

## 公司研究

## 增发夯实业务基础，收购扩展国际网络

## ——顺丰控股（002352.SZ）非公开增发及收购嘉里物流事件点评

## 要点

**事件 1: 公司公告, 拟向不超过 35 名特定对象非公开增发, 募集金额不超过 220 亿元, 增发股本不超过发行前总股本的 10%。**假设募集金额为 220 亿、增发价格为 80 元/股, 则对应的增发股本为 2.75 亿股, 占发行前总股本的比例约为 6.04%。募投资金将分别投向速运设备自动化升级 (60 亿)、湖北鄂州民用机场转运中心工程 (50 亿)、数智化供应链系统解决方案 (30 亿)、陆路运力提升项目 (20 亿)、航材购置维修项目 (20 亿)、补充流动资金 (40 亿)。

**点评:** 公司拟募投资项目均为公司产能的改造和扩张, 分项目看: 1、自动化升级将提升公司中转及仓储整体处理能力, 缩减中转与仓储环节的人工成本; 2、鄂州民用机场转运中心工程项目是公司鄂州机场建设的配套设施, 项目建设完成后将提高公司中转操作能力和运营效率, 降低整体运营成本; 3、数智化供应链系统解决方案将有力提升公司供应链一站式服务能力, 提升客户粘性, 提升市场竞争力。整体来看, 在快递行业竞争不断加剧的背景下, 公司通过定增募集资金用于产能改造和扩张, 将继续提高公司运营效率, 从而进一步提高公司的市场竞争力与市场占有率, 帮助提升公司未来的盈利水平, 实现股东利益的最大化。

**事件 2: 公司公告, 拟部分要约收购嘉里物流 (0636.HK) 51.8% 股权。**根据部分要约, 顺丰控股拟通过全资子公司收购嘉里物流约 9.31 亿股 (约占标的公司已发行股本的 51.8% 和全面摊薄股本的 51.5%); 根据购股权要约, 将购买并注销嘉里物流的相关购股权 (约 561.5 万股)。以上部分要约和购股权要约应付对价合计约 175.55 亿港元, 其中部分要约价格为 18.8 港元/股 (嘉里物流 2 月 4 日收盘价为 23.45 港元/股), 购股权要约价格为 8.6 港元/股。嘉里物流股权出售方为嘉里物流控股股东、其他流通股股东及其执行董事。交易通过现金支付, 资金来源为外部融资。假设交易完成, 嘉里物流将成为顺丰控股的控股子公司。

**点评:** 嘉里物流的主要业务包括物流运营、香港货仓业务以及国际货运代理, 公司在泰国、越南具有快递运营经验和资源, 同时还拥有广泛的国际货运代理网络 (包括亚洲区内、亚洲至美国/欧洲等)。2019 年度, 嘉里物流实现营业收入约 411 亿港元, 实现归母净利润约 37.9 亿港元。假设交易完成, 嘉里物流能够增强顺丰控股在泰国、越南的物流运营能力, 加快顺丰控股东南亚快递网络的搭建; 同时嘉里物流的国际货代网络可以帮助顺丰控股与嘉里物流实现客户资源共享和交叉销售, 特别是在国际航空货运领域, 顺丰控股可利用嘉里物流充裕货量提升自有货机的装载率, 进一步加强顺丰控股的国际运输业务能力。

**投资建议:** 公司募集资金用于产能改造和扩张, 有助于保持公司竞争力; 收购嘉里物流将带来网络协同效应, 同时帮助公司扩展海外市场。暂不考虑增发以及收购嘉里物流的影响, 我们维持公司 20-22 年盈利预测, 维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济波动风险导致快递需求下降; 行业竞争超预期导致单票收入下滑, 进而影响公司利润水平; 募集资金投资项目以及收购实施进展低于预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	90,943	112,193	154,549	190,659	230,995
营业收入增长率	27.92%	23.37%	37.75%	23.36%	21.16%
净利润 (百万元)	4,556	5,797	7,855	10,016	12,332
净利润增长率	-4.50%	27.23%	35.51%	27.52%	23.12%
EPS (元)	1.03	1.31	1.72	2.20	2.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.46%	13.66%	14.37%	15.87%	16.78%
P/E	103	81	62	48	39
P/B	12.9	11.1	8.9	7.7	6.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-02-04

## 买入 (维持)

当前价: 106.45 元

## 作者

分析师: 程新星

执业证书编号: S0930518120002

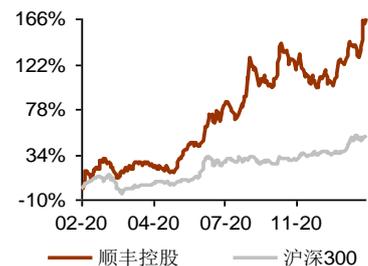
021-52523841

chengxx@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	45.56
总市值(亿元):	4850.33
一年最低/最高(元):	41.55/110.11
近 3 月换手率:	29.66%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.27	17.62	96.37
绝对	15.77	32.40	141.57

资料来源: Wind

## 相关研报

东海扬尘, 春回大地——交通运输行业 2021 年投资策略 (2021-01-14)

盈利保持快速增长, 丰网启航加强公司竞争力——顺丰控股 (002352.SZ) 2020 年三季度点评 (2020-10-27)

统筹推进现代流通体系建设, 为构建新发展格局提供有力支撑——习近平中央财经委员会会议讲话点评 (2020-09-10)

电商件时效件双轮驱动, 快慢分离初见成效——顺丰控股 (002352.SZ) 2020 年中报点评 (2020-08-26)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,943	112,193	154,549	190,659	230,995
营业成本	74,642	92,650	127,561	156,756	189,552
折旧和摊销	2,986	3,805	3,784	5,475	8,366
税金及附加	222	280	386	477	577
销售费用	1,826	1,997	2,751	3,393	4,111
管理费用	8,414	9,699	12,364	15,253	18,480
研发费用	984	1,193	1,644	2,028	2,457
财务费用	287	683	1,415	1,562	1,875
投资收益	1,166	1,076	200	200	200
营业利润	5,818	7,409	10,093	12,925	15,960
利润总额	5,868	7,426	10,098	12,930	15,965
所得税	1,403	1,802	2,424	3,103	3,832
净利润	4,464	5,625	7,675	9,827	12,133
少数股东损益	-92	-172	-180	-189	-199
归属母公司净利润	4,556	5,797	7,855	10,016	12,332
EPS(按最新股本计)	1.03	1.31	1.72	2.20	2.71

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,425	9,121	14,124	18,965	23,212
净利润	4,556	5,797	7,855	10,016	12,332
折旧摊销	2,986	3,805	3,784	5,475	8,366
净营运资金增加	5,195	7,802	14,069	9,862	12,714
其他	-7,313	-8,282	-11,584	-6,389	-10,200
投资活动产生现金流	-9,329	-14,049	-10,872	-49,825	-800
净资本支出	-11,614	-6,372	-14,417	-50,000	-1,000
长期投资变化	2,203	2,222	0	0	0
其他资产变化	82	-9,898	3,545	175	200
融资活动现金流	2,973	7,372	32,319	43,499	-8,294
股本变化	8	-4	142	0	0
债务净变化	5,980	9,021	29,256	46,444	-4,687
无息负债变化	3,793	6,320	2,984	3,600	5,603
净现金流	-850	2,465	35,571	12,639	14,118

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	17.9%	17.4%	17.5%	17.8%	17.9%
EBITDA 率	9.3%	10.5%	9.5%	10.3%	11.2%
EBIT 率	5.5%	6.5%	7.0%	7.4%	7.5%
税前净利润率	6.5%	6.6%	6.5%	6.8%	6.9%
归母净利润率	5.0%	5.2%	5.1%	5.3%	5.3%
ROA	6.2%	6.1%	5.6%	5.0%	5.9%
ROE (摊薄)	12.5%	13.7%	14.4%	15.9%	16.8%
经营性 ROIC	6.2%	7.3%	8.3%	6.9%	8.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	48%	54%	60%	68%	65%
流动比率	1.21	1.38	1.12	0.77	0.92
速动比率	1.18	1.36	1.11	0.76	0.90
归母权益/有息债务	2.25	1.68	1.00	0.63	0.76
有形资产/有息债务	3.78	2.99	2.26	1.80	2.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	71,615	92,535	136,826	195,162	206,246
货币资金	16,131	18,521	54,092	66,731	80,848
交易性金融资产	14	2,910	10	210	410
应收帐款	7,353	12,045	13,959	13,346	16,170
应收票据	21	43	38	55	71
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	818	882	1,205	1,563	1,828
其他流动资产	4,944	5,737	5,737	5,737	5,737
流动资产合计	31,922	42,897	79,081	92,591	110,876
其他权益工具	0	4,934	4,934	4,934	4,934
长期股权投资	2,203	2,222	2,222	2,222	2,222
固定资产	13,967	18,904	30,483	51,500	61,923
在建工程	6,508	3,116	2,337	23,669	6,142
无形资产	6,662	10,008	9,705	9,381	9,068
商誉	590	3,565	3,565	3,565	3,565
其他非流动资产	498	563	797	797	797
非流动资产合计	39,693	49,638	57,745	102,571	95,370
总负债	34,701	50,042	82,282	132,325	133,241
短期借款	8,585	6,053	43,096	89,539	84,853
应付账款	7,887	11,988	12,756	15,676	18,955
应付票据	0	30	0	0	0
预收账款	468	670	839	1,051	1,303
其他流动负债	5,538	5,678	5,678	5,678	5,678
流动负债合计	26,369	30,982	70,300	120,192	120,875
长期借款	998	6,540	6,540	6,540	6,540
应付债券	6,405	10,598	4,804	4,804	4,804
其他非流动负债	307	534	636	788	1,020
非流动负债合计	8,331	19,060	11,981	12,133	12,366
股东权益	36,914	42,494	54,544	62,837	73,005
股本	4,419	4,415	4,556	4,556	4,556
公积金	16,671	16,725	23,163	24,054	24,054
未分配利润	14,960	19,737	25,615	33,205	43,571
归属母公司权益	36,561	42,420	54,651	63,132	73,499
少数股东权益	353	74	-106	-296	-494

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.01%	1.78%	1.78%	1.78%	1.78%
管理费用率	9.25%	8.65%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.32%	0.61%	0.92%	0.82%	0.81%
研发费用率	1.08%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.21	0.27	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流	1.23	2.07	3.10	4.16	5.09
每股净资产	8.27	9.61	11.99	13.86	16.13
每股销售收入	20.58	25.41	33.92	41.84	50.70

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	103	81	62	48	39
PB	12.9	11.1	8.9	7.7	6.6
EV/EBITDA	62.3	45.9	36.5	29.7	22.3
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------