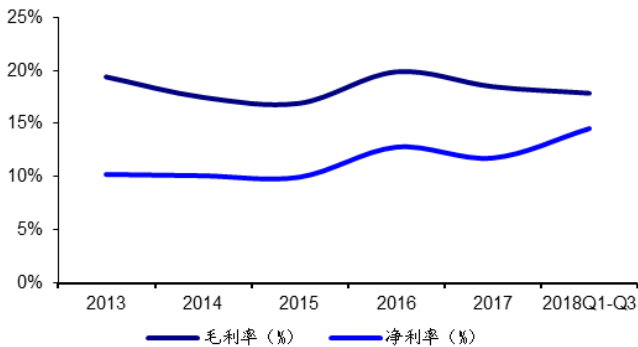
资料来源：艾迪西资产重组说明书、申通快递 2018 年三季度报，海通证券研究所

图8 主要快递公司 2018Q3、2018Q1-Q3 净利润及增速


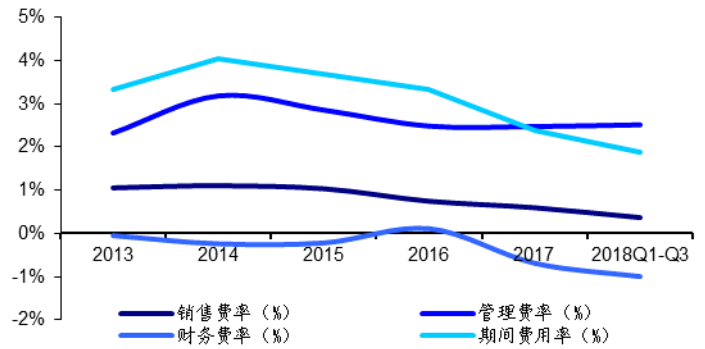
资料来源：申通快递、韵达股份、圆通速递、顺丰控股、申通快递 2018 年三季度报、半年报，海通证券研究所

毛利率、净利率稳中有升。公司不断提升产品的服务质量和时效，业务量高速增长带来营业收入稳步增长；公司通过自动化技术改造、优化运输及路由等措施降低成本，净利率稳中有升。总体而言，公司 2013 至今，毛利率和净利率相对平稳。

期间费率不断降低。公司利息收入增加，财务费率不断降低；业务量增长带来的规模效应，以及公司成本管控持续升级使得销售费率、管理费率不断下降。

图9 申通快递 2013-2018Q3 毛利率、净利率


资料来源：艾迪西资产重组说明书、申通快递 2016-2017 年年报、2018 年三季报，海通证券研究所

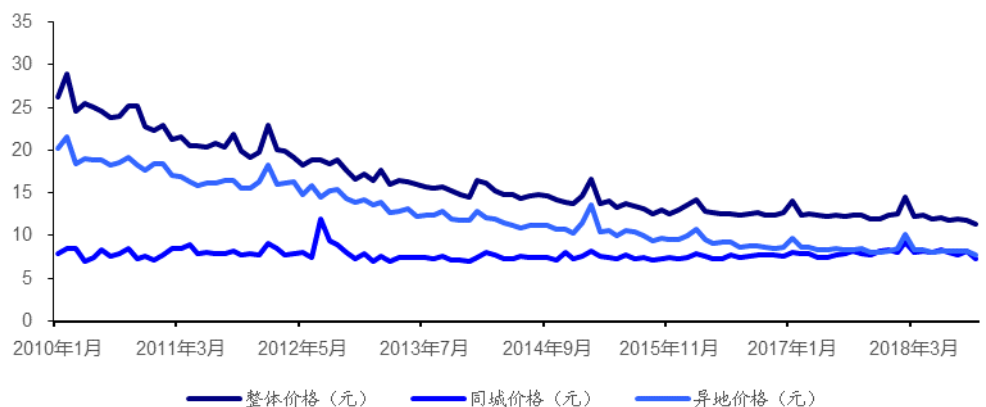
图10 申通快递 2013-2018Q3 期间费用率


资料来源：艾迪西资产重组说明书、申通快递 2016-2017 年年报、2018 年三季报，海通证券研究所

2. 精细化管理时代的核心竞争力逐步提升

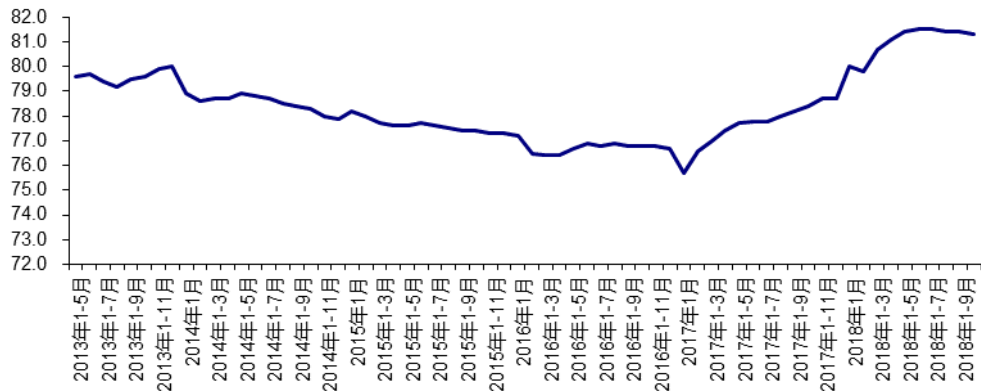
随着电商增速放缓，通达系快递公司也逐渐告别粗放的高增长时代，步入精细化管理时代。我们认为该阶段，通达系快递公司之间的比拼不再是单纯的业务量增速和市场份额，更重要的是成本管控和服务质量。

成本管控：我们认为，快递公司在发展过程中会经历一个“物理降价”过程，这个过程主要随着快递市场空间扩大、快递公司规模增长效率提升带来，在快递行业粗放高增长期，表现的较为突出。随着快递行业增速放缓，快递公司之间的份额争夺相比之前更加激烈，快递公司需要做好成本管控，不仅是用以应对竞争对手整体或者局部发起的价格战，更是为了提升公司自身的运营效率，在市场化竞争中取得主导权。目前，主要快递公司都经历了一轮价格下跌过程，各家终端价格呈现出环比降幅缩窄的趋势。

图11 快递公司单票价格变化情况 (元)


资料来源：国家邮政局官网、wind，海通证券研究所

图12 快递服务品牌集中度指数 CR8

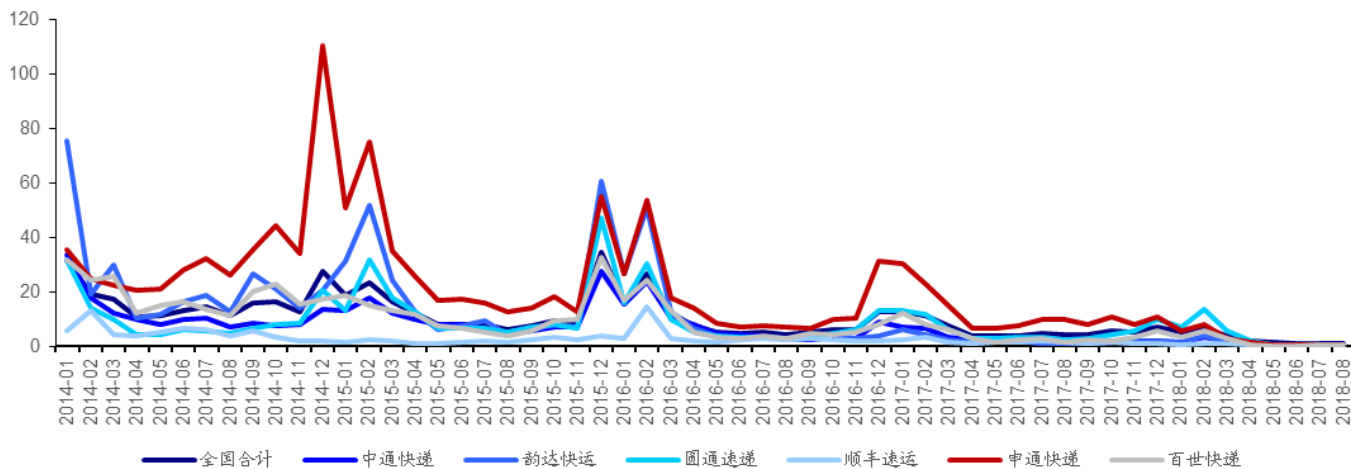


资料来源：国家邮政局官网、wind，海通证券研究所

服务质量：价格不是唯一的竞争手段，随着互联网和即时通讯设备的普及，商家和消费者对服务质量的重视程度大大提升，快递公司也更加注重服务质量的提升。主要快递公司在粗放发展期普遍申诉率较高，上市之后更加注重品牌形象建设，我们看到每年双十一时期，由于快递件量暴增导致收派件服务体验变差，各家投诉率有增加外，整体呈现出投诉率下降，服务质量改善的趋势。

我们认为，价格战在个别区域内还存在，但对于目前上市快递公司来说，在入地、房屋、转运中心、车辆上都有明确的布局步骤，单纯靠价格战很难把竞争对手彻底打败，未来的竞争会更多的体现在服务质量的改善，包括时效、破损率等一系列指标上。

图13 主要快递公司申诉率（有效申诉件数/百万件快件）



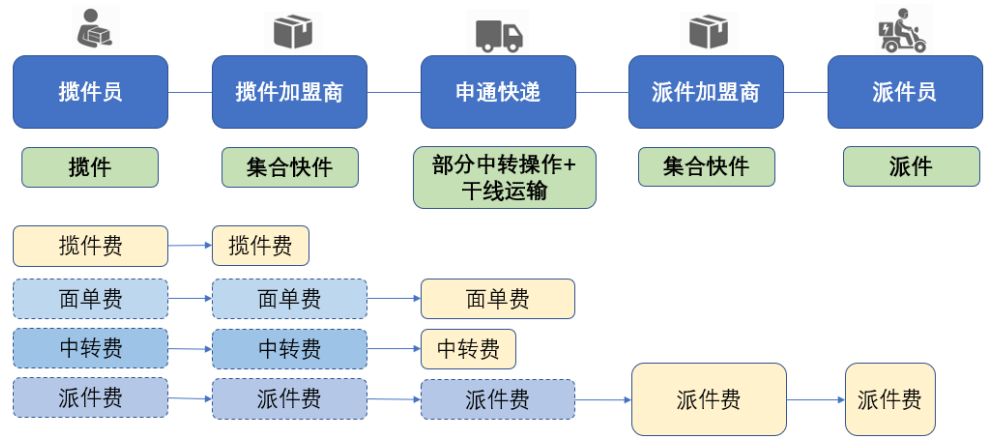
资料来源：国家邮政局官网、wind，海通证券研究所

2.1 大加盟制重新发挥积极作用

申通快递凭借加盟制发展壮大，该发展模式有利于通达系快递公司借助加盟商的优势进行快递网络布局和营销网络扩张，同时也有利于节约资金投入，降低投资风险。

申通快递对加盟网点在品牌、价格、收派区域、面单信息、店铺装修等方面进行严格的管理，但加盟营业网点的人、财、物均独立于快递公司，经营计划也根据其自身业务目标和风险偏好确定。

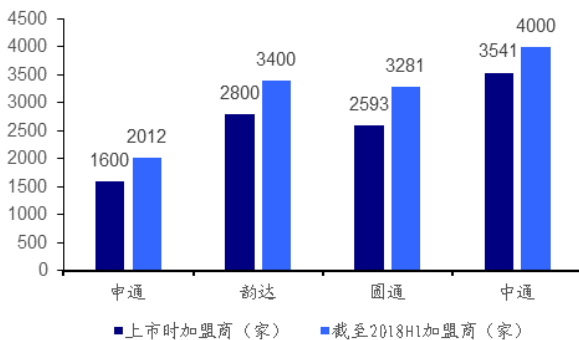
申通快递是通达系快递公司中成立最早的一家，其发展过程也与加盟制模式逐步完善的过程同步，申通能够在上市前后业务量、收入、市占率都处于通达系前列位置，与当时大加盟制能充分发挥优越性有很大关系。

图14 申通快递业务与收入流转图


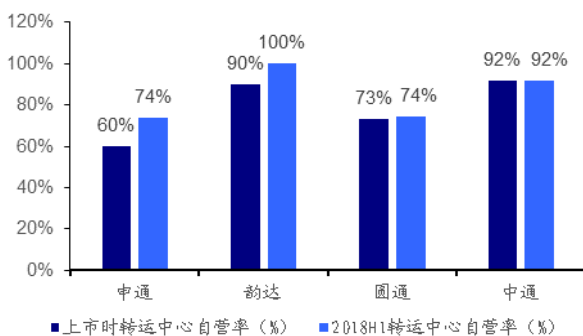
资料来源：申通快递 2018 年半年报，海通证券研究所

大加盟制在公司发展初期发挥积极作用。

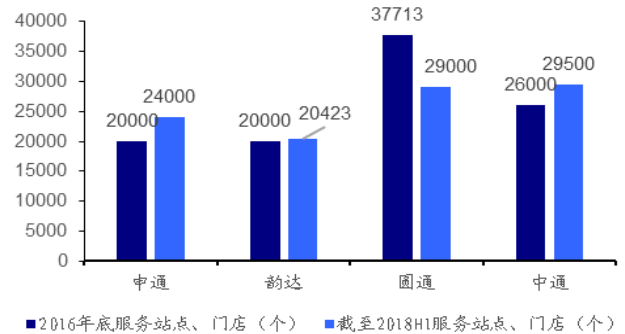
(1) 大加盟商的规模优势提升了其自身的抗风险能力，申通单个加盟商的市场拓展能力和运营效率要高于其他通达系公司。申通在上市时加盟商网点为 1600 家左右，少于其他通达系公司，不到中通的一半 (3541 家)，到 2018 上半年末，申通快递的加盟商数量仍然是通达系中最少 (2012 家)，维持在中通数量的一半左右 (4000 家)。大加盟制在开疆扩土的初创阶段，尤其是在行业增速维持在高位的时候，对于申通快速获取市场份额有极大优势。一直到 2016 年底，申通服务站点/门店数量与韵达相仿，虽然少于中通，但不如二者加盟商数量差别明显，而且，在县级以上城市覆盖率，申通与中通几乎一致 (申通为 96.43%，中通为 96.6%)。换言之，截至 2018H1，申通以较少的加盟商数量 (2012 家)，服务了和中通 (加盟商 4000 家) 几乎相同规模的客户群体。

图15 通达系公司截至上市时、2018H1 加盟商数据


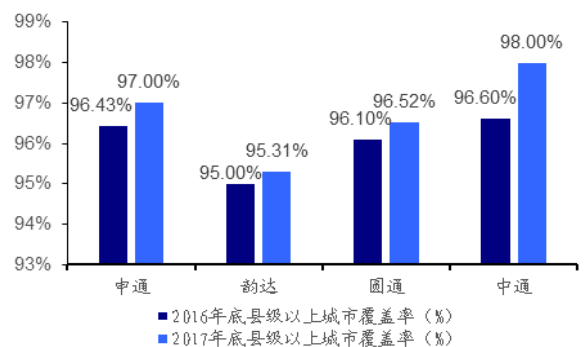
资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书、中通快递招股说明书 (其中圆通上市时数据来自圆通速递 2016 年年报)，海通证券研究所

图17 通达系公司截至上市时、2018H1 转运中心自营率


资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书、中通快递招股说明书 (其中圆通 2018H1 转运中心自营率为估算数据)，海通证券研究所

图16 通达系公司截至 16 年底、截至 2018H1 网点数


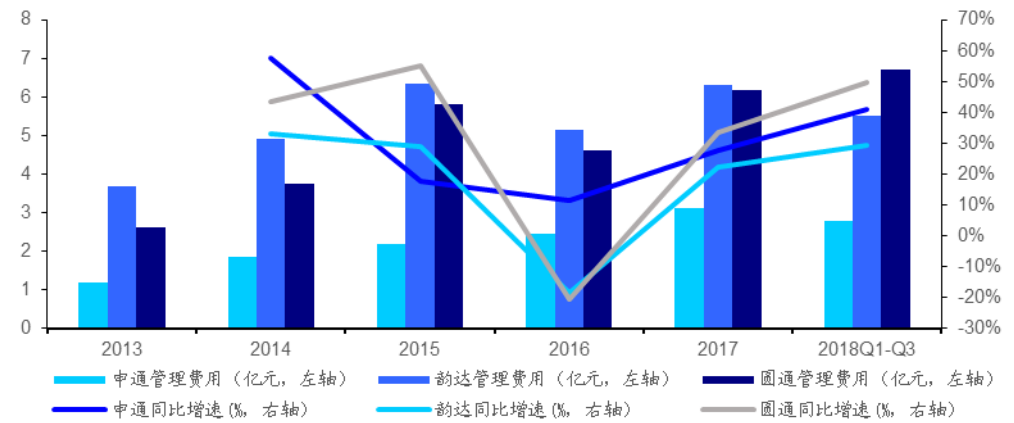
资料来源：中通、韵达、圆通、中通 2016 年年报 (其中圆通 2016 年数据包含驿站、店中店、代办点数据，2018H1 为估算数据)，海通证券研究所

图18 通达系公司截至 16 年底、2017 年底县级及以上覆盖率


资料来源：申通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递年报 (2016-2017)，海通证券研究所

(2) 转运中心直营化程度低, 有利于公司初期快速扩张。申通快递建立时, 转运中心多集中在大加盟商手上, 发展过程中, 公司适时将一些核心中转收归自营, 直到借壳上市时, 申通转运中心自营率达到 60%。申通在转运中心等建设上的投入相对少于其他通达系公司, 自身资产规模较小, 使公司长期保持较高的 ROE 水平, 同时管理费用低于其他通达系快递公司, 粗放增长期有利于公司快速扩张。

图19 申通、圆通、韵达管理费用比较



资料来源: 艾迪西、大杨创世、新海股份资产重组说明书, 申通快递、圆通速递、韵达股份 2016-2017 年报、2018 年半年报, 海通证券研究所

而随着行业增速的放缓、公司发展阶段的推进, 粗放增长时代的结束, 精细化管理时代的到来, 大加盟制的弊端逐渐显现出来。弊端主要体现在两个方面:

(1) 网络层级多, 管理难度大。大加盟制抗风险能力和网络稳定性较强的同时, 可能导致加盟商势力强, 总部管理难度增加、指令难以有效执行等问题。网络层级增多也会影响运营效率, 进而影响终端服务评价。

(2) 转运中心自营比例偏低一定程度上降低效率。转运中心自营是指公司总部自主的负责转运中心的投资设立和运营管理, 加盟商在使用快递公司干线运输服务时, 也使用其转运中心, 向快递公司支付面单费的同时也支付中转费。

同样是加盟制, 通达系内部较大区别, 韵达股份和中通快递在上市之前, 转运中心自营率达到了较高水平 (90%以上和 92%)。申通的转运中心一直采用的是自营和主要加盟商共享的模式, 对于直营转运中心, 申通快递事业部下设中转事业部对转运过程中卸货、分拣、归类、打包、信息上传等各个环节进行管理, 对加盟形式存在的非直营转运中心, 申通快递主要负责监督及指导, 申通快递上市前转运中心自营率为 60%, 另外 40% 主要分布在各大加盟商手上。

加盟商资金有限, 自主投建转运中心时不一定能站在全网最优化最高效的角度考虑, 在设备的使用和更新换代上更多的是考虑自身的存续发展, 会造成和快递公司之间内部协调成本增加, 一定程度上降低整体运转效率。

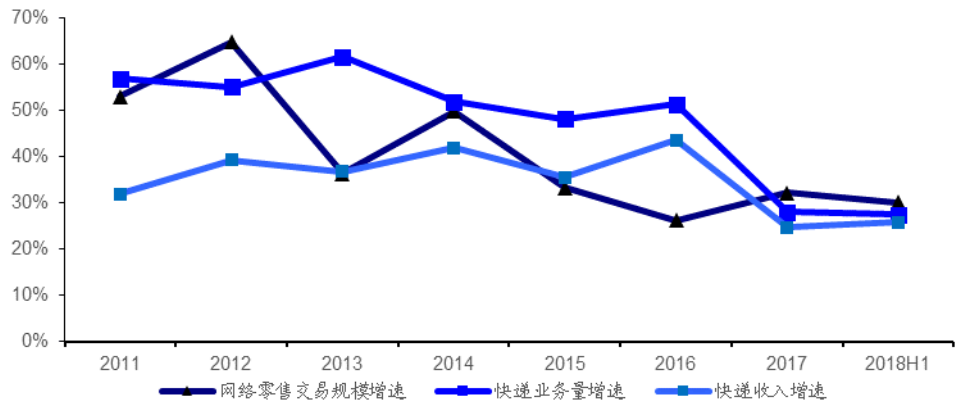
我们认为申通快递上市之后业务量增速逐渐低于行业平均水平, 市占率下滑均和大加盟制管理和转运中心自营率有直接的关系。公司在 2017-2018 开始设立省区来加大对加盟商的管理力度, 同时开始逐步将核心转运中心收回自营, 这些举措有利于克服大加盟制的弊端, 提升公司运营效率。

2.2 成本管控能力增强、资本开支增大

随着电商普及、爆发式增长时代的结束, 以及快递龙头逐一登陆资本市场, 我们认为快递行业粗放竞争的时代也结束了。快递行业增速由 2013 年 60% 以上的业务量增速下滑到 2018 年前三季度末的 26.8%, 收入增速也由 2014 年 40% 以上的增速放缓到 2018 年前三季度的 24%。我们认为, 行业增速红利在逐渐消失, 进入精细化管理时代的通达

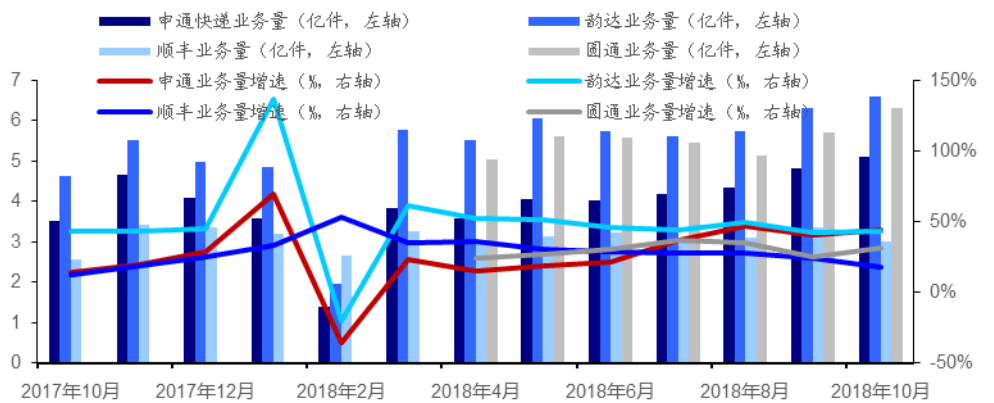
系快递公司的核心竞争力逐渐体现在自身成本管控和提服务质量提升上。

图20 2011-2018H1 中国网络零售交易规模增速、快递业务量增速、快递收入增速



资料来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查, 国家统计局 (2011-2018H1), 海通证券研究所

图21 主要快递公司月度业务量均保持高增长

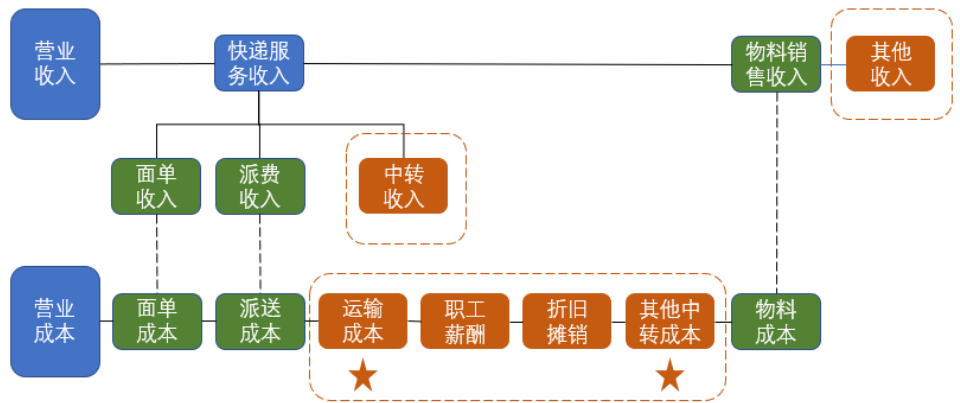


资料来源: 申通快递、韵达股份、圆通速递、顺丰控股月度经营数据公告, 海通证券研究所

(1) 精细化之核心——管控中转成本和运输成本

申通快递营业收入主要由快递服务收入、物料销售收入和其他收入构成, 其中快递服务收入可以拆分为面单收入、派费收入和中转收入三部分。营业成本主要由面单成本、物料成本、派送成本、运输成本、职工薪酬、折旧摊销和其他中转成本七项构成。

如下图所示, 面单收入和面单成本, 派费收入和派费成本, 物料销售收入和物料成本存在对应关系。图中虚线圈出的中转收入与中转成本 (运输成本、职工薪酬、折旧摊销、其他中转成本) 基本对应。

图22 申通快递营业收入、营业成本对应关系


资料来源：申通快递 2018 年半年报，海通证券研究所

面单成本：由于电子面单使用占比持续增长，面单成本占总成本比重较低，2018H1 面单成本占营业成本比重为 2.56%，面单成本不是精细化管理的工作重点。

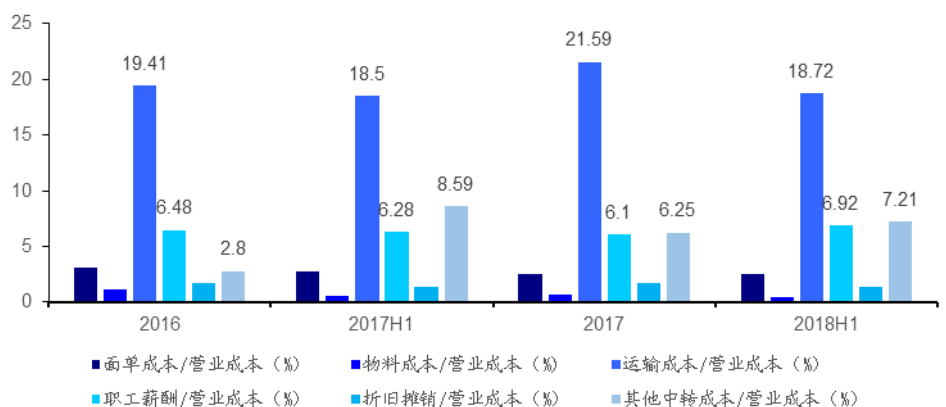
派送成本：加盟制形式下，申通快递对所有费用进行统一结算，寄件方所在的服务网点向总部支付面单费、物料费、中转费和收件地的派送费等费用，并由总部向收件方所在的服务网点支付派送费。申通快递充当的是一个派送费的中转平台，所以相应的派送成本目前也不是公司精细化管理的重点。

物料成本、折旧摊销：此两项成本占总成本比较低，2018H1 为 0.46%和 1.36%，此两项成本不是公司精细化管理的重点。

职工薪酬、其他中转成本：此两项成本为主要**中转成本**，自动化分拣设备投入可以大大降低人工成本，提高分拣作业效率。2018H1 此两项成本占总成本比重合计为 14.13%，占比较高。

运输成本：在主营业务成本中占比一直较高，对运输车辆进行重新编制和运输线路调整，提高转运时效，调整自营车辆比例对运输成本会产生影响。

我们认为**中转成本和运输成本是申通快递的两项重要运营成本**。我们也观察到，通达系快递公司普遍在粗放竞争期接近尾声时，开始对转运中心和运输路由进行整合优化。

图23 申通快递营业成本构成（除派送成本）


资料来源：申通快递 2017 年年报、2018 年半年报，海通证券研究所

我们认为**中转成本和运输成本能得到有效控制，是快递公司保持持续盈利能力和核心竞争力的关键**。

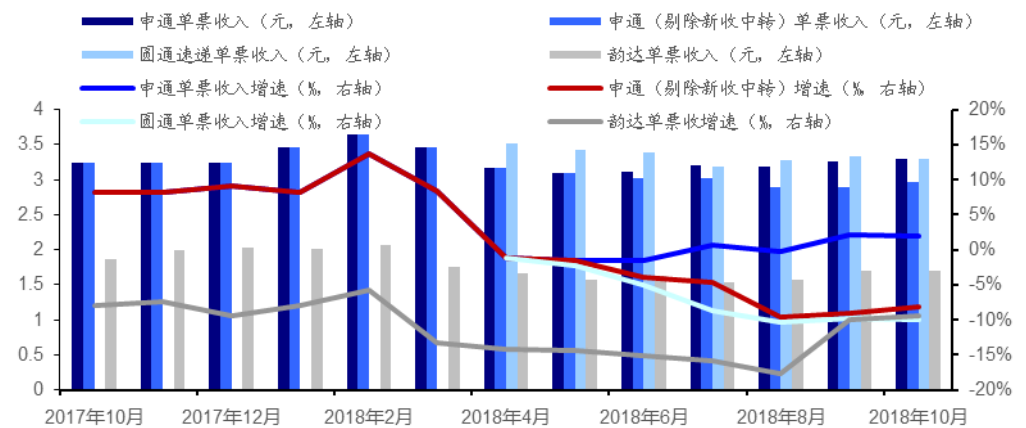
转运中心自营化程度较高的韵达、中通主要着力于优化调整核心转运中心的数量、干线运输路线，以降低中转成本和单票运输成本。申通现阶段则主要完成韵达、中通在上一阶段已经完成的事项——将核心转运中心收归自营。

韵达、中通的转运中心目前自营率保持接近 100%，这两家公司在推行转运中心自动化、智能化方面相比竞争者更加便利，能自主规划转运中心产能建设、购买自动化设备、升级各项设施，以提高产能利用率，降低人力成本，降低单件中心操作成本。中转自营比例提升还能进一步保证中转质量和中转效率，从容应对高峰时刻。

2018 年以来，申通快递加快了收购核心转运中心的步伐，全资子公司 5 月底分别以 2.89 亿元和 1.24 亿元现金完成了北京、武汉转运中心的收购工作，北京、武汉中转业务资产组于 6 月开始并表。申通全资子公司（及孙公司）6 月底分别以 2.38 亿元、3.45 亿元、6183 万元现金收购深圳、广州、长沙转运中心，此三地转运中心资产组已于 7 月开始并表。

申通快递此后又陆续收购东莞、南昌、河南等地转运资产，到 2018 年三季度报业绩发布时，共收回核心转运中心 19 个。

由于 6 月新增了北京、武汉转运中心的中转收入，7 月新增了深圳、广州、长沙转运中心的中转收入，8-10 月也陆续有中转收入并表，公司 6-10 月单价收入相对其他快递公司增速明显，剔除后收购转运中心影响，申通单价同比也有所下滑。

图24 通达系快递公司单票收入


资料来源：申通快递、韵达股份、圆通速递月度经营数据公告（申通快递剔除中转后单票收入为估算值），海通证券研究所

表 1 申通快递收购转运中心中转业务资产组

受让方	出让方	交易标的	其中：中转业务资产组转让价格 (亿元)	总交易价格 (亿元)	交割时间
申通快递有限公司	北京申通快递服务有限公司	机器设备、车辆、电子设备等实物资产及 中转业务资产组	—	2.89	2018年5月31日
	北京多元申通快递服务有限公司		—		
	北京中通联晟物流公司		—		
	湖北申通物流有限公司		—		
	武汉申通快递有限公司		—	1.24	
申通快递有限公司、杭州申瑞快递服务有限公司	深圳市全通达申通快递有限公司	机器设备、车辆、电子设备等实物资产及 中转业务资产组（包括但不限于：中转、运营经营权等无形资产）	1.04	2.38	2018年6月30日
	深圳市粤申通快递有限公司		0.42		
	深圳市宏扬申通快递有限公司		0.31		
	深圳市环球申通快递有限公司		0.31		
申通快递有限公司、广东申瑞运输服务有限公司	广东申通物流有限公司		2.64	3.45	
申通快递有限公司、湖南申瑞运输服务有限公司	湖南申通快递有限公司		0.59	0.62	

申通快递有限公司、东莞市申瑞运输服务有限公司	东莞市瑞佳申通速递有限公司 东莞市全通达申通快递有限公司	机器设备、车辆、电子设备等食物资产及 中转业务资产组 (包括但不限于: 中转、运营经营权等无形资产)	0.69	0.80	2018年8月31日
申通快递有限公司、江西申瑞运输服务有限公司	南昌盛彤快递有限公司		0.18	0.20	
申通快递有限公司、河南申瑞运输服务有限公司	河南申通实业有限公司		0.66	0.81	
申通快递有限公司	广西南宁申通速递服务有限公司		0.24	0.26	
	长春申通快递有限公司		0.30	0.33	
	龙里新申通快递有限公司(贵阳转运中心)		0.32	0.39	2018年11月1日
	昆明申通快递有限公司(昆明转运中心)		0.33	0.35	

资料来源: 申通快递关于收购转运中心资产组的公告 (20180526、20180607、20180824、20181025), 海通证券研究所

在运输车辆方面, 通达系快递公司普遍采用自营与外包相结合的形式, 但不同公司二者比例有差异。

运输车辆全部外包的经营模式能降低快递公司在干线运输上的管理成本, 但对干线运输的安全性、时效性, 无法控制也无法保障, 容易出现快件丢失、损坏现象, 直接影响用户体验。运输车辆完全自营将大幅增加资金投入, 增加单件运输成本, 但便于统一运营管理, 能保证运输安全和时效, 提升终端用户体验。

表 2 主要快递公司运输模式对比

公司名称	运输模式	上市时自营车车辆比例	截至 2018H1 自营车辆比例	上市时自有干线运输车辆数	截至 2018H1 自有干线运输车辆数
申通快递	2013-2016: 采购第三方物流服务为主, “运输服务外包+统一管理”模式 2017-2018: 募资投入 5.17 亿元购置干线运输车辆, 计划分两期购置 1640 台运输车 (2016 年 780 辆, 2017 年 860 辆) 以及桐庐安顺 618 辆车	—	57.91%	951	2347
顺丰控股	2013-2016: 自有车辆为主, 辅以部分外请车辆作为运力补充。 2017-2018: 公司自营+租赁车辆+外包车辆模式	—	干支线: 52.99%	15000	干支线: 16715
韵达股份	2013-2016: 五种模式并存: 合同车+物流卡班车+自营车+承包车+网点车 2017-2018: 多种模式并存	—	—	—	—
圆通速递	2013-2016: 自有车辆+承运商运输, 干线车辆运输以承运商运输为主。计划 2016-2018 合计采购干线运输车辆 1156 辆。 2017-2018: 提升自营车辆比例	—	—	—	1244
中通快递	2013-2016: 部分外包给桐庐通泽 2017-2018: 提升自营车辆比例	63.64%	80.85%	2100	3800

资料来源: 艾迪西、鼎泰新材、新海股份、大杨创世资产重组说明书, 申通快递招股说明书, 申通快递、顺丰控股、韵达股份、圆通速递、中通快递 2018 年半年报, 海通证券研究所

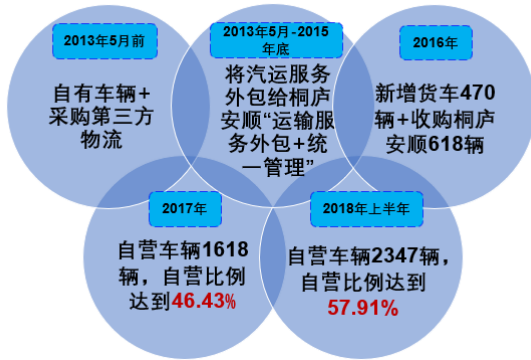
我们认为, 自营车辆比例提升并不能直接降低快递公司的运输成本, 反而在短期内增加运输成本。长期来看, 自营车辆比例提升到合理水平是降低运输成本的必要条件, 随着公司业务量的增加, 规模效应之下, 运输车辆装载率和路由规划的配合优化能有效降低运输成本。

发展已经进入到良性循环轨道、规模经济体现出优势的中通快递, 在提升自营车辆比例的同时, 通过优化路由规划、在保证时效的前提下科学安排装载率, 根据中通快递定期公告, 2017 年底, 公司运输成本占收入比重为 36.7%, 同比下降 1.3 个百分点, 此时中通自营车辆比例达到 75%。2018 年半年报显示, 中通运输成本占收入比重为 31.7%, 去年同期为 39.1%, 下降 7.4 个百分点, 在此过程中, 中通自营车辆比例进一步提升至 80.85%。

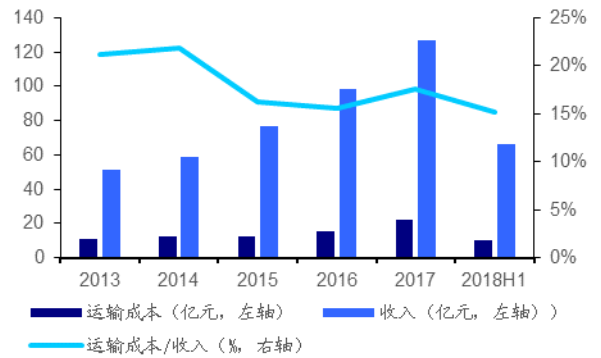
申通快递在借壳上市之前, 干线运输基本采用第三方物流模式, 公司充分认识到提升自营车辆比例的必要性, 募集资金计划 5.17 亿元投资于运输车辆购置项目, 截至 2018

年半年报, 公司自有干线车辆达到 1706 辆, 自营比例达到 57.91%, 其中自有 13.5 米以上干线运输车辆达到 565 辆, 自营比例达到 32.29%。

目前, 申通在不断加强全网车辆资源的统一调度与整合, 推进集约化运输模式, 下放车辆管理权到省区, 总部注重车辆运营成本的考核, 将车辆的使用效率提升 30%。相比上市之前, 有重大突破。我们认为, 虽然目前申通 2018 年上半年和 2017 年, 运输成本占收入比重同比分别增长 0.29 个百分点和 2 个百分点, 但公司正处于自营车辆和自营跑车线路新增期, 自营车辆比例增加、管理效率提升带来的正效应尚不能完全抵销放弃部分外包车辆、外包线路带来的负效应。我们认为, 随着公司业务量的增长、运输管理经验的积累、以及新增自营线路的磨合适应, 公司的运输成本占收入比重将出现同比下降的情况。

图25 申通自营车辆比例变动过程


资料来源: 艾迪西重大资产重组说明书、申通快递 2016、2017 年年报、2018 年半年报, 海通证券研究所

图26 申通运输成本占收入比重


资料来源: 艾迪西资产重组说明书、申通快递 2016-2017 年年报、申通快递 2018 年半年报, 海通证券研究所 (2013-2015 年运输成本为汽运费和航空代理支出之和)

(2) 成本管控之核心——资本开支

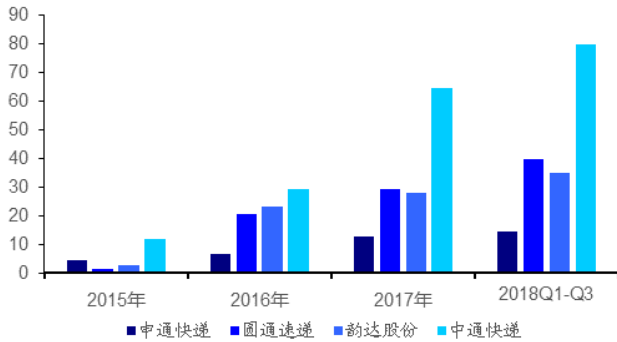
我们认为, 公司规模扩大寄希望于资本规模扩大和产能扩张。快递业务由于其独特的商业模式决定, 两端揽和派与 B 端、C 端客户直接接触, 自动化程度更主要的体现在装卸、分拣、装车、运输等环节, 资本开支除了土地、房屋之外, 主要投在中转设备、干线运输设备上。转运中心直营比例提升和自营车辆比例提升本身是典型的资本开支扩大的过程。

表 3 申通快递募集资金使用情况 (亿元)

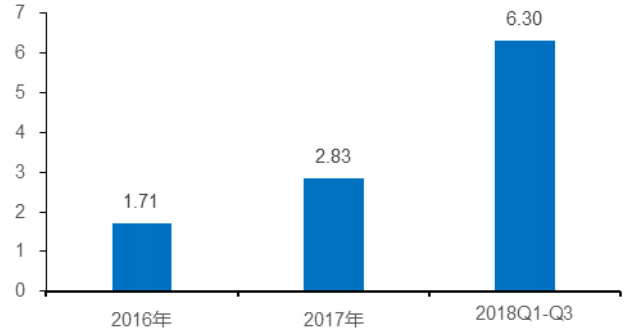
承诺投资项目和超募资金投向	募集资金承诺投资	调整后投资总额	截至 2018H1 累计投入金额	截至 2018H1 投资进度
中转仓配一体化项目	14.47	15.94	8.42	52.81%
运输车辆购置项目	5.17	5.17	5.17	100.00%
技改及设备购置项目	3.35	3.35	2.41	71.93%
信息一体化平台项目	5	2.21	1.14	51.57%

资料来源: 艾迪西资产重组说明书、申通快递 2018 年半年报, 海通证券研究所

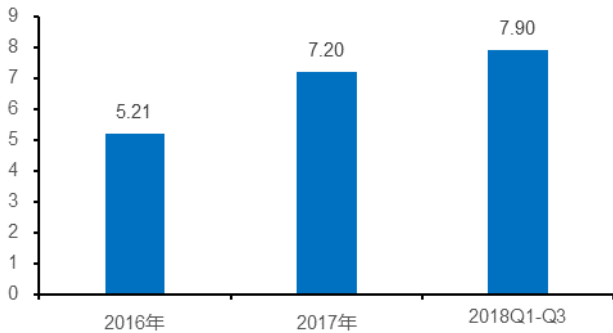
申通快递上市时, 资本开支 (土地、房屋、转运中心、干线车辆) 的投入相对较少, 2017-2018 年主要增加了转运中心、干线车辆方面的投入, 截至 2018Q3, 公司转运中心自营比例达到 84% (按转运中心个数计算达到 84%, 按业务量估算达到 85%-90%), 自营车辆比例达到 57.91%。

图27 主要快递公司固定资产情况 (亿元)


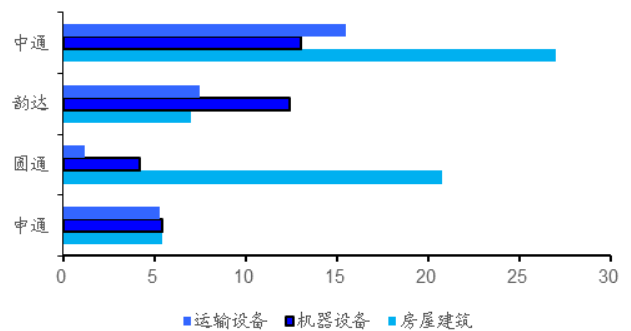
资料来源: 艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书、申通快递招股说明书、申通、圆通、韵达、中通定期报告, 海通证券研究所

图28 申通快递在建工程逐年增加 (亿元)


资料来源: 申通快递 2016-2017 年年报, 2018 年三季度, 海通证券研究所

图29 申通快递无形资产逐年增加 (亿元)


资料来源: 申通快递 2016-2017 年年报, 2018 年三季度, 海通证券研究所

图30 主要快递公司 2017 年固定资产细项情况 (亿元)


资料来源: 申通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递 2017 年年报, 海通证券研究所

目前, 申通快递在资本开支方面走在通达系的前列, 申通快递正积极向优秀同行学习, 在房屋建筑、机器设备、运输设备上加大投入, 以期获得长远发展。

3. 盈利预测与投资建议

公司是我国快递行业的龙头之一, 业务量增速快, 规模优势明显, 截至 2018 年三季度, 公司的市场份额达到 10.53%, 目前还在大规模的收购核心转运中心、提升自营车辆比例, 整合网络资源, 以进一步降本增效。

假设 1: 随着月度业务量增速的加快, 我们预计申通快递业务量增速能继续保持高于行业水平, 而快递业务量贡献了申通 95% 以上主营收入, 快递业务量的增长对公司收入增长有直接关系。由于近年快递业务量基数增大, 快递业务行业增速放缓, 我们假定申通快递业务量受行业增速影响, 呈现放缓趋势 2018-2020 年快递业务量增速为 28%、19%、14%。

假设 2: 申通快递的营业收入由面单收入、中转收入、物料销售收入、其他收入构成。面单收入分为纸质面单收入和电子面单收入。其中电子面单销售收入 2018-2020 目前为公司主要推广的面单形式, 预计呈现出加速增长的趋势, 收入 YOY 分别为 71.92%、20.81%、14.58%。纸质面单则由于电子面单的普及而逐渐淡出市场, 纸质面单 2018-2020 呈现大幅下滑趋势, 收入 YOY 分别为 -84.26%、1.15%、-6.98%。2018-2020 面单收入 YOY 为 26.20%、20.09%、13.92%。

假设 3: 中转收入包括自营中转收入和有偿派费收入, 由于近年公司收购核心中转的步伐加快, 中转收入增速随之加快, 但目前核心中转自营比例达到 80% 以上, 预计 2020 年中转收入略放缓, 2018-2020 中转收入 YOY 为 20.12%、22.30%、19.11%。有偿派费增速则主要和业务量增速相关, 2018-2019 YOY 为 34.40%、21.38%、16.28%。

假设 4: 物料销售和其他收入在公司营业收入中占比较小, 物料销售 2018-2020 毛利率为: 18%、20%、20%, 收入 YOY 均为 -10%。其他收入毛利率稳定在 99%, 2018-2020YOY 均为 5%。

根据以上假设, 预计 2018-2020 公司营业收入为 162.63 亿元、197.04 亿元、229.31 亿元, 同比增速为 28.49%、21.16%、16.37%, 毛利分别为 28.85 亿元、34.55 亿元、39.18 亿元, 毛利率分别为 17.74%、17.53%、17.09%。

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 21.55、22.60、26.27 亿元, 对应 EPS 为 1.41、1.48、1.72 元。参考可比公司 18 年 26 倍 PE, 鉴于顺丰控股作为区别于通达系的直制快递公司拔高了快递公司估值中枢, 剔除该公司后, 可比公司 18 年 21 倍 PE, 给予公司 2018 年 15 倍-16 倍 PE, 合理价值区间 21.15-22.56 元, 给予“优于大市”评级。

表 4 公司分项业务盈利预测 (百万元)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
面单收入					
收入	2131.48	2784.51	3514.07	4220.12	4807.64
成本	241.66	260.25	316.27	379.81	432.69
毛利率	88.66%	90.65%	91.00%	91.00%	91.00%
面单收入-电子面单收入	1215.21	1969.45	3385.81	4090.39	4686.95
面单收入-纸质面单收入	916.28	815.05	138.32	141.28	131.43
中转收入					
收入	7633.78	9,71.01	12655.59	15398.19	18043.84
成本	7588.3	9,987.4	12995.1	15811.1	18526.7
毛利率	0.60%	-2.22%	-2.68%	-2.68%	-2.68%
中转收入-直营中转收入	2387.66	3338.71	4010.57	4,904.87	5842.21
中转收入-有偿派费收入	5246.11	6432.30	8645.02	10493.32	12201.63
物料销售					
收入	104.94	90.27	81.25	73.12	65.81
成本	88.93	74.05	66.62	58.50	52.65
毛利率	15.26%	17.98%	18.00%	20.00%	20.00%
其他					
收入	10.47	11.45	12.02	12.62	13.25
成本	0.57	0.09	0.12	0.13	0.13
毛利率	94.53%	99.24%	99.00%	99.00%	99.00%
综合收入	9880.67	12657.24	16262.93	19704.06	22930.54
综合成本	7919.44	10321.82	13378.16	16249.52	19012.20
综合毛利率	19.85%	18.45%	17.74%	17.53%	17.09%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所

备注: 顺丰控股作为直营制快递公司, 估值与加盟制快递公司有较大差异, 但如果剔除顺丰控股, A 股可比公司估值只有韵达股份, 样本过于单一。故添加与申通快递市值相近、业务相近的圆通速递作为可比公司。

表 5 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
002120	韵达股份	493	1.31	1.43	1.53	1.94	35	21	19	15
600233	圆通速递	286	0.51	0.62	0.75	0.88	33	17	14	12
002352	顺丰控股	1555	1.08	1.11	1.32	1.66	47	33	28	22
	均值						—	24	20	16

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2018 年 11 月 30 日), 海通证券研究所

4. 风险提示

快递行业增速不及预期；价格战愈演愈烈；公司业务量增速不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	12657.24	16262.93	19704.06	22930.54
每股收益	0.97	1.41	1.48	1.72	营业成本	10321.74	13378.16	16249.52	19012.20
每股净资产	4.41	5.82	7.30	9.01	毛利率%	18.45%	17.74%	17.53%	17.09%
每股经营现金流	1.37	1.05	1.64	1.90	营业税金及附加	44.91	48.79	59.11	57.33
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.35%	0.30%	0.30%	0.25%
价值评估 (倍)					营业费用	76.25	105.71	128.08	137.58
P/E	17.85	12.32	11.75	10.11	营业费用率%	0.60%	0.65%	0.65%	0.60%
P/B	3.93	2.98	2.38	1.93	管理费用	311.15	406.57	492.60	527.40
P/S	2.10	1.63	1.35	1.16	管理费用率%	2.46%	2.50%	2.50%	2.30%
EV/EBITDA	10.93	8.64	6.48	4.87	EBIT	1903.19	2323.70	2774.74	3196.03
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-86.40	-93.15	-138.04	-205.74
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.68%	-0.57%	-0.70%	-0.90%
毛利率	18.45%	17.74%	17.53%	17.09%	资产减值损失	127.71	0.00	0.00	0.00
净利润率	11.75%	13.26%	11.48%	11.46%	投资收益	32.00	390.00	25.00	26.00
净资产收益率	22.03%	24.19%	20.24%	19.04%	营业利润	1893.89	2806.85	2937.79	3427.77
资产回报率	16.89%	18.61%	15.73%	15.01%	营业外收支	95.41	72.00	77.00	76.00
投资回报率	44.57%	50.92%	61.72%	72.22%	利润总额	1989.30	2878.85	3014.79	3503.77
盈利增长 (%)					EBITDA	2134.29	2524.43	3012.84	3458.24
营业收入增长率	28.10%	28.49%	21.16%	16.37%	所得税	501.60	722.59	753.70	875.94
EBIT 增长率	17.33%	22.09%	19.41%	15.18%	有效所得税率%	25.22%	25.10%	25.00%	25.00%
净利润增长率	17.85%	44.94%	4.86%	16.22%	少数股东损益	-0.14	1.29	0.68	0.53
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1487.84	2154.97	2260.41	2627.30
资产负债率	23.1%	22.8%	22.1%	21.0%	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率	2.92	3.15	3.49	3.85	货币资金	3243.53	4940.70	7297.86	10018.26
速动比率	2.84	3.04	3.39	3.74	应收款项	710.11	913.40	1122.86	1306.73
现金比率	648.71	24.70	29.19	34.55	存货	32.20	31.15	37.84	44.27
经营效率指标					其它流动资产	1395.33	1395.33	1395.33	1395.33
应收帐款周转天数	19.69	20.50	20.80	20.80	流动资产合计	5853.65	8253.24	10986.37	14061.42
存货周转天数	1.10	0.85	0.85	0.85	长期股权投资	50.66	122.63	122.63	122.63
总资产周转率	1.51	1.60	1.52	1.44	固定资产	1294.56	1381.84	1531.84	1709.84
固定资产周转率	12.78	13.14	17.18	21.23	在建工程	283.42	433.42	578.42	723.42
					无形资产	720.22	782.90	763.33	744.25
					非流动资产合计	2955.36	3323.63	3380.53	3441.32
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	8809.01	11576.86	14366.90	17502.73
净利润	1487.69	2156.26	2261.09	2627.82	短期借款	5.00	200.00	250.00	290.00
少数股东损益	-0.14	1.29	0.68	0.53	应付账款	806.30	989.62	1224.28	1458.47
非现金支出	358.80	200.73	238.10	262.21	预收账款	532.92	650.52	768.46	894.29
非经营收益	-67.47	-456.88	-90.75	-88.50	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	319.01	-285.81	102.97	113.37	流动负债合计	2006.89	2618.49	3147.43	3655.44
经营活动现金流	2097.90	1615.60	2512.08	2915.43	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-1212.48	-67.52	-218.00	-247.00	其它长期负债	26.04	26.04	26.04	26.04
投资	-1162.02	-429.48	0.00	0.00	非流动负债合计	26.04	26.04	26.04	26.04
其他	2.52	-390.00	-25.00	-26.00	负债总计	2032.93	2644.53	3173.47	3681.48
投资活动现金流	-2371.98	-887.00	-243.00	-273.00	实收资本	1530.80	1530.80	1530.80	1530.80
债权募资	-200.00	195.00	50.00	40.00	普通股股东权益	6752.78	8907.75	11168.16	13795.45
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	23.30	24.59	25.27	25.79
其他	-144.28	-5.13	-11.25	-13.50	负债和所有者权益合计	8809.01	11576.86	14366.90	17502.73
融资活动现金流	-344.28	189.88	38.75	26.50					
现金净流量	-618.37	918.47	2307.83	2668.93					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

虞楠 交通运输行业
罗月江 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中远海控,招商轮船,上海机场,白云机场,北京首都机场股份,日照港,嘉友国际,中远海能,中国国航,申通快递,深圳机场,春秋航空,吉祥航空,珠海港

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷 010 56760096 lgk12371@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛 02123219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 宗亮 zl11886@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com