

中通快递 (ZTO US)

单量增长仍是首要任务

我们相信中通的市场份额增长战略将在 2021 年继续，管理层在业绩发布会上重申，规模仍是赢得行业整合战的关键因素。虽然我们将 2020E/21E/22E 年净利润预测下调 9%/3%/3%，但我们相信长远而言，规模不断扩大和成本降低趋势将有助于巩固中通的成本优势地位。我们的目标价由 38.3 美元下调至 37.7 美元，基于不变的 33 倍 2021 年预测市盈率。维持买入评级。

- **第三季度业绩亮点。** 净利润同比仅下降 8% 至 12 亿元人民币，得益于上海中通吉网络（中通子公司）获认定为重点软件企业，享有 10% 优惠税率并获得一次性退税 2 亿元人民币。如扣除一次性退税，结果将低于预期。另一方面，外汇损失 6400 万元人民币，主要由于美元对人民币贬值造成的折算损失。
- **第三季度单量强劲增长。** 收入同比增长 26% 至 66 亿元人民币。包裹量同比增长 51% 至 46 亿件，超过 38% 的行业增速。在包裹发货量方面，中通市场份额达到 20.8%，同比增长 1.9 个百分点，但环比略有下降 0.7 个百分点。中通保持两年后市场占有率达到 25% 的目标不变。
- **单价跌幅小于主要同业。** 第三季度中通包裹价格同比下降 18%（即下降 0.30 元/件）至 1.33 元/件（细分为：[1]用于激励网络合作伙伴 0.22 元，[2]使用低价运单 0.03 元，[3]包裹重量降低 0.05 元）。降价幅度与顺丰控股（002352CH，买入）接近，但低于主要的“通达”对手。在环比基础上，单价增长 3%。
- **第三季度单位成本同比下降 6.7%。** 中通运输和分拣中心单位成本分别同比下降 9.2% 和 8.5%，至 0.53 元和 0.29 元。运输中心成本降低主要由于自用卡车运输比例提高（93%，去年同期为 74%）以及大容量卡车使用比例提高（80%，去年同期为 69%）。分拣中心成本降低主要由于使用了更多的自动分拣设备（300 台，去年同期为 208 台）。管理层目标第四季度运输和分拣成本年同比减少 10%。
- **主要风险因素：**（1）旷日持久的价格战；（2）网络零售增速放缓；（3）缺乏对加盟商的有效控制。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	17,604	22,110	24,626	29,963	35,960
同比增长(%)	35	26	11	22	20
净收入(百万元人民币)	3,820	4,979	4,427	6,261	7,850
每股盈利(元人民币)	5.08	6.35	5.57	7.50	9.40
每股盈利变动(%)	14.3	25.0	-12.3	34.6	25.4
市场预测每股盈利(元人民币)	N/A	N/A	5.93	7.20	9.57
EV/EBITDA	29.5	22.7	23.2	16.0	12.5
市盈率(倍)	41.7	34.3	40.1	28.8	22.9
市帐率(倍)	4.9	4.4	3.7	3.2	2.9
股息率(%)	0.8	1.0	0.7	1.0	1.3
权益收益率(%)	13.7	13.7	9.9	11.7	13.3
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	US\$37.7
(此前目标价)	US\$38.3)
潜在升幅	+28%
当前股价	US\$29.99

中国快递行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	25,448
3月平均流通量(百万美元)	86
52周内股价高/低(美元)	38.99/20.04
总股本(百万)	855.3

资料来源：彭博

股东结构

赖梅松	25.6%
阿里巴巴	8.6%
其他	6.58%

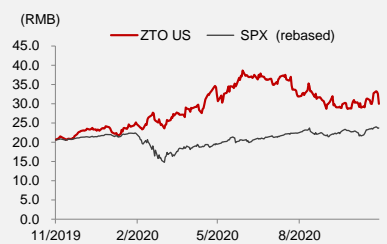
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.9%	5.6%
3-月	n/a	n/a
6-月	n/a	n/a

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
总收益	17,604	22,110	24,626	29,963	35,960
销售成本	(12,240)	(15,489)	(18,928)	(21,696)	(25,552)
毛利	5,365	6,621	5,698	8,267	10,408
其他收入	178	388	517	599	719
分销, 销售与行政开支	(1,211)	(1,546)	(1,699)	(2,037)	(2,373)
息税前收益	4,332	5,463	4,516	6,829	8,754
净财务收入/(费用)	400	585	588	631	603
利息收入	401	585	588	631	603
融资成本	(1)	0	0	0	0
出售股权投资和子公司的收益	563	(3)	0	0	0
股权投资的减值	0	(56)	0	0	0
股权投资的未实现收益	0	754	0	0	0
外汇收益/(损失)	41	13	0	0	0
联营及合资公司利润	(19)	(8)	0	16	17
除税前溢利	5,317	6,750	5,104	7,476	9,373
所得税开支	(929)	(1,078)	(664)	(1,196)	(1,500)
税后溢利	4,388	5,671	4,440	6,280	7,873
非控股权益	(5)	3	(13)	(19)	(24)
净利润	4,383	5,674	4,427	6,261	7,850
核心利润	3,820	4,979	4,427	6,261	7,850
折旧及摊销	854	1,265	2,077	2,731	3,465
EBITDA	5,186	6,727	6,593	9,560	12,218

现金流量表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	5,317	6,750	5,104	7,476	9,373
融资成本	1	0	0	0	0
利息收入	(401)	(585)	(588)	(631)	(603)
联营及合资公司溢利	19	8	0	(16)	(17)
折旧及摊销	854	1,265	2,077	2,731	3,465
已付所得税	(1,068)	(1,119)	(664)	(1,196)	(1,500)
营运资金变动	(443)	(260)	(470)	(350)	(2)
其他	(275)	(338)	0	0	0
经营活动所得现金净额	4,003	5,719	5,459	8,014	10,717
购买物业、厂房及设备净投资	(3,324)	(4,636)	(10,000)	(8,000)	(9,000)
投资/(出售)联营及合资公司	(1,865)	(218)	(100)	(50)	(50)
投资/(出售)控股公司	(110)	(20)	0	0	0
已收利息	401	585	588	631	603
其他	(7,718)	629	0	(0)	(0)
投资活动所用现金净额	(13,274)	(4,250)	(10,212)	(8,119)	(9,147)
股权融资	8,122	(763)	9,842	0	0
净银行贷款	(250)	0	0	0	0
已付股息	(895)	(1,271)	(1,667)	(1,306)	(1,847)
其他	66	51	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	7,042	(1,982)	8,175	(1,306)	(1,847)
现金及等同现金(减少)增加净额	(2,229)	(513)	3,423	(1,412)	(277)
年初之现金及等同现金项目	5,425	4,623	5,270	8,693	7,281
汇兑及其他	1,426	1,161	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	4,623	5,270	8,693	7,281	7,004

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	18,449	25,792	35,095	41,186	47,782
物业、厂房及设备	9,036	12,471	20,461	25,811	31,441
土地使用权	1,969	2,509	3,148	3,774	4,385
联营及合资公司	2,207	3,109	3,209	3,276	3,342
经营租赁使用权资产	0	902	962	1,022	1,082
商誉	4,242	4,242	4,242	4,242	4,242
应收账款	0	550	1,069	1,065	1,300
无形资产	54	48	42	36	29
长期投资	0	946	946	946	946
其他	623	612	612	612	612
递延税项资产	318	404	404	404	404
流动资产	21,234	20,098	23,862	22,791	22,868
存货	44	44	60	59	81
应收账款及应收票据	597	676	741	983	1,086
金融应收款项	518	511	771	871	1,099
其他应收款项	338	438	438	438	438
短期投资	13,600	11,113	11,113	11,113	11,113
其他	1,515	2,039	2,039	2,039	2,039
受限制现金	0	7	7	7	7
现金	4,623	5,270	8,693	7,281	7,004
流动负债	5,141	6,681	7,132	7,178	7,826
应付账及其他应付票据	1,312	1,475	1,927	1,973	2,620
应付账及其他应付票据	0	299	299	299	299
借贷	0	0	0	0	0
税项负债	406	80	80	80	80
客户预付	437	1,211	1,211	1,211	1,211
其他	2,987	3,616	3,616	3,616	3,616
非流动负债	272	806	806	806	806
借贷	0	0	0	0	0
递延税项负债	158	208	208	208	208
非流动经营租赁负债	0	504	504	504	504
其他	114	94	94	94	94
股东权益	34,217	38,303	50,905	55,860	61,862
非控股权益	52	101	114	133	157

主要比率

年结: 12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
快速服务	93%	94%	93%	94%	95%
货运代理	7%	6%	7%	6%	5%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	30.5	29.9	23.1	27.6	28.9
EBITDA 利润率	29.5	30.4	26.8	31.9	34.0
息税前利润率	24.6	24.7	18.3	22.8	24.3
净利润率	24.9	25.7	18.0	21.0	21.9
增长率(%)					
收入	34.8	25.6	11.4	21.7	20.0
毛利	23.5	23.4	(13.9)	45.1	25.9
EBITDA	n/a	29.7	(2.0)	45.0	27.8
息税前利润	15.6	26.1	(17.3)	51.2	28.2
净利润	19.8	30.3	(11.1)	41.4	25.4
资产负债比率					
流动比率(x)	4.1	3.0	3.3	3.2	2.9
平均应收账款周转天数	9	15	23	24	23
平均存货周转天数	1	1	1	1	1
平均应付帐款周转天数	33	33	33	33	33
净负债/总权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资产回报率	13.4	13.3	8.4	10.2	11.7
资本回报率	13.7	13.7	9.9	11.7	13.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	5.83	7.24	5.57	7.50	9.40
核心每股盈利(人民币)	5.08	6.35	5.57	7.50	9.40
每股账面值(人民币)	43.56	48.98	60.97	66.91	74.10
每股股息(人民币)	1.69	2.13	1.64	2.21	2.77

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告期内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。