



2017年06月07日

增持(首次评级)

交运及设备行业研究组

分析师：牛永涛

执业编号：S0300517050002

电话：13810660508

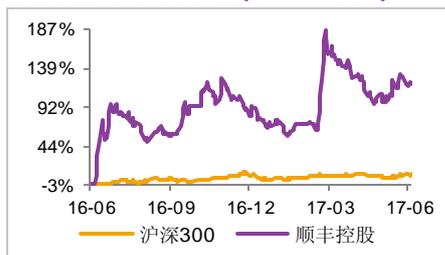
邮箱：niuyongtao@lxsec.com

研究助理：陈梦洁

电话：18701150220

邮箱：chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	57483	68979	82775	95191
(+/-)		20%	20%	15%
归母净利润	4180	4468	4882	5093
(+/-)		6.89%	9.26%	4.32%
EPS(元)	1.06	1.07	1.17	1.22
P/E	51	50	46	44

资料来源：联讯证券研究院

顺丰控股(002352.SZ)

【联讯交运公司点评】顺丰控股：联合UPS，布局国际市场

投资要点

◇ 事件：

公司公告，顺丰控股有限公司与联合包裹运送服务有限公司、环球速运控股有限公司签署《合资协议》以及附属交易文件《融资协议》，宣布将在香港成立合资公司环球速运控股有限公司。

◇ 签订合作协议，成立合资企业

根据协议，顺丰和UPS拟分别对合资企业投资500万美元，双方共计投资1000万美元，其中顺丰拟合计以现金出资50万美元认购合资企业发行的股份，持股比例为50%，UPS拟合计以现金出资50万美元认购合资企业发行的股份，持股比例为50%，其余部分将由双方协商一致后进行投入。该合资企业旨在经营推广和开发联合品牌的国际快递产品。

合资企业将助力顺丰和UPS提供更具竞争力的国际贸易物流产品，聚焦B2B和B2C客户的跨境贸易，拓展全球市场。合资企业的成立有助于中美两家知名的物流企业在网络、规模等方面取长补短，提升效率，为客户提供更多样化的选择和更优质的服务。此次双方合作将有利于顺丰长期内的战略布局，优化国际物流网络，提升企业的国际竞争力。

◇ UPS实力雄厚，航空网络覆盖全球

UPS总部位于美国亚特兰大市，是世界上最大的快递承运商与包裹递送公司。UPS公司的航空运输以建立枢纽并向四周辐射的模式运作，主要航空枢纽具备416000件/小时的分拣系统和高速输送机。在亚太地区航空枢纽位于中国的上海、深圳和香港。位于上海浦东国际机场的UPS国际运转中心连接了中国与UPS国际网络，直接服务于美洲、欧洲及亚洲其他地区，该中心配有17000件/小时的分拣系统，面积22.3万平方米，是UPS全球第三大运转中心。

根据年报显示，2016年UPS营收为609.06亿美元，其中美国国内快递业务收入383.01亿美元，占总收入的62.89%，国际快递业务收入123.5亿美元，占总收入的20.28%。UPS公司航空货运机队数量为237架，包括185架波音货机和52架空中客车，另外还有短期租用的货机420架。公司目前已经订购了14架新的波音货机，预计会在2017年至2020年间陆续投入使用。UPS目前在美国的市占率较高，在中国市场份额还较小。此次合作设立合资企业有利于开发国际快递产品，长期内优化中美两大物流企业的国际战略布局。

◇ 顺丰航空运力国内领先，助力开展国际快递产品

截至2016年年底，顺丰拥有近13000个服务网点，覆盖中国大陆331个地级市，2620个县区级城市，覆盖率达97%，2016年营业收入574.83亿元，同比增长19.5%。顺丰控股的子公司顺丰航空有限公司提供快件产品的空运服务，是顺丰快递业务核心竞争力的重要保证。顺丰航空目前拥有以波音767、



757、737 机型为主的全货机机队，全货机数量 39 架，是目前国内运营全货机数量最多的货运航空公司，未来三年，顺丰控股自有机队规模预计达到 50 架。公司目前构建了以深圳、杭州为双枢纽，辐射全国的航线网络。同时在国际业务方面，国际标快和国际特惠业务涉及欧美等 51 个国家，国际小包业务覆盖全球 200 个国家及地区。顺丰以其运力支撑起高端快递市场业务，占据商务件市场 60% 的份额，同时商务件市场业务占据公司业务的 90%，成为国内快递行业的龙头。

◇ 强强联手发挥协同效应，合力布局国际航空货运

顺丰引进具有高科技含量的信息技术与设备以提升自动化作业水平，在国内外建立了庞大的信息采集，市场开发，物流配送，快件收派等业务机构。公司在全力发展国内业务的同时，借助 UPS 雄厚的航空实力打造国际物流网络，面向全球把顺丰打造成国际顶尖水平的企业，寻求更广阔的发展空间。顺丰拥有丰富的网络资源，依靠优质的服务确立了行业内领先的竞争优势，结合 UPS 发达的航空运输系统，开展国际快递业务，推动合资企业的发展，从而在长期内提升中美两家物流龙头企业的竞争力。

◇ 盈利预测与投资评级

预计公司 2017~2019 年归母净利润为 44.68 亿元、48.82 亿元、50.93 亿元，对应 EPS 为 1.07 元、1.17 元、1.22 元，考虑到公司是国内高端快递行业的龙头，在航空运输布局以及智能物流方面占据领先优势，拥有优越的核心竞争力，首次覆盖，给予“增持”评级。

◇ 风险提示:快递行业增速放缓的风险；燃油、人力成本上升的风险。

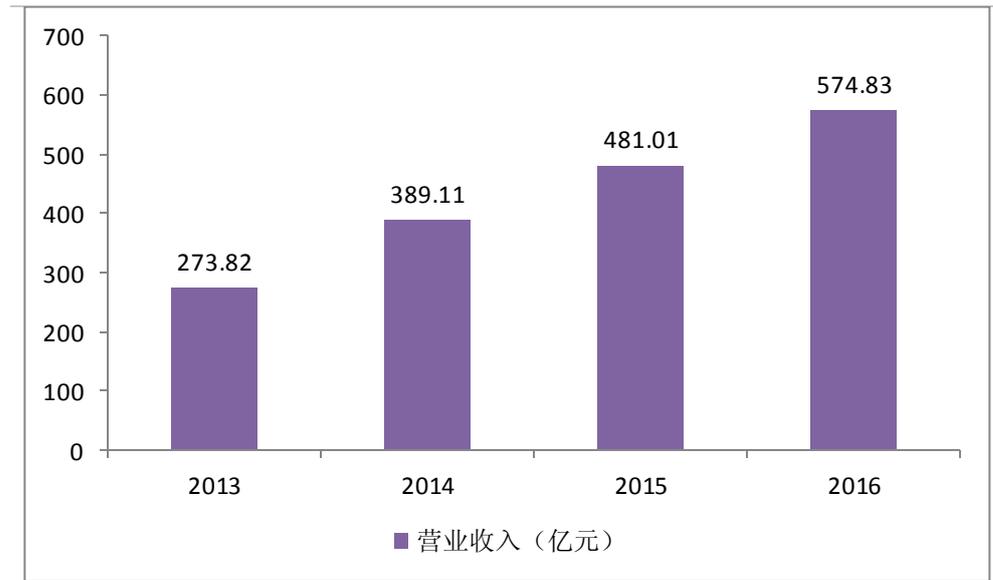


图表 1：合资企业持股比例情况

股东名称	出资金额	持股比例	出资方式
顺丰	50 万美元	50%	货币
UPS	50 万美元	50%	货币
总计	100 万美元	100%	货币

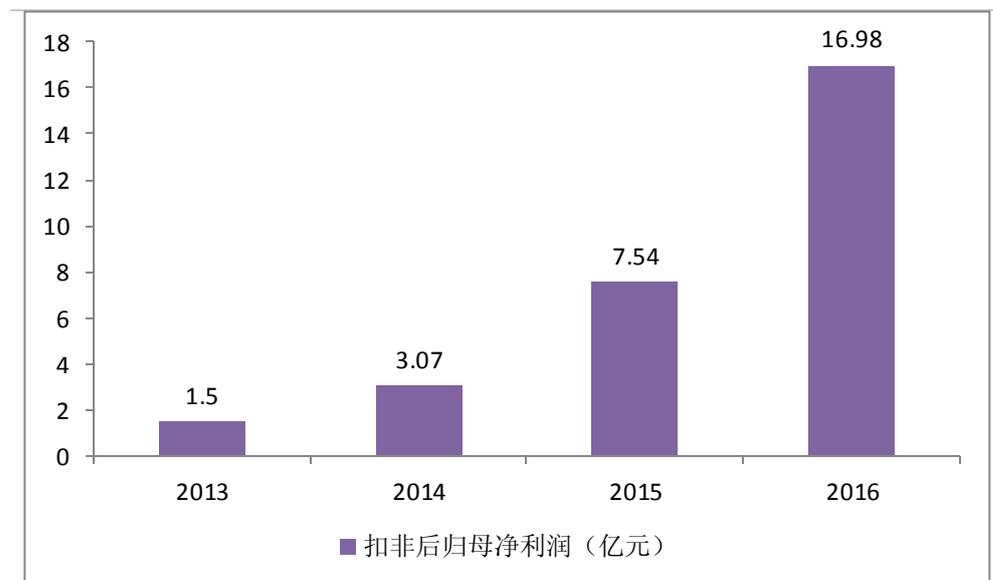
资料来源：公司公告，联讯证券

图 2：公司年度营业收入



资料来源：公司公告，联讯证券

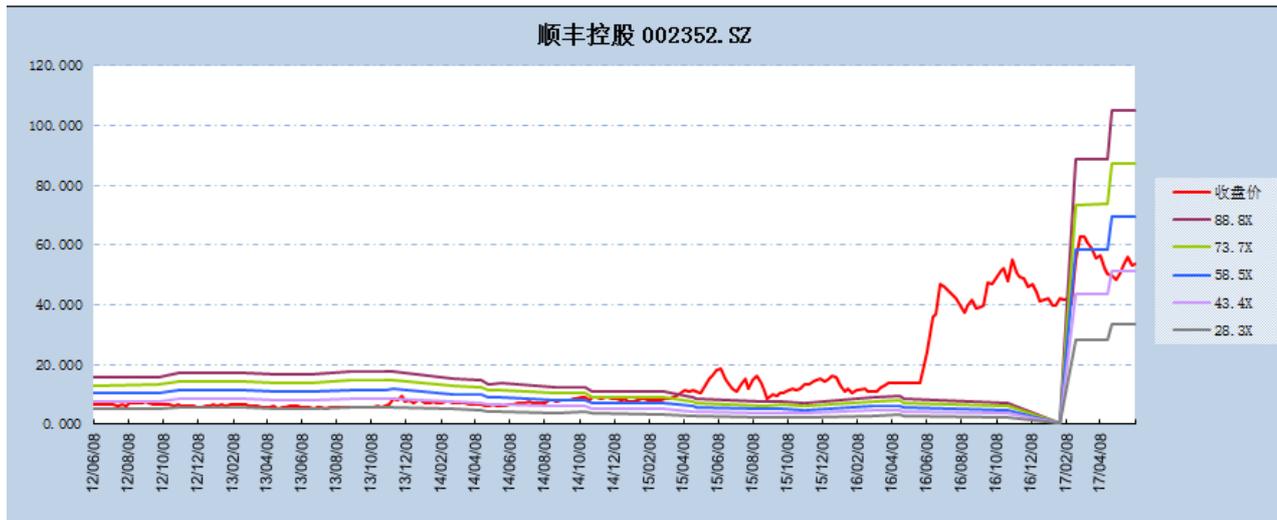
图 3：公司年度净利润



资料来源：公司公告，联讯证券

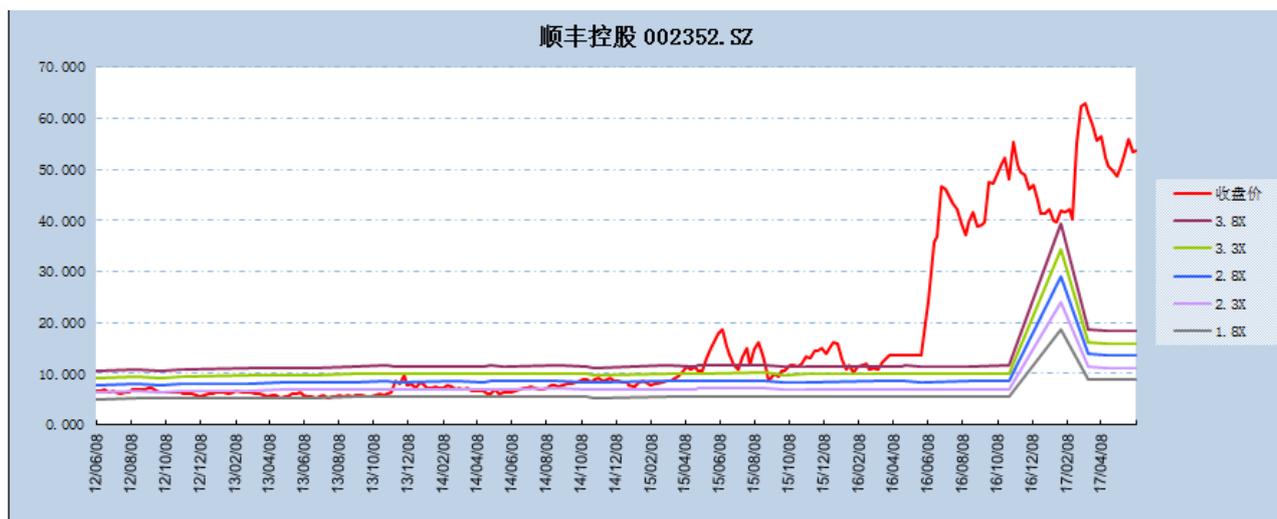


图表 4: 公司 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 5: 公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	21,333	23,466	25,813	28,394	经营活动现金流	5,675	6,243	6,867	7,553
货币资金	6,916	8,961	11,211	13,687	净利润	4,161	4,447	4,858	5,067
应收账款	4,560	5,016	5,517	6,069	折旧摊销	2,362	2,599	2,858	3,144
其它应收款	1,020	1,122	1,234	1,357	财务费用	417	483	579	666
预付账款	1,493	1,642	1,806	1,987	投资损失	-258	0	0	0
存货	396	436	479	527	营运资金变动	2,523	-625	-825	-1,066
其他	6,950	6,290	5,565	4,768	其它	-3,530	-661	-604	-258
非流动资产	22,802	25,082	27,590	30,349	投资活动现金流	-3,715	-4,829	-5,312	-5,843
长期股权投资	770	770	770	770	资本支出	4,862	5,348	5,883	6,471
固定资产	11,678	15,182	16,700	18,370	长期投资	770	770	770	770
无形资产	4,476	4,700	4,935	5,182	其他	-9,346	-10,947	-11,965	-13,084
其他	5,877	4,430	5,185	6,027	筹资活动现金流	903	632	696	765
资产总计	44,135	48,548	53,403	58,744	短期借款	5,466	5,740	6,027	6,328
流动负债	18,387	21,145	24,317	27,964	长期借款	4,761	4,761	4,761	4,761
短期借款	5,466	5,740	6,027	6,328	其他	-9,324	-9,868	-10,092	-10,324
应付账款	5,259	5,785	6,364	7,000	现金净增加额	2,864	2,046	2,250	2,475
其他	7,662	9,620	11,927	14,636					
非流动负债	5,191	5,451	5,723	6,010	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	4,761	4,761	4,761	4,761	成长能力				
其他	430	690	962	1,249	营业收入	8499.20%	20.00%	20.00%	15.00%
负债合计	23,578	26,596	30,040	33,974	营业利润	13213.21%	27.91%	10.70%	5.64%
少数股东权益	45	43	41	38	归属母公司净利润	16534.82%	6.89%	9.26%	4.32%
归属母公司股东权益	20,512	21,910	23,323	24,731	获利能力				
负债和股东权益	44,135	48,548	53,403	58,744	毛利率	19.69%	19.00%	19.00%	19.00%
利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	净利率	7.27%	6.48%	5.90%	5.35%
营业收入	57,483	68,979	82,775	95,191	ROE	39.13%	20.92%	21.44%	21.05%
营业成本	46,165	55,873	67,048	77,105	ROIC	39.72%	20.71%	21.21%	20.64%
营业税金及附加	203	241	290	333	偿债能力				
销售费用	1,151	1,380	1,656	1,904	资产负债率	53.42%	54.78%	56.25%	57.83%
管理费用	6,079	6,553	8,278	9,995	流动比率	1.16	1.11	1.06	1.02
财务费用	417	483	579	666	速动比率	1.14	1.09	1.04	1.00
资产减值损失	19	10	9	8	营运能力				
公允价值变动收益	-13	0	0	0	总资产周转率	2.55	1.49	1.62	1.70
投资净收益	258	284	312	344	应收帐款周转率	24.10	14.41	15.72	16.43
营业利润	3,693	4,724	5,229	5,524	应付帐款周转率	17.52	10.12	11.04	11.54
营业外收入	1,580	158	142	128	每股指标(元)				
营业外支出	82	90	99	109	每股收益	1.06	1.07	1.17	1.22
利润总额	5,191	4,792	5,272	5,543	每股经营现金	24.31	1.49	1.64	1.81
所得税	1,030	345	414	476	每股净资产	88.04	5.25	5.58	5.92
净利润	4,161	4,447	4,858	5,067	估值比率				
少数股东损益	-20	-22	-24	-26	P/E	50.52	50.14	45.89	43.99
归属母公司净利润	4,180	4,468	4,882	5,093	P/B	0.61	10.21	9.59	9.04
EBITDA	6,235	7,322	8,087	8,668	EV/EBITDA	4.68	33.01	30.03	28.19

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

牛永涛：北京交通大学博士，现任联讯证券交运及设备行业研究组长、首席分析师，曾任宏源证券交运行业研究组长、首席分析师，在铁路系统工作多年，曾参与国家铁路“十三五”规划编制，2016年10月份加盟联讯证券研究院，对交通运输行业政策与发展有深刻认识，实地调研近百家上市公司，坚持价值投资，擅长底部推荐。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com