

申通快递（002468）深度研究报告

低估值之“谜”及修复路径探讨：被低估的通达系“元老”，依旧存在预期差

推荐（维持）

目标价：30元

当前价：21.94元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	153,080
已上市流通股(万股)	33,178
总市值(亿元)	335.86
流通市值(亿元)	72.79
资产负债率(%)	19.4
每股净资产(元)	5.3
12个月内最高/最低价	25.88/14.21

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《申通快递（002468）2018年中报点评：网络进入改善通道，估值具备修复空间，强调“推荐”评级》

2018-08-26

《申通快递（002468）2018年三季度点评：扣非净利润同比增长18%，直营比例继续提升，网络进入改善通道，估值存在修复空间，“推荐”评级》

2018-10-25

《申通快递（002468）收购资产点评：转运中心直营化提速，持续改善可期》

2018-12-27

- ❖ **四重担忧压制公司过去估值水平。** 1) **市值最低：**借壳上市之初公司市值领先于A股同行，17年后始终低于圆通韵达，截止2月22日市值345亿，圆通367亿，韵达583亿元。2) **估值最低：**当前对应2019年申通估值PE15倍，圆通17倍，韵达22倍，申通近期开始修复，但依旧最低。3) **我们认为过去市场对公司存在四重担忧：** **经营层面：**市场份额14-17年连续4年下滑（16.5%降至10%）=>引发对公司竞争力的担忧； **资产层面：**转运中心资产直营化不足，总部资本开支落后=>资本投入代表未来竞争力； **财务层面：**没有效率提升推动的单票毛利逆势增长不被认可=>以量为先逻辑下，量居首； **经营模式层面：**持有转运中心资产的大加盟商与总部利益诉求不同成为另一个担忧点。
- ❖ **估值能否修复？四大变革正在进行时。** 1) **变革措施1：转运中心直营化比例提升。**2018年以来，公司已累计公告5批转运中心中业务资产组收购公告，合计金额14.91亿元，我们测算直营化率从45%提升至88%（根据转运中心个数计算）。2) **变革措施2：加大资本开支。**过往的投资“缺位”，主要受到转运中心直营化不足约束，随着直营比例提升，资本开支亦大幅增长。2018年前三季度，公司资本开支增速明显高于通达系同行，金额与韵达持平。3) **变革措施3：优化加盟商管理。**收购转运中心后，公司对加盟商管控力增强。4) **变革措施4：产品层面，去重货，优化产能。**5) **变革效果：业务量显著提升。**业务量增速自18年下半年以来持续提升，19年1月市场份额已经达到11.3%。同时公司在10月、12月及1月三个月增速超越韵达，成为行业领跑者；同时此前大加盟商所在区域开始发力；品质指标亦提升明显。
- ❖ **市场依旧存在预期差：一次性释放还是可持续改善？** 1) 我们认为目前的改善更多是受益于直营化后利益分配红利；成本改善将主要体现在19年下半年，同时公司大加盟商有望由劣势转为优势。2) **我们给出两大观察指标：成本改善以及业务量增速的持续性。**我们预计可比单票成本2019年可同比下降10%左右（剔除掉转运口径变化，不含派费），意味着转运中心直营化后核心效率提升的开始；2019年下半年，低基数因素消退，业务量增速依旧超越行业10个百分点，也可证明公司非一次性释放。
- ❖ **投资建议：1)** 我们认为处于景气区间的快递行业中枢可给予20倍PE；需求端拼多多等新型电商平台的兴起以及快速发展给行业维持20-25%的景气区间带来支撑；竞争格局，低价竞争策略的“失效”以及难复制，新进入者威胁降低；同时我们认为集中度将向头部公司集中，且“价格战”存在边界而非无止境，整体将进入良性量价循环。2) 我们预计公司2019年实现归属净利23亿元，当前仅15倍PE，市场对公司的认知仅限于转运中心直营化的推动了一次性的红利释放，**预期差在于忽视公司直营化后通过效仿行业领先者成功路径进行的精细化管理与降本增效，**我们认为公司业务量增速重回一线阵营并有3个月处于行业领先，其估值应当得以修复，而根据其改善的路径与持续性可给予18-22倍PE，对应市值为414-506元，较当前市值有21%-48%的空间，中性情况下给予**20倍PE，目标价30元，预期较现价34%空间。**考虑到公司改善进度的不确定性，强调“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：经济大幅下滑，价格战加剧，成本改善低于预期。**

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	12,657	16,910	24,039	29,467
同比增速(%)	28.1%	33.6%	42.2%	22.6%
归母净利润(百万)	1,488	2,092	2,321	2,706
同比增速(%)	17.9%	40.6%	11.0%	16.6%
每股盈利(元)	0.97	1.37	1.52	1.77
市盈率(倍)	23	16.5	14.9	12.7
市净率(倍)	4	4	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年2月22日收盘价

目录

一、一张全国快递大网，仅 15 倍 PE？——四层面破解申通低估值之谜	5
（一）四重担忧导致申通估值显著低于同行	5
（二）经营层面：市场份额 14-17 年连续 4 年下滑=>引发对公司竞争力的担忧	6
（三）资产层面：转运中心资产直营化不足，总部资本开支落后=>资本投入代表未来竞争力	7
（四）财务层面：没有效率提升推动的单票毛利逆势提升不被认可=>以量为先逻辑下，量居首	8
（五）经营模式层面：大加盟商与总部的利益诉求不同成为了另一个担忧点	10
二、估值能否修复？四大变革正在进行时	11
（一）变革措施 1：转运中心直营化比例提升	11
探讨：为何直营化 18 年快速推进？	12
（二）变革措施 2：加大资本开支	14
（三）变革措施 3：优化加盟商管理	15
（四）变革措施 4：产品层面，去重货，优化产能	15
（五）变革效果：业务量显著提升	15
1、业务量增速自 18 年下半年以来连续提升	15
2、此前大加盟商所在区域开始发力	16
3、品质指标提升明显	17
三、估值修复空间？——市场依旧存在预期差：一次性释放还是可持续改善？	18
（一）目前的改善更多是受益于直营化后利益分配红利	18
（二）成本改善将主要体现在 2019 年下半年	18
（三）大加盟商有望由劣势转为优势	20
（四）同行区域业务量分布不均衡，公司存在改善时间	21
四、投资建议：被低估的通达系“元老”，依旧存在预期差	22
五、风险提示	24

图表目录

图表 1	通达系市值比较.....	5
图表 2	通达系快递 TTM PE 估值 (Wind)	6
图表 3	通达系快递市值比较.....	6
图表 4	2014-2018 年快递公司业务量增速变化.....	7
图表 5	2013-2018 年快递公司市场份额变化.....	7
图表 6	2013-2018 业务量前两名.....	7
图表 7	2016-18Q3 通达系快递非流动资产对比.....	8
图表 8	2016-18Q3 通达系快递资本开支对比.....	8
图表 9	2014-2018 年 9 月快递公司收入增速变化.....	9
图表 10	2014-2018 年快递公司利润增速变化.....	9
图表 11	可比收入变化.....	9
图表 12	可比成本变化.....	9
图表 13	快递总部的单票毛利水平（计算毛利无需对收入及成本做可比口径还原）.....	9
图表 14	快递总部的单票毛利水平变化.....	10
图表 15	通达系快递网络结构对比（一级加盟商层面、终端网点层面，2016 年-2018H1）.....	11
图表 16	大加盟商持有干线转运中心的不利影响.....	11
图表 17	公司今年以来收购的中转业务资产组情况.....	12
图表 18	通达系与 CR8 市占率.....	13
图表 19	二通一达市占率（圆通申通韵达）.....	13
图表 20	中小快递的融资难.....	13
图表 21	2013-18Q3 通达系快递资本开支对比.....	14
图表 22	2013-18Q3 通达系快递资本开支增速对比.....	14
图表 23	2016-18Q3 通达系快递资本开支.....	14
图表 24	申通业务量增速与行业增速的比较（正值为跑赢）.....	16
图表 25	2019 年 1 月行业及公司增速.....	16
图表 26	上市公司收入的区域分布（2018H1，剔除国际业务）.....	17
图表 27	上市公司分区域收入增速（2018H1，剔除国际业务）.....	17
图表 28	华南收入在公司各区中提升明显.....	17
图表 29	华南收入提速在各公司中领先.....	17
图表 30	申通转运中心直营化带来的改善路径分析.....	18
图表 31	申通的中转成本具备高改善空间.....	19
图表 32	申通的运输成本具备改善空间.....	19
图表 33	申通机器设备类资产具备提升空间.....	19

图表 34	申通运输类资产具备提升空间	20
图表 35	通达系快递加盟商的平均年揽件毛利测算（2017 年）	20
图表 36	通达系快递的分区域业务量分布（2018H1）	21
图表 37	通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）	21
图表 38	通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）	22
图表 39	申通运输类资产具备提升空间	23
图表 40	市值空间预测.....	23

一、一张全国快递大网，仅 15 倍 PE？——四层面破解申通低估值之谜

此前两篇深度研究《再论护城河系列之复盘通达系快递：城头变幻大王旗，成本品质定乾坤》（18/12/16）、《电商快递再探讨：“价格战的边界”与“通达系”的空间——交运护城河系列研究（五）》（19/2/9）

我们阐述了行业估值修复的逻辑：

即需求端拼多多等新型电商平台的兴起以及快速发展给行业维持 20-25% 的景气区间带来支撑；**竞争格局**，低价竞争策略的“失效”以及难复制，新进入者威胁降低；同时我们认为**通达系整体**已经构筑成本优势护城河，集中度将向头部公司集中，且“价格战”存在边界而非无止境，整体将进入**良性量价循环**（即价格下降幅度与成本改善相匹配）。但我们会发现近年来申通快递估值显著低于同行公司，本篇报告将探讨**申通低估值之谜？并探讨其估值修复的路径与演变：我们认为正走在变革之路上的通达系“元老”，依旧被低估，依旧存在预期差。**

（一）四重担忧导致申通估值显著低于同行

市值跌至最低：

以 A 股通达公司借壳上市打开连续涨停首日计，申通快递市值 725 亿，领先于圆通上市首日的 561 亿以及韵达的 405 亿；

但 16 年 10 月中通上市，即通达系全部上市日，申通市值已经跌落至 534 亿，落后于韵达的 551 亿，更是落后于圆通的 935 亿和中通的 843 亿；

此后始终低于圆通、韵达，截止 2 月 22 日，申通市值 345 亿，圆通 367 亿，韵达 583 亿元。

估值跌至最低：

以 PE（TTM）看，17 年开始申通估值从 35 倍跌至 18 年 12 月最低 12.6 倍，圆通从 35 倍跌至最低 18 年 12 月的 17 倍，韵达则从 30 倍起步，高点到过 18 年中的 40 倍，最低跌至 18 年末的 20 倍。

平均来看，韵达估值 30 倍，圆通 27 倍，申通仅 19 倍。

截止 2 月 22 日，对应 2019 年盈利预测，申通估值 PE15 倍，圆通 17 倍，韵达 22 倍，申通近期开始修复，但依旧最低。

申通估值为何长期以来比同行显著低？我们认为过去存在四重担忧：

经营层面：市场份额 14-17 年连续 4 年下滑=>引发对公司竞争力的担忧

资产层面：转运中心资产直营化不足，总部资本开支落后=>资本投入代表未来竞争力

财务层面：没有效率提升推动的单票毛利逆势增长不被认可=>以量为先逻辑下，量居首

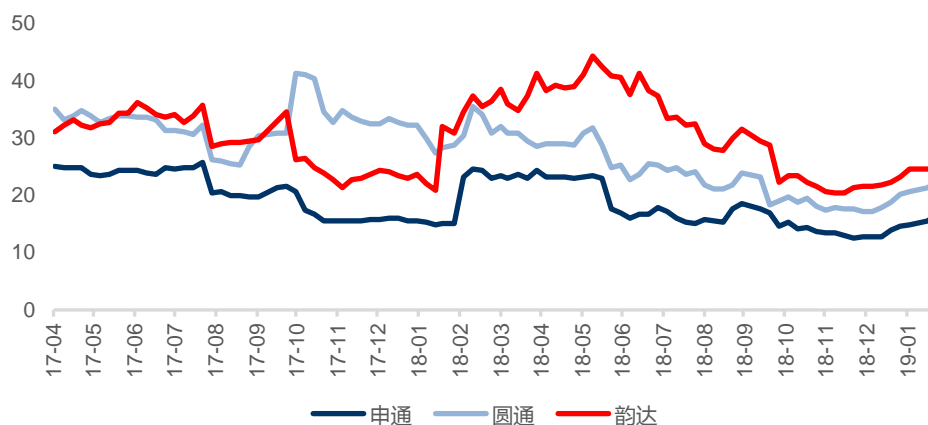
经营模式层面：大加盟商与总部的利益诉求不同成为了另一个担忧点

图表 1 通达系市值比较

	日期	市值（亿元）					占比			
		韵达股份	圆通速递	申通快递	中通快递	通达系合计	韵达股份	圆通速递	申通快递	中通快递
上市首日		405	561	725	821	2511	16%	22%	29%	33%
全部上市	2016/10/28	551	935	534	843	2863	19%	33%	19%	29%
最高	2016/11/3	589	1059	578	789	3015	20%	35%	19%	26%
最低	2018/12/18	493	290	254	869	1907	26%	15%	13%	46%
最新	2019/2/22	582	367	345	1033	2327	25%	16%	15%	44%

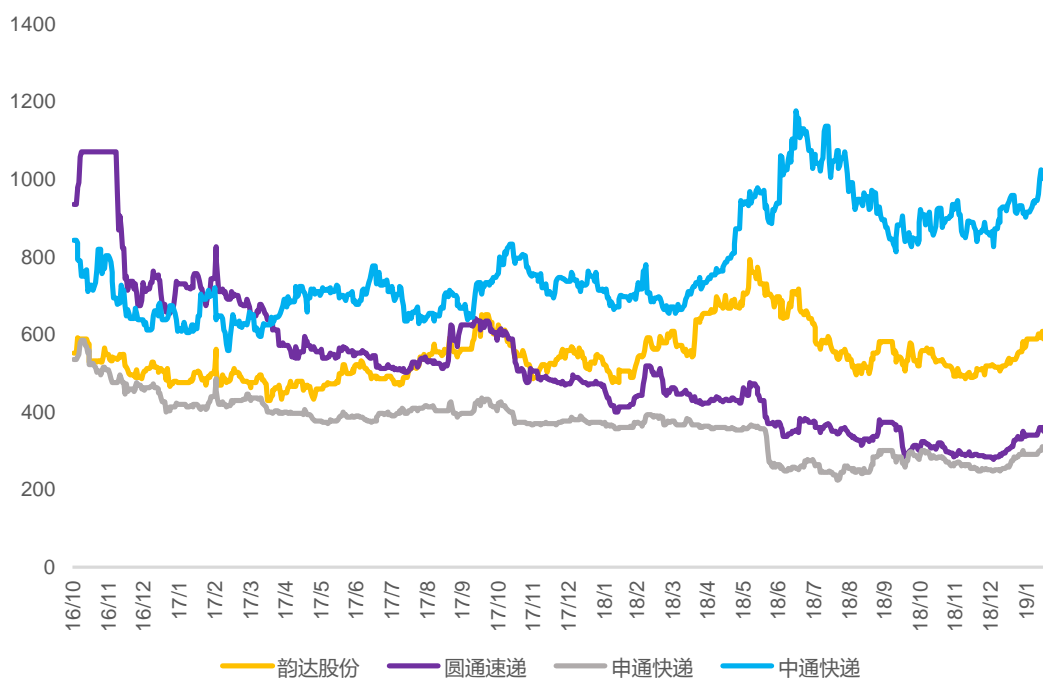
资料来源：Wind、华创证券

图表 2 通达系快递 TTM PE 估值 (Wind)



资料来源: Wind、华创证券

图表 3 通达系快递市值比较



资料来源: Wind、华创证券

（二）经营层面：市场份额 14-17 年连续 4 年下滑=>引发对公司竞争力的担忧

从快递公司公布数据算：2013-2014 年申通占据份额头名；

2015 年底被圆通、中通超越，市场排名下滑至第 3 名；

2016 年底被韵达超越，市场排名下滑至第 4 名；

申通 2015-2017 年业务量增速均低于行业和通达系（2017 年高于圆通）

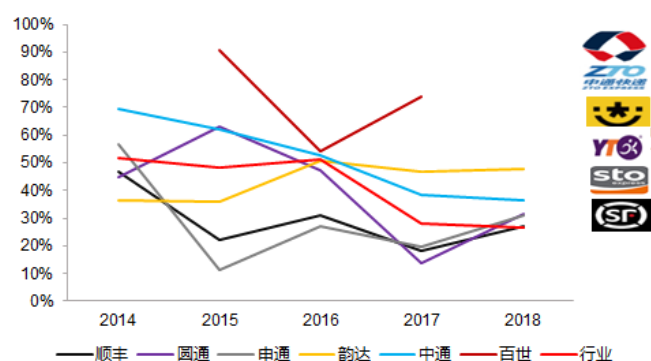
2018年6月被百世超越，市场排名下滑至第5名。但随着下半年的改善，2018年申通市场份额止跌达到10.1%，较17年提升4个百分点。19年1月公司市场份额已经达到11.3%（下文有详述）。

注：截止2018年12月，韵达市占率13.8%，圆通13.1%，申通10.1%，中通仅披露截止Q3数据为16.6%，我们预计中通2018年全年市占率达到16.8%左右。

2014-18年市场份额从16.5%下降至10.1%，下降幅度达6.4个百分点（最大降幅超过7个百分点，18年6月为最低点），连年的下降直接引发市场对公司竞争力的担忧。

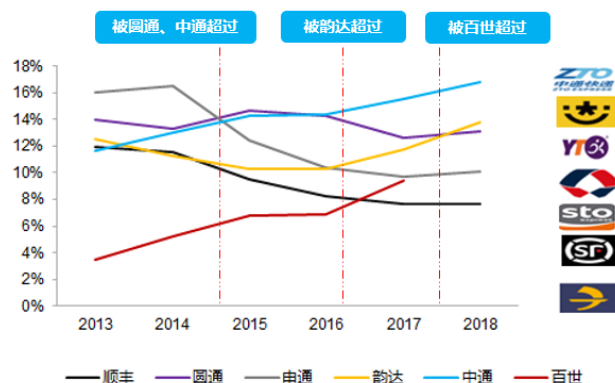
因当前通达系快递主要集中于电商小件快递市场，盈利驱动主要来自于面单数量，较高的业务量增速既反映了当前的终端竞争力，也有助于形成良性循环，增强规模效应和网络效应。因此当市场份额下滑，业务量下降会引发市场对公司竞争力的担忧，从而担忧盈利能力，在没有出现业务量的拐点前，公司估值被压制。

图表4 2014-2018年快递公司业务量增速变化



资料来源：Wind、华创证券

图表5 2013-2018年快递公司市场份额变化



资料来源：Wind、华创证券

图表6 2013-2018年业务量前两名

年份	市占率第一	市占率	市占率第二	市占率	差距
2013	申通	16.00%	圆通	14.00%	2.00%
2014	申通	16.50%	圆通	13.30%	3.20%
2015	圆通	14.70%	中通	14.30%	0.40%
2016	中通	14.40%	圆通	14.30%	0.10%
2017	中通	15.50%	圆通	12.60%	2.90%
2018E	中通	16.80%	韵达	13.97%	2.83%

资料来源：Wind、华创证券

（三）资产层面：转运中心资产直营化不足，总部资本开支落后=>资本投入代表未来竞争力

2014-17年，申通固定资产总额为同行中最低，资本开支也处于同行中最低水平。在同行对干线投资不断加码的同时，申通的投资“缺位”，使得市场担忧申通的未来竞争力。

但我们认为，申通的投资“缺位”，并非公司缺乏投资意识和投资能力，主要受到转运中心直营化不足约束。

图表 7 2016-18Q3 通达系快递非流动资产对比

项目	公司	2016	2017	2018H1	2018年1-3Q	2017增加值	2018H1增加值	2018年1-3Q增
固定资产	圆通	20.78	29.40	37.07	39.79	8.62	7.67	10.39
	申通	6.87	12.95	13.82	14.74	6.08	0.87	1.79
	韵达	23.32	28.20	29.83	34.93	4.88	1.64	6.73
	中通	40.70	64.70	72.60	79.81	24.00	7.90	7.21
在建工程	圆通	6.53	7.15	9.14	12.82	0.62	1.98	5.67
	申通	1.71	2.83	4.78	6.30	1.12	1.94	3.47
	韵达	1.05	1.55	2.53	3.47	0.50	0.97	1.92
	中通	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	圆通	15.65	18.55	21.09	21.75	2.90	2.54	3.20
	申通	5.21	7.20	7.83	7.90	1.99	0.63	0.70
	韵达	6.50	7.60	8.79	11.20	1.10	1.18	3.60
	中通	13.03	16.63	19.20	20.00	3.60	2.57	3.37
固定+在建+无形资产	圆通	42.96	55.10	67.30	74.36	12.14	12.20	19.26
	申通	13.79	22.98	26.43	28.94	9.19	3.44	5.96
	韵达	30.87	37.36	41.15	49.60	6.48	3.79	12.24
	中通	53.73	81.33	91.80	99.81	27.60	10.47	18.48

资料来源：Wind、华创证券

图表 8 2016-18Q3 通达系快递资本开支对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q1-Q3
圆通资本开支	8.10	8.90	11.30	16.10	17.14	15.51	27.00
申通资本开支	3.30	2.50	1.90	7.70	12.15	11.46	19.99
韵达资本开支	1.90	2.30	2.40	16.80	13.98	9.66	20.02
圆通资本开支占营收比	11.8%	10.8%	9.3%	9.6%	8.6%	12.9%	14.5%
申通资本开支占营收比	6.5%	4.3%	2.5%	7.8%	9.6%	17.3%	18.0%
韵达资本开支占营收比	4.4%	4.9%	4.7%	22.9%	13.9%	16.4%	21.6%

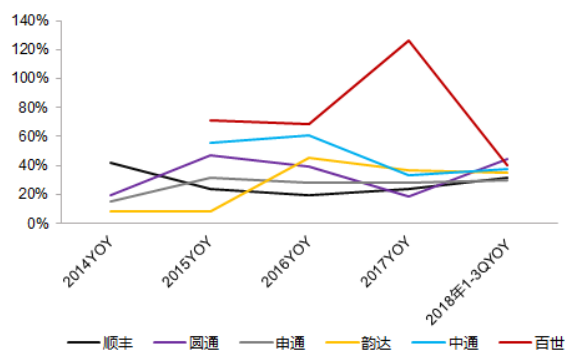
资料来源：公司公告、华创证券

（四）财务层面：没有效率提升推动的单票毛利逆势提升不被认可=>以量为先逻辑下，量居首

收入端：2014-2018年9月，各快递公司收入增速分化较大。2014至2018年上半年，申通增速接近行业，但处于通达系同行中较低水平。

利润端：2014-2018年9月，申通利润增速处于通达系中位水平，主要因公司单票收入降幅低于同行，在业务量增速有瓶颈的情况下，公司没有执行“以价换量”的策略。

图表 9 2014-2018 年 9 月快递公司收入增速变化



资料来源: Wind、华创证券

从单票收费和单票成本看，公司成本优势不显著，对加盟商的收费处于同行中较高水平。

但公司的单票毛利“逆势”上升，也导致业务量的下降，

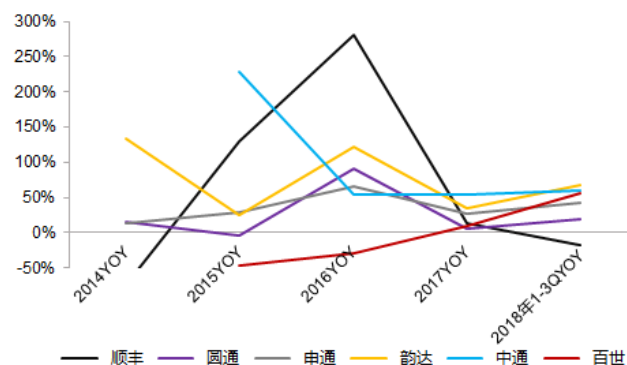
但前述我们分析当前快递行业以量为先的本质，使得并非以成本下降效率提升带来的单票毛利上升并不被认可。

图表 11 可比收入变化

可比单票收入	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
单件收入						
圆通	5.15	4.28	3.82	3.75	3.68	3.57
申通	3.34	2.43	2.92	3.03	3.25	3.22
韵达	3.68	2.89	2.29	2.12	1.93	1.74
中通		2.15	2.01	2.08	1.96	1.82
百世		3.05	2.65	2.48	3.39	3.32
处理1: 派费口径						
圆通派费	1.43	1.43	1.40	1.32	1.40	1.39
申通派费	1.39	0.77	1.48	1.61	1.65	1.75
百世派费 (假设圆通申通平均值)		1.10	1.44	1.47	1.53	1.60
处理2: 转运口径						
申通转运口径	40%	42%	45%	47%	50%	53%
可比单票收入						
圆通	3.58	2.78	2.36	2.42	2.28	2.18
申通	4.87	3.95	3.21	3.02	3.20	2.77
韵达	3.68	2.89	2.29	2.12	1.93	1.74
中通		2.15	2.01	2.08	1.96	1.82
百世		1.95	1.21	1.02	1.87	1.72

资料来源: Wind、华创证券

图表 10 2014-2018 年快递公司利润增速变化



资料来源: Wind、华创证券

图表 12 可比成本变化

可比单票成本	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
单件成本						
圆通	4.01	3.58	3.31	3.27	3.29	3.18
申通	2.71	2.02	2.44	2.43	2.65	2.61
韵达	2.86	2.16	1.58	1.47	1.38	1.21
中通		1.32	1.23	1.32	1.22	1.09
百世		3.50	2.88	2.61	3.30	3.20
处理1: 派费口径						
圆通派费支出	1.43	1.43	1.40	1.30	1.37	1.39
申通派费支出	1.39	0.77	1.48	1.59	1.62	1.64
百世派费 (假设圆通申通平均值)		1.10	1.44	1.44	1.49	1.60
处理2: 转运口径						
申通	40%	42%	45%	47%	50%	51%
可比单票成本						
圆通	2.58	2.15	1.92	1.97	1.92	1.79
申通	3.28	2.98	2.15	1.79	2.06	1.82
韵达	2.86	2.16	1.58	1.47	1.38	1.21
中通		1.23	1.23	1.22	1.22	1.09
百世		2.40	1.45	1.17	1.81	1.60

资料来源: Wind、华创证券

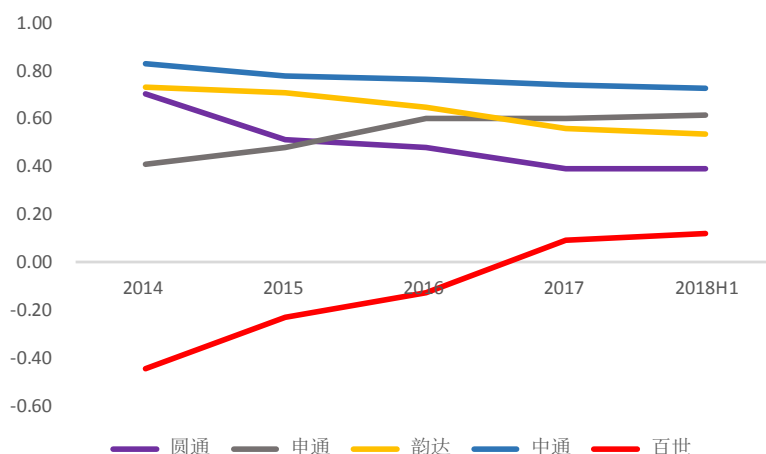
图表 13 快递总部的单票毛利水平 (计算毛利无需对收入及成本做可比口径还原)

	2014	2015	2016	2017	2018H1
单票收入					
圆通 (含派费)	4.28	3.82	3.75	3.68	3.57
申通 (含派费)	2.43	2.92	3.03	3.25	3.22
韵达	2.89	2.29	2.12	1.93	1.74
中通	2.15	2.01	2.08	1.96	1.82
百世 (含派费)	3.05	2.65	2.48	3.39	3.32
单件成本					
圆通	3.58	3.31	3.27	3.29	3.18
申通	2.02	2.44	2.43	2.65	2.61
韵达	2.16	1.58	1.47	1.38	1.21

	2014	2015	2016	2017	2018H1
中通	1.32	1.23	1.32	1.22	1.09
百世	3.50	2.88	2.61	3.30	3.20
单票毛利					
圆通	0.70	0.51	0.48	0.39	0.39
申通	0.41	0.48	0.60	0.60	0.61
韵达	0.73	0.71	0.65	0.56	0.53
中通	0.83	0.78	0.76	0.74	0.73
百世	-0.45	-0.23	-0.13	0.09	0.12

资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 快递总部的单票毛利水平变化



资料来源：Wind，华创证券

（五）经营模式层面：大加盟商与总部的利益诉求不同成为了另一个担忧点

相比同行，公司呈现“大加盟商”结构

申通的加盟商平均体量大于同行：申通>中通>圆通>韵达。但从2017年与2016年的同比数据看，“小加盟商”增长更快。单个加盟商件量增速：中通>韵达>圆通>申通。

图表 15 通达系快递网络结构对比（一级加盟商层面、终端网点层面，2016 年-2018H1）

公司	一级加盟商层面						终端网点层面		
	2017年		2018H1		环比		2017年	2018H1	环比
	加盟商个数	单个加盟商体量 (日均揽件量)	加盟商个数	单个加盟商体量 (日均揽件量)	加盟商个数增长	加盟商体量变化	终端网点数量		数量变化
顺丰	无	-	无	-	-	-	14000 (近3.3万个合作点)	13000 (近3万个合作点)	8%
圆通	3000	4990	3281	4697.9	9%	-6%	未提及	未提及(2016年为37713)	-
申通	1846	5785	2012	5572.0	9%	-4%	24000.00	24000.00	8%
韵达	3379	3827	3400	4826.8	1%	26%	20423.00	19432.00	8%
中通	3800	4484	4000	5089.0	5%	13%	29500.00	29000.00	8%

资料来源：公司公告、华创证券

“大加盟商”影响核心在于控制了干线转运中心，对网络效率易产生三重不利影响

1) **影响经营效率：转运中心建设上**，加盟商的资本开支意愿与能力均弱于总部，导致加盟商对转运中心的投入不足，从而导致转运中心的产能、成本、品质均落后于同行。一方面会影响该区域发出件的成本，削弱该区域加盟商的揽件能力；另一方面会影响该区域到达件的品质，从而影响其他区域加盟商的揽件能力。

2) **影响中小加盟商利益：转运中心定价上**，大加盟商与总部存定价策略差异。总部以面单数量盈利，转运环节定价倾向于微利甚至略亏，而大加盟商对于这部分经过转运中心的流量，无法通过其他方式弥补，只能通过转运环节盈利。假设成本相同情况下，大加盟商加价诉求强于总部，而较高的定价，会加重该区域加盟的经营成本。

3) **影响总部利益：转运中心流入的货物上**，大加盟商与总部存在产品策略差异。总部以面单数量盈利，倾向于收小件，加盟商以货物重量收取终端价，倾向于收大件。由于总部不控制该区域的转运中心，对该转运中心流入的货物结构缺乏管控能力。从而导致申通网络大件占比较高，影响分拣效率和运输效率，削弱公司在小件市场的竞争力。

图表 16 大加盟商持有干线转运中心的不利影响

影响项目	影响原因	影响路径	影响结果	
持有应属于总部的干线转运中心	影响经营效率	资本开支差异	产能落后于同行	导致旺季产能瓶颈
		加盟商资本开支意愿与能力均弱于总部	成本落后于同行	加重大加盟商所在区域的加盟商经营成本
	影响中小加盟商利益	定价策略差异	品质落后于同行	降低其他区域的加盟商揽件能力
影响总部利益	产品策略差异	总部转运定价倾向于微利甚至略亏，大加盟商转运定价倾向于盈利	定价高于同行	加重大加盟商所在区域的加盟商经营成本
		总部倾向于收小件，以面单数量盈利	大小件夹杂，降低分拣效率	削弱公司在小件市场的竞争力
		加盟商倾向于收大件，以货物重量盈利	大件仓位占比高，降低运输效率	影响全网服务品质，加重旺季运营压力

资料来源：公司公告、华创证券

二、估值能否修复？四大变革正在进行时

前述四大市场担忧点是压制公司估值弱于行业中枢的原因，但担忧属于过去，申通自 18 年开始了显著变革，那么这些变革能否直击上述弊端，估值能否走出修复？

（一）变革措施 1：转运中心直营化比例提升

我们认为电商快递当前阶段是以量为先，性价比是核心竞争力，因转运中心直营化比例远低于同行，导致公司一方

面难以进行资本开支提升效率，另一方面在全网利益平衡中存在与大加盟商的分歧。直营化比例提升可直接解决此前担忧 2（资产层面）以及担忧 4（经营模式层面：大加盟商制）。

总部取代加盟商，对干线进行直营，是成本改善的前提。通达系准龙头中通、韵达进行成本控制正是如此。加盟商资本开支能力不足、与全网利益的不一致，在经营具有枢纽意义的干线中转中心和干线运输时，难以进行资本开支和整体优化布局，从而难以提升干线经营效率。

2018 年以来，公司已累计公告 5 批转运中心中转业务资产组收购公告，合计金额 14.91 亿元，其中前 4 批已完成交割。2017 年底申通转运中心的直营化率为 45%，2018 年 6 月申通转运中心直营化率已达到 74%（根据转运中心个数计算）。我们测算到 2018 年底公司直营化率已经达到 88%。

直营化比例明显提升是公司展开新一轮提质增效发展的重要前提。

图表 17 公司今年以来收购的中转业务资产组情况

序号	公告日期	数量(组)	金额(万元)	地区分布				
1	2018年4月18日	2	41375	北京	武汉			
2	2018年6月7日	3	64483	深圳	广州	长沙		
3	2018年8月24日	5	24042	东莞	南昌	郑州	南宁	长春
4	2018年10月25日	2	7407	贵州黔南	昆明			
5	2018年12月26日	3	11805	成都	沈阳	太原		
合计		15	149112					

资料来源：Wind、华创证券

探讨：为何直营化 18 年快速推进？

我们分析认为，公司收购大加盟商经营的转运中心事项，能够较快推进，得益于中小快递逐步退出市场从而使得公司在收购事项中对大加盟商议价能力增强。

2016-2017 年，申通直营化存在客观实施难度。中小快递的经营扩张和对外融资表现活跃，大加盟商可以凭借枢纽级转运中心资产和业务量获得中小快递股权，总部与大加盟商难以就收购资产的估值达成一致。

但 2018 年，以快捷快递为代表的中小快递洗牌加速。一方面中小快递经营难度增加，另一方面融资难度加大，一级市场投融资遇冷，导致资本对中小快递投资热度下降。从 CR8 集中度看，中小快递的市场份额正在被压缩。大加盟商被收购意愿显著增强，直营化推进速度超预期。

附：快递市场份额在向头部公司明显集中：16 年后见底回升，18 年起加速上行

此前报告我们提出观点将通达系作为一个整体来观察，我们观察 CR8 与三通一达市占率的变化，会发现：

2013-2018 年，CR8 从 80% 先降至 16 年的 76.7%，而后升至 18 年的 81.2%，

通达系整体市占率则由 54.2% 降至 16 年的 49.3%，而后升至 56%，

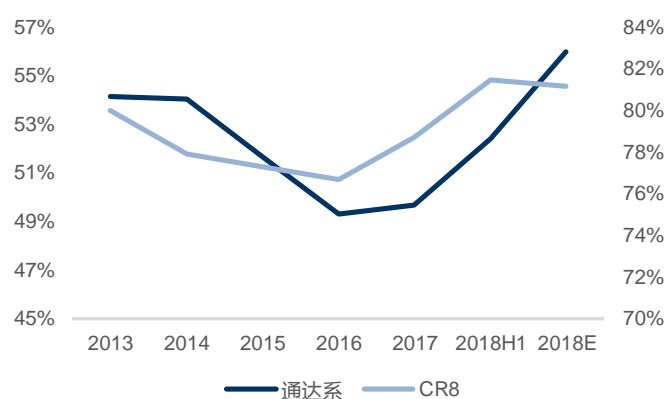
两者的趋势相同，而 16 年开始出现集中度提升的拐点，一个重要因素是通达系在 16 年纷纷登陆资本市场，最晚的中通在 2016 年 10 月上市。

这轮提升中，通达系较低点提升 6.7 个百分点，而 CR8 提升 4.5 个百分点，通达系的提升超越 CR8。

进一步去比较，我们以披露月度数据的圆通、申通与韵达来看，二通一达市占率的低点在 2017 年的 34.2%，但到 18 年底已经提升至 39.5%，一年之内提升了 5.3 个百分点，远超 CR8 提升的 2.5%，同时我们观察到在 18 年下半年开始明显提速，半年提升了 3.89 个百分点，而 CR8 在下半年下降了 0.3。

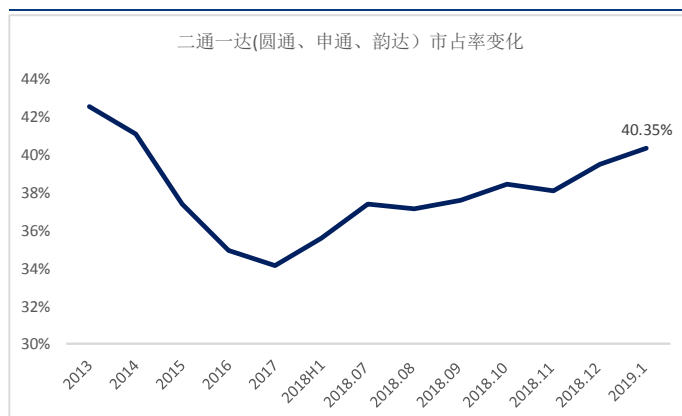
这其中有申通在直营化提速后带来的改善，也有拼多多占比越来越高对通达系的增量贡献，同时也意味着通达系之外公司的体量增速放缓。

图表 18 通达系与 CR8 市占率



资料来源：Wind、华创证券

图表 19 二通一达市占率（圆通申通韵达）



资料来源：Wind、华创证券

资本对于新快递热情逐渐消退

从 CR8 集中度看，中小快递的市场份额正在被压缩，同时伴随行业业务量增速下降，2018 年以来，一级市场对二三线快递行业的投资热度也趋于下降。

在龙头快递的规模效应、网络效应、资产壁垒增强的背景下，中小快递的经营难度在加大，上市融资更难，加盟商自持的转运中心缺乏好的退出路径，且快递网络具备较高的经营、整合难度，使得收购价值也在降低。

图表 20 中小快递的融资难

公司	近况
安能	创建于2010年6月，在2013年接连获得红杉资本和华平资本的A、B轮融资；2014年，华平投资集团继续追加投资5000万美元；2015年，凯雷、高盛和华兴附增资安能1.7亿美元；2016年，鼎辉投入1.5亿美元后，此后无安能物流融资的消息。
全峰快递	2018年3月，全峰快递出现个别地区网络瘫痪、分拨停工、员工讨薪等新闻。7月11日，北京二中院执行法官对北京全峰快递有限责任公司进行强制执行。此后无全峰快递融资的消息。
快捷快递	2018年5月，快捷快递发布《关于快捷快递近期重组情况的公告》。此后无快捷快递融资的消息。
国通快递	2018年，根据《每日经济新闻》报道：在安徽、四川等地，出现了部分国通末端网点暂停运营的现象。
远成物流	2018年11月，供销大集公告终止发行股份收购远成物流股权。

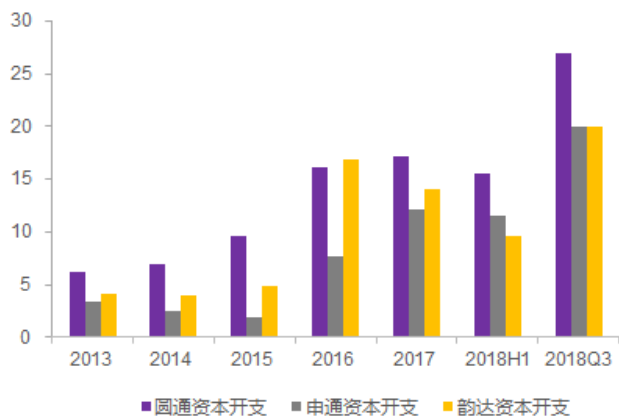
资料来源：公司公告、华创证券整理

（二）变革措施 2：加大资本开支

前述我们认为过往申通的投资“缺位”，并非公司缺乏投资意识和投资能力，主要受到转运中心直营化不足约束。2018年开始，随着公司直营化比例提升，资本开支亦大幅增长。

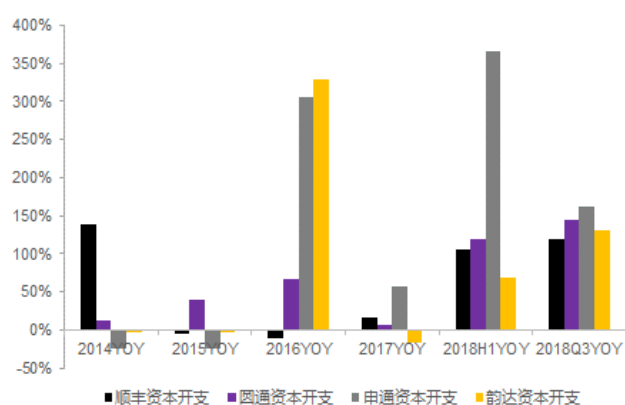
2018年前三季度，申通的资本开支增速明显高于通达系同行，资本开支金额与韵达持平，改变了过往在通达系中资本开支落后的局面。

图表 21 2013-18Q3 通达系快递资本开支对比



资料来源：Wind、华创证券

图表 22 2013-18Q3 通达系快递资本开支增速对比



资料来源：Wind、华创证券

图表 23 2016-18Q3 通达系快递资本开支

	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	2017Q3	2018Q1-Q3
圆通资本开支	8.10	8.90	11.30	16.10	17.14	7.09	15.51	11.05	27.00
申通资本开支	3.30	2.50	1.90	7.70	12.15	2.46	11.46	7.62	19.99
韵达资本开支	1.90	2.30	2.40	16.80	13.98	5.70	9.66	8.65	20.02
圆通资本开支占营收比	11.8%	10.8%	9.3%	9.6%	8.6%	8.6%	12.9%	8.6%	14.5%
申通资本开支占营收比	6.5%	4.3%	2.5%	7.8%	9.6%	4.4%	17.3%	8.9%	18.0%
韵达资本开支占营收比	4.4%	4.9%	4.7%	22.9%	13.9%	13.2%	16.4%	12.6%	21.6%

资料来源：公司公告、华创证券

在干线转运中心直营化提速、资本开支提速的背景下，公司不断优化干线中转和运输的经营：

干线运输方面，公司自营化、大车化持续推进。截至 2018 年 6 月，公司开通干线运输线路 2,231 条，较 2017 年年底增加 401 条；公司开通过路达到 9,453 条，较 2017 年年底增长 84.02%。干线运输车辆方面，公司共有干线运输车辆 4,053 辆，其中直属于杭州申瑞的车辆数为 2,347 辆，干线运输车辆自营率为 57.91%；在车型方面，公司共有 13.5 米以上的干线运输车辆 1,750 辆，其中直属于杭州申瑞的车辆数为 1,155 辆。

干线中转方面，公司自持化、自动化持续推进。截至 2018 年 6 月，全网共有转运中心 68 个，自营转运中心 50 个，自营率约为 74%；完成了 9 个地区的转运中心的新建及改建工作；已经完成项目规划且定标的有 12 个转运中心，其中有 7 个场地已经开展施工。

（三）变革措施 3：优化加盟商管理

总部将大加盟商持有的转运中心直营化后，公司可以直接控制该区域的转运环节定价、货物结构，从而直接增强对该区域加盟商的掌控力。在此基础上，公司得以优化加盟商管理，主要表现在：

减少加盟商层级，促进网络扁平化：2018 年上半年，申通进一步减少加盟商承包层级：新发展独立网点 166 个，其中重点开展了福州、烟台等重要网点的拆分工作。目前申通网络的加盟商层级绝大多数到二级为主。层级扁平化，可以直接减少层级间的交易成本，增强终端加盟商的揽件能力。

成立省级管理中心，费用调节精细化：2018 年上半年，申通推行省区管理工作以来。根据网点所处区域特性和当地市场的占有率情况，对特定城市单独制定了费制考核政策，有助于确保总部资源的精准投放，确保公司市占率政策的执行效果，并且协助省区对困难网点进行费用补贴，增强网络的稳定性。

从区域增速来看，2016-2017 年华南增速均较低，对公司整体增速造成了拖累，2018H1 公司华南增速从去年同期的 4% 提升至 57%，标志着公司华南大加盟商问题已经进入改善通道。一方面公司对华南大加盟商进行拆分，提升加盟商经营效率；一方面公司收购华南加盟商经营的转运中心，有助于提升转运中心的经营效率，解决产能瓶颈。

为顺应市场淡旺季变化，保障网络稳定发展，根据网点业务量及重量变化趋势，对大货和批量快件费用标准进行阶段性调整，有效的控制了全网各产品类型的比例，减轻末端网点派送压力，通过费制调整保障派件业务员的稳定。

完成点对点系统结算规则制定，完成系统开发，以支持点对点结算，可以针对不同的网点制定不同政策，使网点间费制更加趋于合理。

（四）变革措施 4：产品层面，去重货，优化产能

去重货，对大件比例略高的申通，产能、效率、品质提升意义重大。

根据我们测算，假设 2017 年公司大件快递（10 公斤以上）件量占比为 3.7%，所占空间约 40%（对应小件件量占比 70%，所占空间约 60%）。同等体积，平均可以容纳 16.05 件小件或 0.93 件大件。

公司通过费率调节，降低重货比例，现有快递网络可以逐渐释放产能，在业务旺季容纳更多件量；同等容量，不考虑转运环节收益，更多小件可以获取更多面单环节毛利。

此外，改变大小件混合的状况，可以提高分拣中心的操作效率，提高转运环节的操作效率。

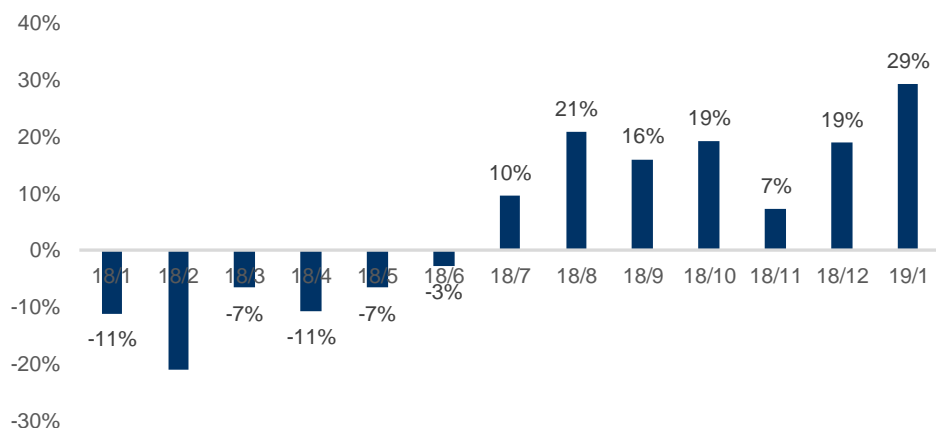
（五）变革效果：业务量显著提升

1、业务量增速自 18 年下半年以来连续提升

转运中心直营化之前，公司市场份额连续 4 年下降（14-17 年），18H1 较 17 年底继续下降 0.4 个百分点至仅 9.3%，业务量增速显著跑输行业，18H1 公司业务量达 20.46 亿件，同比增速为 18.6%，比行业增速（27.5%）低 8.9pct。18 年 7 月起，公司业务量增速开始超越行业，当月达 37%，高于行业增速 9.7 个百分点，2018 年全年公司市场份额止跌达到 10.1%，较 17 年提升 4 个百分点。

19 年 1 月公司市场份额已经达到 11.3%。同时公司在 10 月、12 月及 1 月三个月增速超越韵达，成为行业领跑者，19 年 1 月增速 42.96%，跑赢行业 29 个百分点。

图表 24 申通业务量增速与行业增速的比较（正值为跑赢）



资料来源：Wind、华创证券

图表 25 2019 年 1 月行业及公司增速

	业务量 (亿件)						
	当月值	份额	同比	18年1月同比	18年1月份额	18年12月份额	18年全年份额
顺丰	4.1	9.0%	27.4%	33.2%	8.1%	6.9%	7.6%
申通	5.1	11.3%	43.0%	69.2%	8.9%	11.2%	10.1%
韵达	6.6	14.6%	35.6%	137.1%	12.2%	14.0%	13.8%
圆通	6.6	14.5%	36.1%		12.1%	14.3%	13.1%
全国	45.2		13.5%	80.3%			

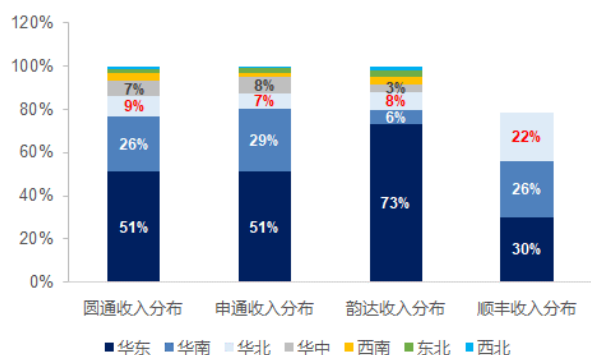
	收入 (亿元)			单票收入 (元/件)			
	当月值	同比	环比	当月值	同比	环比	18年1月同比
顺丰	101.6	38.5%	14.4%	24.85	8.7%	5.2%	-6.6%
申通	17.3	39.7%	-12.2%	3.38	-2.3%	4.5%	8.1%
韵达	23.5	140.9%	78.2%	3.56	77.1%	104.6%	-8.0%
圆通	22.6	27.5%	-15.3%	3.44	-9.0%	0.0%	
全国	596.8	19.9%	-2.1%	13.20	5.8%	17.4%	

资料来源：Wind、华创证券

2、此前大加盟商所在区域开始发力

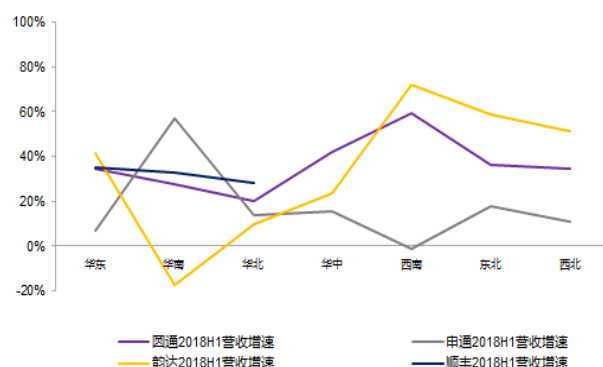
从 18 年半年报披露区域情况看，公司华南增速提升显著，从 17 年同期的 4% 提升至 18 年的 57%。

图表 26 上市公司收入的区域分布 (2018H1, 剔除国际业务)



资料来源: 公司公告, 华创证券

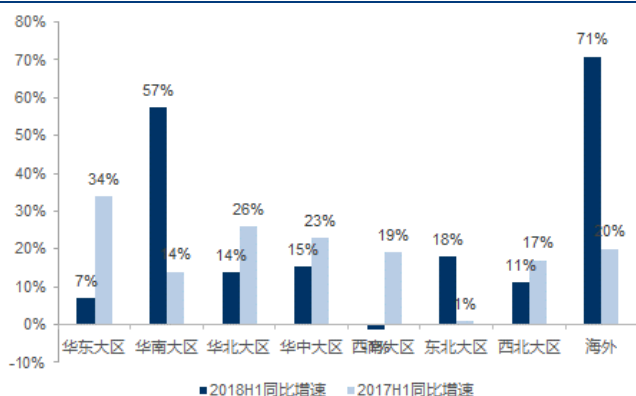
图表 27 上市公司分区域收入增速 (2018H1, 剔除国际业务)



资料来源: 公司公告, 华创证券

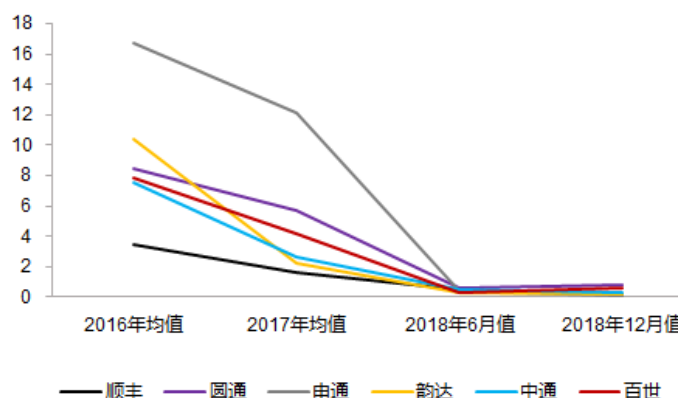
根据我们的测算, 申通在华南区业务量排序第 2 且十分接近第 1 位的圆通, 收入增速居于首位。即公司的增速提升主要来自于高基数区域, 并非低基数区域, 也意味着公司在进行变革后, 大加盟商的步调与总部更为一致, 或信心更足。

图表 28 华南收入在公司各区中提升明显



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 29 华南收入提速在各公司中领先



资料来源: 公司公告, 华创证券

3、品质指标提升明显

2018 年, 申通品质指标改善明显。

- 1) 根据国家邮政局数据: 公司在通达系快递中, 6 个月排名进入前三, 其中 11、12 月份有效申诉处理满意度、有效申诉率行业排名第一。
- 2) 2018 年菜鸟指数连续 7 个月进入前三, 其中 6 月份、10 月份两个月行业排第二名, 次日达产品上升幅度最大, 2018 年, 有 6 个月通达公司进入前二;
- 3) 全链路时效由 2018 年年初的 56.82 小时, 提升到最快 53.8 小时, 全网平均提升 3.02 小时;

我们认为, 申通该指标表现, 在转运中心仍处于建设过程、干线转运环节仍处于改善过程的背景下, 充分展现了加盟商在揽收、派件环节的服务能力, 表明公司总部与加盟商的协同性增强。

三、估值修复空间？——市场依旧存在预期差：一次性释放还是可持续改善？

前述章节我们分析公司针对市场担忧的潜在弱点进行变革，并初步取得成效，则压制的估值将进行修复，而对于修复空间，我们认为当前市场分歧在于改善是一次性的释放还是可持续的推进？

若为一次性释放，则申通快递的增速会因基数效应在 19 年前高后低，且下半年会较上半年明显下台阶；由此公司只是效仿了同行的先进做法，难以跑出超越行业的收益；

若为后者，则申通依旧大有可为，并且可持续体现于业绩提升，其估值水平将回归行业中枢，并存在超越的可能，与龙头的估值差异将收窄。

我们认为 2018 年公司直营化推进反映到业务量的增速，是利益分配机制理顺后的直接效果，尚未体现直营后通过资本投入，自动化率提升带来的经营效率提升。这一红利将在 2019 年释放，公司网络改善空间仍然较大。

此外，公司加盟商偏大特征，正在由劣势转为优势。在终端重资产化的趋势中，公司大而强的加盟商资源将体现优势。

图表 30 申通转运中心直营化带来的改善路径分析

改善方向	改善措施	改善路径	改善所需时间	
转运中心 直营化	提升效率	增加场地、设备、车辆资本开支	通过提升转运中心自动化率、运输环节自营率和大车化率，	6月+
		对转运环节精细化管理	降低中转和运输成本	6-12月+
	理顺利益分配	改变转运环节定价策略	将之前大加盟商定价下调， 将之前实际属于大加盟商的利润让利给中小加盟商	较快
		控制转运中心大货流入	集中于小件快递，改变大小件夹杂情况，可以立竿见影的提升分拣和运输效率、释放产能、提升品质	较快

资料来源：公司公告、华创证券

（一）目前的改善更多是受益于直营化后利益分配红利

前述章节我们分析经营转运中心大加盟商与总部之间利益不同的诉求点，而直营后总部可以将全网利益进行再分配；同时，总部对货物结构管控能力也得以增强。票均重量下降，小件货量更多也推动业务量增速显著改善。

直营化后直接带来的利益分配红利体现在：

1) 改变转运环节定价策略：

总部经营转运环节，凭借面单获利，而可以微利或者亏损形式做转运环节定价；而大加盟商因无法赚取面单利润，经营转运环节必然以利润为导向。总部直营后改变转运环节定价策略，相当于减少了大加盟商的获利环节，将之前实际属于大加盟商的利润部分让利给中小加盟商（部分留存在总部），对全网带来再分配红利，相当于小加盟商获得了新收益，一方面提升揽货积极性（提高服务质量），另一方面也可以更有能力去给客户进行灵活价格调配（获得更多业务量）。

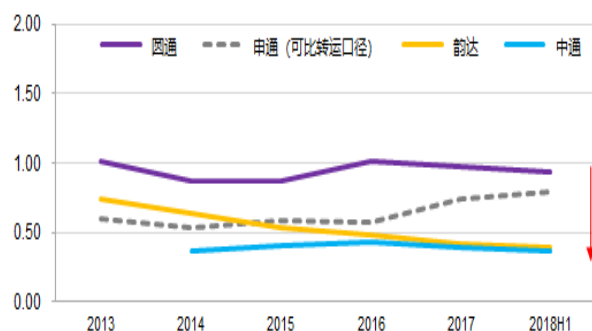
2) 控制转运中心大货流入：

总部控制了转运中心后，对货物结构管控能力也得以增强。如申通 2017 年平均重量 1.7 公斤，18 年上半年公斤段已经下降至 1.38 公斤。货物结构的调整，能立竿见影的提升分拣和运输效率，释放出产能。

（二）成本改善将主要体现在 2019 年下半年

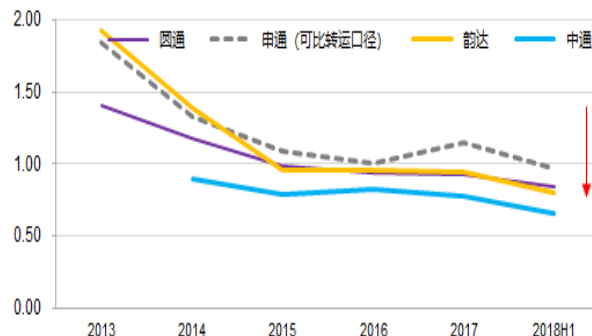
从成本拆分看，2018 年上半年公司可比单票成本比领头羊中通高 0.7 元左右，成本具备改善空间。

图表 31 申通的中转成本具备高改善空间



资料来源：公司公告、华创证券

图表 32 申通的运输成本具备改善空间



资料来源：公司公告、华创证券

但考虑到资本开支和实施精细化管理所需要的时间，我们预计成本改善将主要体现在 2019 年下半年。

1) 转运中心自动化率提升需要时间逐步体现。

申通收购的转运中心多为 2018 年下半年，公司需要对新收购的转运中心与之前的转运中心整体布局，在此基础上，多数收购的转运中心铺设自动化设备预计需要经历 3 个环节（改扩建、安装自动化分拣线、调试到位）。根据我们观察快递公司转运中心的建设周期、自动化分拣线的安装节奏，预计公司转运中心自动化率提升周期为 6 个月，预计 2019 年自动化设备安装节奏将逐季加快。

公司对转运中心的精细化管理，虽然可以通过模仿学习向龙头逐步接近，但转运中心自动化率提升需要过程，公司精细化管理的实施需要与自身业务流程融合，预计公司对转运中心的精细化管理提升周期为（6-9 个月）。

2018 前三季度，与同行相比，申通的在建工程增加较快，固定资产增加不明显，我们认为这反映了公司转运中心建设所需的过程。

图表 33 申通机器设备类资产具备提升空间

机器设备资产	2016年	2017年	2018H1	2017年增加值	2018H1期间增加值
圆通	3.14	4.18	4.26	1.04	0.08
申通	1.37	1.56	2.97	0.19	1.41
韵达	7.89	12.41	13.38	4.52	0.97
中通	6.41	11.29			
顺丰	16.01	15.86	16.32	-0.15	0.45

资料来源：公司公告、华创证券

2) 运输环节改善：预计快于中转，年底接近 18 年中通的水平

根据 2018 年中报，公司共有干线运输车辆 4053 辆，其中直属于杭州申瑞的车辆数为 2347 辆，干线运输车辆自营率为 57.91%；

在车型方面，公司共有 13.5 米以上的干线运输车辆 1750 辆，其中直属于杭州申瑞的车辆数为 1155 辆。

考虑到车辆购置、路线调整的周期快于转运中心建设周期，申通运输环节的改善过程预计快于中转环节，预计 2019 年底，申通车辆的自营化率与大车数量将接近 2018 年底中通。

图表 34 申通运输类资产具备提升空间

运输设备	2016年	2017年	2018H1	2018H1期间增加值
圆通	0.94	1.17	4.11	2.94
申通	2.08	5.26	4.81	-0.45
韵达	6.71	7.46	7.99	0.52
中通	9.43	13.43		
顺丰	14.87	14.39	14.01	-0.39

资料来源：公司公告、华创证券

（三）大加盟商有望由劣势转为优势

加盟商体量仍大于同行，但总部控制力增强

申通加盟商平均体量仍大于同行：2018 年上半年，加盟商平均体量：申通>中通>韵达>圆通。我们认为，在核心资产被总部掌控后，申通体量偏大的加盟商，并不会影响总部对加盟商的掌控力，公司可以直接控制该区域的转运环节定价、货物结构，从而直接增强对该区域加盟商的掌控力。因为尽管申通加盟商体量仍大于同行，但总部对加盟商的掌控力与同行已不存在实质差异。

以公司的品质指标看，2018 年申通品质指标相比 2017 年均值改善明显。在转运中心仍处于建设过程、干线转运环节仍处于改善过程的背景下，充分展现了加盟商在揽收、派件环节的服务能力，表明公司总部与加盟商的协同性增强。

终端面临重资产需求，大而强的加盟商资本开支能力强

近 5 年行业业务量复合增速为 42%，对加盟商的产能增速提出了要求，由于场地、用工均存在缺口，投资于自动化分拨设备，是解决产能瓶颈的重要措施。此外，场地及人工成本上涨，使得加盟商需要投资于自动化分拨设备来提高末端分拨效率。

但改扩建场地、购买设备均需要资金，因加盟商资本开支意愿、资本开支能力低于总部，导致加盟商层面不同程度的出现了产能、资金瓶颈。

大而强的加盟商，有更强的资本开支能力：

我们做模拟假设：以通达系快递单个加盟商的平均揽件量计，假设单票揽件毛利为 0.5 元，则单个加盟商的年平均揽件毛利为 70-106 万元，假设单票揽件毛利为 0.2 元，则单个加盟商年均揽件毛利为 28-42 万元。相对于该毛利规模，为扩大产能，加盟商需购置车辆、分拣设备、支付场地租金等，是一笔不低的开支。

图表 35 通达系快递加盟商的平均年揽件毛利测算（2017 年）

	单票毛利 假设 1 (元)	单个加盟商的平 均日均揽件量 (件)	单个加盟商的平 均年揽件毛利 (万元)	单票毛利 假设 2 (元)	单个加盟商的平 均日均揽件量 (件)	单个加盟商的平 均年揽件毛利 (万元)
圆通	0.5	4990	91	0.2	4990	36
申通	0.5	5785	106	0.2	5785	42
韵达	0.5	3827	70	0.2	3827	28
中通	0.5	4484	82	0.2	4484	33

资料来源：Wind、华创证券

横向对比看，在相同的单票毛利水平下，申通加盟商的盈利规模高于同行，拥有更强的资本开支能力。

总部改善增强加盟商投资信心：今年 Q2 以来，公司网络从干线至网点层面均进入改善通道。增速提升明显。在此情况，公司网络价值提升，也增强了加盟商的投资信心。

（四）同行区域业务量分布不均衡，公司存在改善时间

尽管通达系竞争激烈，但我们认为龙头的网络优势并非均衡分布，各公司均有强势区域和弱势区域，这会申通的网络改善提供时间。

收入分布的不均衡：通达系快递（圆通、申通、韵达），华东收入占比均超过 50%，其中韵达华东区占比高达 73%。

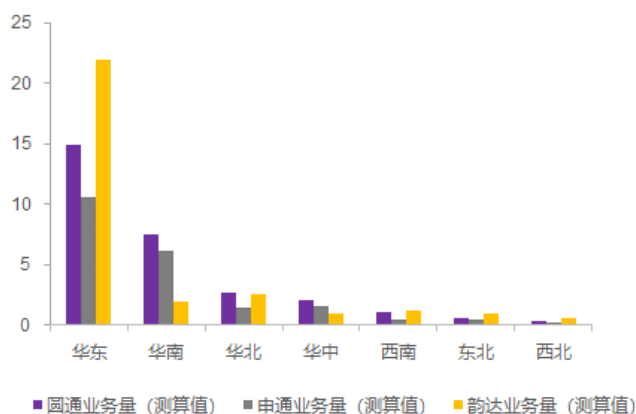
整体收入增速与区域收入增速分化：各公司分区域的营收增速与整体的营收增速差异较大。华东区营收增速排序：韵达>圆通>申通；华南区营收增速排序：申通>圆通>韵达；华北区营收增速排序：圆通>申通>韵达。

业务量分区域测算：为了使得各公司业务规模可比，我们将各公司的收入除以单票收入，近似测算了各公司在各区域的业务量。

整体市场份额与区域市场份额的分化：分区域的业务量排序与整体的业务量排序差异较大。根据我们测算，华东区业务量排序：韵达>圆通>申通；华南区业务量排序：圆通>申通>韵达；华北区业务量排序：圆通>韵达>申通。

区域增速与区域业务规模排序正相关：我们发现，区域业务规模领先的公司倾向于在该区域获得更高的收入增速，在区域竞争中表现更强势。比如韵达在华东区业务量排序第 1，收入增速居于首位；申通在华南区业务量排序第 2 且十分接近第 1 位的圆通，收入增速居于首位；圆通在华北区业务量排序第 1，收入增速也居于首位。

图表 36 通达系快递的分区域业务量分布（2018H1）



资料来源：华创证券测算

图表 37 通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）

	圆通		申通		韵达	
	业务量(以单票收入近似测算)	营收增速	业务量(以单票收入近似测算)	营收增速	业务量(以单票收入近似测算)	营收增速
华东	14.9	35%	10.5	7%	21.91	41.76%
华南	7.5	27%	6.1	57%	1.93	-17.29%

华北	2.7	20%	1.4	14%	2.54	9.96%
华中	2.0	42%	1.5	15%	0.92	23.76%
西南	1.1	59%	0.4	-1%	1.21	72.23%
东北	0.6	36%	0.4	18%	0.90	58.54%
西北	0.3	34%	0.2	11%	0.93	51.49%

资料来源：公司公告、华创证券测算

图表 38 通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）

	圆通业务 量排序	申通业务 量排序	韵达业务 量排序	圆通营收 增速	申通营收 增速	韵达营收 增速
整体	2	3	1	27.42%（快 递业务）	19%	33.29%（快 递业 务）
华东	2	3	1	35%	7%	42%
华南	1	2	3	27%	57%	-17%
华北	1	3	2	20%	14%	10%
华中	1	2	3	42%	15%	24%
西南	2	3	1	59%	-1%	72%
东北	2	3	1	36%	18%	59%
西北	2	3	1	34%	11%	51%

资料来源：公司公告、华创证券测算

四、投资建议：被低估的通达系“元老”，依旧存在预期差

我们认为过去压制申通快递的四大因素已经消除或正在改变，公司当前 15 倍 PE，较同行差距较大，市场低估其改善的持续性，我们给出两大观察指标，成本改善以及业务量增速的持续性

1. 可比单票成本的下降意味着公司转运中心直营化后核心效率提升的开始，即竞争力的提升

我们预计申通的可比单票成本 2019 年可下降 10%左右（剔除掉转运口径变化，不含派费），具体而言：

1) 单票面单成本：考虑到面单纸质率下降（电商件增速更快，使得散客件与商务件占比下降），预计单票面单成本 2019 年有望下降 10%左右。

2) 单票中转成本（剔除口径变化）：预计转运中心的自动化率提升将于 19 年下半年表现更为明显，预计 2019 年全年中转成本有望下降 8%左右。

3) 单票运输成本：预计运输环节的效率提升快于中转环节，2018 年下半年有望观察到单票运输成本的改善，但比较公司与同行的单票运输成本、运输工具类资产，仍有较大下降空间，随着公司继续提升自营比例、增加大车使用，预计 2019 年全年运输成本有望下降 12%左右。

图表 39 申通运输类资产具备提升空间

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
单票成本	2.71	2.02	2.44	2.41	2.63	2.73	3.06	2.98
YOY		-25%	21%	-2%	9%	4%	12%	-3%
可比单票成本 (扣除派费、剔除转运口径变化)	2.76	2.11	1.84	1.65	1.96	1.67	1.50	1.34
YOY		-24%	-13%	-10%	18%	-14%	-10%	-11%
单票面单成本	0.31	0.25	0.16	0.07	0.07	0.04	0.03	0.02
YOY		-21%	-35%	-54%	-10%	-40%	-15%	-41%
单票中转成本	0.24	0.22	0.26	0.27	0.37	0.45	0.63	0.59
——对应转运口径	0.40	0.42	0.45	0.47	0.50	0.64	0.95	1.00
——还原后的单票中转成本	0.60	0.53	0.59	0.57	0.75	0.71	0.65	0.59
YOY		-12%	10%	-3%	30%	-5%	-8%	-10%
单票运输成本	0.74	0.56	0.49	0.47	0.57	0.59	0.78	0.73
——对应转运口径	0.40	0.42	0.45	0.47	0.50	0.64	0.95	1.00
——还原后的单票运输成本	1.84	1.33	1.09	1.01	1.14	0.93	0.82	0.73
YOY		-28%	-18%	-8%	14%	-19%	-12%	-10%
单票派送支出	1.42	0.99	1.53	1.59	1.62	1.64	1.64	1.64
YOY		-30%	54%	4%	2%	1%	0%	0%

资料来源：公司公告、华创证券

2、业务量增速的持续性：意味着直营化不是一次性的释放

2018 年下半年，在总部单票收费仍高于同行的情况下，公司已经实现了行业 10% 以上的业务量增速，充分证明了公司加盟商终端揽件能力。直营化率提升从基数原因会使得公司 18H2 到 19H1 都维持超越行业 10 个百分点左右的增长，而分歧在于 2019 年下半年，2019 年下半年，低基数因素消退，业务量增速能否持续维持，也是证明公司并非一次性改善。我们认为公司成本改善正在进行，将有望体现在 2019 年下半年，节约的成本则会使得全网利益分配更灵活，从而延续良性的量价循环，较高的业务量增速有望贯穿全年。预计下半年依旧可以超越行业 10 个百分点以上的增长。

3、估值与投资建议

1) 此前报告我们认为处于景气区间的快递行业中枢可给予 20 倍 PE，并阐述了行业修复逻辑：

即需求端拼多多等新型电商平台的兴起以及快速发展给行业维持 20-25% 的景气区间带来支撑；**竞争格局**，低价竞争策略的“失效”以及难复制，新进入者威胁降低；同时我们认为**通达系整体**已经构筑成本优势护城河，集中度将向头部公司集中，且“价格战”存在边界而非无止境，整体将进入**良性量价循环**（即价格下降幅度与成本改善相匹配）。

2) 我们预计公司 2019 年实现归属净利 23 亿元，当前仅 15 倍 PE，**市场对于公司的认知仅限于转运中心直营化的变革推动了一次性的红利释放带来件量高增速，预期差在于忽视公司直营化后通过效仿行业领先者成功路径进行的精细化管理与资本投入降本增效**，我们认为公司业务量增速重回一线阵营并有 3 个月处于行业领先，其估值应当得以修复，而根据其改善的路径与持续性可给予 18-22 倍 PE，对应市值为 414-506 元，较当前市值有 21%-48% 的空间，中性情况下给予 20 倍 PE，对应 460 亿市值，30 元股价，预期较现价 34% 空间。考虑到公司改善进度的不确定性，强调“推荐”评级。

图表 40 市值空间预测

	当前	保守	中性	乐观
PE	14.9	18	20	22
市值	343	414	460	506
股价	22.5	27.2	30.2	33.3
空间		21%	34%	48%

资料来源：wind，华创证券

五、风险提示

经济大幅下滑、价格战竞争加剧、成本改善不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,244	4,238	4,984	6,191
应收票据	252	337	479	587
应收账款	710	940	1,336	1,638
预付账款	123	167	244	301
存货	32	44	64	79
其他流动资产	1,493	1,994	2,834	3,473
流动资产合计	5,854	7,720	9,941	12,269
其他长期投资	294	294	294	294
长期股权投资	51	51	51	51
固定资产	1,295	1,408	1,503	1,580
在建工程	283	333	383	433
无形资产	720	648	583	525
其他非流动资产	312	301	291	284
非流动资产合计	2,955	3,035	3,105	3,167
资产合计	8,809	10,755	13,046	15,436
短期借款	5	-190	-385	-580
应付票据	0	0	0	0
应付账款	806	1,094	1,594	1,967
预收款项	533	712	1,012	1,241
其他应付款	150	150	150	150
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	513	659	790	933
流动负债合计	2,007	2,425	3,161	3,711
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26	26	26	26
非流动负债合计	26	26	26	26
负债合计	2,033	2,451	3,187	3,737
归属母公司所有者权益	6,753	8,282	9,832	11,682
少数股东权益	23	22	27	17
所有者权益合计	6,776	8,304	9,859	11,699
负债和股东权益	8,809	10,755	13,046	15,436

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,097	1,628	1,910	2,446
现金收益	1,719	2,401	2,633	3,019
存货影响	-2	-12	-20	-15
经营性应收影响	-381	-389	-625	-477
经营性应付影响	205	467	799	602
其他影响	556	-840	-878	-683
投资活动现金流	-2,372	-390	-390	-390
资本支出	-1,151	-402	-399	-397
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-1,221	12	9	7
融资活动现金流	-344	-244	-774	-849
借款增加	-195	-195	-195	-195
股利及利息支付	86	90	29	40
股东融资	-294	-139	-608	-694
其他影响	59	0	0	0

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,657	16,910	24,039	29,467
营业成本	10,322	14,008	20,400	25,179
税金及附加	45	60	85	105
销售费用	76	51	67	74
管理费用	311	440	529	648
财务费用	-86	-90	-29	-40
资产减值损失	128	30	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	32	290	32	32
其他收益	3	3	3	3
营业利润	1,894	2,701	3,008	3,523
营业外收入	116	117	116	116
营业外支出	21	21	21	21
利润总额	1,989	2,797	3,103	3,618
所得税	501	705	782	912
净利润	1,488	2,092	2,321	2,706
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,488	2,092	2,321	2,706
NOPLAT	1,488	2,092	2,315	2,695
EPS(摊薄)(元)	0.97	1.37	1.52	1.77

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	28.1%	33.6%	42.2%	22.6%
EBIT 增长率	17.7%	40.6%	10.7%	16.4%
归母净利润增长率	17.9%	40.6%	11.0%	16.6%
获利能力				
毛利率	18.5%	17.2%	15.1%	14.5%
净利率	11.8%	12.4%	9.7%	9.2%
ROE	22.0%	25.2%	23.5%	23.1%
ROIC	49.9%	63.7%	61.6%	64.3%
偿债能力				
资产负债率	23.1%	22.8%	24.4%	24.2%
债务权益比	0.5%	-2.0%	-3.6%	-4.7%
流动比率	291.7%	318.4%	314.5%	330.6%
速动比率	290.1%	316.5%	312.5%	328.5%
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.6	1.8	1.9
应收帐款周转天数	19	18	17	18
应付帐款周转天数	25	24	24	25
存货周转天数	1	1	1	1
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.37	1.52	1.77
每股经营现金流	1.37	1.06	1.25	1.60
每股净资产	4.41	5.41	6.42	7.63
估值比率				
P/E	23	16.5	14.9	12.7
P/B	4	4	4	4
EV/EBITDA	24	17	16	14

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500