

顺丰控股(002352)深度研究报告

更少成本,更多选择,从量化模拟鄂州机场对航空货运经济性提升说起——顺丰控股专项研究(一)

- ❖ **单位成本角度:大机型较小机型明显节约。**1)公司全货机机队规模全国领先(自有58架全货机+13架租赁,合计71架,占全国全货机机队的41%),但测算当前载运率或不足50%(平均单架次发货15.4吨,加权理论单架次最大载重35.1吨)。2)宽体机运载空间更大、燃油效率更高,a)模拟1:相同载运率下单位成本比较。以深圳-北京为例,假设载运率均50%,737F吨公里成本约3.58元,而747货机吨公里成本仅为1.86元,是其50%左右。机型越大,吨公里成本越低。b)模拟2:不同载运率下,单位成本:载运率上升,吨公里成本快速下降。3)举例:假设由深圳至北京运送100吨货物,需要737共7架次,或747仅需1架次。737运输总成本为43.65万元;747则为24.19万元,即运输100吨货物,宽体机总成本相比窄体机总成本节约19.46万元,或44.6%。4)我们认为未来鄂州机场启用后,可以通过在枢纽机场集货,提升飞机载运率,并使用宽体机执飞,从而有效降低吨公里成本,提高货运效益。
- ❖ **多情景下轴辐式运输成本模拟。**假设鄂州机场启用后,采用轴辐式运输模式,会存在四种路由。我们以深圳-北京运送8吨快递货物进行测算比较。(注:首末两端揽送各情境下均发生,因此仅考虑中间环节运输成本)1)B737窄体货机深圳直飞北京:吨公里成本3.58元,综合耗时约6小时;2)窄体机(深圳-鄂州)+宽体机(鄂州+北京):吨公里成本2.78元,综合耗时8.2小时;3)汽车运输(深圳-鄂州)+宽体机(鄂州+北京):吨公里成本1.18元,综合耗时18.7小时;4)高铁运输(深圳-鄂州)+宽体机(鄂州+北京):吨公里成本1.08元,综合耗时12.7小时。由此我们认为:尽管存绕道成本,但在鄂州集货使得装载率提升情况下,使用宽体机执飞将有效降低单位成本,窄体机+宽体机组将降低22%成本,而空铁联运更可降低70%成本。
- ❖ **我们认为鄂州机场为枢纽的路由设计,或进一步提供更多时效产品选择可能性。**1)机场时刻为现有模式下制约因素之一,货机通常在夜间飞行,而客机腹仓成本相对高,灵活性相对低。因此公司可提供的次晨达高端产品范围有局限性。2)鄂州机场投产后,依据前述路由模拟,当天可运输至鄂州,夜间飞至目的地,对于次晨达不仅不会因绕道产生时效影响,反而会助于扩大覆盖范围,同理对于更广泛的城市可继续提升整体时效水平,减少票均生命时长。3)或存推出更多朝夕至的即日达产品。当前公司即日达产品仅限于同城或省内较近城市之间(深圳-广州/深圳-珠海等),假设仍为深圳至北京快递,上午8点深圳指定区域内发出寄件要求,5小时内至深圳机场装机完毕,14点30分可运至鄂州,2小时中转装机,18点30分可抵达北京,有望在当天晚上10点30分送达指定范围内的客户。即便次日配送,相较于当前深圳-北京次日18点前送达亦是明显提升时效。(理论模拟,实际操作有多重限制需论证)。
- ❖ **投资建议:1)维持2020-21年盈利分别为61.2及74.8亿,对应20-21年PE35、29倍。2)我们采取分部估值,传统盈利业务(时效件+经济件)给予30倍PE(预计1850亿市值),新业务给予2倍PS(预计450亿市值),不考虑公司科技投入还原情况下,预计至少对应综合市值2300亿,维持“推荐”评级。**
- ❖ **风险提示:时效件业务量受疫情冲击影响超出预期,成本投入超出预期等。**

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	112,193	137,342	162,032	189,088
同比增速(%)	23.4%	22.4%	18.0%	16.7%
归母净利润(百万)	5,797	6,123	7,479	8,906
同比增速(%)	27.2%	5.6%	22.1%	19.1%
每股盈利(元)	1.31	1.39	1.69	2.02
市盈率(倍)	37	35	29	24
市净率(倍)	5	5	4	4

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2020年4月9日收盘价

推荐(维持)

目标价:52元

当前价:48.6元

华创证券研究所

证券分析师:吴一凡

电话:021-20572539

邮箱:wuyifan@hcyjs.com

执业编号:S0360516090002

证券分析师:刘阳

电话:021-20572552

邮箱:liuyang@hcyjs.com

执业编号:S0360518050001

证券分析师:王凯

电话:021-20572538

邮箱:wangkai@hcyjs.com

执业编号:S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	441,431
已上市流通股(万股)	434,569
总市值(亿元)	2,145.36
流通市值(亿元)	2,112.01
资产负债率(%)	54.1
每股净资产(元)	9.6
12个月内最高/最低价	51.01/28.46

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《顺丰控股(002352)2019年三季度报点评:Q3单季扣非净利增速61.6%,参考联邦快递历程,公司正处于较好投资阶段》

2019-10-26

《顺丰控股(002352)2019年业绩快报点评:收入过千亿,利润增长27%,持续看好公司直营制优势与特惠件发力》

2020-02-25

《顺丰控股(002352)2019年报点评:收入过千亿,经济件及新业务高增长,扣非利润42.1亿,同比增长21%,持续看好公司直营制优势与特惠件发力》

2020-03-24

投资主题

报告亮点

1、鄂州机场项目是顺丰控股未来时效件点睛之笔，亦是联邦快递与孟菲斯机场“天作之合”带来的示范效应。**此前市场报告更多从定性角度或引用学术结论角度分析鄂州机场投产后为顺丰在成本端带来的节省，我们采取多种情境模拟，更针对性地量化分析对顺丰航空货运带来的经济性提升。**

2、2018-19年我们分别发布顺丰控股两篇深度研究，从护城河要素、卓越基因，以及联邦快递带来的启示，去探讨顺丰的长期价值。而随着研究的不断深入，我们愈发认为对顺丰的研究应基于对其生态的理解，本篇为系列研究的开篇，试图去分析其**商业逻辑与物流生态**。

投资逻辑

我们对顺丰航空货运从两个维度进行了模拟，

其一是宽体机较窄体机的单位成本料将明显降低。相同载运率下宽体机成本是窄体机的50%-60%，而载运率越高，单位成本越低。假设由深圳至北京运送100吨货物，则需要737共7架次，或747仅需1架次，宽体机总成本相比窄体机节约19.46万元，或44.6%。我们认为，未来鄂州机场启用后，可以通过在枢纽机场集货，提升飞机载运率，并使用宽体机执飞，从而有效降低吨公里成本，提高货运效益，充分体现轴辐式网络的优势

其二是以深圳-北京为例，模拟新旧不同运输方式组合的4种路由，新路由不仅成本节省，同时或带来更多时效产品选择可能性。我们假设由深圳到北京运送8吨快递包裹，对不同路由下成本进行测算比较。发现，尽管存绕道成本，但在鄂州集货使得装载率提升情况下，使用宽体机执飞将有效降低单位成本，窄体机+宽体机组合将降低22%成本，而空铁联运更可降低70%成本。

同时，我们认为鄂州机场为枢纽的路由设计，或进一步提供更多时效产品选择可能性。1)当前模式下机场时刻为制约因素之一，货机通常在夜间飞行，而客机腹仓成本相对高，灵活性相对低。由此使得公司可提供的次晨达高端产品范围有局限。2)鄂州机场投产后，依据我们前述路由模拟，当天可运输至鄂州，夜间飞至目的地，对于次晨达不仅不会产生时效影响，反而会助于覆盖范围，同理对于更广泛的城市可继续提升整体时效水平，减少票均生命时长。3)或存推出更多朝发夕至的即日达产品的可能性。

关键假设、估值与盈利预测

1)盈利预测：维持2020-21年盈利预测分别为61.2及74.8亿，对应20-21年PE35、29倍。

2)我们对顺丰进行分部估值，传统盈利业务（时效件+经济件）给予30倍PE（预计1850亿市值），新业务给予2倍PS（预计450亿市值），不考虑公司科技投入还原情况下，预计至少对应综合市值2300亿，维持“推荐”评级。

目录

一、单位成本角度：大机型较小机型明显节约.....	5
（一）公司全货机机队规模全国领先，但测算当前载运率或不足 50%	5
（二）宽体机集货后执飞将显著助于单位成本下降	6
（三）东航物流货机水平的验证参考	9
二、多情景下轴辐式运输成本模拟.....	10
（一）不同路由下成本比较：轴辐式下，鄂州机场将有效提升航空货运经济性	11
（二）鄂州机场为枢纽的路由设计，或进一步提供更多时效产品选择	12
三、投资建议及风险提示.....	15

图表目录

图表 1	顺丰航空货运结构.....	6
图表 2	顺丰自营全货机.....	6
图表 3	不同机型执飞深圳-北京吨公里成本模拟测算（单位：元）.....	6
图表 4	不同载运率下不同机型的吨公里成本比较.....	7
图表 5	不同载运率下不同机型的吨公里成本比较图.....	8
图表 6	东航物流全货机航线.....	9
图表 7	B747 和 B767 远程长航线吨公里成本水平（单位：元）.....	9
图表 8	四种路由示意图.....	10
图表 9	四种路由及运输方式下成本测算.....	12
图表 10	顺丰深圳起飞时刻分布.....	13
图表 11	北京至全国主要城市航空货代报价.....	14
图表 12	顺丰深圳出发部分主要城市运费时效.....	14
图表 13	深圳-北京路由时效模拟.....	15

2018 及 2019 年我们分别发布顺丰控股两篇公司深度研究报告《顺丰控股：从优秀到卓越，做时间的朋友》，《顺丰控股：复盘联邦快递，探索顺丰棋局》，从护城河要素、卓越基因，以及联邦快递带来的启示，去探讨顺丰的长期价值。

而随着研究的不断深入，我们愈发认为对顺丰的研究应基于对其生态的理解，我们试图以系列研究的方式去分析其商业逻辑与物流生态。

鄂州机场项目是顺丰控股未来时效件点睛之笔，亦是联邦快递与孟菲斯机场“天作之合”带来的示范效应。而此前市场报告更多从定性角度或引用学术结论角度分析鄂州机场投产后为顺丰在成本端带来的节省，因此我们从这个角度入手，作为系列研究的开篇，报告中我们采取多种情境模拟，更针对性地量化分析对顺丰航空货运带来的经济性提升。

本篇我们着重从两个维度来探讨鄂州机场投产后对航空货运成本带来的经济性提升：

其一是宽体机较窄体机的单位成本料将明显降低。相同载运率下宽体机成本是窄体机的50%-60%，而载运率越高，单位成本越低。假设由深圳至北京运送100吨货物，则需要737共7架次，或747仅需1架次，宽体机总成本相比窄体机节约19.46万元，或44.6%。我们认为，未来鄂州机场启用后，可以通过在枢纽机场集货，提升飞机载运率，并使用宽体机执飞，从而有效降低吨公里成本，提高货运效益，充分体现轴辐式网络的优势

其二是以深圳-北京为例，模拟新旧不同运输方式组合的4种路由，新路由不仅成本节省，同时或带来更多时效产品选择可能性。我们假设由深圳到北京运送8吨快递包裹，对不同路由下成本进行测算比较。发现，尽管存绕道成本，但在鄂州集货使得装载率提升情况下，使用宽体机执飞将有效降低单位成本，窄体机+宽体机组合将降低22%成本，而空铁联运更可降低70%成本。

同时，我们认为鄂州机场为枢纽的路由设计，或进一步提供更多时效产品选择可能性。1) 当前模式下机场时刻为制约因素之一，货机通常在夜间飞行，而客机腹仓成本相对高，灵活性相对低。由此使得公司可提供的次晨达高端产品范围有局限。2) 鄂州机场投产后，依据我们前述路由模拟，当天可运输至鄂州，夜间飞至目的地，对于次晨达不仅不会产生时效影响，反而会助于覆盖范围，同理对于更广泛的的城市可继续提升整体时效水平，减少票均生命时长。3) 或存推出更多朝发夕至的即日达产品的可能性。

一、单位成本角度：大机型较小机型明显节约

（一）公司全货机机队规模全国领先，但测算当前载运率或不足 50%

国内快递企业中，仅顺丰控股、EMS 和圆通速递三家公司成立了物流航空公司，拥有独立航空运输能力。而无论从全货机数量、航线数还是运输能力，顺丰控股在国内行业中都是领先的。

从机队规模看：截至 2019 年底，顺丰共有 58 架自营全货机，平均机龄 23.52 年，另租赁 13 架全货机，合计 71 架货机，机队规模为国内最大（注：我国全货机 173 架，顺丰机队占比 41%）。

从机队结构看：公司宽体机 767 及 747 共 10 架。宽体机运载空间更大、燃油效率更高，在运力与运能上表现更为优越。如 767 最大载重 50 吨，而 747 更是高达 120 吨，窄体机 737 仅 16-18 吨，747 的载重是 737 的 7 倍左右，767 也为 737 的 3 倍左右。

从货运量看：顺丰 2019 年航空货运量 135 万吨/8.7 亿票，占公司业务量的 18%，占全国国内货邮总运输量的 24.8%。其中全货机机队发货量 57.87 万吨，占比 43%，散航发货量 77.5 万吨，占比 57%。

单架次发货：全货机单架次发货 15.39 吨，而散航仅 0.51 吨。注：2019 年公司全货机机队共执行航线 73 条，总航班量 3.78 万次，日均航班量 103 次，发货总量 57.87 万吨，日均 1585 吨，即单架次平均发货 15.39 吨。

平均载运率：或不足 50%。按照最大载荷和架数进行加权，测算公司单架次平均最大载荷为 35.1 吨，则公司平均载运率理论值约为 44%（15.4/35.1）。

图表 1 顺丰航空货运结构

类型	内容	数值	日均	单架次发货（吨）
全货机	自营投产飞机架数	58架		
	外部包机架数	13架		
	全货机线路条数	73条		
	航班总数	3.78万次	103次	
	发货总量	57.87万吨	1585吨	15.39
散航	散航线路条数	2029条		
	航班总数	150.77万次	4131次	
	发货总量	77.45万吨	2122吨	0.51

资料来源：公司年报、华创证券

图表 2 顺丰自营全货机

机型	架数	最大起飞重量（吨）	最大载荷（吨）	货舱容积（立方米）	载重（吨）	载重占比
B737-300F	14	62	16	130	224	11%
B737-400F	3	68	18	149	54	3%
B757-200F	31	120	36	237	1116	55%
B767-300F	8	190	50	454	400	20%
B747-400ER(F)	2	400	120	946	240	12%
合计	58				2034	
单架载重					35.1	

资料来源：公司年报、华创证券

（二）宽体机集货后执飞将显著助于单位成本下降

模拟 1：相同载运率下单位成本比较。

我们以深圳-北京航线为例（2077 公里，3 小时），假设载运率均为 50%，测算其不同机型下的成本，很明显，机型越大，吨公里成本越低。

737F 吨公里成本约 3.58 元，而 747 货机吨公里成本仅为 1.86 元，是其 50% 左右，767 货机吨公里成本为其 60% 左右。（模拟测算数据仅供参考，或与实际存出入）

图表 3 不同机型执飞深圳-北京吨公里成本模拟测算（单位：元）

	B737-300F	B737-400F	B757-200F	B767-300F	B747-400ER(F)
折旧	2603	2765	3253	3579	5205
航油	37125	40500	60750	74250	148500
维修	9281	10125	15188	18563	37125

	B737-300F	B737-400F	B757-200F	B767-300F	B747-400ER(F)
机组	3000	3000	3600	3600	4200
起降停场	1944	2144	3945	6308	15960
地面服务	2096	2286	3996	5326	11976
进近指挥费	226	248	612	969	2508
航路费	810	810	1080	1080	1163
民航发展基金	2389	2389	3583	3583	4777
合计	59473	64266	96007	117257	231415
吨公里成本	3.58	3.44	2.57	2.26	1.86
为 737-300F 的比例		96%	72%	63%	52%

资料来源：民航局、公司官网、华创证券

模拟 2: 不同载运率下单位成本比较

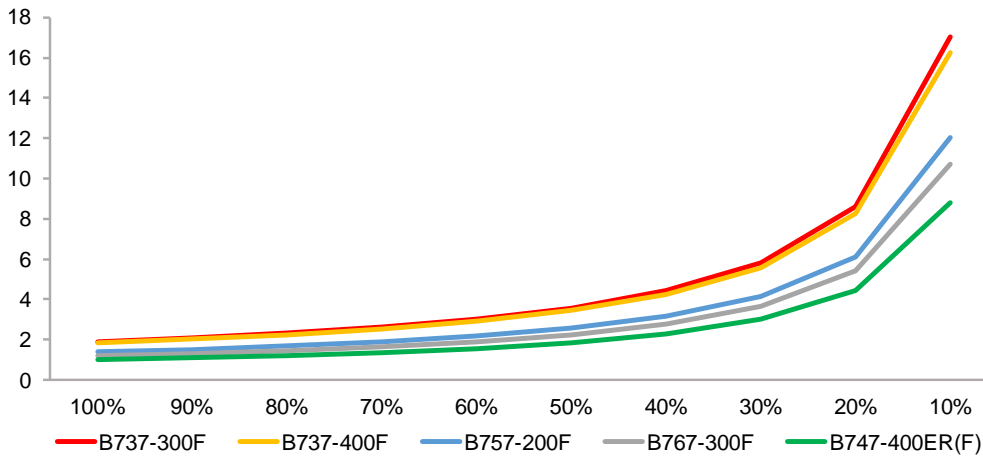
载运率不同对于油耗和起降费有所影响。假设空载是满载平均油耗的 80%，不同机型随着载运率的上升，吨公里成本快速下降，因此载运率的提高对于货运单位成本下降效果显著。

测算满载情况下，单位吨公里成本是 50%载运率下的 53%左右。

图表 4 不同载运率下不同机型的吨公里成本比较

载运率	B737-300F	B737-400F	B757-200F	B767-300F	B747-400ER(F)
100%	1.90	1.84	1.38	1.20	0.99
90%	2.09	2.01	1.51	1.32	1.09
80%	2.32	2.24	1.68	1.47	1.21
70%	2.62	2.52	1.89	1.66	1.36
60%	3.02	2.90	2.17	1.91	1.57
50%	3.58	3.44	2.57	2.26	1.86
40%	4.42	4.24	3.16	2.79	2.29
30%	5.82	5.57	4.15	3.66	3.01
20%	8.62	8.24	6.12	5.42	4.45
10%	17.01	16.25	12.05	10.70	8.78

资料来源：民航局、公司官网、华创证券

图表 5 不同载运率下不同机型的吨公里成本比较图


资料来源：民航局、公司官网、华创证券

根据上述假设，假设由深圳至北京运送 100 吨货物，分别采用 737 和 747 执飞，则需要 737 共 7 架次（ $100/16=6.25$ ），或 747 仅需 1 架次。

假设 737 各架次航班载运率相同均为 89.3%，747 对应载运率 83.3%，

测算得 737 单架次成本为 6.24 万元，吨公里为 2.10 元，总成本为 43.65 万元；

747 单架次成本为 24.19 万元，吨公里成本为 1.17 元，则运输 100 吨货物，宽体机总成本相比窄体机总成本节约 19.46 万元，或 44.6%，宽体机运输有显著的成本优势。

更为重要的是，我们认为，未来鄂州机场启用后，可以通过在枢纽机场集货，提升飞机载运率，并使用宽体机执飞，从而有效降低吨公里成本，提高货运效益，充分体现轴辐式网络的优势。

附：相关参数模拟

折旧成本：公司自营飞机平均机龄为 23.52 年，参考公司此前交易报价、公司固定资产原值、第三方披露的不同机型-机龄市场价值等确定；折算到单位小时折旧成本看，B737、757、767、747 成本分别为 868、1084、1193、1735 元；

燃油成本：参考同系列新机型油耗水平，并考虑飞机老旧，提高 10-20% 燃油消耗，并假设 4500 元/吨的航空煤油价格；B737、757、767、747 单小时燃油成本分别为 1.23、2.02、2.48、4.95 万元；

维修成本：假设约为燃油成本的 25%；

机组费用：按照机长 500 元/小时，副机长 300 元/小时，其他随机工作人员 200 元/小时计算，除机长副机长外，737 按照随行人员 1 人，757、767 为 2 人，747 为 3 人计算；

起降停场费：货机仅发生起降费、停场费、货邮安检费三项，不考虑疫情减免；

地面服务费：按照客机标准执行（收费均为按照最大业载计算）；

进近指挥费和航路费：参考收费标准；

民航发展基金：按照第一类航线收费标准计算。不考虑疫情减免。

(三) 东航物流货机水平的验证参考

我们以东航物流（拟 IPO）全货机经营水平作为参考，来验证前述测算的合理性。

2018 年底，东航物流旗下共拥有全货机 9 架，其中 3 架为 B747-400F，6 架为 B777 系列；2 架 747 为融资租赁（其中一架已到期转为公司所有），其余 7 架均为经营租赁。此外公司飞机几乎均为一手引进，引进日从 2007 至 2011 年不等，即平均机龄在 9-15 年左右。

2018 年公司货邮运输总周转量 53.93 亿吨公里，其中全货机 28.05 亿吨公里，经营航线 12 条，全货机运输收入 41.34 亿元，全货机运输成本 36.78 亿元，由此可得公司全货机吨公里收入 1.474 元/吨公里，吨公里成本为 1.311 元/吨公里。

我们观察东航物流旗下全货机机队（即中国货运航空，代码 CK）航线情况，无国内航线，除少量港台和日韩、新加坡航线外，均为欧美长航线。

图表 6 东航物流全货机航线

	航线	周班次
地区航线	上海浦东-台北桃园	5
	上海浦东-香港	7
亚洲航线	上海浦东-东京成田	3
	上海浦东-大阪关西	5
	上海浦东-首尔	6
	上海浦东-(宁波/曼谷)-新加坡	9
欧美航线	上海浦东-(萨拉格萨)-阿姆斯特丹	8
	上海浦东-法兰克福	3
	上海浦东-洛杉矶	14
	上海浦东-(安克雷奇)-(亚特兰大)-芝加哥	16

资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

参考前述参数，对 B747 和 B767 远程长航线吨公里成本进行测算，考虑东航飞机相对较新，燃油消耗等低于老旧飞机，且东航物流依托东航部分成本有所节约，则测算值基本与东航物流全货机吨公里成本水平一致，即前述参数取值和测算基本符合实际情况。

注：选择上海浦东-法兰克福（8867 千米，11.2 小时）和上海浦东-洛杉矶（10427 千米，11.2 小时）测算。

图表 7 B747 和 B767 远程长航线吨公里成本水平（单位：元）

	上海浦东-法兰克福		上海浦东-洛杉矶	
	B747-400ER(F)	B767-300F	B747-400ER(F)	B767-300F
折旧	19434	13361	19434	13361
航油	554400	277200	554400	277200
维修	138600	69300	138600	69300
机组	15680	13440	15680	13440
起降停场	26970	11134	26970	11134
地面服务	11976	5326	11976	5326
进近指挥费	4264	1647	4264	1647

	上海浦东-法兰克福		上海浦东-洛杉矶	
航路费	4000	3000	4000	3000
民航发展基金	7300	5500	7300	5500
飞越费用	27468	24035	33708	29495
机组过夜	3000	2000	3000	2000
合计	813092	425943	819332	431403
吨公里成本	1.53	1.92	1.31	1.65

资料来源：民航局、公司官网、华创证券

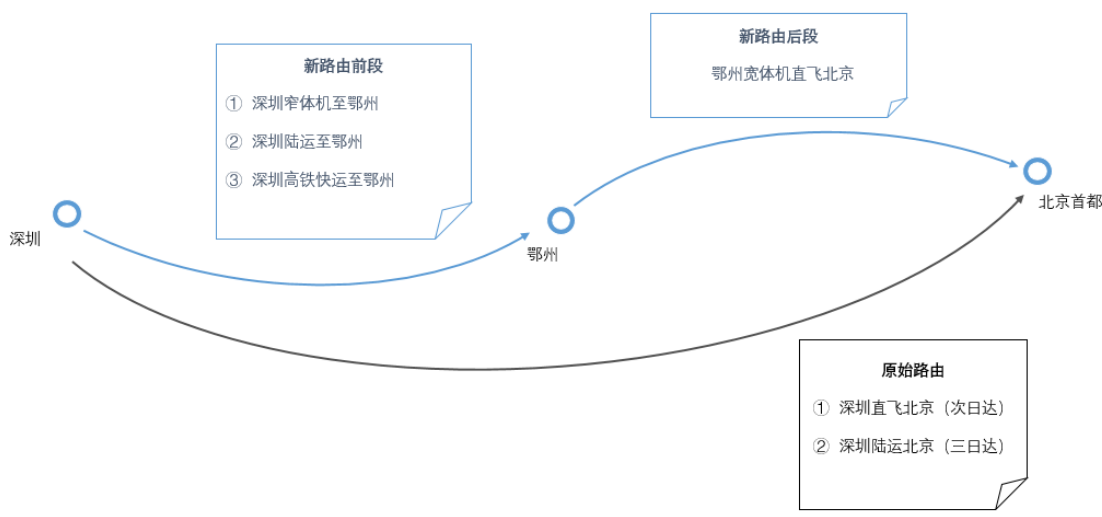
二、多情景下轴辐式运输成本模拟

假设鄂州机场启用后，采用轴辐式运输模式，会存在四种路由（4种运输场景）。

- 1) B737 窄体货机深圳直飞北京；
- 2) 窄体机运送至鄂州机场，与其他包裹混合用宽体机运至北京；
- 3) 汽车运输至鄂州机场，与其他包裹混合用宽体机运至北京；
- 4) 高铁运输至鄂州机场，与其他包裹混合用宽体机运至北京。

我们假设由深圳到北京运送 8 吨快递包裹，对不同路由下成本进行测算比较。（注：由于首端运送和末端运送为各情境下均发生，因此仅需考虑中间环节运输成本。）

图表 8 四种路由示意图



资料来源：华创证券

（一）不同路由下成本比较：轴辐式下，鄂州机场将有效提升航空货运经济性

1、B737 窄体货机深圳直飞北京：吨公里成本 3.58 元，综合耗时约 6 小时

即前文章节测算成本，总成本 59473 元，吨公里成本 3.58 元/吨公里。

考虑装卸环节，预计该路由总耗时约 6 小时；

2、窄体机（深圳-鄂州）+宽体机（鄂州+北京）：吨公里成本 2.78 元，综合耗时 8.2 小时

假设鄂州机场与深圳、北京航距和飞行时间与武汉机场相同（深圳-武汉为 938 公里，飞行 1.5 小时；武汉-北京为 1133 公里，飞行 1.7 小时）。

测算：

1) 737 窄体机执飞深圳-鄂州段：运输成本合计 31715 元，吨公里成本 4.23 元/吨公里；

2) 747 执飞鄂州-北京段：

假设在机场换大飞机转运成本为 50 元/吨，则转运成本合计 400 元；

747 执飞鄂州-北京，假设混合来自其他区域的包裹后，载运率提升为 70%，则后半段合计成本 148162 元，吨公里成本 2.18 元。

则 8 吨货物合计成本为 $31715+400+148162 / (120*0.7) *8=46226$ 元，相比窄体机直飞北京的 5.9 万元节省 1.3 万元或 22%。综合吨公里成本 2.78 元。

考虑装卸及转运环节，预计综合耗时约 8.2 小时

3、汽车运输（深圳-鄂州）+宽体机（鄂州+北京）：吨公里成本 1.18 元，综合耗时 18.7 小时

1) 汽车运输（深圳-鄂州）：参考第三方数据，假设公司汽运成本为吨公里 0.6 元，深圳至鄂州公路里程约为 1050 公里，则总成本约为 5040 元；耗时约 12 小时。

2) 747 执飞鄂州-北京段

假设在鄂州转运成本约为 500 元/吨，则转运成本合计 400 元；

747 执飞鄂州-北京，假设混合来自其他区域的包裹后，载运率提升为 70%，则后半段合计成本 148162 元，吨公里成本 2.18 元。

则 8 吨货物合计成本为 $5040+400+148162 / (120*0.7) *8=19551$ 元，相比窄体机直飞节省 39922 元或 67%。综合吨公里成本 1.18 元。

预计总耗时 18.7 小时。

4、高铁运输（深圳-鄂州）+宽体机（鄂州+北京）：吨公里成本 1.08 元，综合耗时 12.7 小时

假设高铁快运吨公里成本 0.4 元，深圳-鄂州高铁（开通后）运行市场约 4.5 小时，里程约 1000 公里，总成本约为 3200 元；

假设在鄂州转运成本约为 75 元/吨（需要高铁-地面和地面-飞机两次转运），转运成本 600 元；

后半段采用 747 执飞，假设混合其他包裹后，载运率为 70%，则后半段合计成本 148162 元，吨公里成本 2.18 元。

则 8 吨货物合计成本为 $3200+600+148162 / (120*0.7) *8=17911$ 元，相比窄体机直飞节省 41562 元或 70%。综合吨公里成本 1.08 元。

预计总耗时 12.7 小时。

图表 9 四种路由及运输方式下成本测算

	窄体机	窄体机+宽体机	汽车+宽体机	高铁+宽体机
货物运输（吨）	8	8+84（70%载运率）	8+84（70%载运率）	8+84（70%载运率）
距离（千米）	2077	938+1133	1050+1133	1000+1133
总成本（万元）	5.9	18.0	15.4	15.2
深圳-鄂州段（窄体机/陆运/高铁）		3.2	0.5	0.3
中转环节		0.04	0.04	0.06
鄂州-北京段（宽体机）		14.8	14.8	14.8
折算为8吨货物成本（万元）	5.9	4.6	2.0	1.8
为窄体机直飞成本比例		78%	33%	30%
吨公里成本（元）	3.58	2.78	1.18	1.08
总耗时（小时）	6	8.2	18.7	12.7
装卸	3	3	3	3
深圳-鄂州段（窄体机/陆运/高铁）	3	1.5	12	5
中转环节		2	2	3
鄂州-北京段（宽体机）		1.7	1.7	1.7

资料来源：华创证券综合测算

由此，尽管存在绕道成本，但在鄂州集货使得装载率提升情况下，使用宽体机执飞将有效降低单位成本，窄体机+宽体机组合将降低 22% 成本，而空铁联运更可降低 70% 成本。

（二）鄂州机场为枢纽的路由设计，或进一步提供更多时效产品选择

本篇中，我们暂不讨论轴辐式模式下公司覆盖范围将较此前点对点飞行大幅提升，从而为更多城市客户提供品质更好，价格相对更高的时效件产品。

我们仅以前述新路由的设计下，综合耗时是否影响产品选择进行讨论。

公司现有时效主要产品品类：

根据公司年报及官网显示，公司时效主要产品为顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快，分别为在指定服务范围及寄递时间内收集，当日 20 点前、次日 12 点前、次日 18 点前送达。

从范围上看：

同城、省内件以及经济区域（经济区域包含：京津冀区域，江浙沪皖区域，川渝区域，黑吉辽区域）内互寄、以及省外经济区域互寄一般可选即日/次晨达；

相对距离较远区域/偏远区域为隔日达。

（注：公司国内最远寄递时长约需 3-4 天，以黑龙江漠河-新疆喀什或黑龙江漠河-云南瑞丽为例，即当日寄出，第三天晚上 6 点前或第四天中午 12 点前送到。）

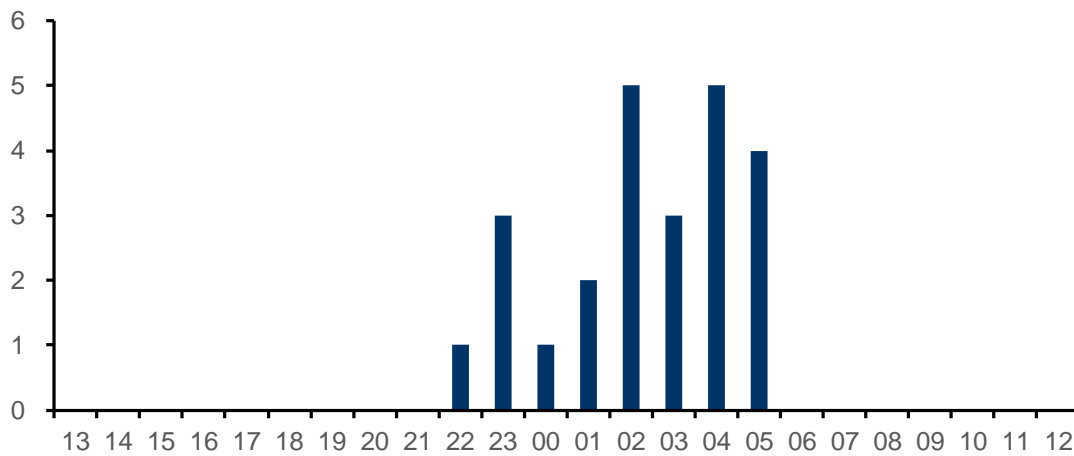
制约因素之机场时刻：

公司在主要城市时刻较少，且集中于夜间，导致公司高端时效产品即日/次晨及标快次日达产品仅能覆盖核心经济区域，部分相对较远城市/非核心城市仅能为隔日达。

以深圳为例，我们查阅公司现有深圳机场时刻，均集中在当天晚上 10 点半之后到第二天凌晨 6 点之前。如深圳直达北京航班每天共有两班，分别为 2 点整和 2:35 起飞。

时刻分布的相对狭窄导致公司只能依赖于外部客机腹仓租赁，而客机腹仓的相对缺陷在于：时效和资源无法严格保障；灵活性不足；租赁成本较高等。

图表 10 顺丰深圳起飞时刻分布



资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

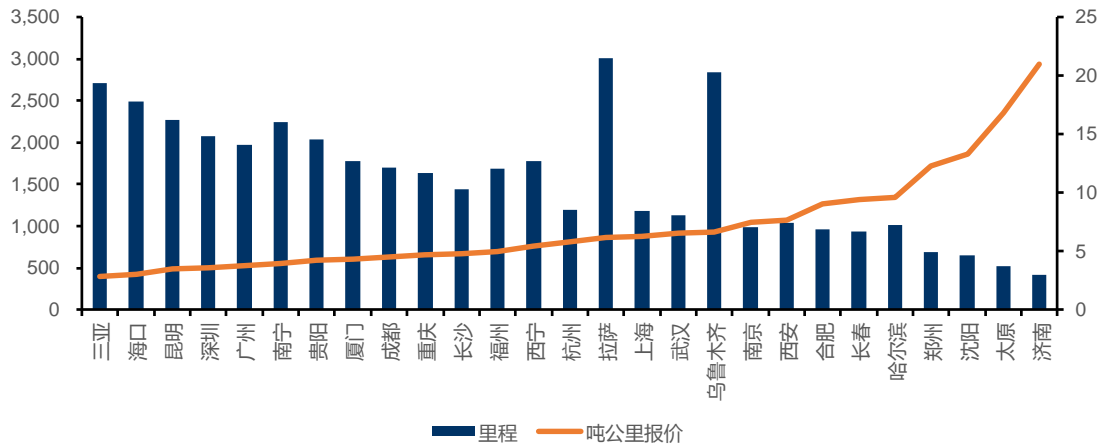
附：全货机成本与租赁客机腹仓报价。我们查询相关货代公司由北京出发至全国主要城市折合吨公里报价，除拉萨和乌鲁木齐较为特殊外，其他城市报价水平基本随航距拉长而减少，最低报价为三亚（2710 公里），吨公里报价为 2.83 元，最贵为济南（412 公里），吨公里报价为 21.01 元。

其中北京至深圳报价为 3.55 元，与前述 737-300F 吨公里成本 3.58 元较为接近，而其他机型运价均显著低于该报价。

我们认为在公司全货机运营良好、载运率较高、宽体机占比提高情况下，总体航空货运吨公里成本将显著小于当前租赁客机腹仓成本。

此外客机腹仓租赁由于涉及货物交接等，时效较差。货代公司普遍要求在航班起飞前 4-6 小时交付货物，而自营全货机在时效方面可以更为灵活。

图表 11 北京至全国主要城市航空货代报价



资料来源：上海机场航空货运，华创证券

我们以深圳-若干城市互寄为例以说明。

均假设为 4 月 9 日上午 9 点下单，运输距离增加，时效逐步拉长，全国主要城市之间基本均可在 2 日内送达，广东省内可选即日或次日达，省外除联通经济区域核心城市（如深圳-上海/杭州等）可实现次晨达外，其他基本均为次日达，3000 公里以上距离一般为隔日达。

此外其他非主要城市时效相比周边主要城市时效增加半天到一天。

图表 12 顺丰深圳出发部分主要城市运费时效

	距离	可选产品		
深圳-广州	100	即日(9日20点前, 16元)	标快(10日12点前, 13元)	
深圳-河源	150		标快(10日12点前, 13元)	
深圳-揭阳	260		标快(10日18点前, 13元)	
深圳-福州	750		标快(10日18点前, 20元)	
深圳-上海	1343	次晨(10日12点前, 23元)	标快(10日18点前, 23元)	标快(陆运, 11日12点前, 18元)
深圳-成都	1446		标快(10日18点前, 23元)	标快(陆运, 11日12点前, 18元)
深圳-石家庄	1750		标快(10日18点前, 23元)	标快(陆运, 11日12点前, 18元)
深圳-北京	2077		标快(10日18点前, 23元)	标快(陆运, 11日18点前, 18元)
深圳-沈阳	2671		标快(10日18点前, 23元)	标快(陆运, 12日12点前, 18元)
深圳-哈尔滨	3034		标快(11日12点前, 25元)	标快(陆运, 13日12点前, 20元)
深圳-乌鲁木齐	3900		标快(11日12点前, 28元)	标快(陆运, 14日12点前, 22元)

资料来源：公司官网，华创证券

我们认为枢纽的建立可以大幅优化公司航线网络，不仅不会因绕道的时间成本而影响此前时效品质，反而可提高时效件覆盖范围。

1) 次晨达产品的大范围覆盖。

当前公司次晨达产品仅能覆盖核心经济区域的核心城市，而鄂州机场的建立使得次晨达产品覆盖范围扩大。

以深圳发往全国各地为例，参考上述测算，假设为当日 12 点寄件，公司采用窄体机、陆运或高铁快运方式将包裹送至鄂州，预计可在当天送至鄂州机场，而鄂州机场作为货运枢纽机场，预计会有更灵活的时刻安排发出货运航班，通达主要城市。

考虑货物装卸和飞行时间，预计可在次日凌晨通达主要经济城市，不仅不会产生绕道成本导致时效受到影响，反而可实现次晨达产品的覆盖范围扩大。

2) 继续提升整体时效水平，减少票均生命时长。

随着鄂州机场投产后，公司覆盖范围将明显提升。基于前述测算，理论上可以实现国内主要经济城市的次晨达，周边城市包裹再通过陆运等通达，可基本保证全国范围内的 2 日达。

3) 或可推出更多朝发夕至的即日达产品。

当前公司即日达产品仅限于同城或省内较近城市之间（深圳-广州/深圳-珠海等）。

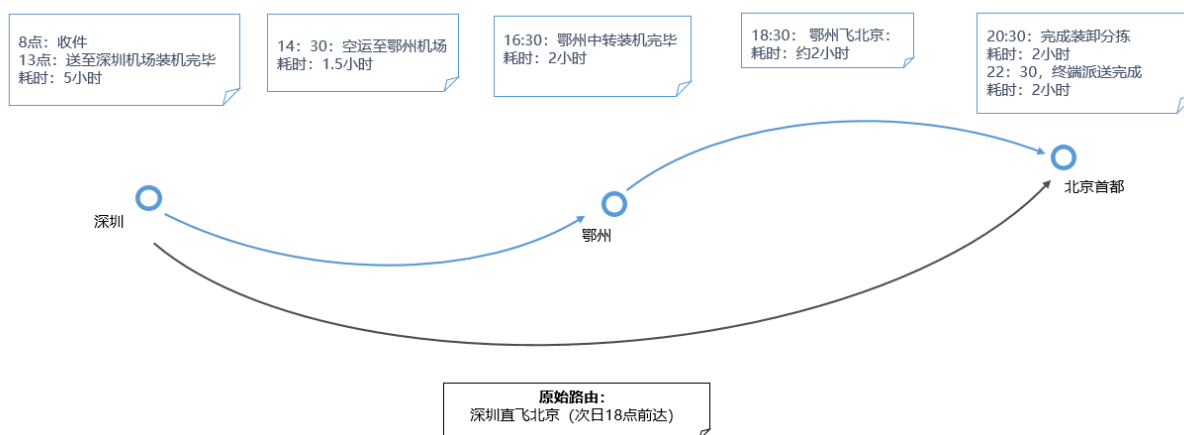
鄂州机场建立以后，假设仍为深圳至北京快递：

上午 8 点深圳指定区域内发出寄件要求，5 小时内深圳机场装机完毕，14 点 30 分可运输至鄂州机场，2 小时中转装机，18 点半可抵达北京首都机场，有望在当天晚上 10 点 30 分送达指定范围内的客户。

即便次日配送，也相较于当前深圳-北京需要在次日 18 点前送达而言明显提升时效。

（注：理论模拟，实际操作或有多重限制需论证）。

图表 13 深圳-北京路由时效模拟



资料来源：华创证券

三、投资建议及风险提示

1) 盈利预测：

维持 2020-21 年盈利分别为 61.2 及 74.8 亿，对应 20-21 年 PE35、29 倍。

2) 投资建议:

我们对顺丰进行分部估值，传统盈利业务（时效件+经济件）给予 30 倍 PE（预计 1850 亿市值），新业务给予 2 倍 PS（预计 450 亿市值），不考虑公司科技投入还原情况下，预计至少对应综合市值 2300 亿，维持“推荐”评级。

3) 风险提示：时效件业务量受疫情冲击影响超出预期，特惠件业务成本投入超出预期，新业务减亏低于预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	18,521	24,996	38,098	52,586
应收票据	43	53	62	72
应收账款	12,045	14,592	17,215	20,090
预付账款	2,654	3,285	3,880	4,525
存货	882	1,091	1,289	1,503
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8,752	10,062	11,348	12,757
流动资产合计	42,897	54,079	71,892	91,533
其他长期投资	2,485	2,590	2,692	2,804
长期股权投资	2,222	2,222	2,222	2,222
固定资产	18,904	19,773	19,480	19,342
在建工程	3,116	3,216	3,316	3,016
无形资产	10,008	9,007	8,107	7,296
其他非流动资产	12,903	11,002	10,728	10,509
非流动资产合计	49,638	47,810	46,545	45,189
资产合计	92,535	101,889	118,437	136,722
短期借款	6,053	5,053	5,553	6,053
应付票据	30	37	44	51
应付账款	11,988	14,837	17,525	20,438
预收款项	670	820	968	1,129
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	2,092	1,800	1,900	1,700
其他流动负债	10,148	12,011	13,956	16,073
流动负债合计	30,981	34,558	39,946	45,444
长期借款	6,540	12,081	17,622	23,163
应付债券	10,598	8,000	7,500	7,500
其他非流动负债	1,922	1,942	1,922	1,933
非流动负债合计	19,060	22,023	27,044	32,596
负债合计	50,041	56,581	66,990	78,040
归属母公司所有者权益	42,420	45,354	51,640	59,049
少数股东权益	74	-46	-193	-367
所有者权益合计	42,494	45,308	51,447	58,682
负债和股东权益	92,535	101,889	118,437	136,722

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9,121	10,395	11,569	12,942
现金收益	10,811	11,611	12,930	13,996
存货影响	-64	-210	-198	-214
经营性应收影响	-4,672	-3,218	-3,258	-3,560
经营性应付影响	4,333	3,006	2,842	3,082
其他影响	-1,287	-795	-747	-362
投资活动现金流	-14,049	-2,942	-3,500	-3,200
资本支出	-9,395	-4,843	-3,774	-3,419
股权投资	-18	0	0	0
其他长期资产变化	-4,636	1,901	274	219
融资活动现金流	7,372	-978	5,033	4,746
借款增加	9,021	1,651	5,641	5,841
股利及利息支付	-1,791	-2,169	-2,467	-2,610
股东融资	204	0	0	0
其他影响	-62	-460	1,859	1,515

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	112,193	137,342	162,032	189,088
营业成本	92,650	114,668	135,441	157,956
税金及附加	280	336	396	462
销售费用	1,997	2,169	2,395	2,620
管理费用	9,699	10,885	12,539	14,389
研发费用	1,193	1,487	1,754	2,047
财务费用	683	734	730	597
信用减值损失	-238	-200	-150	-150
资产减值损失	-179	30	30	30
公允价值变动收益	350	200	200	200
投资收益	1,076	700	600	200
其他收益	740	180	175	175
营业利润	7,409	7,969	9,627	11,468
营业外收入	212	120	200	200
营业外支出	195	190	180	180
利润总额	7,426	7,899	9,647	11,488
所得税	1,801	1,896	2,315	2,757
净利润	5,625	6,003	7,332	8,731
少数股东损益	-172	-120	-147	-175
归属母公司净利润	5,797	6,123	7,479	8,906
NOPLAT	6,142	6,561	7,887	9,184
EPS(摊薄) (元)	1.31	1.39	1.69	2.02

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	23.4%	22.4%	18.0%	16.7%
EBIT 增长率	31.8%	6.5%	20.2%	16.5%
归母净利润增长率	27.2%	5.6%	22.1%	19.1%
获利能力				
毛利率	17.4%	16.5%	16.4%	16.5%
净利率	5.0%	4.4%	4.5%	4.6%
ROE	13.6%	13.5%	14.5%	15.2%
ROIC	14.7%	14.1%	14.0%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	55.5%	56.6%	57.1%
债务权益比	64.0%	63.7%	67.1%	68.8%
流动比率	138.5%	156.5%	180.0%	201.4%
速动比率	135.6%	153.3%	176.7%	198.1%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4
应收账款周转天数	31	35	35	36
应付账款周转天数	39	42	43	43
存货周转天数	3	3	3	3
每股指标(元)				
每股收益	1.31	1.39	1.69	2.02
每股经营现金流	2.07	2.35	2.62	2.93
每股净资产	9.61	10.27	11.70	13.38
估值比率				
P/E	37	35	29	24
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	16	15	13	12

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500