

## 物流 II 行业

### 物流系列深度三：从资产负债表看三通一达的长期竞争格局

分析师： 关鹏



SAC 执证号: S0260518080003

SFC CE.no: BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

#### ● 三通一达核心业务自营、关键资产自有的经营策略逐渐一致

2018年以来，申通陆续收购了北京、武汉、广州、深圳等地的12个加盟商的中转业务，中转自营率提升至80%，和韵达、中通、圆通的差距迅速缩小；而圆通购置干线车辆，完善公司运能体系能力建设，自有运输车辆达1244辆，自有率达到50%以上，单件运输成本显著下降。三通一达核心业务自营、关键资产自有的经营策略已逐渐一致。随着行业增速放缓，存量和增量份额的竞争必须匹配合理的产能扩张节奏，这是三通一达在经营方向上的共识。

#### ● 通达系核心资产规模差异明显，不动产和动产布局分化仍较大

作为重资产业务，快递产能的布局和扩张将决定公司在竞争加剧的背景下是否有能力参与持久战。从资产负债表来看，三通一达的资本实力、产能结构仍存在较大差异。

具体来看，中通的各类资产在绝对规模上都具备较强的优势；**韵达的资产配置偏向动产，其规模略低于中通；而圆通的资产配置偏向于不动产，房建土地规模与中通相当；**申通各类资产配置较均衡，但绝对规模相对较小。

此外，从流动资产来看，中通规模最大，现金最充足，其次是年初完成定增的韵达。考虑圆通36亿可转债和申通新发20亿债券后，圆通的流动资产预计会高于申通，但申通的货币现金仍高于韵达和圆通。**三通一达资产流动性较强，未来产能优化的资本充足。**

#### ● 设备投入能快速降低人工成本，房建土地布局影响全网效率和成本

2016-2017年，韵达通过自购车辆的承包车模式提升了运输自有化率，单件运输成本从2015年的0.85元下降到2018H1的0.71元；同时，韵达还先后引进了交叉带自动分拣系统、快手设备等，中转自动化水平提升，中心操作中的人工成本显著降低。**设备投入能快速降低人工成本，而房建、土地等不动产的规模决定了全网的中转处理能力，其布局影响全网的路由效率，**但由于资本投入大建设周期长，快递量和不动产产能的匹配存在时间差，因此规模效应来得更慢，有效产能的释放偏长期。目前圆通的不动产规模最大，布局范围较广，且主要集中在东中部重点城市。

#### ● 随着三通一达加速布局产能短板，通达系快递的长期格局或仍存在变数

2018H1，圆通根据运能体系建设目标，购置干线车辆、完善公司运能体系能力建设，自有运输车辆占比快速提升，单票运输成本下降0.05元，降幅达6.1%；2018H2，韵达加速土地资源布局。据来自国信网的不完全统计，韵达下半年以来已经陆续购置土地78.86万平方米，总计成交金额达2.41亿元，自有土地面积和圆通的差距缩小。

**整体来看，三通一达都存在一定的产能短板，未来仍将继续投入产能优化。前期因为设备老旧，投入不足而成本较高的快递有望加快成本优化，通达系快递的长期格局或仍存在变数。**

● **风险提示：**宏观经济大幅下行；电商增速加速下滑；运输、人力成本快速提升；快递价格战恶化

#### 相关研究：

快递行业2018中报总结：集中度提升，利润率短期承压

2018-08-30

【广发交运】物流系列深度二：从成本与现金流视角看快递行业格局分化

2018-07-30

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 曾靖珂 021-60750602 zengjingke@gf.com.cn

## 目录索引

通达系快递资产配置重化，产能结构仍有较大差异.....	4
三通一达核心业务自营、关键资产自有的经营策略逐渐一致.....	4
通达系核心资产规模差异明显，不动产和动产布局分化仍较大.....	5
设备投入降低人工成本，房建土地影响全网优化.....	8
电子机器设备投入提升中转效率，能快速降低中转人工成本.....	8
不动产的有效产能释放较滞后，中转场布局影响全网成本优化.....	10
圆通优化运力韵达布局土地，通达快递长期格局未定.....	12
风险提示.....	15
附录：三通一达 2016 年以来的新购土地情况.....	15
1、韵达新购土地情况.....	15
2、中通新购土地情况.....	16
3、圆通新购土地情况.....	17
4、中通新购土地情况.....	18

## 图表索引

图 1: 三通一达中转中心自营率 .....	4
图 2: 三通一达单件运输成本 (元/件) .....	4
图 3: 申通、圆通网络扩张较快 (2018H1) .....	5
图 4: 通达快递自 2014 年以来的固定资产复合增速 .....	5
图 5: 三通一达资产结构 (2018Q3: 百万元) .....	5
图 6: 三通一达单件核心资产 (元/件) .....	6
图 7: 三通一达各项固定资产净值 (18H1: 百万元) .....	6
图 8: 三通一达新增固定资产情况对比 (百万元) .....	6
图 9: 三通一达新增无形资产情况对比 (百万元) .....	7
图 10: 韵达、申通、中通投资状况分析 (百万元) .....	7
图 11: 三通一达动产规模 (18H1 净值: 百万元) .....	7
图 12: 三通一达不动产规模 (18H1 净值: 百万元) .....	7
图 13: 三通一达单件运输成本 (元/件) .....	8
图 14: 三通一达单件中心操作成本 (元/件) .....	8
图 15: 韵达单件中转中心操作成本拆分 (元/件) .....	8
图 16: 申通单件中转中心操作成本拆分 (元/件) .....	9
图 17: 韵达、圆通、申通机器电子设备净值 (百万元) .....	9
图 18: 韵达、圆通、申通单件折旧摊销成本 (元/件) .....	9
图 19: 固定资产累计折旧率 (18H1: 元/件) .....	9
图 20: 全国百城 2018Q1-3 快递量热力图 .....	10
图 21: 圆通转运中心布局 (截止 2016 年底) .....	10
图 22: 韵达转运中心布局 (截止 2017 年底) .....	10
图 23: 中通转运中心布局 (截止 2016 年底) .....	10
图 24: 圆通自有土地布局 (颜色越深面积越大) .....	11
图 25: 中通自有土地布局 (颜色越深面积越大) .....	11
图 26: 韵达自有土地布局 (颜色越深面积越大) .....	11
图 27: 申通自有土地布局 (颜色越深面积越大) .....	11
图 28: AGV 中转分拣机器人平均价格 (万元) .....	12
图 29: 北上广深工业用地价格 (元/平米) .....	12
图 30: 三通一达总部自有土地面积 (万平米) .....	13
图 31: 三通一达新增土地资源平均价格 (元/平米) .....	13
图 32: 截止 2018 年 11 月三通一达自有土地资源分布 (不完全统计: 万平米) .....	13
图 33: 韵达、圆通、申通加盟商购地 (16 年以来) .....	14
图 34: 申通前十大加盟商快递量占比较高 (2017 年) .....	14
表 1: 韵达 2018 下半年购买土地情况 (不完全统计: 万平米\亿元) .....	12
表 2: 韵达 2016 年以来的新购土地情况 (不完全统计: 万平米\亿元) .....	15
表 3: 申通 2016 年以来的新购土地情况 (不完全统计: 万平米\亿元) .....	16
表 4: 圆通 2016 年以来的新购土地情况 (不完全统计: 万平米\亿元) .....	17
表 5: 中通 2016 年以来的新购土地情况 (不完全统计: 万平米\亿元) .....	18

在18年8月发布的《从成本和现金流视角看快递行业格局分化》报告中，我们论述过，三通一达13-17年的成本差异主要源于产能扩张节奏的差异，以及中转自营、运力管控的差异。随着申通收购加盟商提升中转自营率，圆通完善公司运能体系提升车辆自有水平，短期来看，三通一达在经营层面的差异正在缩小。

三通一达的整体产能扩张速度正逐渐和快递量增速匹配起来，但扩张的形式和结构却各异，长期来看，产能扩张和布局的差异将如何影响通达系的长期格局？本文将从资产负债表继续探讨快递行业格局，并着力解决以下两个问题：

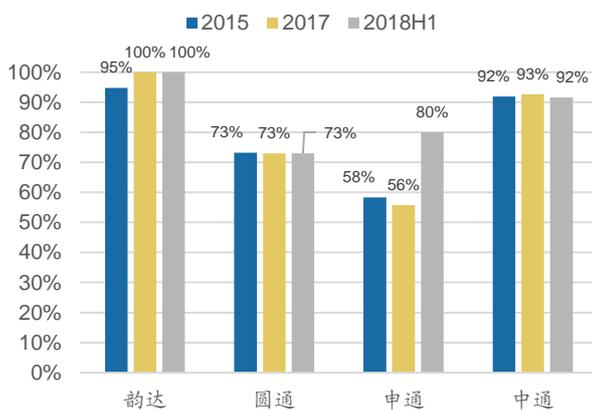
- 1、三通一达产能扩张和布局的差异是什么？
- 2、产能布局差异对公司长期经营的影响是什么？

## 通达系快递资产配置重化，产能结构仍有较大差异

### 三通一达核心业务自营、关键资产自有的经营策略逐渐一致

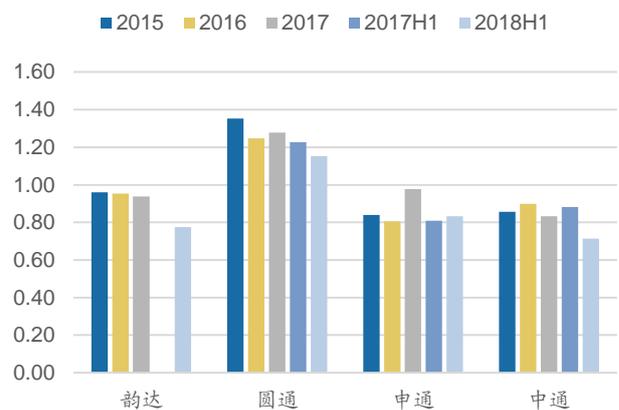
2018年以来，申通陆续收购了北京、武汉、广州、深圳等地的15个加盟商的中转业务，收购金额总计达14.91亿元，中转自营率提升至90%，和韵达、中通、圆通的差距迅速缩小；而圆通继续购置干线车辆，完善公司运能体系能力建设，截止2018年6月末，圆通自有运输车辆达1244辆，自有率达到50%以上，单件运输成本显著下降。三通一达核心业务自营、关键资产自有的经营策略已逐渐一致。

图1：三通一达中转中心自营率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：三通一达单件运输成本（元/件）

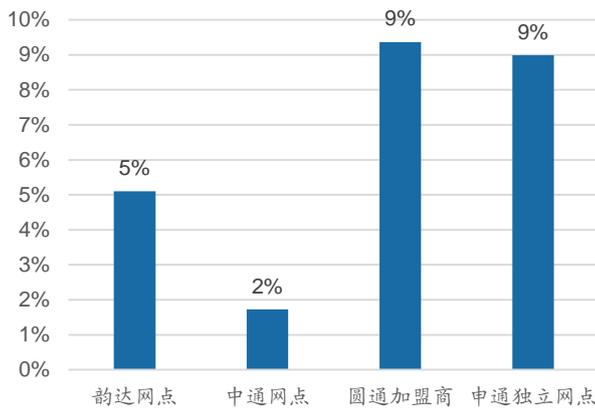


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：假设韵达18H1面单与中心操作成本和2017年持平；

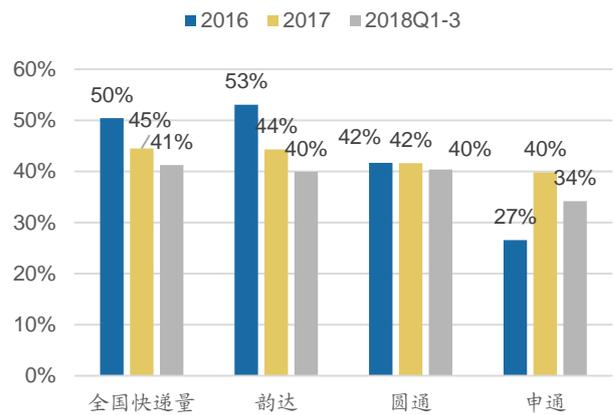
此外，三通一达都逐渐形成了稳健的产能扩张节奏，快递量的增速和固定资产的增速逐渐匹配。前期稍微落后的申通也正迎头赶上，上半年独立网点数量较17年增长9%，三季度快递量增速保持在45%左右。随着行业增速的放缓，存量和增量份额的竞争必须匹配合理的产能扩张节奏，这是三通一达在经营方向上的共识。

图3: 申通、圆通网络扩张较快 (2018H1)



数据来源: 公司中报, 广发证券发展研究中心

图4: 通达快递自2014年以来的固定资产复合增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 通达系核心资产规模差异明显, 不动产和动产布局分化仍较大

作为重资产业务, 快递产能的布局 and 扩张将决定公司在竞争加剧的背景下是否有能力参与持久战。从资产负债表来看, 三通一达的资本实力、产能结构仍存在较大差异。

中通的各项资产都在三通一达中遥遥领先, 这不仅得益于公司上市融资较多, 近几年优异的利润表和现金流量表也大大增厚了公司资本。从核心资产来看, 韵达、圆通的固定资产规模相似, 圆通主要多了近3亿的飞机发动机及高价工具; 圆通的在建工程较韵达和申通多, 主要是转运中心和区域总部项目; 无形资产方面, 圆通甚至高过了中通。总体来看, 圆通非流动资产占比最高, 达60%。

图5: 三通一达资产结构 (2018Q3: 百万元)

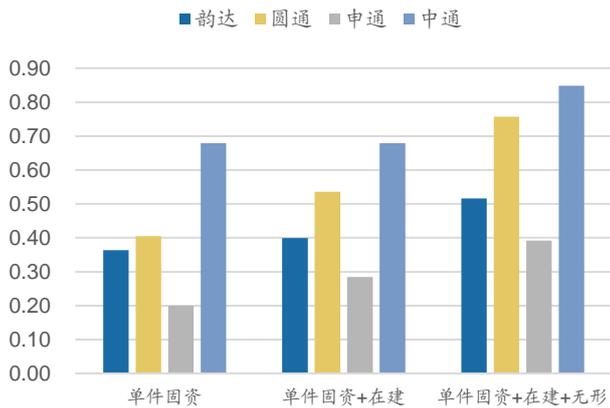
百万元	韵达	圆通	申通	中通
货币资金	2047	1186	3344	6271
其他流动资产	7797	3957	2016	14316
<b>流动资产小计</b>	<b>9844</b>	<b>5143</b>	<b>5360</b>	<b>20587</b>
固定资产	3493	3979	1474	7981
在建工程	347	1282	630	0
无形资产	1120	2175	790	1998
<b>固资+在建+无形资产</b>	<b>4960</b>	<b>7436</b>	<b>2893</b>	<b>9979</b>
商誉	0	735	1140	4242
可供出售金融资产	826	490	52	0
长期股权投资	79	319	253	1710
其他非流动资产	721	1137	373	776
<b>非流动资产小计</b>	<b>6587</b>	<b>10118</b>	<b>4711</b>	<b>16707</b>
<b>资产总计</b>	<b>16431</b>	<b>15260</b>	<b>10071</b>	<b>37294</b>

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

我们用公司固定资产、在建工程以及无形资产的总和（2018Q3）除以12倍11月快递量（年化最大产能），以反映公司目前的自有产能利用。圆通和中通的单件核心资产较高，产能利用空间还很大，而韵达和申通未来可能需要加速产能扩张。

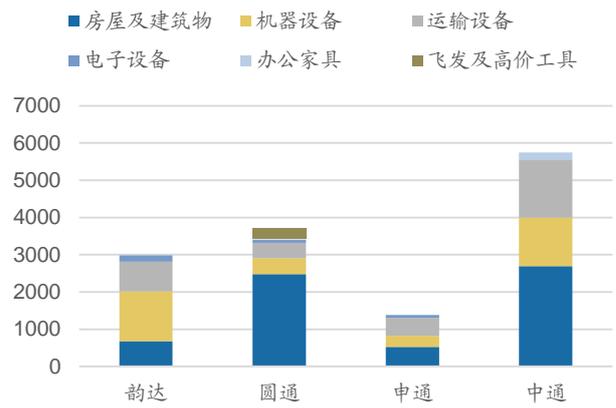
从结构上看，韵达的固定资产集中在机器电子设备、运输设备等动产，这类资产能加速快递流转且配置较灵活，可在短期内提升有效产能，而圆通的固定资产集中在房屋建筑，有效产能的释放偏长期，申通、中通的资产分布相对均衡。

图6：三通一达单件核心资产（元/件）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心，资产/11月快递量/12

图7：三通一达各项固定资产净值（18H1：百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心，中通为2017年数据

2016-2018H1，韵达的新增固定资产主要是机器和运输设备，2018H1，韵达的机器设备净值已经达到13.38亿元，超过了中通；圆通固定资产的增长集中在房屋建筑，2018H1，圆通房屋建筑净值达到24.79亿元，略低于中通；申通和中通的固定资产增长相对均衡，中通2017年房屋建筑增长较多，申通18H1的增长主要源于收购加盟商。

图8：三通一达新增固定资产情况对比（百万元）

公司	韵达			圆通			申通			中通	
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017
房屋建筑	265	7	0	768	682	474	115	251	4	843	1410
机器设备	564	620	171	176	147	48	36	69	174	517	580
运输设备	633	291	182	18	74	333	214	409	33	521	487
电子设备	67	101	68	38	69	24	15	57	26		
办公家具	0	0	0	11	25	1				71	55
飞发高价				46	139	80					
合计	1528	1020	421	1056	1136	960	380	786	237	1952	2882

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三通一达的无形资产主要是土地使用权。从增量来看，圆通和中通都保持着较快增长，绝对量来看，圆通土地使用权总值最高，其次是中通。韵达和申通在土地资产上的储备较少，根据公司公告，韵达、申通的工作场地大部分通过租赁而来。

图9: 三通一达新增无形资产情况对比 (百万元)

公司 年份	韵达			圆通			申通			中通		
	2016	2017	2018H1									
土地使用权	509	126	130	553	217	283	151	226	84	482	300	255
计算机软件	4	6	1	20	43	4	31	9	2			
商标使用权				0	9	0						
客户关系					119	0						
车辆牌照				2	0	0						
合计	513	132	131	575	389	288	183	235	86	482	360	252

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从公司公布的投资状况分析来看, 韵达和申通的投资都主要集中在车辆和分拣中心; 中通的投资主要集中在车辆以及土地资源。

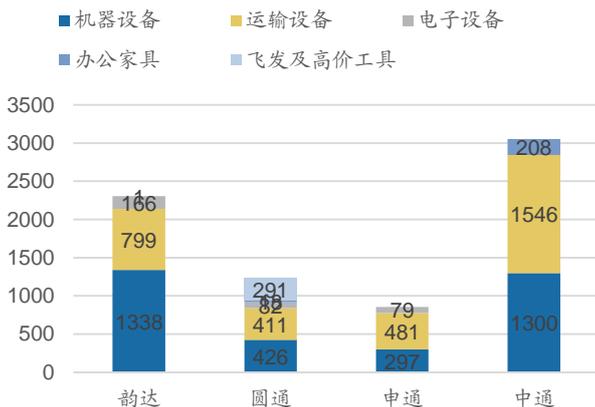
图10: 韵达、申通、中通投资状况分析 (百万元)

公司 年份	韵达		申通		中通	
	2017	2018H1	2017	2018H1	2017	2018H1
土地	142	126	226	77	255	394
信息设备	41	38	62	23		
车辆	402	254	408	33	2572	1350
分拣中心	722	479	471	1153		
其他 (含股权投资)	352	769	212	466		
投资总额	1659	1666	1378	1752	2827	1744

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

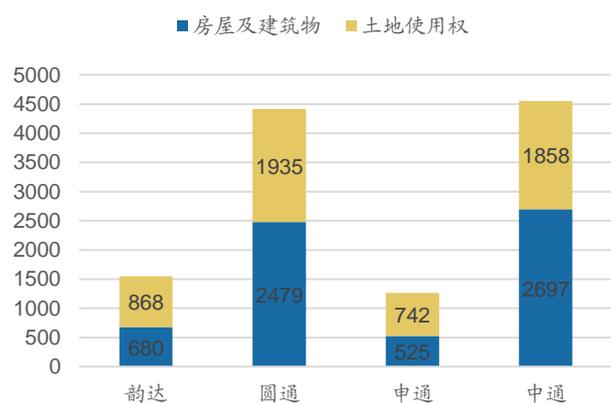
整体来看, 中通的各类资产在绝对规模上都具备较强的优势; 韵达的资产配置偏向动产, 其规模略低于中通; 而圆通的资产配置偏向于不动产, 房建土地规模与中通相当; 申通各类资产配置较均衡, 但绝对规模相对较小。

图11: 三通一达动产规模 (18H1净值: 百万元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 三通一达不动产规模 (18H1净值: 百万元)



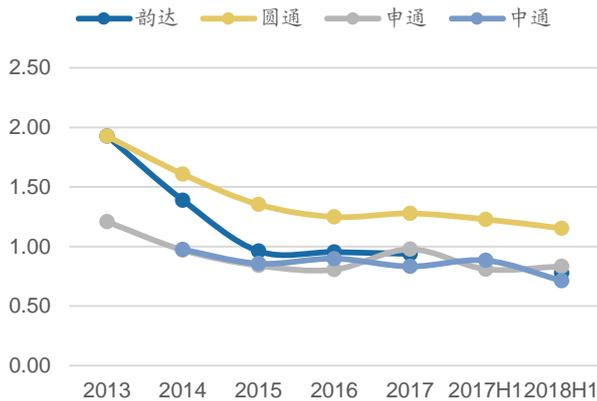
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

此外, 从流动资产来看, 中通规模最大, 现金最充足, 其次是年初完成定增的韵达。考虑圆通36亿可转债和申通新发20亿债券后, 圆通的流动资产预计会高于申通, 但申通的货币现金仍高于韵达和圆通。三通一达资产流动性较强, 未来产能优化的资本充足。

## 设备投入降低人工成本，房建土地影响全网优化

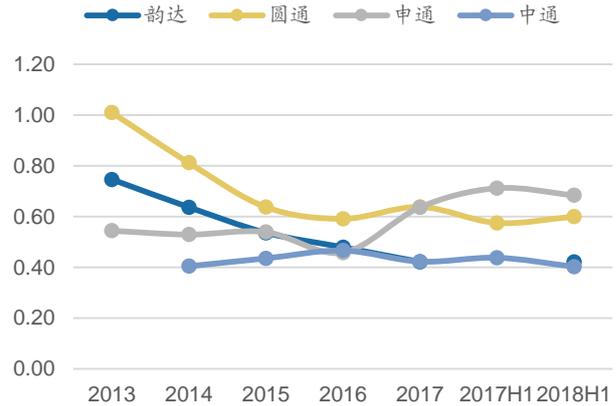
2015年，韵达开始采用承包车模式：先自购车辆再租赁给第三方物流公司承运。2016-2017年，韵达的运输设备资产快速增长，运输自有化率提升，单件运输成本从2015年的0.85元下降到2018H1的0.71元；同时，在中转全自营的模式下，韵达的中心操作成本也下降到和中通一样的水平。

图13: 三通一达单件运输成本 (元/件)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心，假设韵达面单成本与中心操作成本和2017年持平，18H1全部降在运输

图14: 三通一达单件中心操作成本 (元/件)

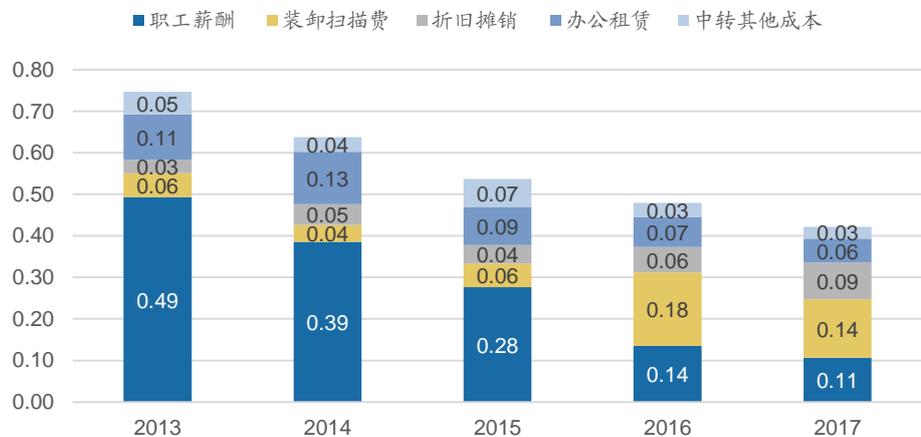


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心，假设韵达面单成本与中心操作成本和2017年持平，18H1全部降在运输

## 电子机器设备投入提升中转效率，能快速降低中转人工成本

细拆韵达的单件中心操作成本我们可以发现，人工支出的下降是中心操作成本优化的主要原因。2016-2017年，韵达迅速铺开中转升级项目，先后引进了交叉带自动分拣系统、快手设备、便携打印机等，新增机器和电子设备远高于圆通、申通和中通，中转自动化水平显著提升，这是中心操作成本下降的主要原因。

图15: 韵达单件中转中心操作成本拆分 (元/件)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心，2016年以后将部分人工放进装卸扫描

申通在2017年以前的单件中转成本都低于韵达，但是在中转自营率较低的情况下，全网政策推行存在一定阻碍，2016-2017年的设备新增与更新较慢，这使得人工成本有所上涨（2017年其他成本上涨主要是增加了车线补贴）。

图16: 申通单件中转中心操作成本拆分 (元/件)

图17: 韵达、圆通、申通机器电子设备净值 (百万元)



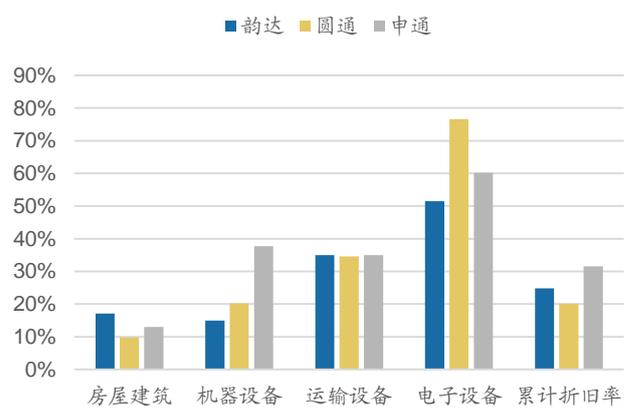
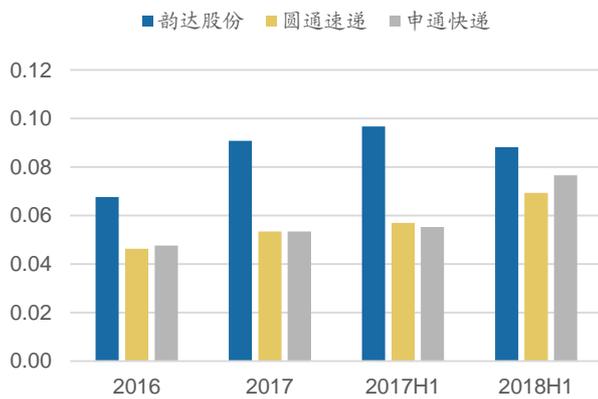
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

由于运输、机器设备占比较大, 韵达的单件折旧摊销成本高于圆通和申通, 但是韵达的设备新增和更新较快, 因此累计折旧率最低。虽然折旧速度较快的动产增加了韵达了折旧成本, 但是人工成本的节约基本覆盖了折旧成本的增加, 公司单件成本在短期内得到了有效的优化。

图18: 韵达、圆通、申通单件折旧摊销成本 (元/件)

图19: 固定资产累计折旧率 (18H1: 元/件)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

机器设备、电子设备、运输设备等动产能快速投入快递业务经营, 加速快递流通速度, 在短期内提升有效产能, 降低人工支出; 其次, 动产的配置较灵活, 一次性资本支出较小, 对公司资本开支的压力较小; 但是, 运输设备等资产折旧快、磨损大, 会一定程度上增加折旧成本。总体而言, 投入电子、机器、运输设备是短期提效降本的有效措施。

## 不动产的有效产能释放较滞后，中转场布局影响全网成本优化

房屋建筑、土地等不动产的资本投入大，且存在建设周期，快递量和不动产产能的匹配存在时间差，因此规模效应来得更慢，有效产能的释放偏长期。但是不动产的布局对快递全网效率的优化至关重要：

- 1、中转场的数量和面积规模决定了全网分拣快递的能力，面积越大的中转场分拣能力越强；
- 2、中转场的选址对全网路由的优化至关重要，越是靠近揽货前端，提前分拣规划路由，越能有效地提升全网路由效率，降低全网成本。

我们根据各省公布的城市快递量数据勾勒了全国百城快递分布热力图，可以看到，长三角、珠三角、两湖区域是全国快递揽收的主要地区，因此，在这些地方布局中转场能有效优化全网效率。从中转场布局密度来看，圆通和中通最高，在主要城市都有中转场布局，圆通在东北部、河南河北等区域的中转场为加盟商所有，中通近乎全自营（图中房子为自营），韵达的布局主要在长三角。

图20：全国百城2018Q1-3快递量热力图



数据来源：省邮政局网站，广发证券发展研究中心

图21：圆通转运中心布局（截止2016年底）



数据来源：省邮政局网站，上市公司，广发证券发展研究中心

图22：韵达转运中心布局（截止2017年底）



数据来源：省邮政局网站，上市公司，广发证券发展研究中心

图23：中通转运中心布局（截止2016年底）



数据来源：省邮政局网站，上市公司，广发证券发展研究中心

在上述全国百城快递分布热力图的基础上，我们继续勾勒了通达系快递的土地资源布局图（气泡颜色越深土地面积越大）。可以看到，圆通和中通的土地布局最多，其中圆通的土地主要在长三角，湖北，而中通在西北、东北、广深都有土地资源，江浙沪的地块小而密集。

图24：圆通自有土地布局（颜色越深面积越大）



数据来源：省邮政局网站，公司公告，国信网，地方国土资源部网站，广发证券发展研究中心，截止2018年11月

图25：中通自有土地布局（颜色越深面积越大）



数据来源：省邮政局网站，公司公告，国信网，地方国土资源部网站，广发证券发展研究中心，截止2018年11月

韵达和申通的自有土地资源相对少一些，主要还是集中在长三角地区，韵达在东北有一定的土地储备，在湖广的土地也较多，申通主要在湖北有一定的土地资源。

图26：韵达自有土地布局（颜色越深面积越大）



数据来源：省邮政局网站，公司公告，国信网，地方国土资源部网站，广发证券发展研究中心，截止2018年11月

图27：申通自有土地布局（颜色越深面积越大）

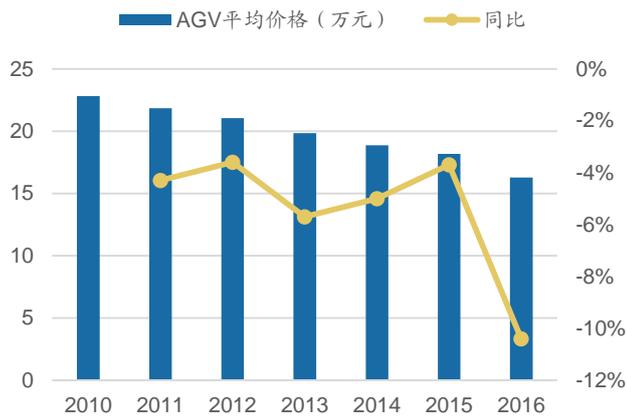


数据来源：省邮政局网站，公司公告，国信网，地方国土资源部网站，广发证券发展研究中心，截止2018年11月

工业用地的供给相对紧缺，且区位条件较好的土地会越来越难拿，因此工业用地的价格整体呈上升趋势，而相应的租金也可能逐年增长，因此土地资源储备是快递物流公司对长期经营的部署，先拿地的企业将具备一定的先发优势；

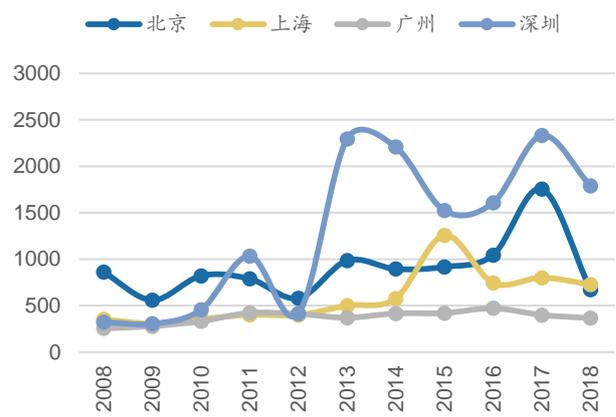
相较而言，同款中转分拣设备的价格是向下的，且购置安装的周期短，部署灵活，因此，动产的再置周期和成本都更低，前期因为设备老旧，投入不足而成本较高的快递有望加快成本优化。

图28: AGV中转分拣机器人平均价格(万元)



数据来源: 高工产研, 广发证券发展研究中心

图29: 北上广深工业用地价格(元/平米)



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

## 圆通优化运力韵达布局土地, 通达快递长期格局未定

2018H1, 圆通根据运能体系建设目标, 购置干线车辆、实施机队升级, 完善公司运能体系能力建设, 自有运输车辆达到1244辆, 实际投入运营车辆740辆, 自有运输车辆占比快速提升, 单票运输成本下降0.05元, 降幅达6.1%;

2018H2, 韵达加速土地资源布局。据不完全统计, 韵达下半年以来已经陆续购置土地78.86万平米, 总计成交金额达2.41亿元。

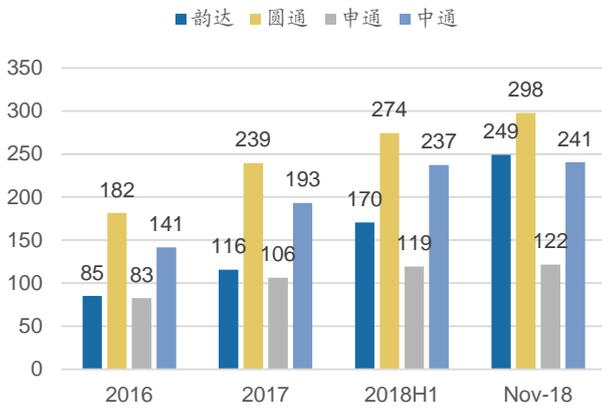
表 1: 韵达 2018 下半年购买土地情况 (不完全统计: 万平米\亿元)

土地出让公示日	地块位置	土地面积	土地用途	出让年限	成交价	受让单位
2018/6/25	三门县城西区 XB-01-01-02 地块	8.52	工业用地	50 年	0.38	台州浙韵电子商务有限公司
2018/6/25	三门县城西区梅村区块	3.35	工业用地	50 年	0.15	台州浙韵电子商务有限公司
2018/6/28	蔡甸区工 CD(2018)05 号地块	14.92	工业用地	50 年	0.52	武汉市韵乾电子商务有限公司
2018/7/12	公主岭市范家屯镇马家洼子村	20.38	仓储用地	50 年	0.71	韵达吉林快递电商总部基地项目
2018/7/31	新亨镇西岗工业区	6.43	仓储用地	50 年	0.46	揭阳韵必达电子商务有限公司
2018/8/13	温福大道以西、园区二路以南地块	90.47	工业用地	50 年	0.08	南昌韵至达电子商务有限公司
2018/10/20	金阳大道以南、牛沪路以东	13.50	工业用地	50 年	0.50	长沙韵必达电子商务有限公司
2018/11/9	新民市兴隆堡镇	19.46	仓储用地	50 年	0.57	沈阳市韵必达电子商务有限公司

数据来源: 国信网, 房天下, 地方国土资源部网站, 广发证券发展研究中心

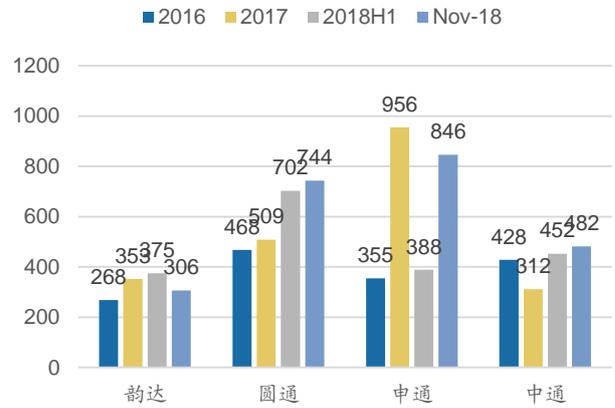
据估算，加上上述新购土地，韵达的土地资源面积达到了249万平米，和圆通的自有土地面积更加接近。根据来自国信网、房天下、以及地方国土资源部网数据的不完全统计，三通一达新购地的平均价格呈上升趋势。

图30: 三通一达总部自有土地面积 (万平方米)



数据来源: 国信网, 地方土地资源局, 广发证券发展研究中心, 不完全统计

图31: 三通一达新增土地资源平均价格 (元/平米)



数据来源: 国信网, 地方土地资源局, 广发证券发展研究中心, 未包含圆通在杭州所购商务用地, 不完全统计

通过梳理公司上市公告、半年报、年报中披露的土地资产，结合国信网、房天下、以及地方国土资源部网的数据，我们总结了圆通、申通、韵达自有土地排前10的城市。圆通的自有土地主要在东部和中部，申通的自有土地主要在东部，韵达的自有土地主要分布在东北部。

图32: 截止2018年11月三通一达自有土地资源分布 (不完全统计: 万平方米)

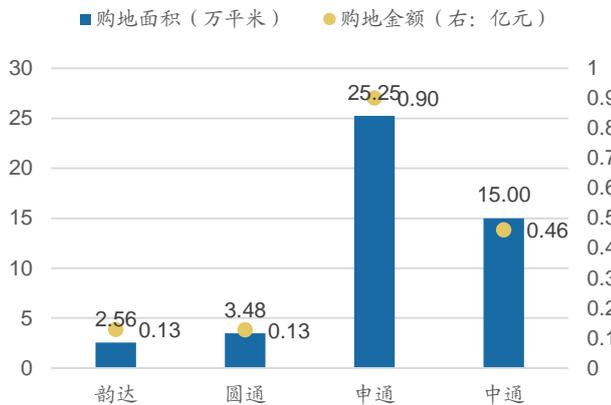
城市	韵达	城市	圆通	城市	申通	城市	中通
上海	32.03	义乌	22.88	孝感	23.32	盘锦	18.46
公主岭	20.38	上海	19.68	咸阳	16.00	广州	16.57
沈阳	19.46	杭州	18.36	杭州	15.26	成都	15.00
南昌	19.01	绍兴	15.54	温州	12.28	西安	14.73
西安	18.06	长沙	14.08	上海	11.12	揭阳	13.94
武汉	14.92	漯河	13.10	盘锦	10.41	郑州	13.25
长沙	13.50	石家庄	12.77	太原	9.28	天津	10.74
台州	11.87	沈阳	12.46	漯河	5.96	常德	9.98
盘锦	10.48	南京	12.17	江阴	5.53	上海	9.04
孝感	10.41	南通	11.40	淮安	4.87	杭州	8.81
总计	249.17	总计	297.83	总计	121.71	总计	240.51

数据来源: 公司公告, 国信网, 房天下, 地方土地资源局, 广发证券发展研究中心

在梳理公司总部购地信息的同时，我们发现，一些三通一达的加盟商也在布局土地资产。根据不完全统计（来自国信网的数据），申通的加盟商自2016年以来购买的土地资源达25.25万平米。在大加盟模式下，申通的加盟商具有较强的资本竞争

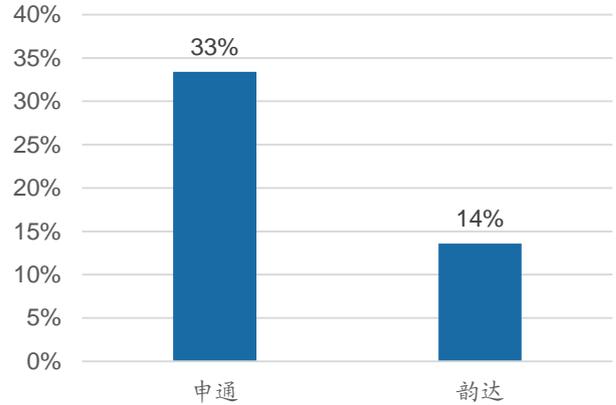
力，能够较好地配合总部布局全网资产。

图33: 韵达、圆通、中通加盟商购地 (16年以来)



数据来源: 国信网, 房天下, 广发证券发展研究中心, 不完全统计, 截止2018年11月

图34: 中通前十大加盟商快递量占比较高 (2017年)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 总结:

三通一达在核心业务自营、关键资产自有的经营策略上已逐渐一致, 其次随着行业增速放缓, 存量和增量份额的竞争必须匹配合理的产能扩张节奏, 这是三通一达在经营方向上的共识。但是, 从三通一达的资产负债来看, 三通一达的资本实力、产能结构仍存在较大差异。

1、中通的各类资产在绝对规模上都具备较强的优势; 韵达的资产配置偏向动产, 其规模略低于中通; 而圆通的资产配置偏向于不动产, 房建土地规模与中通相当; 中通各类资产配置较均衡, 但绝对规模相对较小。

2、从流动资产来看, 中通规模最大, 现金最充足, 其次是年初完成定增的韵达。考虑圆通36亿可转债和申通新发20亿债券后, 圆通的流动资产预计会高于申通, 但中通的货币现金仍高于韵达和圆通。三通一达资产流动性较强, 未来产能优化的资本充足。

3、设备投入降低人工成本。2016-2017年, 韵达通过自购车辆的承运商模式提升了运输自有化率, 单件运输成本从2015年的0.85元下降到2018H1的0.71元; 同时, 韵达还先后引进了交叉带自动分拣系统、快手设备等, 中转自动化水平提升, 中心操作中的人工成本显著降低。

4、房建、土地等不动产的规模决定了全网的中转处理能力, 其布局影响全网的路由效率, 但由于资本投入大建设周期长, 快递量和不动产产能的匹配存在时间差, 因此规模效应来得更慢, 有效产能的释放偏长期。目前圆通的自有土地资源最多, 布局范围较广, 且主要集中在东中部重点城市。

5、2018H1, 圆通完善公司运能体系能力建设, 单票运输成本下降0.05元, 降幅达6.1%; 2018H2, 韵达加速土地资源布局。据不完全统计, 韵达下半年以来已经陆续购置土地78.86万平米, 自有土地面积预计已经和圆通相当。

整体来看, 三通一达都存在一定的产能短板, 未来仍将继续投入产能优化。前

期因为设备老旧，投入不足而成本较高的快递有望加快成本优化，通达系快递的长期格局或仍存在变数。

## 风险提示

宏观经济大幅下行，电商增速加速下滑，运输、人力成本快速提升，快递价格战恶化

## 附录：三通一达 2016 年以来的新购土地情况

**统计说明：**下列数据通过关键词搜索所得，数据来源于国信网、房天下、天眼查、地方国土资源局网站，统计对象包括韵达、申通、圆通、中通的上市公司、其母公司、以及其全资子公司。成交价数据基本符合上市公司年报、半年报中公布的新增土地使用权金额，但是由于数据来源有限，数据统计或存在不完全的情况，仅供参考。

### 1、韵达新购土地情况

表 2：韵达 2016 年以来的新购土地情况（不完全统计：万平米\亿元）

土地出让公示日	地块位置	土地面积	土地用途	出让年限	成交价	受让单位
2016/9/14	宁溧公路西侧、塘西路南侧局部地块	3.24	仓储	50 年	0.10	江苏江韵物流有限公司
2016/12/5	淮安区经十四路东侧、纬八路南侧	1.54	仓储用地	50 年	0.03	淮安楚韵快运有限公司
2016/12/26	河姆渡镇罗江村	5.98	仓储	50 年	0.36	宁波市韵必达电子商务有限公司
2017/9/19	洩湖镇薛家河村	18.06	工业用地	50 年	0.60	西安市韵必达电子商务有限公司
2017/11/24	高港高新区兴国路西侧、永宁路北侧地块	5.81	工业用地	50 年	0.24	泰州韵达电子商务有限公司
2017/12/11	清水街道	6.71	仓储业	50 年	0.24	芜湖市韵必达快递有限公司
2018/1/23	盘山县太平镇东五村、西五村，长兴南路东侧、建设路北侧	10.48	仓储用地	50 年	0.27	盘锦韵达电子商务有限公司
2018/2/26	长清区玉清路以西、规划路以南	10.32	工业用地	50 年	0.51	山东省韵达电子商务有限公司
2018/3/7	南通市通州区张芝山镇培德村	7.08	仓储	50 年	0.23	南通韵达电子商务有限公司
2018/6/25	三门县城西区 XB-01-01-02 地块	8.52	工业用地	50 年	0.38	台州浙韵电子商务有限公司
2018/6/25	三门县城西区梅村区块	3.35	工业用地	50 年	0.15	台州浙韵电子商务有限公司
2018/6/28	蔡甸区工 CD(2018)05 号地块	14.92	工业用地	50 年	0.52	武汉市韵乾电子商务有限公司
2018/7/12	公主岭市范家屯镇马家洼子村	20.38	仓储用地	50 年	0.71	韵达吉林快递电商总部基地项目
2018/7/31	新亨镇西岗工业区	6.43	仓储用地	50 年	0.46	揭阳韵必达电子商务有限公司
2018/8/13	温福大道以西、园区二路以南地块	19.01	工业用地	50 年	0.18	南昌韵至达电子商务有限公司
2018/10/20	金阳大道以南、牛沪路以东	13.50	工业用地	50 年	0.50	长沙韵必达电子商务公司
2018/11/9	新民市兴隆堡镇	19.46	仓储用地	50 年	0.57	沈阳市韵必达电子商务有限公司

数据来源：国信网、房天下、天眼查，地方国土资源局网站，广发证券发展研究中心

## 2、申通新购土地情况

表 3: 申通 2016 年以来的新购土地情况 (不完全统计: 万平米\亿元)

土地出让公示日	地块位置	土地面积	土地用途	出让年限	成交价	受让单位
2016/2/19	自贸大道(原第五大道)以东、正平大街(原北辰大道)以南、通济路(原园区东四路)以西	8.00	仓储	50 年	0.26	陕西瑞银申通快递有限公司
2016/7/1	温州空港新区永兴南园 A-15a 地块	12.28	仓储用地	50 年	1.08	浙江申通瑞丰快递有限公司
2017/6/18	盘山县太平镇东五村, 建设路南侧、花园路西侧	10.41	仓储用地	50 年	0.20	辽宁瑞银申通快递有限公司
2017/7/26	上海青浦区重固镇重达路北侧 43-03 地块	8.54	工业用地	50 年	1.99	申通快递有限公司
2017/12/18	淮安区纬七路南侧、申通快递北侧	4.87	仓储用地	50 年	0.09	淮安高德快运有限公司
2018/1/1	召陵区阳山路西侧、康平路北侧	3.52	仓储用地	50 年	0.12	漯河瑞德申通快递有限公司
2018/2/26	山西穗华物流有限公司	9.28	工矿仓储用地	50 年	0.38	山西瑞华申通快递有限公司
2018/9/6	召陵区康平路北侧、阳山路西侧	2.45	仓储用地	50 年	0.08	漯河瑞德申通快递有限公司
<b>申通加盟商购地信息</b>						
2016/1/5/	丹阳市开发区路巷社区(大亚东路东侧)地块	1.56	工业用地	50 年	0.06	丹阳市申通快递有限公司
2016/3/11/	湖州市东部新区, 经十路东侧, 利济路北侧(上河漾单元 02-02B-1 号地块)	2.70	工业用地	40 年	0.10	湖州申通快递有限公司
2016/6/7/	新余市阳光大道以北, 虎跃路以西地块	2.00	仓储用地	50 年	0.02	新余申通服务有限公司
2016/7/13/	临桂镇秧二十四路西侧地块	6.48	仓储用地	50 年	0.15	桂林市申通快递有限公司
2016/11/22/	东山办事处陈家冲工业园国东一路以西、陈家冲南一路以北	2.59	工业用地	50 年	0.10	武汉申通快递有限责任公司
2016/12/5/	海安高新区凤山村 10 组	0.89	其他商服用地	40 年	0.03	海安申通快递有限公司
2016/12/21/	阜阳市颍东区阜胡路北侧、物流巷西侧地块	1.47	仓储用地	50 年	0.04	阜阳市申通快递有限公司
2017/8/14/	潍坊市长松路以东、规划古亭街以北地块	4.06	工业用地	50 年	0.18	潍坊申通快递有限公司
2017/11/25/	开远市生活物流园区	0.67	其他商服用地	40 年	0.05	红河州申通快递服务有限公司

2018/1/2/	科尔沁区建国街道办事处	1.38	仓储用地	40年	0.08	通辽市申通物流有限公司
2018/7/25/	张集镇孙湾村	1.44	仓储用地	50年	0.09	徐州申通为群快运有限公司

数据来源：国信网、房天下、天眼查，地方国土资源局网站，广发证券发展研究中心

### 3、圆通新购土地情况

表 4：圆通 2016 年以来的新购土地情况（不完全统计：万平米\亿元）

土地出让公示日	地块位置	土地面积	土地用途	出让年限	成交价	受让单位
2016/4/7/	盘山县太平镇东五村，滨河北路南侧、求实路西侧	8.34	仓储用地	50年	0.16	盘锦市圆通速递有限公司
2016/4/27	温州空港新区滨海工业园 A-04-01 地块	7.52	仓储用地	50年	0.62	温州圆通速递有限公司
2016/10/26	上虞市松厦镇吕家埠村、道墟镇茅家村地块	15.54	仓储用地	50年	0.70	绍兴圆通物流有限公司
2016/11/24	南通市幸余路南、工农路西地块三	9.34	仓储用地	50年	0.37	南通鼎旭物流有限公司
2016/12/7/	芜湖市清水街道	7.35	仓储用地	50年	0.27	芜湖圆通速递有限公司
2017/1/11	沈阳市浑南区地块	7.77	工业用地	50年	0.38	辽宁圆盛通物流有限公司
2017/1/11	沈阳市浑南区地块	4.68	工业用地	50年	0.23	辽宁圆盛通物流有限公司
2017/2/12/	漯河市开发区樟江东路北侧	3.50	物流仓储 (仓储业)	50年	0.11	漯河圆通速递有限公司
2017/2/12/	漯河市开发区东山南路东侧	9.60	物流仓储 (仓储业)	50年	0.30	漯河圆通速递有限公司
2017/3/29/	重庆市渝北区两路组团 A 分区 A092/02、A101-1/03 号宗地	5.86	工业用地	50年	0.53	重庆圆通汇货运代理有限公司
2017/4/11/	蚌埠市淮上区龙华路南侧、淮海路东侧	3.90	工业用地	50年	0.12	安徽圆通皖北速递有限公司
2017/11/12/	徐州市睢宁县双沟镇规划物流主路南、规划货运路东地块一	4.68	仓储用地	30年	0.07	徐州市圆和通物流有限公司
2017/11/12/	徐州市睢宁县双沟镇规划物流主路南、规划货运路东地块二	3.44	仓储用地	30年	0.05	徐州市圆和通物流有限公司
2017/12/01/	临空经济区盛祥路以东、天祥东路以南、小康路以西、大元东路以北	14.08	仓储用地	50年	1.16	湖南圆通物流有限公司
2017/12/12/	南通市通州区兴东街道土山村北 4、5 组地块	0.42	仓储用地	47年	0.01	南通捷硕电子商务有限公司
2018/3/16/	桐庐县横村镇凤联村 2017-3 号地块	0.23	工业用地	50年	0.03	上海圆通蛟龙投资
2018/4/19	萧政储出(2018)16号地块	2.84	商业商务用地(B1/B2)	40年	3.04	杭州圆通投资置业有限公司

2018/4/27/	义乌国际陆港物流园区 1-25# 地块	11.76	仓储用地	50 年	0.82	圆通妈妈商贸有限公司
2018/4/27/	义乌国际陆港物流园区 1-24# 地块	11.12	仓储用地	50 年	0.78	浙江圆通物流有限公司
2018/5/15/	南京市江宁区空港枢纽经济 区苍穹路以北、国华路以东地 块	8.84	仓储用地	50 年	0.61	南京圆盛物流有限公司
2018/9/19/	正定县平乐北大街以东，远港 路以南，凤翼街以西地块	12.77	仓储用地	50 年	0.64	河北圆盛通物流有限公司
2018/10/19/	广州市花都区花都大道以南、 大广高速以东	10.49	仓储用地	50 年	1.10	广州市圆粤物流有限公司
2018/11/5	芜湖市清水街道地块	0.30	工业用地	50 年	0.01	芜湖市圆通速递有限公司

数据来源：国信网、房天下、天眼查，地方国土资源局网站，广发证券发展研究中心

#### 4、中通新购土地情况

表 5：中通 2016 年以来的新购土地情况（不完全统计：万平米\亿元）

土地出让公 示日期	地块位置	土地面积	土地用途	出让年限	成交价	受让单位
2016/1/15	天津空港经济区	5.46	仓储用地	50 年	0.16	中通（天津）速递服务有限公司
2016/4/15	湖州市东部新区，经十路东侧，利济 路南侧（上河漾单元 02-03A 号地块）	3.07	仓储用地	50 年	0.12	湖州吉通电子商务有限公司
2016/7/13	芜湖市清水街道地块	6.64	工业用地	50 年	0.24	芜湖中通吉快递有限公司
2016/9/23	晋江市紫帽镇紫帽山农场浯垵村地 块	5.31	工业用地	50 年	0.20	福建中通快递有限公司
2016/12/9	蚌埠市淮上区淮海路东侧、龙兴路北 侧地块	6.67	工业用地	50 年	0.17	蚌埠吉祥中通快递有限公司
2017/2/23	淮安经十四路东侧、纬八路南侧	0.87	仓储用地	50 年	0.01	淮安中通物流有限公司
2017/2/27	西安沣京工业园	14.73	工业用地	50 年		陕西中速物流有限公司
2017/5/19	盘山县太平镇东五村，建设路南侧、 求实路西侧	7.93	仓储用地	50 年	0.15	盘锦中通快递有限公司
2017/9/20	成都市龙泉驿区十陵镇	15.00	工业用地	50 年		
2017/11/12	正涵街南侧、兴盛街以西	3.29	仓储用地	50 年	0.21	金华市中瑞货运代理有限公司
2017/12/12	桃林路以南、枫林路以西、双创大楼 以东	9.98	仓储用地	50 年	0.31	中通智慧电商物流园项目
2018/3/16	盘山县太平镇东五村，富春江大街南 侧、涟江路西侧地块	10.54	仓储用地	50 年	0.33	盘锦中通快递有限公司
2018/3/21	揭阳产业转移工业园朝阳大道中以 东、松涛街以南	13.94	仓储用地	50 年	0.54	揭阳市中瑞物流有限公司
2018/5/30	郑州市规划物流二路以南，滨河东路	5.98	仓储用地	50 年	0.24	河南中速物流有限公司

以东地块							
2018/5/30	规划物流一路以南，滨河东路以东 东至塘栖镇人民政府土地，南至塘栖	4.66	仓储用地	50年	0.19	河南中速物流有限公司	
2018/6/13	镇人民政府土地，西至塘栖镇人民政 府土地，北至塘栖镇人民政府土地	8.81	工业用地	50年	0.69	杭州中通吉科技有限公司	
2018/7/11	淮安区边寿民路东侧、纬八路南侧	3.32	工业用地	50年	0.05	淮安中通物流有限公司	

数据来源：国信网、房天下、天眼查，地方国土资源局网站，广发证券发展研究中心

## 广发交通运输行业研究小组

关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。

孙 瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。

曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。