

鼎泰新材 (002352.SZ)

交通运输行业

评级：买入 首次评级

公司研究

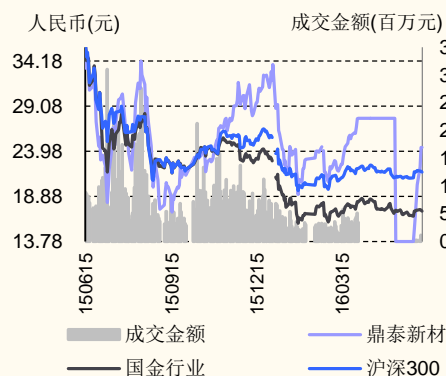
市场价格(人民币): 24.43元

顺丰张帆，引领快递行业迈入新纪元

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)	133.12
总市值(百万元)	5,704.22
年内股价最高最低(元)	35.73/13.78
沪深300指数	3163.99
深证成指	10316.82



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.310	0.215	0.467	0.609	0.778
每股净资产(元)	9.22	6.06	11.16	11.79	12.58
每股经营性现金流(元)	1.91	0.91	1.86	1.44	1.68
市盈率(倍)	76.27	148.71	52.26	40.15	31.39
行业优化市盈率(倍)	23.21	54.99	45.41	45.41	45.41
净利润增长率(%)	-40.11%	4.17%	9029.69%	30.17%	27.89%
净资产收益率(%)	3.36%	3.55%	4.29%	5.29%	6.33%
总股本(百万股)	77.83	116.75	4,908.00	4,908.00	4,908.00

来源：公司年报，国金证券研究所

投资逻辑

- **顺丰借壳姗姗来迟，民营快递第一股浮出水面：**(1) 鼎泰新材置出全部资产与负债，初步作价 8 亿元，与顺丰控股全体股东持有的顺丰控股 100% 股权的等值部分进行置换。(2) 发行股份购买资产。除权除息调整后，拟发行约 39.5 亿股，以 10.76 元/股的价格置入顺丰控股 100% 股权，初步作价为 433 亿元。(3) 募集配套资金。拟采用询价发行方式向不超过 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 80 亿元，发行股份不超过 7.25 亿股。(4) 顺丰控股承诺 2016-2018 年扣非后归属母公司净利润分别不低于 21.8 亿元、28 亿元和 34.8 亿元。(5) 全部交易完成后，总股本将由目前的 2.3 亿股增至 49.1 亿股，明得控股将持有股本 55.04%，成为公司股东，王卫先生成为公司实际控制人。
- **行业瓶颈凸显，催化快递企业证券化：**在经历 10 年的高速发展期后，快递行业依旧处于快速上升通道中。2016 年 1 季度快递业务量同比上涨 56%，快递收入同比上升 42%。但是快递行业格局正在发生转变，同质化的低价服务逐步压缩快递企业利润且已经无法满足消费者对于服务质量及时效性的需求。根据数据统计，当月快递量越高，客户快递服务网络负面评价指数越高，尤其是服务及时效性问题突出。参考国外经验，转运中心及航空自有运力的重资本投入可以有效提升服务质量及时效性。在当下环境中，快递企业欲借助资本市场进行融资，进行重资本投入以在此轮竞争中脱颖而出。我们认为此轮快递企业转型升级完成后，还将有新一轮的价格战，最终将走出 2-3 家快递巨头。先上市，融资资金大，体量大，有足够的网络广度及深度的公司将会在下一轮竞争中取得先发优势。
- **顺丰控股-快递界标杆式企业，全面网络/自有机队/直营模式制胜未来：**顺丰控股主攻国内中高端快递市场，是国内快递界标杆式企业。“快”“准时”“安全”是客户对其品牌认知，2015 年国家邮政局发布数据，顺丰当年申诉率仅为全国平均水平的 1/7。高服务质量及品牌认知力，为公司带来价格溢价。顺丰 2015 年业务单价为 23.81 元/件，远高于行业平均的 13.4 元/件，更是远超以低价著称的电商件单价。覆盖国内外的快递网络及自有机队保障公司服务效率及时效性。2016 年民航局正式批准顺丰在湖北建立自有航空枢纽，充分体现公司构建现代化物流体系及专业化平台的企业愿景。公司现经营模式以直营为主，管理与服务统一而高效，有望厚积薄发。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

- **转型综合物流服务商，前瞻性切入快递细分行业：**公司业务覆盖广泛，初步构建了集物流，资金流和信息流为一体的开放生态系统。基于公司在快递物流领域的全面布局，消费市场多元化的趋势，顺丰切入快递细分市场，现公司已布局手机、生鲜、医药等领域。细分领域服务专业化程度高，客户粘性强，顺丰优先布局有利于优先受益行业格局转变，同时可能产生赢家通吃的局面。

估值

- 顺丰作为国内快递行业的标杆企业，在中高端快递市场占有绝对优势，注重服务品质及时效性，打造自有机队及航空货运枢纽，优先布局快递细分领域，考虑上市后利用融资资金进一步提升服务规模及效率，我们判断顺丰上市后合理市值应当在 1000 亿以上。如交易方案顺利实施，预测 2016-18 年 EPS 分别为 0.47/0.61/0.78 元/股。（为方便对比，预测采用顺丰控股全年业绩）

风险

- 行业竞争导致毛利率下滑，快递行业增速放缓等。

内容目录

顺丰借壳珊珊来迟，民营快递第一股浮出水面.....	5
借壳预案公布，顺丰 100%股权作价 433 亿元	5
股权结构变化	5
承诺未来三年年复合增速达到 28.9%.....	6
快递行业竞争进入白热化，精益经营转型进行中	7
快递行业依旧处于上升通道，引导因素正发生转变	7
快递行业瓶颈：快递竞争从价格战向物流战过渡.....	8
重资本投入成为新趋势，资本实力将形成新壁垒.....	9
竞争加剧，资本需求加速快递企业证券化.....	10
顺丰控股-国内快递领军企业，主打国内中高端快递市场	10
顺丰控股主攻国内商务快递市场，绝对优势带来价格溢价	10
行业质量标杆，“快”“准时”“安全”	11
快递网络全面覆盖国内外，自有航空制胜未来	12
加盟主导低端市场，直营创造品牌优势.....	12
顺丰控股主要以直营模式为主.....	12
加盟未来升级转型，直营有望厚积薄发	13
转型综合物流服务商，前瞻布局快递细分领域.....	14
主营业务涉及广泛，物流、资金流及信息流三流合一	14
快递细分市场高速发展，顺丰开拓个性化服务	15
盈利预测及投资评级.....	16

图表目录

图表 1：募集配套资金使用方向	5
图表 2：本次重组及增发测算.....	5
图表 3：考虑募集配套资金后的股权结构.....	6
图表 4：同口径下顺丰控股扣非后归属母公司净利润	7
图表 5：规模以上快递业务量	7
图表 6：函件包裹快递业务量对比.....	7
图表 7：快递业务量增速与网购交易额增速对比.....	8
图表 8：2015 年双十一各快递公司业务量（万单）	8
图表 9：全国快递业务平均单价（元）	9
图表 10：快递服务网络负面评价指数.....	9
图表 11：快递业融资事件纵览	10
图表 12：申通，圆通，顺丰业务量及营业收入对比	11
图表 13：各企业快递业务单价	11
图表 14：2015 年全国快递企业申诉情况（件有效申诉/百万）	11
图表 15：顺丰，圆通，申通网络对比.....	12

图表 16: 圆通, 顺丰机队对比.....	12
图表 17: 顺丰国内、国际快递服务作业流程.....	13
图表 18: 直营与加盟模式的各有优劣.....	14
图表 19: 顺丰控股主营业务.....	15
图表 20: 2012 年消费者在网上购买过种类 (%)	15
图表 21: 2014 年消费者在网上购买过种类 (%)	15
图表 22: 借壳方案对比 (亿元)	16

顺丰借壳珊珊来迟，民营快递第一股浮出水面

借壳预案公布，顺丰 100% 股权作价 433 亿元

- 顺丰借壳鼎泰新材预案公布，作价 433 亿：(1) 鼎泰新材置出全部资产与负债，初步作价 8 亿元，与顺丰控股全体股东持有的顺丰控股 100% 股权的等值部分进行置换。(2) 发行股份购买资产。除权除息调整后，拟发行约 39.5 亿股，以 10.76 元/股的价格置入顺丰控股 100% 股权，初步作价为 433 亿元。(3) 募集配套资金。拟采用询价发行方式向不超过 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 80 亿元，发行股份不超过 7.25 亿股。(4) 顺丰控股承诺 2016-2018 年扣非后归属母公司净利润分别不低于 21.8 亿元、28 亿元和 34.8 亿元。
- 募集配套资金 80 亿，用于顺丰未来三年相关项目建设，进一步提升公司经营规模及效率，完善网络布局。其中约 27 亿用于航材购置及飞行支持项目，11 亿用于信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目，7 亿用于冷运车辆及温控设备采购项目，35 亿用于中转场建设项目。

图表 1：募集配套资金使用方向

项目名称	航材购置及飞行支持项目	冷运车辆与温控设备采购项目	信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目	中转场建设项目
投资总额 (万元)	268,622.08	71,795.00	111,918.00	503,321.23
拟募集使用资金 (万元)	268,622.08	71,795.00	111,918.00	347,664.92
项目概况	募集资金用于航材购置与维修和飞行员招募。为保障现有及新引进飞机的正常运行，引进足够数目的飞行员，以配合公司机队规模的正常扩张。	募集资金用于冷运车辆及EPP保温箱的购置。以完善公司冷运干线网络，有效支持全程控温理念，加快公司对市场业务需求的响应速度。	项目主要包括私有云服务，分布式计算平台建设，速运网络运营规划平台，智慧云仓，无人机，车联网等项目的建设，提前布局下一代物流信息化技术。	募集资金拟向郑州、长春、无锡、上海、南通、合肥、义乌、宁波和温州等地产业园区建设。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 按照本次交易方案，预计上市公司发行普通股 39.5 亿股购买资产，发行普通股 7.25 亿股用于募集配套资金，交易完成后总股本将达到 49.08 亿股。

图表 2：本次重组及增发测算

原有股本 (亿股)	2.33
置入资产预估值 (亿元)	448
置入资产作价 (亿元)	433
置入资产发行价格 (元/股)	10.76
置入资产发行股本 (亿股)	39.5
募集配套资金发行价格 (元/股)	11.03
募集配套资金发行股本 (亿股)	7.25
交易完成后总股本 (亿股)	49.08

来源：公司公告，国金证券研究所

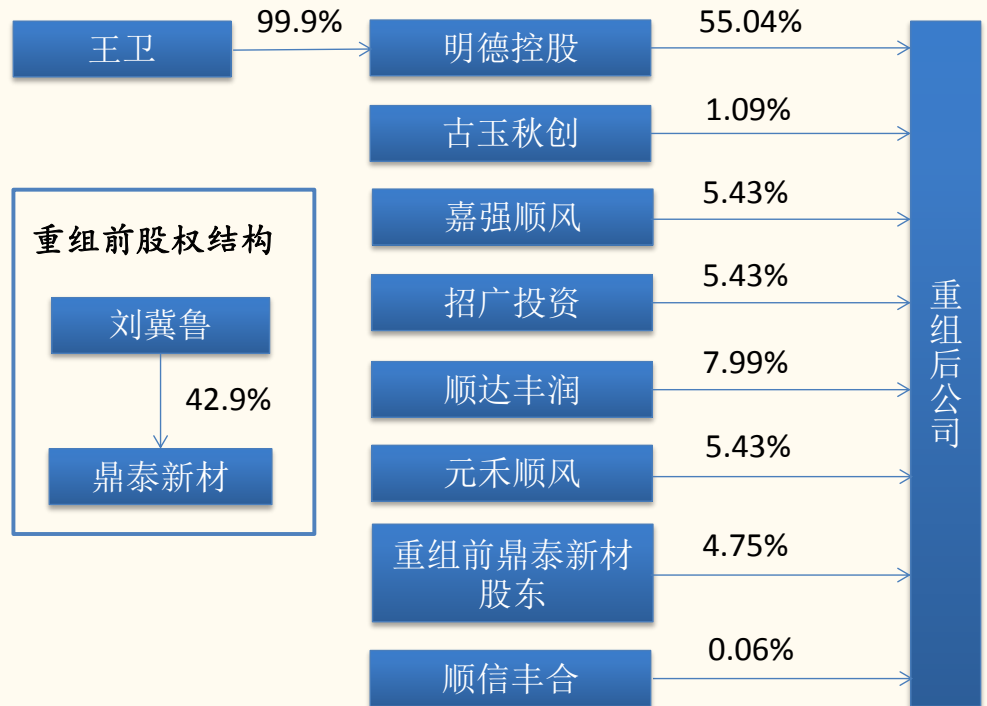
股权结构变化

- 2013 年 9 月，顺丰引入 4 家战略投资者，元禾控股旗下的元禾顺风，中信资本旗下的嘉强顺风，招商局集团旗下的招商投资及古玉秋创。四家投资者投资金额约 80 亿元，获得顺丰控股约 25% 的股权，当时对顺丰的估值

为 320 亿元。四家战略投资者在部分物流细分领域与顺丰的发展目标具有一致性，在资源及渠道方面均能给予公司一定的支持，将持久助力公司的业务发展。

- 本次交易前，上市公司控股股东为刘冀鲁先生。在本次交易完成后，顺丰控股的控股股东为明德控股，将持有股本 55.04%，王卫先生成为公司实际控制人。

图表 3：考虑募集配套资金后的股权结构

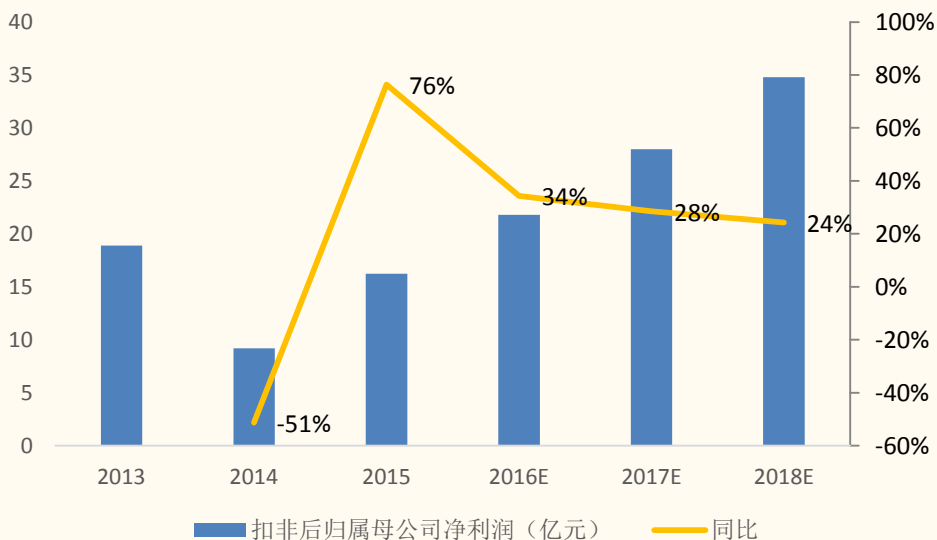


来源：公司公告，国金证券研究所

承诺未来三年年复合增速达到 28.9%

- 顺丰控股在 2015 年 9 月以股权转让的方式将主要从事商品销售及代理业务的子公司顺丰商业及顺丰电商相关资产和业务剥离，现顺丰控股可持续经营业务为速运物流及其他业务。
- 本次重大资产重组实施完毕后，顺丰控股 2016-2018 年扣非后的归属母公司净利润分别不低于 21.8、28、34.8 亿元，同口径下近三年年复合增长率为 28.9%。

图表 4: 同口径下顺丰控股扣非后归属母公司净利润



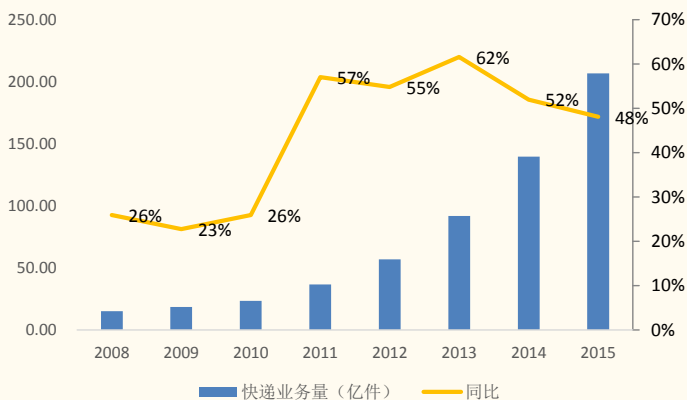
来源: 公司公告, 国金证券研究所

快递行业竞争进入白热化, 精益经营转型进行中

快递行业依旧处于上升通道, 引导因素正发生转变

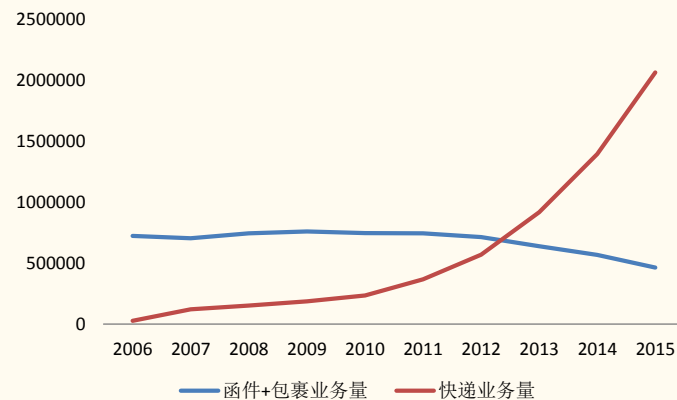
- 自 2011 年开始, 我国邮政业务进入了业务结构转变的时期, 传统的函件及包裹业务逐步被时效性更强的快递业务所替代, 快递业务进入高速发展阶段, 年业务量增长率达到 50% 以上。2008 年至 2015 年, 全国快递业务量由 15.1 亿增至 206.7 亿件, 年均复合增长率为 45%。全国快递业务收入由 408.4 亿元增至 2769.6 亿元, 年均复合增长率约 30%。进入 2016 年, 快递业务量及业务收入依然处于快速增长通道, 2016 年 1 季度快递业务量同比上涨 56%, 快递收入同比上升 42%。

图表 5: 规模以上快递业务量



来源: wind, 国金证券研究所

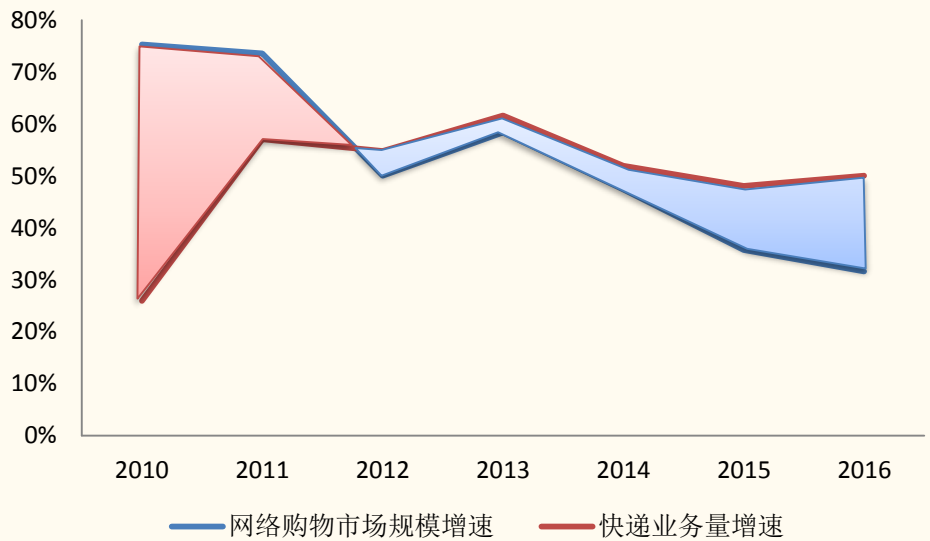
图表 6: 函件包裹快递业务量对比



来源: wind, 国金证券研究所

- 快递业务高速增长的关键驱动力为近些年网购规模的崛起。2010-2015 年全国网络购物规模从 0.46 万亿增长至 3.8 万亿, 年复合增长率为 61%。根据淘宝天猫 2014 年发布数据, 淘宝网及淘宝商城平均每天包裹量超过 800 万, 占整个快递业总量的六成左右。国内民营快递公司代表“三通一达”抓住电商高速发展机遇快速发展起来。
- 但是自 2012 年起, 快递业务增速远远超过网络购物增速, 说明快递业务的高速发展的驱动因素正在从电商发展转向非电商引导的小件物流发展及一些快递细分领域的发展。

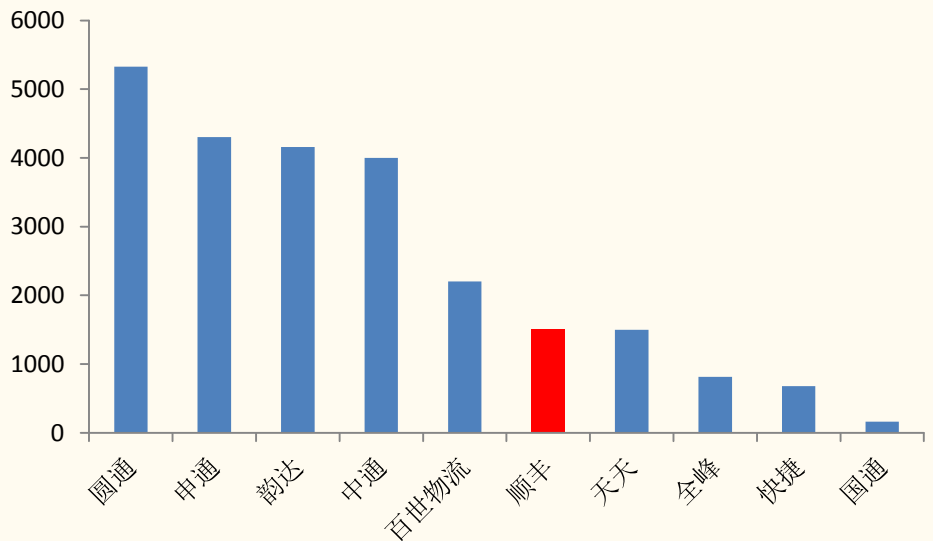
图表 7：快递业务量增速与网购交易额增速对比



来源：wind, 国金证券研究所

- 顺丰控股相对于其他民营快递公司对电商件的依赖程度非常低。据 2013 年数据统计，淘宝件占顺丰业务总量只有 10%左右。2015 年双十一当天快递业务量，圆通是顺丰的 3.6 倍，申通是顺丰的 2.87 倍。

图表 8：2015 年双十一各快递公司业务量 (万单)

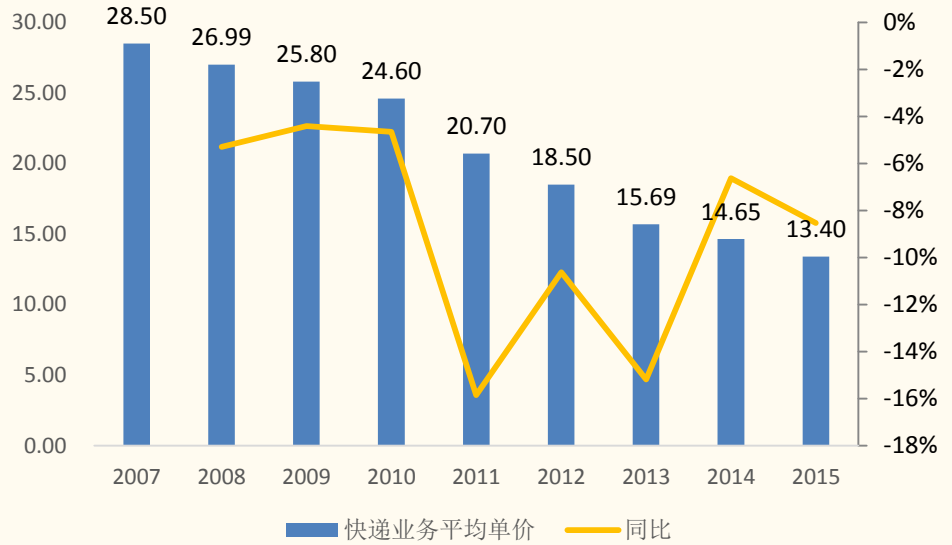


来源：各快递公司官网, 国金证券研究所

快递行业瓶颈：快递竞争从价格战向物流战过渡

- 行业竞争日趋激烈，价格战导致单件收入迅速下滑。由于快递服务的同质化竞争严重，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。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。
- 价格战导致快递行业单件收入迅速下滑，快递企业利润空间被压缩。2010 年到 2015 年，全国快递单价从 24.6 元/件下降至 13.4 元/件，下降幅度达到 45%。快递业务平均利润率也从十年前的 20%下降至现在的 3%-5%左右。其中尤其以“三通一达”为代表的电商件单价下降的尤为明显，甚至出现了“十元三件”等形式的割肉价。

图表 9：全国快递业务平均单价（元）



来源：wind，国金证券研究所

- 根据物流网络大数据平台出具的《快递服务网络评价 (ESNI) 报告》指出，随着快递业务野蛮式扩张，客户快递服务网络负面评价指数随着快递量的上涨而上升。其中至 2016 年 1 月份，ESNI 服务评价指数最大达到 31.2，时效性评价指数达到 26.34，价格评价指数为 9.86。由于快递单价在近几年已经处于低位，客户对价格的负面评价最低，快递服务及时性、时效性问题较为突出。这也从侧面证实了在现在快递企业注重量及市场份额而忽略服务质量、时效性的问题。快递正在从价格战转向物流战，服务质量与时效性也逐渐变为客户选择快递服务的重要因素之一。

图表 10：快递服务网络负面评价指数



来源：物流网络大数据平台，国金证券研究所

重资本投入成为新趋势，资本实力将形成新壁垒

- 随着快递行业的发展，服务质量、时效性逐步成为快递在下一轮竞争中能否占据竞争优势的决定性因素。我国快递企业面临着转型升级，未来要打的“持久仗”不再是规模、数量，而是质量和品牌。
- 参考国外大型快递公司的发展途径，转运中心及运输车队等方面的重资本投入将有效提升服务质量、时效性。

在航空运力及自有运力方面，国内外企业存在较大差异。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。

转运中心对快递网络时效性及成本有重要的影响。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%。

竞争加剧，资本需求加速快递企业证券化

- 在价格战竞争加剧，利润成本逐步被压缩，快递行业进入转型升级阶段，重资本投入成为在此轮竞争中脱颖而出的重要筹码。现快递企业欲借助资本市场进行融资，上市进行融资后，快递企业拟将提高服务质量和时效性，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。
- 同时我们认为转型升级完成后，还将有新一轮价格战，最终将走出 2-3 家快递巨头。先上市，融资资金大，体量大，有足够的网络广度及深度的公司将会在下一轮竞争中取得先发优势。

图表 11：快递业融资事件纵览



来源：国金证券研究所

顺丰控股-国内快递领军企业，主打国内中高端快递市场

顺丰控股主攻国内商务快递市场，绝对优势带来价格溢价

- 顺丰控股主要业务收入来源于国内商务快递业务。2015 年顺丰快标、顺丰即日、顺丰次晨及顺丰特惠四大快递产品折扣前收入达到 455 亿元，快递件接近 17 亿件。在该中高端快递市场中，客户对价格敏感性较低，反而注重更加精确的时效承诺。顺丰通过在快递细分市场的精准切入，以较少的业务量，获取更高的营业收入及利润。

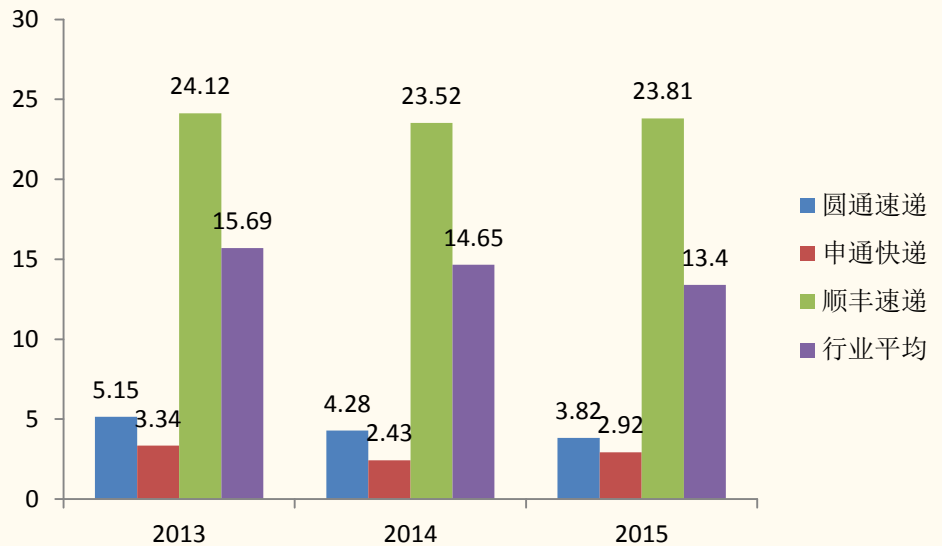
图表 12: 申通, 圆通, 顺丰业务量及营业收入对比

	2015	2016E	2015	2016E	2015	2016E
	大杨创世 (圆通)		艾迪西 (申通)		顺丰控股	
业务完成量 (亿件)	30.32	50.02	25.68	35.95	17.00	
业务量增速	63%	65%	11%	40%	13%	
营业收入 (亿元)	120.96	189.01	77.11	123.38	473.10	
营业收入增速	46.90%	56%	31.25%	60%	24%	
归属母公司净利润 (亿元)	7.17	11.00	7.65	11.70	16.20	21.80
利润增速	-4.10%	53%	29.93%	53%	76%	35%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

- 由于顺丰在中高端快递市场的绝对优势, 及高质量的快递服务, 使其拥有远高于同行业的平均业务单价。顺丰快递业务单价近 3 年在 23-24 元/件左右, 远高于行业平均的 13-16 元/件, 并且远远超过以电商件为主的圆通及申通单价。同时由于低端快递市场竞争激烈, 以电商件为主的大部分民营快递企业的业务单价呈逐年下降的趋势, 由于顺丰控股的优质服务的优质服务为其在中高端市场建立起了竞争壁垒, 其业务单价依旧保持稳定, 没有明显下滑迹象。

图表 13: 各企业快递业务单价



来源: 各公司公告, wind, 国金证券研究所

行业质量标杆, “快”“准时”“安全”

- 顺丰以高质量的服务为其在快递行业建立了良好的品牌形象, 现在其在业内已经成为“快”“准时”“安全”的代名词。根据 2015 年国家邮政局《关于邮政业消费者申诉情况的通告》顺丰的申诉率仅为全国平均水平的 1/7。其中尤其在丢失损毁申诉率上仅为全国平均水平的 1/9, 延误申诉率为 1/8, 投递服务申诉率为 1/6。

图表 14: 2015 年全国快递企业申诉情况 (件有效申诉/百万)

企业名称	申诉率	其中		
		延误申诉率	丢失申诉率	投递服务申诉率
顺丰速运	2.06	0.53	0.38	0.79
圆通速递	14.15	5.12	3.08	5.43
申通快递	29.1	7.07	8.9	11.34
全国平均	13.38	3.96	3.4	4.91

来源：公司公告，国金证券研究所

快递网络全面覆盖国内外，自有航空制胜未来

- 从快递网络来看，虽然顺丰在网点数量上相比较圆通申通少，但从覆盖广度上看，三家快递公司对于县级市以上的覆盖率相差无几，顺丰自有终端网点在网络密度及深度上略逊一筹。但是顺丰控股通过采取与顺丰商业网点，合作代理点，物业管理及智能快递柜的合作实现最后一公里的覆盖。截止 2015 年末，顺丰控股已经与近 3 万个合作代办点展开合作。所以无论从快递网点覆盖的广度及深度来看，顺丰控股基本建立起全国的快递网络，并且具有一定的竞争优势。
- 在国际快递方面，顺丰由于起步早，在民营快递公司中具有相对优势。现已在海外拥有 26 个自主运营网点，国际快递服务覆盖全球 200 余个国家及地区。

图表 15：顺丰，圆通，申通网络对比

	圆通	顺丰	申通
自营货机	2	30	N/A
自有运输车辆	32000+	15,000	20,000
终端网点	24000+	12000+	20000+
自营枢纽转运中心	60		80+
运输干线	2,928	6,200	
覆盖城市	覆盖率 93.3%	300 个大中城市，覆盖率约 88%	覆盖率约 90% 以上

来源：公司公告及网站，国金证券研究所

- 在自有运力方面，截止 2015 年 5 月，顺丰控股全网运输车辆超过 1.5 万辆，开通 6200 条运输干线和 72000 多条运输支线，运输网络遍布全国。顺丰控股自营全货机达到 30 架，外包全货机 15 架，通航站点达到 30 余个。公司航空网络每日开航航班超过 3200 架次，可覆盖 24 个国家与地区。虽然圆通速递从 2015 年开始筹建自有有机队，但由于其起步晚，目前在规模上与顺丰有一定差距。顺丰采取空地无缝对接，提升整体快递网络的运输效率，尤其大大缩短全国大中城市间的快递时间。

图表 16：圆通，顺丰机队对比

	获批时间	飞机架数	枢纽	通航站点	未来计划
圆通	2015	自有 2+ 租赁 1	预计杭州及成都	4	至 2020 年拥有 32 架全货机机队
顺丰	2009	自营 30+ 外包 15	深圳，杭州	30 余个	三年后自有有机队规模超 50 架

来源：公司公告及网站，国金证券研究所

- 顺丰拟在湖北建立航空物流枢纽，并以此为基点建设覆盖全国及全球的航空货运网络。今年 4 月 6 日，民航局正式同意将湖北鄂州燕矶作为顺丰机场的推荐场址。航空物流枢纽最先由联邦快递建立，即货运航空公司中转大量货物的枢纽，通过该枢纽对自身的航线网络进行整合，以实现辐轴式配送，使包裹到达一个中心点进行分拣，包裹在中心枢纽分拣完毕后，重新装上飞机，再飞往各自的目的地，从而降低成本，提高效率。顺丰在组建自有有机队后，筹划建立自有航空物流枢纽体现顺丰构建现代化物流体系及专业化平台的企业愿景。

加盟主导低端市场，直营创造品牌优势

顺丰控股主要以直营模式为主

- 国内快递企业的经营模式主要是直营模式及加盟模式。

直营模式：是公司总部掌管所有权及经营权，由总部对各地区网点、资源集中领导、统筹规划的经营模式。

加盟模式：是公司将自己拥有的商标品牌等，以加盟连锁经营合同的形式授予加盟商使用。加盟商在约定地域内各自独立运行管理，并依照公司特许经营制度自负盈亏从事快递的揽收，并接受公司委托的派送。

■ 从野蛮式的加盟扩张，到精益求精直营管理

顺丰速运在发展初期为了迅速占领市场，采取了一般民营快递企业通常使用的加盟式扩张。加盟模式让顺丰在短短几年，迅速占领国内快递市场。随后由加盟模式产生的各种问题让顺丰贴上劣质服务的标签。公司于 2002 年开始从加盟模式向直营模式转变，最终定位中高端快递市场。

图表 17：顺丰国内、国际快递服务作业流程



来源：公司公告，国金证券研究所

加盟未来升级转型，直营有望厚积薄发

■ 加盟模式主导低端市场，未来或将面临转型。

行业发展初期，加盟模式有利于扩张。快递行业发展早期，民营企业资金匮乏，加盟模式能加快快递网络的扩张，加盟商一般具有当地资源，能帮助迅速开拓市场，这在行业早期的跑马圈地阶段，是很有效的。

主导低端市场，价格战较严重。加盟模式的快递企业以通达系为代表，紧跟淘宝天猫发展壮大起来。由于电商平台议价能力较强，快递业内又有“谁先涨价谁先死”的共同认识，快递涨价难。由于同质化较严重，为了争夺业务，多采用价格战的打法。并且伴随着人力成本和油价的上升，成本端压力较大。这些因素导致了快递企业盈利能力下滑，快递业行业利润率曾经高达 30% 左右，如今下降到不到 5%。

行业逐渐成熟，网络同质化，服务质量变得更重要。目前多家快递企业均构建成全国网络，网络同质化严重，未来要比拼的是精益化管理，是服务质量。加盟模式定位低端快递市场，又由于管理松散，服务质量难以统一，品牌建设难以一蹴而就，未来或将面临转型升级。

■ 直营模式占据中高端市场，有望厚积薄发。

直营模式拥有高效、统一的服务，品牌优势强，因此更受对时效性要求强而价格不敏感的高端客户欢迎，主导了中高端市场。

运营初期，直营模式网络扩张受制于资金规模，但盈利能力的强势，能逐渐缓解资金压力。随着用户消费能力的增强，更加看重快递的时效性，高效、服务质稳定的直营模式快递品牌，将更受青睐。

图表 18: 直营与加盟模式的各有优劣

	直营模式	加盟模式
优势	经营和管理统一化，规范化，容易发挥整体优势	节省资金，投资规模较小
	服务质量统一，水平较高，利于品牌建设	网络布局和扩张很快
劣势	员工队伍稳定	加盟商一般都有当地资源，容易开拓市场
	成本高，资金消耗大，网络铺设速度较慢	管理松散，总部管理难度大。服务水平不统一，不利于品牌建设，市场定位低。加盟关系不稳定。加盟商之间同质化经营和价格战。
代表公司	外资，FedEx、UPS、DHL、TNT。国营，EMS、民航快递。民营，顺丰。	通达系，申通快递、圆通快递、中通快递、韵达快递等。

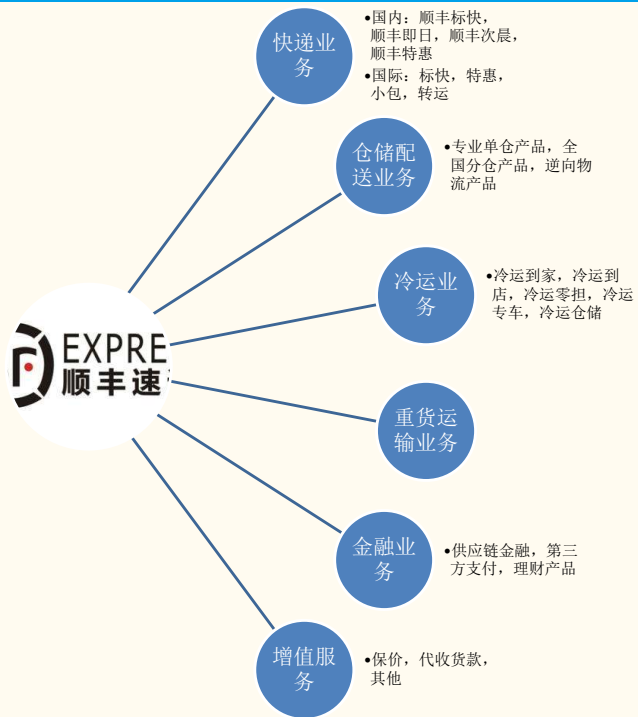
来源：《加盟模式快递之变》，国金证券研究所

转型综合物流服务商，前瞻布局快递细分领域

主营业务涉及广泛，物流、资金流及信息流三流合一

- 顺丰控股为国内领先的快递物流综合服务提供商，以快递为中心，向货运及供应链服务延伸，主要业务包含快递，仓储，冷运业务，重货运输，金融业务等。通过多种业务全方位结合，初步构建了集物流、资金流和信息流为一体的开放生态系统。在物流方面提供国内外快递，仓储，冷运，重货运输等多样化物流服务，满足客户不同需求。在此基础上提供保价等增值服务。同时为客户提供供应链金融，第三方支付等金融服务。通过对物流信息的掌控，利用大数据分析及云计算提供信息服务。公司基于物流，资金流及信息流的有机结合，为客户提供定制物流解决方案。
- 过去 5 年，电商行业的高速发展带动快递行业进入高速增长通道。以“三通一达”为代表的民营快递企业抓住此轮机遇发展起来。顺丰作为电商快递的后入者，处在一个比较尴尬的位置。激烈的市场竞争使电商快递盈利空间萎缩，且顺丰在该低端快递领域并无相对优势，但是顺丰需要一个突破口来解决发展瓶颈问题。2013 年，顺丰开始向仓储物流、供应链物流等业务拓展，转型综合物流服务商。最终以物流为载体，提供金融及信息服务。顺丰控股在金融方面拥有第三方支付、保理、小额贷款等多个金融牌照；信息服务方面，依托自主信息化技术研发，现信息处理能力居行业前列；物流方面，通过对机队、分拣设备、冷运设备的投入，现可提供全方位、多品类和高效的物流快递服务。因此，顺丰控股结合现在物流、资金流、信息流方面的优势，转型综合物流服务商将为公司带来新的盈利增长点。

图表 19: 顺丰控股主营业务

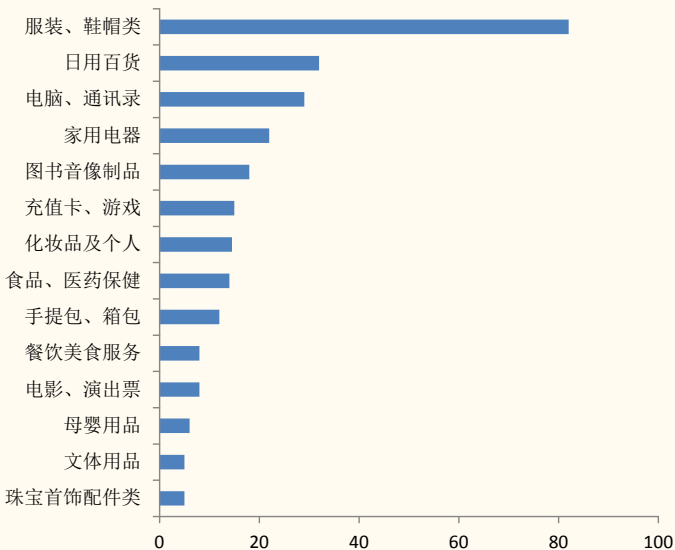


来源: 公司公告, 国金证券研究所

快递细分市场高速发展, 顺丰开拓个性化服务

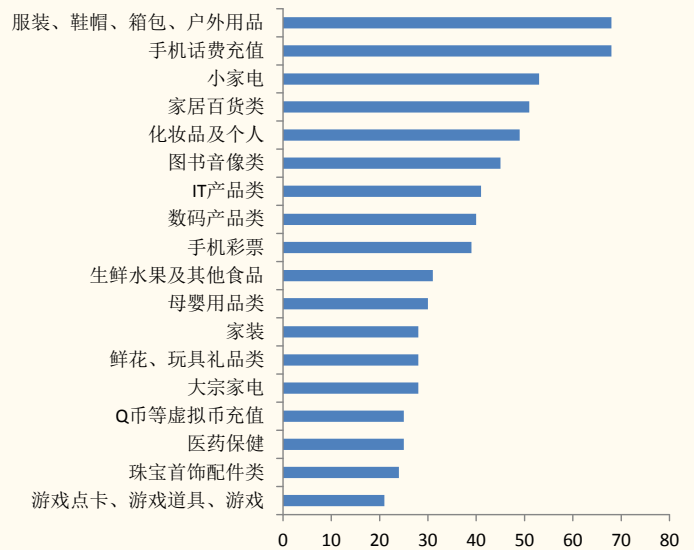
- 随着居民消费层次的日益丰富, 消费者需求也呈现多样化需求。举例来讲, 网购消费者购买种类在 2 年内就发生了巨大的变化。2012 年是大部分网购消费还是集中在服装、鞋帽类, 但到了 2014 年消费者购买的种类更加丰富, 从服装扩展到家电、生鲜、IT 产品等领域。由于各类商品的运输属性不同, 从而促进快递细分市场的发展。

图表 20: 2012 年消费者在网上购买过种类 (%)



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

图表 21: 2014 年消费者在网上购买过种类 (%)



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

- 顺丰控股在其他电商仍在继续深耕电商市场的时候, 先行在各快递细分市场进行前瞻性布局。依托其在物流, 资金及信息上的优势, 现已布局服装鞋帽、手机、生鲜、医药等细分领域。由于大部分细分领域所需要服务的专业化程度高, 或者需要单独定制提供解决方案, 所以客户转换成本高,

一旦选择一家企业，以后很难被后进入的竞争主所提到。顺丰在此领域具有先发优势，随着细分领域的发展，不仅将最快受益，同时也可能产生赢家通吃的局面。

盈利预测及投资评级

- 由于目前顺丰只是公布预案，为了保持统一和方便对比，盈利预测表中 2016-2018 均采用顺丰控股全年业绩。顺丰控股承诺在 2016-18 年度实现扣非后归属母公司净利润分别不低于 21.8 亿、28 亿和 34.8 亿元，按当前股价顺丰上市交易完成后市值约 1200 亿，对应 16-18 年 PE 为 55X、42.8X 和 34.5X。
- 对比先行发布预案的大杨创世及艾迪西，现总市值约 400-500 亿。顺丰控股无论从经营规模，服务质量，盈利能力上均处行业前列。顺丰作为国内快递行业的标杆企业，在中高端快递市场占有绝对优势，注重服务品质及时效性，打造自有机队及航空货运枢纽，优先布局快递细分领域，考虑上市后利用融资资金进一步提升经营规模及效率，我们判断顺丰上市后合理市值应当在 1000 亿以上。

图表 22：借壳方案对比（亿元）

	鼎泰新材	大杨创世	艾迪西
标的估值	433	175	169
支付对价	433	175	169
发行股份	39.50	22.67	9.06
发行价格	10.76	7.72	16.44
现金对价			20.00
置出资产对价	8.10		
募集配套资金	79.97	22.96	48.00
发行股份	7.25	2.24	2.92
发行价格	11.03	10.25	16.44
发行前总股本	2.33	3.30	3.32
发行后总股本	49.08	28.21	15.30
现股价	24.43	17.85	27.36
发行后总市值	1,199.02	503.55	418.61
16年承诺利润	21.8	11	11.7
对应16年PE	55.00	45.78	35.78
净利润增长率	35%	53%	53%
PEG	1.57	0.86	0.68

来源：公司公告，国金证券研究所

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	722	813	668	63,058	78,653	98,139	货币资金	219	109	94	7,987	6,981	6,134
增长率		12.6%	-17.7%	9333.2%	24.7%	24.8%	应收款项	345	306	277	1,255	1,459	1,687
主营业务成本	-621	-706	-573	-50,131	-62,529	-78,021	存货	156	155	151	69	86	107
%销售收入	86.0%	86.9%	85.6%	79.5%	79.5%	79.5%	其他流动资产	145	89	73	261	250	296
毛利	101	107	96	12,927	16,124	20,119	流动资产	864	660	594	9,571	8,775	8,224
%销售收入	14.0%	13.1%	14.4%	20.5%	20.5%	20.5%	%总资产	75.0%	68.4%	67.1%	12.9%	11.2%	9.8%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-126	-157	-196	长期投资	10	10	10	90	90	90
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	219	231	219	42,733	47,523	53,087
营业费用	-33	-35	-35	-6,306	-7,472	-9,323	%总资产	19.0%	24.0%	24.7%	57.4%	60.5%	63.5%
%销售收入	4.6%	4.3%	5.2%	10.0%	9.5%	9.5%	无形资产	53	52	51	21,998	22,093	22,183
管理费用	-25	-30	-27	-3,153	-3,933	-4,907	非流动资产	287	304	291	64,831	69,716	75,370
%销售收入	3.5%	3.7%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	25.0%	31.6%	32.9%	87.1%	88.8%	90.2%
息税前利润 (EBIT)	41	41	32	3,342	4,562	5,692	资产总计	1,151	964	885	74,403	78,491	83,594
%销售收入	5.7%	5.0%	4.9%	5.3%	5.8%	5.8%	短期借款	334	97	67	0	0	0
财务费用	-11	-11	-2	-294	-596	-615	应付款项	70	65	77	4,623	5,531	6,613
%销售收入	1.5%	1.4%	0.3%	0.5%	0.8%	0.6%	其他流动负债	15	30	27	1,271	1,444	1,626
资产减值损失	-2	0	-3	-6	-1	-1	流动负债	420	192	171	5,894	6,975	8,239
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	7	54	7	15,007	15,017	15,027
投资收益	-1	-2	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	426	246	177	20,901	21,992	23,265
营业利润	27	27	28	3,042	3,965	5,076	普通股股东权益	725	718	708	53,492	56,479	60,298
营业利润率	3.7%	3.3%	4.1%	4.8%	5.0%	5.2%	少数股东权益	0	0	0	10	20	30
营业外收支	20	1	2	30	30	30	负债股东权益合计	1,151	964	885	74,403	78,491	83,594
税前利润	47	28	29	3,072	3,995	5,106	比率分析						
利润率	6.5%	3.4%	4.4%	4.9%	5.1%	5.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-7	-4	-4	-768	-999	-1,276	每股指标						
所得税率	14.5%	13.6%	14.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.518	0.310	0.215	0.467	0.609	0.778
净利润	40	24	25	2,304	2,997	3,829	每股净资产	9.314	9.224	6.064	11.163	11.787	12.584
少数股东损益	0	0	0	10	10	10	每股经营现金净流	-1.468	1.909	0.907	1.857	1.441	1.683
归属于母公司的净利润	40	24	25	2,294	2,987	3,819	每股股利	0.450	0.700	0.450	0.000	0.000	0.000
净利率	5.6%	3.0%	3.8%	3.6%	3.8%	3.9%	回报率						
							净资产收益率	5.56%	3.36%	3.55%	4.29%	5.29%	6.33%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.50%	2.50%	2.84%	3.08%	3.81%	4.57%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.28%	4.05%	3.57%	3.66%	4.78%	5.67%
净利润	40	24	25	2,304	2,997	3,829	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-13.37%	12.56%	-17.74%	9333.2%	24.73%	24.77%
非现金支出	19	18	22	1,543	2,317	2,546	EBIT 增长率	-16.08%	-0.63%	-20.17%	10192.3%	36.50%	24.77%
非经营收益	13	15	3	350	721	721	净利润增长率	-15.70%	-40.11%	4.17%	9029.7%	30.17%	27.89%
营运资金变动	-186	91	56	4,700	871	967	总资产增长率	10.90%	-16.27%	-8.15%	8303.2%	5.49%	6.50%
经营活动现金净流	-114	149	106	8,897	6,905	8,064	资产管理能力						
资本开支	-22	-22	-5	-65,970	-7,170	-8,170	应收账款周转天数	86.0	73.7	104.0	3.3	3.0	2.7
投资	-2	-3	0	-80	0	0	存货周转天数	80.8	80.3	97.5	0.5	0.5	0.5
其他	0	-54	8	0	0	0	应付账款周转天数	19.7	6.6	8.3	15.0	15.0	15.0
投资活动现金净流	-23	-80	3	-66,050	-7,170	-8,170	固定资产周转天数	110.5	103.8	119.0	235.8	197.3	167.7
股权募资	0	0	0	50,490	0	0	偿债能力						
债权募资	273	-190	-77	14,933	10	10	净负债/股东权益	16.84%	5.79%	-2.88%	13.12%	14.22%	14.74%
其他	-139	50	-45	-378	-751	-751	EBIT 利息保障倍数	3.9	3.6	16.0	11.4	7.7	9.3
筹资活动现金净流	134	-140	-122	65,045	-741	-741	资产负债率	37.03%	25.52%	20.04%	28.09%	28.02%	27.83%
现金净流量	-3	-71	-13	7,893	-1,006	-847							

来源：公司公告、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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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