

## 艾迪西 (002468.SZ) 其他运输行业

评级: 买入 首次评级

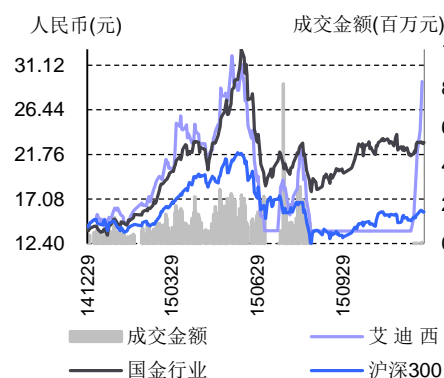
公司研究

市场价格(人民币): 29.40元  
 目标价格(人民币): 45.00-50.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	331.78
总市值(百万元)	9,754.21
年内股价最高最低(元)	32.13/13.71
沪深300指数	3838.20
深证成指	12980.57



## 申通快递借壳上市, 成就快递第一股

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.032	0.025	0.015	0.801	1.021
每股净资产(元)	2.61	2.25	2.21	2.06	3.08
每股经营性现金流(元)	0.38	0.11	0.48	0.99	1.07
市盈率(倍)	910.10	1,170.99	2,017.85	36.72	28.80
行业优化市盈率(倍)	31.31	38.70	56.53	56.53	56.53
净利润增长率(%)	11.99%	-6.73%	-41.97%	5340%	27.50%
净资产收益率(%)	1.24%	1.12%	0.66%	38.82%	33.11%
总股本(百万股)	276.48	331.78	331.78	1,529.78	1,529.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **申通快递拟借壳上市, 成就快递第一股:** 交易预案包括(1) 置出艾迪西全部资产, 预估值不低于7亿元。(2) 置入申通快递100%股权, 作价169亿元。现金支付20亿元, 股份支付149亿元, 发行价16.44元/股, 发行约9.06亿股。(3) 募集配套资金48亿元, 发行价16.44元/股, 发行约2.92亿股。将用于申通快递“中转仓配一体化项目”等项目建设。(4) 业绩承诺, 申通快递2016/2017/2018年归母净利润不低于11.7亿元、14亿元、16亿元。发行后总股本约15.3亿股。
- **快递行业业务量未来三年复合增超过30%:** 受益网购兴起, 快递业收入从2008年408亿元增长到2014年2045亿元, 年均复合增长率31%。今年1至11月, 全国快递服务业务量累计完成182.5亿件, 同比增长48.1%。预计未来三年快递业务量复合增速超过30%, 收入增速超过40%。
- **民营快递主导国内快递市场, 加盟模式易于扩张:** 异地快递对行业收入占比约55%, 民营企业占异地快递收入约80%份额。以申通快递为代表的通达系, 基本采用加盟模式, 全国网络布局。加盟模式节省资金, 借助加盟商当地资源, 能实现快速扩张。未来加盟店有可能面临整合。
- **并购整合与重资产投入是未来趋势, 申通借助资本构建壁垒:** 国内获得快递经营许可证的企业有6000多家, 2013年行业前四位收入份额之和仅为55.4%。纵观国际快递巨头发展史, 并购整合都是必经之路。未来为满足高质量服务的需求, 加强航空机队与转运中心等重资产投入将成为行业趋势。申通快递上市, 能借助资本的力量加大投入与整合力度, 具有先发优势。

## 投资建议

- 公司未来通过内生性增长及加盟商整合, 将超过公司净利润增长承诺值。未来3年业绩复合增速为52%。考虑快递标的稀缺性和成长性, 建议买入。

## 估值

- 预计公司2015/16/17年盈利分别为5.6/12.2/15.6亿元, 基于2015年未来3年的业绩复合增速为52%。综合衡量, 给予公司1.1倍PEG估值, 目标价位46元。

## 风险

- 快递行业整体增速放缓, 快递行业竞争激烈, 公司高净利率无法维持。

戴亚雄 联系人  
 (8621)61038200  
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

申通快递借壳艾迪西，A 股现首只快递股.....	3
重组定增计划——申通 100%股权作价 169 亿元.....	3
公司股权结构变化.....	3
申通上市后市值 700 亿.....	4
预计借壳上市后收入年复合增长率超过 40%.....	5
快递行业高增长，预计业务量增速 30%以上.....	6
受益电商崛起，国际快递成新增长点.....	6
快递竞争加剧均价下降，并购整合成行业趋势.....	6
资本实力形成新壁垒，提升服务品质和服务时效.....	8
重资产投入，资本实力将形成新壁垒.....	8
服务质量和时效性将大幅提升——对比顺丰私募融资后成效.....	8
民企主导国内快递市场，申通加盟模式易于扩张.....	10
铺设服务网点，加盟的轻资产模式实现扩张.....	10
政策扶持是催化剂.....	11
盈利预测与估值.....	11
盈利预测.....	11
首次覆盖给予买入评级.....	12
风险提示.....	12

## 图表目录

图表 1：本次重组及增发测算.....	3
图表 2：发行前后股权结构变化.....	3
图表 3：上银基金资产管理计划.....	4
图表 4：申通快递借壳艾迪西上市.....	5
图表 5：申通快递营业收入及预测（百万元）.....	5
图表 6：申通快递归母净利润及公司预测下限（百万元）.....	6
图表 7：快递行业平均单价及预测.....	7
图表 8：近三年快递企业并购案例.....	7
图表 9：快递分拣流程示意图.....	8
图表 10：转运中心物流成本构成.....	8
图表 11：国内外快递领先企业的运力规模与风投资料.....	9
图表 12：国内外快递公司运营方式比较.....	9
图表 13：申通加盟模式与顺丰自营模式比较.....	10
图表 14：顺丰快递高效率服务时效.....	10
图表 15：21 世纪我国快递行业政策扶持大事记.....	11

## 申通快递借壳艾迪西，A股现首只快递股

### 重组定增计划——申通 100%股权作价 169 亿元

- 根据公司公告，艾迪西拟向德殷控股、陈德军、陈小英发行股份及支付现金购买申通快递 100%股权，根据预估值及交易双方初步协商作价结果，申通快递 100%股权作价 169 亿元，其中，股份支付金额为 149 亿元，现金支付金额为 20 亿元。同时，公司拟向 9 名特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集不超过 48 亿元配套资金，且不超过本次交易拟置入资产交易价格的 100%。扣除发行费用后，其中 20 亿元将优先用于支付艾迪西拟购买申通快递 100%股权的现金对价，剩余部分将用于申通快递“中转仓配一体化项目”、“运输车辆购置项目”、“技改及设备购置项目”及“信息一体化平台项目”等项目建设。

图表 1：本次重组及增发测算

原有股本（万股）	33176.60
增发后股本（万股）	153007.28
置入资产预估值（亿元）	169.11
置入资产作价（亿元）	169
发行价格（元/股）	16.44
置入资产发行股本（万股）	90632.60
增发股本（万股）	29197.08

来源：公司公告、国金证券研究所

- 通过本次交易的实施，艾迪西将置出当前经济形势下盈利能力较弱，发展空间有限的水暖器材（阀门、管件等产品）的研发、制造、销售与服务业务，同时置入盈利能力较强，市场快速增长，发展前景广阔的快递服务业务，申通快递也可借助资本市场拓宽融资渠道，提升品牌影响力，为后续的发展提供推动力，是一次双赢资本运作。

### 公司股权结构变化

- 本次交易中，拟置入资产的资产总额与交易金额孰高值为 169 亿元，占上市公司 2014 年末资产总额 16.2 亿元的比例为 1042.95%，超过 100%，构成借壳上市；本次交易完成后，上市公司实际控制人变更为陈德军、陈小英。此次重组及定增计划完成后，控股股东陈德军、陈小英将持有上市公司 59.23%股权，郑永刚通过南通泓石、艾缤投资、旗铭投资持有 10.38%股权，谢勇持有 5.41%股权。

图表 2：发行前后股权结构变化

序号	股东	发行前		发行后	
		持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	德殷控股	-	-	82,238.4428	53.75%
2	陈德军	-	-	4,339.7810	2.84%
3	陈小英	-	-	4,054.3795	2.65%
	小计	-	-	90,632.6033	59.23%
4	南通泓石投资有限公司	8,950.000	26.98%	8,950.000	5.85%
5	艾缤投资	-	-	3,869.3430	2.53%
6	旗铭投资	-	-	3,064.9635	2.00%
	小计	-	-	15884.3065	10.38%
7	谢勇	-	-	4,440.3892	2.90%
8	太和投资	-	-	3,832,1167	2.50%
	小计	-	-	8,272.5059	5.41%

9	达孜县欣新投资有限公司	5,490.000	16.55%	5,490.0000	3.59%
10	杜佳林	4,629.9974	13.96%	4,629.9974	3.03%
11	磐石熠隆	-	-	3953.7712	2.58%
12	青马1号资管计划	-	-	3,041.3625	1.99%
13	上银资管计划	-	-	3,041.3625	1.99%
14	平安置业	-	-	2,128.9537	1.39%
15	天阔投资	-	-	1,824.8175	1.19%
16	其他股东	14,107.6026	42.52%	14,107.6026	9.22%
	合计	24,227.6000	100.00%	153,007.2831	100.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 此次定增包括上银基金的资产管理计划。该资产管理计划认购人主要为申通快递或其子公司中高曾管理人员及亲属。此次定增的另一意义是完成了管理层持股。

图表 3：上银基金资产管理计划

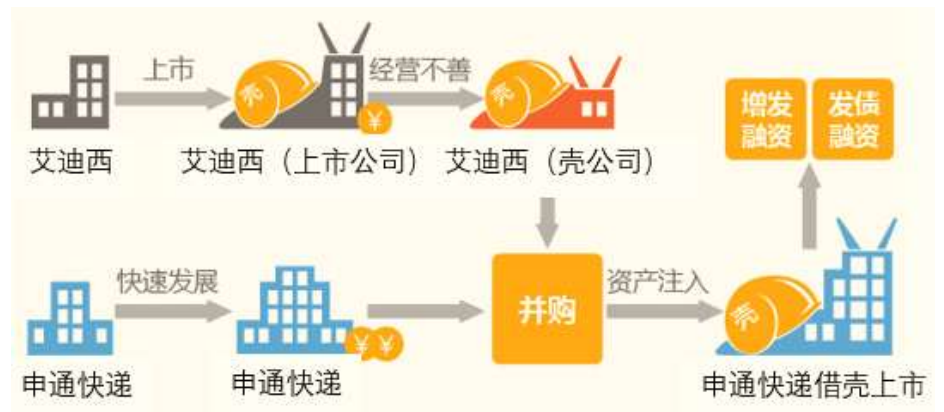
姓名	认购额(万元)	占比	说明
郑春美	16,000.00	32.00%	申通快递实际控制人陈德军、陈小英母亲
朱有克	5,000.00	10.00%	苍南瑞俊包装有限公司总经理
刘红才	4,000.00	8.00%	申通快递副总裁
沈岳英	3,000.00	6.00%	浙江快递财务总监
江鑫勇	3,000.00	6.00%	申通瑞盛运营副总裁
郑银翡	2,800.00	5.60%	-
李玉林	2,100.00	4.20%	申通快递工程部副总监
邵知路	2,000.00	4.00%	申通快递网络副总裁
陈向阳	2,000.00	4.00%	申通快递总裁助理
郑杰	2,000.00	4.00%	申通快递总裁助理
余慈景	1,500.00	3.00%	申通瑞盛总监
陈郁	1,500.00	3.00%	-
朱玲燕	600.00	1.20%	-
李雄伟	600.00	1.20%	浙经律师事务所合伙人
孙刘闯	600.00	1.20%	申通快递总裁助理
高端端	600.00	1.20%	申通快递职工董事
袁旦	300.00	0.60%	建设银行浙江省分行营业部部门经理
朱佳钰	200.00	0.40%	浙江快递董事长助理
总计	50,000.00	100.00%	

来源：公司公告、国金证券研究所

### 申通上市后市值 700 亿

- 申通快递在行业中处于领头羊地位，其快递服务网络包括独立网点及分公司近 1400 家，服务网点及服务门店 10,000 余家，旗下从业人员总数超过 20 万人。2014 年完成成包裹数 24 亿件，同比增 50%，占全国的 17%。考虑到申通快递定增后市值为 210 亿，上市后市值估值可达 700 亿，市场情绪高涨时，可进一步推高市值。

图表 4：申通快递借壳艾迪西上市

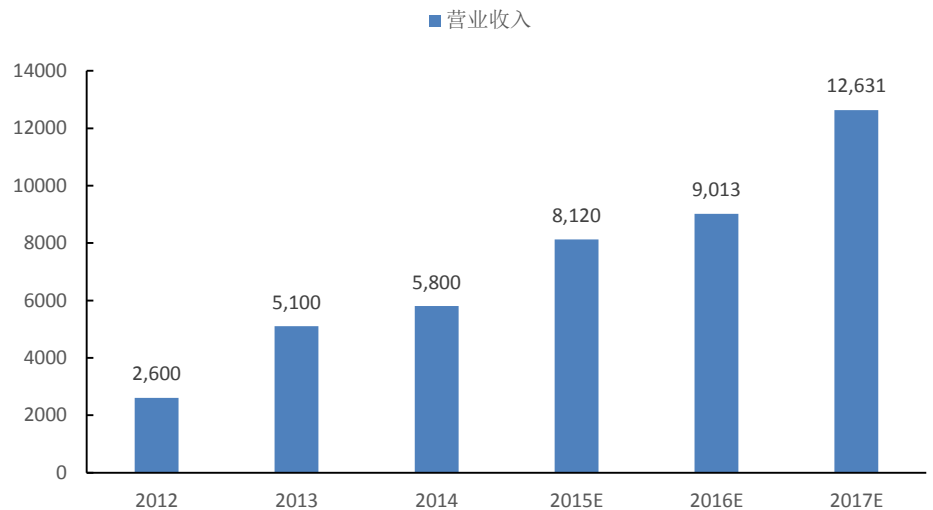


来源：互联网、国金证券研究所

预计借壳上市后收入年复合增长率超过 40%

- 2014 年，申通快递未经审计的营业收入约 59.74 亿元，未经审计的归属于母公司所有者的净利润达到 6.39 亿元。申通快递控股股东德殷控股及实际控制人陈德军、陈小英承诺，若本次重大资产重组在 2016 年期间完成，申通快递 2016 年度、2017 年度、2018 年度归属于母公司所有者净利润分别不低于为 11.7 亿元、14 亿元和 16 亿元。考虑到快递量复合增速达到 50% 以上，申通有望实现借壳上市后超过 40% 的收入年复合增长率，且公司承诺净利润完成概率极高。

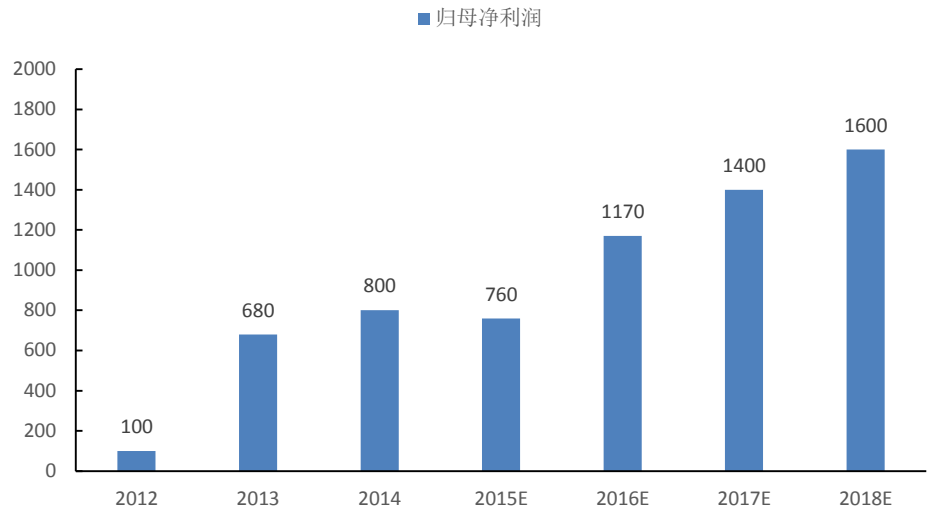
图表 5：申通快递营业收入及预测（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所



图表 6：申通快递归母净利润及公司预测下限（百万元）



来源：公司公告预测、国金证券研究所

## 快递行业高增长，预计业务量增速 30%以上

### 受益电商崛起，国际快递成新增长点

- 近几年来，申通快递搭上了国内快递业高速发展的顺风车。2012 年至 2014 年，国内快递件量增长率分别为 55.04%、61.51%、51.90%。2014 年，全国快递服务业业务量完成 139.6 亿件，跃居世界首位，业务收入累计完成 2045.4 亿元，同比增长 41.9%。预计未来申通快递业务量增速至少达到 30%。
- “十二五”以来，中国快递业保持高速增长，年均增速达到 54.6%，是国民经济的一匹“黑马”。国家邮政局网站数据表明，中国快递年业务量首次突破 200 亿件大关，继续稳居世界第一。全国乡镇快递服务覆盖率已超过 70%，部分东部省份已经实现“镇镇有网点”。
- 从统计数据看，今年 1 至 11 月，全国快递服务企业业务量累计完成 182.5 亿件，同比增长 48.1%，业务收入累计完成 2456.2 亿元，同比增长 34.9%。刚刚过去的“双十一”业务高峰期，单日最高处理量突破 1.6 亿件，同比增长 56%。截至今年年底，全国主要城市安装智能快件箱已逾 6 万组，投递快件逾 2 亿件。
- 快递业正在由劳动密集型向资本、技术密集型加速升级。快递服务产业链进一步延伸，国家邮政局力推快递业务板块由“1+1”向“1+3”拓展，逐步实现电子商务、制造业、跨境贸易多点开花。快递已经成长为支撑电商发展的主渠道，2015 年，行业支撑网络零售交易额超 3 万亿元。

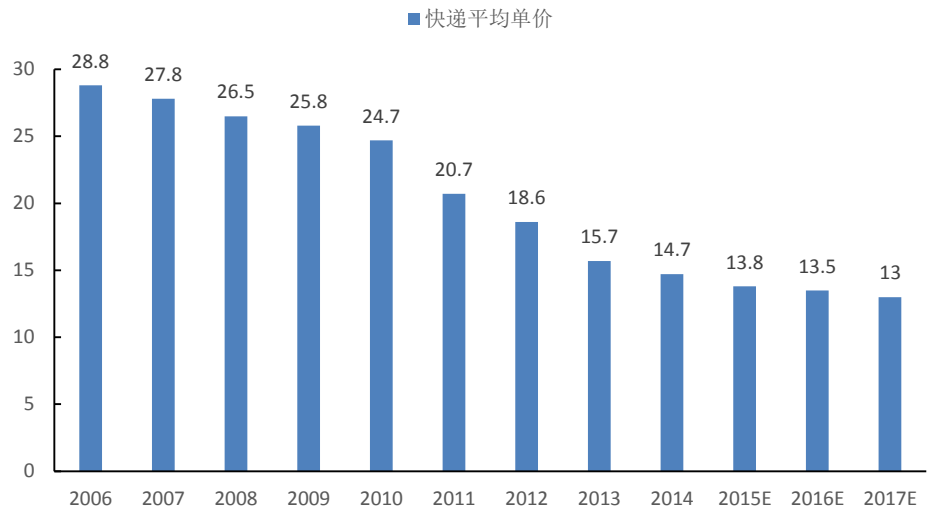
### 快递竞争加剧均价下降，并购整合成行业趋势

- 伴随着高速增长而来的，是行业的急剧膨胀，以及快递业正面临的无序竞争等多重问题。由于竞争激烈，大部分快递企业选择了以低价来获得市场份额。目前的快递行业事实上是一个“三化”行业，即微利化、无利化、竞争化。国外快递巨头的进入，对本来就竞争激烈的中国快递市场来说，无疑会带来新的变化。业内人士分析认为，外企进入对于中国整个快递行业的优胜劣汰会带来积极效应。
- 快递行业竞争加剧：我国快递行业的竞争集中在价格、服务质量及物流网络等方面。价格竞争是最普遍的竞争方式，采取优惠、折扣的方式抢占市场现象屡见不鲜；服务质量方面竞争主要集中于能否提供快速便捷的服务，

包括标准化服务、送货时效性、网银支付、手机客户端支付、客服服务等；**物流网络**竞争表现在多数快递企业已从沿海地区转移至内陆地区。网点及网点间的物流运输也成为跨区域快递企业的竞争壁垒。申通快递已经实现覆盖全国所有地级市。

- 快递行业以小企业居多为主要特征，规模效益明显，在行业增速逐渐放缓时期，具有并购整合的天然优势。快递市场经并购整合后很可能发展为寡头垄断竞争市场。申通作为 A 股市场售价上市快递企业，且本就属行业龙头，其先发优势明显。
- 单价下降驱使快递行业进入整合期：成本的上升和竞争的白热化是利润率下滑的主要因素。目前，中国快递企业人工成本约占总收入的 35%~40%，快递人工薪酬成本近年来年复合涨幅超过 20%，运输成本约占总收入的 25%~40%。此外，快递企业通过“价格战”占据份额，也是造成快递行业规模不断增长而行业平均单价却呈现下降趋势的原因。正是由于快递行业属于人力资本密集型行业，管理较为粗放，行业壁垒不高，未来将主要依靠并购进行扩张。

图表 7：快递行业平均单价及预测



来源：国金证券研究所

- 快递行业政策扶持力度加大，公司行业资源整合进度加快，并购成趋势。未来我国大型快递企业向综合物流转型、中型快递向专业化转型、小型快递向个性化转型趋势不可避免，我国快递业已经进入优胜劣汰、优化重组、兼并重组和参股重组的新时期，快递企业的并购有利于我国快递产业做大做强，培育出品牌优、实力强、具有国际竞争力的民族快递企业，有利于内资快递企业的转型升级。申通此次借壳艾迪西上市便是顺应趋势，在有精准定位的前提下，并购是申通快递实现弯道超越的途径。

图表 8：近三年快递企业并购案例

年份	案例
2014	顺丰速运并购星程宅配等“落地配公司”
2014	天地华宇并购凡客旗下如风达快递
2014	宅急送从复星基金融资 10 亿元
2014	西安世合集团以 3 亿元投资并购汇强快递
2013	元禾控股、招商局、中信资本参股顺丰速运

年份	案例
2013	优速快递进行融资
2013	能达快递转让给个人控股
2013	“三通一达”组建蜂网投资有限公司，投资快递上下游领域
2013	菜鸟网成立，成为中国最大的快递企业联合体
2013	全峰速递分三次从鹏康投资、力鼎资本、凤凰资本、云峰资本融资
2013	快捷速递引入个人资本控股
2013	联想增益供应链并购全日通快递、飞康达快递和 D 速快递更名为增益快递
2012	红杉资本参股中通快递

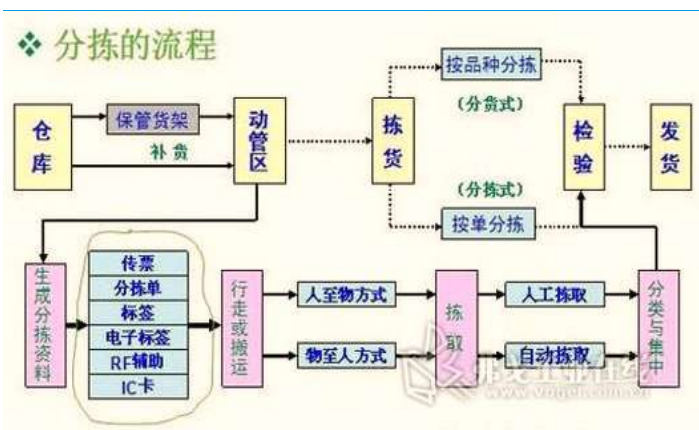
来源：国金证券研究所

## 资本实力形成新壁垒，提升服务品质和服务时效

### 重资产投入，资本实力将形成新壁垒

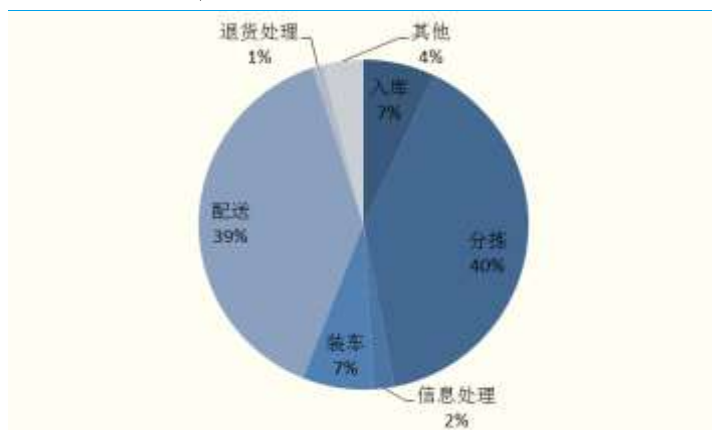
- 申通快递借壳上市后，将大幅扩大股权融资额，用于投资建造转运中心。转运中心对整个快递网络的效率有重要影响。快递服务分为揽收、中转和派送三个环节。中转服务包括分拣称重扫描，和中转运输等环节。用户快件经业务员收取登记后，汇集至网点，再运输到所在区域转运中心，经过中转服务，再派送到目的地的所属转运中心，运输到目的地网点。转运中心是快递网络的重要节点。
- 申通对转运中心的建设方兴未艾，例如开工建设湖北转运中心项目，占地 350 亩，总投资近 10 亿元，总建筑面积近 21 万平方米。项目全部建成投产后，日均发货量可以达到 120 万票，其中航空快递 20 万票，湖北转运中心成为继上海、江苏、杭州之后，申通在全国的第四大以及转运中心
- 转运中心涉及到分拣和配送运输，对企业成本影响大。目前快递分拣自动化程度低，在劳动密集型的转运中心，与分拣作业直接相关的人力约为一半，分拣作业时间约占整个转运中心作业时间的 30%~40%。分拣的成本和配送运输的成本都约为转运中心总成本的 40%。预计申通快递取得融资后将利用其资本实力形成新的竞争壁垒。

图表 9：快递分拣流程示意图



来源：弗戈工业在线，国金证券研究所

图表 10：转运中心物流成本构成



来源：弗戈工业在线，国金证券研究所

### 服务质量和时效性将大幅提升——对比顺丰私募融资后成效

- 服务质量和时效性，国内外企业还存在较大差距，从航空运力对比上也可窥见一斑。与公路零担和快货运输相比，航空运输提高运输效率，有很大的优势。国际快递四大巨头都很重视航空运力投入，资料显示，FedEx 有超过 660 架飞机，UPS 自有和租赁的飞机共 574 架，DHL 也有 420 架飞



机。除此之外，它们的运输车队规模也都是万辆级别。而国内方面，EMS和顺丰走在前面，但机队规模仅为几十架。

图表 11：国内外快递领先企业的运力规模与风投资料

公司	运力	运营设施与其他	风投
UPS	飞机自有269架，租用305架。约8.8万个包裹运输车。	4200个UPS营业点，1000个UPS服务中心，1.7万个授权服务店。	
FedEx	飞机超过660架，超过9万辆递送车。	1200个服务站，5.7万个投递点，以及10个空运快件转运中心。	
DHL	飞机约420架，运输车辆约8万辆。		
TNT	飞机约50架，运输车辆约2万辆。		
顺丰	自有全货机23架，租赁20架，1.6万台运输车辆	员工34万名，12260多个营业网点	2013年8月20日，80亿元，元禾控股、招商局集团、中信资本、古玉资本的联合投资（A轮）。
EMS	飞机26架。现有专用速递揽收、投递车辆20000余部。	员工近10万人，营业网点超过4.5万个。“全夜航”集散模式，以南京为主集散中心，上海、武汉为辅助中心。	
申通		员工约20万，共有独立网点及分公司1370余家，服务网点及门店10000余家。	
圆通	7架飞机（包括自购两架），运送收派车辆3万多辆。2015年9月向波音订购15架飞机。	员工约20万，全国72个转运中心，15500多个配送网点。	2015年，数十亿元，阿里巴巴、云锋基金。
中通	运输派送车辆4万多辆	员工25万多名，转运中心72个，服务网点10000多家。已开通全国97%的区县和超过50%多的乡镇网点。	2013年，3000万美金（6%股权），红杉资本。2015年，数十亿元，美国华平投资集团、高瓴资本集团、渣打、红杉。
韵达		40000余家营业网点，70余个分拨中心，近2500条陆运主干线，600余条陆运支干线，在全国各	2011年，复兴集团、联想创投。
百世汇通		员工约10万，14000个网点，1500条省内班车。	共六次融资，阿里巴巴和富士康，鼎晖投资和华登国际。
天天快递		7万员工，10000多个网点，3万多辆班车，400多条航空线路。	
宅急送		7个物流基地，40个运转中心，75000平米的配送中心，3000多个经营网点。	
全峰快递		4万员工，全峰快递品牌转运中心64个，亚风快运品牌转运中心20个。网点共约6900家。	2013年初，2亿，力鼎资本、鹏康投资，凤凰资本。2013年，景林资本。2014年5月，4亿，云锋基金、睿正资本。

来源：《FedEx（联邦快递）在中国市场的经营发展策略研究》、官网及相关网站、国金证券研究所

- 申通快递作价 169 亿元借壳上市，预计国内重要的快递企业未来几年都会上市。快递企业将借助资本力量突围，构建新壁垒。而申通成为快递行业首支上市 A 股，其先发优势不容小觑。
- 2013 年 9 月，顺丰接受元禾顺风、嘉强顺风、招广投资、古玉秋创组成的投资团入股。四家投资机构拟投资的金额在，最终的入股比例为 24.5%。融资前顺丰的业务缺乏有效的协同和配合，这种野蛮生长的方式必不会被投资机构所采纳，也不利于后续的上市，因此，非常有必要在顺丰控股这一平台下对顺丰的业务进行有效整合，首先登台亮相的是国内业务整合。而培养出高效的团队、提升服务效率和质量是融资的主要目的，也是融资达成的最重要成果。

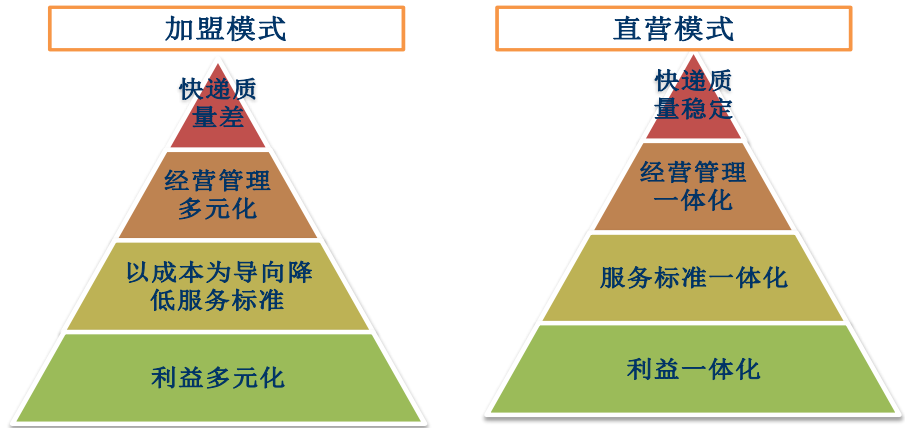
图表 12：国内外快递公司运营方式比较

国内快递公司分类	经营模式	公司名称	快件业务来源	快件业务类型	市场定位
国营快递公司	直营	邮政速递等	商业活动和私人消费，电商占比较小	文件、包裹为主	国内中高端市场
民营快递公司	直营	顺丰速运、宅急送	商业活动和私人消费，电商占比较小	文件、包裹为主	国内中高端市场
	加盟	申通、圆通、中通、汇通、韵达、海航天天	80%来自于 B2C 和 C2C 产生需求	低价包裹为主	低端市场

外资快递公司	直营	DHL、FEDEX、TNT、UPS	商业活动和私人消费，电商占比较小	文件、包裹为主	国际快件为主
--------	----	-------------------	------------------	---------	--------

来源：国金证券研究所

图表 13：申通加盟模式与顺丰自营模式比较



来源：国金证券研究所

图表 14：顺丰快递高效率服务时效



来源：公司公告、国金证券研究所

- 与顺丰快递融资后发展类似，在利用借壳上市进行融资后，申通拟将提高服务质量和时效性，进行精益运营，航空机队、转运中心等重资产投入将成为行业趋势，但由于所需投资金额巨大，预计未来，资本实力将成为快递企业竞争的新壁垒。

民企主导国内快递市场，申通加盟模式易于扩张

铺设服务网点，加盟的轻资产模式实现扩张

- 从业务模式来看，申通主要采取加盟的轻资产模式进行服务网点的铺设。申通品牌网络目前已建成 78 个陆地转运中心、56 个航空转运中心；独立网点及分公司 1370 余家，服务网点及门店 1 万余家，品牌总体从业人员超过 20 万人。申通快递称，未来营业网点和从业人员的数量还将增加。
- 由于公司网点多为加盟制，并对加盟网点实行自负盈亏的模式，其收入多以“面单+运输费”进行测算，平均每单收入在 2 元至 3 元之间；如果以成交总额方式计算，预计单价有可能超过 10 元，导致收入超过 200 亿人民币。
- 加盟模式实现扩张：公司 2014 年累计快递量为 23.52 亿件，实现营业收入 59.74 亿元，平均单件收入 2.54 元；而 2014 年全国快递行业平均单价为 14.65 元。公司采取加盟的轻资产模式进行扩张，因此收入确认上与直营网点有差异，实际终端快递收入类似电商 GMV，估计为报表收入的 4-5 倍，即 240-300 亿左右。2015 年 1-9 月累计快递量为 24 亿件，占全国同期快递量的 17%。

### 政策扶持是催化剂

- 国家快递行业扶持政策密集出台：10 月 14 日，总理在国务院常务会议中明确指出：确定促进快递业发展的措施，培育现代服务业新增长点。会议从开放国内快递市场，简化跨地区企业办证手续，推进“互联网+快递”，给予快递车辆通行便利，加大资金、用地方便的支持等方面确定了促进快递行业发展的五大措施。
- 监管方面，近两年主管部门对行业的规范性要求逐步增加，开始整顿行业秩序，这将促进行业内的整合和优胜劣汰。今年 10 月颁布的《关于促进快递业发展的若干意见》，明确鼓励各类资本依法进入快递领域，支持快递企业兼并重组、上市融资、整合中小企业、优化资源配置，加快形成若干家“具有国际竞争力的企业集团”，鼓励民企“走出去”参与国际竞争。
- 整体来看，政策和行业准入逐渐放宽，对于快递行业的发展有支持和鼓励。从这一系列规划和出台的政策可以看到，2015 年国家对于快递行业的政策支持力度空前之大，良好的政策环境将有力的支持快递行业的发展和创新。

图表 15：21 世纪我国快递行业政策扶持大事记

时间	政策	内容
2015	关于促进快递业发展的若干意见	鼓励各类资本依法进入快递领域，支持快递企业兼并重组，加快形成若干家“具有国际竞争力的企业集团”
2014	物流业发展中长期规划（2014-2020 年）	推进普惠化、市场化、国际化
2011	邮政业发展十二五规划关于快递企业兼并重组的指导意见	政策支持，鼓励企业兼并重组，提高产业集中度
2009	快递企业等级评定管理办法（试行）	由单一的价格竞争向服务竞争转变 快递企业整合加速
2009	邮政法修订，制定了快递市场准入制度	缩小了民营快递的营业范围 影响了外商快递的营业范围 进一步促进快递行业的兼并重组
2005	取消外资投资比例限制，允许外商独资	国际货代对外资全面开放
2003	外资投资比例提高到 75%	外资投资比例提高到 75%
2002	64 号文“一委托四不准”	限制民营和外资的经营范围

来源：国金证券研究所

### 盈利预测与估值

#### 盈利预测

- 假设公司借壳上市顺利，申通快递能够达成 2016/2017/2018 年净利润 11.7 亿元/14 亿元/16 亿元、2017/2018 年增速分别为 19.7%/14.29% 的承诺。

- 快递行业业务量增速未来三年维持在 30%以上。

#### 首次覆盖给予买入评级

- 在完成定向增发及资产置换后，申通快递将成为 A 股第一支快递上市股，不仅本身具有较强的行业地位和增长能力，通过先发优势，公司将可以进一步进行资本市场运作，从而形成行业垄断优势。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.015 元、0.80 元、1.02 元；
- 公司体外大型加盟商每年利润约 1.5-2 亿元，公司将通过整合加盟商，实现利润的快速增长。公司成长性突出，能够达到并超过公司承诺归母公司净利润下限，通过并购整合行业资源，实现企业规模与行业地位的巩固与提升。
- 鉴于申通快递将全面进入新领域，市值空间巨大，市场热情较为高涨，公司上市之后可完善激励机制并通过股票市场融资进一步扩大规模、提升经营效率。基于公司 2015 年业绩，公司未来 3 年业绩复合增速为 52%。综合衡量公司的稀缺性和成长性，给予公司 1.1 倍 PEG 估值，目标价为 46 元，首次覆盖给予买入评级。

#### 风险提示

- 快递行业整体增速放缓，快递行业竞争激烈，公司高净利率无法维持。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,198</b>	<b>1,456</b>	<b>1,716</b>	<b>1,544</b>	<b>9,013</b>	<b>12,631</b>	货币资金	105	171	202	325	857	1,152
增长率		21.6%	17.9%	-10.0%	483.6%	40.1%	应收款项	348	351	392	322	296	415
主营业务成本	-1,022	-1,244	-1,479	-1,331	-6,802	-9,762	存货	300	362	373	328	186	267
%销售收入	85.3%	85.4%	86.2%	86.2%	75.5%	77.3%	其他流动资产	126	59	66	59	87	117
毛利	176	212	237	213	2,211	2,869	流动资产	879	944	1,034	1,034	1,426	1,952
%销售收入	14.7%	14.6%	13.8%	13.8%	24.5%	22.7%	%总资产	61.9%	61.0%	63.8%	61.0%	30.9%	36.0%
营业税金及附加	-3	-2	-3	-3	-19	-27	长期投资	0	0	0	10	20	30
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	414	492	475	539	3,012	3,290
营业费用	-44	-49	-53	-51	-225	-316	%总资产	29.1%	31.8%	29.3%	31.8%	65.3%	60.6%
%销售收入	3.7%	3.4%	3.1%	3.3%	2.5%	2.5%	无形资产	115	97	96	97	105	113
管理费用	-113	-127	-132	-139	-315	-442	非流动资产	541	603	587	662	3,188	3,475
%销售收入	9.5%	8.7%	7.7%	9.0%	3.5%	3.5%	%总资产	38.1%	39.0%	36.2%	39.0%	69.1%	64.0%
息税前利润 (EBIT)	16	34	48	20	1,652	2,085	<b>资产总计</b>	<b>1,420</b>	<b>1,546</b>	<b>1,620</b>	<b>1,696</b>	<b>4,615</b>	<b>5,427</b>
%销售收入	1.3%	2.3%	2.8%	1.3%	18.3%	16.5%	短期借款	395	504	576	691	1,072	201
财务费用	-21	-40	-39	-24	-32	-17	应付款项	178	227	221	195	90	114
%销售收入	1.7%	2.7%	2.3%	1.6%	0.3%	0.1%	其他流动负债	56	18	26	24	114	162
资产减值损失	-6	1	-4	0	0	0	流动负债	628	749	823	910	1,276	476
公允价值变动收益	-2	2	-4	0	0	0	长期贷款	25	15	15	16	116	166
投资收益	6	4	-1	2	3	4	其他长期负债	20	20	0	0	30	30
%税前利润	36.0%	27.8%	n.a	25.7%	0.2%	0.2%	<b>负债</b>	<b>674</b>	<b>784</b>	<b>838</b>	<b>925</b>	<b>1,421</b>	<b>672</b>
营业利润	-7	1	1	-2	1,623	2,072	<b>普通股股东权益</b>	<b>713</b>	<b>722</b>	<b>746</b>	<b>732</b>	<b>3,155</b>	<b>4,717</b>
%营业利润率	n.a	0.1%	0.0%	n.a	18.0%	16.4%	少数股东权益	33	41	37	38	38	38
营业外收支	23	15	5	10	10	11	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,420</b>	<b>1,546</b>	<b>1,620</b>	<b>1,696</b>	<b>4,615</b>	<b>5,427</b>
税前利润	16	16	6	8	1,633	2,082							
利润率	1.3%	1.1%	0.4%	0.5%	18.1%	16.5%	<b>比率分析</b>						
所得税	-4	-5	-1	-2	-408	-521		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	24.5%	29.8%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	12	11	5	6	1,225	1,562	每股收益	0.035	0.032	0.025	0.015	0.801	1.021
少数股东损益	4	2	-4	1	0	0	每股净资产	3.094	2.611	2.247	2.207	2.063	3.083
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>1,225</b>	<b>1,562</b>	每股经营现金净流	-0.191	0.376	0.105	0.479	0.988	1.075
净利率	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%	13.6%	12.4%	每股股利	0.000	0.010	0.010	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	1.12%	1.24%	1.12%	0.66%	38.82%	33.11%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	0.56%	0.58%	0.51%	0.29%	26.54%	28.78%
净利润	12	11	5	6	1,225	1,562	投入资本收益率	1.02%	1.85%	2.67%	1.02%	28.28%	30.54%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	40	47	56	41	130	224	主营业务收入增长率	13.30%	21.56%	17.86%	-10.00%	483.61%	40.14%
非经营收益	10	21	36	17	31	17	EBIT 增长率	-21.29%	113.13%	43.68%	-58.54%	#####	26.24%
营运资金变动	-106	24	-61	96	125	-159	净利润增长率	-25.49%	11.99%	-6.73%	-41.97%	#####	27.50%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>104</b>	<b>35</b>	<b>159</b>	<b>1,511</b>	<b>1,644</b>	总资产增长率	9.58%	8.92%	4.79%	4.64%	172.16%	17.60%
资本开支	-193	-75	-16	-96	-2,640	-490	<b>资产管理能力</b>						
投资	12	0	-21	-10	-10	-10	应收账款周转天数	77.6	73.2	67.1	67.0	10.0	10.0
其他	3	2	4	2	3	4	存货周转天数	100.3	97.2	90.7	90.0	10.0	10.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-178</b>	<b>-73</b>	<b>-33</b>	<b>-104</b>	<b>-2,647</b>	<b>-496</b>	应付账款周转天数	58.4	50.7	44.6	45.0	2.0	1.5
股权募资	30	3	0	0	1,198	0	固定资产周转天数	114.7	118.0	100.5	126.2	117.7	83.3
债权募资	113	63	72	115	511	-821	<b>偿债能力</b>						
其他	-79	-75	-23	-46	-40	-32	净负债/股东权益	41.75%	45.04%	49.47%	49.47%	10.33%	-16.54%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>64</b>	<b>-9</b>	<b>49</b>	<b>68</b>	<b>1,668</b>	<b>-854</b>	EBIT 利息保障倍数	0.8	0.9	1.2	0.8	52.4	120.3
<b>现金净流量</b>	<b>-158</b>	<b>22</b>	<b>51</b>	<b>123</b>	<b>532</b>	<b>295</b>	资产负债率	47.47%	50.68%	51.70%	54.57%	30.80%	12.38%

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD