

2019年6月14日

张楠
fiona.zhang@capital.com.tw
目标价(元)

31.7

申通快递(002468.SZ)

Buy 买入

推进转运中心直营化，业绩逐季加速增长

公司基本资讯

产业别	交通运输		
A 股价(2019/6/14)	24.48		
深证成指(2019/6/14)	8810.13		
股价 12 个月高/低	26.21/13.92		
总发行股数(百万)	1530.80		
A 股数(百万)	331.78		
A 市值(亿元)	81.22		
主要股东	上海德股投资控股有限公司 (53.76%)		
每股净值(元)	5.32		
股价/账面净值	4.60		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	10.7	7.5	6.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

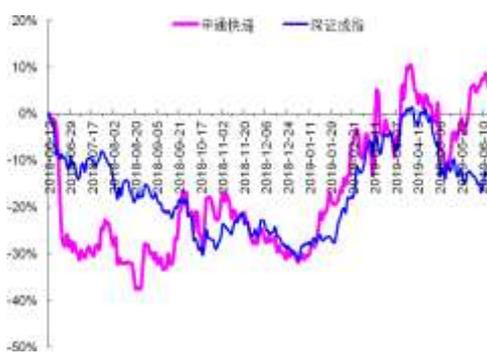
产品组合

速运物流	99.32%
商业销售	0.11%
其他	0.57%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.9%
一般法人	43.5%

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司作为快递行业传统龙头，具有较强的网络、客户基础。2018 年公司着力进行内部改革，包括加大转运中心直营化的步伐，加大基础设施建设的投入，推进末端网络的综合管理，提升服务口碑等，公司在增强硬实力的基础上，内部管理水平、信息化、自动化等软实力持续提升，则公司将会迎来份额和口碑的回升。预计 2019-2021 年实现净利润 22.13 亿元、26.49 亿元、32.98 亿元，YOY 分别增长 8.03%、19.67%、24.52%，EPS 为 1.45 元、1.73 元、2.15 元，当前 A 股股价对应 PE 分别为 16.93 倍、14.15 倍、11.36 倍，对此给予买入的投资建议。

■ **财务数据概览:** 2018 年公司实现营业收入 170.13 亿元，YOY+34.41%；归母净利润为 20.49 亿元，YOY+37.73%；扣非后净利润为 17.21 亿元，YOY+24.12%。2019 年 Q1 实现营业收入 45.07 亿元，YOY+55.10%；归母净利润 4.05 亿元，YOY+7.22%；扣非后净利润为 3.72 亿元，YOY+10.63%。

■ **业务量增速回升，市占率逐步提升。**公司 2018 年完成业务量 51.12 亿件，同比增长 31.13%。2019 年 Q1 公司完成业务量 12.78 亿件，同比增长 45.23%，高于行业增速 22.73 个百分点，市占率从 2018 年下半年开始逐季提升，2017、2018、2019Q1 公司市占率分别为 9.73%、10.08%、10.5%。尤其在 2019 年 1-2 月，公司业务量同比增速 42.86%、80.58%，反映出春节期间业务量向头部集中增速加快。

■ **资本开支增加，成本带来阶段性上涨。**过去几年公司在转运中心直营化、信息化与自动化建设上落后，导致公司业务量增速放缓。2018 年公司通过提升总部的直营管控能力实现市占率的提升和成本优化的经营目标，大力推进转运中心和干线车队直营化，截止 2018 年底，累计收购 15 家转运中心。全网共有转运中心 68 个，自营转运中心 60 个，自营率达 88.24%，公司可以更好的对中转网络统一布局，逐步推进全网一盘棋的战略。

同时，公司继续优化干线运输体系，最大化的降低运输成本。截止 2018 年底，公司开通干线运输路线 2627 条，较 2017 年增长 43%；另外，公司在干线路由、运输车辆、自动化建设等方面积极缩小与龙头企业的差距，截止 2018 年底，公司开通路由达到 10971 条，较 2017 年增长 113.57%；公司拥有干线运输车辆 4478 辆，自营率为 65.68%。

2018 年公司转运中心和干线车队直营化比例的提升，加大资本开支至 28.24 亿元，同比增长 103.72%，带动单票收入上涨，但也对成本产生较大压力。2019 年 Q1 单票收入 3.53 元，YOY+6.80%，QoQ+3.42%；单票成本 3.01 元，YOY+10.72%，QoQ+1.75%；单票毛利 0.52 元，YOY-11.44%，QoQ+14.34%。同比来看，单票成本快速增长拉低了盈利，但环比来看，成本趋稳，毛利出现回升，或由于公司收购转运中心后，成本及经营效率在磨合期中逐步出现改善。

■ **冷链开始起步，毛利率较高值得期待。**公司 2018 年设立冷链子公司上海申雪，开始进入冷链领域，目前已经覆盖上海、苏州、宁波、南通等江浙沪地区，平均冷库利用率 84.25%，冷链 2018 年实现收入 739 万元，占比仅 0.04%，毛利率达 44.55%，高于快递主业，未来发展可期。

- **出售丰巢股权，投入阿里怀抱。**2018年6月申通出售丰巢股权带来一次性投资收益4.14亿元，标志着与顺丰在智能快递柜等方面的合作告一段落。2019年3月阿里以46.6亿元入股申通，间接持有14.65%的股权，双方将在资源、管理、技术等方面进一步合作，尤其在物流科技、快递末端、新零售物流等领域，公司有望从阿里系获得更多的业务量和资源。
- **盈利预测：**考虑到低线电商（拼多多）渗透率持续提升，行业增长趋势依旧。公司通过自营率提升，优化网络，未来业务量将持续改善。同时，阿里入股，未来或将通过信息技术的发展实现业务降本增效。目前公司已经进入管理运营提升的下半场，市占率将有持续提升，公司成本改善可期。考虑到公司2019年可能继续通过降低单价抢占市场，以及新业务扩张短期影响业绩，但随着公司精细化管理和降本增效，利好2020年之后的业绩。预计2019-2021年实现净利润22.13亿元、26.49亿元、32.98亿元，YOY分别增长8.03%、19.67%、24.52%，EPS为1.45元、1.73元、2.15元，当前A股价对应PE分别为16.93倍、14.15倍、11.36倍，对此给予买入的投资建议。
- **风险提示：**宏观经济波动、竞争加剧，新业务发展不及预期等。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019F	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,487.84	2,049.19	2,213.69	2,649.21	3,298.79
同比增减	%	17.93%	37.73%	8.03%	19.67%	24.52%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.97	1.34	1.45	1.73	2.15
同比增减	%	17.93%	37.73%	8.03%	19.67%	24.52%
A 股市盈率(P/E)	倍	25.40	12.29	16.93	14.15	11.36
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.50	0.50	0.50	0.50
股息率 (Yield)	%	0.81%	3.04%	2.04%	2.04%	2.04%

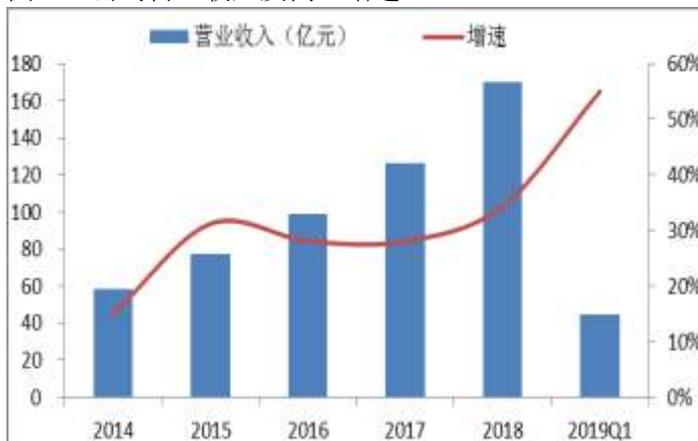
预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

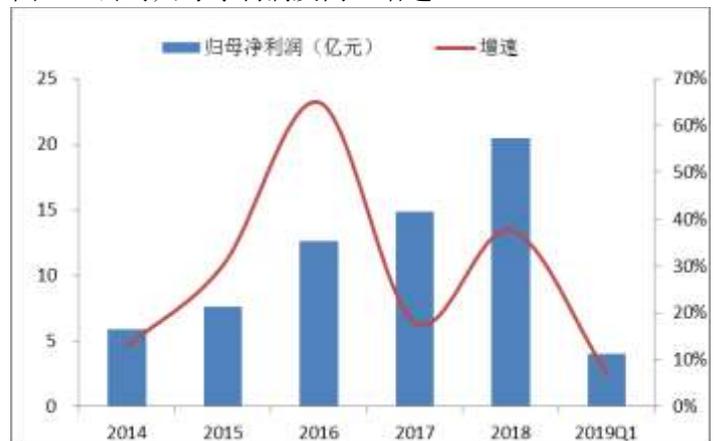
中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

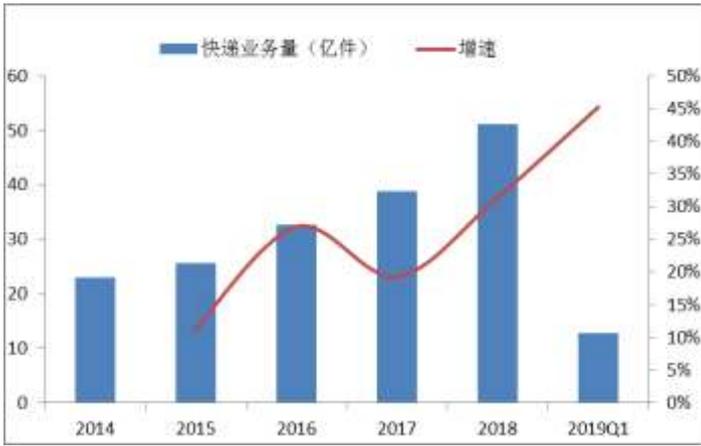
图一：公司营业收入及同比增速



图二：公司归母净利润及同比增速



图三：公司快递业务量及同比增速



数据来源：公司公告、群益整理

附一：合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	12,657.24	17,013.00	23,222.75	28,981.99	36,169.52
经营成本	10,321.74	14,250.07	19,636.60	24,506.47	30,584.08
毛利	2,335.50	2,762.93	3,586.15	4,475.51	5,585.44
营业税金及附加	44.91	40.18	46.45	57.96	72.34
销售费用	76.25	96.08	130.05	162.30	202.55
管理费用	311.00	384.44	557.35	695.57	868.07
财务费用	(86.40)	(113.06)	(116.11)	(57.96)	(72.34)
资产减值损失	127.71	19.92	20.00	20.00	20.00
投资收益	32.00	414.46	40.00	30.00	30.00
营业利润	1,893.89	2,721.68	2,895.53	3,511.72	4,380.14
税前利润	1,989.30	2,741.50	2,955.53	3,541.72	4,410.14
所得税	501.60	689.86	738.88	885.43	1,102.54
少数股东权益	(0.14)	2.45	2.96	7.08	8.82
净利润	1,487.84	2,049.19	2,213.69	2,649.21	3,298.79

附二：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,243.53	4,022.03	5,583.54	7,830.87	10,833.69
存货	32.20	26.56	39.84	47.81	50.20
应收帐款	710.11	1,031.14	1,546.71	1,856.05	1,948.85
流动资产合计	5,853.65	6,161.55	7,870.09	10,434.73	13,532.75
长期投资净额	50.66	121.05	145.26	152.52	160.15
固定资产合计	1,294.56	2,667.18	3,200.62	3,360.65	3,528.68
在建工程	283.42	228.88	240.32	252.34	264.96
无形资产及其他资产合计	720.22	856.65	1,599.48	2,379.46	3,198.43
资产总计	8,809.01	11,865.72	14,255.77	17,779.70	21,884.96
流动负债合计	2,006.89	3,262.42	4,202.28	5,840.42	7,410.21
长期负债合计	26.04	37.78	39.67	41.65	43.74
负债合计	2,032.93	3,300.20	4,241.95	5,882.07	7,453.95
少数股东权益	23.30	63.22	66.38	69.70	73.19
股东权益合计	6,776.08	8,565.53	10,013.82	11,897.63	14,431.01
负债和股东权益总计	8,809.01	11,865.72	14,255.77	17,779.70	21,884.96

附三：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	2,098.04	2,602.67	2,811.39	3,179.05	3,958.55
投资活动产生的现金流量净额	(2,371.98)	(1,623.29)	(811.65)	(405.82)	(324.66)
筹资活动产生的现金流量净额	(344.28)	(219.12)	(438.24)	(525.89)	(631.07)
现金及现金等价物净增加额	(619.07)	762.63	1,561.51	2,247.34	3,002.82

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。