

行业研究/动态点评

2019年06月26日

行业评级:

交通运输 中性 (维持)
物流 II 增持 (维持)

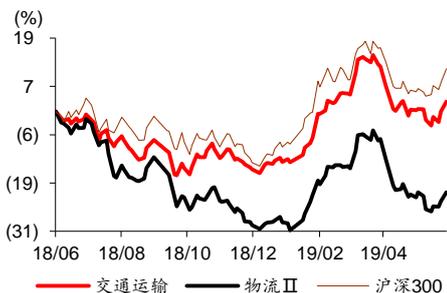
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 yuanding@htsc.com

相关研究

- 1 《交通运输: 5月子行业数据表现差异化》
2019.06
- 2 《交通运输: 行业周报 (第二十五周)》
2019.06
- 3 《上海机场(600009,增持): 5月增速回暖, 免税值得期待》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

积极博弈 6月高频数据

快递行业跟踪

核心观点

在中报前的业绩真空期, 件量增速是快递股价的核心矛盾。618 强刺激下, 6 月行业/个股件量增速分别有望达到 35%/50%, 超过市场预期的 25%/40%, 可积极博弈 6 月高频数据, 个股推荐申通/圆通。

增长: 6月数据可能超预期, 中长期不悲观

电商仍然是中国快递行业最主要的增长动力。618 期间, 拼多多订单量达到 11 亿件 (GMV 同比增长 300%); 若不考虑订单转化率, 仅拼多多 618 对行业 6 月件量增速的拉动接近 20%。再考虑阿里/其它电商的增长, 6 月行业件量增速有望达到 35%, 龙头企业件量增速有望超过 50%。我们对于快递行业中长期件量增速较市场更为乐观, 19E/20E 分别为 24.6%/18.2%, 中长期仍能维持实际 GDP 增速的 2-3X。

竞争: 阶段性加剧, 市场预期温和价格战

快递终端需求属于 2C 的消费品, 但产品同质和包邮模式导致激烈的市场竞争。快递企业 (加盟商) 对于掌握商流的阿里/拼多多缺乏议价能力。从 2H18 开始, 一线快递中处于劣势的申通/圆通开始发力, 竞争其实是加剧的。我们对于行业价格竞争谨慎乐观, 而即期股价隐含温和价格战预期。海外快递市场的经验表明, 较高的集中度下 (如日本/美国) 快递行业也并非暴利, 中国快递行业的稳态情景仍不清晰。

成本: 总部成本仍有空间, 或需承担更多责任

从实业交流的结果看, 快递总部干线运输/中转分拨成本的极限大约为 0.5 元/票和 0.2 元/票。即使成本最低的中通 (18 年干线/中转成本约为 0.68/0.38 元/票), 综合成本降幅空间仍然超过 30%。未来三年, 我们仍然可以期待主要快递企业成本 5%-7% 的年均降幅。加盟商层面, 规范成本和端配送成本面临压力, 总部或需承担更多责任。

投资策略: 估值隐含中性预期, 博弈高频数据超预期

快递企业上市周期仍然较短, 流动性的释放也并不充分 (19 年为解禁大年) 市场尚未形成明确的估值中枢。我们建议的估值方法是 PEG。温和价格战假设下, 我们预计 19 年行业盈利增速 20% 左右, 和即期估值整体匹配。在中报前的业绩真空期, 件量增速是快递股价的核心矛盾。618 强刺激下, 6 月行业/个股件量增速分别有望达到 35%/50%, 超过市场预期的 25%/40%, 可积极博弈 6 月高频数据, 个股推荐申通/圆通。

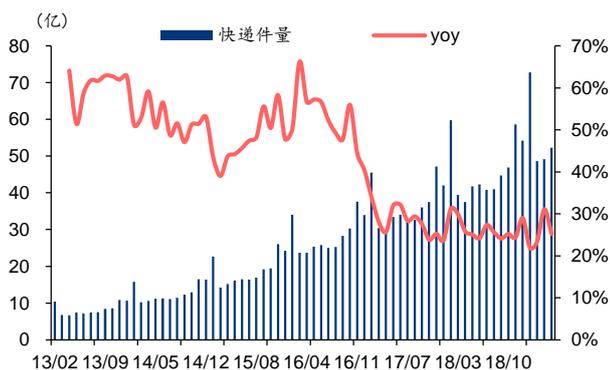
风险提示: 行业增速低于预期、社保冲击、价格战。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E
002468.SZ	申通快递	24.38	增持	1.34	1.51	1.91	2.39	18.2	16.1	12.7	10.2
600233.SH	圆通速递	12.33	增持	0.67	0.83	0.98	1.15	18.3	14.9	12.6	10.7
603056.SH	德邦股份	14.22	增持	0.73	0.81	0.97	1.15	19.5	17.6	14.7	12.4

资料来源: 华泰证券研究所

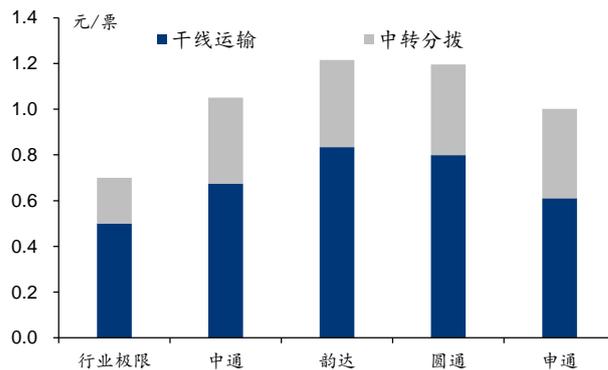
图表1: 规模以上快递企业件量



注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 主要快递企业单票成本比较 (2018)



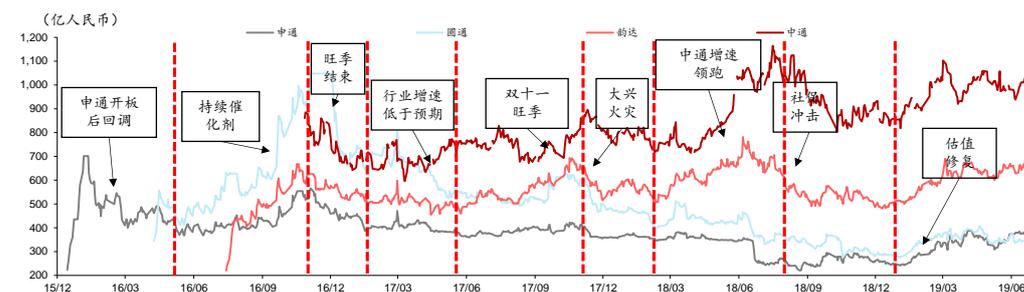
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (圆通不含中转费支出、申通口径不完整)

图表3: 快递行业增速预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
电商GMV (亿)	18925	27889	38028	46812	61000	79425	100319	122037	145127	169099	193585
yoy	59.4%	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	30.2%	26.3%	21.6%	18.9%	16.5%	14.5%
渗透率	7.8%	10.3%	12.6%	14.1%	16.7%	20.8%	24.2%	26.8%	29.3%	31.4%	33.3%
国内快递 (百万)	8924	13640	20230	30660	39230	49604	61758	72919	84571	96949	109801
yoy	62.2%	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	24.5%	18.1%	16.0%	14.6%	13.3%
电商快递	6995	11272	17497	27490	35584	45411	56965	67473	78381	89958	101935
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	25.4%	18.4%	16.2%	14.8%	13.3%
阿里		8106	11297	15283	19958	24081	28765	34210	40456	47048	53751
yoy			39.4%	35.3%	30.6%	20.7%	19.5%	18.9%	18.3%	16.3%	14.2%
拼多多				233	2365	6105	11292	14423	16871	19328	21981
yoy					915.7%	158.1%	85.0%	27.7%	17.0%	14.6%	13.7%
其它				11973	13261	15226	16907	18840	21054	23582	26203
yoy					10.8%	14.8%	11.0%	11.4%	11.8%	12.0%	11.1%
商务快递	1929	2368	2733	3170	3646	4193	4793	5447	6190	6991	7865
yoy	18.4%	22.8%	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%	14.3%	13.6%	13.6%	13.0%	12.5%
国际快递	262	330	430	620	830	1110	1443	1804	2201	2641	3116
yoy	44.0%	26.0%	30.3%	44.2%	33.9%	33.7%	30%	25%	22%	20%	18%
全国快递	9187	13960	20670	31280	40060	50710	63201	74723	86771	99590	112917
yoy	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	24.6%	18.2%	16.1%	14.8%	13.4%

资料来源: 邮政局、华泰证券研究所

图表4: 快递企业上市表现回顾



资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 此处为市值口径)

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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