

顺丰控股 (002352.SZ)

金属制品行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 62.91元

业绩超承诺利润, 紧控成本提升盈利能力

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)	132.98
总市值(百万元)	263,195.20
年内股价最高最低(元)	70.00/13.78
沪深300指数	3427.89
深证成指	10451.01

人民币(元) 成交金额(百万元)



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.215	1.060	1.201	1.458	1.819
每股净资产(元)	6.06	4.90	6.16	7.61	9.43
每股经营性现金流(元)	0.91	1.26	2.11	2.37	3.00
市盈率(倍)	148.71	39.19	52.38	43.13	34.59
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	4.17%	16534.82%	20.20%	21.44%	24.69%
净资产收益率(%)	3.55%	20.38%	19.51%	19.15%	19.28%
总股本(百万股)	116.75	4,183.68	4,183.68	4,183.68	4,183.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

顺丰控股 2016 年实现营业收入 574.8 亿元, 同比增长 19.5%; 归属上市公司股东的净利润 41.8 亿元, 同比增长 280%; 基本每股收益为 1.06 元, 同比增长 279%; 每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)。

经营分析

■ **经营业绩超承诺利润, 净利率大幅提升:** 公司 2016 年归母净利润达到 41.8 亿, 其中扣非后归母净利润为 26.43 亿, 较承诺利润超 4.58 亿; 非经常性损益达到 15.8 亿元, 主要是顺丰香港购买翠玉控股及其附属公司的股权为非同一控制下的企业合并, 计入营业外收入负商誉 12.32 亿元。从整体来看, 公司经营较稳定。公司营收增速主要来自于业务量的增长, 2016 年公司实现快件业务量 25.8 亿票, 同比增长 31%; 公司 2016 年的毛利率达到 19.7%, 较去年同期的 20.4%, 略有下降保持稳定; 净利率达到 4.6%, 较去年同期的 3.4% 有较大幅度上升, 主要原因是销售及管理费用占营收比例有明显大幅下降, 公司 2016 年紧控成本, 职工薪酬、销售商品成本均有明显缩减。

■ **成本控制或是未来业绩增长主要影响因素:** 分季节来看, 4 个季度公司实现营收分别为 123/138/144/170 亿元, 归母净利润分别为 7/10/2/7.5 亿元。我们认为公司在下半年业绩表现较差的原因主要是, 快递旺季需求增长较快, 导致公司本身运力紧张, 致使公司策略性的增加网点线路及人员的投入, 导致成本大幅增长。同时从成本结构来看, 公司在 2016 年外包成本占比从 22% 上升至 45%, 主要是公司为了紧控成本, 对部分业务环节进行外包。从以上信息来看, 目前成本及费用支出对于公司业绩增长具有决定性的作用, 在整个快递市场增速开始下滑同时大量资本支出即将投入的阶段, 公司未来如何保障利润率稳健或提升将是业绩增长的重要影响因素。

■ **精准定位中高端, 布局综合物流服务:** 作为国内快递行业的标杆企业, 顺丰精准定位中高端市场。直营模式下自有的庞大网络、运力、IT 系统保证了快递业务的效率与安全; 公司现有自营全货机 36 架, 自营网点 1.3 万余个, 年研发投入金额约 5.6 亿元。顺丰用“供应链+”整合产业生态, 构建集物流、资金流和信息流为一体的开放生态系统。依托强大的干线运输能力, 发达的信息系统和中高端的客户, 打通物流全产业链, 融合仓配、重货运输、供应链金融等, 布局 O2O、丰巢科技, 向综合物流服务商转型, 具备前瞻

相关报告

1. 《顺丰更名, 物流王者浮出水面-鼎泰新材公司点评》, 2017.2.24
2. 《顺丰: 快递物流行业的真正王者-鼎泰新材公司深度研究》, 2016.10.12
3. 《顺丰张帆, 引领快递行业迈入新纪元-顺丰借壳研究报告》, 2016.6.13

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

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

性。综合考虑公司规模、运营模式、品牌口碑、发展趋势，顺丰是最有可能崛起为世界级巨头的企业。

盈利调整

- 我们预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 1.2/1.5/1.8 元/股。

投资建议

- 顺丰精准定位中高端市场的前瞻性战略，以及转型综合物流服务的格局初现，预计顺丰可能在这轮竞争中率先脱颖而出，成为行业寡头，给予“买入”评级。

风险

- 快递行业整体增速放缓，快递行业竞争激烈，人工成本或油价大幅上升等；

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)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
主营业务收入	813	668	57,483	72,495	87,799	106,337	货币资金	109	94	6,916	8,000	8,500	12,725	
增长率		-17.7%	8499.2%	26.1%	21.1%	21.1%	应收款项	306	277	5,584	6,392	7,741	9,376	
主营业务成本	-706	-573	-46,165	-57,349	-69,442	-84,563	存货	155	151	396	471	571	695	
%销售收入	86.9%	85.6%	80.3%	79.1%	79.1%	79.5%	其他流动资产	89	73	8,438	8,890	9,208	9,662	
毛利	107	96	11,318	15,145	18,357	21,774	流动资产	660	594	21,333	23,754	26,020	32,457	
%销售收入	13.1%	14.4%	19.7%	20.9%	20.9%	20.5%	%总资产	68.4%	67.1%	48.3%	45.9%	44.3%	48.3%	
营业税金及附加	-2	-2	-203	-145	-176	-213	长期投资	10	10	3,614	3,726	3,825	3,925	
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	231	219	12,523	17,396	21,519	22,968	
营业费用	-35	-35	-1,151	-1,087	-1,317	-1,595	%总资产	24.0%	24.7%	28.4%	33.6%	36.6%	34.2%	
%销售收入	4.3%	5.2%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	52	51	6,049	6,270	6,769	7,247	
管理费用	-30	-27	-6,079	-7,249	-8,780	-10,102	非流动资产	304	291	22,802	28,013	32,734	34,760	
%销售收入	3.7%	4.0%	10.6%	10.0%	10.0%	9.5%	%总资产	31.6%	32.9%	51.7%	54.1%	55.7%	51.7%	
息税前利润 (EBIT)	41	32	3,884	6,663	8,085	9,864	资产总计	964	885	44,135	51,766	58,754	67,217	
%销售收入	5.0%	4.9%	6.8%	9.2%	9.2%	9.3%	短期借款	97	67	6,783	5,677	3,435	0	
财务费用	-11	-2	-417	-537	-622	-493	应付款项	65	77	9,031	11,114	13,458	16,345	
%销售收入	1.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	其他流动负债	30	27	2,573	3,323	3,578	4,429	
资产减值损失	0	-3	-19	0	0	0	流动负债	192	171	18,387	20,114	20,470	20,774	
公允价值变动收益	0	0	-13	0	0	0	长期贷款	54	7	4,761	5,461	5,961	6,461	
投资收益	-2	0	258	300	350	400	其他长期负债	0	0	430	370	380	410	
%税前利润	n.a	0.8%	5.0%	4.5%	4.3%	3.9%	负债	246	177	23,578	25,945	26,811	27,645	
营业利润	27	28	3,693	6,426	7,813	9,772	普通股股东权益	718	708	20,512	25,756	31,858	39,467	
营业利润率	3.3%	4.1%	6.4%	8.9%	8.9%	9.2%	少数股东权益	0	0	45	65	85	105	
营业外收支	1	2	1,498	300	350	400	负债股东权益合计	964	885	44,135	51,766	58,754	67,217	
税前利润	28	29	5,191	6,726	8,163	10,172	比率分析		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润率	3.4%	4.4%	9.0%	9.3%	9.3%	9.6%	每股指标		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-4	-4	-1,030	-1,682	-2,041	-2,543	每股收益	0.310	0.215	1.060	1.201	1.458	1.819	
所得税率	13.6%	14.2%	19.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	9.224	6.064	4.903	6.156	7.615	9.434	
净利润	24	25	4,161	5,045	6,122	7,629	每股经营现金净流	1.909	0.907	1.264	2.113	2.371	3.000	
少数股东损益	0	0	-20	20	20	20	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	24	25	4,180	5,025	6,102	7,609	回报率							
净利率	3.0%	3.8%	7.3%	6.9%	6.9%	7.2%	净资产收益率	3.36%	3.55%	20.38%	19.51%	19.15%	19.28%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.50%	2.84%	9.47%	9.71%	10.39%	11.32%	
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	4.05%	3.57%	9.69%	13.50%	14.65%	16.05%	
净利润	24	25	4,161	5,045	6,122	7,629	增长率							
非现金支出	18	22	1,978	2,320	3,090	3,785	主营业务收入增长率	12.56%	-17.74%	n/a	26.12%	21.11%	21.11%	
非经营收益	15	3	277	24	-115	-377	EBIT 增长率	-0.63%	-20.17%	n/a	71.55%	21.33%	22.01%	
营运资金变动	91	56	-1,126	1,452	822	1,516	净利润增长率	-40.11%	4.17%	n/a	20.20%	21.44%	24.69%	
经营活动现金净流	149	106	5,290	8,841	9,919	12,553	总资产增长率	-16.27%	-8.15%	n/a	17.29%	13.50%	14.40%	
资本开支	-22	-5	-4,831	-7,118	-7,362	-5,310	资产管理能力							
投资	-3	0	74	-112	-100	-100	应收账款周转天数	73.7	104.0	15.1	25.0	25.0	25.0	
其他	-54	8	932	300	350	400	存货周转天数	80.3	97.5	2.2	3.0	3.0	3.0	
投资活动现金净流	-80	3	-3,825	-6,930	-7,112	-5,010	应付账款周转天数	6.6	8.3	20.8	40.0	40.0	40.0	
股权募资	0	0	3,926	0	0	0	固定资产周转天数	103.8	119.0	74.2	73.3	69.3	58.8	
债权募资	-190	-77	-688	-425	-1,722	-2,895	偿债能力							
其他	50	-45	-2,273	-402	-585	-423	净负债/股东权益	5.79%	-2.88%	22.35%	12.02%	2.70%	-15.91%	
筹资活动现金净流	-140	-122	965	-827	-2,307	-3,318	EBIT 利息保障倍数	3.6	16.0	9.3	12.4	13.0	20.0	
现金净流量	-71	-13	2,429	1,084	500	4,225	资产负债率	25.52%	20.04%	53.42%	50.12%	45.63%	41.13%	

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	1	1	2	5
增持	0	2	3	3	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.75	1.60	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-06-13	买入	24.43	26.00~30.00
2	2016-10-12	买入	47.20	66.00~68.00
3	2017-02-24	买入	55.21	N/A

来源：国金证券研究所

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