

物流

证券研究报告

2019年01月17日

遇挫则后勇，低市值快递迎来反弹！

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

黄盈

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080007
huangying1@tfzq.com

事件

2018 全年及 2018 年 12 月快递行业数据经营披露完成:

行业方面, 2018 年快递全行业实现业务量 507.10 亿件, 同比增长 26.60%, 业务收入完成 6038.40 亿元, 同比增长 21.81%。单价 11.91 元/票, 环比下降 0.46 元/票, 相比上年降幅有所扩大; 12 月单月全行业实现业务量 54.18 亿件, 同比增长 28.99%; 业务收入完成 609.6 亿元, 同比增长 17.28%。单价 11.25 元/票, 环比提升 0.19 元/票, 同比下滑 1.13 元/票。

行业与公司数据脱节

在 18 年下半年, 我们看到了邮政局统计结果与公司高频数据背离的情况:

- 1) **增速:** 2018 年 7 月起, 几乎所有一线通达系快递的增速都高于行业, 说明一线快递对二线快递的掠夺仍然在持续;
- 2) **单价的背离:** 我们以 11 月单价为例, 作为涨价契机, 大部分通达系公司公布了派费上调措施, 且上市公司的单价水平确实呈现出了环比回升, 韵达、圆通与申通分别达到了 0.25、0.14 与 0.05 元/票, 同比也均是上涨; 但 11 月的行业单价却出现了较大的跌幅, 环比下降 0.33 元/票, 同比下降 0.94 元/票。

行业数据与公司数据发生分歧的原因可能有很多, 如一二线快递发展状况的脱节、邮政局统计方法(直接接受分公司上报省局)的方式相关, 但随着双方差距越拉越大, 我们倾向于淡化行业指标, 更看重公司情况。

对公司估值的分析

从目前情况看, 当前上市的几家通达系快递公司中, 按照市值大小排序并考虑 PE 估值, 分别是中通(942 亿, 22 倍--2018)、韵达(537 亿, 扣非 27 倍--2018)、圆通(304 亿, 16 倍--2018)、申通(258 亿, 扣非 14 倍--2018)与百世(130 亿)。其中美股的中通确实体现出了较强的盈利能力, 而韵达、圆通、申通, 18 年预期业绩差距不大, 拉开市值差距的主要是估值水平, 而当前估值背后的差距则主要来自业务量增速以及管理。而我们认为, 申通和圆通经历了一段时间的管理磨合和改善, 单量增速有望恢复, 其原因在于:

- 1) **对核心资产的把握能力提升:** 申通在 2018 年相继收购了位于北京、广东、湖北、南昌、郑州等地的加盟商转运中心, 将其转运中心直营率水平提升至 88.2%; 圆通则在 2018 年开始购置车辆。随着资本开支提升, 自有资产加大, 对产能的把握更加有的放矢;
- 2) **管理有所改善:** 随着中转中心自有率提升以及车辆保有量的提升, 对中转中心自动化改造、车辆路由线路个优化效果等都会在其后几个季度逐步体现, 我们期待公司成本趋势继续向好, 实现经营性现金流、网点激励、包裹量增速的良性循环。

在目前位置看, 单量恢复有望带动估值进一步修复, 考虑到快递是为数不多的高增长、现金流强的行业, 我们认为, 申通与圆通将有望实现估值上的修复, 继续推荐!

投资建议

行业数字与公司数据背离的情况下, 我们更侧重于一线上市快递所释放的数据信号, 当前 A 股通达系公司的估值差距背后主要是各家公司增速的不同, 以及市场对于其管理能力的看法。我们认为申通、圆通在过去一段时间对核心资产的掌控能力加强, 随后将带来产能、成本等各方面的提升, 带来现金流、网点能力的正循环, 实现增速的超预期, 推荐低估值的圆通、申通。

风险提示: 行业增速低于预期; 行业竞争格局恶化。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《物流-行业点评:旺季大考, 头部公司表现较好, 行业单价出现压力》 2018-12-19
- 2 《物流-行业点评:行业稳健增长, 公司增速分化》 2018-11-20
- 3 《物流-行业点评:业务量增速 24.1%, 金华泉州单价下降》 2018-10-16



1. 事件

2018 全年及 2018 年 12 月快递行业数据经营披露完成：

行业方面，2018 年快递全行业实现业务量 507.10 亿件，同比增长 26.60%，业务收入完成 6038.40 亿元，同比增长 21.81%。单价 11.91 元/票，环比下降 0.46 元/票，相比上年降幅有所扩大；12 月单月全行业实现业务量 54.18 亿件，同比增长 28.99%；业务收入完成 609.6 亿元，同比增长 17.28%。单价 11.25 元/票，环比提升 0.19 元/票，同比下滑 1.13 元/票。

链接：

http://www.spb.gov.cn/xw/dtxx_15079/201901/t20190116_1746179.html

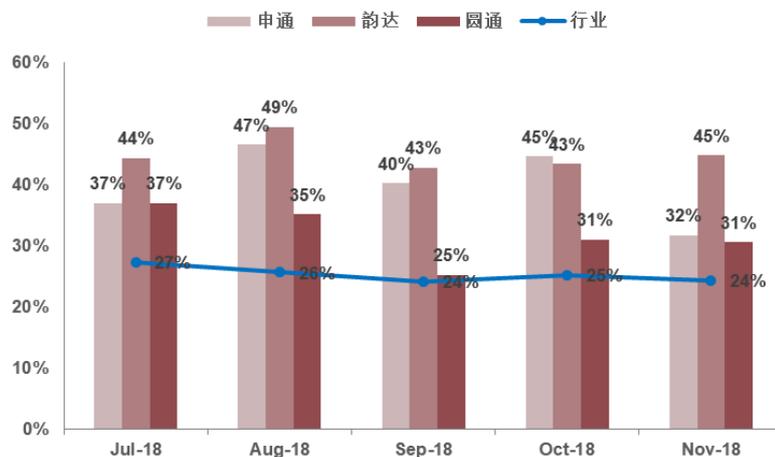
2. 我们的观点

■ 行业与公司数据脱节

在 18 年下半年，我们看到了邮政局统计结果与公司高频数据背离的情况：

1) **增速**：2018 年 7 月起，几乎所有一线通达系快递的增速都高于行业，说明一线快递对二线快递的掠夺仍然在持续；

图 1：2018.7-2018.11 申通、韵达、圆通与行业增速对比



资料来源：wind，国家邮政局，天风证券研究所

2) **单价的背离**：我们以 11 月单价为例，作为涨价契机，大部分通达系公司公布了派费上调措施，且上市公司的单价水平确实呈现出了环比回升，韵达、圆通与申通单价分别环比上升了 0.25、0.14 与 0.05 元/票，同比也均是上涨；逻辑上来说，上市公司提升派费应该要体现在行业统计数据上，但 11 月的行业单价却出现了较大的跌幅，环比下降 0.33 元/票，同比下降 0.94 元/票。

行业数据与公司数据发生分歧的原因可能有很多，如一二线快递发展状况的脱节、邮政局统计方法（直接接受分公司上报省局）的方式相关，但随着双方差距越拉越大，我们倾向于淡化行业指标，更看重公司情况。

■ 对公司估值的分析

我们已经看到一线上市公司之间的差距在 18 年下半年后，随着申通、圆通的增速修复开始逐步缩小，韵达、圆通、申通的高频数据都体现出了当前一线快递对市场份额的掠夺能力，（同样，美股的中通与百世，虽没有高频数据，但 3Q18 的业务量增速分别为 36.5% 与 35.7%，超过行业增速 10 个百分点左右）。

从目前情况看，当前上市的几家通达系快递公司中，按照市值大小排序并考虑 PE 估值，分别是中通（942 亿，22 倍-2018）、韵达（537 亿，扣非 27 倍--2018）、圆通（304 亿，16 倍--2018）、申通（258 亿，扣非 14 倍--2018）与百世（130 亿）。其中美股的中通确实体现出了较强的盈利能力，而韵达、圆通、申通，18 年预期业绩差距不大，拉开市值差距的主要是估值水平，而当前估值背后的差距则主要来自业务量增速以及管理。而我们认为，申通和圆通经历了一段时间的管理磨合和改善，单量增速有望恢复，其原因在于：

- 1) **对核心资产的把握能力提升：**申通在 2018 年相继收购了位于北京、广东、湖北、南昌、郑州等地的加盟商转运中心，将其转运中心直营率水平提升至 88.2%；圆通则在 2018 年开始购置车辆。随着资本开支提升，自有资产加大，对产能的把握更加有的放矢；
- 2) **管理有所改善：**随着中转中心自有率提升以及车辆保有量的提升，对中转中心自动化改造、车辆路由线路个优化效果等都会在其后几个季度逐步体现，我们期待公司成本趋势继续向好，实现经营性现金流、网点激励、包裹量增速的良性循环。

在目前位置看，单量恢复有望带动估值进一步修复，考虑到快递是为数不多的高增长、现金流强的行业，我们认为，申通与圆通将有望实现估值上的修复，继续推荐！

3. 行业数据跟踪

■ 增速：12 月异地业务增速回升，CR8 稳中微跌

2018 年全年行业包裹量 507.10 亿件，日均业务量 1.39 亿件，业务量整体增长 26.60%，增速继续放缓，下降 1.48%。按照产品类型，呈现出国际（+34.0% YOY）>异地（+27.5% YOY）>同城（+23.1% YOY）的特征。

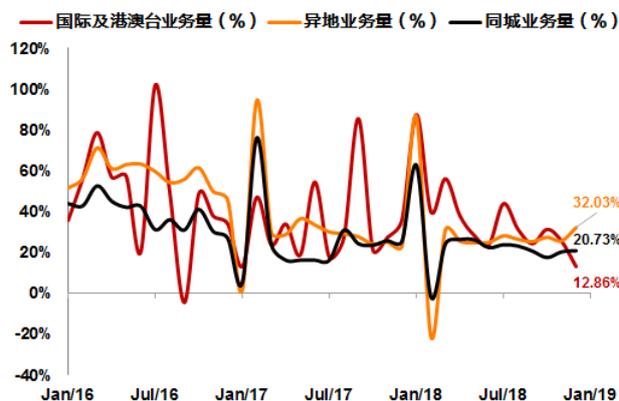
12 月单月行业实现包裹量 54.18 亿件，日均业务量 1.75 亿件，业务量整体增长 28.99%，虽然受双十一高基数影响业务量环比下滑，但增速上相比 11 月有所回升，上升 4.63 个百分点。按照产品类型，呈现出异地（+32.03% YOY）>同城（+20.73% YOY）>国际（+12.86% YOY）的特征，其中异地业务较上月增速大幅回升 6.45 个百分点，同城业务增速则是连续 7 个月跑输。

图 2：2016.1-2018.12 快递行业业务量（万件）及其增速（%）



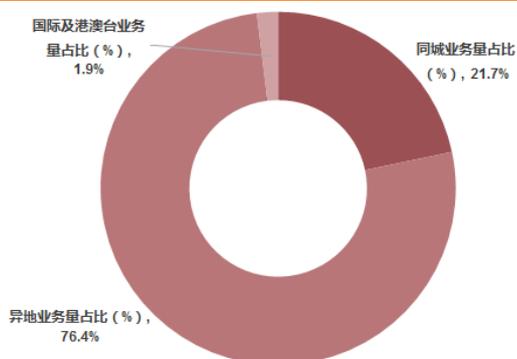
资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 3：2016.1-2018.12 快递同城、异地、整体业务量增速对比（%）



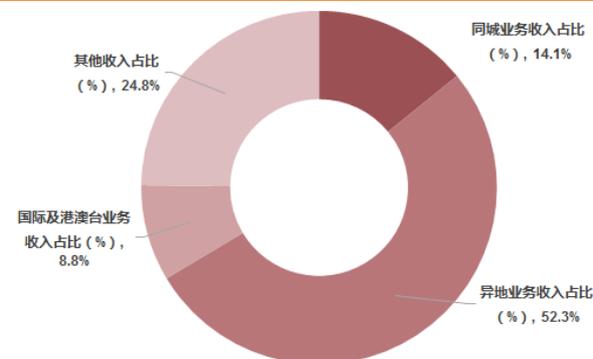
资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 4：2018.12 快递行业同城/异地/国际件业务量结构



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 5：2018.12 快递行业同城/异地/国际件/其他业务收入结构



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

观察年初至今，CR8 的走势趋于稳定，12 月的 CR8 指数为 81.2%，环比略微下降 0.1%，今年 CR8 高点出现在 6-7 月份的 81.5，集中度整体相比 17 年已有较为显著的改善。

图 6：2014 至今快递业 CR8 指数（%）



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

■ 单价：12 月同比下跌但是环比回升，区域分化

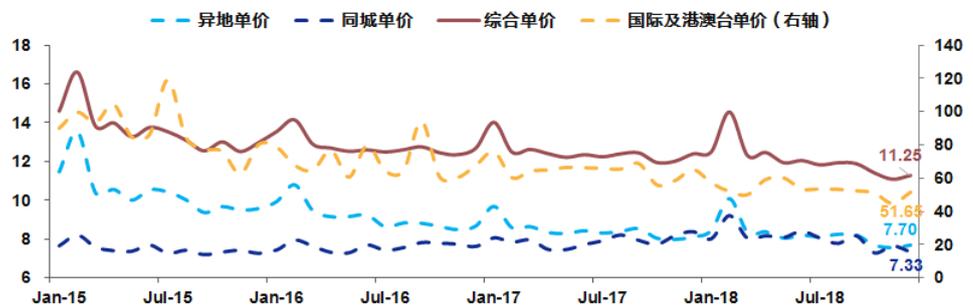
2018 年整体行业综合单价为 11.91 元/票，环比下降 0.46 元/票，跌幅较上年有所扩大。剔除其他收入后，单价为 9.06，环比下降 0.37 元/票。分拆国际、同城与异地几个子项目，国际件降幅仍最明显，单年下降 32.36 元/票至 52.95 元/票；异地件降价有所收窄，单年下降 2.68 元/票至 8.13 元/票；同城件表现相对稳定，但是降幅有所回升，单年下降 1.94

元/票至 7.94 元/票。

12 月，行业综合单价达到 11.25 元/票，同比去年-1.13 元/票，环比上月+0.19 元/票，同比降幅较为明显，但是环比上月有所改善。剔除其他收入之后，12 月单价为 8.46 元/票，同比减少幅度 0.97 元/票，降幅也不及整体单价的变动。分拆国际、同城与异地几个子项目，我们发现：

同比异地件单价和同城单价均有下降，国际件单价大幅下降：异地件单价 7.7 元/票（同比-0.42 元/票，环比+0.14 元/票），同时国际及港澳台件单价 51.65 元/票，同比下降 13.48 元/票，跌幅达 20.70%，为单价的同比下跌加重砝码；国内件中，异地件较为稳定，价格由去年 12 月的 8.12 元/票下跌至 7.70 元/票，跌幅为 0.42 元/票；而今年上半年单价较为稳定的同城件呈现加速下跌的趋势，价格由去年 12 月的 8.36 元/票下跌至 7.33 元/票，跌幅达到 1.03 元/票。

图 7：2014 至今快递业 CR8 指数 (%)



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

4. 投资建议

行业数字与公司数据背离的情况下，我们更侧重于一线上市快递所释放的数据信号，当前 A 股通达系公司的估值差距背后主要是各家公司增速的不同，以及市场对于其管理能力的看法。我们认为申通、圆通在过去一段时间对核心资产的掌控能力加强，随后将带来产能、成本等各方面的提升，带来现金流、网点能力的正循环，实现增速的超预期，推荐低估值的圆通、申通。

5. 风险提示

行业增速低于预期；行业竞争格局恶化。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com