

中信证券研究部



卢世民
首席交运分析师
S1010519040004



汤学章
交运分析师
S1010520090006

核心观点

我们认为目前快递行业正处于关键的整合阶段，预计明年行业价格战仍将保持今年的强度，中通业绩将小幅下降，韵达、圆通或微利，申通、百世亏损加大。业绩滑坡导致通达龙头市值下跌，但是内在价值在提升，龙头目前估值具备一定性价比。我们认为后年价格战将逐步趋缓，明年 Q3 将是较好的配置窗口。

■ **回顾 2020：超预期的需求、超预期的价格战以及超预期的行业整合进程。**2020 年快递行业表现为 3 个超预期：1) **超预期的需求**，今年 5~9 月快递行业件量增速持续创 3 年多新高；2) **超预期的价格战**，新玩家入局、疫情影响、龙头提升份额意愿强烈等因素叠加下，5~9 月行业价格跌幅已经创 6 年多之最，这也使得通达公司盈利增速从 19Q1 的 25% 快速降至 20Q3 的 -35%；3) **超预期的行业整合进程**，2019 年前三季度通达公司件量增速平均比行业高 15pcts+，但到今年 Q3，部分公司件量增速落后行业 10pcts+，仅 3 个季度，通达系部分公司件量增长分化就已非常明显。

■ **资本加持：电商平台加速物流资源布局，平台中性快递公司或受市场青睐。**2020 年快递行业另外一大变化就是商流平台资本加持：1) 阿里 1.5 亿美元购买百世可转债，66 亿/33 亿元受让圆通/申通 12%/10% 的股份；2) 极兔移战国内市场，目前订单主要来自拼多多；3) 众邮起网，目前主要承接京喜平台订单。2020 年快递业见证了电商巨头对物流资源的“饥渴”、重金投入和加速布局。未来快递之争或演变成电商平台之争，平台战略中性的快递公司发展空间大、风险小，有望获市场青睐。

■ **格局判断：整合关键阶段，格局基本确定，预判行业盈利下行期再持续 1 年。**考虑到龙头中通 2022 年 25% 件量份额目标完成的迫切性、二次上市弹药充足，同时行业加速竞争下落后者已显疲态，我们判断龙头公司将乘胜追击，叠加极兔等新玩家提升件量的强烈诉求，明年价格战大概率将维持今年的强度。预计明年中通盈利小幅下跌，韵达、圆通微利，申通、百世亏损加大。此外我们判断后年价格战将逐步缓和，理由如下：1) 落后者由于陷入盈亏平衡而产能投入不足，龙头通过碾压的自有产能无需通过价格战就能获得份额提升；2) 后年派费料降无可降；3) 落后者扭亏保上市资格的意愿强烈；4) 产品分层下，中高端产品逐步推出，推动行业价格回暖。

■ **估值之辩：淡化动态 PE，审视内在价值，部分快递公司市值跌至重置成本。**激烈的价格战预计将在今明两年明显冲击通达系公司的业绩，动态 PE 指标暂时失效。基于行业未来走向寡头、盈利终将回归的判断，我们建议目前通达公司估值用 2019 年的归母净利去计算 PE。虽然行业加速整合下，通达公司业绩下滑明显，但是市场忽略了通达龙头内在价值的提升（自动化水平、运营效率、服务时效、基础设施能力等均在提升），市值反而下跌较多。目前中通、韵达、圆通市值对应 2019 年净利的 PE 估值在 30/21/22 倍，具备较强的安全边际，同时我们以极兔为例测算了韵达的网络重置成本约 500 亿元，进一步显示了通达龙头估值目前较高的性价比。

■ **风险因素：**宏观经济增速下行，电商网购放缓；油价上涨超预期，人力成本持续上涨；价格竞争持续时间超预期；资本介入，行业整合推进慢于预期。

■ **投资建议：**基于上述我们关于明年行业继续高强度价格战、后年格局清晰以及价格战逐步缓和的判断，我们认为明年 Q3 将是通达龙头配置窗口的开启。坚定推荐综合实力强大、资产负债表极度稳健、量质持续领跑通达、享受品牌溢价、网络管控能力强大、保持平台中性的中通快递，同时建议积极关注件量增速及产能投建紧咬行业第一、管理稳健、极大概率晋升寡头、同样保持平台中性的韵达股份，以及关注持续推进信息化建设、跨境物流行业发展向好的圆通速递。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (x)			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
中通快递	196.38	7.23	5.68	4.87	27	35	40	买入
韵达股份	19.70	1.19	0.56	17	35	105	17	买入
圆通速递	13.52	0.59	0.51	23	26	84	23	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 2 日收盘价

目录

回顾 2020：超预期的需求、超预期的价格战以及超预期的行业整合进程.....	1
超预期好的快递需求，超预期惨烈的行业价格战	1
市场目前只关注到行业盈利超预期的差，却忽略了行业整合超预期的快.....	3
资本加持：电商平台加速物流资源布局，平台中性快递公司或受市场青睐.....	5
格局判断：整合关键阶段，格局基本确定，预判行业盈利下行期料再持续 1 年	8
行业关键整合阶段，龙头或将乘胜追击，激烈价格战预计仍将持续 1 年	8
基于产能&资本开支角度看行业格局后续变动.....	10
后年价格战或将逐步缓和，远期看价格大概率将回升至合理水平.....	12
估值之辩：淡化动态 PE，审视内在价值，部分快递公司市值跌至重置成本	14
剧烈整合冲击行业盈利，动态 PE 指标失效，重视内在价值，龙头估值并不贵	14
简单测算韵达重置成本约 500 亿元	17
风险因素	18
投资建议：短期行业盈利承压但格局逐步向好，最好的投资窗口期即将到来	18

插图目录

图 1：2019~2020 年快递月度件量增速情况	1
图 2：2019~2020 年快递累计件量增速情况	1
图 3：2020 年 5~9 月快递件量增速创 3 年多新高	1
图 4：2019~2020 年网上实物商品零售及快递件量月度增速情况	2
图 5：2019~2020 年快递月度价格跌幅情况	2
图 6：广州及义乌地区月度快递价格同比变动情况	2
图 7：2020 年 5~9 月同城+异地价格跌幅创 6 年多新高	3
图 8：2018~2020H1 通达公司扣非净利分季度同比情况	3
图 9：2020 年以来通达系有息负债增加明显	4
图 10：通达系件量增速与行业件量增速之差波动情况	4
图 11：2020 年极兔速递日均件量增长估算及预测情况	5
图 12：极兔全国网络布局情况	5
图 13：极兔速递合作伙伴中没有阿里和京东	6
图 14：阿里对通达系目前持股占比情况	7
图 15：通达系公司“封杀”极兔速递	8
图 16：京东先后结束与天天、百世、申通的业务合作	8
图 17：2013~2020 年中通件量份额提升情况	9
图 18：2013~2020 年中通每年件量份额提升幅度	9
图 19：2019~2020 年各月义乌地区价格同比变动情况	10
图 20：2020Q2、Q3 通达公司账面净现金情况	11
图 21：2013~2020 年中通每年件量份额提升幅度	11
图 22：2012~2024 年中国快递行业每年绝对增量及预测情况	12
图 23：2019Q2~2020Q3 顺丰特惠件日均件量估算	14
图 24：2016~2020M9 义乌同城+异地价格下降情况	14
图 25：2019~2021 年通达系归母净利预测	15
图 26：2018 年以来通达系公司 PE（TTM）波动情况	16
图 27：2020 年通达公司股价累计涨跌幅情况	16
图 28：通达公司当前市值对应 2019 年归母净利的 PE	16

表格目录

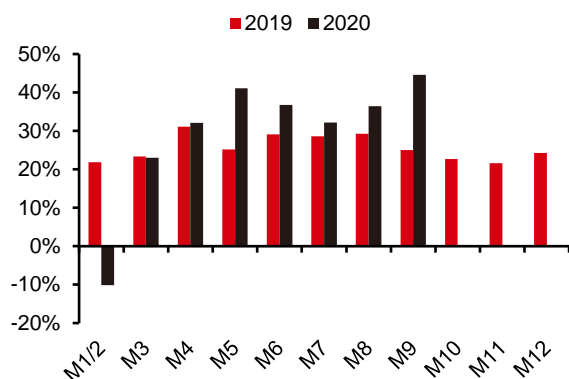
表 1：近 2 年阿里加速对通达快递公司战略入股	7
表 2：中通快递港股 IPO 募集资金用途情况（考虑超额配售，扣除承销费用及其他开支）	9
表 3：2013~2021 年通达系每年资本支出变动及预期情况（亿元，剔除股权投资）	10
表 4：2015~2020 年通达公司年业务增量及年业务增量与产能增量比值变动及预测情况	11
表 5：2020、2021 年通达快递公司业务量、归母净利预测情况	12
表 6：申通单票细分项目收入下降情况	13
表 7：韵达单票细分项目收入下降情况	13
表 8：2020 年各季度通达系业务量及单票归母净利情况	14
表 9：2013~2020H1 韵达日均件量增长和成本+费用下降情况	17
表 10：极兔达到日均 4000 万件业务体量需要投入的资金规模测算	18
表 11：重点跟踪公司盈利预测	19

■ 回顾 2020：超预期的需求、超预期的价格战以及超预期的行业整合进程

超预期好的快递需求，超预期惨烈的行业价格战

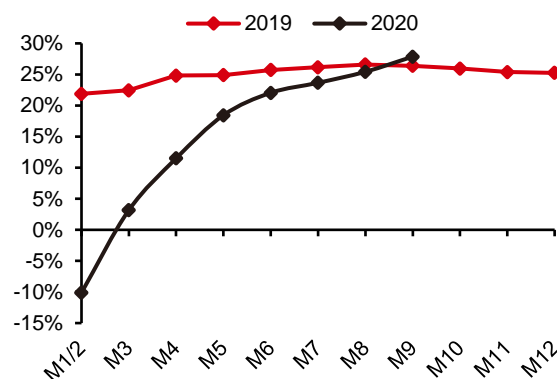
Q1 受疫情影响快递需求同比放缓明显，但多重因素叠加，行业需求快速修复，表现持续同比提速增长。疫情对快递行业的负面冲击集中反映在 Q1，使得 Q1 快递行业件量同比微增 3.2%。而在疫情加速消费线上化、客单价降低、退换货率增加、行业刷单等因素叠加下，4 月以来行业件量增速均快于去年同期。尤其是 5~9 月行业件量增速持续创 3 年多新高，前三季度快递件量累计同增 27.9%，累计增速首次快于去年同期，表明快递需求超预期的好。

图 1：2019~2020 年快递月度件量增速情况



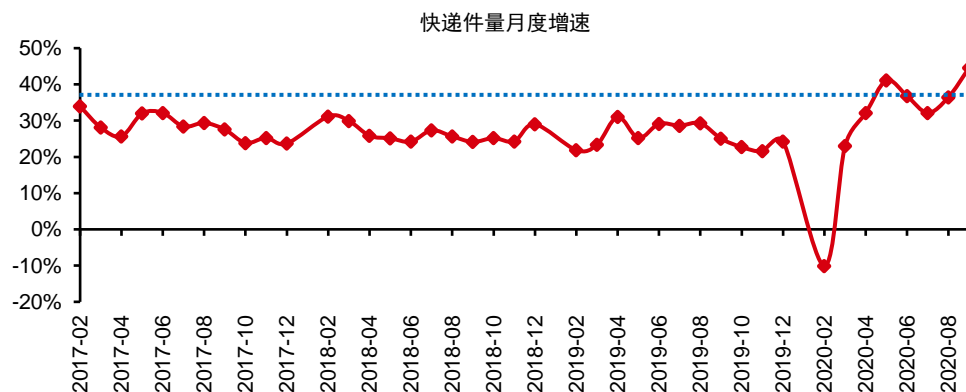
资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 2：2019~2020 年快递累计件量增速情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 3：2020 年 5~9 月快递件量增速创 3 年多新高

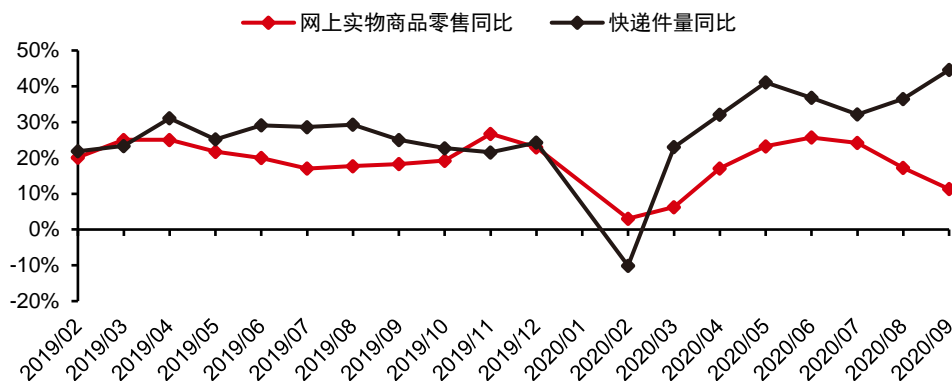


资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

快递业务量增速与国家统计局统计的网上实物商品零售增速出现不一致情况，我们认为可能系 1) 国家统计局统计口径可能与实际电商需求存在一定差异；2) 高压的件量考核

之下，今年快递行业刷单可能比往年严重；3) 电商客单价下降；4) 考虑到直播电商很多是冲动型消费，退换货率较高，直播电商兴起来拉动了部分快递需求。

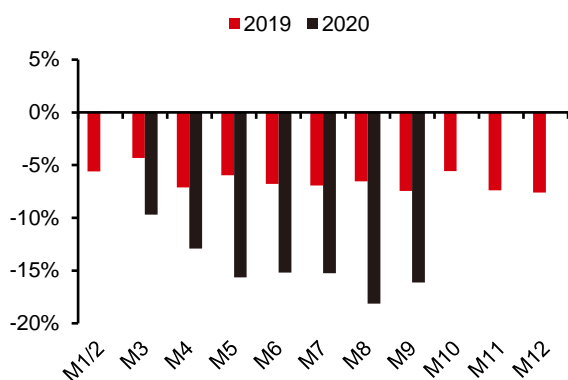
图 4：2019~2020 年网上实物商品零售及快递件量月度增速情况



资料来源：国家邮政局，国家统计局，中信证券研究部

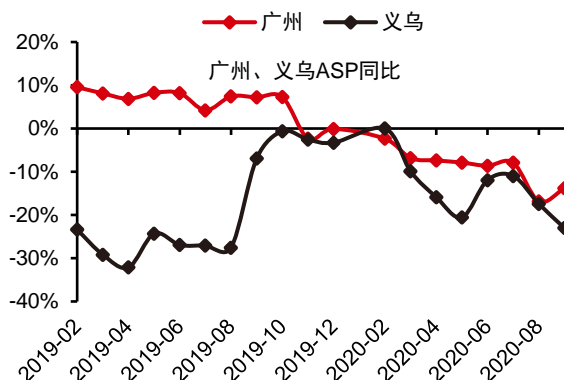
虽然需求超预期的好，但是价格跌幅也是超预期的大。今年 1~2 月由于疫情初期运维成本大幅攀升，行业价格同比微涨，但是进入 3 月之后，国家实施路桥费减免，适逢通达全面复工，抢量欲望强烈，通达总部将路桥费减免的部分全部用于价格竞争，导致 3 月~4 月价格跌幅快速扩大。即使 5 月路桥费减免优惠政策取消，但是价格已经降下来，在行业格局未出清之前，价格无法上涨，同时龙头抢量推动行业整合决心坚定，叠加极兔等新玩家简单粗暴的低价竞争策略，价格跌幅并未收窄，甚至持续扩大。5~9 月行业价格跌幅已经创 6 年多之最，表明了行业价格超预期的惨烈。

图 5：2019~2020 年快递月度价格跌幅情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 6：广州及义乌地区月度快递价格同比变动情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 7：2020 年 5~9 月同城+异地价格跌幅创 6 年多新高

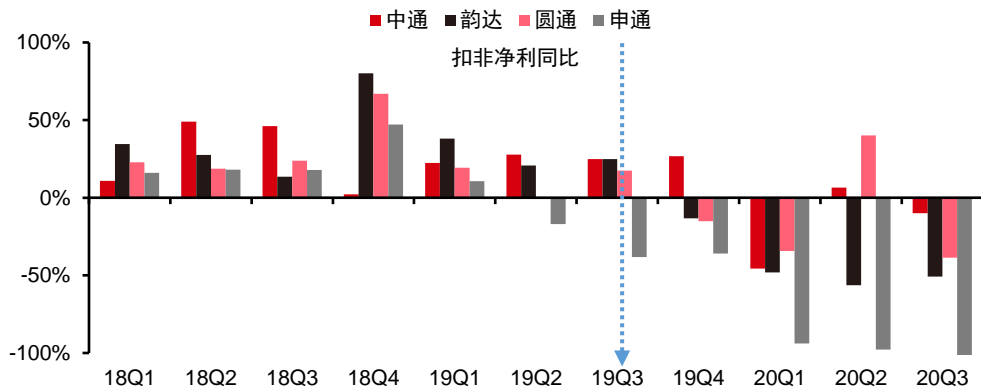


资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

市场目前只关注到行业盈利超预期的差，却忽略了行业整合超预期地快

超预期好的需求叠加超预期强的价格战，最终反映到行业层面就是超预期差的业绩表现。需求井喷叠加价格战惨烈，反映到通达快递总部和网点就是干的活更累但是赚的钱更少，甚至出现亏损的情况。可以明显看到从去年下半年开始通达系盈利开始加速下行，2019Q1 通达系利润还有平均 23% 的增速，到 2019Q4 基本已经没有增速，到 2020Q3 通达系盈利已经同比下降 30~40%，部分掉队的公司开始出现亏损。行业盈利滑坡的速度超出市场预期。

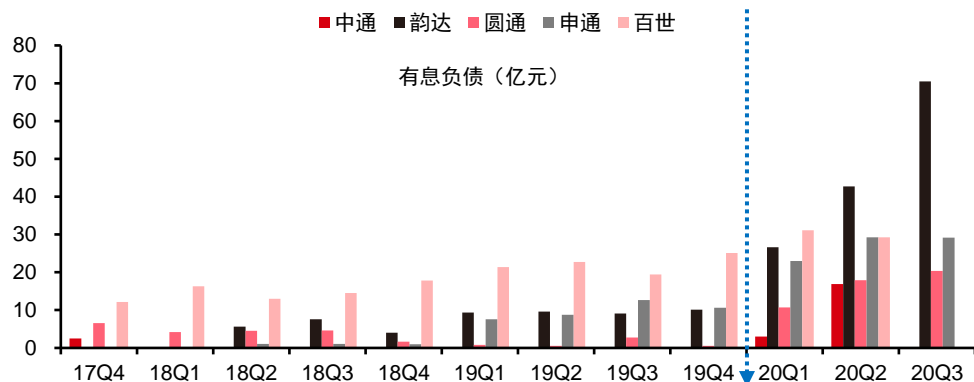
图 8：2018~2020H1 通达公司扣非净利润季度同比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：20Q3 中通扣非净利润为中信证券研究部估算，其他都是历史数据

同时可以看到此前账面现金充裕、现金流稳健的通达快递公司在价格战冲击业绩以及资本开支增加的压力下，开始增加有息负债，价格战对通达系的影响已经逐步从利润表渗透至资产负债表。

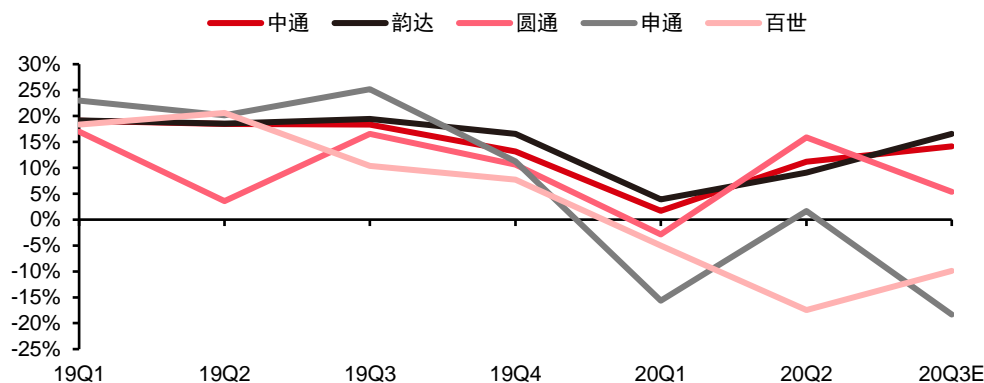
图 9：2020 年以来通达系有息负债增加明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

业绩加速滑坡下，部分头部公司掉队速度也是超预期的。价格战强度超预期虽然对通达公司业绩造成了明显冲击，但是也推动了行业加速整合。我们认为应该辩证看待今年激烈的价格战——价格战强度越高，行业整合速度越快，整合阵痛期越短。今年超预期的行业价格战之下，一线梯队里的公司掉队速度也是超预期的，从 2019 年前三季度通达系公司件量增速平均比行业高 15pcts+，到今年三季度，申通、百世件量增速落后行业 10pcts+，仅仅 3 个季度，通达系部分公司件量增长分化就已经非常明显，部分公司业绩开始大幅滑坡至亏损，行业整合进程之快也是超预期的。

图 10：通达系件量增速与行业件量增速之差波动情况



资料来源：国家邮政局，各公司公告，中信证券研究部预测

■ 资本加持：电商平台加速物流资源布局，平台中性快递公司或受市场青睐

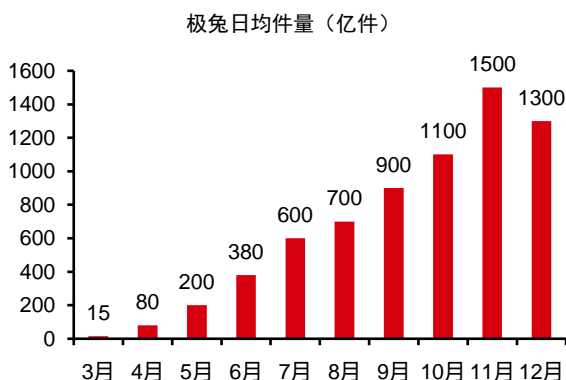
2020 年另外一个显著变化就是多个新玩家入局：

1) 极兔速递

极兔速递（J&T Express）2015 年正式成立于印度尼西亚，其背后的创始人为国内知名手机厂商 OPPO 出来的高管李杰。极兔快递业务主要覆盖东南亚，为印度尼西亚、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨及新加坡七个国家提供快递服务，短短两年就成为东南亚市场单量第二（每月收派包裹数量超过 5500 万，有“东南亚第一大电商快递公司”之称）、印尼快递行业单日票量第一的“黑马”。2020 年 3 月极兔速递在中国起网，通过此前收购的龙邦快递，不仅获得了从业许可证，同时也借助龙邦快递网络实现对全国网点的快速布局。

凭借充足的资金储备、低价的竞争策略以及财力强大、执行高效的 OV 手机经销商担任一级加盟商，极兔业务量飞速增长。极兔目前日均件量已经突破 1000 万件，通达系花了 20 多年完成了的业务量增长，极兔仅用了半年，可见极兔发展势头之猛。

图 11：2020 年极兔速递日均件量增长估算及预测情况



资料来源：草根调研，中信证券研究部估算及预测

图 12：极兔全国网络布局情况



资料来源：极兔速递官网

2) 众邮快递

据物流一图，2019 年下半年京东计划另起一张专注 3kg 以下的经济快递加盟平台网络，2020 年 1 月众邮快递（EXPRESS ZYE）申请收文，申请人为北京京东振世信息技术有限公司，而 2019 年 11 月众邮在广东落地的主体广东弘邦拓先物流科技有限公司已经获准成立，2020 年 3 月、6 月、9 月众邮分别启动了广州地区、江浙沪以及华北地区加盟招商。截至 2020 年 8 月底，众邮快递已在全国范围内铺设网点 530+家，拥有全国分拨中心 180 余个、干线 1500 余条、班车 4700 余辆、自营+合作网点 10000 余个，全国覆盖 6 万余条路由。

根据众邮官网，“众邮快递是一家专注于下沉市场与经济型商业发展的快递公司，依托全国覆盖的配送网络与稳健的末端服务质量，结合国内领先的互联网思维与技术，致力成为以技术为主导、国内性价比最优的知名快递企业”。

3) 丰网速运

据罗戈网，今年 4 月顺丰联合中金 1000 万成立一家深圳丰网速运有限公司，其中顺丰持股 80%，8 月顺丰集团计划组建一个关于电商件的快递网络，并开放网点加盟，第一批网点加盟首先面向顺心快运的加盟商。9 月丰网在广州、深圳、金华等部分城市正式起网运营，产品命名为“丰网速运”。我们判断采取丰网是顺丰产品进一步下沉的产品，服务定位介于特惠专配和通达系之间、面向中低端电商件的加盟快递产品。

行业加速整合下新玩家逆势入局、阿里保持对通达资本加持表明了电商平台高度重视物流资源的战略价值。在行业价格跌幅创 6 年来新高下，今年仍有相当多的新玩家入局行业，我们对此的解释是电商平台愈发重视物流环节并加速对物流资源的布局。极兔虽然与拼多多暂无任何股权关联关系，但是由于极兔创始人有 OPPO 背景，同时国内一级加盟商中多为步步高系 OV 手机代理商，以及目前极兔客户中并无淘系及京东商家、订单中主要以拼多多为主，因此我们猜测极兔逆势进入国内快递市场或与拼多多物流业务布局有关。

而众邮则完全是京东控股，作为京东物流的子板块，未来将为京东第三方卖家以及京喜平台服务。2018/19/20 年阿里分别斥资 80 亿/68 亿/111 亿元入股通达系，持续保持对通达系的资本加持，确保通达系物流资源不被其他电商平台控制。此外拼多多在今年 9 月与中国邮政在京达成战略合作协议，双方将在农产品进城及扶贫助农相关领域发挥各自优势，全面推进农产品产销对接合作。因此 2020 年的快递行业不仅在加速整合中，同时也见证了电商巨头对于物流资源的“饥渴”和重金投入、加速布局。

图 13：极兔速递合作伙伴中没有阿里和京东



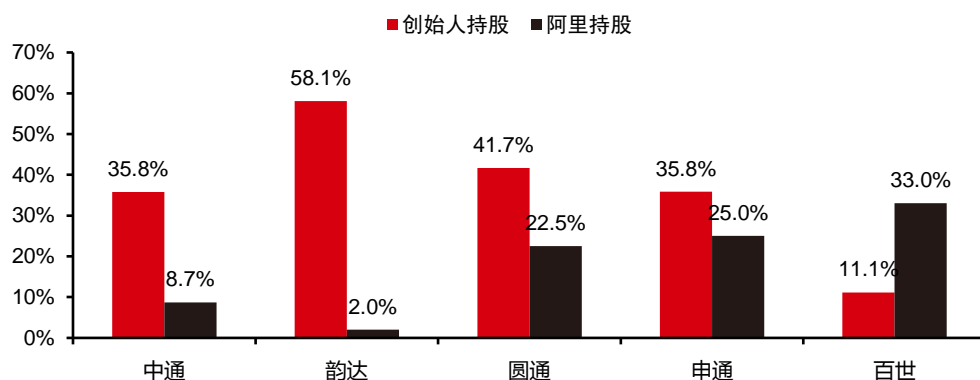
资料来源：极兔速递官网

表 1：近 2 年阿里加速对通达快递公司战略入股

日期	快递公司	获得股份(亿股)	股份占比	初始持股价(元/股)	目前股价	支付对价(亿元)	投资收益率
2018-06-12	中通快递	0.68	8.7%	117.5	205.8	80.2	75%
2019-03-11	申通快递	2.24	14.7%	20.8	15.1	46.6	-27%
2019-09-19	百世集团	0.14	3.3%	47.9	19.6	7.8	-59%
2019-12-24	韵达股份	0.45	2.0%	30.0	26.6	13.4	-11%
2020-06-03	百世集团	0.24	5.6%	28.4	19.6	11.7	-31%
2020-09-08	圆通速递	3.79	12.0%	17.4	14.6	66.0	-16%
2020-09-22	申通快递	1.58	10.4%	20.8	15.1	33.0	-27%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：目前股价及收益率截至日为 2020 年 10 月 23 日；表中阿里对中通持股为定增，对百世持股为持有可转债，其他则为阿里受让实控人股份

图 14：阿里对通达系目前持股占比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至日为 2020 年 10 月 23 日

未来快递之争或演变成电商平台之争，平台中性的快递公司发展空间大、风险小，有望受市场青睐。快递行业竞争愈演愈烈，除了通达系公司之间互相发起价格战、抢占市场份额外，今年还出现了部分通达公司“封杀”新入局者极兔，此外快递行业的竞争也蔓延至电商平台，京东先后结束与天天、百世、申通的业务合作，阿里平台一直不允许极兔、京东物流接入服务。我们认为随着各大电商平台加大对物流资源的布局，未来快递行业的竞争有可能上升至电商平台间的比拼，而相比被电商平台控股或持股较多、深度绑定的公司，保持平台战略中性的快递公司受平台排挤风险小、目标市场定位整个快递行业，在完全市场化竞争机制下，服务质量及成本管控也要做得更好。所以我们认为保持平台中性的快递公司有望获得市场青睐，享受估值溢价。

图 15：通达系公司“封杀”极兔速递



资料来源：物流指闻

图 16：京东先后结束与天天、百世、申通的业务合作



资料来源：物流指闻

■ 格局判断：整合关键阶段，格局基本确定，预判行业盈利下行期将再持续 1 年

行业关键整合阶段，龙头或将乘胜追击，激烈价格战预计仍将持续 1 年

首先我们给出我们对于行业短期的判断：激烈的价格战明年仍将持续，后年价格战有望逐步缓和。我们认为明年激烈的价格战仍将持续的理由：

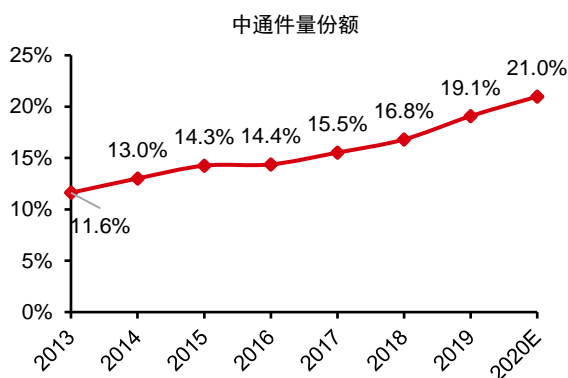
1) 龙头中通的决心及魄力。首先，中通目前短期件量份额目标是 2022 年件量份额提升至 25%，我们预计 2020 年中通件量份额可以提升至 21%，则为实现后年目标 25% 的件量份额目标，需要未来 2 年每年 2% 的件量份额提升。每年 2% 的份额提升并非容易（中

通过过去 6 年年均份额提升为 1.2%)，在价格战仍为最为有效抢量方式以及件量目标驱动下，我们认为明年中通仍将积极出击、抢占份额。

其次，中通刚刚完成港股二次 IPO，总计融资 111.3 亿港元（考虑超额配售，扣除承销费用及其他开支），对应人民币 96 亿元。近 100 亿元的募资资金为中通短期价格竞争提供了充足的弹药。

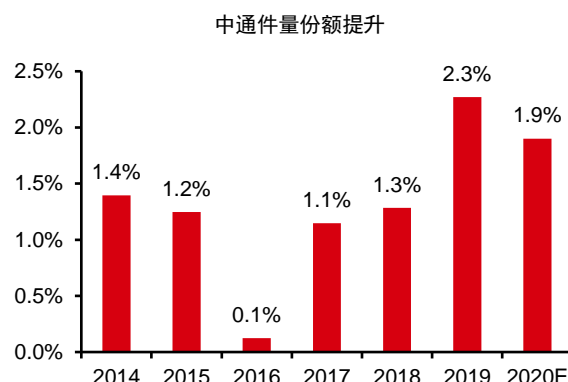
最后，本轮激烈的价格战是去年开始，发起者是龙头公司，目标是推动行业加速份额集中、甩开后面竞争对手，目前价格战效果已经显现，第一梯队的公司已经出现业绩大幅下降、亏损以及亏损加大的情况，网点异常事件频频发生。我们认为目前部分一线公司经营困难的阶段反而是龙头拉开与竞争对手差距的绝佳机会，若让后面对手再缓过来，再次通过价格战抢份额的效果就会大打折扣。长痛不如短痛，我们认为通达龙头会乘胜追击，加速拉开与对手的差距，短期价格战仍将保持高压态势。

图 17：2013~2020 年中通件量份额提升情况



资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部估算

图 18：2013~2020 年中通每年件量份额提升幅度



资料来源：国家邮政局，Wind，中信证券研究部估算

表 2：中通快递港股 IPO 募集资金用途情况（考虑超额配售，扣除承销费用及其他开支）

用途	资金占比	资金投入（亿元）
基础设施及产能建设	50%	48.1
赋能末端网点	25%	24.1
投资物流生态圈	15%	14.4
营运资金需求	10%	9.6

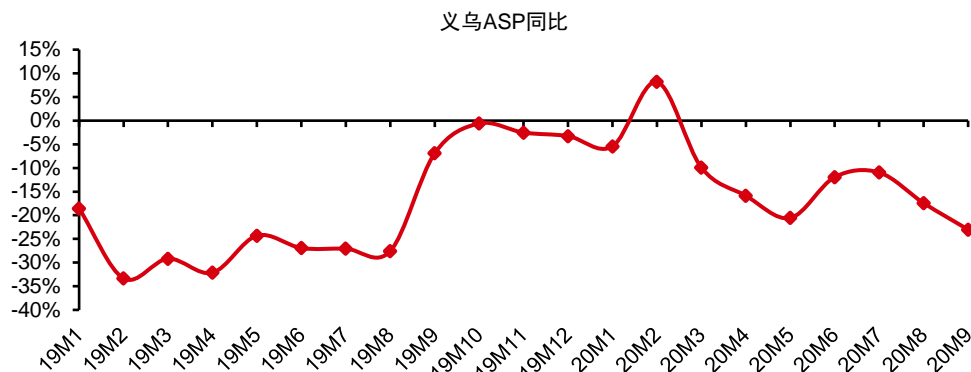
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：表中汇率为 1 港元=0.8645 人民币

2) 极兔、众邮等新玩家的搅局。目前根据我们草根调研情况来看，极兔是采取低价策略快速获得业务量的增长，极兔的价格要比通达系低 3 毛以上。而众邮在起网阶段，给予加盟商折扣优惠，同时 10 月推出 1.5 元起发全国低价政策，明显是为了短期冲量。丰网 9 月起网，凭借顺丰品牌背书，同时服务定位和定价均略高于通达公司，进一步加剧了行业的竞争。新玩家以底价姿态冲入行业，而且短期冲量诉求强烈，价格战就算通达系不打，新入局者也会持续推动价格战。

3) 行业大体格局确定前，任何价格停战动作都被证明无效。行业整合关键阶段就是一个囚徒困境，头部公司里面只有一家公司发起价格战，如果其他公司价格保持不变，就

能快速获得业务量增长，以量补价，进而也能获得业绩的增长。因此在行业格局大体稳定前，任何价格战停止举措都是暂时性。义乌去年 7 月和今年 6 月都出现了加盟商协商集体涨价情况，但是停战协议要不无效、要不持续一段时间后失效。

图 19：2019~2020 年各月义乌地区价格同比变动情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

综上三点理由，我们认为 2021 年激烈的价格战仍将贯穿全年，行业盈利仍然承压下行，但是会观察到通达系公司件量增速的加速分化。

基于产能&资本开支角度看行业格局后续变动

自有产能是快递公司竞争的关键因素之一，相比第三方采购运能，自有产能成本明显更有优势。因此若一家快递公司拥有充裕的自有产能，则可以支撑公司以低成本模式承接规模较大的快递业务量。近 2 年价格战较为激烈一部分原因就是通达系公司都有低成本的冗余产能支撑他们参与价格战并获得业务量增长。为了应对持续增长的业务规模，快递公司需要不断地增加对土地、自动化设备、汽车等资产的购置，增加自有产能。

我们先提出一个前提假设：第 N 年和第 N+1 年快递公司 A 资本支出分别为 X1 和 X2 元，第 N 年初、第 N 年末、第 N+1 年末 A 公司的在建工程账面价值分别为 Y1、Y2 和 Y3 元，则 A 公司第 N+1 年新增的自有产能为 $0.5 \times X1 + 0.5 \times X2 + 0.5 \times (Y1 - Y2) + 0.5 \times (Y2 - Y3)$ 。

基于上面假设我们就能测算出来通达系公司每年的新增产能，然后再用通达系每年的业务增量除以各自的每年新增产能（计算结果见下表），最终我们根据计算结果可以得到理想的运营情况下，1 元的资本开支可以支撑增量的 1 件快递包裹，当然不排除未来通达公司通过科技手段、精细化管理使得 1 元的 capex 可以支撑更多的包裹。

表 3：2013~2021 年通达系每年资本支出变动及预期情况（亿元，剔除股权投资）

	中通	韵达	圆通	申通	百世
2013		4.1	6.2	3.3	
2014	7.9	3.9	6.9	2.5	2.1
2015	14.8	4.9	9.7	1.9	4.0
2016	26.9	16.8	16.1	7.7	6.3
2017	28.3	14.0	17.1	12.1	7.5
2018	39.8	34.7	34.8	14.5	10.8

	中通	韵达	圆通	申通	百世
2019	52.3	43.8	33.6	18.4	15.0
2020E	75.0	50.0	45.0	20.5	15.0
2021E	85.0	55.0	45.0	15.0	15.0

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 申通 2018/2019/2020 年 capex 中剔除了对转运中心的收购

表 4: 2015~2020 年通达公司年业务增量及年业务增量与产能增量比值变动及预测情况

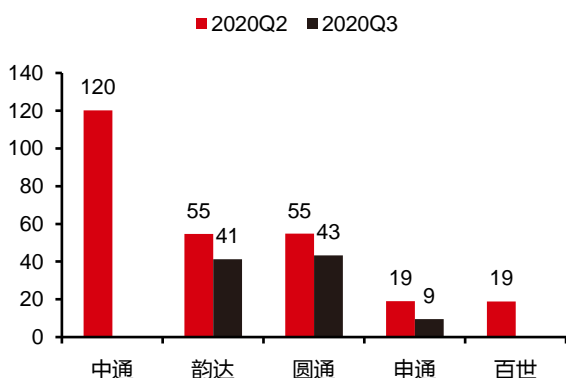
	每年业务增量 (亿件)					每年业务增量/每年增加的产能 (件/元)				
	中通	韵达	圆通	申通	百世	中通	韵达	圆通	申通	百世
2014	7.5	4.2	5.7	8.3	4.1	1.3	1.5	1.7	1.3	2.2
2015	11.3	5.6	11.7	2.6	6.7	1.0	1.0	1.3	1.6	1.6
2016	15.5	10.8	14.3	6.9	7.6	0.7	1.0	0.4	0.7	2.8
2017	17.2	15.1	6.0	6.4	16.0	0.7	1.0	0.6	0.9	2.4
2018	23.1	22.6	16.0	12.1	17.0	0.8	0.9	0.7	1.4	2.0
2019	36.0	30.5	24.5	22.6	21.1	0.8	0.9	0.7	1.4	2.0
2020E	52.2	44.1	34.8	13.7	9.9	0.8	1.1	1.0	0.8	0.7

资料来源: Wind, 中信证券研究部估算

可以看都这几年通达系领先者资本开支力度保持持续增长, 而相对靠后的公司资本开支力度增长速度明显慢于领先者。在高强度价格战持续不断下, 落后者的资本开支与领先者的差距将加速拉大, 产能投入上的落后导致落后者低成本自有产能有限, 不支撑落后者未来通过价格战手段获得大量份额, 最终退出龙头之争。

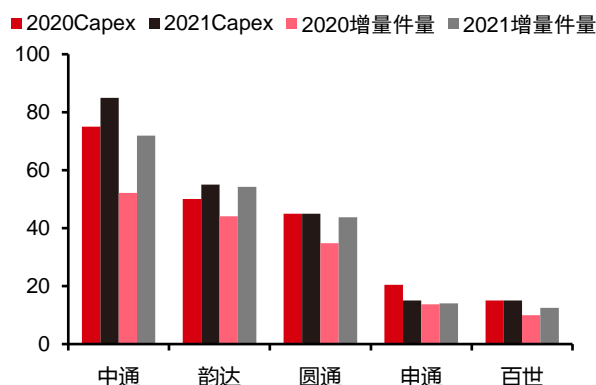
以申通为例来说明, 按照我们的悲观假设, 明年可能会出现单票 1.5 毛的净亏损, 进而估算明年或录得约 15 亿元的亏损, 而截至今年 Q3 申通目前账面净现金为 9 亿元 (剔除有息负债), 考虑明年亏损, 则公司账面净现金将直接耗尽。即使申通想加大资本支出力度, 但迫于价格战对现金的损耗, 只能维持资本支出力度和今年一样, 甚至少于今年。在我们测算过程中, 假设是申通明年 15 亿元的 Capex, 则按照上述 1 元 Capex 支撑 1 件增量快递包裹的结论, 申通较优成本下可以支撑 15 亿件的增量快递, 对应件量增速约 15%。

图 20: 2020Q2、Q3 通达公司账面净现金情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 2013~2020 年中通每年件量份额提升幅度



资料来源: 国家邮政局, Wind, 中信证券研究部估算

表 5：2020、2021 年通达快递公司业务量、归母净利润预测情况

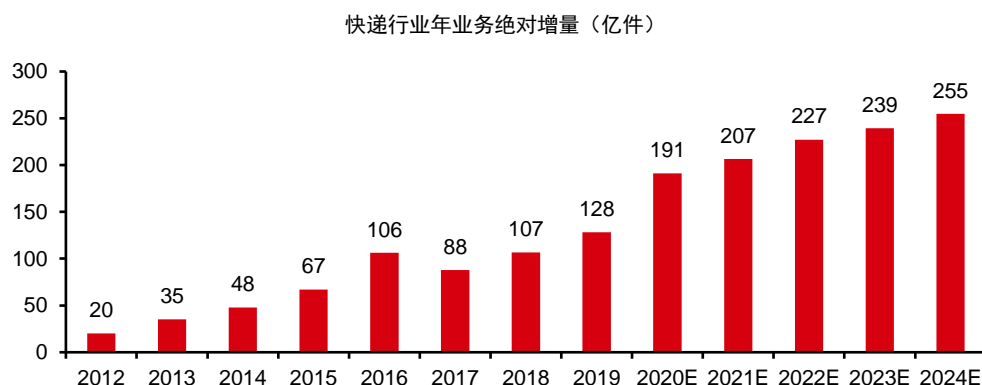
	快递件量（亿件）					归母净利润（亿件）					单票归母净利润（元/件）				
	中通	韵达	圆通	申通	百世	中通	韵达	圆通	申通	百世	中通	韵达	圆通	申通	百世
2020E	173	144	126	87	86	50	14	16	-1	-10	0.29	0.10	0.13	-0.02	-0.12
2021E	245	199	170	101	98	50	2	5	-15	-24	0.19	0.01	0.03	-0.14	-0.24
Yoy	41%	38%	35%	16%	15%	41%									

资料来源：Wind，中信证券研究部估算

因此综上，我们认为通达系的领先者在价格战冲击下，仍然保持业绩和现金流稳健，同时账面现金充裕，可以支撑其加大力度资本开支、自有产能投入，低成本产能充裕之下，可以承接更多业务增量，而落后公司则受限于自身盈利及账面现金，资本开支无法跟上领先者的进度，导致无法以低成本自有产能承接较多业务增量，预计其份额与龙头企业的差距将越来越大。

这两年价格战较为激烈，我们认为是通达系各家企业产能富裕，可以支撑各家公司去打价格战。未来快递行业每年业务绝对增量都在增加，但是从明年开始落后者每年资本支出预计会止步不前，甚至同比下降，承接增量业务能力被领先者大幅拉开。预计到了后年，领先者通过低成本自有产能碾压的优势而无需通过价格战，就可以轻轻松松获得业务份额提升，同时越来越多的业务量又进一步可以优化成本和时效，加速良性循环。

图 22：2012~2024 年中国快递行业每年绝对增量及预测情况（亿件）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部预测

后年价格战或将逐步缓和，远期看价格大概率将回升至合理水平

虽然明年价格战强度不减，但是对于后年以及更后面的情况，我们认为价格战大概率将逐步缓和，我们主要基于 3 点理由：

1) 基于上面小节的产能及资本开支视角，简单的说就是后面竞争对手产能有限，继续打价格战获得额外的业务量超过了自有产能，需要对外采购昂贵的运力资源，推升成本，所以未来后面竞争对手没有价格战的产能基础。而我们认为从后年开始产能分化加速后，通达中的落后者就没有打价格战的动力，同时领先者凭借低成本自有产能无需通过激烈的价格手段也能较轻松获得稳定份额提升。

2) 本轮价格战与以往不同的是派费环节被大规模的用于价格战(快递价格战从降中转费,到降面单费,再到降派费)。派费的降低直接表现为快递员单件收入的减少,由于末端派送环节是人力密集型环节,效率提升空间(单个快递员每日派件量)有限,今年派费下降明显(目前小哥到手派费在1元左右),很多快递员派件量的增幅赶不上派费降幅,导致快递员活干得更多了,但是收入减少了,很多人员离职或者跳槽,所以今年快递末端网点异常事件明显多于往年。

根据我们草根调研,由于人力成本持续提升,很多一线城市的快递员不能接受低于1元的单票派费,但是由于价格战激烈,部分重点产粮区发来的快递派费仅有0.8元,派件网点需要自己将派费补足到1元才能留住快递员。假设明年价格战强度和今年一样,平均派费直接降到0.8元,快递员可以通过末端入站入柜率提升提高效率,但是需要支出0.3元的入站入柜费,实际到手仅0.5元,假设快递员姑且还能忍受。若后年派费继续下降0.2元,剔除入站入柜费的单票快递派送净收入仅0.3元,降幅接近50%,我们认为这种极端情况下末端快递员将大量辞职,所以我们判断后年价格战大概率会走向缓和。

表6: 申通单票细分项目收入下降情况(元/件)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
面单费	0.91	0.88	0.72	0.70	0.74	0.64	0.41	0.21
Yoy		-4%	-17%	-3%	6%	-13%	-36%	-60%
中转费	0.93	0.78	0.72	0.72	0.86	0.92	0.95	0.94
Yoy		-16%	-8%	0%	19%	7%	3%	-10%
派费	1.32	0.77	1.48	1.61	1.65	1.70	1.71	1.43
Yoy		-41%	91%	9%	2%	3%	0%	-11%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

表7: 韵达单票细分项目收入下降情况(元/件)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
面单费	1.06	0.98	0.93	0.91	0.73	0.67	0.73	0.21
Yoy		-8%	-5%	-2%	-20%	-8%	9%	-71%
中转费	2.60	1.91	1.36	1.21	1.21	1.05	0.91	0.75
Yoy		-27%	-29%	-11%	0%	-13%	-14%	-23%
派费							1.55	1.40
Yoy								-12%

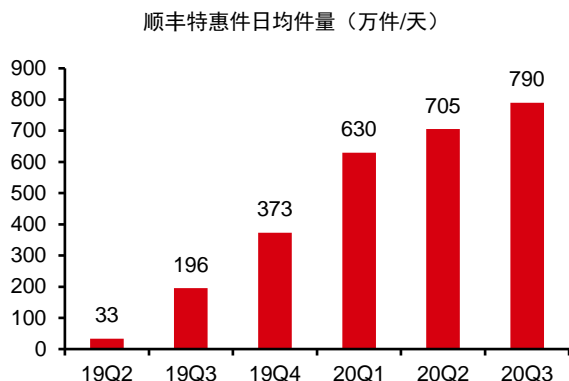
资料来源: Wind, 中信证券研究部

3) 行业存在大量的产品分层需求,差异化定价将推升行业均价回归正常水平。快递价格持续下降,一方面虽然有利于电商卖家降低物流成本,但是另外一方面价格非理性下跌,行业盈利承压,末端网点不稳定,行业服务质量下降,这是电商平台不希望看到的。因此我们认为本轮惨烈的价格战在后年有望逐步结束。

同时低价同质化通达快递服务也不能满足市场多样化的需求,虽然快递是电商卖家的成本项,很多商家快递价格敏感度较高,但是还是有很多品牌商家有中高端的快递服务需求(参考顺丰特惠件发展迅猛),他们希望通过采购优质服务及品牌形象的快递服务来突显他们商品的品牌定位,同时提高用户的物流服务体验,一定程度上增加他们店铺的点击流量。我们判断通达系公司大概率会去做产品分层,推出对服务有较高要求且价格较高的

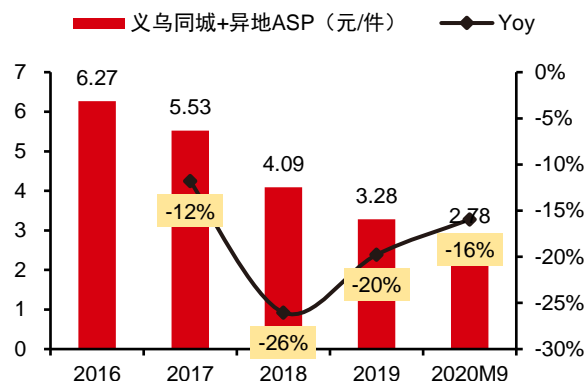
中高端产品，以及对价格敏感度很高、服务要求一般的低端低价产品。产品分层也将推动行业价格长期会回归合理水平，受益产品分层（尤其是中高端快递服务，其盈利能力较高），行业盈利也将逐步修复。

图 23：2019Q2~2020Q3 顺丰特惠件日均件量估算



资料来源：中信证券研究部估算

图 24：2016~2020M9 义乌同城+异地价格下降情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

■ 估值之辩：淡化动态 PE，审视内在价值，部分快递公司市值跌至重置成本

剧烈整合冲击行业盈利，动态 PE 指标失效，重视内在价值，龙头估值并不贵

行业进入关键整合阶段，激烈的价格战将在今明两年明显冲击通达系公司的业绩。结合通达公司上半年及三季度业绩表现情况，我们估算今年通达快递公司单票归母净利绝对降幅平均或在 0.15 元，除了中通可能业绩降幅较小外，其他通达公司业绩滑坡明显（剔除航空和货代业务，预计圆通快递业务利润也跌幅较大）。根据我们上文提出的关于明年快递行业持续保持较强价格战的判断，假设明年通达快递公司单票归母净利下跌 0.1 元，则预计 2021 年韵达、圆通将几乎没有盈利，申通、百世会亏损 10 亿以上，中通凭借优秀成本管控以及品牌服务溢价将仍能保持业绩基本持平或小幅下降。

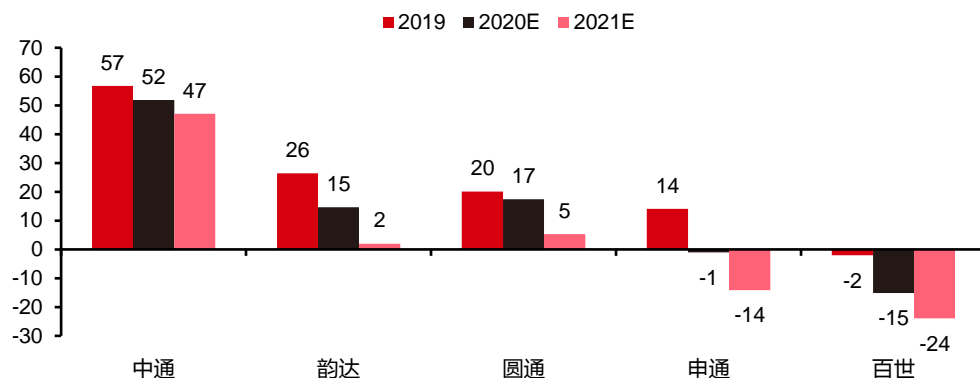
表 8：2020 年各季度通达系业务量及单票归母净利情况

单票净利(元/件)	中通	韵达	圆通	申通	百世
20Q1	0.16	0.17	0.16	0.05	-0.56
+/-	-0.14	-0.14	-0.06	-0.26	-0.39
20Q2	0.32	0.09	0.21	0.01	-0.01
+/-	-0.12	-0.19	-0.02	-0.24	0.00
20Q3E	0.26	0.08	0.12	-0.03	-0.15
+/-	-0.17	-0.17	-0.10	-0.16	-0.15
20Q4E	0.38	0.09	0.08	-0.04	-0.15
+/-	-0.25	-0.13	-0.13	-0.17	-0.17
件量(亿件)	中通	韵达	圆通	申通	百世

单票净利(元/件)	中通	韵达	圆通	申通	百世
20Q1	23.7	19.1	16.7	11.2	13.2
Yoy	5%	7%	0%	-13%	-2%
20Q2	46.0	37.2	32.7	24.0	22.7
Yoy	48%	46%	53%	38%	19%
20Q3E	46.5	40.1	33.7	24.3	22.7
Yoy	52%	54%	43%	20%	20%
20Q4E	55.2	47.1	43.9	27.9	28.0
Yoy	50%	52%	48%	20%	15%
归母净利润(亿元)	中通	韵达	圆通	申通	百世
20Q1	3.7	3.3	2.7	0.6	-7.4
Yoy	-45%	-41%	-26%	-86%	-222%
20Q2	14.5	3.5	7.0	0.1	-0.2
Yoy	7%	-52%	41%	-97%	-9%
20Q3E	12.0	3.4	4.2	-0.7	-3.4
Yoy	-8%	-49%	-19%	-124%	-9795%
20Q4E	21.1	4.4	3.7	-1.1	-4.2
Yoy	-9%	-36%	-42%	-137%	-912%
合计	51.3	14.6	17.5	-1.1	-15.3
Yoy	-10%	-45%	-13%	-108%	-644%
市值(亿元)	1698	560	441	216	67
PE 2020E	33.1	38.3	25.1	-	-

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 2020Q3 韵达、圆通、申通是历史数据, 其他两家是中信证券研究部预测数据

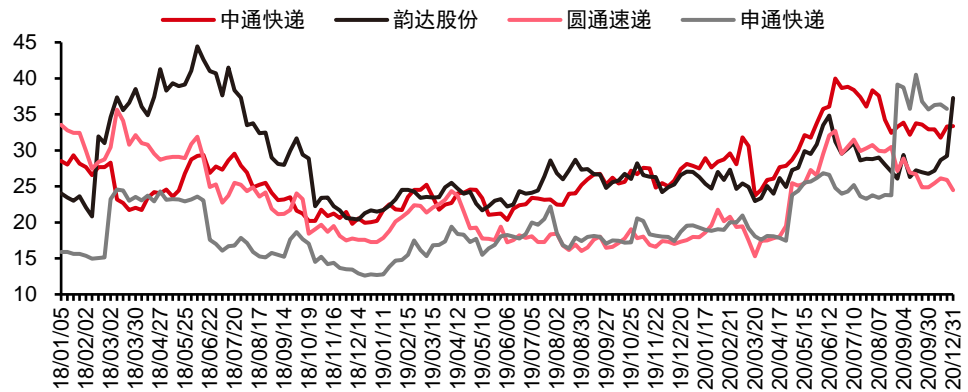
图 25: 2019~2021 年通达系归母净利润预测 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 图中圆通 2019 年归母净利润加回了商誉减值损失

行业盈利持续滑坡, 动态 PE 将暂时失效。由于今年和明年通达快递公司加速整合、盈利进入加速下行头通道 (严格讲本轮盈利滑坡始于 2019 年 Q4), 动态 PE 将暂时性失效。

图 26：2018 年以来通达系公司 PE（TTM）波动情况

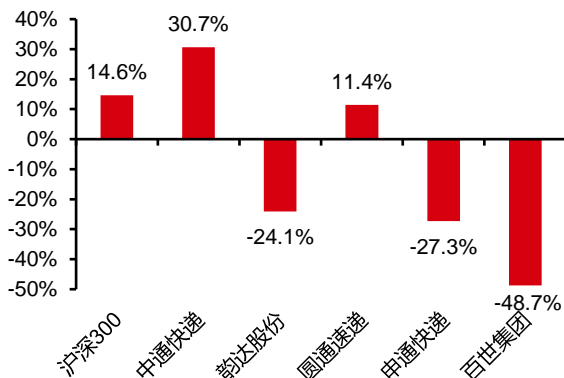


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

行业盈利虽然下滑，但是不可否认的是格局的持续向好，以及龙头自身网络能力的不断提升。行业加速整合、盈利大幅下降是行业走向寡头垄断必定要经历的过程，价格战越猛、整合速度越快，我们认为这是市场愿意看到的情况。剧烈整合之下，通达公司盈利下滑导致各自的市值走势较弱，但是市场忽视了行业格局的向好（龙头份额稳步提升）、龙头自身能力的提升（自动化水平、运营效率、服务时效、基础设施能力等）并且创造的社会价值不减反升（配送包裹数量持续增长，支撑更多电商零售额）。因此虽然短期业绩下滑，但具备晋升寡头能力的公司其内在价值不仅没有下降反而还持续稳步增加。我们建议市场淡化动态 PE 变动，如果一定要了解目前通达公司估值水平，我们建议对于有望晋升绝对龙头的通达公司，使用 2019 年的净利润计算当前市值对应的 PE。

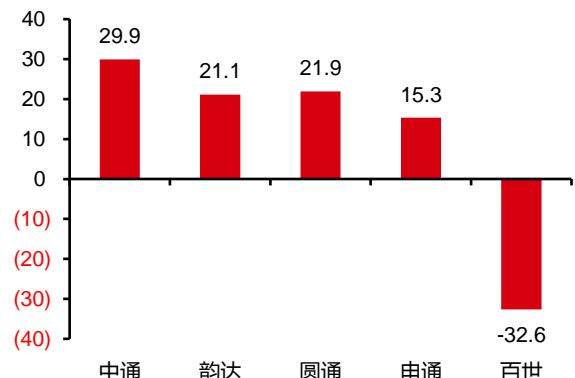
以韵达为例，价格战明显冲击公司利润，导致公司今年相对收益率（基准为沪深 300 指数，截至 2020 年 10 月 30 日）为-39%，市值绝对跌幅为 24%，但是公司网络基本设施产能、运营效率、支撑电商零售额、件量份额都在稳步增长，说明公司内在价值在提升。韵达目前市值对应 2019 年净利润 PE 仅 21 倍，从这个角度说韵达目前估值具有一定的安全边际。

图 27：2020 年通达公司股价累计涨跌幅情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至日期为 2020 年 10 月 30 日

图 28：通达公司当前市值对应 2019 年归母净利的 PE



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：市值日期为 2020 年 10 月 30 日

再提一点，即使是行业关键整合阶段，我们认为快递行业也决不能只看件量份额而不顾业绩。互联网行业一直有流量烧钱思维，即通过先期的亏损及让利不断获得用户流量，然后让用户形成消费粘性，后续再取消补贴、提价或者其他变现方式完成盈利。有观点将这种互联网流量思维放到了快递行业，认为目前快递行业进入关键整合阶段，建议仅关注件量市场份额，业绩无需过多考虑。我们认为这种观点较为偏激，虽然行业整合阶段中件量份额确实重要，但是业绩同样也十分关键：

- 1) 与互联网行业不同，快递行业是重资产行业，需要持续大额资本开支，因此快递行业更加需要关注业绩和现金流表现；
- 2) 快递公司并非件量份额提升越快越好，因为快递业务中有优质件和劣质件之分，劣质件只能让公司亏损。而通过低价大量获取劣质件也能实现份额提升，但是实际业绩表现和发展的可持续性要远逊色于通过获得优质件实现份额提升的公司；
- 3) 互联网用户是消费者、粘性高、变现价值大，而快递用户是电商卖家，价格敏感度高、粘性较低（大部分是哪家快递便宜用哪家服务），而且没有什么变现价值；
- 4) 快递公司通过刷单也能实现明显的业务增长但无任何意义。

所以我们认为目前这个阶段件量份额和业绩相对同行表现都至关重要，需要结合在一起看通达公司的竞争力，不能只着眼于件量增速。

简单测算韵达重置成本约 500 亿元

本小节，我们简单测算韵达目前网络的重置成本，测算思路就是以极兔达到韵达目前日均 4000 万件规模体量需要投入的资金体量。

具体测算的重要假设：

- 1) 2020 年极兔单件票收入比韵达低 4 毛（极兔低价竞争策略），2021/22/23/24 年极兔单票收入分别下降 15%/10%/5%/5%。
- 2) 由于学习效应以及更先进的设备，新进入者成本端具有一定的后发优势，假设极兔单票成本+费用可以做到比之前相同日均件量规模的韵达低 10%。
- 3) 2020 年极兔总部需要向每个快递员补贴 0.5 元的额外派费（由于极兔体量较小、订单密度小，需要给快递员较多派费才能使极兔快递员收入水平不低于通达）。
- 4) 加盟商单票亏损为总部的 1/2，同时总部需要给加盟商补贴以覆盖其亏损。

表 9：2013~2020H1 韵达日均件量增长和成本+费用下降情况（元/件）

时间	日均件量（万件/天）	ASP（不含派费）	单票扣非净利	单票成本+费用	Yoy
2013	315	3.68	0.15	3.48	
2014	430	2.89	0.27	2.53	-27%
2015	584	2.29	0.25	1.96	-23%
2016	881	2.13	0.37	1.64	-16%

时间	日均件量（万件/天）	ASP（不含派费）	单票扣非净利	单票成本+费用	Yoy
2017	1293	1.94	0.34	1.49	-9%
2018	1914	1.72	0.39	1.21	-19%
2019	2748	1.45	0.26	1.10	-9%
2020H1	3127	1.16	0.12	1.00	-9%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2019 和 2020H1 韵达不含派费的 ASP 为中信证券研究部估算

表 10：极兔达到韵达日均 4000 万件业务体量需要投入的资金规模测算

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
日均件量（万件/天）	678	1500	2100	3000	4000
单票收入（元/件）	0.76	0.61	0.55	0.52	0.49
单票费用+成本（元/件）	1.92	1.38	1.30	0.90	0.76
单票派费补贴（元/件）	0.5	0.35	0.25	0.15	0.1
单票亏损（元/件）	-1.2	-0.8	-0.7	-0.4	-0.3
加盟商单票亏损（元/件）	-0.6	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1
总亏损（亿元）	46	69	86	65	61
Capex（亿元）	25	30	22	33	37

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

根据上述假设，我们最终测算得极兔用 5 年时间将日均件量规模做到日均 4000 万件（目前的韵达规模体量），总部需要投入 474 亿元资金（资本支出 146 亿元+亏损补贴 328 亿元），如果需要考虑加盟商的资本支出，则投入更多。测算结果同时意味着目前韵达的重置成本大约在 500 亿元，韵达市值接近重置成本，具有较高的安全边际。

■ 风险因素

- 1) 宏观经济增速下行，电商网购放缓；
- 2) 油价上涨超预期，人力成本持续上涨；
- 3) 价格竞争持续时间超预期；
- 4) 资本介入，行业整合推进慢于预期；

■ 投资建议：短期行业盈利承压但格局逐步向好，最好的投资窗口期即将到来

综上，我们关于通达行业的研究结论是今年和明年是快递行业整合最为关键的 2 年，也是行业价格战最为激烈的 2 年，预计明年通达系公司盈利继续下行——中通凭借优秀的控本能力、通达领先的服务溢价能够保证净利基本持平或者小幅下降，而韵达和圆通可能微利，申通和百世亏损将扩大至 10 亿元以上。从后年开始，我们判断由于落后公司产能投入不足、同时存在扭亏保上市资格的压力，而末端网点派费下降刚性显现，以及龙头公

司凭借网络服务稳定性、低成本产能的优势、产品的合理分层实现份额的稳步提升，而无需采取粗暴的价格战手段，后年行业价格战将逐步趋缓，格局也将愈发清晰。

基于上述我们关于明年行业继续高强度价格战、后年格局清晰以及价格战逐步缓和的判断，我们认为明年 Q3 将是通达龙头配置窗口的开启，理由如下：

- 1) 明年 Q3，短期业绩继续下行的利空消息料在明年上半年被充分消化，股价充分反映，预计后续利空消息有限；
- 2) 由于通达公司业绩持续承压，通达市值持续下行，明年 Q3 以 2019 年净利润看届时龙头的估值将具备较高吸引力（其实目前看龙头估值也已处于历史较低水平）；
- 3) 通达内部分化加速，落后者基本退出行业竞争，格局逐步清晰，行业走向寡头被市场认可，未来盈利向上修复预期出现，龙头公司具备上涨动力；
- 4) 我们判断快递行业整合是非线性的，整合越到后面速度越快，所以建议无需等到格局完全清晰而盈利开始修复后布局，而是在整合下半场的中期（我们判断明年 Q3）就可以继续配置。

标的层面，我们坚定推荐综合实力强大、资产负债表极度稳健、量质持续领跑通达、享受品牌溢价、网络管控能力强大、保持平台中性的中通快递，同时建议积极关注件量增速以及产能投建紧咬行业第一、管理稳健、极大概率晋升寡头、同样保持平台中性的韵达股份，以及关注持续推进信息化建设、跨境物流行业发展向好的圆通速递。

表 11：重点跟踪公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (x)				评级
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
中通快递	196.38	7.23	5.68	4.87	7.03	27	35	40	28	买入
韵达股份	19.70	1.19	0.56	0.19	0.52	17	35	105	38	买入
圆通速递	13.52	0.59	0.51	0.16	0.42	23	26	84	32	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020-11-02 收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。