

鼎泰新材 (002352.SZ)

快递行业

评级: 买入 维持评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 47.20元
 目标价格(人民币): 66.00-68.00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)	132.98
总市值(百万元)	11,020.84
年内股价最高最低(元)	48.52/13.78
沪深300指数	3306.56
深证成指	10782.31



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	0.574	0.756	0.962
每股净资产(元)	9.22	6.06	11.27	12.05	13.03
每股经营性现金流(元)	1.91	0.91	2.15	1.63	1.91
市盈率(倍)	76.27	148.71	42.55	32.32	25.38
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%	1111.92%	31.68%	27.31%
净资产收益率(%)	3.36%	3.55%	5.22%	6.43%	7.56%
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

- **最好的赛道——风口上的快递物流行业孕育明星企业:** 快递行业将迎来黄金发展十年, 政策和制度红利预期将大规模释放, 移动互联网的发展、城镇化的推进、基础交通设施的建设和消费升级共同推动了快递行业的发展。快递行业在十三五期间将保持 30% 的收入增速规模, 到 2020 年全国快递业务收入规模超过 8000 亿元。2016 年成为中国快递上市元年, 顺丰和“三通一达”全数登陆资本市场, 圆通、顺丰已经顺利过会, 预计中通在年内也会在美股上市, 资本的持续涌入将加快行业的演变整合步伐。按照中国快递物流市场的体量必然诞生世界级的快递物流巨头, 那么谁会是中国的 UPS 呢?
- **顺丰特色: 精准定位中高端市场, 直营创造品牌优势:** 作为国内快递行业的标杆企业, 顺丰采用集中差异化战略定位中高端市场, 占据绝对优势。极具前瞻性的直营模式为顺丰赢得了服务质量和市场控制力, 带来的良好口碑和品牌溢价支撑了较高的业务单价。直营模式下自有的庞大网络、运力、IT 系统尤其是国内快递企业少见的货运飞机保证了速递业务的速度与安全。顺丰借壳上市募资 80 亿继续专注于干线网络、航空机队、信息平台、冷链项目的建设, 深挖护城河保持竞争优势, 在鄂州建立的航空枢纽将作为基点覆盖全国的航空货运网络, 预计在未来会有更大的利润弹性释放更多的利润。
- **顺利过会, 展望未来, 转型综合物流服务商是顺丰的必然选择:** 物流综合化成为行业的重要趋势, 从国际上看, 最具竞争力的物流企业还是具备供应链管理能力的综合物流商而非单一的快递公司。供应链能力是未来竞争的核心能力, 快递物流企业供应链越完整, 整体供应链效率越高, 获取利润的能力就越强。顺丰一向敢为人先在“无人区”大胆试错, 变革让顺丰不断成长, 在关键节点一定会选择坚决转型。同时, “三通一达”、菜鸟网络、电商自建物流、众包众筹思维下的行业模式都在侵蚀顺丰的市场。目前顺丰已经顺利过会, 展望顺丰未来的成长路径, 行业的大趋势、顺丰的创新特质和竞争对手的倒逼注定了其成长为综合物流服务商的必然。
- **构建三位一体的开放生态系统, 综合物流服务格局初显:** 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。向深: 打通物流全产业链, 仓配、冷运、供应链、重货运输配合快递构成了完整的物流板块; 向外: 探索电商、金融等多元化业务, 联动主营快递物流板块; 向下: 开通“顺丰优选”实体店布局 O2O 社区大平台, 创建“丰巢

相关报告

1. 《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

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

科技”研发运营智能快递柜解决“最后一公里”痛点，加强与终端用户的联结。顺丰物流、顺丰金融、顺丰商业形成“铁三角”相互协调，综合物流服务商的格局已经初步显现。顺丰有着与中国本土其他快递企业最与众不同的气质以及与国际快递物流巨擘 UPS、FedEx、DHL 最相似的基因，是中国快递物流行业的真正王者，也是最有可能崛起为世界级巨头的企业。

投资建议

- 作为国内快递行业的标杆企业，顺丰在品牌口碑、快递经营模式、网络运力建设等方面龙头优势明显。同时顺丰向快递产业链上下游拓展，积极涉足电商、金融等领域。从中长期来看，随着中国快递市场规模维持中高速增长，顺丰转型综合物流服务商的预期不断强烈，顺丰控股的市值有望向美国快递物流龙头 UPS 看齐，对比目前还有很大的发展空间。目前顺丰已经顺利过会，预测 16-18 年 EPS 为 0.57/0.76/0.96 元/股（为方便对比，预测采用顺丰控股全年业绩）。维持“买入”评级。

风险

- 宏观经济风险；政策变化风险；行业竞争加剧风险；新业态形态变化风险。

内容目录

引言:借壳上市——中国民营第一快递的卫冕之战.....	6
最好的赛道——风口上的快递物流行业孕育明星企业.....	9
物流产业迎来黄金十年, 标准化与海量产品将催生快递巨头	9
中国 UPS 虚位以待	11
“顺丰奇迹”: 草根企业的转型扩张进程.....	12
顺丰崛起之路——三次重要转型	12
“顺丰帝国”的最终构建	13
股权结构.....	14
顺丰特色: 精准定位中高端市场, 直营创造品牌优势.....	15
明确市场定位, 服务质量、时效性成为行业标杆.....	15
直营模式极具前瞻性, 有望厚积薄发.....	18
快递网络全面覆盖, 航空枢纽、机队建设深挖护城河	19
前有京东阿里后有三通一达, 顺丰能否突破重围	22
“三通一达”首推圆通.....	23
菜鸟网络: 野心勃勃的阿里巴巴	24
电商自营物流的“入侵”	25
物流零担涉足快递、众包众筹模式的侵蚀.....	26
制胜未来: 进军综合物流服务商, 延伸产业链构建开放生态系统	26
顺丰的必然选择: 转型综合物流服务商, “供应链+”再造产业生态	26
向深: 快递与零担融合泛物流化, 打通物流全产业链	27
向外: 探索电商、金融等多元化业务, 联动主营快递物流板块.....	28
向下: 快递与终端用户加强联结, 布局 O2O 社区大平台.....	29
盈利预测及投资评级.....	33

图表目录

图表 1: 快递业掀起上市潮.....	6
图表 2: 顺丰借壳上市方案.....	7
图表 3: 本次重组及增发测算.....	8
图表 4: 考虑募集配套资金后的股权结构.....	8
图表 5: A 股借壳上市快递企业经营交易数据对比 (单位: 亿元)	9
图表 6: 全国规模以上快递业务量.....	9
图表 7: 全国规模以上快递业务收入规模.....	9
图表 8: 快递行业由野蛮生长步入行业整合阶段.....	10
图表 9: 中美日快递市场集中度比较.....	10
图表 10: 波士顿矩阵	10
图表 11: G2 细分行业龙头公司市值比较 (单位: 亿人民币)	11
图表 12: 中国与美国上市快递企业市值比较 (单位: 亿人民币)	11

图表 13: 顺丰发展的主要四个时期.....	13
图表 14: 顺丰发展重大事件.....	13
图表 15: 顺丰持有土地相当于一座中等城市的建成区面积.....	14
图表 16: 顺丰控股下属企业的基本情况.....	14
图表 17: 顺丰控股股权结构及产权控制关系.....	15
图表 18: 战略钟模型.....	15
图表 19: 各企业快递业务单价 (单位: 元/件).....	16
图表 20: 快递行业惨烈的价格战 (单位: 元/件).....	16
图表 21: 2015 年双十一当天各大快递业务量 (单位: 万件).....	16
图表 22: 顺丰淘宝快递指数.....	17
图表 23: 圆通淘宝快递指数.....	17
图表 24: 中通淘宝快递指数.....	17
图表 25: 韵达淘宝快递指数.....	17
图表 26: 2015 年国内主要快递申诉率.....	17
图表 27: 2015 年主要快递品牌满意度比较.....	17
图表 28: 2014-2015 年分品牌 72 小时准时率排名.....	18
图表 29: 加盟模式和直营模式.....	18
图表 30: FedEx 资本性支出占营收比例变化.....	19
图表 31: FedEx 快递单价收入和营业利润率变化情况.....	19
图表 32: 顺丰、圆通、申通网络对比.....	19
图表 33: 顺丰自有庞大的服务网络.....	20
图表 34: 顺丰主要运力网络.....	20
图表 35: 顺丰、圆通机队对比.....	21
图表 36: 顺丰在鄂州建设航空物流枢纽.....	21
图表 37: 顺丰上线“悟空平台”推进“空地一体化”.....	21
图表 38: 顺丰与 FedEx、UPS 货运飞机数量比较 (自营加租赁) (单位:架)	22
图表 39: 顺丰借壳募投主要项目.....	22
图表 40: 快递物流行业的一些趋势和相关现象.....	23
图表 41: 上市快递公司 2015 年业务量比较 (单位: 亿件).....	23
图表 42: 中国“孟菲斯”——圆通速递萧山空港项目效果图.....	24
图表 43: 圆通的自有货机.....	24
图表 44: 菜鸟网络的清晰定位——第四方平台.....	25
图表 45: 菜鸟网络渗透到快递产业链各个环节.....	25
图表 46: 菜鸟网络物流体系.....	25
图表 47: 亚马逊和 UPS “相爱相杀”.....	26
图表 48: 亚马逊的自营分拣中心.....	26
图表 49: 顺丰的“物流普运”业务.....	27
图表 50: 顺丰主要业务板块.....	28

图表 51: 电商平台“顺丰优选”	29
图表 52: 顺丰旗下跨境电商“丰趣海淘”	29
图表 53: “最后一公里”配送效率低下的解决方案	29
图表 54: 顺丰优选线下实体店	30
图表 55: 第一家深圳方鼎华庭顺丰优选便利店	30
图表 56: 新的优选门店采用委托管理模式	31
图表 57: 顺丰优选门店委托招商说明	31
图表 58: “丰巢”智能快递柜	31
图表 59: “丰巢”阵营	32
图表 60: “菜鸟驿站”阵营	32
图表 61: 顺丰控股剥离业务亏损严重 (单位: 万元)	32
图表 62: 顺丰五大事业群	33
图表 63: A 股上市快递企业借壳方案对比 (亿元)	34

引言:借壳上市——中国民营第一快递的卫冕之战

- 2016年5月23日，一则消息引爆沉寂许久的资本市场，鼎泰新材发布公告，宣布将其全部资产和负债与顺丰控股100%股权进行置换，差额部分由鼎泰新材以发行股份方式向顺丰控股大股东购买。宣布启动IPO上市程序不过三个月，顺丰突然改变了对接资本市场的模式，中国民营第一大快递正式宣告以“短平快”的借壳方式登陆资本市场。
- 到2016年8月19日晚间，新海股份公告显示，韵达拟作价177亿借壳新海股份。至此，民营快递巨头申通、圆通、顺丰、韵达、中通全部选择登陆资本市场，国内快递业的竞争也将揭开新战局。

2016年成为中国民营快递企业的“上市元年”，在经历了多年的跑马圈地之后，国内民营快递业的竞争格局已经完成势力割据，快递业增速出现放缓迹象，为打破产品同质化、价格战白热化的僵局，各大快递企业纷纷希望率先上市抢得先机获得资本支持，取得先发优势。

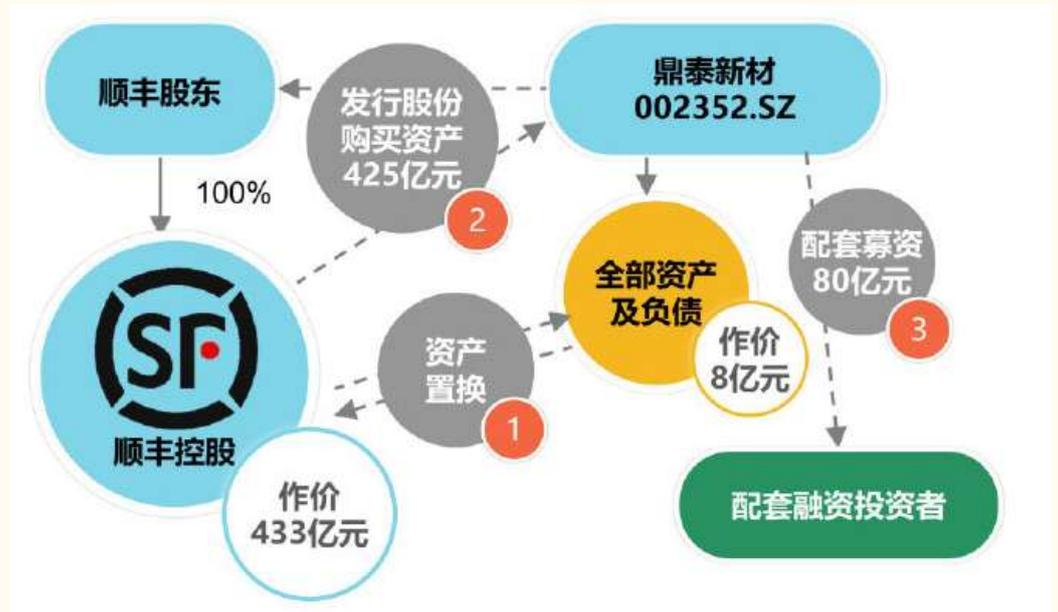
图表 1: 快递业掀起上市潮



来源：国金证券研究所

- 从顺丰借壳鼎泰新材最初公布的预案来看，整个交易主要分为三步：
 - 资产置换：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；
 - 发行股份购买资产：除权除息调整后，拟发行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；
 - 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。

图表 2：顺丰借壳上市方案



来源：网络资料、国金证券研究所

■ 两次修改借壳方案加快过会进程

- 2016年7月26日，顺丰第一次修改借壳方案。根据鼎泰新材的公告，顺丰控股将向其控股股东明德控股或其指定的除顺丰控股及其子公司之外的第三方转让深圳市顺丰合丰小额贷款有限公司100%股权、深圳市顺诚乐丰保理有限公司100%股权和顺诚融资租赁(深圳)有限公司100%股权。顺丰控股剥离合丰小贷100%股权的交易作价为2.99亿元，剥离乐丰保理100%股权的交易作价为5057.46万元，剥离顺诚融资租赁100%股权的交易作价为3.67亿元，三笔交易合计约7.2亿元，受让方以现金支付交易对价。
- 顺丰二次修改A股借壳方案。2016年9月27日晚，鼎泰新材又公布了一份修改版的顺丰控股借壳交易方案。方案显示，计划置入鼎泰新材的顺丰控股，将向控股股东明德控股转让其持有的深圳中顺易金融服务有限公司31.80%股权及深圳市物流产业共赢基金股份有限公司10%股权，转让价分别为2843.10万元、89.76万元，明德控股将以现金支付对价。转让完成后，顺丰控股将不再持有中顺易、共赢基金股权。

对于剥离这两笔资产原因，公告称是“为保证本次重大资产重组顺利实施，根据监管和市场环境变化情况”而作出的决定。实际上，顺丰两次剥离的资产都涉及类金融业务，今年以来金融类资产的上市受到限制。早在5月份借壳预案出炉前，顺丰控股还剥离了旗下主要从事商品销售的子公司顺丰商业和顺丰电子商务相关资产和业务。

■ 借壳方案获证监会通过

顺丰控股此次打包上市的资产主要为顺丰控股速运物流等相关业务，具体包括快递、仓配、冷运、供应链、重货运输等业务板块。顺丰两次修改借壳方案、剥离资产将显著加快了过会的进程。

2016年10月11日傍晚，中国证监会并购重组委发布2016年第75次会议审核结果公告：马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司（发行股份购买资产）获有条件通过。

这意味着，顺丰将很有可能成为圆通之后，第二家正式登陆股市的快递企业。自5月23日首次披露借壳方案，到今天获得证监会有条件通过，顺丰用时141天，刷新了圆通194天借壳上市的记录，再次定义了中国快递之“快”。

按照交易方案，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3：本次重组及增发测算

原有股本（亿股）	2.33
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）	39.50
募集配套资金（亿元）	80
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

- 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广投资及古玉秋创。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。4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，顺风控股的控股股东为明得控股，将持有股本55.04%，王卫先生成为公司实际控制人。

图表4：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

- 根据各公司借壳上市预案披露的数据，从各项经营指标来看，顺丰对比其他快递企业，在总资产、营业收入、净利润都占据绝对优势，是当之无愧的中国民营第一快递。

图表 5: A 股借壳上市快递企业经营交易数据对比 (单位: 亿元)

	顺丰	圆通	申通	韵达
交易完成后总市值 (亿元)	2316	969	553	609
交易作价 (亿元)	433	175	169	177
总资产 (亿元)	347	61.9	28.5	45.9
2015 年营业收入 (亿元)	473.10	120.96	77.11	50.53
2015 年归母净利润 (亿元)	16.20	7.17	7.65	6.96

来源: 国金证券研究所 (交易后总市值参考 2016 年 10 月 11 日收盘价)

- 有了资本助力的国内快递业, 即将展开新一轮海陆空升级战, 顺丰的借壳上市也成为它作为中国民营第一快递的卫冕之战, 顺丰能否保住民营快递业的王位, 还是一个未知数.....

最好的赛道——风口上的快递物流行业孕育明星企业

可以从两个维度来阐述整个物流业的业态, 横轴 (客户规模) 从左往右来看, 客户规模从小到大。纵轴 (服务差异化) 从下往上看, 是标准化、定制服务、个性化。顺丰和通达系在左下角, 也就是客户规模较小, 提供标准化服务, 这类企业未来最有可能成长为巨头。

物流产业迎来黄金十年, 标准化与海量产品将催生快递巨头

- 中国快递市场未来有望突破万亿规模。从 2011 年开始, 快递行业进入迅猛发展阶段, 全国快递业务量以 50% 以上的增速增长。2007-2015 年的 8 年间, 全国快递业务量年复合增速 42.7%, 快递业务收入规模年复合增速 29.9%。中国快递行业发展进入里程碑式的节点, 政策和制度红利预期将大规模释放, 移动互联网的发展、城镇化的推进和消费升级共同推动了快递行业的发展。从目前的增长态势来看, 可以说快递行业迎来最好的发展时期。十三五期间全国快递业务收入规模增速有望保持在 30% 以上, 到 2020 年快递业务量超过 1000 亿件, 收入规模超过 8000 亿元, 真正成就万亿级海量市场。

图表 6: 全国规模以上快递业务量



图表 7: 全国规模以上快递业务收入规模



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

快递、零担界限越来越模糊, 快递快运加快融合。零担货运服务商德邦物流在 2013 年 11 月正式上线德邦快递, 短短两年时间, 2015 年其营业额就突破 19 亿元。而 2016 年 5 月, 安能物流宣布, 启动快递业务招商加盟, 正式进军快递市场, 并采用“以车计费”等新模式叫板快递行业。同时, 快递企业也进军零担领域。2014 年 4 月, 顺丰推出“物流普运”业务, 主要针对 20 公斤以上“大货”, 插足高端零担市场。

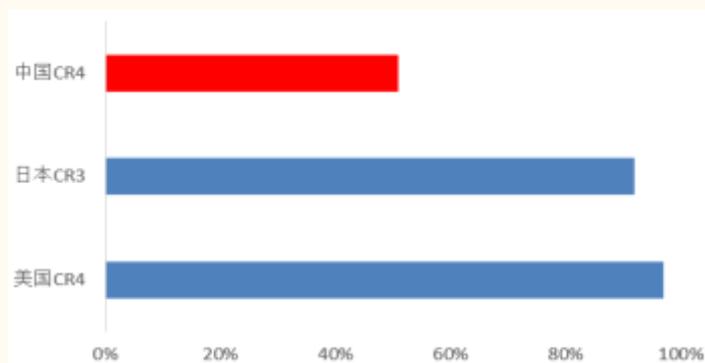
- 新一轮的行业洗牌将形成寡头垄断格局。快递行业野蛮生长的“草莽时代”逐渐结束，行业由成长期向成熟期过渡，在弱肉强食的行业生态环境中，大型快递企业由于其网络的完备性、品牌效应的沉淀等原因，使得其在消费者越来越强调服务质量的情况下能够获得更多的业务，强者恒强，市场份额不断提高。对比美日成熟快递市场，中国快递的行业集中度还有很大的提升空间，大规模的整合与洗牌将显著提升行业的集中度，最终也将形成高度集中的寡头垄断格局。

图表 8：快递行业由野蛮生长步入行业整合阶段



来源：国金证券研究所

图表 9：中美日快递市场集中度比较

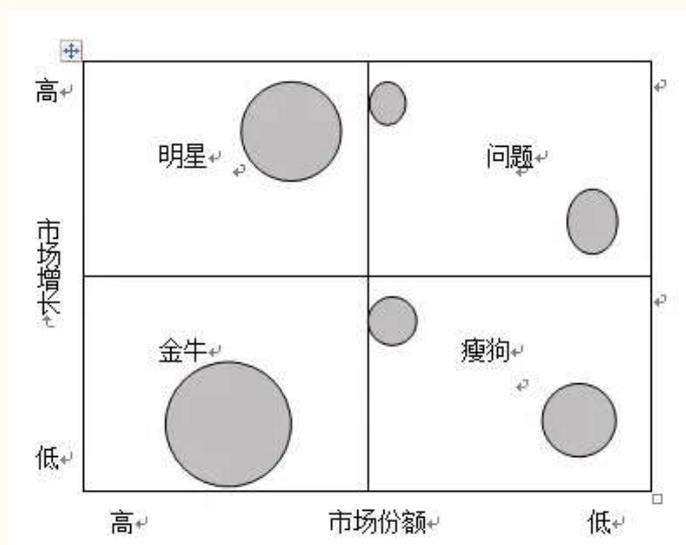


来源：国家邮政局、国金证券研究所

- 物流属于基础性社会服务领域，我国物流成本占 GDP 比重较高，现在快递物流到达最佳发展时间。国家大力鼓励支持物流发展，在税收上给与优惠，物流业的黄金时代已经到来。中国的人口聚集、万亿级的海量市场、完善公路建设可以支持快递企业做大做强。

按照中国快递物流市场的体量必然诞生世界级的快递物流巨头。根据波士顿矩阵的原理，市场增长率和相对市场份额的同时增长将产生双击的乘数效应，诞生明星类产品或明星类企业。中国快递和零担逐渐融合所组成的泛化市场在大背景下将在未来十年保持较高的增长率，同时行业进入整合阶段集中度的提高也意味着核心企业将占据更高的市场份额，按照中国快递物流市场的体量，必然诞生世界级的快递物流巨头。

图表 10：波士顿矩阵



来源：网络资料、国金证券研究所

中国 UPS 虚位以待

- 中国经济总量正在逐步接近美国，在未来几年内赶超美国是指日可待的事情。从资本市场的发展来看，各个行业都要向行业龙头聚集。中美两国如此巨大的经济体量，在各个重要的细分行业上都会产生大市值的龙头公司。我们可以发现，除了互联网行业外，其他行业的中国龙头企业的市值都接近甚至超过了对标的美国龙头企业。那么谁将是对标美国快递物流龙头 UPS 的中国快递企业呢？

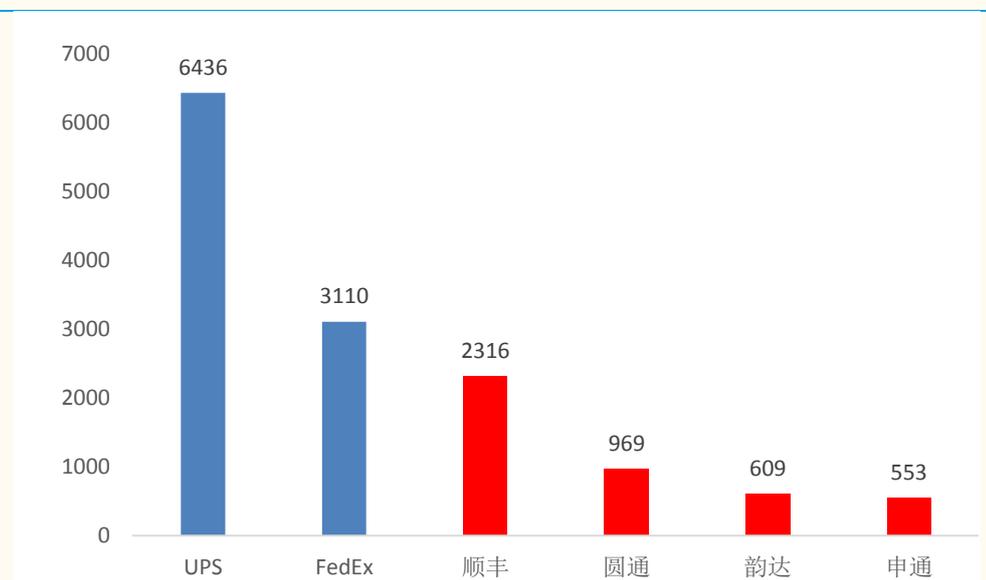
图表 11：G2 细分行业龙头公司市值比较（单位：亿人民币）

行业细分	美国企业		中国企业	
	公司名称	总市值	公司名称	总市值
互联网零售	亚马逊	26805	京东	2647
搜索引擎	谷歌	36291	百度	4226
石油化工	埃森克美孚	24635	中国石油	13377
航空	联合大陆控股	1176	中国国航	960
电信	美国电话电报	16123	中国移动	17366
银行	富国银行	15472	工商银行	15860
汽车	通用汽车	3372	上汽集团	2469
物流快递	UPS	6436	?	?

来源：wind、彭博、国金证券研究所（A股上市公司参考 2016 年 10 月 11 日收盘价，美股公司参考 2016 年 10 月 10 日收盘价）

- UPS 不仅仅是世界上最大的快递承运商与包裹递送公司，也是专业的运输、物流、资本与电子商务服务的领导性的提供者，是典型的综合物流服务商。从目前借壳上市的 4 家快递公司来看，规模最大的顺丰正在积极转型综合物流服务商，向产业链上下游拓展，探索多元化业务，最具有世界级物流巨擘的气质，是最有可能成为中国 UPS 的快递企业。对标 UPS 的市值，顺丰的市值在未来还有很大的上升空间。

图表 12：中国与美国上市快递企业市值比较（单位：亿人民币）



来源：wind、彭博、国金证券研究所（中国快递公司以交易完成后估算的总市值为准，美国快递公司以 2016 年 10 月 10 日美股收盘价和汇率为准）

“顺丰奇迹”：草根企业的转型扩张进程

顺丰公司可以说是生活中“最熟悉的陌生人”。很多人用过顺丰，也收到过顺丰，甚至见过顺丰的豪车、飞机。但是若谈到它的发展历程、经营状况、业务情况，恐怕很难得到一个明确清晰的答复。

顺丰崛起之路——三次重要转型

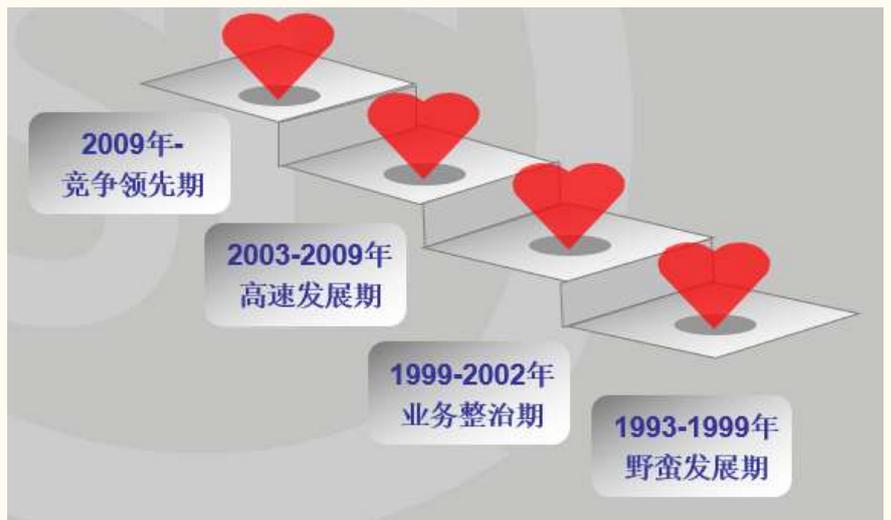
- 顺丰速运成立于 1993 年，总部在深圳，是一家民营企业。2015 年营业收入达到 473.1 亿元，占据中国国内快递市场 17% 左右的份额，仅次于邮政速递。公司在经营模式、运力建设、运行效率和服务质量均是国内民营快递公司的翘楚。

20 世纪 90 年代初期，香港大量工厂往内地迁移，为香港与珠三角地区的信件快递业务崛起打下基础。年仅 22 岁的顺丰速运创始人王卫抓住这一机遇，于 1993 年在广东注册成立公司。从成立初期的割价抢滩到 1999 年的强势收复加盟商，再到 2009 年民营第一家快递航空启动，直至今天的高端快递服务供应商定位实现上市，销售额从最初的几百万到现在的接近 500 亿，顺丰仅用了 20 年时间。

顺丰的发展历程主要可以分为四个阶段：

- **野蛮发展期：1993-1999 年。**1993 年顺丰速运在广东注册成立。成立初期，王卫实行了“割价抢滩”策略，以超低价格揽收快件，成功抢夺 EMS 及其他快递公司的市场份额。当时香港到广东快递市场价格为 70 元，而顺丰揽件价格 40 元。不仅如此，顺丰选择了民营快递通常的扩张模式，即加盟商式扩张。顺丰每建一个点，就注册一个新公司，分公司归当地加盟商所有，他们每年上缴一定数额的利润，其余的归为已有。短短几年内，顺丰便将珠三角一带的快递市场收入囊中。
- **业务整治期：1999-2002 年。**加盟模式快速扩张带来的后果是，利益驱使下的一些地区负责人行为出格，无法约束，业务开展重质不重量，各大加盟商形成诸侯割据之势。顺丰品牌一度成为劣质快递服务的诟病。1999 年顺丰开始强势收权，到 2002 年，顺丰从加盟制转为直营制，在深圳设立总部，正式将自身定位于国内高端快递。
- **高速发展期：2002-2009 年。**2003 年 SARS 爆发，对于快递行业，这却是一个千载难逢的商业机会。SARS 爆发导致人们出门活动减少，快递服务成为人们接触商业与社会的首选，快递业务量暴增。不仅如此，因为 SARS 原因导致经济持续低迷，航空业务更是跌入历史低点。顺丰抓住这一机遇，顺势与扬子江快运签下合同，成为国内第一家使用全货运专机的民营速递企业。2003 年之后，顺丰的货量增长迅速，年均增速在 50% 左右。同时，顺丰凭借包机运输，以低价香港件做主打产品策略，香港快递收入占顺丰总收入 50% 还多。至此，顺丰已经基本完成整个中国网络布局，进入发展最为迅速的时期。
- **竞争领先期：2009 年—。**2009 年底，顺丰航空正式获准运营，并一次性购买了两架 757 飞机，这是中国民营快递企业第一次拥有自己的飞机。通过飞机运输，顺丰在产品时效性和安全性方面完胜其他快递。这一时期，顺丰开通了韩国、新加坡、马来西亚、日本和美国的国际快件派送业务。2012 年 5 月，顺丰速运旗下的电商品牌顺丰优选正式上线，顺丰成为首家由快递涉及电商业务的民营快递企业。2013 年 8 月顺丰首次引入三家外部投资者，共募得资金 80 亿，占有不高于 25% 的股份。2016 年，顺丰通过借壳鼎泰新材登陆 A 股资本市场。

图表 13: 顺丰发展的主要四个时期



来源: 国金证券研究所

- 纵观顺丰 20 余年的发展历史，有三次重要的转折点值得深入研究。
 - 第一次转型：收权直营。从 1999 年开始，顺丰的“操盘手”王卫顶着巨大的压力开始收回加盟的网点，坚持直营发展，到 2002 年成功直营化，并在深圳建立了自己的总部。今天来看，正是这个眼光长远的战略决策才使得顺丰具备了今天与“三通一达”与众不同的气质，成为中国民营第一快递。
 - 第二次转型：IT 信息化。从 2003 年顺丰开始引入手持终端扫码设备、全自动化的分拣系统，配备 GPS 运输车，建立了全面有效的信息化系统。通过为收派人员配备手持终端、为运输车辆配备 GPS 系统各环节的监控手段，顺丰能够对快件实施全程的即时信息监控。通过这次转型，顺丰在安全性和派送效率等方面将其他民营快递公司远远甩在了后面。
 - 第三次转型：建设自有航空机队和转运中心。顺丰从 2009 年开始买飞机，到现在自营的货机已经达到 30 架，并且在湖北鄂州开始建设全国物流转运枢纽。而“三通一达”中，圆通到 2015 年才拥有第一架飞机。顺丰又将配送的时效性提升了一个档次。

图表 14: 顺丰发展重大事件

时间	重大事件
1993 年	公司在广东注册成立
2002 年	完成加盟向直营转型
2003 年	成为国内第一家全货运专机民营快递商，开始建设信息化系统
2009 年	顺丰航空正式获准运营，开始拥有第一架自有货机
2010 年	开始在海外铺设快递网点
2012 年	顺丰优选成功上线，涉足电商行业
2013 年	首次引入外部资本投资
2016 年	宣告借壳上市登陆资本市场

来源: 相关新闻报道、国金证券研究所

“顺丰帝国”的最终构建

- 截止 2015 年 12 月 31 日，顺丰已经从最终创建时的 6 个员工发展到 12 万人，依靠这 12 万人，顺丰的业务覆盖了全国 320 余个地级市、2500 余个县区级城市和 7800 余个乡镇。和 12 万人一同构建快递网络的，还有背后的 1.5 万台运输车辆，依靠上述人力物力，顺丰开通了 6200 多条运输干线

和 72000 多条运输支线，将全国构成了一张缜密的物流运输网。顺丰持有的土地可使用面积达 101 平方公里，相当于一座中等城市的建成区面积。

图表 15：顺丰持有土地相当于一座中等城市的建成区面积



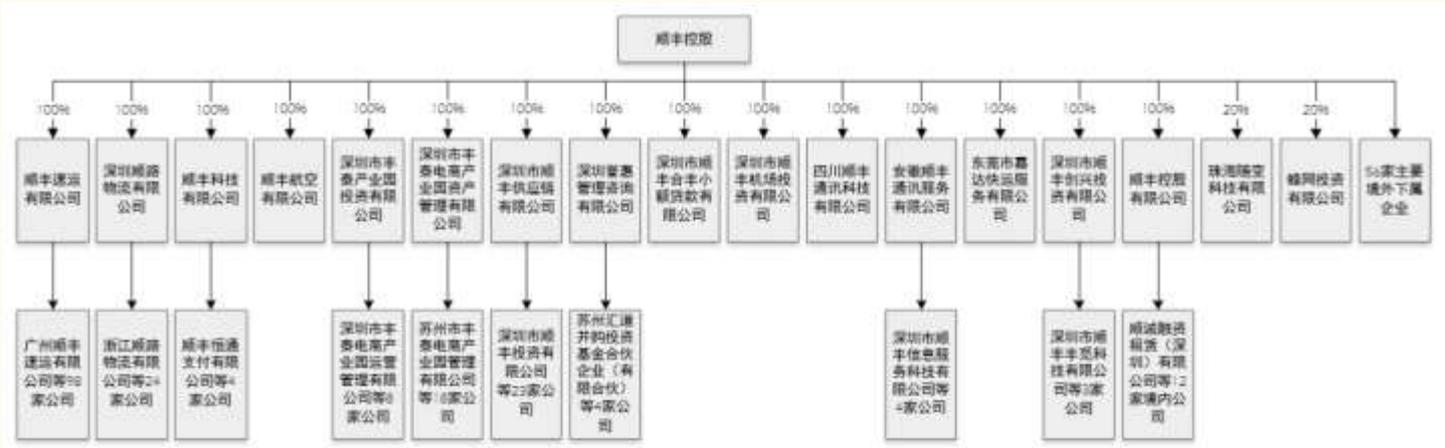
来源：第一财经、国金证券研究所

从坚决收权转型直营，到第一个在民营速递业采用专机模式，再到投资将近 5 个亿上线的手持终端，从培养属于自己公司的飞行员，到全网络服务质量的提升，顺丰在 20 多年的发展历程中，用坚定的战略选择和尝试创新的勇气创造了一个又一个第一，也书写了一段又一段的传奇，在质量、速度、安全等方面在行业中持续领先。

股权结构

- 自 2013 年引入投资开始，经过一系列的股权腾挪，顺丰控股整合接收了明德控股（原顺丰集团）旗下嘉达快运、顺丰物业及誉信有限旗下誉惠咨询等公司。

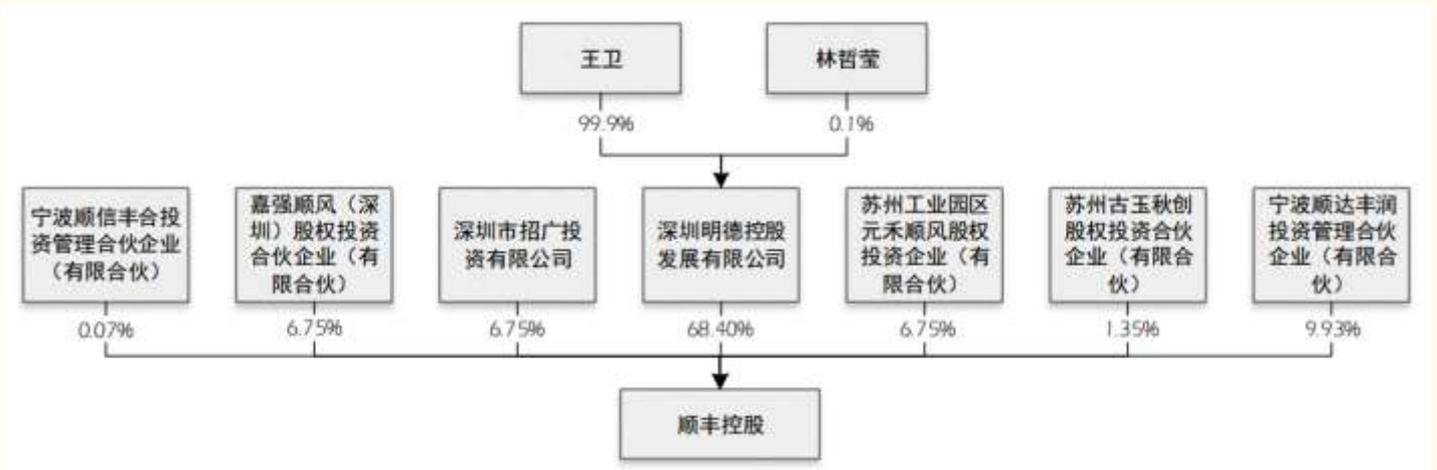
图表 16：顺丰控股下属企业的基本情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- 拟作为顺丰上市平台的顺丰控股，其前身为“深圳市泰海投资有限公司”，成立于 2008 年 7 月 15 日。作为顺丰控股大股东的深圳明德控股发展有限公司前身为顺丰速运（集团）有限公司，上市之前顺丰创始人王卫拥有顺丰控股近 68.40% 股份。

图表 17：顺丰控股股权结构及产权控制关系



来源：公司公告、国金证券研究所

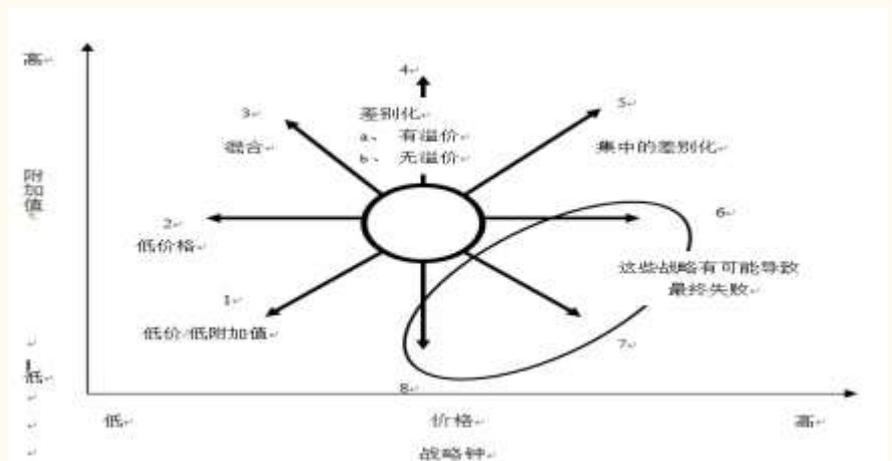
顺丰特色：精准定位中高端市场，直营创造品牌优势

明确市场定位，服务质量、时效性成为行业标杆

- **集中差异化战略，明确定位中高端。**根据战略钟模型，顺丰选择了采用集中差异化的高品质高价格策略在行业中竞争，即以特别高的价格为用户提供更高的产品和服务的附加值。顺丰不做同城之间的低端，放弃重货的运输和派送，主做中端的文件和小件业务，尤其以商业信函为主。后来宅急送的创始人陈平就反思宅急送没有踩中小件市场大爆发的大趋势。

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。

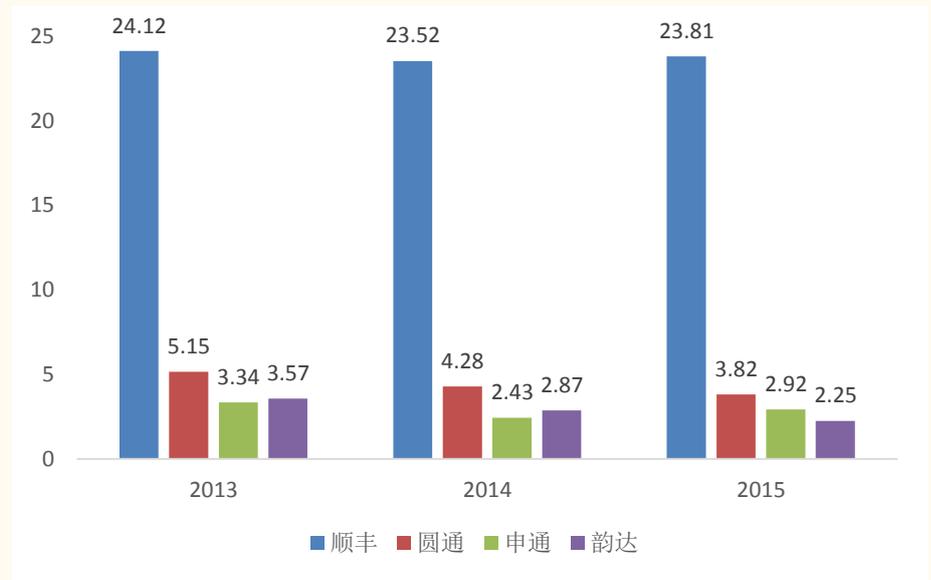
图表 18：战略钟模型



来源：网络资料、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为其所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。

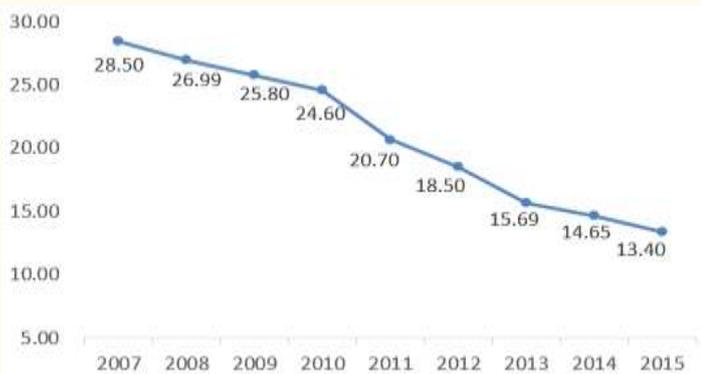
图表 19：各企业快递业务单价（单位：元/件）



来源：各公司公告，wind，国金证券研究所

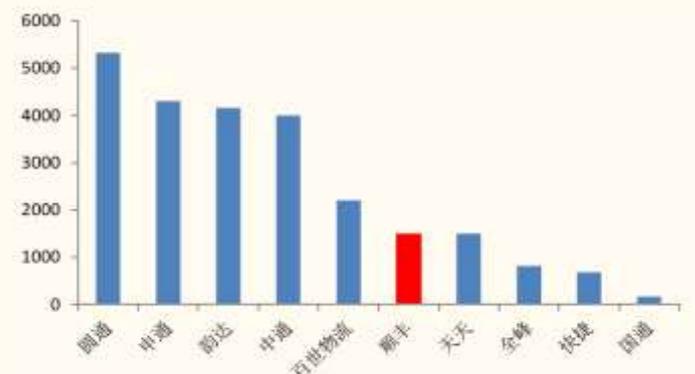
- 顺丰选择的定位使其一定程度上避开了快递行业多年的近乎惨烈的价格战。同时在快递领域，以相对均衡的产品线，避开了唯电商件马首是瞻的窘境，降低了对电商件的依赖。顺丰控股相对于其他民营快递公司对电商件的依赖程度非常低。淘宝件占顺丰业务总量一直只有 10%左右。2015 年双十一当天快递业务量，圆通是顺丰的 3.6 倍，申通是顺丰的 2.87 倍。

图表 20：快递行业惨烈的价格战（单位：元/件）



来源：wind、国金证券研究所

图表 21：2015 年双十一当天各大快递业务量（单位：万件）



来源：各公司官网、国金证券研究所

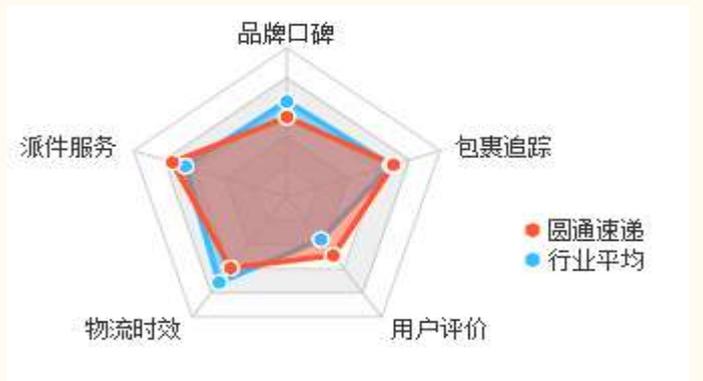
- 与顺丰中高端定位的高价对应的是高质量的服务和很强的快递时效。顺丰专注于中高端尤其是小件的配送，特别是在 C 端用户中积攒了口碑、形成了良好的品牌形象。在很多人心目中，国内的民营快递只有顺丰和其他快递两种分类，顺丰成为真正的行业标杆企业。

图表 22: 顺丰淘宝快递指数



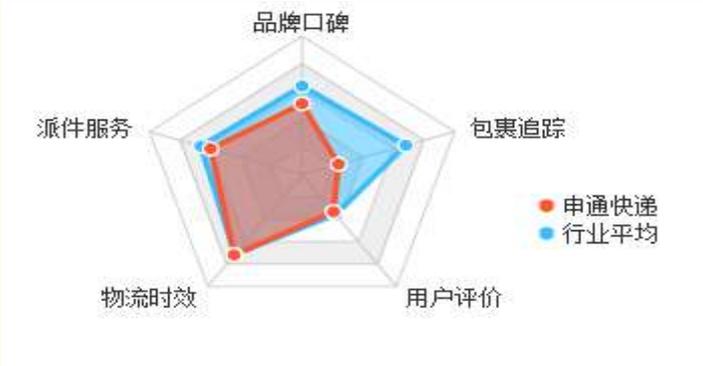
来源: 淘宝网、国金证券研究所

图表 23: 圆通淘宝快递指数



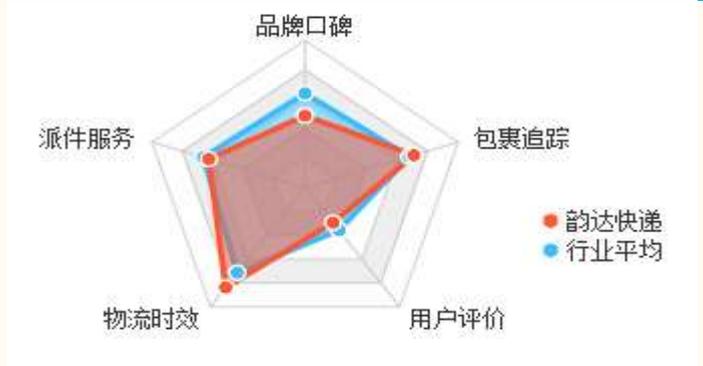
来源: 淘宝网、国金证券研究所

图表 24: 申通淘宝快递指数



来源: 淘宝网、国金证券研究所

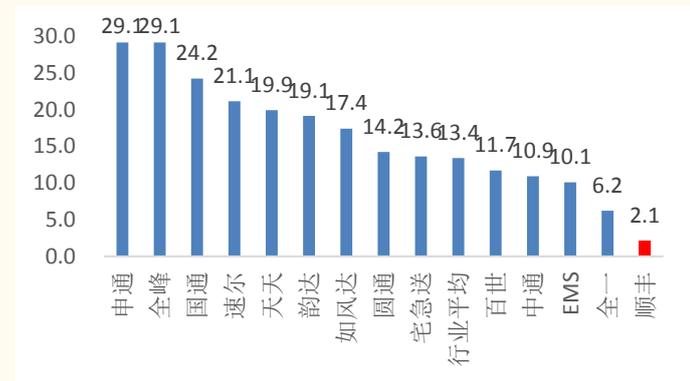
图表 25: 韵达淘宝快递指数



来源: 淘宝网、国金证券研究所

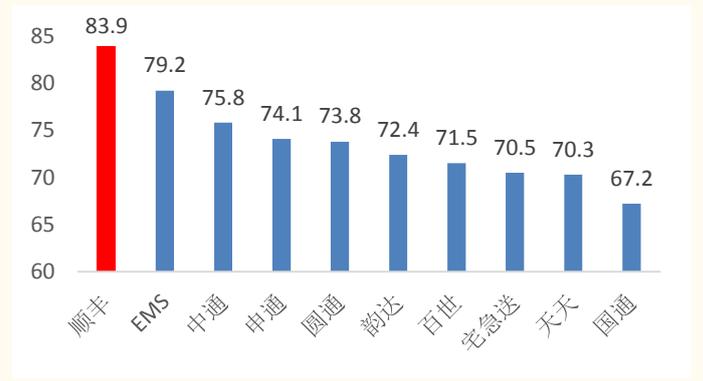
现在顺丰在业内已经成为“快”“准时”“安全”的代名词。根据 2015 年国家邮政局《关于邮政业消费者申诉情况的通告》顺丰的申诉率仅为全国平均水平的 1/7。而在主要快递品牌满意度，顺丰一直位居最前列。

图表 26: 2015 年国内主要快递申诉率



来源: 国家邮政局、国金证券研究所

图表 27: 2015 年主要快递品牌满意度比较



来源: 国家邮政局、国金证券研究所

无论是同城快递还是城际快递，民营快递企业都比 EMS 快约 50%，而顺丰，则依然比其他民营快递快约 20%。是速度造就了顺丰的成功。而在准时率方面，顺丰也高居第一。

图表 28: 2014-2015 年分品牌 72 小时准时率排名

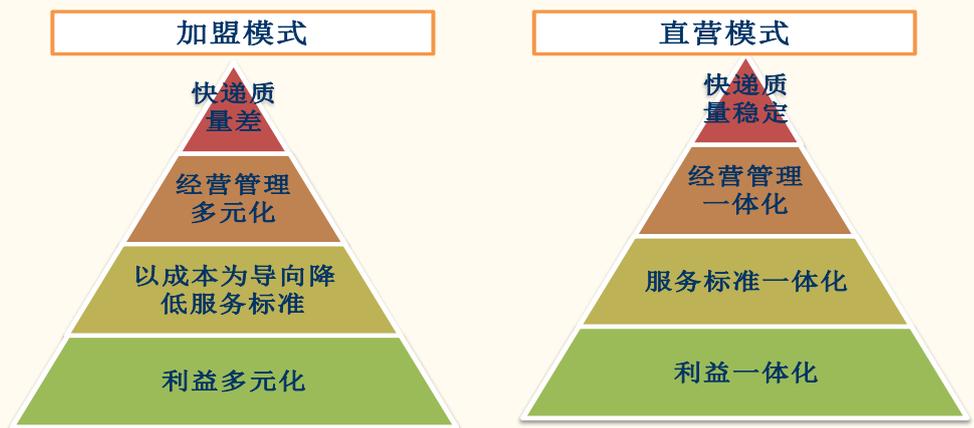
品牌	2015 年排名	2014 年排名	排名变化
顺丰速运	1	1	不变
邮政 EMS	2	2	不变
中通速递	3	3	不变
申通快递	4	6	上升 2 名
圆通速递	5	4	下降 1 名
韵达速递	6	7	上升 1 名
百世快递	7	8	下降 1 名
宅急送快运	8	5	下降 3 名
天天快递	9	9	不变
国通快递	10	—	—

来源: 国家邮政局、国金证券研究所

直营模式极具前瞻性, 有望厚积薄发

- **直营模式是顺丰与其他中国本土民营快递企业最与众不同的气质, 也是与国际快递物流巨擘 UPS、FedEx、DHL 最相似的基因。**直营模式和加盟模式各有利弊, 加盟模式是具有中国特色的快递模式。直营模式需要自建网点搭建运力, 成本较高, 速度慢; 而加盟制虽然网点扩张速度较快, 但市场控制力、服务品质不能得到保证。大体来说, 加盟模式适合野蛮扩张, 直营模式适合精益化管理。
- **直营模式保证服务质量和市场控制力。**随着快递行业逐渐成熟, 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。而直营模式虽然在运营初期受制于资金规模, 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、服务质量稳定的直营模式快递品牌将更受青睐。

图表 29: 加盟模式和直营模式



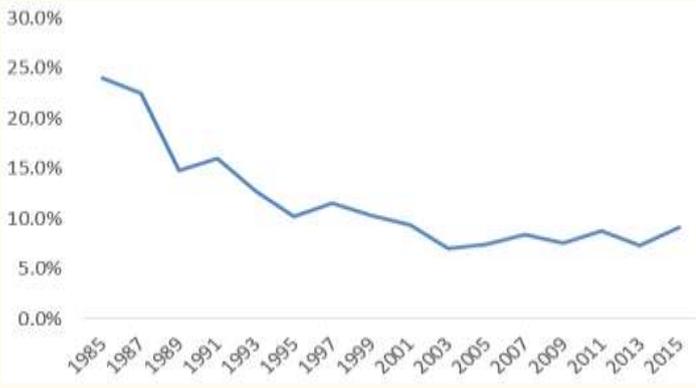
来源: 国金证券研究所

网络管理能力是大中型快递企业必备的竞争力。直营制将面单信息都掌握在总部, 具有很强的市场控制力。快递面单分发, 顺丰有 1300 IT 人员、有强大信息系统, 在面单的信息聚集及派送信息全部掌控在顺丰手中。区别于“三通一达”, 顺丰的大脑设计、云端仓储、和核心面单分发系统都是顺丰自己的。“三通一达”一定程度上依托阿里巴巴的菜鸟网络, 缺少掌控力也就缺少了话语权。

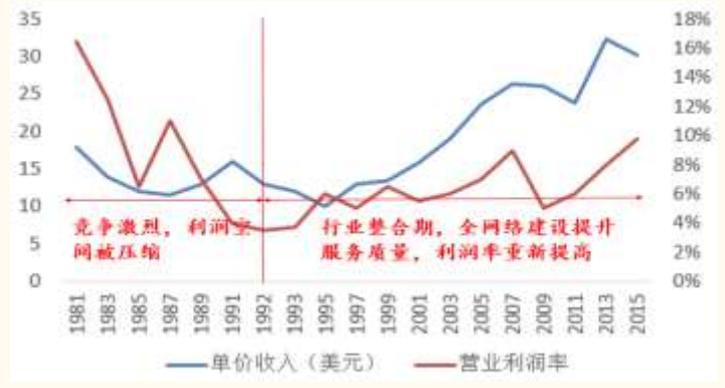
就在全国各大快递公司意识到要向直营模式转型的时候，顺丰早就极具前瞻性地十余年前顺利完成了转型，将大权收归总部。在未来的竞争阶段顺丰将占据先发优势。而经过多年的“诸侯割据”，“三通一达”即便想往上收权，恐怕也早已经积重难返。

- **高经营杠杆提高未来利润弹性。** 直营模式意味着较大的固定成本带来的高经营杠杆，因此在其大规模资本开支高峰过去后，只要收入略有增长，利润的弹性都会非常大。这在 FedEx 的例子中就已经看出来，直营化重资产模式尽管在前期需要大量的资本投入从而影响盈利能力，但是随着完善的网络布局、成熟的网络体系的建立，规模网络效应发挥出优势，后期企业会展现出强大的盈利能力。

图表 30: FedEx 资本性支出占营收比例变化



图表 31: FedEx 快递单价收入和营业利润率变化情况



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

快递网络全面覆盖，航空枢纽、机队建设深挖护城河

- 随着快递服务越来越注重服务质量和时效性，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。

快递网络：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。顺丰已经与近 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，顺丰基本建立起全国的快递网络，并且具有一定的竞争优势。

图表 32: 顺丰、圆通、申通网络对比

	顺丰	圆通	申通
自营货机	30	2	N/A
自有运输车辆	15000	32000+	20000
终端网点	12000+	24000+	20000+
自营枢纽转运中心		60	80+
运输干线	6200	2928	

来源：公司网站、国金证券研究所

国际快递：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 33: 顺丰自有庞大的服务网络

中国大陆	目前已建有 12,000 多个营业网点, 覆盖了中国大陆 31 个省、自治区和直辖市, 300 多个大中城市及 1900 多个县级市或县区
中国香港	1993 年在香港设立营业网点, 目前营业网点覆盖了香港 (除部份离岛) 的全部区域
中国台湾	2007 年在台湾设立营业网点, 目前覆盖台湾本岛的全部区域 (离岛除外)
中国澳门	2008 年在澳门设立营业网点, 覆盖了澳门的全部区域
新加坡	2010 年顺丰在新加坡设立营业网点, 覆盖了新加坡 (除裕廊岛、乌敏岛外) 的全部区域
韩国	2011 年顺丰在韩国设立营业网点, 覆盖了韩国全境
马来西亚	2011 年顺丰在马来西亚设立营业网点, 覆盖了马来西亚全境
日本	2011 年顺丰在日本设立营业网点, 覆盖了日本全境
美国	2012 年顺丰在美国设立营业网点, 覆盖了美国全境
泰国	2013 年顺丰开通泰国为新目的地, 派送范围覆盖了泰国全境
越南	2013 年顺丰开通越南为新目的地, 派送范围覆盖了越南全境
澳洲	2014 年顺丰开通澳洲为新目的地, 派送范围覆盖了澳洲全境
蒙古	2015 年顺丰开通蒙古为新目的地, 派送范围覆盖蒙古乌兰巴托
印尼	2015 年顺丰开通印尼为新目的地, 派送范围覆盖了印尼全境
印度	2015 年顺丰开通印度为新目的地, 派送范围覆盖了印度全境
柬埔寨	2016 年顺丰开通柬埔寨为新目的地, 派送范围覆盖了柬埔寨全境

来源: 公司网站、国金证券研究所

自有运力: 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。货机运输是顺丰最大的特色, 也极大地保证了顺丰的速度优势。前面已经提到顺丰是国内民营快递中最先使用飞机运送快件的公司, 也是国内第一家使用全货运专机并在其他航空公司货代服务中享受优先配货权的民营速递企业。目前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。

图表 34: 顺丰主要运力网络



来源: 第一财经、国金证券研究所

虽然圆通速递从 2015 年开始筹建自有机队, 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 35：顺丰、圆通机队对比

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

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。2016 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。

顺丰借助已有的航空货运优势，2016 年 7 月正式上线“悟空平台”，将与航空公司、核心货代、优质落地配公司达成深度合作，形成以机场为中心，航空网络与地面路线相结合的“空地一体化”运输网络。

图表 36：顺丰在鄂州建设航空物流枢纽



来源：第一财经、国金证券研究所

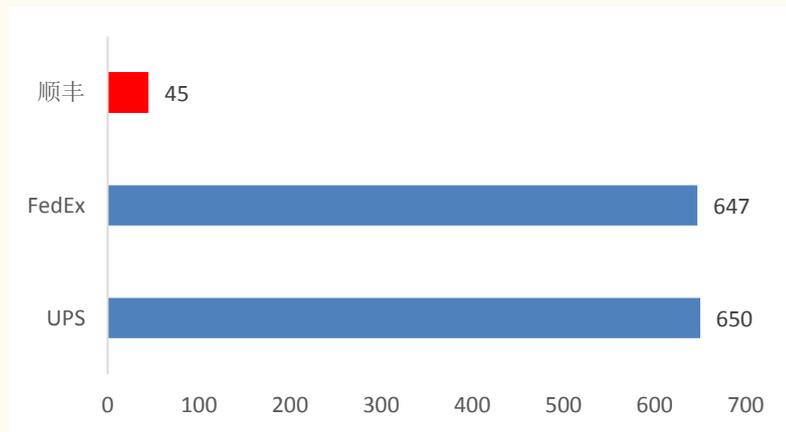
图表 37：顺丰上线“悟空平台”推进“空地一体化”



来源：公司网站、国金证券研究所

- 但不得不承认的是，与国际快递物流巨头相比，顺丰的运力网络还有较大差距。要想继续保持优势，同时看齐 UPS、FedEx 必须加强运力和网络的建设。光货运飞机数量一项，UPS、FedEx 都在 650 架左右，是目前顺丰自营和外包货机总和的 14 倍多。

图表 38: 顺丰与 FedEx、UPS 货运飞机数量比较 (自营加租赁)
(单位:架)



来源: 公司公告、国金证券研究所

从顺丰借壳上市的配套募资方案也可以发现其深挖护城河、高筑竞争壁垒的决心。在募集的 80 亿资金中, 顺丰将使用其中 34% 用于航材购置及飞行支持项目、44% 用于中转场建设项目、14% 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。这些项目无疑将进一步扩展完善顺丰的运输网络、扩充现有的航空运力、提升配送效率、提高整个系统的信息化水平。

图表 39: 顺丰借壳募投主要项目

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	占比
航材购置及飞行支持项目	26.9	26.9	34%
冷运车辆与温控设备采购项目	7.2	7.2	9%
信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目	11.2	11.2	14%
中转场建设项目	50.3	34.8	44%
合计		80	100%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 从上面可以发现, 顺丰之所以能够在国内民营快递中鹤立鸡群, 成为国内民营快递的老大, 在于与众不同的市场定位、经营模式和在网点 (信息中心、大型分拣中心、航空物流枢纽)、运力、IT 系统建设等方面的大规模资本投入。顺丰精准定位中高端, 明确的市场细分和产品定位使其一定程度上避免了惨烈的价格战, 也减少了对电商件的依赖。直营模式为顺丰赢得了服务质量和市场控制力, 由此带来的品牌溢价支撑了其较高的业务单价。直营模式下自有的庞大网络、运力以及 IT 系统尤其是国内快递企业少见的货运飞机保证了速递业务的速度与安全。

加大重要环节的自营, 打造自有机队、提升 IT 服务水平, 是国内快递业发展的大方向。在这点上, 顺丰占足了先发优势, 基础建设遥遥领先, 将“三通一达”远远甩在了身后, 在未来的发展中将更有后劲。

前有京东阿里后有三通一达, 顺丰能否突破重围

仔细观察, 在快递物流行业有一些发展的趋势, 这些趋势直接推动了行业业态的演变。

- 网络全球化:** 快递物流公司的网络越宽、密度越大, 成本就越低, 体验也就越好。中国的企业像顺丰、德邦开始走向全球化, 而“三通一达”也在拼命追赶, 不断完善网络布局。

- **电商物流化**：电商 1.0 时代是客户获取的竞争（引流），2.0 时代核心是客户体验（运营），而目前已进入 3.0 时代，即物流供应链效率的竞争，电商最终要靠效率来赚钱。因此阿里巴巴建立菜鸟网络这样的物流平台、京东大力自建物流都是顺应了这一趋势。
- **平台化聚合**：中国有几十万条专线、3000 万司机、200 万快递员、100 万货黄牛及车黄牛，这里面有很多平台聚合机会，如卡行天下、货车帮、福佑卡车、达达等。信息没有打通的时候，仓干配分离很难，但随着信息技术的发展，信息、数据可以做到无缝链接，这时专业化分工的优势就体现出来了。

图表 40：快递物流行业的一些趋势和相关现象

快递物流行业的趋势	相关现象
网络全球化	顺丰、德邦开始走向全球化，“三通一达”不断完善网络布局拼命追赶
电商物流化	阿里巴巴建立菜鸟网络、B2C 电商京东、苏宁大力自建物流
平台化聚合	仓干配分离、专业化分工，“众包物流”出现

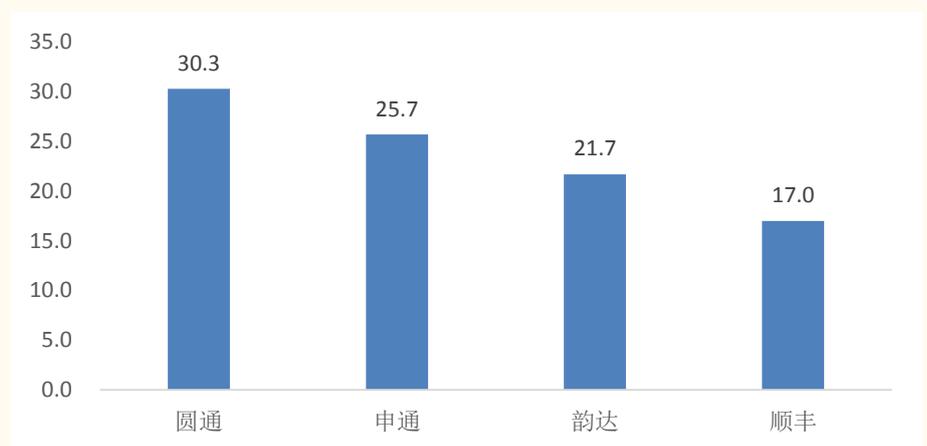
来源：网络资料、国金证券研究所

这些趋势意味着，顺丰不仅仅面临“三通一达”的追赶，也面临着诸如阿里巴巴、京东等互联网公司的围堵，另外打破竞争边界入场的德邦、新的行业模式“众包物流”也可能对顺丰造成冲击。顺丰绝对不能抱残守缺、坐以待毙。

“三通一达”首推圆通

- 圆通、申通、韵达、中通已经宣告借壳上市登陆资本市场，获得资本助力的“三通一达”势必加快扩张步伐，进行新一轮的竞争。由于加盟制所具有的特性以及“三通一达”和顺丰的定位差异，2015 年圆通、申通、韵达在快递业务量的指标上都超过了顺丰。目前“三通一达”正在积极向中高端拓展，给顺丰很大压力。

图表 41：上市快递公司 2015 年业务量比较（单位：亿件）



来源：公司公告、国金证券研究所

- “三通一达”中的圆通发展非常迅速，快递业务量占据行业第一，达到 30.3 亿件，接近顺丰的两倍，有着顺丰没有的规模优势。2015 年 9 月，阿里创投、云峰新创增资 25 亿元，获得圆通速递 20% 股权。根据最新披露的公告，圆通借壳上市完成后，阿里创投和云峰新创将成为上市公司持股 5% 以上的股东，共持股约 17.5%。圆通董事长喻渭蛟在接受采访时表示要在“两年之内，希望跟顺丰不相上下”。有资本的助力加上阿里巴巴的背书，这样的信心不难理解。

圆通虽然目前仍然是加盟模式，但是坚持加盟商一体化管理，已形成加盟商网络和业务流程全覆盖的标准化体系，开始逐渐向直营转型。2015 年末，结算加盟商数量为 2610 家，终端门店超过 24000 个。在圆通速递扁平化的终端加盟网络下，单一加盟商业务区域范围相对较小，加盟商由圆通速递直接进行管控，有效减少管理层级，保证圆通速递对加盟商网络的控制力和对加盟商管理的灵活性。

2012 年，圆通开始建设萧山航空港，计划投资 55 亿元，45 亿元主要用于建设航空总部办公、培训、运控和必要的后勤配套设施以及航空分拨转运中心。它还将成为圆通速递华东管理区总部，10 亿元投资主要用于建设圆通速递华东地区管理总部行政办公、配套用房，以及圆通速递华东快件转运中心和转拨用房等。据估计，若投入运营，该航空港可月处理快件 1200 万件。2015 年 10 月，圆通航空正式开航运营，成为我国两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一。目前圆通速递拥有 2 架自有货机，1 架租赁货机，开通全货机航线 3 条，全货机运行航站 4 个。到 2020 年圆通航空将拥有 32 架全货机机队，初步实现国内、国际干线网络布局。自有航空运输网络将是未来行业竞争的制胜点，未来公司将提高产品时效性，向高估价值的产品结构升级，布局国际快递业务。

图表 42：中国“孟菲斯”——圆通速递萧山空港项目效果图



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 43：圆通的自有货机



来源：公司资料、国金证券研究所

菜鸟网络：野心勃勃的阿里巴巴

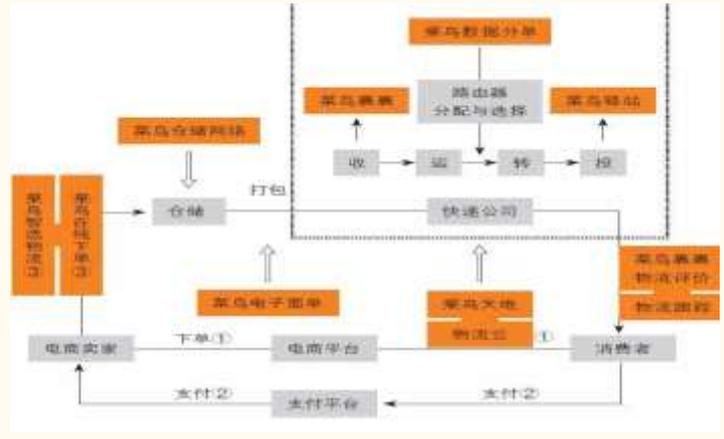
- 相比于阿里巴巴入股圆通，对顺丰更大的挑战可能是阿里巴巴的菜鸟网络。自 2013 年成立以来，短短几年内，菜鸟网络已成为快递业最重要的参与主体，成为加盟制快递公司的重要依赖，并且掌握越来越多的话语权。
- **第四方物流平台——可能形成的“超级快递联盟”。**菜鸟网络的定位十分清晰——以大数据为核心驱动力的第四方物流平台，是做组织者、领导者、规则和标准制定者。菜鸟网络直接进入快递运营层面的可能性不大，与其根本的定位不符。最大的可能性是作为一个类似“快递总部”的存在。菜鸟网络通过各种信息类产品已经渗透到快递产业链的各个环节，以菜鸟电子面单为信息流转的核心，通过菜鸟裹裹的众包模式组织快递员揽收快件，以菜鸟驿站作为基层的操作网点进行集包，再根据不同的线路组织不同的区域和干线运输企业进行运输，分拣企业进行分拣，末端投递企业进行投递。也就是说，菜鸟网络可以将传统上由一家公司完成的揽收、集包、干线、分拣、派送流程，切分成几个环节，分别包给不同的公司来完成，从而扮演快递企业总部的角色，成为一个超级总部。

图表 44：菜鸟网络的清晰定位——第四方平台



来源：网络资料、国金证券研究所

图表 45：菜鸟网络渗透到快递产业链各个环节



来源：网络资料、国金证券研究所

现有快递企业总部无非也是通过统一的快递面单实现物流和信息流的节点记录与控制，同时也牢牢地控制着各加盟网点的生存权利。任何一家加盟网点离开总部的面单支持，所揽收的包裹都进不了整个体系的运转。总体看来，未来菜鸟网络甩开快递企业总部自行其是的可能性不大，最大的可能性将是菜鸟使用自己的品牌，但仍会与现有快递企业继续合作。与现状不同的是，那时的快递企业将只是菜鸟的副品牌或者代工企业。加盟制的“三通一达”话语权和行业地位将大大降低。顺丰看似没有大的损失，但是面对这样的一个可能成形的超级快递联盟，打个不太恰当的比方，希特勒的纳粹德国横扫了整个欧洲，那么下一个开刀的岂不是近在咫尺的苏联了嘛？

- 目前菜鸟网络已和 100+ 快递企业、3600+ 专线运输公司建立合作，最后一公里自提点 4.6 万个，合作伙伴车辆 23 万，网络覆盖全国 1.9 万个村和 224 个国家和地区。

图表 46：菜鸟网络物流体系

菜鸟基础骨干网	核心骨干分仓网络 8 个、覆盖全国城市 250 个、配送线路超过 10000 条、仓储面积超过 100 万平方米
菜鸟智慧物流园	建设商业中心、医疗服务、金融服务、娱乐健身等生活服务，让物流园区成为司机的一种生活方式
路由分单	大数据+自动化设备，智能化替换人工分拣，提升 50% 分单效率，每年节省 6.1 亿元
菜鸟地址库	通过中国 4 级电子库、全球国际地址库、菜鸟标准地址库、地盘系统，提供全面、规范、准确的地址信息
菜鸟村淘	通过“+数据+农村+农业+金融”，攻坚农村最后一公里
菜鸟裹裹	寄快递+同城+更多，打造智能递送平台
菜鸟联盟	整合社会资源（智能分仓 200 仓库覆盖、自动监控 600 万配送线路），提升行业服务品质（大数据路由时效优化 30%、潜在投诉率降低 35%）

来源：公司资料、国金证券研究所

电商自营物流的“入侵”

- 电商自建物流与快递物流公司的角力。对于快递公司来说，电商的自建物流始终可以挤压快递物流公司的业务。这在美国就有鲜活的案例。2016 年 3 月，亚马逊宣布从航空运输服务集团租赁 20 架波音 767 飞机，两个月后亚马逊又从阿特拉斯航空公司租用了另外 20 架飞机，还购买了 4000 台卡车拖车。一些机构认为，亚马逊将开展物流配送服务，就像 AMS 云服务一样，这将对世界一流的货运公司构成挑战。从 1994 年亚马逊成立起，就一直很重视配送服务，只是近年来加快了运力扩张。美国货运业对亚马逊已经有一种谈虎色变的倾向。

图表 47：亚马逊和 UPS “相爱相杀”



图表 48：亚马逊的自营分拣中心



来源：网络资料、国金证券研究所

来源：网络资料、国金证券研究所

- 在国内市场，随着京东、苏宁等规模不断扩大，B2C 电商市场占比逐步提升。由于第三方快递提供商的服务质量不能满足 B2C 配送要求，因此 B2C 电商平台便开始建立自己的快递运力，克服物流短板。B2C 电商以大型物流仓储中心为据点，通过大数据实现合理分仓调配，压缩干线运输时间，从而在配送频率和配送时效上能够超越第三方快递公司。

京东：京东的自建物流始终最大的特色，事实上，京东可能一直紧随亚马逊的步伐。目前京东基础网络在 50 座城市运营 209 个大型仓库，全国拥有 5987 个配送站和自提点，仓储设施占地约 430 万平方米，6 个“亚洲一号”智能物流中心已经投入使用，还拥有 1500+ 京东服务中心、1300+ 京东帮服务店、1400+ 京东派校园店。

苏宁：苏宁基础网络目前拥有 8 大全国物流中心，占地 30~50 万平方米，336 个城市分拨中心，10000 个城市快递点，门店仓、直营店、服务站 5000 多家，社区快递点 10000 个，智能自提柜 10000 个。

物流零担涉足快递、众包众筹模式的侵蚀

- 与此同时，物流零担涉足快递、众包众筹模式的侵蚀也对包括顺丰在内的传统快递公司造成。

由于快递产品附加值高，德邦物流 2014 年强势进军快递行业，做车货匹配的安能物流年初砸 20 亿元进入快递领域。

中国的海量隐性失业人口给“众包物流”提供了源源不断的“后备军”，支撑起“共享经济”的飞扬曲线。“众包物流”在北京和上海等核心大城市崛起，菜鸟的裹裹、人人快递等模式在不断冲击传统快递的管理体系。众包模式将分布广泛的隐性失业者、闲置劳动力充分调动起来，发挥出极大的潜能。

制胜未来：进军综合物流服务商，延伸产业链构建开放生态系统

顺丰的必然选择：转型综合物流服务商，“供应链+”再造产业生态

- **供应链能力是未来竞争的核心能力。**《福布斯》杂志说，不管是亚马逊，还是沃尔玛，都是所谓披着零售外衣的物流公司。其实京东也是物流公司，只不过他们会做品类管理，会做网站，也可以做电商。供应链在说一件事：首先把消费者连接起来，然后再整合上游。所以，要用物流和供应链重构整个生态链。用供应链打造整个生态系统，那么供应链能力是未来竞争的核心能力。同时，必须注意到供应链的权力中心已经从制造端逐步过渡到用户端，用户体验变成了竞争的关键。

- **物流综合化成为行业的重要趋势。**像华为、宝钢等企业，他们希望服务商能够一站式提供第三方物流、仓储、供应链、快递、零担、整车等综合服务，这就要求大型快递物流公司不断扩充服务产品。

从国际上看，最具竞争力的物流企业还是具备供应链管理能力的综合物流商，而非单一的快递公司。在 2015 财年，UPS 以 584 亿美元的收入获得 48 亿美元的净利润，在相近的收入规模下，净利润是老对手 FedEx 的三四倍，超出原因就在于其供应链业务的贡献。

结合物流综合化的趋势，大型快递物流企业在中长期应该具备的供应链能力具体就是指产品服务的完整度以及业务多元化的程度，供应链越完整，获取利润的能力就越强。

- **物流综合化的行业趋势、顺丰的创新特质和竞争对手的倒逼注定了转型的必然。**没有人能改变时代巨轮前进的速度，也没有人能阻挡新时代的来临，你只有两种选择：要么迎头赶上，要么自我放弃等待覆亡。从我们梳理的顺丰发展史来看，顺丰一向有坚定的战略选择和尝试创新的勇气，敢为人先在“无人区”大胆试错，才书写了草根企业崛起的“顺丰奇迹”，这次顺丰一定会义无反顾地做更深层级的转型与探索。而顺丰多元化的竞争对手不断紧逼，也进一步加强了顺丰转型的预期。

至于顺丰转型的方向，美国的 UPS 已经做了很好的示范。顺丰未来大概率会成为中国的 UPS，而且从现在来看，它在很多方面比 UPS 走的更远。UPS 作为快递物流企业的大龙头，它扮演的不仅仅是世界上最大的快递承运商与包裹递送公司的角色，更重要的是运输、物流、资本与电子商务服务的领导性的提供者。

顺丰未来的发展不但要继续专注网络运力的建设，保持自己快递领头羊的既有优势，更重要的是加强供应链管理能力和围绕快递物流产业链打造趋向完整的供应链，用“供应链+”再造产业生态，构建集物流、资金流和信息流为一体的开放生态系统。

向深：快递与零担融合泛物流化，打通物流全产业链

- 快递和零担是两个相似度很高的细分行业，网络化特征明显，具备可复制性，两者之间的资源也可以相互弥补。近来快递和零担融合的趋势愈来愈明显，未来快递、零担、专线运输界限会更模糊，30 公斤不再是快递和零担的分界线，谁都可以做。前面提到德邦物流和安能物流插足快递领域，顺丰也积极进军零担领域。2014 年 4 月，顺丰推出“物流普运”业务，主要针对 20 公斤以上“大货”，插足高端零担市场。

图表 49：顺丰的“物流普运”业务



来源：公司网站、国金证券研究所

- 其实进军零担只是顺丰物流生态的冰山一角。2013 年，顺丰开始向仓储物流、供应链物流等业务拓展，先行在各个细分市场进行前瞻性布局。顺丰依托已有的优势，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，以后很难再更换其他的企业。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。

从顺丰目前的主营业务来看，包括快递、仓储配送、冷运、供应链、重货运输及金融等业务板块。其中仓配、冷运和供应链以及重货运输配合快递构成了整个顺丰物流生态，打通了物流全产业链，进一步提升了顺丰的供应链管理能力和金融能力。

图表 50：顺丰主要业务板块



来源：第一财经、国金证券研究所

冷运业务：目前主要聚焦于食品生鲜与医药物流两个领域，主要面对时令农产品销售商、连锁零售、食品生鲜电商、食品生产加工企业、医药生产企业、医药电商等客户。

重货运输：为满足客户寄递大件物品或重货的业务需求而开辟的业务渠道。2013 年，顺丰控股向市场推出了重货运输产品，主要客户系服装、电子、五金、家具等轻工行业的产品制造商、品牌分销商。

向外：探索电商、金融等多元化业务，联动主营快递物流板块

- 过去 5 年，电商行业的高速发展带动快递行业进入高增长通道。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。顺丰一直希望找机会切入电商领域。

顺丰围绕电商市场从国内市场到海外市场分别布局了顺丰优选和丰趣海淘，还配合线下实体店——未改名前的“顺丰嘿客”。顺丰优选是以全球优质安全美食为主的网购商城。网站于 2012 年 5 月 31 日正式上线，目前网站商品数量超过一万余种，其中 70% 均为进口食品，采自全球 60 多个国家和地区。

丰趣海淘是顺丰旗下唯一自营的跨境电商平台。丰趣海淘为中国消费者实现轻松快速一键购买全球商品购物服务，主营海外商品类目多元丰富，包含：母婴儿童用品、美妆个护、食品生鲜、保健品、3C 家电、流行鞋包、家居生活等上万款式商品。

图表 51：电商平台“顺丰优选”



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 52：顺丰旗下跨境电商“丰趣海淘”



来源：公司网站、国金证券研究所

在金融方面，顺丰速运旗下金融平台——顺银金融，已获得由央行发放的银行卡收单牌照。顺丰定位中高端客户，结合自身的特点和长处，不断创新、衍生相关产品和服务，还推出了“顺手赚”理财产品和“顺丰仓储融资服务”的供应链金融产品。

- 顺丰最终的目标是结合物流、资金流、信息流的优势打造完整的产业生态系统。
 - 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
 - 物流方面：通过对网络、运力、分拣设备、冷运设备的投入，顺丰打通物流全产业链，现可提供全方位、多品类和高效的物流快递服务

顺丰结合现在物流、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。通过这些多元化业务，顺丰可以和主营的快递物流板块形成联动效应，释放物流和快递这个主营业务的剩余生产力，形成生态闭环，尝试打造物流+电商+金融的格局。

向下：快递与终端用户加强联结，布局 O2O 社区大平台

- **最后一公里：快递物流的顽疾。**最后一公里一直快递物流行业的痛点，占用人员多、耗时时间长从而显得效率低下，制约了整个行业的发展。正是由于这点，行业内出现了诸多的创新模式与解决方案。快递自提点、智能快递柜解决社区、商业区、高校等人口聚集区的配送时间冲突问题，节约劳动力，无人机主要解决农村等偏远地区的末端配送，前面提到的“众包物流”则解决了城市配送人员不足的问题。

从 2013 年开始，京东、圆通、韵达、城市 100、顺丰等电商和物流企业都已经纷纷开设快递自提柜，遍布高档社区、大学校园、地铁站等区域；而顺丰独力创新自提模式，开设“嘿客店”（后统一改名为“顺丰家”），布局 O2O 社区大平台；韵达也在不断和线下商合作，布局最后一公里。

图表 53：“最后一公里”配送效率低下的解决方案

解决方案	解决问题
快递自提点	解决社区、商业区、高校等人口聚集区的配送时间冲突问题，节约劳动力
智能快递柜	
无人机配送	用于农村等偏远地区的末端配送
“众包物流”	利用隐形失业者、闲置劳动力解决城市配送人员的问题

来源：国金证券研究所

- **布局 O2O 社区大平台——从“顺丰嘿客”到“顺丰优选”**：2014 年 5 月底，顺丰在杭州、深圳等全国主要城市开通 518 家线下网购服务社区店——“顺丰嘿客”，并称集团未来将投资近 10 亿元将其打造为总数逾 3 万家门店的大型社区 O2O 项目。但是，重金打造的社区 O2O 门店“嘿客”经营不善，行业人士推测这几年累计亏损超过 10 亿元。但因为顺丰一直没有公开这一数据，无从考证。

目前顺丰已经在努力改变经营策略希望扭转线下社区实体店经营不善的局面。

“嘿客”最初是以解决物流终端最后一公里而出现的，店面选址集中在快件收发较多的社区附近，提供首发件、自提、衣服试穿等体验和服务，主要目标为提升物流最后一公里的服务。同时，店内展示一些商品图片，引导用户在顺丰优选电商平台下单。2016 年 9 月起，所有原来线下的“顺丰家”、“嘿客”店头招牌统一更改为顺丰优选，该工作到年底完成。新店 70% 均为进口食品，以生鲜、水果、进口零食为主，面积约 100 平米，经营商品数 400-500 个，全部为实物销售，看上去更像一个以进口商品为主的便利店。

图表 54：顺丰优选线下实体店



来源：网络资料、国金证券研究所

图表 55：第一家深圳方鼎华庭顺丰优选便利店



来源：网络资料、国金证券研究所

同时，新的顺丰优选门店体系采用委托管理模式，即创业者承担房租和人员管理成本，顺丰承担门店的装修和商品，创业者需要交纳 30 万元的履约保证金，无违约情况下合同期满可全额返还。这一模式从经营者收取每个店 30 万的保证金，有效的缓解了开店的资金压力。同时，由经营者负责房租等成本，招募员工管理等成本，将店铺的经营成本转嫁在经营者身上。顺丰则相当于拥有原本的快递服务、引流功能，还变相增加了供应链的货品销售。顺丰将原本鸡肋的线下门店转型走上了这样一条获取商流的道路。

图表 56: 新的优选门店采用委托管理模式



图表 57: 顺丰优选门店委托招商说明



来源: 网络资料、国金证券研究所

来源: 网络资料、国金证券研究所

2014 年上线嘿客, 2015 年更名顺丰家, 到最近与线上电商顺丰优选统一更名, 随着一路改名, 顺丰的线下门店逐渐从一个向线上导流为目的、以图片展示网上下单为主要形式的怪咖成长为一个面向中高端销售进口实物食品的便利店。背后是顺丰商业从物流终端服务向商品销售的战略改变。

- **最后一公里——“丰巢”智能快递柜:** 2015 年 6 月 6 日, 顺丰领衔申通、中通、韵达、普洛斯共同投资创建深圳市丰巢科技有限公司, 致力于研发运营所有快递公司、电商物流使用的 24 小时自助开放平台——“丰巢”智能”快递柜。丰巢科技初期投资 5 亿人民币, 顺丰持股为 35%, 申通、中通、韵达均是 20%, 普洛斯为 5%。

目前完成的“丰巢”智能快递柜产品设计覆盖物流快递、社区服务、广告媒介等领域, 并通过移动终端实施自助操作和安全保障。其实丰巢快件柜远没有一个简单的智能快递柜那么简单, 统一标准的设施和营运方式可以迅速复制和众包管理, 无论是在商业版图的规划还是经营思想的设计上, “丰巢”智能快件柜的发布都已突破现有的智能快件箱市场的规模和格局, 予人广阔的想象空间。

图表 58: “丰巢”智能快递柜



来源: 网络资料、国金证券研究所

就在“丰巢科技”成立后的4天，“菜鸟驿站”宣布圆通、百世先期加入菜鸟驿站，向社会开放其末端代办点为公共自提点，而后全峰随之加入。

至此，在中国的物流快递行业，似乎形成了类似“华约”和“北约”的两大阵营。菜鸟和丰巢正在两个最后一公里战场上厮杀。在城市战场，双方比拼的是谁能更快把商品送到顾客手中。在农村市场，大家比拼的是谁的网点离乡村更近，谁在农村的网点更多。

图表 59：“丰巢”阵营



图表 60：“菜鸟驿站”阵营



来源：网络资料、国金证券研究所

来源：网络资料、国金证券研究所

- 作为中国的快递一哥，顺丰发展多元化业务切入金融、电商等领域进而转型综合物流服务商，如果成功，无疑会极大提升其估值的想象空间。但这些尝试并不是一帆风顺的。

鼎泰新材的公告中，顺丰“已剥离业务商业板块”自2013年至2015年亏损分别是1.26亿元、6.14亿元、8.66亿元，相加近亏损16.06亿元。而亏损的原因，报告中称“主要是因为顺丰商业自2014年开始集中铺设线下门店所致”。而且，顺丰控股有限在出售商贸控股、顺丰电商、顺丰商业100%股权时，转让价仅仅10元、1元、1元，评估公司对顺丰电商和顺丰商业的全部资产评估是-525,460.55元。说明顺丰电商、顺丰商业在被出售之前处于亏损状态。也许正是这个原因，2015年9月，顺丰控股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和顺丰电商相关资产和业务剥离，防止影响顺丰控股的上市进程。

图表 61：顺丰控股剥离业务亏损严重（单位：万元）

项目		2015 年度	2014 年度	2013 年度
净利润	持续经营业务	196,010.24	108,977.54	195,748.60
	剥离业务	-86,588.13	-61,414.74	-12,581.52
合计		109,422.11	47,562.79	183,167.08
归属于母公司所有者的净利润	持续经营业务	196,731.21	109,261.41	195,748.60
	剥离业务	-86,588.13	-61,414.74	-12,581.52
合计		110,143.08	47,846.67	183,167.08

来源：公司公告、国金证券研究所

顺丰在电商和社区 O2O 实体店的尝试，虽然之前遭受了一定的亏损，但是探索新的领域就是要敢于试错，这也是顺丰能够成为快递一哥独树一帜的地方。变革很痛苦，但正是变革让顺丰不断成长。

- **划分五大事业群，综合物流服务商初现格局。**在 2015 年浙江省农商农企对接大会暨全省农产品电商大会上，顺丰商业事业群（Business Groups，简称 BG）首次公开亮相。顺丰将把原有的业务系统制升级为事业群制，把现有的业务板块重新划分为五大事业群，以子公司形式独立运行。

图表 62：顺丰五大事业群



来源：网络资料、国金证券研究所

五大事业群既独立运作，深耕细分领域，又相互协作。纵观顺丰五大事业群，将物流、信息流、资金流涵盖于内，形成“三流合一”的闭环生态链。顺丰商业、顺丰物流、顺丰金融成为“铁三角”，全面整合成 O2O 的商业平台。顺丰在转型的路上迈出一大步，综合物流服务商的格局已经初步显现。

盈利预测及投资评级

- 目前公司已经顺利过会，参考顺丰控股承诺扣非后净利润，预测 2016—2018 年分别为 28.18 亿元、37.10 亿元、47.24 亿元，同比增速分别为 74.0%、31.7%、27.3%。由于目前只是公布预案，离正式实施还需要段时间，为保持统一和方便对比，盈利预测采用 2016-2018 年的全年业绩。
- 考虑公司上市之后可完善激励机制并通过股票市场融资进一步扩大规模、提升经营效率。按照当前股价，顺丰上市交易完成后的市值约 2300 亿，对应 2016-2018 年的 PE 为 82 倍、62 倍、49 倍。基于公司 2015 年业绩，公司未来 3 年业绩复合增速为 43%。
- 作为国内快递行业的标杆企业，顺丰在品牌口碑、快递经营模式、网络运力建设等方面优势明显，龙头气质凸现。同时顺丰向快递产业链上下游拓展，积极涉足电商、金融等领域与主营快递物流板块形成联动效应，布局 O2O 社区平台，打造物流、信息流、资金流涵盖于内，形成“三流合一”的闭环生态系统。
- 从中长期来看，随着中国快递市场规模维持中高速增长，顺丰转型综合物流服务商的预期不断强烈，顺丰控股的市值有望向美国快递物流龙头 UPS 看齐，对比目前还有很大的发展空间。我们维持“买入”评级。

图表 63: A 股上市快递企业借壳方案对比 (亿元)

	鼎泰新材 (顺丰)	大杨创世 (圆通)	艾迪西 (申通)	新海股份 (韵达)
支付对价 (亿元)	433	175	169	177
发行股份 (亿股)	39.50	22.67	9.06	8.63
发行价格 (元/股)	10.76	7.72	16.44	19.79
现金对价 (亿元)	—	—	20.00	—
募集配套资金 (亿元)	80.00	22.96	48.00	—
发行股份 (亿股)	7.25	2.24	2.92	—
发行价格 (元/股)	11.03	10.25	16.44	—
发行前总股本 (亿股)	2.33	3.30	3.32	1.50
发行后总股本 (亿股)	49.08	28.21	15.30	10.17
股价 (元/股)	47.20	34.34	36.16	59.40
发行后总市值 (亿元)	2317	969	553	604
预测 2016 年净利润 (亿元)	28.2	11.0	11.8	12.3
对应 16 年 PE	82	88	47	49
未来三年净利复合增长率	43%	30%	27%	38%
PEG	1.92	2.97	1.75	1.29

来源: 公司公告、国金证券研究所 (股价为 2016 年 10 月 11 日收盘价)

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	75,969	94,632	117,912	货币资金	219	109	94	9,392	9,280	9,524
增长率		12.6%	-17.7%	11264.7%	24.6%	24.6%	应收款项	345	306	277	1,513	1,755	2,026
主营业务成本	-621	-706	-573	-60,396	-75,232	-93,740	存货	156	155	151	83	103	128
%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	314	301	356
毛利	101	107	96	15,574	19,399	24,172	流动资产	864	660	594	11,302	11,439	12,035
%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%	14.8%	14.1%	13.8%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-152	-189	-236	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	-7,597	-8,990	-11,202	%总资产	19.0%	24.0%	24.7%	56.1%	58.6%	60.7%
%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	-3,798	-4,732	-5,896	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%	85.2%	85.9%	86.2%
息税前利润 (EBIT)	41	41	32	4,026	5,489	6,839	资产总计	1,151	964	885	76,133	81,155	87,405
%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	-279	-557	-556	应付款项	70	65	77	5,570	6,655	7,945
%销售收入	1.5%	1.4%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	其他流动负债	15	30	27	1,531	1,737	1,953
资产减值损失	-2	0	-3	-7	-1	-1	流动负债	420	192	171	7,101	8,392	9,899
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	22,107	23,409	24,925
营业利润	27	27	28	3,740	4,930	6,281	普通股股东权益	725	718	708	54,016	57,726	62,450
营业利润率	3.7%	3.3%	4.1%	4.9%	5.2%	5.3%	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	76,133	81,155	87,405
税前利润	47	28	29	3,770	4,960	6,311	比率分析						
利润率	6.5%	3.4%	4.4%	5.0%	5.2%	5.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-7	-4	-4	-943	-1,240	-1,578	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	0.574	0.756	0.962
净利润	40	24	25	2,828	3,720	4,734	每股净资产	9.314	9.224	6.064	11.273	12.047	13.033
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	2.150	1.627	1.911
归属于母公司的净利润	40	24	25	2,818	3,710	4,724	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%	3.7%	3.9%	4.0%	回报率						
							净资产收益率	5.56%	3.36%	3.55%	5.22%	6.43%	7.56%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.50%	2.50%	2.84%	3.70%	4.57%	5.40%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.28%	4.05%	3.57%	4.37%	5.66%	6.62%
净利润	40	24	25	2,828	3,720	4,734	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%	11264.74%	24.57%	24.60%
非现金支出	19	18	22	1,545	2,317	2,547	EBIT 增长率	-16.08%	-0.63%	-20.17%	12299.70%	36.32%	24.60%
非经营收益	13	15	3	350	721	721	净利润增长率	-15.70%	-40.11%	4.17%	11111.92%	31.68%	27.31%
营运资金变动	-186	91	56	5,581	1,041	1,153	总资产增长率	10.90%	-16.27%	-8.15%	8498.60%	6.60%	7.70%
经营活动现金净流	-114	149	106	10,303	7,798	9,155	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	195.7	164.0	139.6
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%	10.39%	9.93%	8.81%
其他	-139	50	-45	-378	-751	-751	EBIT 利息保障倍数	3.9	3.6	16.0	14.4	9.8	12.3
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%	29.04%	28.84%	28.52%
现金净流量	-3	-71	-13	9,298	-112	244							

来源：公司年报、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

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

来源：国金证券研究所

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