招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

中通快遞（2057 HK）

單量增長仍是首要任務

我們相信中通的市場份額增長戰略將在 2021 年繼續，管理層在業績發佈會上重申，規模仍是贏得行業整合戰的關鍵因素。雖然我們將 2020E/21E/22E 年淨利潤預測下調 9%/3%/3%，但我們相信長遠而言，規模不斷擴大和成本降低趨勢將有助於鞏固中通的成本優勢地位。我們的目標價由 297 港幣下調至 292 港幣，基於不變的 33 倍 2021 年預測市盈率。維持買入評級。

- **第三季度業績亮點。**淨利潤同比僅下降 8%至 12 億元人民幣，得益於上海中通吉網路（中通子公司）獲認定為重點軟體企業，享有 10%優惠稅率並獲得一次性退稅 2 億元人民幣。如扣除一次性退稅，結果將低於預期。另一方面，外匯損失 6400 萬元人民幣，主要由於美元對人民幣貶值造成的折算損失。
- **第三季度單量強勁增長。**收入同比增長 26%至 66 億元人民幣。包裹量同比增長 51%至 46 億件，超過 38%的行業增速。在包裹發貨量方面，中通市場份額達到 20.8%，同比增長 1.9 個百分點，但環比略有下降 0.7 個百分點。中通保持兩年內市場佔有率達到 25%的目標不變。
- **單價跌幅小於主要同業。**第三季度中通包裹價格同比下降 18%（即下降 0.30 元/件）至 1.33 元/件（細分為：[1]用於激勵網路合作夥伴 0.22 元，[2]使用低價運單 0.03 元，[3]包裹重量降低 0.05 元）。降價幅度與順豐控股（002352CH，買入）接近，但低於主要的"通達"對手。在環比基礎上，單價增長 3%。
- **第三季度單位成本同比下降 6.7%。**中通運輸和分揀中心單位成本分別同比下降 9.2%和 8.5%，至 0.53 元和 0.29 元。運輸中心成本降低主要由於自用卡車運輸比例提高（93%，去年同期為 74%）以及大容量卡車使用比例提高（80%，去年同期為 69%）。分揀中心成本降低主要由於使用了更多的自動分揀設備（300 台，去年同期為 208 台）。管理層目標第四季度運輸和分揀成本年同比減少 10%。
- **主要風險因素：**（1）曠日持久的價格戰；（2）網路零售增速放緩；（3）缺乏對加盟商的有效控制。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	17,604	22,110	24,626	29,963	35,960
同比增長 (%)	35	26	11	22	20
淨收入 (百萬元人民幣)	3,820	4,979	4,427	6,261	7,850
每股盈利 (元人民幣)	5.08	6.35	5.57	7.50	9.40
每股盈利變動 (%)	14.3	25.0	-12.3	34.6	25.4
市場預測每股盈利 (元人民幣)	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
市帳率 (倍)	4.9	4.4	3.7	3.2	2.9
股息率 (%)	0.8	1.0	0.7	1.0	1.3
權益收益率 (%)	13.7	13.7	9.9	11.7	13.3
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK$292
(此前目標價	HK$297)
潛在升幅	+19%
當前股價	HK$245.8

中國快遞行業

馮鍵嶸, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	208,574
3 月平均流通量 (百萬港元)	111
52 周內股價高/低 (港元)	264.0 /219.2
總股本 (百萬)	855.3

資料來源：彭博

股東結構

賴梅松	25.6%
阿裡巴巴	8.6%
其他	6.58%

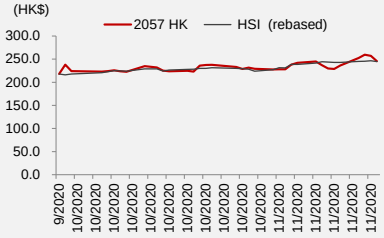
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.9%	5.6%
3-月	n/a	n/a
6-月	n/a	n/a

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
總收益	**17,604**	**22,110**	**24,626**	**29,963**	**35,960**
銷售成本	(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
分銷，銷售與行政開支	(1,211)	(1,546)	(1,699)	(2,037)	(2,373)
息稅前收益	**4,332**	**5,463**	**4,516**	**6,829**	**8,754**
淨財務收入/(費用)	400	585	588	631	603
利息收入	401	585	588	631	603
融資成本	(1)	0	0	0	0
出售股權投資和子公司的收益	563	(3)	0	0	0
股權投資的減值	0	(56)	0	0	0
股權投資的未實現收益	0	754	0	0	0
外匯收益/(損失)	41	13	0	0	0
聯營及合資公司利潤	(19)	(8)	0	16	17
除稅前溢利	**5,317**	**6,750**	**5,104**	**7,476**	**9,373**
所得稅開支	(929)	(1,078)	(664)	(1,196)	(1,500)
稅後溢利	**4,388**	**5,671**	**4,440**	**6,280**	**7,873**
非控股權益	(5)	3	(13)	(19)	(24)
淨利潤	**4,383**	**5,674**	**4,427**	**6,261**	**7,850**
核心利潤	**3,820**	**4,979**	**4,427**	**6,261**	**7,850**
折舊及攤銷	854	1,265	2,077	2,731	3,465
EBITDA	**5,186**	**6,727**	**6,593**	**9,560**	**12,218**

現金流量表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	5,317	6,750	5,104	7,476	9,373
融資成本	1	0	0	0	0
利息收入	(401)	(585)	(588)	(631)	(603)
聯營及合資公司溢利	19	8	0	(16)	(17)
折舊及攤銷	854	1,265	2,077	2,731	3,465
已付所得稅	(1,068)	(1,119)	(664)	(1,196)	(1,500)
營運資金變動	(443)	(260)	(470)	(350)	(2)
其他	(275)	(338)	0	0	0
經營活動所得現金淨額	**4,003**	**5,719**	**5,459**	**8,014**	**10,717**
購買物業、廠房及設備淨投資	(3,324)	(4,636)	(10,000)	(8,000)	(9,000)
	(657)	(591)	(700)	(700)	(700)
投資/(出售)聯營及合資公司	(1,865)	(218)	(100)	(50)	(50)
投資/(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)
投資活動所用現金淨額	**(13,274)**	**(4,250)**	**(10,212)**	**(8,119)**	**(9,147)**
股權融資	8,122	(763)	9,842	0	0
淨銀行貸款	(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
融資活動所得（所用）現金淨額	**7,042**	**(1,982)**	**8,175**	**(1,306)**	**(1,847)**
現金及等同現金（減少）增加淨額	(2,229)	(513)	3,423	(1,412)	(277)
年初之現金及等同現金項目	5,425	4,623	5,270	8,693	7,281
匯兌及其他	1,426	1,161	0	0	0
年底之現金及等同現金項目	4,623	5,270	8,693	7,281	7,004

資產負債表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	**18,449**	**25,792**	**35,095**	**41,186**	**47,782**
物業、廠房及設備	9,036	12,471	20,461	25,811	31,441
土地使用權	1,969	2,509	3,148	3,774	4,385
聯營及合資公司	2,207	3,109	3,209	3,276	3,342
經營租賃使用權資產	0	902	962	1,022	1,082
商譽	4,242	4,242	4,242	4,242	4,242
應收賬款	0	550	1,069	1,065	1,300
無形資產	54	48	42	36	29
長期投資	0	946	946	946	946
其他	623	612	612	612	612
遞延稅項資產	318	404	404	404	404
流動資產	**21,234**	**20,098**	**23,862**	**22,791**	**22,868**
存貨	44	44	60	59	81
應收賬及應收票據	597	676	741	983	1,086
金融應收款項	518	511	771	871	1,099
其他應收款項	338	438	438	438	438
短期投資	13,600	11,113	11,113	11,113	11,113
其他	1,515	2,039	2,039	2,039	2,039
受限制現金	0	7	7	7	7
現金	4,623	5,270	8,693	7,281	7,004
流動負債	**5,141**	**6,681**	**7,132**	**7,178**	**7,826**
應付帳及其他應付票據	1,312	1,475	1,927	1,973	2,620
應付帳及其他應付票據	0	299	299	299	299
借貸	0	0	0	0	0
稅項負債	406	80	80	80	80
客戶預付	437	1,211	1,211	1,211	1,211
其他	2,987	3,616	3,616	3,616	3,616
非流動負債	**272**	**806**	**806**	**806**	**806**
借貸	0	0	0	0	0
遞延稅項負債	158	208	208	208	208
非流動經營租賃負債	0	504	504	504	504
其他	114	94	94	94	94
股東權益	**34,217**	**38,303**	**50,905**	**55,860**	**61,862**
非控股權益	52	101	114	133	157

主要比率

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
快遞服務	93%	94%	93%	94%	95%
貨運代理	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 利潤率	29.5	30.4	26.8	31.9	34.0
息稅前利潤率	24.6	24.7	18.3	22.8	24.3
淨利潤率	24.9	25.7	18.0	21.0	21.9
增長率(%)					
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
息稅前利潤	15.6	26.1	(17.3)	51.2	28.2
淨利潤	19.8	30.3	(11.1)	41.4	25.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	4.1	3.0	3.3	3.2	2.9
平均應收賬款周轉天數	9	15	23	24	23
平均存貨周轉天數	1	1	1	1	1
平均應付帳款周轉天數	33	33	33	33	33
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資產回報率	13.4	13.3	8.4	10.2	11.7
資本回報率	13.7	13.7	9.9	11.7	13.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	5.83	7.24	5.57	7.50	9.40
核心每股盈利(人民幣)	5.08	6.35	5.57	7.50	9.40
每股帳面值(人民幣)	43.56	48.98	60.97	66.91	74.10
每股股息(人民幣)	1.69	2.13	1.64	2.21	2.77

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去 12 個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國 2000 年金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。