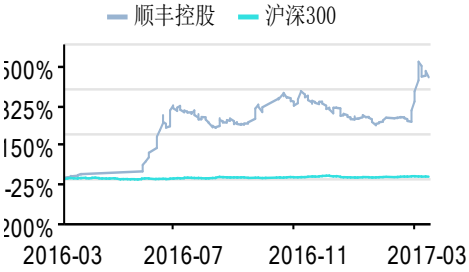
顺丰控股（002352.SZ）

高壁垒突显品牌溢价，成本管控助利润快速提升

公司评级	谨慎增持
当前价格	62.91 元
报告日期	2017-03-13

相对市场表现



分析师： 商 田 S0260516050001
021-60750634
shangtian@gf.com.cn

相关研究：

联系人： 关鹏 021-60750602
guanpeng@gf.com.cn

核心观点：

2016 年实现营收 574.83 亿元，同增 21.51%，营业成本 461.65 亿元同增 22.62%，归母净利润 41.80 亿元同增 112.51%，扣非后归母净利 26.43 亿元同增 62.80%，EPS:1.06 元/股同增 112%；扣非 EPS:0.63 元/股同增 65.78%。

- **高壁垒突显品牌溢价，费用管控得当单件扣非净利同增 24.28%**

16 年公司核心速运业务实现快递业务量 25.80 亿件，同比增加 31%，增速相对 15 年 22.30%有显著提升，贡献收入 571.41 亿元，同比增加 21.75%，公司始终贯彻中高端产品定位，15/16 年快递单价分别为 23.83/22.15 元，同行业平均 13.40/12.71 元相比，品牌溢价突出。公司速运业务产生营业成本 459.67 亿元，同比增加 22.31%，其中与业务量相关的职工薪酬、外包成本、运输成本合计 376.97 亿元，占比 82%，同增 23.44%。

报告期内，公司速运业务单件收入/成本分别下降 7.07%/6.64%，实现单件毛利 4.33 元（-8.79%），单价毛利率 19.55%基本同去年持平。公司费用端的管控得当三费合计同比仅增 6.76%，单件三费同比下降 18.51%至 2.96 元，受益于此，16 年公司实现单件扣非净利润 1.02 元，同比增加 24.28%。

- **全直营天+地+信息网优势明显，核心航空资源领先**

报告期末，公司业务涉及全球 200 个国家及地区，国内覆盖 331 个地级市、2620 个县区级城市 13000 个自营网点。公司自营全货机 36 架，外包全货机 15 架；通航城市 35 个一二级机场，自有车辆约 1.5 万辆，开通 9600 多条运输干线和 68000 多条运输支线。最后一公里方面，顺丰与近 3 万个合作代办点及 552 个物业管理公司网点展开合作，丰巢科技安装运营的智能快递柜超过 35150 个，覆盖 75 个城市。顺丰凭借通过全直营凭借地面与航空核心资源优势持续凸显。

- **物流场地资源储备量领先，立志于提供综合物流解决方案**

零售业和第三方物流的发展对加速对仓储面积的需求，顺丰控股提前布局，截至 2016 年末，公司已签约土地面积约 2953 亩，总规划建筑面积约 212.7 万平米，已建成建筑面积约 76.4 万平米。

物流综合服务能力是行业未来的核心竞争力，经过多年发展，顺丰控股已具备一定的为客户提供一体化综合物流解决方案的能力，由配送端延伸至价值链前端的产、供、销、配等环节为客户提供综合物流服务。

- **投资建议：**

预计公司 17/1819 年 EPS 分别为 0.87、0.99、1.04 元/股，对应 PE 分别为 72x、64x、61x，公司在商务件领域壁垒突出，凭借全直营模式和航空资源，优势有望进一步提升，给予“谨慎增持”评级。

- **风险提示**

电商增速下行，宏观经济下滑导致商务件增速不达预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	668.47	57,482.70	65,137.21	72,331.83	77,943.01
增长率(%)	-17.74%	8,499.20%	13.32%	11.05%	7.76%
EBITDA(百万元)	51.41	6,246.49	10,176.47	14,535.98	18,433.73
净利润(百万元)	25.13	4,180.43	3,620.92	4,121.38	4,348.45
增长率(%)	4.17%	16,534.82%	-13.38%	13.82%	5.51%
EPS（元/股）	0.215	0.999	0.865	0.985	1.039
市盈率（P/E）	148.71	41.57	72.69	63.86	60.53
市净率（P/B）	5.28	8.58	11.03	9.40	8.14
EV/EBITDA	72.29	28.56	26.98	19.09	15.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

表 1:顺丰控股盈利拆分

持续经营口径-单位:百万	2013	2014	2015	2016
营业收入	27,068.85	38,248.64	47,308.19	57482.69
营业成本	20,288.97	31,536.73	37,648.98	46165.46
毛利	6,779.88	6,711.91	9,659.21	11317.23
毛利率	25.05%	17.55%	20.42%	19.69%
销售费用	598.01	1,056.39	1,196.56	1150.60
管理费用	3,234.76	4,625.63	5,579.54	6079.46
财务费用	-10.72	106.48	387.47	417.43
净利润	1,957.49	1,089.78	1,960.10	4160.78
净利率	7.23%	2.85%	4.14%	7.24%
归母净利润	1,957.49	1,092.61	1,967.31	4180.42
扣非归母	149.99	920.46	1623.49	2643.21

	2015	2016	同比
速运收入	46,934.77	57,141.00	
速运成本	37,584.30	45,967.78	
速运毛利	9,350.47	11,173.22	
速运业务量	1,969	2,580	
单价收入：元	23.83	22.15	-7.07%
单件成本：元	19.08	17.82	-6.64%
单件毛利：元	4.75	4.33	-8.79%
单件三费：元	3.64	2.96	-18.51%
单件扣非净利：元	0.82	1.02	24.28%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表2：顺丰航空资源储备

	资源项目	报告期末/报告期	报告期日均
专机	自有飞机架数	36架	-
	外部包机架数	15架	-
	专机线路条数	51条	-
	专机航班数量	3.1万次	86次
散航	2016年发货量（吨）	42.8万吨	1173吨
	散航线路条数	1300条	-
	散航航班数量	103万次	2819次
	2016年发货量（吨）	56.81万吨	1556吨

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表3：顺丰土地储备

区域	已签约土地面积（亩）	总规划建筑面积（m²）	已建成建筑面积（m²）	截止2016年12月31日账面净值合计（人民币万元）
华东	965	624,652	437,702	221,388
华北	725	441,316	7,392	20,068
中南	1,078	821,116	78,285	55,123
华南	185	240,422	240,422	320,318
合计	2,953	2,127,507	763,801	616,897

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	594	21333	18856	22718	26445
货币资金	94	6916	6571	9840	13094
应收及预付	349	7077	4973	5516	5948
存货	151	396	366	418	458
其他流动资产	0	6945	6945	6945	6945
非流动资产	291	22802	33902	41368	45204
长期股权投资	0	770	770	770	770
固定资产	218	11678	17862	20572	19808
在建工程	1	844	1688	2532	3376
无形资产	51	6049	10122	14033	17790
其他长期资产	22	3460	3460	3460	3460
资产总计	885	44135	52758	64085	71649
流动负债	171	18387	23372	30559	33754
短期借款	67	5466	11907	18012	20313
应付及预收	101	11589	10135	11217	12110
其他流动负债	3	1331	1330	1330	1330
非流动负债	7	4956	4956	4956	4956
长期借款	7	4761	4761	4761	4761
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	195	195	195	195
负债合计	177	23343	28328	35515	38710
股本	117	4184	4184	4184	4184
资本公积	541	8237	8237	8237	8237
留存收益	50	7825	11446	15567	19915
归属母公司股东权	708	20245	23866	27987	32336
少数股东权益	0	45	62	81	102
负债和股东权益	885	44135	52758	64085	71649

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	668	57483	65137	72332	77943
营业成本	573	46165	52167	57707	62323
营业税金及附加	2	203	230	256	276
销售费用	35	1151	1304	1448	1560
管理费用	27	6079	6889	7650	8243
财务费用	2	417	311	436	452
资产减值损失	3	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	-13	0	0	0
投资净收益	0	258	284	312	344
营业利润	28	3693	4520	5148	5432
营业外收入	3	1580	100	100	100
营业外支出	2	82	82	82	82
利润总额	29	5191	4539	5166	5450
所得税	4	1030	901	1025	1081
净利润	25	4161	3638	4141	4369
少数股东损益	0	-20	17	19	21
归属母公司净利润	25	4180	3621	4121	4348
EBITDA	51	6246	10176	14536	18434
EPS（元）	0.22	1.00	0.87	0.99	1.04

现金流量表 单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	106	5675	10157	14245	18118
净利润	25	4161	3638	4141	4369
折旧摊销	19	2362	5629	9265	12893
营运资金变动	56	-1144	679	488	421
其它	6	296	211	352	434
投资活动现金流	3	-3715	-16428	-16399	-16368
资本支出	-5	-4831	-16712	-16712	-16712
投资变动	0	553	284	312	344
其他	8	563	0	0	0
筹资活动现金流	-122	965	5926	5422	1505
银行借款	40	6784	6441	6105	2301
债券融资	-117	-7472	-1	0	0
股权融资	0	3926	0	0	0
其他	-45	-2273	-513	-682	-796
现金净增加额	-13	2925	-344	3268	3255
期初现金余额	109	94	6916	6571	9840
期末现金余额	97	3019	6571	9840	13094

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-17.7	8,499.2	13.3	11.0	7.8
营业利润增长	2.3	13,213.	22.4	13.9	5.5
归属母公司净利润增长	4.2	16,534.	-13.4	13.8	5.5
获利能力（%）					
毛利率	14.4	19.7	19.9	20.2	20.0
净利率	3.8	7.2	5.6	5.7	5.6
ROE	3.5	20.6	15.2	14.7	13.4
ROIC	4.1	14.3	11.3	10.8	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	20.0	52.9	53.7	55.4	54.0
净负债比率	-	0.2	0.5	0.5	0.4
流动比率	3.48	1.16	0.81	0.74	0.78
速动比率	2.17	1.06	0.72	0.67	0.71
营运能力					
总资产周转率	0.72	2.55	1.34	1.24	1.15
应收账款周转率	3.51	24.10	24.10	24.10	24.10
存货周转率	3.74	168.86	168.86	168.86	168.86
每股指标（元）					
每股收益	0.22	1.00	0.87	0.99	1.04
每股经营现金流	0.91	1.36	2.43	3.40	4.33
每股净资产	6.06	4.84	5.70	6.69	7.73
估值比率					
P/E	148.7	41.6	72.7	63.9	60.5
P/B	5.3	8.6	11.0	9.4	8.1
EV/EBITDA	72.3	28.6	27.0	19.1	15.0

广发交通运输行业研究小组

商　田：　分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心，2014 年新财富非银行金融行业第三名（团队）。
曹奕丰：　联系人，上海复旦大学金融数学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：caoyifeng@gf.com.cn，021-60750602。
关　鹏：　联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。