

物流行业深度研究报告

推荐 (维持)

电商快递探讨：量变到质变的三维度

- **第一维度：规模经济-成本下降-成本优势-龙头集中。**1) 电商快递行业是典型具备规模经济特征的行业。以韵达为例，全口径下，运输（68%）、装卸扫描（12%）、折旧摊销及租赁（11%）、人工（6%）、其他转运（3%）以及面单（0.2%）。其中运输、折旧等都是规模效应环节。16-18年韵达单票成本降幅17%领先行业。2) **成本下降有助于降低价格。**性价比是电商快递的核心竞争力，理想良性量价循环为：降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格。行业单票收入十年间从2009年的25.8元降至2018年的11.9元。3) **通达系整体已经构成成本护城河，由此推动龙头集中。**2019年1-6月累计增速看申通（47.2%）>韵达（44.7%）>圆通（35.1%）>行业（25.7%）>顺丰（9.2%），龙头增速显著快于行业。2019年6月CR8达到81.7%，二通一达市占率41.6%，较18年底及去年同期分别提升2.2及4.2个百分点。
- **第二维度：量-成本的学习曲线。**1) 后来者有强学习效应。后来者的单票成本在一定阶段内会呈现更为明显的降幅，其一业务量增长导致的成本下降；其二强学习效应导致成本曲线下移。如2018年圆通单票成本降幅13%超过领先者韵达以及中通。2) **需要关注：**业务量增速快，但若业务量差距扩大，单票降幅的规模效应中后来者不具备优势；学习效应导致的成本曲线最快速度移动可能是一次性的。最直接的在运输环节，外包转自营以及大车换小车；在中转环节，自动化分拣设备对人工的替代，测算1年到1年半即可收回成本。
- **第三维度：从量变到质变。**1) **快递进入“天量”时代：网络稳定性将放大。**2018年行业业务量增加100亿，相当于申通+百世业务量之和，单个节点的状况将会被放大，精细化管理变得更为重要。2) **从数量到质量：几个衡量指标。****峰值突破率：**衡量产能的扩张与需求的承接。即如果次年淡季可突破前一年11月产生的业务单量，意味着公司产能扩张得到充分利用，也意味需求端的旺盛。仅韵达连续三年完成突破。**应收账款及现金流质量：**中通与韵达市场份额最高，而应收账款余额最少，经营净现金流最高，运营质量领先。**资产储备决定未来能力：**中通、韵达在机器设备与运输设备资产规模领先，而圆通与申通18年在加大相关投入。3) **量变到质变的新空间：若阿里成为“破局者”。**我们认为阿里在加大对快递企业投资过程中，不排除进一步整合打造快递航母级企业，降本增效，同时均衡价格关系，这将对行业带来利润率向上拐点。尤其成本端，区域分布不均衡、干线中转、运输装载率、加盟商均存在整合空间。
- **投资建议：1) 行业业务量增速超年初预期。**上半年业务量增速25.7%，超出年初22%左右的预期。2) **市场表现与业务量增速息息相关。**截止7月26号申通、韵达、圆通、顺丰涨跌幅分别为87%、60%、28%及11%，但我们观察，圆通股价表现弱于兄弟公司主要发生在4月业务量增速落后开始，而顺丰随着5月业务量增速回到两位数后股价开始走强。3) **“消费视角看快递，龙头集中尽享电商红利”**，继续推荐阿里新近间接入股的**申通快递**与优势出现扩大迹象的**韵达股份**，同时我们认为当前**圆通速递**不足18倍，随着其业务量逐步出现回升，估值望得以修复。同样逻辑下，凭借电商特惠新产品业务推动增速提升的**顺丰控股**，关注其产品定位以及基于业务量增速下单位成本的改善进度。
- **风险提示：经济大幅下滑、行业价格战加剧。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
申通快递	29.98	1.45	1.77	2.21	20.68	16.94	13.57	5.4	推荐
韵达股份	35.22	1.58	1.92	2.34	22.29	18.34	15.05	6.84	推荐
圆通速递	12.23	0.78	0.98	1.21	15.68	12.48	10.11	3.02	推荐
顺丰控股	36.37	1.23	1.57	1.9	29.57	23.17	19.14	4.39	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年07月25日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	42	1.15
总市值(亿元)	5,927.01	0.98
流通市值(亿元)	2,980.88	0.68

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		2.27	12.77	-7.79
相对表现		0.96	-8.16	-15.43



相关研究报告

《快递行业3月数据点评：业务量同比增速29.9%》

2018-04-15

《韵达3月业务量增速62%——快递公司3月经营数据点评》

2018-04-19

《快递行业猜想：破局者“阿里”？能否求得最优解？》

2019-06-02

目录

一、第一维度：规模经济-成本下降-成本优势-龙头集中	5
(一) 电商快递行业是典型具备规模经济特征的行业	5
1、快递公司的成本构成	5
2、快递公司具备典型的规模经济特征	6
3、快递行业是受益于技术进步降成本的行业	8
(二) 成本下降有助于降低价格	10
(三) 通达系整体已经构成成本护城河，由此推动龙头集中	12
二、第二维度：量-成本的学习曲线	15
(一) 成本学习曲线：后来者有强学习效应	15
(二) 韵达学习中通的成功案例	19
1、转运成本已经追平中通	19
2、运输成本与中通差距未来有望缩小	20
三、第三维度：从量变到质变	20
(一) 快递进入“天量”时代：网络稳定性将放大	20
(二) 从数量到质量：几个衡量指标	22
1、峰值突破率：衡量产能的扩张与需求的承接	22
2、应收账款及现金流质量	23
3、资产储备决定未来能力	24
(三) 量变到质变的新空间：若阿里成为“破局者”	24
1、区域分布不均衡存在提效可能	25
2、干线中转存整合空间	25
3、运输存在转载率提升的空间	26
4、加盟商存整合空间	26
四、投资建议	27
五、风险提示	28

图表目录

图表 1	2018 年韵达快递成本构成	5
图表 2	韵达转运中心成本	5
图表 3	韵达单票成本占比	6
图表 4	韵达单票成本变化	6
图表 5	通达系快递的单票成本比较	7
图表 6	各公司与中通之间单票成本的差值	7
图表 7	2018 年可比成本口径比较	8
图表 8	韵达技术	9
图表 9	韵达技术	9
图表 10	行业单票收入变化	10
图表 11	行业单票收入变化	10
图表 12	单票毛利变化	11
图表 13	圆通单票成本与单票收入	11
图表 14	中通单票成本与单票收入	11
图表 15	韵达单票成本与单票收入	11
图表 16	中通单票成本与单票收入	11
图表 17	电商快递市占率变化	12
图表 18	13-18 业务量前两名	12
图表 19	通达系与 CR8	12
图表 20	二通一达月度市占率表现	12
图表 21	2018 年以来, 中小快递企业的融资活跃度下降	13
图表 22	行业业务量增速	13
图表 23	2019 年 1-6 月业务量及收入增速	14
图表 24	快递公司的份额对比	14
图表 25	义务地区快递单票收入	15
图表 26	快递公司单票成本与对应业务量	16
图表 27	圆通成本曲线 (2013-2018 年)	16
图表 28	中通成本曲线 (2013-2018 年)	16
图表 29	韵达成本曲线 (2013-2018 年)	16
图表 30	中通成本曲线 (2013-2018 年)	16
图表 31	改善型快递公司与领先型快递公司的成本改善模拟图	17
图表 32	业务量增长导致的成本下降	17

图表 33	学习效应导致成本曲线下移	17
图表 34	业务量差距扩大使得横坐标差距扩大	18
图表 35	中通、圆通与韵达业务量绝对值差距	18
图表 36	快递设备的常规设备与新型设备优缺点对比	19
图表 37	韵达的中转成本追平中通	19
图表 38	韵达与中通的运输成本差距较大	19
图表 39	转运中心数量比较	20
图表 40	转运中心平均件量	20
图表 41	通达系快递干线转运中心结构对比	20
图表 42	成本优势结构	21
图表 43	通达系单月业务量（亿件）	22
图表 44	通达系峰值突破率	23
图表 45	通达系快递经营性现金流净额对比	23
图表 46	快递公司应收账款及票据对比	23
图表 47	通达系快递的土地使用权资产对比	24
图表 48	通达系快递的房屋及建筑物资产对比	24
图表 49	通达系快递的机器设备资产对比	24
图表 50	通达系快递的运输设备资产对比	24
图表 51	通达系快递的分区域业务收入分布	25
图表 52	通达系快递转运中心分布（2018）	26
图表 53	加盟商平均处理量、个数变化（2018 年）	27
图表 54	通达系业务量与股价涨跌幅	28

前言:

此前报告我们认为当前对于电商快递依然是“以量为先”，业务量是降成本提效率的基础，但我们认为对于“量”的理解以及演变也在发生变化，而量变最终将跃升至质变，我们提出从三个维度来理解这一过程。

第一维度：规模优势-成本下降-成本优势-龙头集中。

第二维度：量-成本的学习曲线。

第三维度：天量时代，对业务量的要求进入质变阶段。

一、第一维度：规模经济-成本下降-成本优势-龙头集中

(一) 电商快递行业是典型具备规模经济特征的行业

1、快递公司的成本构成

通达系快递公司在快递业务的成本构成，通常分为面单、运输与转运中心成本。

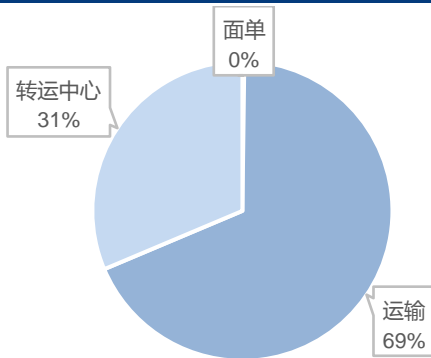
以 A 股中成本优势最为领先的韵达股份为例，2018 年公司单票成本 1.22 元，其中面单成本 0.002 元，中转成本 0.38 元，运输成本 0.83 元，占比来看，面单、转运中心、运输成本分别占比 0.2%、31%及 68%。

进一步拆分转运中心环节：

装卸扫描 0.15 元、折旧摊销及办公租赁 0.14 元、人工 0.07 元、其他转运成本 0.03 元，占比分别为 38%、35%、18%及 9%。

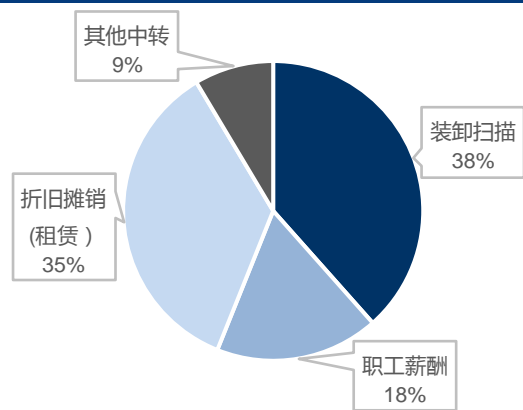
全口径下，运输（68%）、装卸扫描（12%）、折旧摊销（租赁）（11%）、人工（6%）、其他转运（3%）以及面单（0.2%）。

图表 1 2018 年韵达快递成本构成

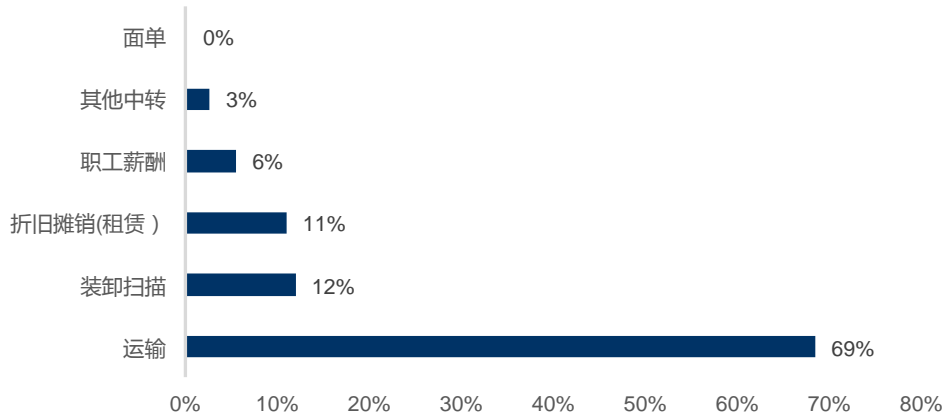


资料来源：公司年报、华创证券

图表 2 韵达转运中心成本



资料来源：公司年报、华创证券

图表 3 韵达单票成本占比


资料来源：公司年报、华创证券

2、快递公司具备典型的规模经济特征

面单成本：随着电子面单的普及率不断提升，如韵达 18 年电子面单普及率已经达到 97.7%，面单成本也随之降至到极低的占比水平。

转运中心成本：其中占比 35% 的折旧摊销（租赁）成本是典型的固定成本，在产能不扩张情况下，单票成本会自然随着业务量的规模而被摊薄。

运输成本：业务规模的扩大，装载率的提升，同样将带来单票成本的下降。因此快递是典型具备规模经济特征的行业。

通达系公司 2016 年上市，16-18 年的三年间，韵达单票成本降幅 17% 领先，中通与圆通均降幅 16%，申通则仅降 4%。其中韵达 2018 年比 16 年业务量增长 117%，单票成本下降 17%，单票运输成本下降 13%，转运成本下降 20%。

图表 4 韵达单票成本变化

项目	2016	2017	2018	18Vs16
单票成本合计	1.47	1.38	1.22	-17%
单票面单成本	0.04	0.02	0.002	-94%
单票运输成本	0.95	0.94	0.83	-13%
单票转运中心成本	0.48	0.42	0.38	-20%
装卸扫描	0.18	0.14	0.15	-17%
职工薪酬	0.14	0.11	0.07	-50%
折旧摊销(办公及租赁)	0.13	0.15	0.14	2%
其他中转	0.03	0.03	0.03	-6%
业务量	32.1	47.2	69.8	117%
增速	0.51	0.47	0.48	

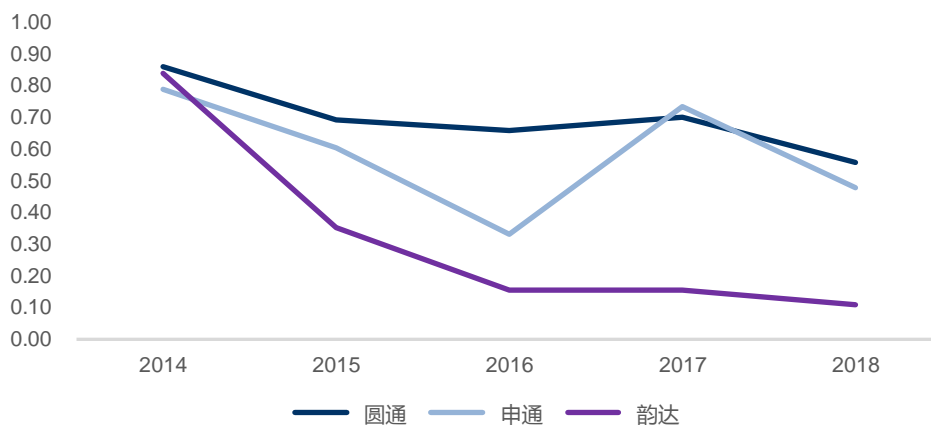
资料来源：Wind、华创证券

图表 5 通达系快递的单票成本比较

	2016	2017	2018	18Vs16
核心可比成本				
圆通	1.98	1.92	1.67	-16%
申通 (还原转运口径)	1.65	1.96	1.59	-4%
韵达	1.47	1.38	1.22	-17%
中通	1.32	1.22	1.11	-16%
面单成本				
圆通	0.03	0.01	0.03	0%
申通	0.07	0.07	0.05	-35%
韵达	0.04	0.02	0.00	-94%
中通	0.06	0.06	0.06	-6%
转运成本				
圆通	1.01	0.98	0.84	-17%
申通 (还原口径)	0.57	0.75	0.57	0%
韵达	0.48	0.42	0.38	-21%
中通	0.43	0.39	0.38	-12%
运输成本				
圆通	0.94	0.93	0.80	-15%
申通 (还原口径)	1.00	1.14	0.97	-3%
韵达	0.95	0.94	0.83	-13%
中通	0.83	0.77	0.68	-18%
业务量				
圆通	44.6	50.6	66.7	49%
申通	32.6	39.0	51.1	57%
韵达	32.1	47.2	69.8	117%
中通	45.0	62.2	85.2	89%

资料来源：公司公告、华创证券

从 2014-2018 年，各公司向成本领先的中通学习过程中，单票成本的绝对值在收窄，如最先学习中通的韵达差值收敛到 0.11 元，申通与圆通则分别有 0.48 及 0.56 元的成本差距。

图表 6 各公司与中通之间单票成本的差值


资料来源：Wind、华创证券

图表 7 2018 年可比成本口径比较

	圆通	申通	韵达	中通
单票快递业务成本（扣除派费）	1.66	1.59	1.22	1.11
Vs中通	50%	43%	10%	
单票面单	0.03	0.05	0.00	0.06
单票中转	1.64	1.54	1.22	1.05
其中：单票运输	0.80	0.57	0.83	0.68
单票分拨	0.84	0.97	0.38	0.38
单票毛利	0.42	0.53	0.50	0.70

资料来源：Wind、华创证券（申通按照转运中心口径做了调整）

3、快递行业是受益于技术进步降成本的行业

技术经济是内部规模经济的一种形式，而对于快递行业有诸多应用场景。

同样以韵达为例，公司实施基于科技创新和精细化管理的“成本领先型”竞争策略，充分发挥规模效应和信息化优势，通过“业务数据化，数据业务化”——将海量的快递产品、服务及流程信息数据化，并依托底层卓越的 IT 技术将数据业务化。

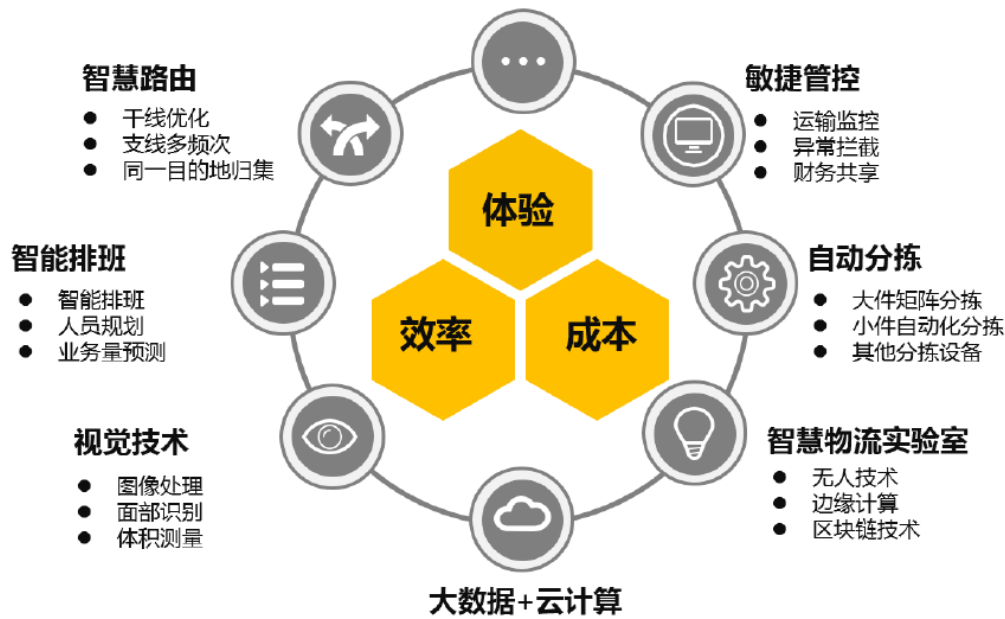
单票运输成本：通过动态智能路由规划、智能车辆监控、干线运输轨迹可视化、实施灵活化包仓、优化车型、提高核心线路装载率、深入优化货品结构等更加精细化、柔性化的管理，充分发挥集约效应和规模效应，持续降低单票运输成本；

单票人工、操作成本：通过持续的信息化、自动化、智能化等核心资源投入，向科技创新要人效、要效率、要效益，持续降低单票人力成本、操作成本。

比如**自动化分拣设备：**全自动、智能化分拣设备，包括高速矩阵、自动交叉带、末端自动化设备等，其中：高速矩阵的分拣效率达到 2700 件/h，升级后的效率达到 3700 件/h；自动交叉带在分拣、中转、运输过程，全程仅需扫码一次、过程不落地，分拣效率高达 20000 件/h，分拣差错率 1/10000，同等货量下可大幅度降低分拣人力。

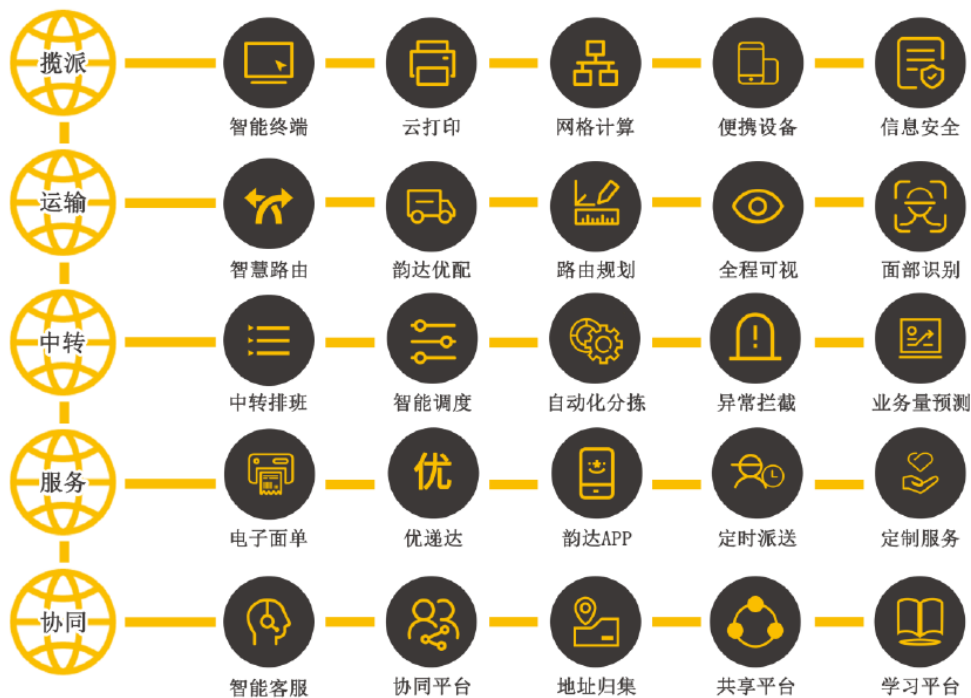
2018 年，各转运中心依托服务网络强大的信息系统支持，操作分拣错分率同比下降了 23%，错发率同比下降了 15%，错集包率同比下降了 45%；整体分拣处理能力提升 51%，操作准确性显著提高，职工数量下降 6.67%，人均综合效能提升 18.84%。

图表 8 韵达技术



资料来源: Wind、华创证券

图表 9 韵达技术



资料来源: Wind、华创证券

（二）成本下降有助于降低价格

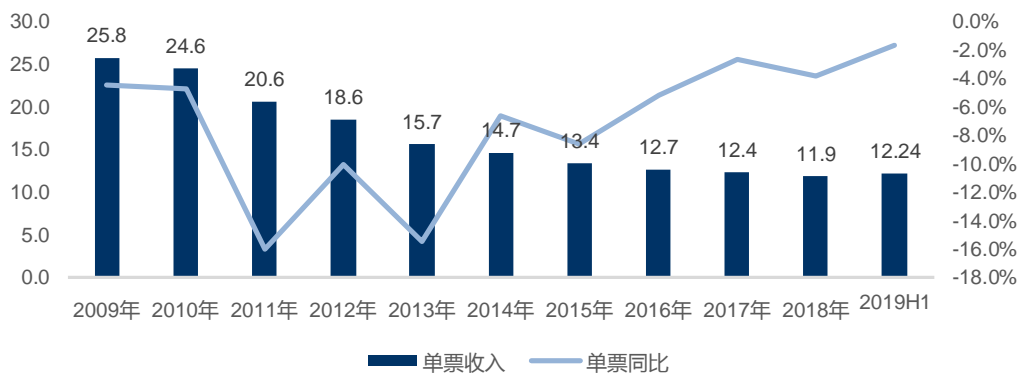
因性价比是电商快递的核心竞争力，电商快递企业的理想良性量价循环为：降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格。

因此成本下降是推动价格下降，提升产品竞争力的源泉。

从行业单票收入角度看，从电商蓬勃发展以来，十年间从2009年的25.8元降至2018年的11.9元，连年下降，2019年上半年12.2元，同比下降1.6%，为近十年终端价格最低降幅。

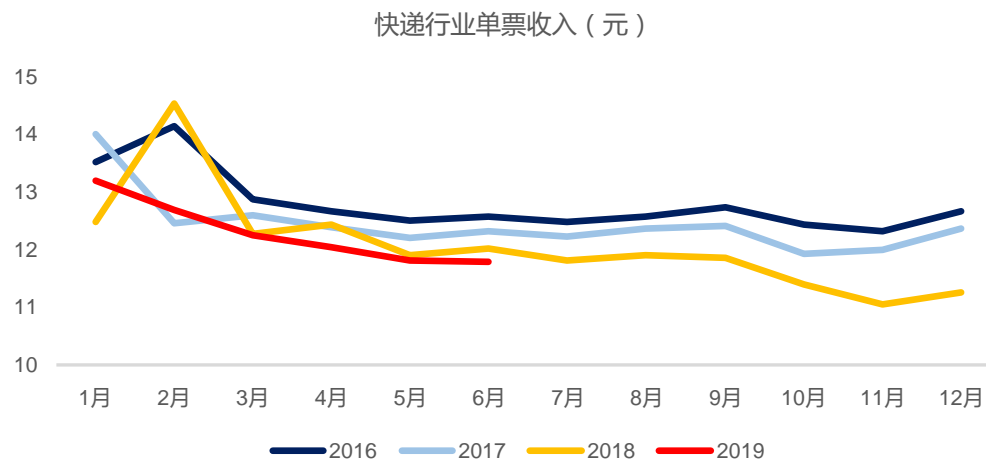
行业价格的下降也反过来刺激的电商的发展。

图表 10 行业单票收入变化



资料来源：Wind、华创证券

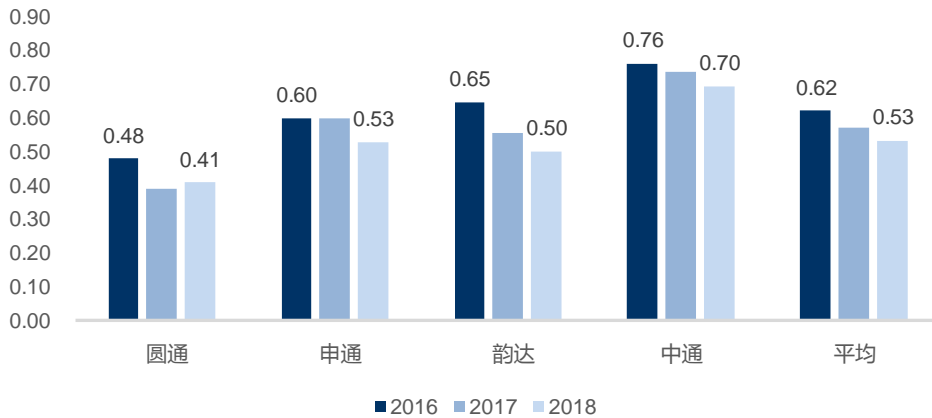
图表 11 行业单票收入变化



资料来源：Wind、华创证券

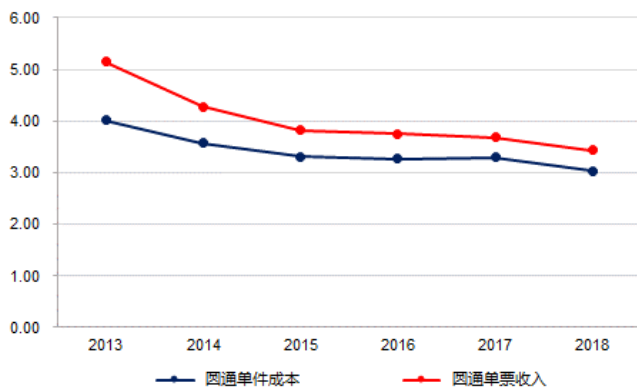
从上市公司角度看，从披露数据看，单票价格的降幅基本与成本趋势一致，但从单票毛利的角度来观察，呈现了下降的态势，通达系平均单票毛利从16年的0.62元降至0.53元，降幅14%

图表 12 单票毛利变化



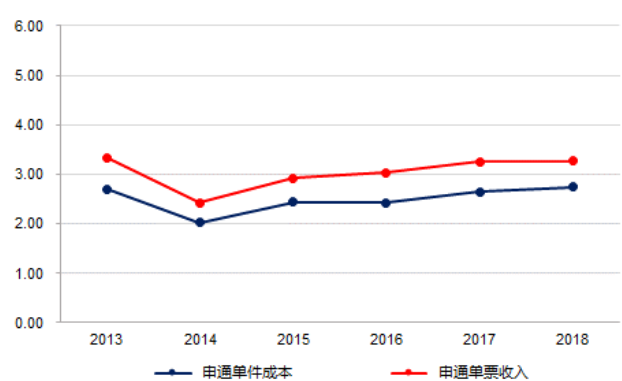
资料来源: Wind、华创证券

图表 13 圆通单票成本与单票收入



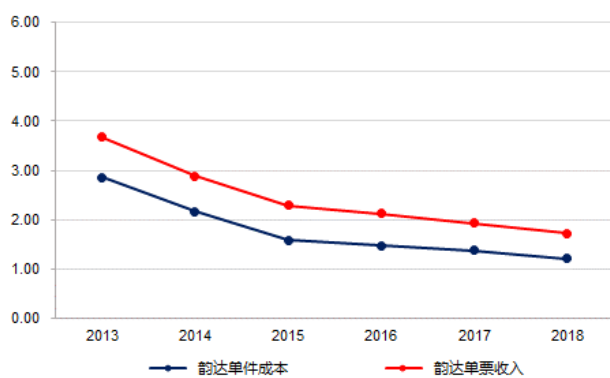
资料来源: Wind、华创证券

图表 14 申通单票成本与单票收入



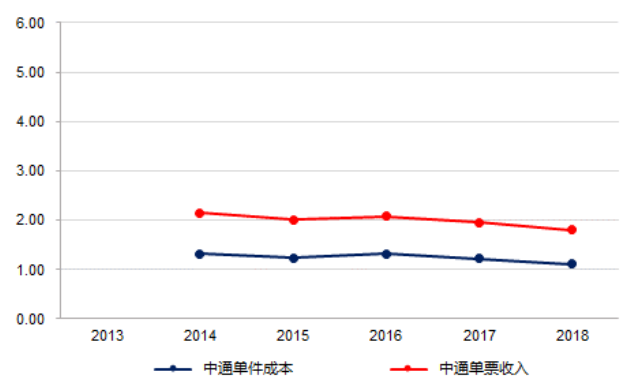
资料来源: Wind、华创证券

图表 15 韵达单票成本与单票收入



资料来源: Wind、华创证券

图表 16 中通单票成本与单票收入



资料来源: Wind、华创证券

(三) 通达系整体已经构成成本护城河，由此推动龙头集中

前文我们分析快递行业是典型的规模经济行业，并受益于技术进步，而过去的竞争是价格不断下降的过程，成本优势就逐步成为核心竞争优势，而我们此前报告中认为通达系整体已经构成成本优势护城河。

龙头集中趋势明显：通达系市占率 16 年后见底回升，18 年起加速上行

在《复盘通达系快递》报告中，我们提出：看过往，城头变幻大王旗。

2014 年之前申通十年王者，2015 年圆通取而代之，2016-18 年的中通三连冠，同时 18 年韵达从通达系小弟追至榜眼，百世超越了申通。

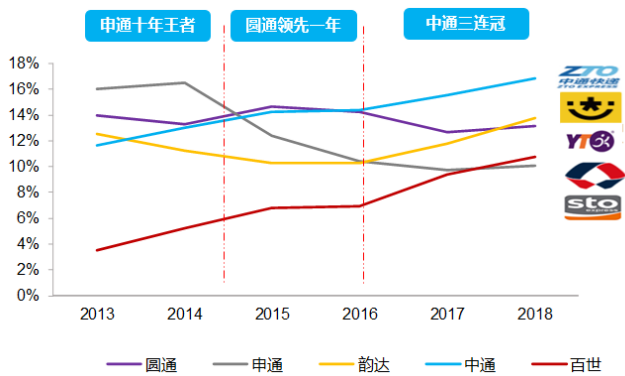
2018 年，中通市占率 16.8%、韵达市占率 13.8%、圆通 13.1%，申通 10.1%、百世 10.8%。

2019Q1，中通市占率 18.6%、韵达 14.7%、圆通 13.6%、申通 10.5%、百世 11%

通达系市占率达到 57.5%，加百世 CR5 达到了 68.5%。

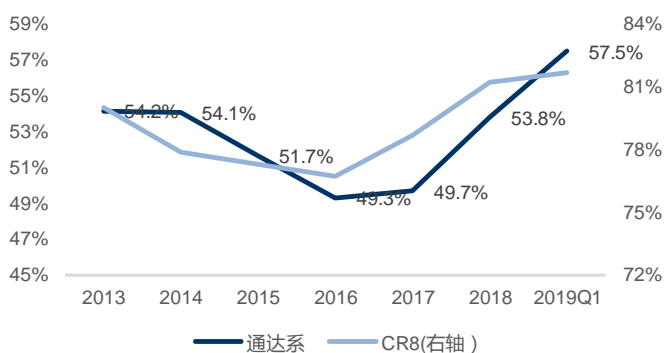
截止 19 年 6 月，韵达、圆通、申通份额分别为 16.3%、13.9%及 11.4%，较 18 年同期分别提升 2.7、0.7 及 1.8 个百分点。

图表 17 电商快递市占率变化



资料来源：Wind、华创证券

图表 19 通达系与 CR8



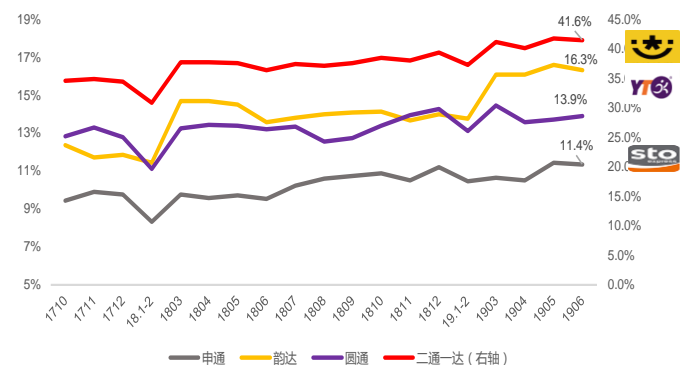
资料来源：Wind、华创证券

图表 18 13-18 业务量前两名

年份	市占率第一	市占率	市占率第二	市占率	差距
2013	申通	16.0%	圆通	14.0%	2.0%
2014	申通	16.5%	圆通	13.3%	3.2%
2015	圆通	14.7%	中通	14.3%	0.4%
2016	中通	14.4%	圆通	14.3%	0.1%
2017	中通	15.5%	圆通	12.6%	2.9%
2018	中通	16.8%	韵达	13.8%	3.0%

资料来源：Wind、华创证券

图表 20 二通一达月度市占率表现



资料来源：Wind、华创证券

图表 21 2018 年以来，中小快递企业的融资活跃度下降

公司	近况
全峰快递	2018 年 3 月，全峰快递出现个别地区网络瘫痪、分拨停工、员工讨薪等新闻。7 月 11 日，北京二中院执行法官对北京全峰快递有限责任公司进行强制执行。此后无全峰快递融资的消息。
快捷快递	2018 年 5 月，快捷快递发布《关于快捷快递近期重组情况的公告》。此后无快捷快递融资的消息。
国通快递	2018 年，根据《每日经济新闻》报道：在安徽、四川等地，出现了部分国通末端网点暂停运营的现象。
远成物流	2018 年 11 月，供销大集公告终止发行股份收购远成物流股权。
如风达	为达到战略转型，2019 年 3 月 11 日起暂停公司部分业务。

资料来源：运联传媒、物流沙龙、《每日经济新闻》，华创证券整理

将通达系作为一个整体来观察，会发现：

2013-2018 年，CR8 从 80% 先降至 16 年的 76.7%，而后升至 18 年的 81.2%，

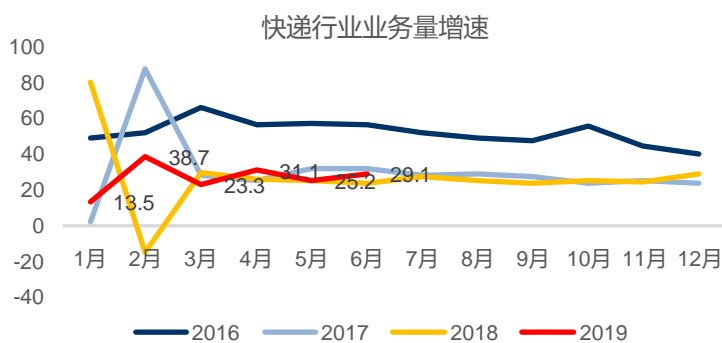
通达系整体市占率则由 54.2% 降至 16 年的 49.3%，而后升至 54%，

两者的趋势相同，而 16 年开始出现集中度提升的拐点，一个重要因素是通达系在 16 年纷纷登陆资本市场，最晚的中通在 2016 年 10 月上市。

这轮提升中，通达系较低点提升 6.7 个百分点，而 CR8 提升 4.5 个百分点，通达系的提升超越 CR8。

2019 年更为明显，龙头增速远超行业，1-6 月累计增速看申通 (47.2%) > 韵达 (44.7%) > 圆通 (35.1%) > 行业 (25.7%) > 顺丰 (9.2%)

2019 年 6 月，CR8 达到 81.7%，较 18 年底提升 0.4 个百分点；二通一达市占率 41.6%，较 18 年底及去年同期分别提升 2.2 及 4.2 个百分点。

图表 22 行业业务量增速


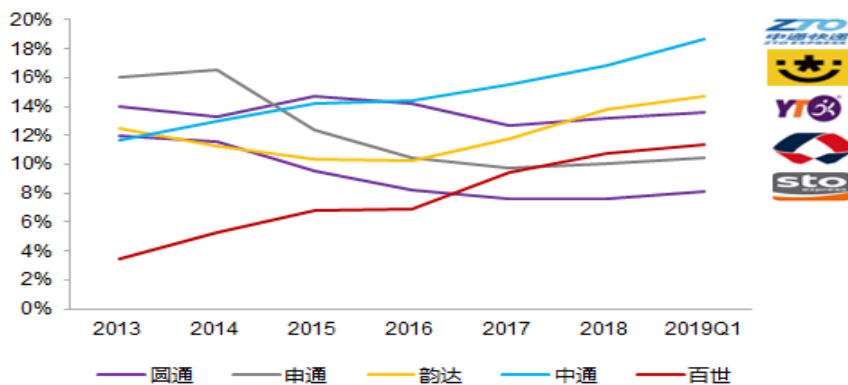
资料来源：Wind、华创证券

图表 23 2019 年 1-6 月业务量及收入增速

公司业务量 (亿件)						
	当月值	份额	同比	超额增速	累计同比	
顺丰	3.7	6.8%	15.8%	-13.3%	9.2%	
申通	6.2	11.4%	54.4%	25.3%	47.2%	
韵达	8.9	16.3%	54.8%	25.7%	44.7%	
圆通	7.6	13.9%	35.9%	6.8%	35.1%	
全国	54.60		29.1%		25.7%	
公司单票收入 (元/件)						
	当月值	同比	环比	累计	累计同比	
顺丰	23.2	2.1%	-0.8%	23.6	3.9%	
申通	2.9	-8.4%	-5.9%	3.2	-1.5%	
韵达	3.2	95.1%	0.0%	3.3	89.5%	
圆通	3.0	-10.9%	0.0%	3.2	-10.9%	
全国	11.8	-2.1%	-0.3%	12.2	-1.6%	
公司收入 (亿元)						
	当月值	同比	环比	累计收入	累计同比	
顺丰	86.8	14.3%	7.2%	478.0	13.4%	
申通	17.7	41.8%	-2.3%	97.3	44.9%	
韵达	28.3	201.9%	2.4%	142.8	174.2%	
圆通	22.9	21.1%	5.8%	120.8	20.3%	
全国	643.2	26.5%	4.1%	3,396.7	23.7%	

资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 快递公司的份额对比



资料来源: 公司公告, 华创证券

进一步, 我们把电商快递行业在业务量 (市场份额) 的争夺上分为几个阶段:

- 1) 阶段一: 通达系快递上市前, 与二三线快递的边界模糊, 由于需求爆发增长和产能投入不足, 整体份额持平甚至有所下降。大量二三线快递受益于融资活跃、需求红利, 快速崛起。
- 2) 阶段二: 通达系快递上市后, 与二三线快递差距扩大, 作为一个板块, 持续分化板块外其他快递份额, 行业竞争集中在一线快递与二三线快递的竞争。
- 3) 阶段三: 通达系板块以外的份额已经下降, 行业竞争集中于一线快递之间的竞争。

随着二三线快递份额退出红利逐步消退, 快递行业的竞争重心将重回一线快递内部。在此阶段, 一线公司间的竞争程度将会加剧, 分化将更加明显。(不考虑外部因素如阿里深度介入的情况)

稳态格局预计: 预计通达系整体达到 85% 左右的份额, 其中 CR2 达到 50% 以上。

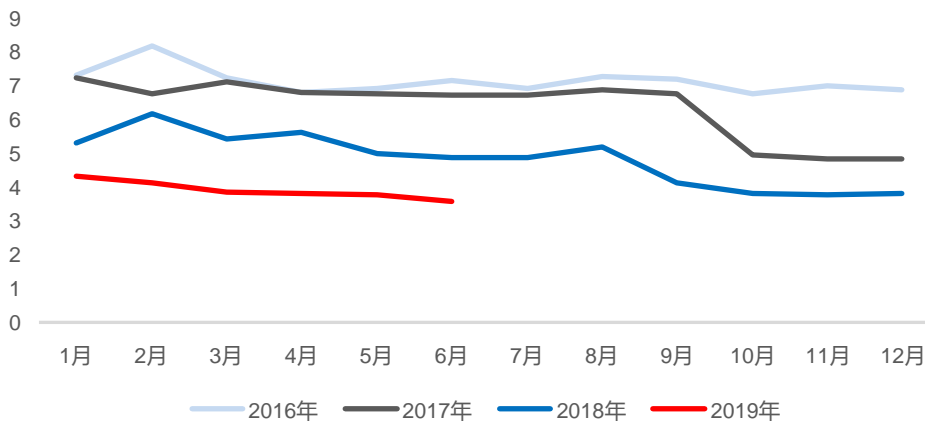
附：局部价格战：2019年浙江，尤其义乌是最主要竞争地带

我们观察快递业务量排名前五的省市：广东、浙江、江苏、上海、山东

- 1) 广东省：经历了2次较大下跌后（2018年1月同比跌幅为18.0%，2019年2月同比跌幅为9.3%），自2019年3月起，价格已经开始连续4月同比转正，截止2019年6月单票收入为10.84元。
- 2) 浙江省：2019年6月单票收入为6.49元，同比跌幅为17.9%，为2018年1月以来最大跌幅。尤其义乌单票价格仅3.6元，同比下降26%。
- 3) 江苏省：经历了2018年Q4、2019年Q1的2次较大下跌后，自2019年Q2起单票收入持续收窄，2019年6月单票收入为11.40元，同比已经转正。
- 4) 上海市：因为5家快递上市公司总部均在上海，收入口径与其他与其余区域有差异，
- 5) 山东省：2019年与2018年类似，均在Q1大幅下跌，随后跌幅收窄。

我们认为，由于快递行业网络效应的存在，相比整体价格战，局部价格战的代价更低、打击更加精准，在局部激烈价格战的推动下，中小快递公司将难以支撑并加速推出。

图表 25 义务地区快递单票收入



资料来源：Wind、华创证券

二、第二维度：量-成本的学习曲线

（一）成本学习曲线：后来者有强学习效应

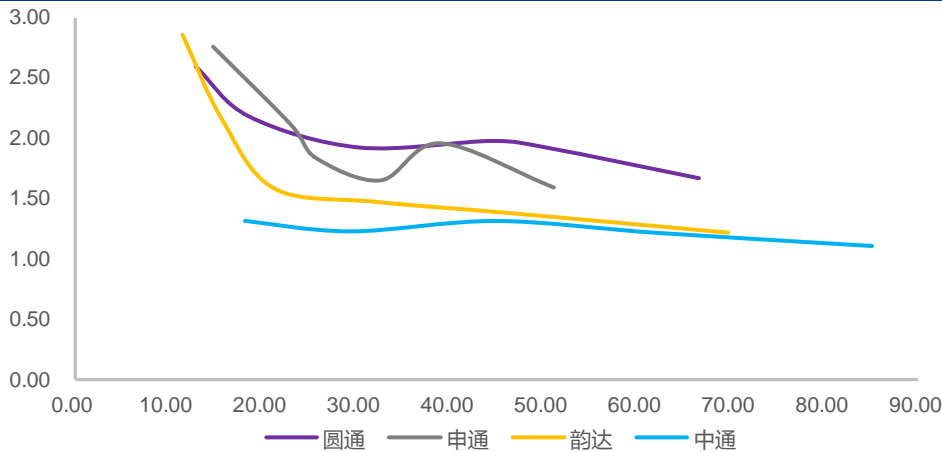
成本曲线表现为成本随着业务量增加而逐步下降，同时不同快递公司表现出不同的成本曲线。

比如突破50亿件时，申通在2018年，单票成本1.59元，圆通在2017年，单票成本1.92元，韵达在17年后单票约1.4元，中通在16年后，对应单票约1.32元。

但是我们同样发现强学习效应体现在后来者在不断突破量级时，成本下降幅度更快。如领先者中通从20亿件到80亿件成本下降16%，韵达从20亿到70亿级别中下降了23%。

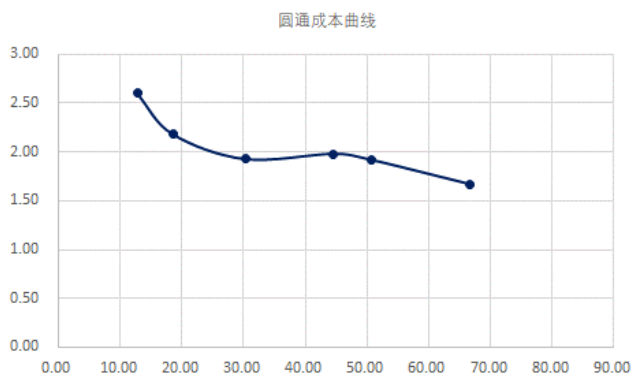
再者看2018年，以圆通为例，成本端圆通单票成本下降约0.26元，其中运输成本下降0.13元，整体降幅13%超过同期的中通、韵达。

图表 26 快递公司单票成本与对应业务量



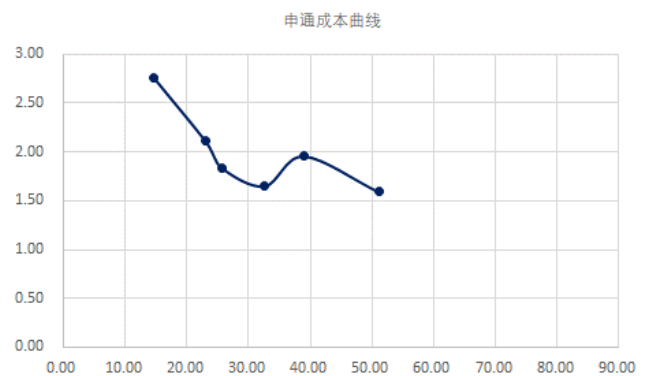
资料来源：公司公告、华创证券（备注：申通 2013-2017 年转运环节直营比例约 50%，可比口径根据 50% 还原，2018 年直营比例约 65%，可比口径根据 65% 还原）

图表 27 圆通成本曲线（2013-2018 年）



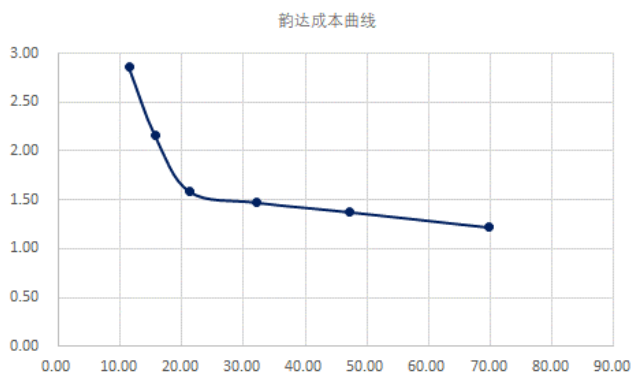
资料来源：公司公告、华创证券

图表 28 申通成本曲线（2013-2018 年）



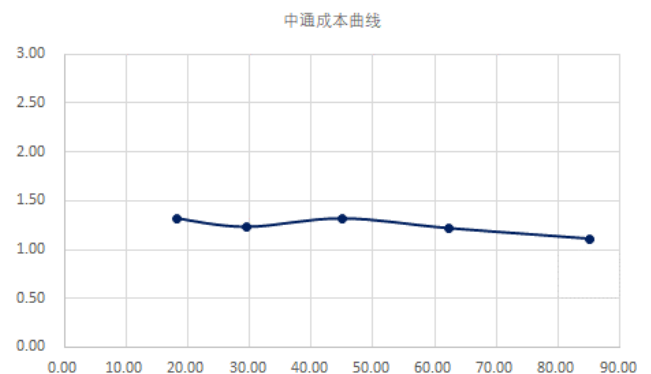
资料来源：公司公告、华创证券

图表 29 韵达成本曲线（2013-2018 年）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 30 中通成本曲线（2013-2018 年）

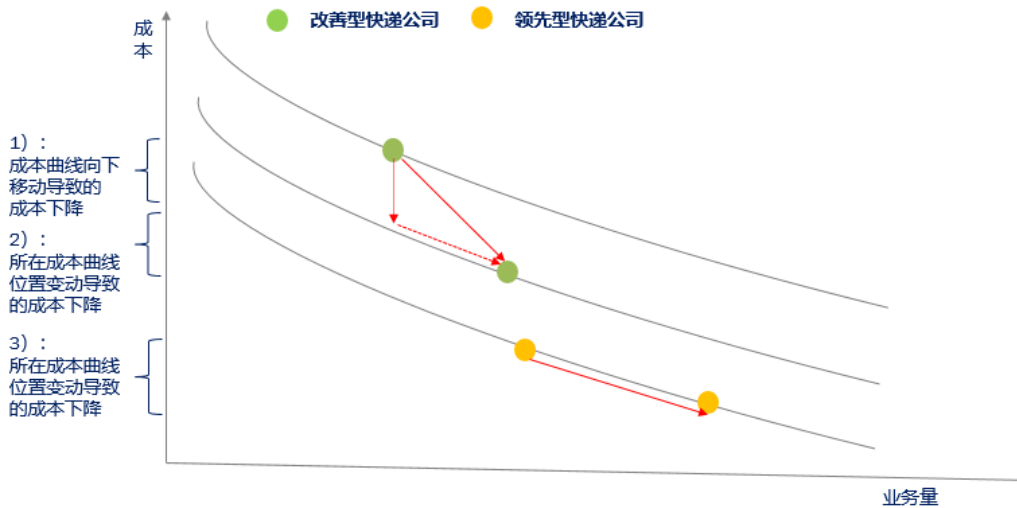


资料来源：公司公告、华创证券

我们认为后来者的单票成本在一定阶段内会呈现更为明显的降幅，主要有两个原因：

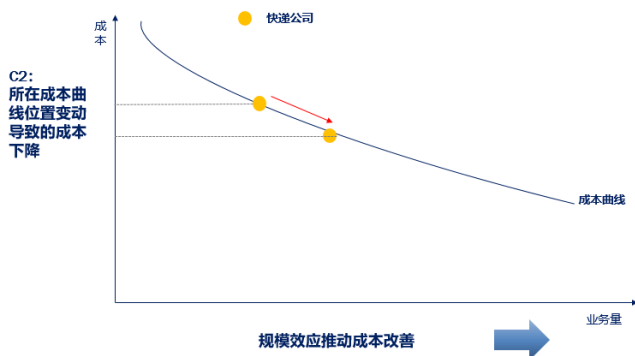
- 其一：业务量增长导致的成本下降；
- 其二：强学习效应导致成本曲线下移。

图表 31 改善型快递公司与领先型快递公司的成本改善模拟图



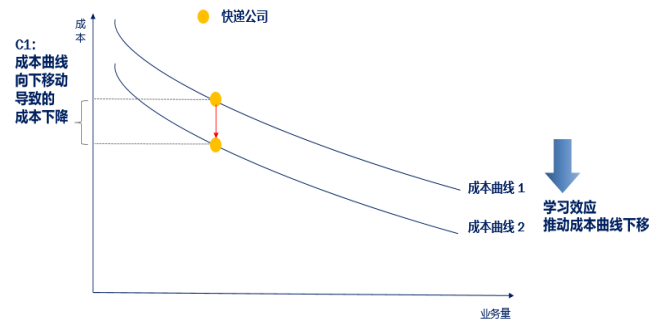
资料来源：华创证券

图表 32 业务量增长导致的成本下降



资料来源：公司公告、华创证券

图表 33 学习效应导致成本曲线下移



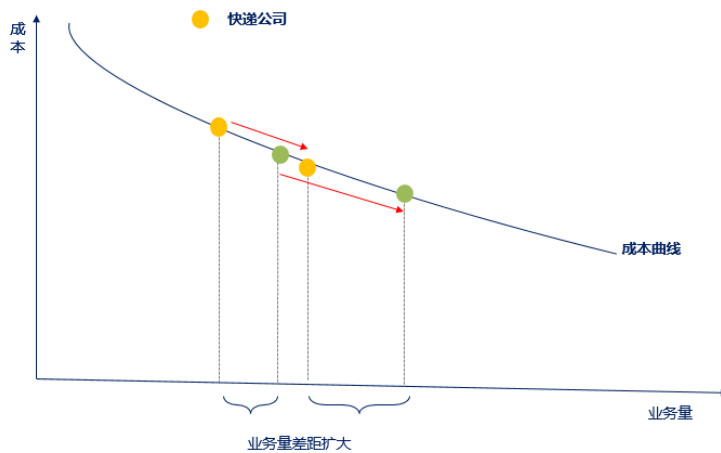
资料来源：公司公告、华创证券

但有两点需要关注：

1) 业务量增速回升，但业务量差距扩大，单票降幅的规模效应中后来者不具备优势

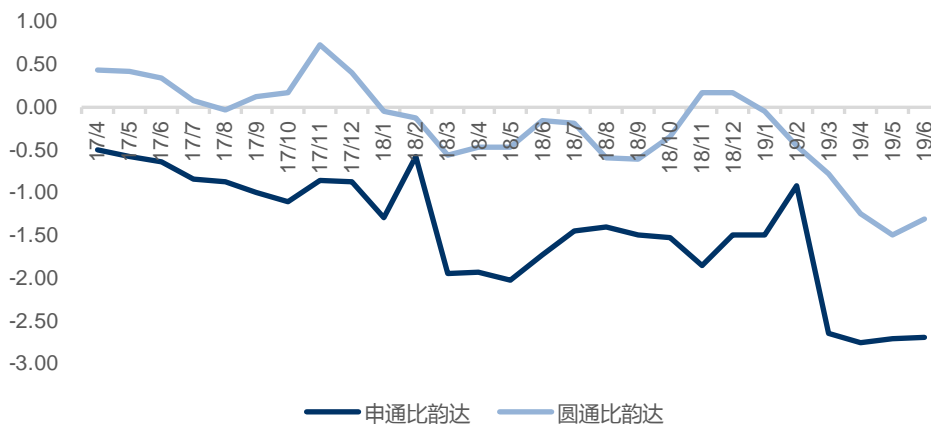
因领先者业务量的规模更大，在同样业务量增速情况下，实际业务量的差距是在扩大，如 2019 年韵达领先圆通、申通件量的绝对值有所变大。

图表 34 业务量差距扩大使得横坐标差距扩大



资料来源：公司公告、华创证券

图表 35 申通、圆通与韵达业务量绝对值差距



资料来源：公司公告、华创证券

2) 学习效应导致的成本曲线最快速度移动可能是一次性的

运输环节：

目前线路装载率合适的情况下，从外包转为自营，从小车转为大车，均会取得立竿见影的成本下降效果。

自运力较旺季采购外包运力，有明显的成本优势；

大车装载率是小车 2 倍，成本是 2 辆小车的 70%，相当于节约 30% 成本。

但如何将目前转载率较低线路的转载率提升到适合自营的水平，自营车队如何管理，大车的装载空间如何优化，需要公司提高业务流程标准化程度、积累数据、在数据基础上进一步优化管理。

中转环节：

在场地设计合理、设备性能与货物类型匹配的情况下，自动化设备对人工的替代效用明显。

目前针对自动化分拣线的价格约 600-800 万元，相同的分拣效率下，可以减少人工约 100 人，节约成本约 500 万元。

（注：每条分拣线 35-40 个人，和全人工操作相比，同等效率可减少 100 个人工。以一个人工成本 5 万/年计算，一年可节约人工成本 500 万，分拣线的成本大约一年到一年半就可以收回。自动化分拣线对降低分拣导致的破损率、

提升准确性、时效性也非常显著。)

但如何根据各地差异化的货物结构设计合理的自动化设备，如何提升设备性能，需要公司能够将中转业务流程与设备系统集成充分融合。

图表 36 快递设备的常规设备与新型设备优缺点对比

功能	常规设备	新型设备	常规产能	新设备产能	常规设备优缺点	新设备优缺点	替代可行性	参考因素
揽收	人工称重	动态DWS	450	2000	优点：成本低、可拓展性强，货物要求低； 缺点：单台效率低，劳动强度高。	优点：单台效率高； 缺点：成本高，货物标准化程度高	中	成本衡量
集包	三层线+分拣	交叉带自动分拣机	20000	15000-50000	优点：成本低、产能弹性大； 缺点：产能瓶颈2万，差错率高；人员需求量大。	成本高，建设后产能无弹性	高	成本与产能需求
	交叉带自动分拣机	分拣机器人	15000-50000	15000 (异议)	优点：产能规划空间大；算法简单； 缺点：搬迁成本高，扩展性低。	优点：建设搬迁成本低；拓展性好 缺点：算法复杂，效率低。	低	产能与拓展
矩阵	人工分拣	滑块/模组带/万向轮等	4000	2500	优点：产能高，包装要求低；	优点：成本低；人员需求少；	低	产能与包装
叉车	电动拖盘车	AGV托盘车	/	/	优点：机动性高，效率高； 缺点：成本高，安全性低；	优点：安全性高，成本较低； 缺点：机动性差，效率低；	低	产能与流程

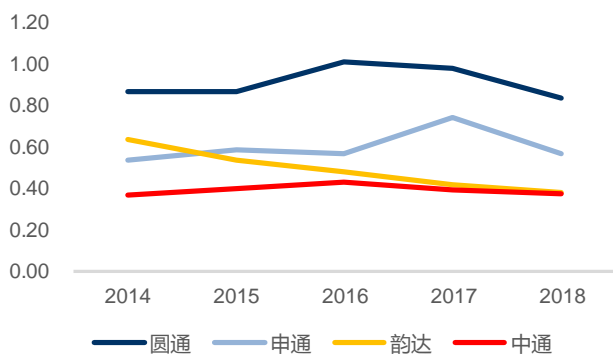
资料来源：华创证券整理

(二) 韵达学习中通的成功案例

2016到2018年，公司与中通的单票成本差距分别为0.15元、0.16元、0.1元。

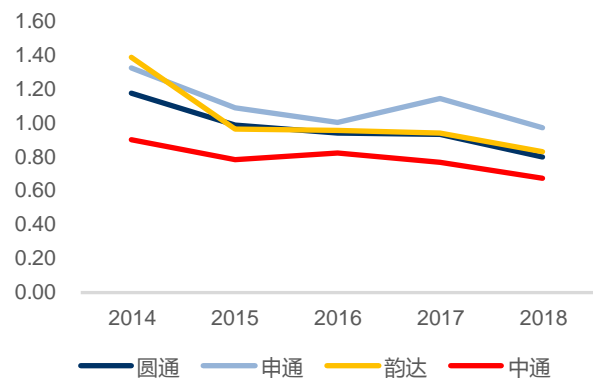
细拆各项成本看，由于面单成本趋近于0，关键在中转与运输成本。其中韵达的转运成本已经追平中通，二者的差距主要在于运输成本。

图表 37 韵达的中转成本追平中通



资料来源：Wind、华创证券

图表 38 韵达与中通的运输成本差距较大



资料来源：Wind、华创证券

1、转运成本已经追平中通

2016年中通单票转运成本0.43元，韵达0.48元，而到18年双方均为0.38元，韵达已经追平中通。

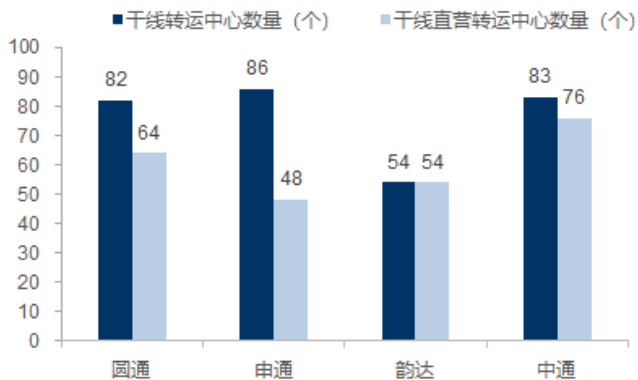
路由优化：韵达转运中心数量从2013年的80余家优化调整至2015年的50余家，自16年至18年，韵达转运中心

数量并未增加。说明单个转运中心的支撑能力大幅提升。

优化中转节点带来中转高效率：以干线转运中心总数量和直营数量计算，韵达单个转运中心单日平均件量显著高于同行，甚至高于中通，因此使得转运成本逼近中通。

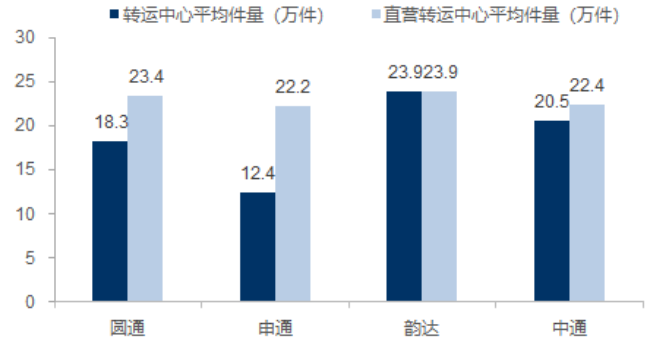
减少中转节点带来快时效：减少路由中的中转节点会提升快件时效。

图表 39 转运中心数量比较



资料来源：公司公告，华创证券

图表 40 转运中心平均件量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 41 通达系快递干线转运中心结构对比

	网络日均件量 (万件)	干线转运中心数量 (个)	转运中心平均件量 (万件)	干线直营转运中心数量 (个)	直营转运中心平均件量 (万件)
圆通	1497.0	82.0	18.3	64.0	23.4
申通	1067.9	86.0	12.4	48.0	22.2
韵达	1293.2	54.0	23.9	54.0	23.9
中通	1704.1	83.0	20.5	76.0	22.4

资料来源：公司公告，华创证券

2、运输成本与中通差距未来有望缩小

2016 年中通单票运输成本 0.83 元，韵达为 0.95 元，而到 18 年中通与韵达单票运输成本分别为 0.68 与 0.83 元，差距主要在于韵达业务量的区域分布不如中通均衡，导致装载率尚不如中通。

但看未来，在降成本大背景下，公路货运将受益，运输成本中的外包部分成本有望下降。根据 2018 韵达披露的应付运费余额 14.7 亿，假设平均 4-6 月账期，而总运输成本 58 亿，则外包预计 50%-70%，平均值高于中通。过往由于快递行业业务量季节性波动大，旺季产能中固定部分增加受到约束，否则在来年淡季容易亏损。

三、第三维度：从量变到质变

(一) 快递进入“天量”时代：网络稳定性将放大

快递行业正在进入天量快递时代。2014 年开始，我国快递业务量超过美、日、欧等发达经济体总和，2018 年，全国快递业务量共完成 507.1 亿件，连续五年居世界第一。

从增量角度来说,行业 18 年业务量相比较 17 年增加了 106 亿件单量,相当于比最大份额中通 85 亿件的体量还要大,几乎等于申通+百世的业务总量。

这样的天量运营时代,快递公司全网协同与稳定性将更为重要,换言之,每个节点网点的运作状况会被放大,如单个派件网点如果运作出现问题,不仅会影响该网点业务量,更会影响所有经过该网点的快递运转,对应上游的多个揽件网点也会受影响。

总部较高的单票成本会降低加盟商的利润空间,降低了加盟商的盈利能力与抗风险能力,同时单量的暴增更是加大了加盟商的风险敞口。

由此运营数据化也更为重要,通过大数据赋能,实现对干线运输车辆、全国加盟网点的全方位监控管理,让所有运营进行数据化呈现和管理。

韵达在年报中披露:

干线运输方面,强化对每条车线进行运输质量及成本的有效监控,做到管理日清、成本日清。

加盟网点方面,按照服务质量、标准化建设程度和安全管理等多口径对加盟商进行管理和考核,并通过一系列数据对加盟网点进行实时关注和预警,保证网络服务效率和服务质量,持续提高加盟商经营水平,确保基层稳定且充满活力。

未来将经营和财务系统对接到加盟商,从而使得总部更加掌握全网情况。

因此未来是全网的稳定性竞争。

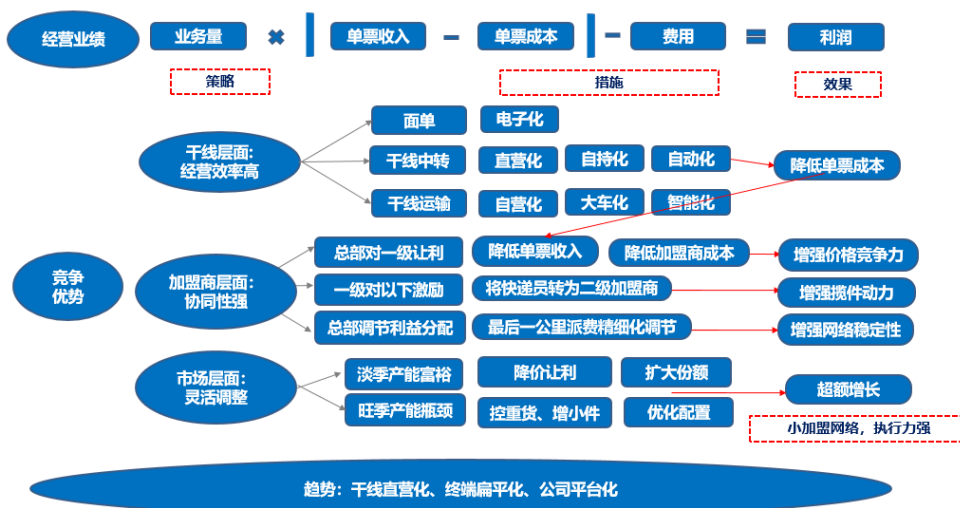
干线层面: 干线降本提质,降成本为让利于加盟商提供基础,提品质为加盟商拓展业务赋能

渠道层面(加盟商层面): 让利于加盟商,提升了加盟商的价格竞争力和稳定性;提升品质赋能于加盟商,提升加盟商的品质竞争力;调整加盟商利益机制,促进网络平衡、稳定发展。

终端层面: 性价比优势构成了公司在终端市场的护城河,持续受益于电商快递市场高速增长。

通过干线、渠道(加盟商)、终端三个层面的良性互动,干线降本提质>让利赋能加盟商>加盟商的终端竞争力与稳定性提升>份额提升>规模扩大>成本优势巩固>份额持续扩大。

图表 42 成本优势结构



资料来源: 华创证券

（二）从数量到质量：几个衡量指标

1、峰值突破率：衡量产能的扩张与需求的承接

快递业务有典型的季节性特征，双 11 及双 12 所在的四季度为行业最旺季，尤其双 11 是电商狂欢节，促进快递单量大增，也是每年快递公司产能与业务量，服务与质量的大考。

通常双 11 会缔造当年最高峰值，而到次年双 11 打破其记录，如 2016 年 11 月行业业务量 37.6 亿件，直至 17 年 11 月才由 47 亿件打破该记录，再由 18 年 11 月的 58.6 亿件打破，19 年上半年最高为 6 月的 54.6 亿。

因此我们提出峰值突破率这样一个参考指标：即如果次年淡季可突破前一年 11 月产生的业务单量，意味着公司产能扩张得到充分利用，闲置率低，同时意味着需求端的旺盛。

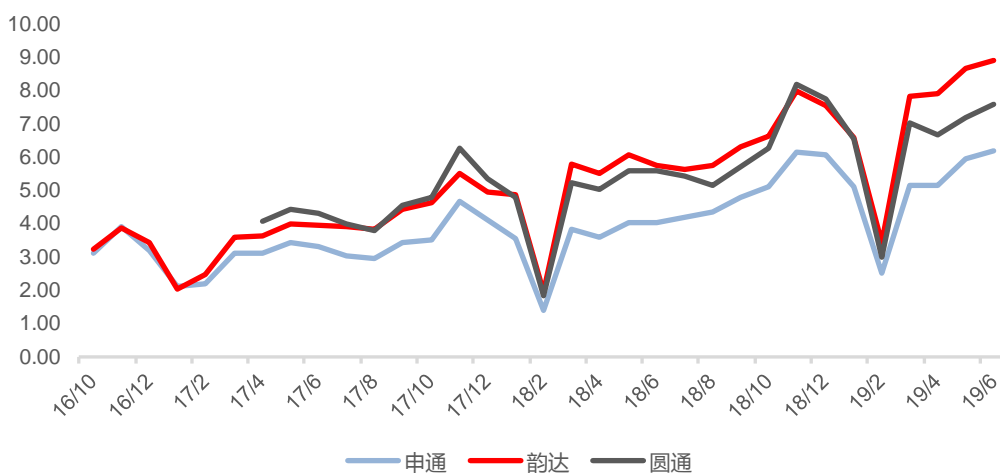
观察各公司情况，

韵达：2016 年 11 月的 3.86 亿件在 17 年 5 月 4 亿件打破，17 年 11 月的 5.53 亿件在 18 年 3 月即被 5.79 亿件打破，18 年 11 月 8 亿件的业务量已经在 19 年 5 月 8.68 亿件打破。披露月度数据的公司中唯一连续在次年淡季突破 11 月数据。

其他公司中，能在上半年淡季打破双 11 期间记录的仅为申通 2018 年 11 月 6.15 亿件的业务量在 19 年 6 月 6.2 亿件打破。

从增速上看，韵达 17 年 11 月增速 43%，18 年 45%，申通则分别为 20% 及 32%，两家公司 11 月的增速维持较快水平。

图表 43 通达系单月业务量（亿件）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 44 通达系峰值突破率

	韵达	申通	圆通	行业
业务量				
16.11	3.86	3.90		37.64
17.11	5.53	4.67	6.27	47.15
18.11	8.01	6.15	8.18	58.64
突破与否				
16.11	√			
17.11	√			
18.11	√	√		
突破月份				
16.11	17.05			
17.11	18.03			
18.11	19.05	19.06		

资料来源：公司公告、华创证券

2、应收账款及现金流质量

应收账款余额：

衡量加盟商资金实力和经营质量的一个重要指标是看公司的应收账款余额，快递公司的应收账款客户主要就是加盟商，应收账款越多说明加盟商的付款能力越弱，经营稳定性越差。

2018 年中通、韵达、申通、圆通应收账款余额分别为 5.97、5.37、10.3、13.97 亿元

19Q1 则分别为 5.2、6.5、10.2 及 10.96 亿元，

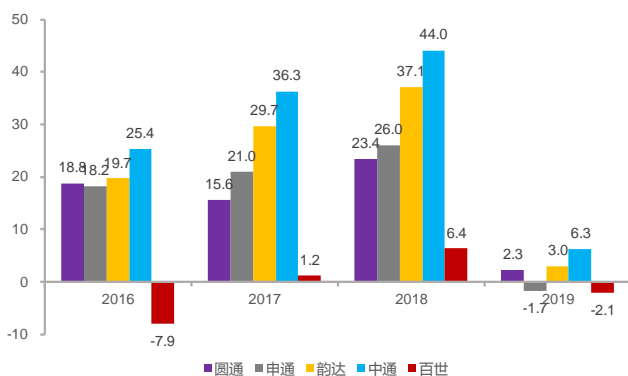
经营现金流净额：

2018 年中通、韵达、申通、圆通分别为 44、37.1、26、23.4

19Q1 分别为 6.3、3.04、-1.7、2.3 亿元。

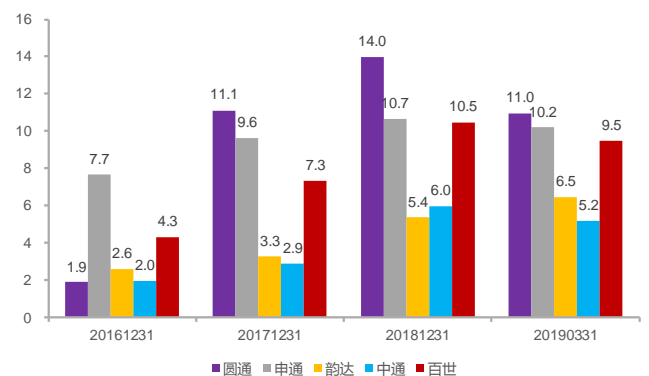
中通与韵达为行业中领先的公司。

图表 45 通达系快递经营性现金流净额对比



资料来源：公司公告、华创证券

图表 46 快递公司应收账款及票据对比



资料来源：公司公告、华创证券

3、资产储备决定未来能力

核心比较因素在土地使用权、房屋及建筑物、机器设备以及运输设备四项。

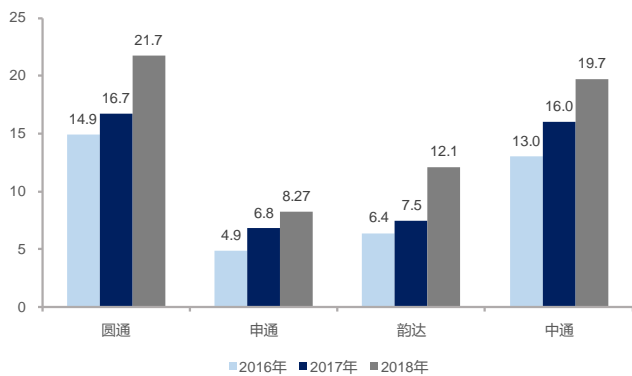
土地使用权与房屋及建筑物资产决定了公司转运中心、仓储等与快递核心生产相关的潜在空间。

从通达系公司 16-18 年的变化，圆通增加 6.8 与中通增加 6.7 亿居前，韵达与申通分别增加了 5.7 及 3.4 亿。

在房屋及建筑物层面，中通与圆通同样是大规模增加超过其他公司。

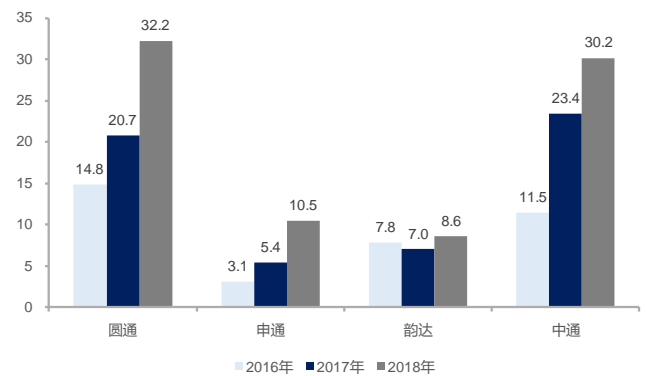
在运输以及机器设备环节，可以明显发现中通与韵达则三倍于圆通申通。但从投入角度看，2018 年圆通与申通均加大了相关投入。

图表 47 通达系快递的土地使用权资产对比



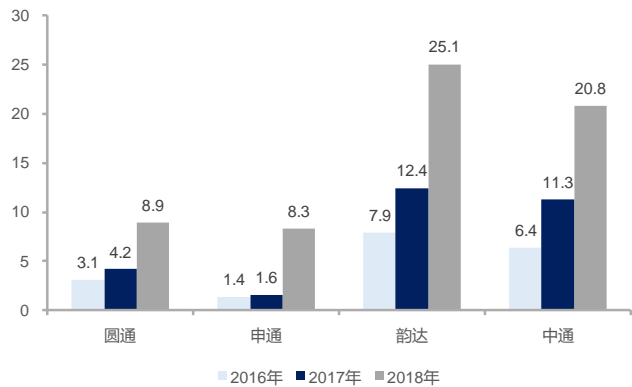
资料来源：公司公告、华创证券

图表 48 通达系快递的房屋及建筑物资产对比



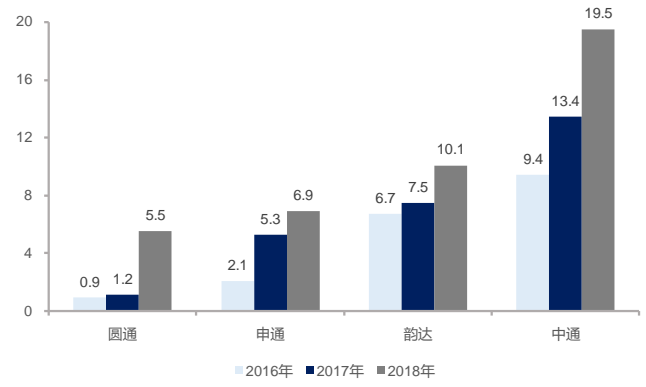
资料来源：公司公告、华创证券

图表 49 通达系快递的机器设备资产对比



资料来源：公司公告、华创证券

图表 50 通达系快递的运输设备资产对比



资料来源：公司公告、华创证券

（三）量变到质变的新空间：若阿里成为“破局者”

此前我们发布深度研究，认为阿里或成为行业“破局者”，在加大对快递企业投资过程中，不排除进一步整合，打造快递航母级企业，降本增效，同时均衡价格关系，这将对快递以及整个行业带来利润率向上拐点。

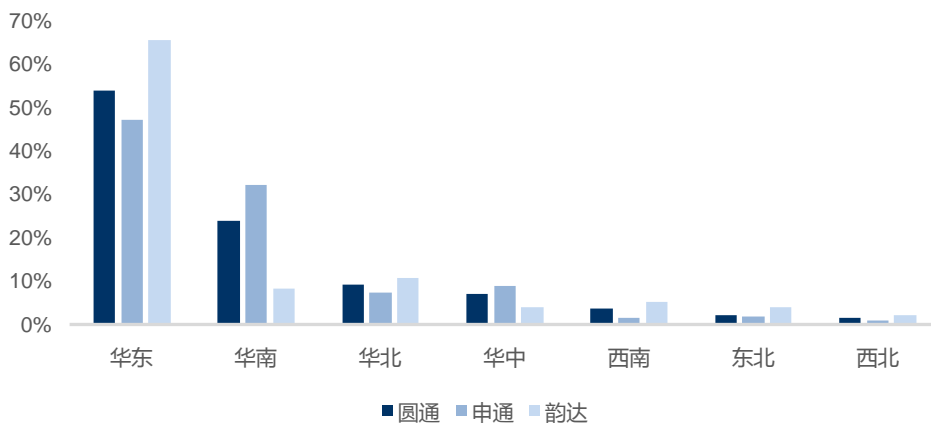
我们仅从业务量-成本-质变的角度出发去探讨，存在新空间。

1、区域分布不均衡存在提效可能

中国特殊的经济地理分布，导致区域间收、发件量差异，而通达系作为一线快递，必须进行全国性布局，低密度区域与高密度区域的转运件量先天不对称，使得规模效应打折。而公司初始禀赋、发展路径、后续竞争，导致同一区域各公司股份差异，加剧了各公司区域间件量分布不均衡，加进一步限制了规模效应发挥。

收入分布的不均衡：通达系快递（圆通、申通、韵达），华东收入占比平均超过 50%，其中韵达华东区占比达 65%，而华东+华南已经占据了圆通 78%、申通 79%、韵达 74%。

图表 51 通达系快递的分区域业务收入分布



资料来源：wind，华创证券

假设行业进行整合，不会改变整体件量的分布，但对每个区域而言，可以提升各区域的件量密度。

对于较低密度区域，有望提升转运效率，提升规模效应；对于较高密度区域，则可以精简中转次数，实现直跑路由。最终通达系有望实现“天量规模+极致效率”的状态。

2、干线中转存整合空间

中转效率主要包括网络结构与转运中心数量、自动化分拣设备应用程度、是否允许加盟网点直跑等。

提升的前提之一是转运中心直营比例，直营比例高，才能推动网络结构优化、转运中心数量灵活增减、加大自动化线应用。申通 2018 年起进行转运中心直营化，截止 2018 年底自营比例达到 88.2%，预计 2019 年达到 92% 之上的比例。当前直营化比例中通>韵达>圆通>申通，即意味着行业的转运中性直营比例已经处于较高的水平。

我们观察 2018 年转运中心部分，韵达自营 55 个，圆通自营 67 个，申通 68 个中自营 60 个，单个转运中心处理量，韵达 1.27 亿件>圆通 0.99 亿>申通 0.75 亿，可见

- 1) 转运中心直营比例差异导致自动化分拣等程度不同，从而使得单个转运中心效率存在差异
- 2) 鼓励直跑的韵达相当于单个转运中心的处理能力更强。

图表 52 通达系快递转运中心分布（2018）

	申通	韵达	圆通
华东	27	31	
华南	9	6	
华北	6	10	
华中+西南	16	8	
东北	5		
西北	5		
合计	68	55	67
单个处理量	0.75	1.27	0.99

资料来源：公司公告，华创证券

自动化分拣线：参见上表对转运效率提升效果十分显著，同时对成本节省亦有很大帮助。前文我们曾描述一条自动化分拣线一年可节约人工成本约 500 万。

加盟商直跑：件量充足情况下，可以减少中转次数、压缩路线、显著提升时效。虽然公司对这部分业务对应减少了中转费收入，但对网点节约成本、提升客户体验感都有较大帮助。韵达从 14 年底鼓励加盟商自跑，目前自跑业务量约 10%。

因此从转运的角度而言，落后者的处理能力存在提升空间，而从全国网的角度看，按标准是经历若干个分拨中心周转，就不可避免的有绕行成本以及卸货装货的额外成本，但在区域规模足够后，可以尽量少周转，提高直达效率，这也是韵达直跑的经验。

3、运输存在转载率提升的空间

运输效率取决于自有运力比例、大车使用比例、信息化与智能化路由应用程度。

各公司干线运输均使用自有运力与外包运力相结合，中通自有运力占比最高，自有车辆数量超过 3200（高于两通一达自有车辆总和），大约处理 60% 的件量。

大车使用比例与自有运力比例相关联，自有运力比例最高的中通也有最高的大车使用比例，公司共有 1145 辆高运力牵引车（每公里约节省 2.1 元）。大车使用比例：中通>韵达>申通>圆通。

但目前各公司转载率均不满载，同时发往中西部地区车辆的回程通常装载率较低，若整合存在提效空间。

4、加盟商存整合空间

加盟商的场地存在缺口，而加盟商资本开支意愿、资本开支能力均低于总部，导致加盟商数量增速和单个产能扩张增速都在放缓。

1) 加盟商的场地缺口：

a.总供给减少：旧城区、城中村拆迁改造和违章建筑的拆除，使得场地供给减少。

b.有场地但不愿意租给快递：快递车辆人员进出频繁，在小区、街道容易被投诉，快递货物较多，消防隐患高。

c.快递操作对场地有要求：方便货车进出，必须是一楼，整块场地面积足够大（日均进出港件量 6000 件，对应面积 400-1200 平，日均进出港件量 20000 件，对应面积约 1600-2600 平）

d. 快递场地面积要求逐年增长：业务量每年都是 30% 以上的增长，业务量上了一定台阶后需要扩大场地，而部分加盟商难以找到合适的新场地，原有场地也面临搬迁的风险。

2) 加盟商的资本开支意愿弱于总部：

近 5 年行业终端价格复合跌幅为 -6%，根据我们草根调研了解和媒体报道，近年加盟商利润率比较薄，业务量增加再扩大投资的意愿不是很强。快递区域经营权的转让价格侧面上反映了从业者及相关方对于未来的盈利预测判断和资本开支意愿，该价格从 14 年开始逐渐走低。

3) 加盟商的资本开支能力弱于总部：

以三通一达加盟商平均处理件量计，假设单票毛利为 0.5 元，则三通一达平均单个加盟商年毛利为 90-110 万元，假设单票揽件毛利为 0.2 元，则三通一达平均单个加盟商年揽件毛利为 37-46 万元。加盟商购置车辆、设备、支付场地租金等需要扩大产能的投入相对于该毛利规模，是一笔不低的开支。加盟商多数是小微企业，融资渠道有限。

图表 53 加盟商平均处理量、个数变化（2018 年）

	加盟商个数	加盟商个数增长	单个加盟商业务量(万)	单个加盟商揽件量增长	全网业务量增长
圆通	3604	20%	185	9.6%	31.6%
申通	2223	20%	230	8.9%	31.1%
韵达	3464	3%	202	44.4%	48.0%
中通	4500	18%	189	15.7%	37.0%

资料来源：公司公告、华创证券

过往，通达系快递与电商的结合中，实现了“巨大单量+高效运营”的经营奇迹。但从通达系个体看，巨大单量和激烈竞争的驱动下，各公司均致力于提升经营效率，规模效应充分发挥，但从整体看，规模效应远未到顶，快递网络存在产能冗余与重复。

四、投资建议

1、行业业务量增速超年初预期

2019 年 1-6 月行业业务量增速 25.7%，超出年初 22% 左右的预期。其中 4 月增速达到 31%，为 17 年下半年来首次回到 30% 以上，整体处于景气区间，龙头集中趋势明显。

1-6 月累计增速申通（47.2%）> 韵达（44.7%）> 圆通（35.1%）> 行业（25.7%）> 顺丰（9.2%）

2、市场表现与业务量增速息息相关

截止 7 月 26 号，申通、韵达、圆通、顺丰涨跌幅分别为 87%、60%、28% 及 11%，业务量增速最快的申通与韵达涨幅排名前两名，且拉开与其他公司的差距。

但我们同时观察，圆通股价表现弱于兄弟公司主要发生在 5-7 月，也正是其从 4 月开始业务量增速落后韵达申通在 10 个百分点之上，

而顺丰随着 5 月业务量增速回到两位数后，6-7 月股价开始走强。

由此我们认为市场对于快递公司的逻辑仍然会强关注业务量的表现。

图表 54 通达系业务量与股价涨跌幅

	业务量增速					市场涨跌幅			
	申通	韵达	圆通	顺丰	行业	申通	韵达	圆通	顺丰
1月	43%	36%	36%	27%	14%	15%	9%	19%	-9%
2月	81%	75%	63%	-17%	39%	12%	8%	9%	21%
3月	34%	35%	35%	7%	23%	9%	8%	3%	1%
4月	44%	43%	32%	7%	31%	4%	-2%	-1%	-9%
5月	48%	43%	28%	10%	25%	4%	3%	1%	-10%
6月	54%	55%	36%	16%	29%	2%	5%	-7%	14%
7月						21%	19%	2%	7%
累计	47%	45%	35%	9%	26%	87%	60%	28%	11%

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

3、我们预计真正快递航母级企业的诞生或提速

国家邮政局发布的《快递业发展“十三五”规划》提出，在产业能力上快递市场规模要稳居世界首位，到2020年快递业务收入达到8000亿（注：2018年已经达到6000亿）；**要积极打造“快递航母”**，形成三到四家年业务量超百亿元（注：2018年中通85亿、韵达70亿、圆通67亿，申通51亿，百世55亿件）或年业务收入超千亿元（注：2018年顺丰909亿收入）的快递企业集团；培育两个以上具有国际竞争力和良好商誉度的世界知名快递品牌。

我们认为在当前世界环境下，我国打造真正意义快递航母级企业将或提速。

4、我们在中期策略中提出“消费视角看快递，龙头集中尽享电商红利”，1-6月行业业务量增速超25%，超此前市场预期。我们认为这反映了网购性价比仍在催化需求潜力，电商快递龙头仍将享受增长红利。

同时猜想报告认为若阿里进一步加大对行业的参与力度，或带来整个行业格局优化，从而推动利润率拐点提前到来。继续推荐阿里新近间接入股的**中通快递**与优势出现扩大迹象的**韵达股份**，同时我们认为当前圆通速递不足18倍，随着其业务量逐步出现回升，估值料将得以修复。同样基于以量为先的逻辑，凭借电商特惠新产品业务推动业务量增速提升的**顺丰控股**，关注其产品定位以及基于业务量增速下单位成本的改善进度。

五、风险提示

经济大幅下滑导致行业业务量下滑，竞争格局恶化导致价格战幅度加大。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500