

公司研究/动态点评

2017年09月24日

交通运输/物流 II

投资评级：增持（调高评级）

当前价格(元): 25.8  
合理价格区间(元): 26.20-29.40

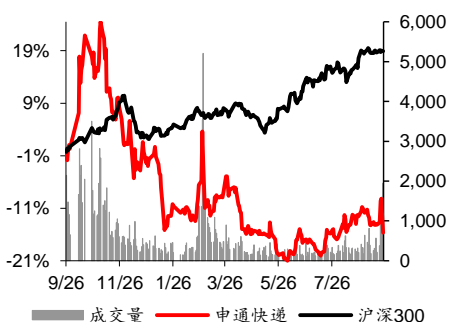
**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

- 1 《申通快递(002468,中性): 老骥伏枥, 志在千里》2017.08
- 2 《申通快递(002468,中性): 投资快捷一小步, 整合大剧初现》2017.08

股价走势图



资料来源: Wind

# 快递旺季来临, 4Q 具备配置价值

## 申通快递(002468)

### 今年 4 季度快递需求、成本、竞争格局均同比改善, 具备配置价值

4 季度, 快递将迎来旺季, 我们认为因: 1) 电商促销力度较强, 2) 成本同比改善, 3) 百世上市后竞争格局暂趋稳定, 4) 此前快递板块下跌较多, 申通估值较低, 关注度、盈利存在预期差, 具备配置价值。

### 需求端, 电商竞争加剧, 促销力度与时间跨度有望超预期

四季度为电商促销旺季, 预计今年促销力度将超去年, 拉动快递需求。1) 阿里与京东在 B2C 市场的竞争加剧。据中国电子商务研究中心 1H17 数据, 天猫/京东为 B2C 网购市场前二, 市占率分别为 50.2%/24.5%, 但天猫市占率同比下滑 3 个百分点。2017 年天猫积极参与了传统 618 京东店庆日, 4 季度有望看到两巨头竞争的延续; 2) 今年促销时间跨度有望拉长, 2017 年中秋由上年 9 月推迟至与国庆重叠, 有望将部分消费推迟至四季度, 且预计“双 11”等大型促销的促销期同样较长。

### 成本端, 车辆供给、油价、通行费、处理效率同比改善, 业绩有望超预期

往年“双 11”, 快递企业需增加高成本的临时运力、人力, 造成增量但不增利润。2017 年, 虽然预期需求大, 临时外协人力、运力成本依然较高, 但我们认为将同比改善: 1) 2016 年受 921 新政影响, 运力紧张, 整体运价上升明显, 今年运价已稳中有降; 2) 相比 4Q16 油价大幅上升, 4Q17 同比成本上升不显著; 3) 据各省交通厅文件, 浙江、江苏、广东等快递大省自 2017 年 7 月-9 月起, 高速公路货运执行 9 折左右优惠政策; 4) 经过上市后一年的建设, 申通内部管理能力、分拨处理效率以及菜鸟数据预测能力有提升, 叠加时间较长的电商促销和规模效应显现, 业绩有望超预期。

### 低价战略的百世上市, 缓解行业价格和申通市占率压力

2017 年 9 月 21 日, 百世顺利赴美上市。过去一年, 百世通过降价在行业中抢占市场, 申通市占率受到挤压。虽然百世业务量增速显著超过行业平均水平, 但造成其自身快递业务亏损。伴随百世顺利上市, 市场对其盈利考核压力将一定程度上缓解其较为激进的战略, 利好整体行业的价格稳定和此前被抢夺较多市场份额的申通。

### 行业下跌较多, 申通快递估值行业内最低, 具备安全边际

截至报告日, 快递板块近 6 个月下跌 7.5%, 若类比 132 个申万二级行业, 涨幅排名 84。4 季度旺季为板块性机会, 行业个股均有望受益。申通快递此前受关注程度较低、获利盘较少, 公司今年以来内部管理改善逐渐显现, 成本降幅较大, 虽然与大加盟商间博弈问题依然存在, 但公司目前估值行业最低, 具备较好安全边际。上调申通快递目标价对应估值, 参考 9 月 23 日 A 股通达系快递加权平均 PE 估值 (Wind 一致预期, 2017E) 32.7X, 考虑申通增速和市占率较低, 折价 10-20%, 即 2017E 的 PE 估值区间为 26.2X-29.4X, 对应上调目标价至 26.20-29.40 元, 上调至“增持”评级。

风险提示: 电商销售不及预期, 运力、人工成本上升幅度超预期, 高峰期网点不稳定或服务品质下滑对品牌造成负面影响。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,531
流通 A 股 (百万股)	331.78
52 周内股价区间 (元)	24.16-38.18
总市值 (百万元)	39,495
总资产 (百万元)	7,394
每股净资产 (元)	3.94

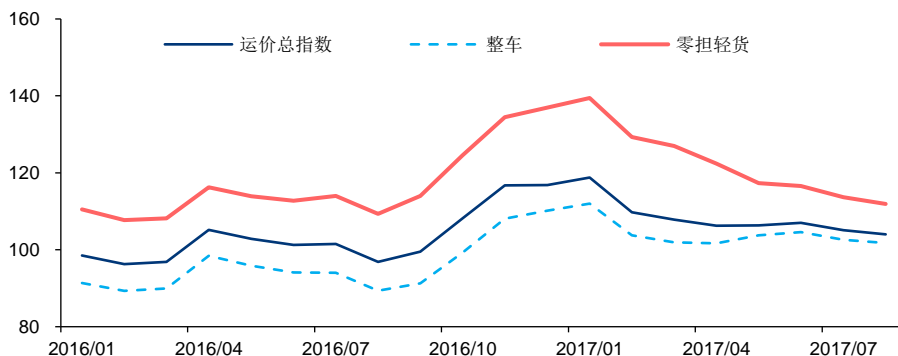
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7,711	9,881	12,440	14,691	17,069
+/-%	349.40	28.13	25.90	18.09	16.19
归属母公司净利润 (百万元)	764.82	1,262	1,529	1,823	1,890
+/-%	9,081	64.96	21.20	19.19	3.72
EPS (元, 最新摊薄)	0.50	0.82	1.00	1.19	1.23
PE (倍)	51.64	31.30	25.83	21.67	20.89

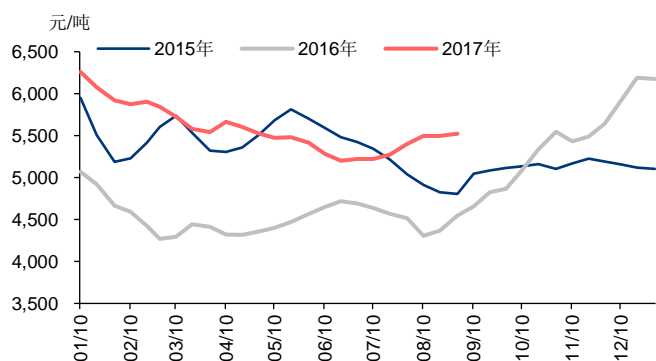
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公路运价指数稳步下降



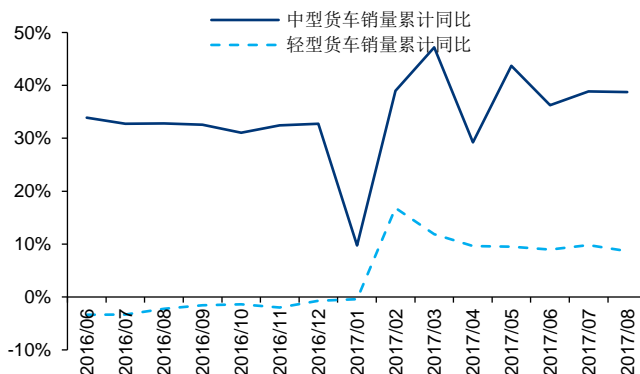
资料来源: 中国物流与采购联合会、林安物流集团、华泰证券研究所

图表2: 2017年油价稳定, 4季度0#柴油市场价同比增长收窄



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表3: 中型、轻型货车全年销量增长



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

图表4: 部分省份高速费优惠情况

省份	高速费优惠	政策执行时间
浙江	下调部分货车计重费率	2017/09起
江苏	ETC 货车 9折	2017.1-2018.1
广东	部分高速公路路段 85折	2017/07起
河南	夜间 ETC 货车用户 9折	2017/08起
湖北	ETC 货车 85折	2017/05起

资料来源: 各省交通运输厅, 华泰证券研究所

图表5: A股快递可比公司表 (2017/09/23)

公司	评级	EPS (期末股本摊薄)				PE				PB			2017/9/23 总市值(亿元)
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
圆通速递	增持	0.49	0.55	0.61	0.66	42.59	37.89	33.68	31.46	6.27	5.28	4.52	584
申通快递	增持	0.82	1.00	1.19	1.23	31.30	25.83	21.66	20.90	4.98	4.05	3.39	395
顺丰控股	未覆盖	1.00	0.94	1.07	1.29	53.27	56.63	49.79	41.40	9.32	7.26	6.24	2,348
韵达股份	未覆盖	1.16	1.34	1.69	2.07	39.35	34.13	27.04	22.13	10.27	7.34	5.53	556

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,615	6,227	6,448	7,957	10,260
现金	123.00	3,863	3,992	5,089	7,140
应收账款	718.94	655.67	825.50	974.87	1,133
其他应收账款	73.56	416.52	524.41	619.29	719.53
预付账款	50.30	64.01	80.51	95.76	113.43
存货	42.29	30.04	38.35	45.28	53.83
其他流动资产	606.54	1,198	986.97	1,133	1,100
非流动资产	1,229	1,737	2,611	3,245	3,028
长期投资	143.96	53.90	53.90	53.90	53.90
固定投资	503.23	686.58	1,450	2,185	2,018
无形资产	386.03	520.90	520.90	520.90	520.90
其他非流动资产	196.12	475.83	585.99	485.69	435.54
资产总计	2,844	7,964	9,059	11,203	13,288
流动负债	2,035	2,501	2,226	2,547	2,737
短期借款	50.00	200.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	556.48	600.75	686.05	750.25	892.02
其他流动负债	1,428	1,700	1,539	1,797	1,845
非流动负债	23.83	20.95	14.35	12.56	15.95
长期借款	20.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.76	20.95	14.35	12.56	15.95
负债合计	2,058	2,522	2,240	2,560	2,753
少数股东权益	8.57	0.59	1.50	2.59	3.72
股本	250.00	1,531	1,531	1,531	1,531
资本公积	0.00	3,219	3,219	3,219	3,219
留存公积	527.07	1,788	3,177	4,999	6,890
归属母公司股	777.02	5,442	6,818	8,640	10,531
负债和股东权益	2,844	7,964	9,059	11,203	13,288

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	863.06	1,820	1,566	1,978	2,109
净利润	766.71	1,262	1,530	1,824	1,891
折旧摊销	137.06	179.99	216.14	280.91	316.80
财务费用	(16.02)	11.43	(9.40)	(15.89)	(21.40)
投资损失	1.10	(15.04)	(16.54)	(18.19)	(20.01)
营运资金变动	(52.36)	386.19	(171.82)	(95.28)	(65.56)
其他经营现金	26.56	(4.69)	17.76	2.71	8.15
投资活动现金	(512.41)	2,470	(1,093)	(896.50)	(79.84)
资本支出	190.37	765.57	1,009	914.70	99.85
长期投资	322.85	374.60	100.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.81	3,610	16.54	18.19	20.01
筹资活动现金	(345.16)	(555.23)	(343.76)	15.89	21.40
短期借款	(525.54)	150.00	(200.00)	0.00	0.00
长期借款	5.45	(20.07)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(81.78)	1,281	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(262.17)	3,219	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	518.87	(5,185)	(143.76)	15.89	21.40
现金净增加额	5.49	3,740	129.56	1,097	2,051

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,711	9,881	12,440	14,691	17,069
营业成本	6,411	7,919	10,109	11,935	14,190
营业税金及附加	22.66	21.54	31.84	34.82	42.07
营业费用	79.99	74.45	77.22	79.53	81.92
管理费用	218.89	243.71	263.20	284.26	307.00
财务费用	(16.02)	11.43	(9.40)	(15.89)	(21.40)
资产减值损失	4.80	(6.68)	4.33	4.46	4.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.10)	15.04	16.54	18.19	20.01
营业利润	989.00	1,632	1,980	2,387	2,484
营业外收入	47.11	70.84	77.93	62.34	56.11
营业外支出	6.74	12.71	6.35	5.72	5.15
利润总额	1,029	1,691	2,052	2,444	2,535
所得税	262.66	428.12	521.52	620.02	643.90
净利润	766.71	1,262	1,530	1,824	1,891
少数股东损益	1.89	0.75	0.91	1.09	1.13
归属母公司净利润	764.82	1,262	1,529	1,823	1,890
EBITDA	1,110	1,824	2,187	2,652	2,780
EPS (元)	0.50	0.82	1.00	1.19	1.23

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	349.40	28.13	25.90	18.09	16.19
营业利润	138,113	65.05	21.29	20.56	4.08
归属母公司净利润	9,081	64.96	21.20	19.19	3.72
获利能力 (%)					
毛利率	16.86	19.85	18.73	18.76	16.86
净利率	9.92	12.77	12.29	12.41	11.08
ROE	98.43	23.18	22.43	21.09	17.95
ROIC	57.35	79.82	58.84	54.91	59.93
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.38	31.67	24.72	22.85	20.72
净负债比率 (%)	3.86	7.93	0	0	0
流动比率	0.79	2.49	2.90	3.12	3.75
速动比率	0.77	2.48	2.88	3.11	3.73
营运能力					
总资产周转率	3.45	1.83	1.46	1.45	1.39
应收账款周转率	14.08	14.05	16.44	15.98	15.86
应付账款周转率	17.46	13.69	15.71	16.62	17.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.82	1.00	1.19	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.19	1.02	1.29	1.38
每股净资产(最新摊薄)	0.51	3.55	4.45	5.64	6.88
估值比率					
PE (倍)	51.64	31.30	25.83	21.67	20.89
PB (倍)	50.83	7.26	5.79	4.57	3.75
EV_EBITDA (倍)	32.02	19.49	16.25	13.40	12.79

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com