

2017 年 03 月 14 日

公司研究

评级：中性（下调）

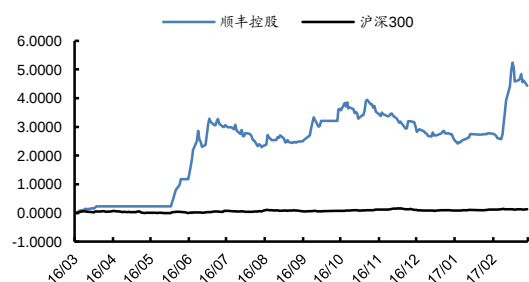
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
 联系人：李欣雨 S0350116060006  
 021-20281098 lixy02@ghzq.com.cn

## 先发优势明显，多元发展增厚业绩

### ——顺丰控股（002352）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

| 表现     | 1M   | 3M   | 12M   |
|--------|------|------|-------|
| 顺丰控股   | 44.4 | 35.0 | 463.3 |
| 沪深 300 | 0.6  | 2.3  | 12.8  |

#### 市场数据 2017/03/14

|             |               |
|-------------|---------------|
| 当前价格（元）     | 60.89         |
| 52 周价格区间（元） | 10.92 - 73.48 |
| 总市值（百万）     | 254744.17     |
| 流通市值（百万）    | 8097.31       |
| 总股本（万股）     | 418367.82     |
| 流通股（万股）     | 13298.26      |
| 日均成交额（百万）   | 300.24        |
| 近一月换手（%）    | 246.27        |

#### 相关报告

《鼎泰新材（002352）动态研究：顺丰正式开启发展新里程》——2017-02-21

《鼎泰新材（002352）深度报告：快递龙头登陆资本市场》——2016-10-20

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

公司发布 2016 年年报：实现快件业务量 25.80 亿票，同比增长 31.00%；实现营业收入 574.83 亿元，同比增长 19.5%；毛利率 19.69%，同比下降 0.09pct，基本与去年持平；实现归母净利润 41.8 亿元，同比增加 279.55%，其中营业外收入 15.8 亿元，主要是由于公司发生的非同—控制下企业合并产生的收益；扣除非经常性损益后净利润达 26.43 亿元，超过承诺利润（21.85 亿元）20.9%；基本每股收益 1.06。

#### 投资要点：

- 依托行业高景气，业绩实现高速增长** 2016 年我国规模以上快递业务收入同比增长 43.5%；规模以上快递业务量同比增长 51.4%；单件收入 12.7 元/件。2016 年顺丰凭借其差异化路线和直营模式，依托其“仓干配”+数据化服务，通过跨境电商、冷库投入、智能快递柜和航空基地的建设，积极布局中高端电商快递业务、国际快递业务、冷链运输业务和航空货运业务，形成了“天网+地网+信息网”的业务优势，实现了去年单票快递业务收入明显高于行业平均水平的 22.15 元，保证了公司持续健康的利润水平。
- 新兴业务布局增厚公司业绩** 2016 年公司重货、国际和冷运业务增速明显，分别实现营业外收入同比增长 96.2%、309%和 93%，在顺丰速运物流业务中的比重得到进一步提升。未来公司规划两年内国际业务服务范围将由现有的 51 个国家增长至 260 个国家及地区，加之重货业务闲余运力的充分利用以及冷运业务和同城配业务的不断深化，将为公司未来业务发展提供先发优势。
- 成本控制得当，利润率有效提升** 2016 年公司可比归母净利润 26.01 亿元，较去年同期的 19.6 亿元同比增长 32.68%；可比净利率 4.52%，同比增加 0.38pct，主要是公司通过优化线路、智能化资源的投入和内部组织架构的优化，使得管理成本有效降低、营运效率普遍提升。
- 盈利预测和投资评级：下调至中性评级** 顺丰作为快递业龙头企业，拥有完善的网络布局 and 优质的品牌优势，依托行业高景气度和政策红利的逐步兑现，未来发展空间广阔。出于审慎性原则，暂不考虑配套融资带来的股本摊薄因素影响，我们预估公司 2017 年-2019 年 EPS 为 0.84 元、1.06 元和 1.27 元，对应 PE 为 73 倍、58

倍和 48 倍，考虑目前股价对应估值较高，给予公司“中性”的投资评级。

- **风险提示：**1) 快递业发展不及预期；2) 公司业绩不达预期；3) 非公开发行终止风险。

| 预测指标      | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 57483  | 68526  | 81476  | 96022  |
| 增长率(%)    | 8499%  | 19%    | 19%    | 18%    |
| 净利润（百万元）  | 4180   | 3505   | 4429   | 5328   |
| 增长率(%)    | 16535% | -16%   | 26%    | 20%    |
| 摊薄每股收益（元） | 1.06   | 0.84   | 1.06   | 1.27   |
| ROE(%)    | 20.34% | 15.56% | 17.70% | 19.02% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所（暂不考虑配套融资造成的股本摊薄因素影响）

## 事件:

**顺丰控股发布年报:** 2016 年, 公司实现快件业务量 25.80 亿票, 同比增长 31.00%; 实现营业收入 574.83 亿元, 同比增长 19.5%; 毛利率 19.69%, 同比下降 0.09pct, 基本与去年持平; 实现归母净利润 41.8 亿元, 同比增加 279.55%, 其中营业外收入 15.8 亿元, 主要是由于公司发生的非同一控制下企业合并产生的收益; 扣除非经常性损益后净利润达 26.43 亿元, 超过承诺利润 (21.85 亿元) 20.9%; 基本每股收益 1.06。

## 评论:

### 1、依托行业高景气, 业绩实现高速增长

2016 年我国快递业整体保持高速增长, 规模以上快递业务收入实现 3974.4 亿元, 同比增长 43.5%; 规模以上快递业务量 312.83 亿件, 同比增长 51.4%; 单件收入 12.7 元/件, 由于市场竞争加剧呈现逐年下滑态势。2016 年顺丰凭借其差异化路线和直营模式, 依托其“仓干配”+数据化服务, 通过跨境电商、冷库投入、智能快递柜和航空基地的建设, 积极布局中高端电商快递业务、国际快递业务、冷链运输业务和航空货运业务, 形成了“天网+地网+信息网”的业务优势, 实现了去年单票快递业务收入明显高于行业平均水平的 22.15 元, 保证了公司持续健康的利润水平。

图 1: 公司 2013-2016 年营业收入走势图 (百万元)

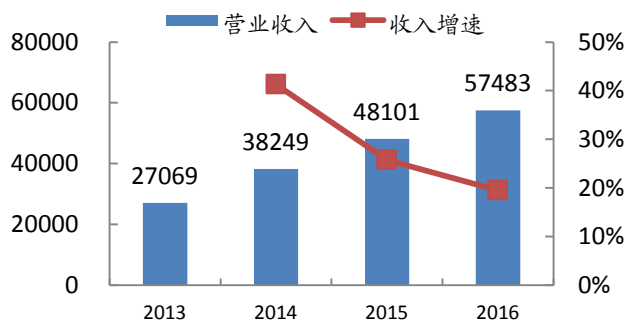
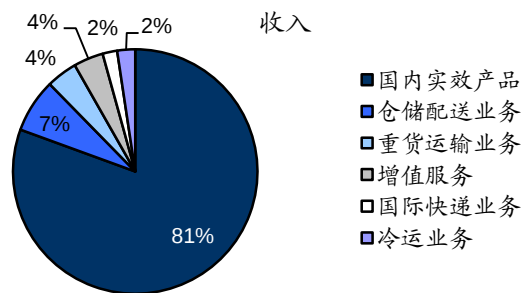


图 2: 公司 2016 年速运物流业务产品营收占比分布图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 3: 公司 2013-2016 年综合毛利率走势图

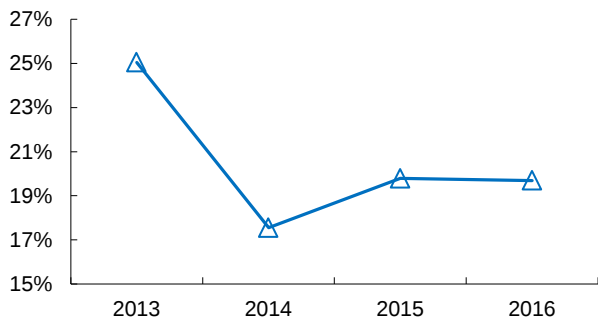
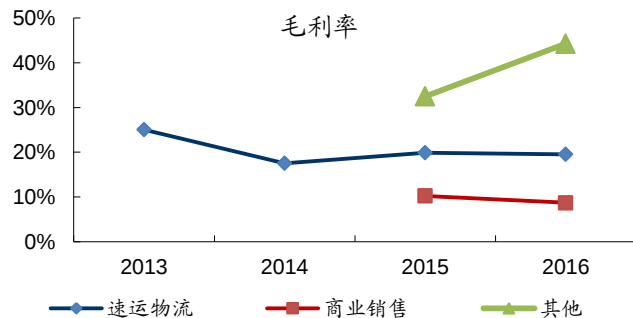


图 4: 公司 2013-2016 年各项业务产品毛利率分布图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 5: 规模以上快递业务单票收入走势图 (元)

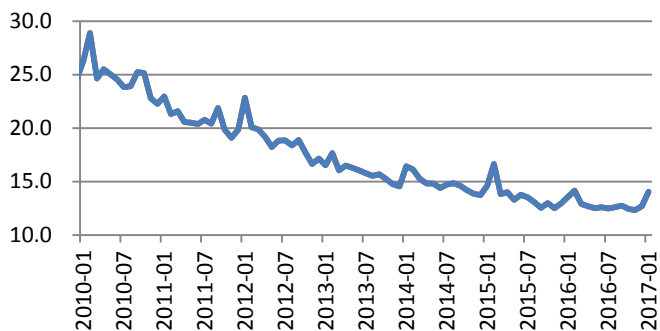
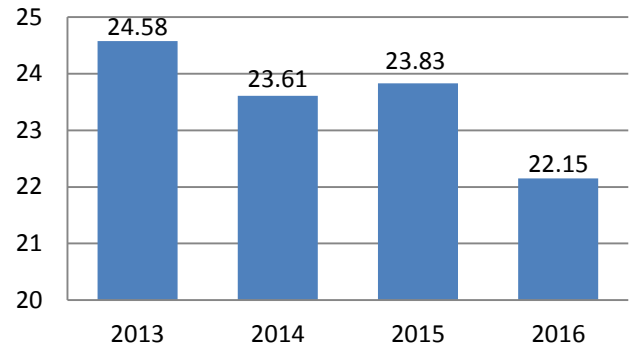


图 6: 公司 2013-2016 年快递业务单票收入走势图 (元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 2、新兴业务布局增厚公司业绩

根据行业发展周期, 在中国经济开始进入新常态下, 快递行业的增长放缓不可避免, 2016 年公司传统的国内快递业务占比进一步下降, 而发展的国际、冷链、仓储、重货、增值服务等新兴领域业务增速明显, 同比增长 309%、93%、25.6%、96.2% 和 26.7%, 其业务收入合计占比得到进一步提升, 占公司整体营业收入的 19.32%, 相比 2015 年仅占营业收入的 14.91%, 多元化日渐明显。从市场竞争格局来说, 随着快递企业纷纷上市, 目前快递已是一片红海, 为了摆脱对电商小件的依赖, 快递业对细分领域业务的大力拓展将成为行业未来发展趋势。未来公司将会继续重点布局国际、冷运、重货和同城配四大业务, 随着在细分市场业务的不断深化, 将为公司未来业务发展提供先发优势。

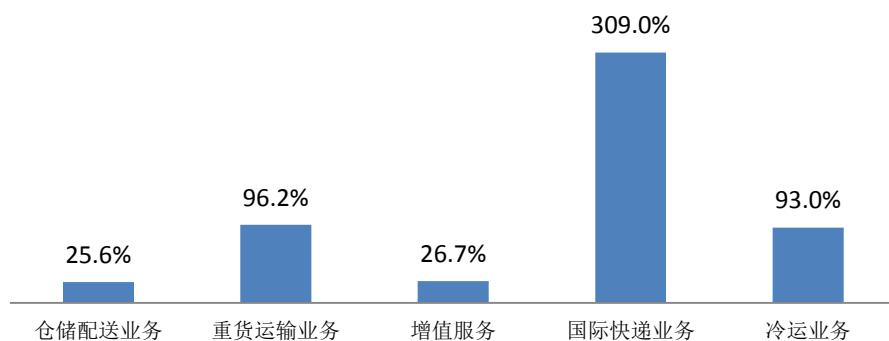
**国际业务:** 顺丰国际业务在过去三年高速增长, 复合增速高达 70% 以上, 业务网点已覆盖美国、欧盟、日本、东盟、韩国、巴西、墨西哥等 51 个国家, 国际小包服务网络已覆盖全球 200 多个国家及地区, 现有客户约 9.3 万个, 超百万客户达 120 个, 计划未来两年国际业务服务范围将增长至 260 个国家及地区。

**重货业务:** 目前公司的重货客户主要集中在服装、电子、五金、家具、仪器、汽配等轻工行业, 能够有效帮助公司充分利用闲余运力资源, 降低整体运营成本。

**冷运业务:** 公司目前冷运服务业务覆盖食品、医药、电商和零售等多个领域, 报告期末, 公司冷运网络覆盖 56 城市及周边区域, 其中 59 座食品冷库 (运营面积 13 万平方米)、71 条食品运输干线、2 座医药冷库、12 条医药干线, 冷藏车 497 台, 其中经过 GSP 认证车辆 227 台。与美国大型连锁企业相比, 中国内地冷链运输仍处在初创阶段, 生鲜电商、医药配送的扩张明显还在受制于冷链限制。顺丰控股现有的冷链模式, 属于“自建的一段式全程冷链”配送方式, 投入较大但难于复制, 规模化后有望与顺丰现有的高端业务一样, 具备差异化服务优势。

**同城配业务:** 作为首次在顺丰财报中亮相的指标, 是基于顺丰 2016 年 5 月面向目标用户推出了第一款互联网物流配送体系的基础上, 组建的一只 4000 人的专职配送团队, 未来将具备基于互联网调度的高效运营能力, 为顺丰提供了与相关定制化产品公司的合作机遇。

图 7：公司 2016 年新兴业务营业收入增速对比图

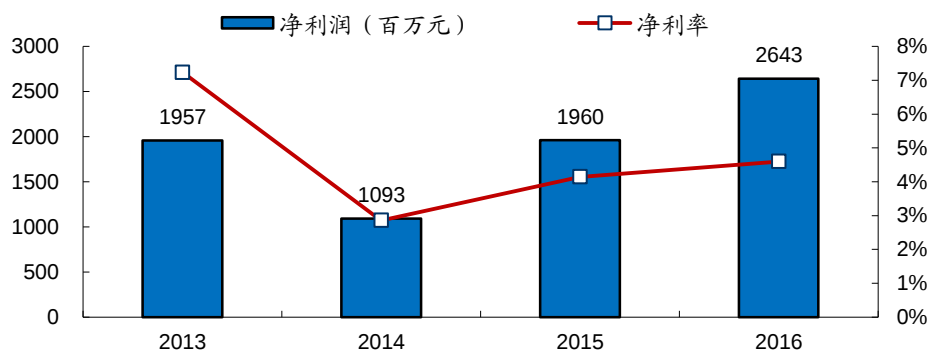


资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3、成本控制得当，利润率有效提升

2016 年公司扣非归母净利润 26.43 亿元，较去年同期的 19.6 亿元同比增长 34.85%；扣非净利率 4.6%，同比增加 0.46pct，主要是公司通过优化线路规划、网点设置，提升营运底盘工具的科学化和智能水平以及不断优人、力车辆物料等资源投入模型，积极管控营运资源投入效率等各种手段不断提升营运资源使用效率。此外，在管理成本方面公司通过优化内部组织架构大力推广移动办公工具持续提高三线管理效率，有效降低了管理成本。

图 8：公司 2013-2016 年净利润和净利率历年走势图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 4、盈利预测与评级

顺丰作为快递业龙头企业，拥有完善的网络布局和优质的品牌优势，依托行业高景气度和政策红利的逐步兑现，未来发展空间广阔。出于审慎性原则，暂不考虑配套融资带来的股本摊薄因素影响，我们预估公司 2017 年-2019 年 EPS 为 0.84 元、1.06 元和 1.27 元，对应 PE 为 73 倍、58 倍和 48 倍，考虑目前股价对应估值较高，给予公司“中性”的投资评级。

## 5、风险提示

1) 快递业发展不及预期; 2) 公司业绩不达预期; 3) 非公开发行终止风险;

| 预测指标      | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 57483  | 68526  | 81476  | 96022  |
| 增长率(%)    | 8499%  | 19%    | 19%    | 18%    |
| 净利润(百万元)  | 4180   | 3505   | 4429   | 5328   |
| 增长率(%)    | 16535% | -16%   | 26%    | 20%    |
| 摊薄每股收益(元) | 1.06   | 0.84   | 1.06   | 1.27   |
| ROE(%)    | 20.34% | 15.56% | 17.70% | 19.02% |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所(暂不考虑配套融资造成的股本摊薄因素影响)

表 1: 顺丰控股盈利预测表 (暂不考虑配套融资造成的股本摊薄因素影响)

| 证券代码:      | 002352.SZ |        |        |        | 股价:        | 60.89   | 投资评级:  | 中性     | 日期:    | 2017/03/14 |
|------------|-----------|--------|--------|--------|------------|---------|--------|--------|--------|------------|
| 财务指标       | 2016      | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 每股指标与估值    | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |            |
| 盈利能力       |           |        |        |        | 每股指标       |         |        |        |        |            |
| ROE        | 20%       | 16%    | 18%    | 19%    | EPS        | 1.06    | 0.84   | 1.06   | 1.27   |            |
| 毛利率        | 20%       | 20%    | 20%    | 20%    | BVPS       | 4.90    | 5.38   | 5.98   | 6.70   |            |
| 期间费率       | 14%       | 13%    | 13%    | 13%    | 估值         |         |        |        |        |            |
| 销售净利率      | 7%        | 5%     | 5%     | 6%     | P/E        | 57.44   | 72.69  | 57.52  | 47.81  |            |
| 成长能力       |           |        |        |        | P/B        | 12.42   | 11.32  | 10.19  | 9.09   |            |
| 收入增长率      | 8499%     | 19%    | 19%    | 18%    | P/S        | 4.43    | 3.72   | 3.13   | 2.65   |            |
| 利润增长率      | 16535%    | -16%   | 26%    | 20%    |            |         |        |        |        |            |
| 营运能力       |           |        |        |        | 利润表（百万元）   | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |            |
| 总资产周转率     | 1.30      | 1.55   | 1.71   | 1.82   | 营业收入       | 57483   | 68526  | 81476  | 96022  |            |
| 应收账款周转率    | 10.29     | 14.34  | 14.34  | 14.34  | 营业成本       | 46165   | 54917  | 65338  | 76955  |            |
| 存货周转率      | 116.57    | 116.57 | 116.57 | 116.57 | 营业税金及附加    | 203     | 242    | 288    | 340    |            |
| 偿债能力       |           |        |        |        | 销售费用       | 1151    | 1372   | 1631   | 1922   |            |
| 资产负债率      | 53%       | 49%    | 48%    | 47%    | 管理费用       | 6079    | 7297   | 8476   | 9940   |            |
| 流动比        | 1.16      | 1.16   | 1.25   | 1.26   | 财务费用       | 417     | 306    | 268    | 271    |            |
| 速动比        | 1.14      | 1.14   | 1.22   | 1.23   | 其他费用/（-收入） | 226     | 30     | 25     | 20     |            |
|            |           |        |        |        | 营业利润       | 3693    | 4422   | 5499   | 6616   |            |
| 资产负债表（百万元） | 2016      | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 营业外净收支     | 1498    | (70)   | 0      | 0      |            |
| 现金及现金等价物   | 6916      | 6712   | 7278   | 6819   | 利润总额       | 5191    | 4352   | 5499   | 6616   |            |
| 应收款项       | 5584      | 4779   | 5683   | 6697   | 所得税费用      | 1030    | 863    | 1091   | 1313   |            |
| 存货净额       | 396       | 473    | 563    | 663    | 净利润        | 4161    | 3488   | 4408   | 5303   |            |
| 其他流动资产     | 8438      | 10052  | 11945  | 14072  | 少数股东损益     | (20)    | (16)   | (21)   | (25)   |            |
| 流动资产合计     | 21333     | 21983  | 25435  | 28217  | 归属于母公司净利润  | 4180    | 3505   | 4429   | 5328   |            |
| 固定资产       | 11678     | 11094  | 12040  | 13438  |            |         |        |        |        |            |
| 在建工程       | 844       | 844    | 1344   | 1844   | 现金流量表（百万元） | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |            |
| 无形资产及其他    | 4476      | 4429   | 4586   | 4927   | 经营活动现金流    | 5675    | 2070   | 537    | 1073   |            |
| 长期股权投资     | 770       | 770    | 770    | 770    | 净利润        | 4161    | 3488   | 4408   | 5303   |            |
| 资产总计       | 44135     | 44153  | 47675  | 52696  | 少数股东权益     | (20)    | (16)   | (21)   | (25)   |            |
| 短期借款       | 5466      | 4466   | 3966   | 3966   | 折旧摊销       | 1980    | 1032   | 998    | 1061   |            |
| 应付款项       | 5259      | 5982   | 7117   | 8382   | 公允价值变动     | (13)    | 0      | 0      | 0      |            |
| 预收帐款       | 286       | 341    | 406    | 478    | 营运资金变动     | (433)   | (2434) | (4848) | (5266) |            |
| 其他流动负债     | 7375      | 8144   | 8906   | 9593   | 投资活动现金流    | (3715)  | 584    | 88     | (1898) |            |
| 流动负债合计     | 18387     | 18934  | 20395  | 22420  | 资本支出       | (12304) | 584    | (1445) | (1898) |            |
| 长期借款及应付债券  | 4761      | 2261   | 1761   | 1761   | 长期投资       | (770)   | 0      | 0      | 0      |            |
| 其他长期负债     | 430       | 430    | 500    | 500    | 其他         | 9359    | 0      | 1533   | 0      |            |
| 长期负债合计     | 5191      | 2691   | 2261   | 2261   | 筹资活动现金流    | (2164)  | (5017) | (2917) | (2306) |            |
| 负债合计       | 23578     | 21625  | 22656  | 24681  | 债务融资       | 10154   | (3500) | (1000) | 0      |            |
| 股本         | 4184      | 4184   | 4184   | 4184   | 权益融资       | 3926    | 0      | 0      | 0      |            |
| 股东权益       | 20557     | 22528  | 25019  | 28015  | 其它         | (16244) | (1517) | (1917) | (2306) |            |
| 负债和股东权益总计  | 44135     | 44153  | 47675  | 52696  | 现金净增加额     | (204)   | (2364) | (2292) | (3132) |            |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【交通运输组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

李欣雨，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学会计硕士，西南财经大学学士，从事交运行业研究 1 年，16 年加入国海证券研究所，现从事交运行业研究

## 【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。