

顺丰控股（002352）深度研究报告

# 复盘联邦快递，探索顺丰棋局

推荐（维持）

目标价：50元

当前价：41.4元

- ❖ **复盘联邦快递：1）Ground 2019 财年营业利润超过 Express。**2019 财年收入：697 亿美元，Express 占比 53.6%，Ground 占比 29.4%，合计 83%；营业利润：44.7 亿美元，Ground（26.4 亿）首次超过 Express 部门（21.2 亿）；营业利润率：Ground 部门 12.9%，为各业务中最高，公司整体营业利润率 6.4%。2）**Ground 部门具备区域合伙制明显特征。**Express 人工+外购运输+燃油合计 63%，Ground 人工+外购运输合计 70%，燃油费用占比仅 0.1%，而人工 19% 远低于 Express，反映该部门通过区域合伙制方式将相关成本外包。3）**牛股基因：**1980 年到 2019 年上涨 28 倍，最高涨幅 50 倍，同期标普 500 上涨 20.5 倍，公司显著跑赢。超额收益主要在 2 个阶段：**a）93-04 年加码更高营业利润率的 Ground 业务，利润快速增长，股价跑赢，PE 从 20 倍提升至 35 倍，PS 从 0.5 倍提升至 1.2 倍；b）05-17 年，全球化并购后，美国 CR3 市占率达到 97%，单票毛利上行期，股价跑赢指数，整体业务量增速放缓，PE 估值中枢 20 倍，PS 在 0.6-1 倍之间波动。市场表现与单票毛利、营业利润率明显相关，“高营业利润率+业务量较快增长”下，持续提估值，业务量放缓后的成熟期，估值在中枢区间波动。4）为顺丰控股带来启示：空中优势，与孟菲斯相互助力实现跨越式发展；更接地气，Ground 采用区域合伙制以符合电商潮流。**
- ❖ **探索顺丰棋局。1）收入结构：**19H1 时效件收入 268 亿元，占比 53.4%；经济件收入 115 亿元，占比 22.9%；新业务合计占比 23.7%。2）**棋局一：踏准节奏，再度发力电商件市场。**19 年 5 月公司推出针对电商大客户的特惠专配产品（预计单位价格降至 5-10 元），填补过去价格区间空白，以“填仓”模式发力，既刺激业务量，又提升装载率降低成本。**效果：推出后业务量连续 4 个月提升，8 月增速突破 30%。我们认为该产品不仅是阶段性产品，而是公司未来要发力的持续增长点。**电商件的性价比是相对的，客单价与物流配送成本的系数直接影响物流选择。快递价格下降，会使得更多价格带产品进入顺丰的配送范围，而顺丰凭借自身的品牌与管理实际可帮助客户降低隐性物流成本。3）**棋局二：鄂州机场，时效体系点睛之笔。成本角度，枢纽结构+轴辐式运营将使得成本下降成为可能，同时可使装载率有效提升。更重要的是鄂州周边产业是否能形成强有力的产业集群。**武汉规划到 2020 年，高新技术产业产值将达到 1.65 万亿元，假设物流费用占比 10%，顺丰切入 30%，即可获得约 500 亿的增量收入市场。4）**棋局三：涉足供应链打开更广阔的空间。**我国快递物流市场几乎是靠消费快递电商快递完成了超车，但当前到了制造业发展需要强有力的供应链来帮助降本增效的阶段。顺丰通过并购 DHL 中国以及新夏晖，结合自身的物流技术底盘，实则打开了更广阔的空间。
- ❖ **估值探讨及投资建议：1）参考联邦快递，当前业务量与毛利率回升阶段是较好的投资期。2）短期催化剂：成本管控红利正在释放。**Q2 毛利率 21.5%，近 8 个季度以来最高水平，随着 Q3 业务量提升，预计单季利润增速较此前更快。3）**估值探讨：分部估值预计市值至少可达约 2200 亿。**传统核心盈利业务（时效+经济）给予 30 倍 PE，价值 1800 亿；新业务虽尚未盈利，但快速增长有盈利曙光，给予 2 倍 PS，市值 372 亿（重货 120 亿+冷运 50 亿+同城 16 亿=186 亿），不考虑顺丰科技投入还原情况下，我们认为公司市值至少可以达到 2172 亿，对应目标价 50 元，较当前 1828 亿市值有 20% 的空间，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**资本开支过大，经济大幅下滑影响公司时效件业务。

主要财务指标

|           | 2018   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万)  | 90,943 | 109,370 | 130,747 | 159,903 |
| 同比增速(%)   | 27.9%  | 20.3%   | 19.5%   | 22.3%   |
| 归母净利润(百万) | 4,556  | 5,407   | 6,642   | 7,892   |
| 同比增速(%)   | -4.5%  | 18.7%   | 22.8%   | 18.8%   |
| 每股盈利(元)   | 1.03   | 1.22    | 1.50    | 1.79    |
| 市盈率(倍)    | 40     | 34      | 28      | 23      |
| 市净率(倍)    | 5.0    | 4.5     | 4.0     | 3.6     |

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 11 日收盘价

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

联系人：肖祎

电话：021-20572553  
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

公司基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(万股)      | 441,459     |
| 已上市流通股(万股)   | 163,095     |
| 总市值(亿元)      | 1,827.64    |
| 流通市值(亿元)     | 675.21      |
| 资产负债率(%)     | 52.3        |
| 每股净资产(元)     | 8.7         |
| 12 个月内最高/最低价 | 42.15/28.46 |

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《顺丰控股（002352）2018 年三季报点评：新业务投入加大导致当期利润承压；拟并购敦豪供应链，巨头联手，加速公司转型力度》

2018-10-28

《顺丰控股（002352）2018 年年报点评：新业务收入快速增长，短期利润承压，长期路径清晰，维持“推荐”评级》

2019-03-18

《顺丰控股（002352）2019 年中报点评：Q2 单季扣非净利增速达 25.1%，成本改善进行时，看好公司从优秀走向卓越，持续“推荐”》

2019-08-28

# 目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 一、复盘联邦快递.....                                  | 5  |
| （一）业务结构：Express 与 Ground 构成业务双子星 .....         | 5  |
| 1、2019 财年，Ground 地面业务营业利润首次超过 Express 部门 ..... | 5  |
| 2、成本构成：Ground 部门具备区域合伙制明显特征 .....              | 7  |
| 3、业务量与价格： .....                                | 8  |
| 4、资本开支 .....                                   | 10 |
| （二）超额收益及估值 .....                               | 12 |
| （三）联邦快递启示 .....                                | 14 |
| 1、空中优势：与孟菲斯相互助力实现跨越式发展 .....                   | 14 |
| 2、接地气：Ground 部门采用区域合伙制拓展符合电商件潮流 .....          | 16 |
| 二、探索顺丰棋局.....                                  | 16 |
| （一）顺丰业务构成及护城河要素 .....                          | 16 |
| （二）棋局一：踏准节奏，再度发力电商件市场 .....                    | 18 |
| 1、推出特惠专配产品，“填仓”模式踏准切入节奏 .....                  | 18 |
| 2、我们认为顺丰有概率将其发展为可持续的增长点 .....                  | 20 |
| （三）棋局二：鄂州机场，时效体系点睛之笔 .....                     | 23 |
| 1、机场投资方式：充分利用多方资源、资金来源多样、预计资本开支影响可控 .....      | 24 |
| 2、运营模式的再升级 .....                               | 25 |
| 3、产业集群的可憧憬空间 .....                             | 28 |
| （四）棋局三：涉足供应链打开更广阔的空间 .....                     | 29 |
| 三、估值探讨及投资建议.....                               | 30 |
| 四、风险提示.....                                    | 32 |

# 图表目录

|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图表 1  | 2019 年联邦快递各分部业务收入占比 .....            | 6  |
| 图表 2  | 2019 年联邦快递各分部业务营业利润率 .....           | 6  |
| 图表 3  | 联邦快递各业务明细.....                       | 6  |
| 图表 4  | 营业利润率.....                           | 7  |
| 图表 5  | 公司各项成本结构.....                        | 7  |
| 图表 6  | 公司各项成本占比.....                        | 7  |
| 图表 7  | Express 部门成本结构 .....                 | 8  |
| 图表 8  | Ground 部门成本结构 .....                  | 8  |
| 图表 9  | 业务量.....                             | 8  |
| 图表 10 | 单票价格.....                            | 9  |
| 图表 11 | Ground 业务单票营业利润 .....                | 9  |
| 图表 12 | Ground 部门成本价格与成本 .....               | 10 |
| 图表 13 | Ground 部门单票价格与成本 .....               | 10 |
| 图表 14 | Express 业务单票营业利润 .....               | 10 |
| 图表 15 | 联邦快递的资本开支历程（1978-2018 年，%） .....     | 11 |
| 图表 16 | 联邦快递的机队规模.....                       | 11 |
| 图表 17 | 联邦快递的资本开支构成.....                     | 11 |
| 图表 18 | 联邦快递 1978-2000 年收入增长快于利润增长 90 .....  | 12 |
| 图表 19 | 联邦快递 2000-2018 年利润增长快于收入增长.....      | 12 |
| 图表 20 | 联邦快递与标普 500 走势图.....                 | 13 |
| 图表 21 | 单票营业利润变化.....                        | 13 |
| 图表 22 | 联邦快递估值变化.....                        | 14 |
| 图表 23 | 孟菲斯机场区位.....                         | 14 |
| 图表 24 | “轴辐式”网络与“点对点”网络对比 .....              | 15 |
| 图表 25 | 联邦快递的航空货运运作模式.....                   | 15 |
| 图表 26 | 顺丰收入结构.....                          | 17 |
| 图表 27 | 顺丰收入增速.....                          | 17 |
| 图表 28 | 顺丰成本结构.....                          | 18 |
| 图表 29 | 上市公司业务量增速（17 年 10 月-19 年 8 月） .....  | 19 |
| 图表 30 | 顺丰单票收入月度情况（17 年 10 月-19 年 8 月） ..... | 20 |
| 图表 31 | 2019 年 8 月上市公司业务量及收入增速.....          | 20 |
| 图表 32 | 客单价与物流总成本及商品毛利率的敏感性测试.....           | 21 |

|       |                                          |    |
|-------|------------------------------------------|----|
| 图表 33 | 使用顺丰快递的典型高货值品类、品牌列表.....                 | 21 |
| 图表 34 | 使用顺丰快递的典型高端定位品牌列表.....                   | 22 |
| 图表 35 | 非高货值、非高端定位商品使用顺丰的原因分析.....               | 22 |
| 图表 36 | 顺丰中高端电商件与特惠电商件的需求特征分析.....               | 23 |
| 图表 37 | 我国主要机场 18 年货运吞吐量及鄂州 2030 年规划量比较（万吨）..... | 24 |
| 图表 38 | 鄂州机场投资结构.....                            | 24 |
| 图表 39 | 公司分区域收入分布（2018 年，单位：亿元）.....             | 25 |
| 图表 40 | 公司全货机机队的装载率测算.....                       | 25 |
| 图表 41 | 公司全货机和散航航线网络示意图（2018 年）.....             | 26 |
| 图表 42 | 鄂州机场对公司经营影响.....                         | 27 |
| 图表 43 | 顺丰与联邦快递、UPS 的航空货运重量对比（万吨）.....           | 27 |
| 图表 44 | 快递企业机队数量对比（单位：架）.....                    | 27 |
| 图表 45 | 中美机场客货比对比.....                           | 28 |
| 图表 46 | 武汉市在全国 26 个省会城市中 GDP 排名第三（2017 年）.....   | 28 |
| 图表 47 | 武汉市高新技术产业总产值接近万亿（2011 -2017 年）.....      | 28 |
| 图表 48 | 美国快递业客户群以非零售业务为主.....                    | 29 |
| 图表 49 | 中国快递业客户群以线上零售业为主.....                    | 29 |
| 图表 50 | 鄂州机场毗邻武汉“光谷”.....                        | 29 |
| 图表 51 | 供应链业务收入占比.....                           | 30 |
| 图表 52 | 公司毛利率与扣非归属净利率变化（2017Q1-2019Q2）.....      | 31 |

## 一、复盘联邦快递

联邦快递 FedEx，成立于 70 年代，凭借航空快递弯道超车，成为世界级快递巨头。

2019 财年实现收入 697 亿美元，营业利润 44.66 亿美元，净利 5.4 亿美元（因退休计划福利调整减少约 30 亿美元），按照非美国通用准则调整净利润 41.3 亿美元。

公司最高市值在 2018 年 1 月，700 亿美元；当前最新截止 2019 年 10 月 4 日，市值 373 亿美元。

联邦快递 1980 年到 2019 年股价上涨 28 倍，最高涨幅 50 倍，同期标准 500 指数上涨 20.5 倍，公司显著跑赢指数。

### （一）业务结构：Express 与 Ground 构成业务双子星

#### 1、2019 财年，Ground 地面业务营业利润首次超过 Express 部门

公司四项主业务为 FedEx Express（联邦快递，含 2017 年并购 TNT，提供全球快递服务）、FedEx Ground（联邦地面，提供北美小包裹地面运输）、FedEx Freight（提供北美零担货运等）以及 FedEx service 联邦服务与其他。

**收入看：Express 占比约 54%，与 Ground 合计占比 83%。**

2019 财年（截止 2019 年 5 月 31 日），联邦快递实现营业收入 696.93 亿美元，同比增长 6.5%，公司四项主业务 Express、Ground、Freight 以及 Service 等分别实现收入 373.31、205.22、75.82 及 42.58 亿美元，Express 业务收入占比 53.6%，Ground 地面服务收入占比 29.4%，两者合计占比 83%为核心业务。

**营业利润看：Ground 部门业务营业利润首次超过 Express。**

2019 财年联邦快递 44.66 亿美元，同比增长 4.5%，Express、Ground、Freight、Service&others 分别实现 21.23、26.4、6.15 及 -9.12 亿美元，Ground 部门业务营业利润首次超过 Express 部门。

**营业利润率看：Ground 部门达到 12.9%，为各业务中最高。**

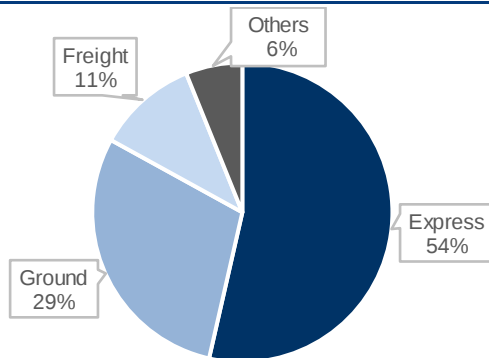
2019 财年整体营业利润率 6.4%，其中 Express、Ground、Freight 营业利润率分别为 5.7%、12.9%及 6.4%。Ground 部门营业利润率最高。从历史数据看，Express 的营业利润率中枢在 6%左右，而 Ground 营业利润率中枢约 13%。

**经营数据看：Ground 业务量占比 59%，单票价格远低于 Express 部门。**

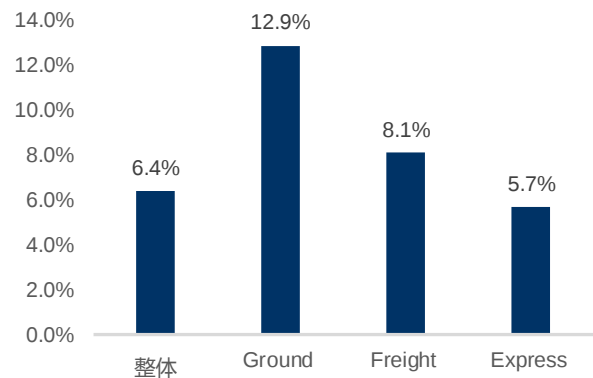
**业务量：**2019 财年，公司日均包裹量 0.15 亿件，同比增长 5.8%，

其中 Express 部门日均 0.06 亿件，同比增长 3.6%，Ground 部门日均 0.09 亿件，同比增长 7.4%，Ground 部门业务量占比 59%，Express 部门占比 41%。

**单票收入：**Express 部门平均单票 18.4 美元，同比基本持平，Ground 部门单票价格 8.97 美元，同比增长 3.9%。

**图表 1 2019 年联邦快递各分部业务收入占比**


资料来源：公司年报，华创证券

**图表 2 2019 年联邦快递各分部业务营业利润率**


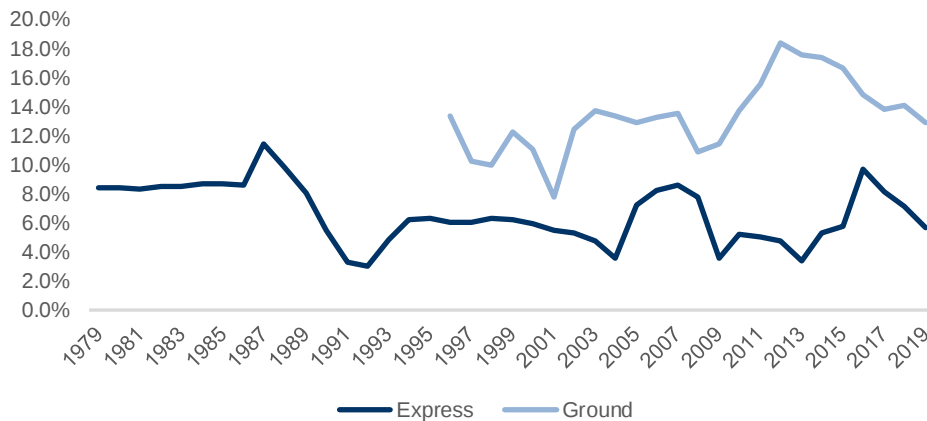
资料来源：公司年报，华创证券

**图表 3 联邦快递各业务明细**

| 业务分部 (百万美元)        | 2019   | 2018   | 2017   | 19Vs18 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>收入</b>          |        |        |        |        |
| 整体                 | 69,693 | 65,450 | 60,319 | 6%     |
| Express            | 37,331 | 36,172 | 33,824 | 3%     |
| Ground             | 20,522 | 18,395 | 16,503 | 12%    |
| Freight            | 7,582  | 6,812  | 6,070  | 11%    |
| Service & Others   | 4,258  | 4,071  | 3,922  | 5%     |
| <b>营业利润</b>        |        |        |        |        |
| 整体                 | 4,466  | 4,870  | 5,037  | -8%    |
| Express            | 2,123  | 2,578  | 2,769  | -18%   |
| Ground             | 2,640  | 2,605  | 2,279  | 1%     |
| Freight            | 615    | 517    | 390    | 19%    |
| Service & Others   | -912   | -830   | -401   | 10%    |
| <b>营业利润率</b>       |        |        |        |        |
| 整体                 | 6.4%   | 7.4%   | 8.4%   | -1.0%  |
| Ground             | 12.9%  | 14.2%  | 13.8%  | -1.3%  |
| Freight            | 8.1%   | 7.6%   | 6.4%   | 0.5%   |
| Express            | 5.7%   | 7.1%   | 8.2%   | -1.4%  |
| <b>日均业务量 (百万件)</b> |        |        |        |        |
| 整体                 | 15.2   | 14.3   | 13.8   | 6%     |
| Express            | 6.2    | 6.0    | 5.9    | 4%     |
| Ground             | 9.0    | 8.3    | 7.9    | 7%     |
| <b>单票价格 (美元)</b>   |        |        |        |        |
| 整体                 | 12.8   | 12.7   | 12.2   | 1%     |
| Express            | 18.4   | 18.4   | 17.4   | 0%     |
| Ground             | 9.0    | 8.6    | 8.2    | 3.9%   |

资料来源：公司年报，华创证券

图表 4 营业利润率



资料来源：Wind、华创证券

## 2、成本构成：Ground 部门具备区域合伙制明显特征

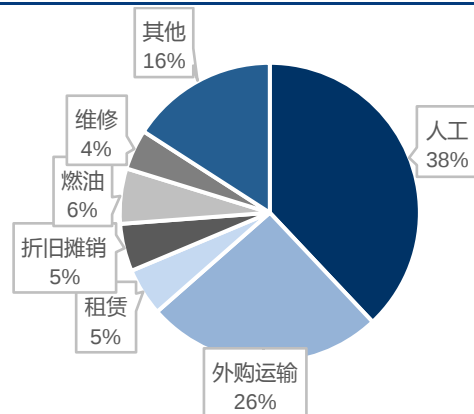
2019 财年，公司营运成本费用 652.27 亿美元，其中人工 247.76 亿美元，占比 38%，外购运输服务 166.54 亿美元，占比 25.5%，租金、折旧各自 36 亿美元，占比 5.2%及 5.1%，燃油成本 38.9 亿，占比 6%，维修费用 28.3 亿，占比 4.3%，上述核心项目占比 84%，尤其人工+外购运输占比 64%，是最重要成本项。

图表 5 公司各项成本结构

|      | 2019   | 2018   | 2017   | 19Vs18 | 占比   |
|------|--------|--------|--------|--------|------|
| 人工   | 24,776 | 23,795 | 21,989 | 4.1%   | 38%  |
| 外购运输 | 16,654 | 15,101 | 13,630 | 10.3%  | 26%  |
| 租赁   | 3,360  | 3,361  | 3,240  | 0.0%   | 5%   |
| 折旧摊销 | 3,353  | 3,095  | 2,995  | 8.3%   | 5%   |
| 燃油   | 3,889  | 3,374  | 2,773  | 15.3%  | 6%   |
| 维修   | 2,834  | 2,622  | 2,374  | 8.1%   | 4%   |
| 其他   | 10,361 | 9,830  | 8,752  | 5.4%   | 16%  |
| 合计   | 65,227 | 61,178 | 55,753 | 6.6%   | 100% |

资料来源：公司年报，华创证券

图表 6 公司各项成本占比

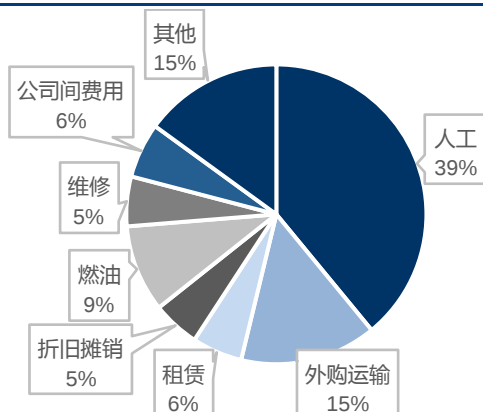


资料来源：公司年报，华创证券

不同业务部门看：Express 部门成本费用 352 亿美元，占比 54%，Ground 部门成本费用 179 亿美元，占比 27.4%，Freight 部门成本占比 10.7%。

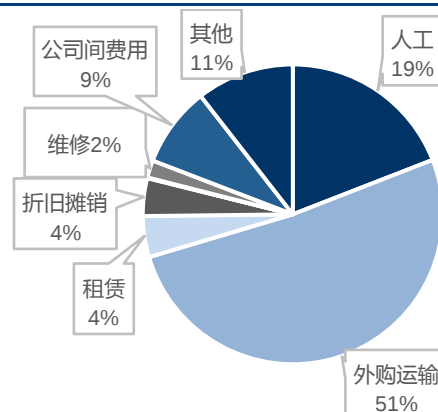
具体来看：Express 部门人工+外购运输+燃油三项合计 63%，Ground 人工+外购运输合计 70%，值得注意的是，Ground 部门燃油费用占比仅 0.1%，而外购运输占比达到 51%，人工 19%亦远低于 Express 部门，这样的结构反映该部门通过区域合伙制方式将相关成本外包。

图表 7 Express 部门成本结构



资料来源：公司年报，华创证券

图表 8 Ground 部门成本结构



资料来源：公司年报，华创证券

### 3、业务量与价格：

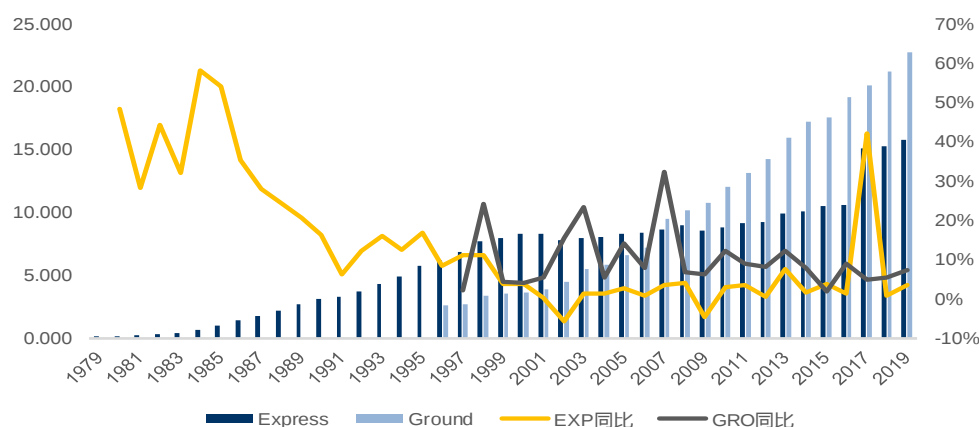
#### 1) 业务量

**Express：进入低增速的成熟期。**公司 Express 业务自 1999 年起进入个位数增长时代，99-16 年年均增速仅 2%，其中 911 事件后的 02 年以及金融危机后的 09 年增速为负。2017 年因收购 TNT 导致一次性跳升，19 年增速为 3.6%。

**Ground 业务：支撑公司业务量增速的主要部门。**自 96 年独立开展以来，维持 10% 的年均增速，2018 年仍有 7.4% 的增长。

公司第一阶段凭借航空件实现弯道超车，成为美国快递巨头，第二阶段则凭借加码陆运件实现二次增长。但整体而言，美国快递进入低速增长期。

图表 9 业务量



资料来源：Wind，华创证券

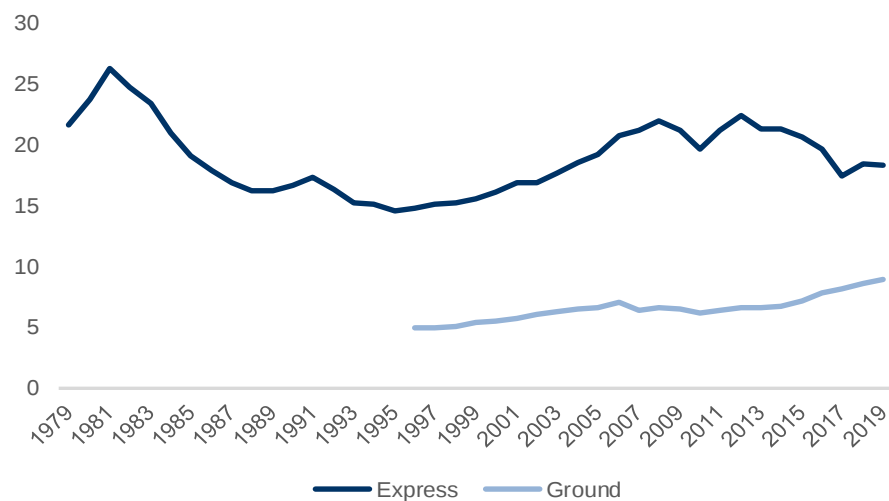
#### 2) 单票价格

Express 与 Ground 部门单票价格呈现不同的状态：

**Express** 单票价格在上市之后不久达到 25 美元的高点后连续下行 1996 年的 14.9 美元，此后开始提升 2012 年的 22.4 美元，近年来维持在 18 美元左右。

**Ground** 部门单票价格自独立后则几乎连续走升，从 5 美元不到提升至 19 财年的 8.97 美元，增长了 82%。

图表 10 单票价格

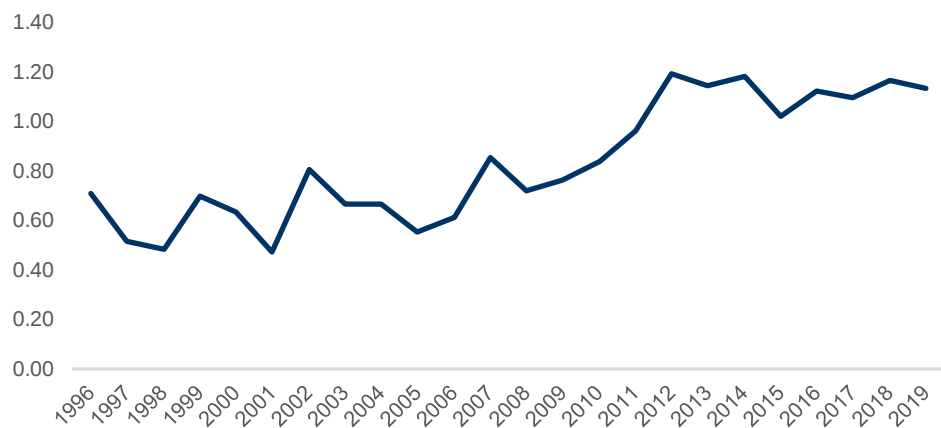


资料来源：Wind、华创证券

### 3) 单票营业利润

Ground 业务在单票价格不断提升过程中，单票营业利润呈现不断上升趋势，由最初的 0.5 美元左右提升至 1.1-1.2 美元区间。从价格与成本的变化中，可以发现公司可以较好的将成本压力传导至价格端。而 Express 部门的单票营业利润则呈现区间波动。

图表 11 Ground 业务单票营业利润



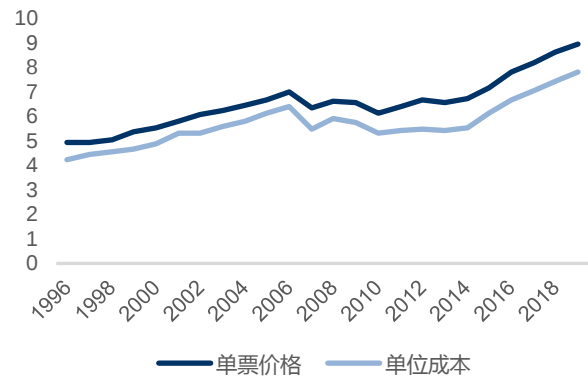
资料来源：Wind、华创证券

图表 12 Ground 部门成本价格与成本



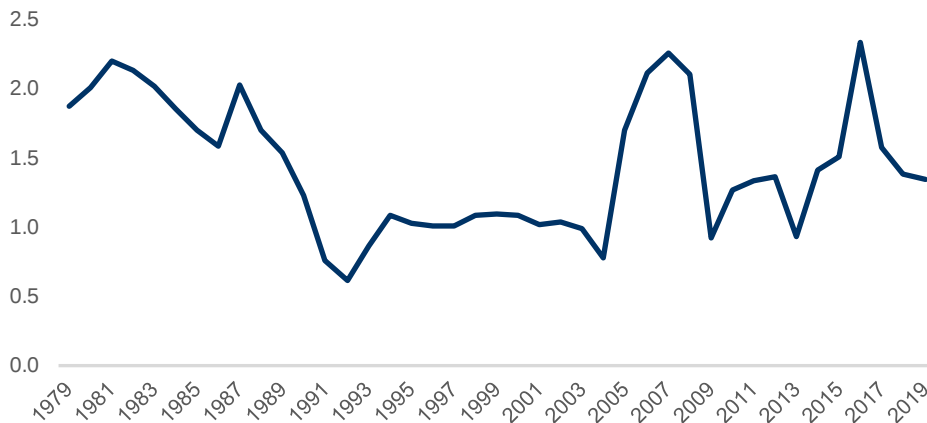
资料来源：公司年报，华创证券

图表 13 Ground 部门单票价格与成本



资料来源：公司年报，华创证券

图表 14 Express 业务单票营业利润



资料来源：Wind，华创证券

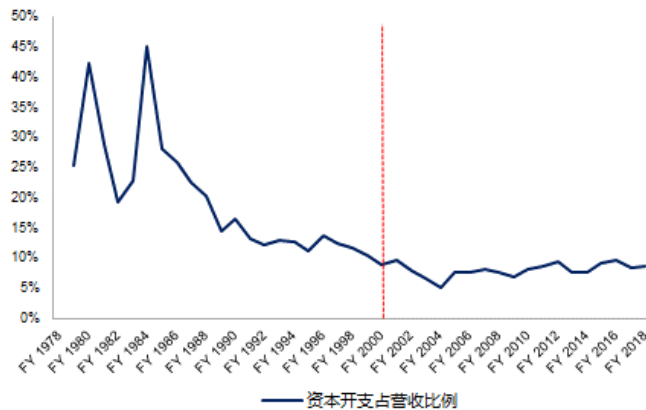
#### 4、资本开支

FDX 自 1978 年创立后，资本开支分为两个阶段：

第一阶段：80 至 90 年代（1978-2000），资本开支占收入比例一直保持在 10%以上的高位，最高达 45%，公司主要用于购买飞机及相关设备。

第二阶段：2001 年至今，资本开支比例占比下降至 10%以下。

图表 15 联邦快递的资本开支历程（1978-2018 年，%）



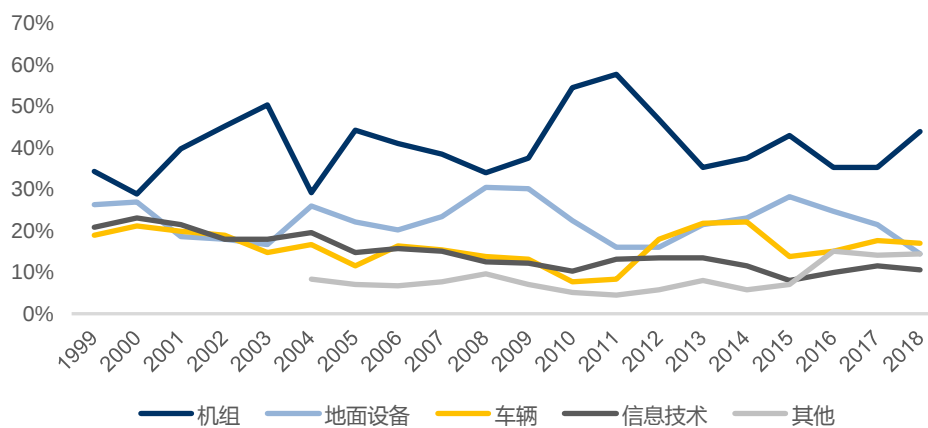
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 16 联邦快递的机队规模



资料来源：公司年报，华创证券

图表 17 联邦快递的资本开支构成



资料来源：公司年报，华创证券

从资本开支的构成上看：

对于机队的投入始终居高不下，近 20 年的占比平均在 40%，车辆投入 16%，地面设备 22%，信息技术的投入是呈现了一定的下行态势，99-04 年为此后在 20%，但 2010 年后基本维持在 10%左右的占比。

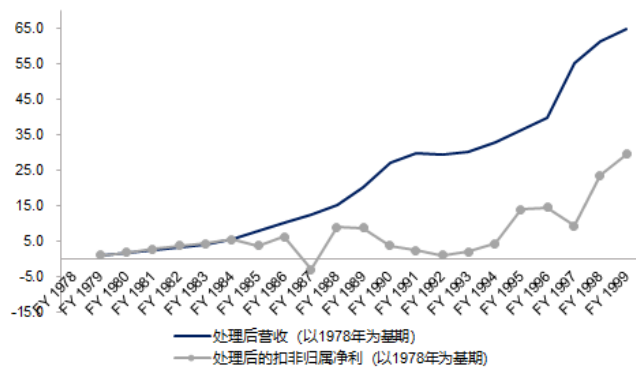
从资本开支与盈利指标看，

在第一阶段（1978-2000 年），公司处于资本开支高峰期，利润增速低于收入增速，

在第二阶段（2001 年至今），资本开支比例占比下降至 10%以下，利润增速超过收入增速，呈现较强的弹性。

资本开支高峰期过后，随着业务量增长，产能利用率逐步提升，固定成本被摊薄。

**图表 18 联邦快递 1978-2000 年收入增长快于利润增长** **图表 19 联邦快递 2000-2018 年利润增长快于收入增长**



资料来源：Bloomberg，华创证券



资料来源：Bloomberg，华创证券

## （二）超额收益及估值

联邦快递 1980 年到 2019 年股价上涨 28 倍，最高涨幅 50 倍，同期标准 500 指数上涨 20.5 倍，公司显著跑赢指数。

我们划分为几个阶段：

**80-92 年：**公司初创期，依靠航空件高增长实现弯道超车，业务量 20 倍，收入 17 倍，但重资产投入致利润处于盈亏之间，单票毛利下行，股价跑输；

**93-04 年：**业务量 2 倍，收入 2 倍，利润 14 倍，时效 Express 业务单票毛利基本持平，利润上行系 96 年开始大力发展高毛利的 Fdx Ground 业务，跑赢指数；

**05-18 年：**全球化并购，业务量 1.5 倍，收入 1.6 倍，利润 3 倍，单票毛利上行期，股价跑赢指数。

从另一个角度看，公司股价跑赢指数的区间也是公司资本开支占收入比重下台阶的区间。

图表 20 联邦快递与标普 500 走势图



资料来源：Wind、华创证券

由此我们认为资本市场对于联邦快递超额收益主要体现在几个角度：

93-04 年传统时效 Express 业务单票营业利润保持稳定情况下，公司加码更高营业利润率的 Ground 业务（陆运为主），利润快速增长，受到市场认可，股价跑赢；

05-17 年，全球化并购后，美国 CR3 市占率达到 97% 左右，公司单票毛利处于上行期，股价跑赢指数。美股市场的表现与单票毛利、营业利润率有明显相关性。

图表 21 单票营业利润变化



资料来源：Wind、华创证券

估值变化：

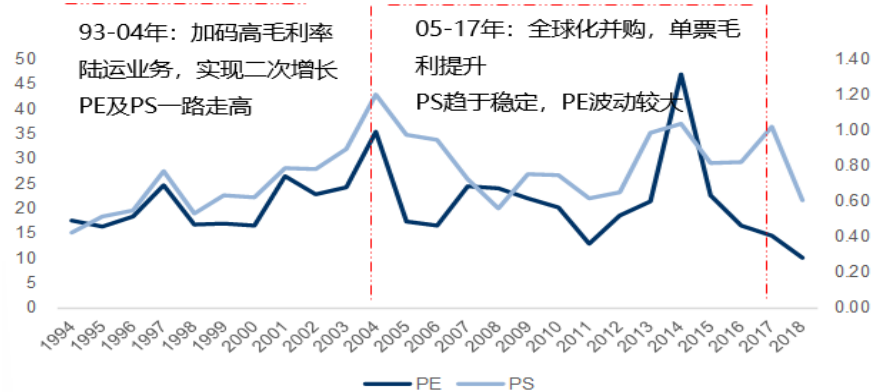
初创期公司投入大，一些年份利润为负，故不作参考

93-04 年，公司凭借更高营业利润率的 Ground 业务实现二次增长，PE 估值从 20 倍提升至 35 倍，PS 从 0.5 倍提升至 1.2 倍

05-17 年，公司单票营业利润上行趋势，但业务量增速整体放缓，PE 估值中枢在 20 倍附近，但波动变大，PS 在 0.6-1 倍之间波动。

我们认为市场在“高营业利润率+业务量较快增长”环境下，持续提估值，对于业务量放缓后的成熟期，估值在中枢区间波动。

图表 22 联邦快递估值变化



资料来源：Wind、华创证券

### （三）联邦快递启示

#### 1、空中优势：与孟菲斯相互助力实现跨越式发展

联邦快递从一个濒临倒闭的货运公司成长成为国际巨头之一，孟菲斯从一个默默无闻的美国中部小城成为世界上最大的货运枢纽之一，其中 1992-2010 年连续 17 年货运吞吐量全球第一，（联邦快递贡献的货运业务量几乎占机场货运总量的 95%以上）双方的互助互利实现了这一成就。

图表 23 孟菲斯机场区位



资料来源：中国（深圳）综合开发研究院供应链管理研究所、华创证券

### 启示 1：轴辐式网络模式是航空货运降本增效的核心：

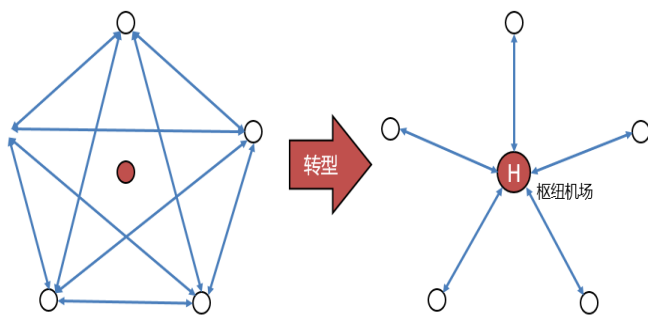
联邦快递以孟菲斯为转运核心，首创轴辐式网络模式，建立了辐射美国东西部主要城市的航线，各城市的货运飞机将去程货物运往孟菲斯中转，然后将回程货物带回始发地。联邦快递首创的辐射式航线网络结构在航空货运中显现了独特优势，正在被越来越多航空货运公司所采用。

提升航空货运经济性：轴辐式网络可以减少点对点直飞的航线，削减飞行次数；其次是提高载货率，减少返程的空载率，降低航空货运成本；此外，由于货物更加集中，货运公司可以使用大型飞机替代小型飞机来运输货物，从而大幅节省飞机燃油的消耗；并且可以降低飞机在一线机场停留的过夜费、地面操作费用。

**举例：**以 5 个围绕枢纽机场的城市为例，在建立枢纽机场前，要相互开通 10 条航线，20 个航班，20 架飞机，建立枢纽机场后，5 个城市只需要开通 5 条航线到枢纽机场，经过快速分拨后，再装载各自目的地货物返回，共计 10 趟航班，5 架飞机。

**成本的节约来自：**减少 10 趟航班次数，15 架执飞飞机的成本费用节约，在其他机场的过夜费、分拣操作费用的节约。

图表 24 “轴辐式”网络与“点对点”网络对比



资料来源：华创证券整理

### 启示 2：高效物流与孟菲斯空港产业群相互作用：

高效物流体系促进了孟菲斯空港产业群：在机场高效物流中心带动下，当地制造业、医疗服务业、计算机、旅游业等产业蓬勃发展。

孟菲斯现在成为美国一个重要的计算机维修中心，也是全美最大的医疗器械制造中心、美国中南部最大的医疗中心。除了戴尔公司在孟菲斯设立全国维修中心的案例外，还包括耐克公司 2007 年在孟菲斯购买了土地，建分拨中心。医疗设备生产厂商 Smith&Nephew 公司在孟菲斯建设了其全球最大的分拨网络中心。

空港产业群反哺联邦快递的业务量：

IT、医药、品牌服装等行业的产品对时效性非常敏感，大量与联邦快递服务特质相吻合的企业落户于孟菲斯，不仅可以降低自身物流的成本，还可以通过提升物流效率对传统的供应链模式进行创新。这些企业又推动了联邦快递的业务量增长。

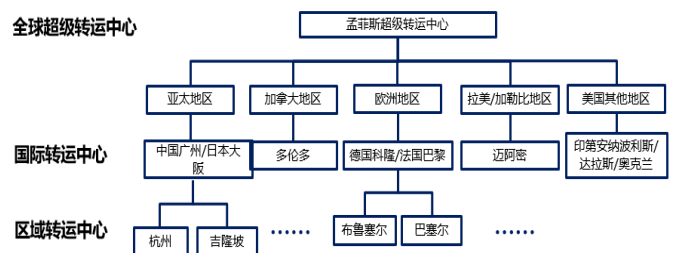
IT 行业：

戴尔电脑在孟菲斯设立了一个核心维修中心，而撤销其分布各地的几千家维修点，商业模式改为上门收走维修电脑寄到孟菲斯，修好后再空运回来进行派送。既提升自身效率，也避免消费者在维修点的等待或多次往来。

医药行业：

美国最大的通宵麻醉药品检测站——Advanced Toxicology 每晚对通过联邦快递运来的全美 5000 多份样品进行试验。世界最大的角膜银行——国家眼科银行中心坐落于孟菲斯就是因为看中孟菲斯的重要地理位置和交通设施优势。

图表 25 联邦快递的航空货运运作模式



资料来源：华创证券整理

## 2、接地气：Ground 部门采用区域合伙制拓展符合电商件潮流

Ground 部门是公司发力电商件业务的主力，区域合伙制模式拓展物流网络，一定程度类似于国内加盟制快递的方式，公司建立分拨中心，通过区域合作的形式，在每个区域寻找合适的合作伙伴，由合作伙伴提供车辆、人员和服务，公司提供品牌、技术、系统和设施设备进行运行。

2019 财年日均包裹量 895 万个，全年近 23 亿个包裹，单票价格 8.97 美元，收入 205 亿美元，成本费用 178.8 亿美元，营业利润 26.4 亿美元，营业利润率 12.9%。

FedEx Ground 的发展在 1996 年提出，重要一环在于 1998 年收购 RPS（Roadway Package System），RPS 是从事小包裹道路运输的企业，覆盖北美全境，当年业务量增长 24%，（RPS 的网络与 UPS Domestic 是直接竞争对手，对联邦快递的业务体系对抗 UPS 有价值。）

2000 年正式推出 Ground 服务，

2004 年推出 SmartPost 服务，联合美国邮政，完成最后一公里配送，从而提升 Ground 的网络效能。

为了电商业务的拓展，公司宣布 2019 年 1 月起 Ground 部门一周工作 6 天，2020 年起一周工作 7 天。

Express 的核心是突出快和品质，采取直营、空运，Ground 更多是包裹，特别是电商件，核心是日常用品，价值不高，网络与成本是核心，品质和服务相对 Express 没有那么突出。

通过接地气，更低价格的 Ground 业务，公司更好地控制成本，不断提升单票营业利润，快速增长的包裹量明显超过 Express 业务，而营业利润也在 19 财年超越了起家的 Express 部门。

## 二、探索顺丰棋局

### （一）顺丰业务构成及护城河要素

顺丰控股 2019 上半年实现营业收入 501 亿元，同比增长 17.7%；实现归母净利润 31.0 亿元、扣非归母净利润 23.3 亿元，同比分别增长 40.4% 和 11.5%。

分季度看：Q2 实现扣非归属净利 14.9 亿，同比增长 25.1%，Q1 仅为 8.4 亿，同比下滑 6.8%。

经营数据：上半年公司业务量 20.2 亿件，同比增长 8.5%，单票收入 23.62 元，同比增长 4.1%，公司业务量增速自 5 月开始回升至两位数增长。

### 收入结构看：

时效件收入 268 亿元，同比增长 4%，占比 53.4%；经济件收入 115 亿元，同比增长 16%，占比 22.9%，两者合计 76.3% 新业务中：

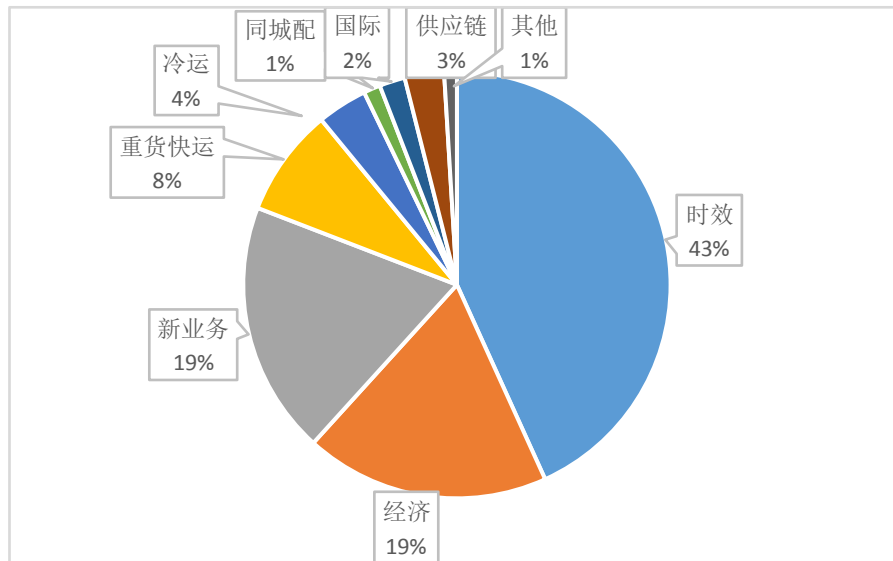
快运收入 51 亿，冷运收入 24 亿、同城急送 7.9 亿，分别实现 47.0%、53.9% 和 129.1% 的高速增长；

国际业务，外部环境存不确定性，公司调整国际业务策略，下滑 1.6% 至 12 亿收入；

供应链业务主要是顺丰 DHL 供应链、新夏晖等，上半年实现 18.4 亿。

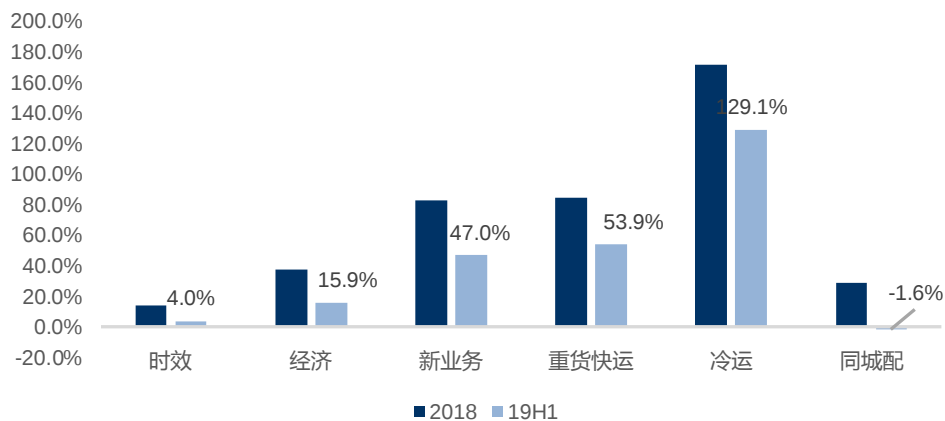
新业务合计 118.5 亿收入，占比 23.66%，较 18H1 占比 16.3%，18 年占比 18.9% 持续扩大。

图表 26 顺丰收入结构



资料来源：公司公告、华创证券

图表 27 顺丰收入增速

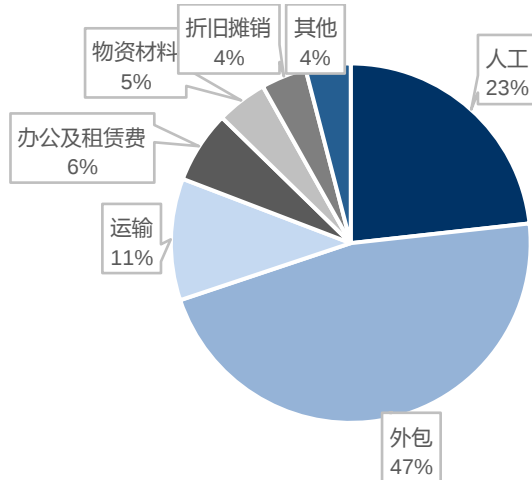


资料来源：公司公告、华创证券

### 从成本结构看：

按照成本费用性质划分，2019年上半年公司人工+外包+运输成本合计373亿元，同比增长15.6%，占成本费用比重的81%（人工23%+外包47%+运输11%），办公租赁折旧摊销占比11%，其他项目占比8%。

图表 28 顺丰成本结构



资料来源：公司公告、华创证券

2018 年我们深度报告《从优秀到卓越，做时间的朋友》中，我们提出顺丰控股具备两项护城河要素：品牌溢价（成快、准时、安全的口碑，使产品享受超越行业的溢价）；网络优势“天网+地网+信息网”三网合一。护城河要素造就公司时效件市场王者地位，并可使公司拓展经济件如同降维打击。我们认为更重要的是公司具备走向卓越的基因。

卓越基因一：资本开支与大力投入研发将巩固优势，推动前行。研发投入是公司从劳动密集型转向科技密集型的助推剂。从 UPS 与 FDX 发展历程看，每一轮资本开支高峰过后都会推动利润增速快速上行。

卓越基因二：稀缺资源的先发垄断，鄂州机场点睛公司航空物流体系。唯一货运枢纽机场规格高，鄂州机场设计货邮吞吐量为 2030 年达到 330 万吨，仅次于目前浦东机场的水平。从美国经验看，联邦快递与孟菲斯相互助力实现跨越式发展，航空物流域与产业集群相互促进。公司参股机场 46%，一旦投产后将巩固航空货运领域的绝对龙头地位。（轴辐式比点对点有效降低成本，稀缺资源先发优势，有效提升公司装载率和运营效率）。

卓越基因三：网络的共享与协同，将使得公司推进新业务时，最大程度降低成本。

卓越基因四：积极推进价值链延伸。

而通过对联邦快递的复盘，我们认为特别对顺丰有借鉴意义的 2 点，

其一在于如何迎合电商件市场的发展，

其二在于充分利用货运枢纽机场的战略作用。

## （二）棋局一：踏准节奏，再度发力电商件市场

### 1、推出特惠专配产品，“填仓”模式踏准切入节奏

电商件的高增速支撑我国快递业务量的高景气，如国家邮政局局长所述：我国快递量已超美国、日本和欧洲等发达经济体总和。电商件市场是不可忽视的重要业务战场。

顺丰在过去几年曾介入过电商件市场，但未曾取得特别的成就：

**第一次尝试：**2013 年公司推出相对低价产品，定价约 15 元左右，明显低于自身标准件（22 元左右水平），试图撬动

电商件市场，但由于直营制的成本投入，以及装载率不高等因素，导致整体毛利率下降，公司后停止该业务。

**第二次尝试：**2018年上半年公司再度发力电商件，经济件产品业务在18H1取得了54%的收入增长，但因运力投入较大，装载率下降，公司下半年控制了业务增速。

这两次尝试中公司均在吸取经验，第一次全面和通达系竞争过程中，以直营打低价产品，单票成本很高，会导致亏损严重；于是在第二次吸收经验，做了集收，特点是集中相比较每次上门收件成本更低，可以节约人工成本，但大量的投入使得固定资本开支和运输成本没有办法覆盖。

**进一步，2019年5月第三次切入电商件市场，策略性推出针对电商大客户的特惠专配产品**（预计单位价格降至5-10元），着力于不新增投入的情形下，充分利用过去的产能，以“填仓件”的模式，提升装载率，从而降低成本。

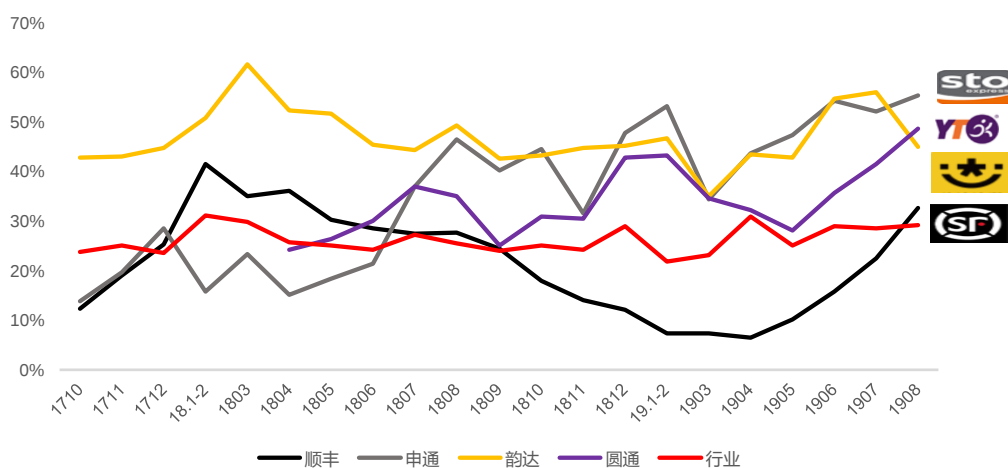
新产品打破原有产品价格局限，填补价格区间空白，完善了经济产品体系，不断贴近市场竞争。同时，公司过去几年的资源投入以及科技优化，使得大网装载能力明显提升，在装载率不高的情况下，也产生了冗余资源，此时通过精准销售，优化端到端运营模式，如根据客户业务特点和需求，批量集中收件、客户至中转场发货/提货、派件协议到丰巢柜等方式，进一步提升存量资源和运力的利用效率，实现降本增效，同时实现更有弹性的、更具竞争力的报价。

**效果：业务量快速提升，保持良好增长势头。**

从5月起，业务量增速连续4个月提升，7月重回20%，8月突破30%，是2018年5月以来最快增速，也是18年10月以来首次超越行业增速，该项业务帮助公司提升装载率，带来边际正贡献，助力公司成本红利释放。（成本主要是收转派+折旧，借助大网富裕运力开设产品，没有增加资本开支，故可以有效摊薄开支，从而使得整体毛利率水平可以提升。）

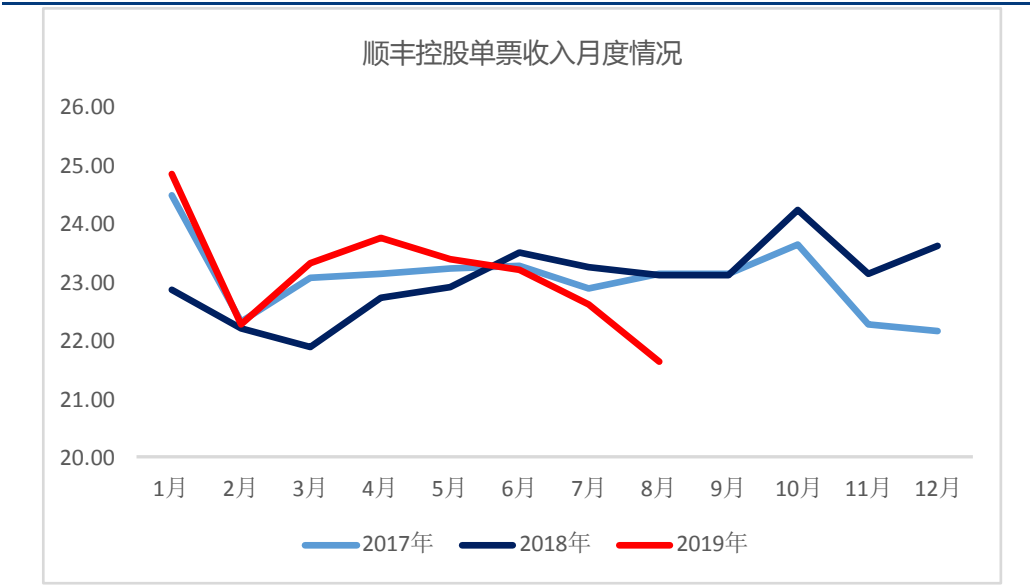
**附：顺丰与通达系电商件价格比较：**顺丰中高端电商件的终端均价平均为13元左右，与终端均价2-8元的通达系存在较大价差；而今年5月推出的新产品特惠电商件，均价为5-10元，弥补了此前顺丰中高端电商件与通达系中低端电商件之间的价格空白地带。

图表 29 上市公司业务量增速（17年10月-19年8月）



资料来源：Wind、华创证券

图表 30 顺丰单票收入月度情况（17 年 10 月-19 年 8 月）



资料来源: Wind、华创证券

图表 31 2019 年 8 月上市公司业务量及收入增速

| 公司业务量 (亿件)   |       |        |       |         |        |
|--------------|-------|--------|-------|---------|--------|
|              | 当月值   | 份额     | 同比    | 超额增速    | 累计同比   |
| 顺丰           | 4.0   | 7.6%   | 32.8% | 3.5%    | 13.7%  |
| 申通           | 6.8   | 12.7%  | 55.6% | 26.3%   | 49.1%  |
| 韵达           | 8.3   | 15.7%  | 45.1% | 15.8%   | 46.3%  |
| 圆通           | 7.7   | 14.5%  | 48.9% | 19.6%   | 37.8%  |
| 全国           | 53.0  |        | 29.3% |         | 26.6%  |
| 公司单票收入 (元/件) |       |        |       |         |        |
|              | 当月值   | 同比     | 环比    | 累计      | 累计同比   |
| 顺丰           | 21.7  | -7.3%  | -4.2% | 23.2    | 1.4%   |
| 申通           | 2.8   | -13.5% | -1.4% | 3.1     | -4.9%  |
| 韵达           | 3.2   | 102.5% | 1.6%  | 3.3     | 92.9%  |
| 圆通           | 2.7   | -16.9% | -3.2% | 3.1     | -12.0% |
| 全国           | 11.6  | -2.4%  | 0.4%  | 12.1    | -1.7%  |
| 公司收入 (亿元)    |       |        |       |         |        |
|              | 当月值   | 同比     | 环比    | 累计收入    | 累计同比   |
| 顺丰           | 86.8  | 23.1%  | 4.1%  | 648.2   | 15.3%  |
| 申通           | 18.7  | 34.9%  | 4.9%  | 133.7   | 41.8%  |
| 韵达           | 26.7  | 193.7% | -3.6% | 197.2   | 182.3% |
| 圆通           | 20.9  | 23.7%  | -3.8% | 163.4   | 21.3%  |
| 全国           | 616.8 | 26.2%  | 1.4%  | 4,621.8 | 24.4%  |

资料来源: Wind、华创证券

## 2、我们认为顺丰有概率将其发展为可持续的增长点

在发展获得市场认可后，我们认为该产品不仅仅是阶段性产品，而是公司要发力的持续增长点。

从公司近期战略看，认为中国快递业的快速增长主要原因在电商件市场，所以特惠专配主要针对这块需求，不会只是短期的填仓产品。

### 1) 我们认为电商件的诉求为性价比，客单价与物流配送成本的系数直接影响着商品的物流选择。

物流配送成本高低是相对而非绝对，根据物流总成本和商品毛利率，我们做了“客单价”的敏感性测试。如：当总物流成本为8元，商品毛利率为12%的情况下，“客单价”至少为67元才能达到盈亏平衡点。当物流总成本下降时，所需盈利的“客单价”也会下降，换言之，可进入网络渠道的商品越来越多。

图表 32 客单价与物流总成本及商品毛利率的敏感性测试

|       |     | 物流成本(单位: 元) |    |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|-------|-----|-------------|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|       |     | 2           | 3  | 4   | 5   | 6   | 7   | 8   | 9   | 10  | 11  | 12  | 13  | 14  | 15  |
| 商品毛利率 | 4%  | 50          | 75 | 100 | 125 | 150 | 175 | 200 | 225 | 250 | 275 | 300 | 325 | 350 | 375 |
|       | 6%  | 33          | 50 | 67  | 83  | 100 | 117 | 133 | 150 | 167 | 183 | 200 | 217 | 233 | 250 |
|       | 8%  | 25          | 38 | 50  | 63  | 75  | 88  | 100 | 113 | 125 | 138 | 150 | 163 | 175 | 188 |
|       | 10% | 20          | 30 | 40  | 50  | 60  | 70  | 80  | 90  | 100 | 110 | 120 | 130 | 140 | 150 |
|       | 12% | 17          | 25 | 33  | 42  | 50  | 58  | 67  | 75  | 83  | 92  | 100 | 108 | 117 | 125 |
|       | 14% | 14          | 21 | 29  | 36  | 43  | 50  | 57  | 64  | 71  | 79  | 86  | 93  | 100 | 107 |
|       | 16% | 13          | 19 | 25  | 31  | 38  | 44  | 50  | 56  | 63  | 69  | 75  | 81  | 88  | 94  |
|       | 18% | 11          | 17 | 22  | 28  | 33  | 39  | 44  | 50  | 56  | 61  | 67  | 72  | 78  | 83  |
|       | 20% | 10          | 15 | 20  | 25  | 30  | 35  | 40  | 45  | 50  | 55  | 60  | 65  | 70  | 75  |
|       | 22% | 9           | 14 | 18  | 23  | 27  | 32  | 36  | 41  | 45  | 50  | 55  | 59  | 64  | 68  |
|       | 24% | 8           | 13 | 17  | 21  | 25  | 29  | 33  | 38  | 42  | 46  | 50  | 54  | 58  | 63  |

资料来源：华创证券测算

## 2) 顺丰做电商件的优势市场

### 针对高货值商品的壁垒：安全稳定，保证货值不受损

商品品类整体货值较高，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

为了保证货物安全性，该品类中高端品牌、普通品牌甚至杂牌，均倾向于使用顺丰。

图表 33 使用顺丰快递的典型高货值品类、品牌列表

| 品类         | 平均客单价      | 品牌                                                                                      | 使用快递         |
|------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 保健品-冬虫夏草   | 2000-10000 | 香港楼上、北京同仁堂、天猫淘宝大量第三方卖家                                                                  | 顺丰           |
| 珠宝-钻石      | 1500-15000 | 蒂凡尼、I do、珂兰钻石                                                                           | 顺丰           |
| 珠宝-黄金、珍珠   | 500-2500   | 周生生、周大福、周大生、潮宏基珠宝、六福珠宝、老凤祥珠宝、千叶珠宝                                                       | 顺丰           |
| 珠宝-人造      | 500-2500   | 施华洛世奇、通灵珠宝、潘多拉                                                                          | 顺丰           |
| 珠宝-普通品牌    | 300-1000   | 京润珠宝满1000元发顺丰、卡蒂罗珠宝满300元发顺丰、                                                            | 顺丰、EMS或通达系快递 |
| 服装-国产中高端品牌 | 2000-10000 | 宝姿、朗姿、娜尔思、歌力思（四通、顺丰）、蓝地、雅莹（顺丰或四通）、诗篇（上海仓申通、深圳仓顺丰）                                       | 顺丰           |
| 服装-进口中高端品牌 | 2000-10000 | 加拿大鹅、MaxMara、Theory、Club Monaco、Massimo Dutti                                           | 顺丰           |
| 鞋帽-中高端品牌   | 2000-10000 | Stella Luna、ecco、Stuart Weitzman、UGG、BALLY                                              | 顺丰           |
| 箱包-中高端品牌   | 2000-20000 | LV、巴宝莉、GUCCI、TB、MK、Coach、kadeSpade、Fion、Kipling、tumi(优先使用顺丰、其次为(cdx、宅急送、菜鸟物流、EMS)、Furla | 顺丰           |
| 化妆品-中高端品牌  | 2000-10000 | lamer、La Prairie、雅诗兰黛、兰蔻、cpb、资生堂、Fresh、dior、chanel                                      | 顺丰           |
| 小家电-中高端品牌  | 2000-10000 | 戴森、Foreo、clarisonic                                                                     | 顺丰           |

资料来源：华创证券整理

### 针对高端定位商品的壁垒：

某些品类整体货值不高，但品类中部分品牌定位相对中高端，具备较高毛利率，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

为了得到较高品质的快递服务，匹配品牌定位与使用体验，倾向于使用顺丰。

图表 34 使用顺丰快递的典型高端定位品牌列表

| 品类      | 平均客单价    | 品牌              | 平均客单价    | 使用快递            |
|---------|----------|-----------------|----------|-----------------|
| 彩妆      | 100-200  | 丝芙兰             | 200-400  | 顺丰（偏远地区发EMS）    |
| 水杯      | 20-100   | 星巴克             | 50-150   | 顺丰              |
| 保健品-蜂蜜  | 100-300  | 新西兰康维他蜂蜜        | 200-500  | 顺丰              |
| 送礼食品-月饼 | 50-100   | 美心月饼            | 150-250  | 顺丰              |
| 送礼食品-茶叶 | 100-1000 | 小罐茶、竹叶青满800元发顺丰 | 400-2000 | 顺丰（罐装茶顺丰，袋装茶韵达） |
| 送礼日用品   | 50-200   | 野兽派             | 200-800  | 顺丰（或中通）         |
| 墨镜      | 100-5000 | 雷朋              | 500-1000 | 顺丰              |
| 积木      | 50-200   | 乐高              | 300-1500 | 顺丰（江浙沪发中通）      |

资料来源：华创证券整理

### 针对部分快消长尾商品的壁垒：优化库存管理，降低供应链成本

某些商品品类整体货值不高，品类中品牌定位普通

但商品轻薄短小，物流费用天然更低，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

作为快消长尾商品，库存成本高，对库存管理要求高，顺丰较好的物流指标可以降低退换货率，降低因错发、破损、遗失、退换货率提升引起的额外物流成本、降低影响二次销售时间导致的库存成本，降低因退换货、错发、延误影响的库存管理成本。此外，顺丰的数据灯塔等服务有助于企业更好管理库存。

典型品牌如：快消类服装：优衣库、ZARA；运动类服装：Nike、Adidas、Under Armour 等。

图表 35 非高货值、非高端定位商品使用顺丰的原因分析



资料来源：华创证券

**被忽略的物流成本：**因错发、破损、遗失、退换货率提升引起的额外物流成本。可以看到，电商卖家的物流成本除，支付的快递成本外，还有电商卖家自身的仓储费用和人工薪酬（出入库操作）。

**被忽略的库存跌价成本：**因错发、破损、遗失、退换货率提升，影响二次销售时间导致的库存跌价成本。

时装新上市VS换机打折之间的巨大价差。

**被忽略的库存管理成本：**快消长尾商品的库存管理大：品类多、渠道多、时间敏感，流转速度要求快、库存要求尽量少。

**而顺丰高品质有助于降低退换货率：**

时效快：卖家配送物流速度慢，造成买家没有耐心再等包裹，从而提出退货申请。

破损率低：破损率高，导致需要退换货比例提升。

**顺丰数据灯塔服务提高供应链分析能力：**除为客户提供仓储、干线运输、配送等服务外，顺丰控股的数据灯塔服务，可以为客户提供销售预测、提前发货、数据分析等服务，提高客户运营效率，帮助客户实现零库存管理。目前公司已经为数千家大中客户提供了物流与商业的标准化数据产品。

图表 36 顺丰中高端电商件与特惠电商件的需求特征分析



资料来源：华创证券

### （三）棋局二：鄂州机场，时效体系点睛之笔

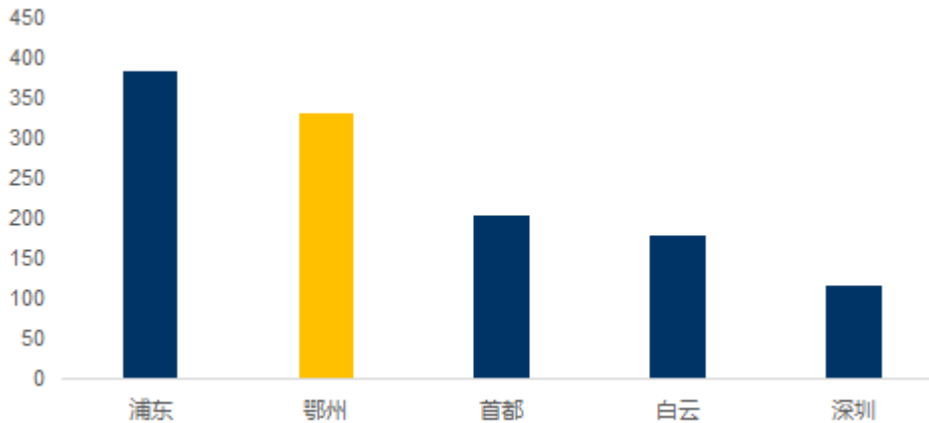
鄂州机场项目是顺丰航空运输体系布局建设的核心。建成后将提升产品时效、提高服务的稳定性、构建高端综合物流服务能力、提升客户满意度形成良好的底盘支撑，是实现公司航空网络结构优化、降低航空网络运行成本的重要途径。

2018年2月26日，公司公告其参与的湖北鄂州民用机场项目获得立项批复。机场性质为客运支线、货运枢纽机场，位于湖北省鄂州市鄂城区燕矶镇杜湾村附近。该机场飞行区跑道滑行道系统计划按满足2030年旅客吞吐量150万人次、货邮吞吐量330万吨的目标设计，航站楼、转运中心等设施计划按满足2025年旅客吞吐量100万人次、货邮吞吐量245万吨的目标设计。

2018年浦东机场、首都、白云分别以377万吨、207万吨及189万吨货邮吞吐量列全国前三。鄂州机场2030年规划330万吨水平仅次于目前的浦东机场，可见其建设规格之高。（注：孟菲斯机场货运量446万吨。）

2018年6月13日，鄂州市在湖北省委宣传部召开的发布会上，通报了湖北国际物流核心枢纽项目的进展情况，根据省指挥部工作计划，项目推进总体目标为：2018年打基础、2019年出形象、2020年基本建成、2021年投入运营。

图表 37 我国主要机场 18 年货运吞吐量及鄂州 2030 年规划量比较（万吨）



资料来源：wind，华创证券

### 1、机场投资方式：充分利用多方资源、资金来源多样、预计资本开支影响可控

#### 机场投资构成：

根据国家发改委2019年1月11日《关于新建湖北鄂州民用机场工程可行性研究报告的批复》，总投资金额320.63亿元，其中机场工程投资158.57亿元，转运中心工程投资115.29亿元，顺丰航空基地工程37.52亿元，供油工程投资9.25亿元。

投资主体为湖北交投、顺丰泰森、农银投资三者组成的合资公司。合资公司的资本金为50亿元，三方的出资比例为 49：46：5。

此外，国家发展改革委、民航局安排中央预算内投资和民航发展基金予以支持。

顺丰需要承担筹措部分包括资本金25.2亿，转运中心工程115.3亿以及航空基地37.5亿，合计178亿，将分数年完成。

图表 38 鄂州机场投资结构

| 项目       | 金额     | 占比  | 投资主体    |      |
|----------|--------|-----|---------|------|
| 总投资      | 320.63 |     |         |      |
| 机场工程     | 158.57 | 49% |         |      |
| 项目资本金    | 79.29  |     | 发改委     | 8.2  |
|          |        |     | 民航基金    | 16.4 |
|          |        |     | 其余资本金   | 54.7 |
|          |        |     | —湖北省政府  | 26.8 |
|          |        |     | —农银空港投资 | 2.7  |
|          |        |     | —顺丰泰森   | 25.2 |
| 银行贷款     | 79.28  |     | 三方合资公司  |      |
| 转运中心工程   | 115.29 | 36% |         |      |
| 顺丰航空基地工程 | 37.52  | 12% | 顺丰泰森    |      |
| 供油工程     | 9.25   | 3%  | 中航油     |      |

资料来源：国家发改委，华创证券

鄂州机场项目是国内唯一货运枢纽机场，有助于增强机场、航空的一体化协同。

国家发改委批复指出：

工程飞行区跑道滑行道系统按满足 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨的目标设计；

航站区、转运中心等设施按满足 2025 年旅客吞吐量 100 万人次、货邮吞吐量 245 万吨的目标设计，飞行区等级指标 4E。

## 2、运营模式的再升级

从联邦快递的发展启示中，轴辐式网络可以有效提升飞机装载率，精简航线、优化航班，是航空货运降本增效的核心。

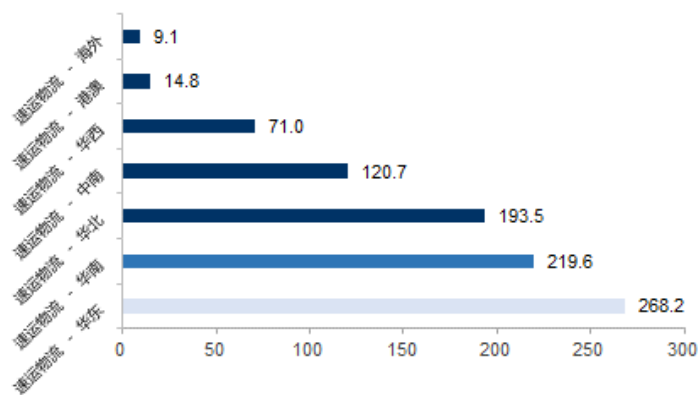
### 1) 从成本角度，枢纽结构将使得成本下降成为可能

#### a) 通过装载率的有效提升降低成本

全货机机队装载率仅为 50-60%。2018 年公司航空货运量为 123.8 万吨，航空件业务量为 8 亿件，平均票均重量为 1.5KG。测算公司全货机机队，实际平均每班次载重量约 13476KG，最大可载重量 25485KG，装载率约为 52.9%，装载率有很大提升空间（以上测算不包含散航部分）。

区域不均衡亦导致装载率不足。顺丰华南、华北、华东三大区域的营业收入占比为 74.90%，其余国内区域的营业收入占比为 20.78%，不均衡的收入分布会导致东部到中西部航线的往返装载率差异，返程空载率高。

图表 39 公司分区域收入分布（2018 年，单位：亿元）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 40 公司全货机机队的装载率测算

| 项目           | 数量       | 单位 |
|--------------|----------|----|
| 货机数量         | 66       | 架  |
| 自有数量         | 50       | 架  |
| 767 数量       | 5        | 架  |
| 767 最大载重量    | 60       | 吨  |
| 757 数量       | 27       | 架  |
| 757 最大载重量    | 30       | 吨  |
| 747 数量       | 1        | 架  |
| 747 最大载重量    | 110      | 吨  |
| 737 数量       | 17       | 架  |
| 737 最大载重量    | 14       | 吨  |
| 租赁数量         | 16       | 架  |
| 737 数量       | 16       | 架  |
| 737 最大载重量    | 14       | 吨  |
| 全货机平均最大载重量合计 | 25.48    | 吨  |
| 折算为          | 25484.85 | KG |

| 项目            | 数量      | 单位 |
|---------------|---------|----|
| 全货机实际平均每班次载重量 | 13475.7 | KG |
| 产能利用率         | 52.9%   |    |

资料来源：公司公告、民航资源网、华创证券

#### b) 通过枢纽结构+周辐射网络将使得成本下降成为可能

顺丰目前全货机和散航货量约四六开，全货机通过 66 架飞机以北京、杭州和深圳三地作为区域枢纽，航线较复杂。鄂州机场建成后，将会形成“全国枢纽（鄂州机场）+三大区域枢纽（杭州、深圳、北京）+点对点直飞（往来件量高的城市）+辅仓”的模式

我们预计配合鄂州机场，顺丰或在全国设立 30-40 个全货机站点，通过将站点周边的货进行集中再飞到鄂州进行互换。

测算目前航空干线成本约 3.5 元/件，可比陆运干线运输成本约 2 元（通达系成本约 0.82 元），通过枢纽+站点模式可以降低 30%至 2.8-3 元/件，当前全货机装载率 60-70%，鄂州机场落地之后将具备明显提升可能。

此外，对于顺丰原有航空件存量部分：

存量部分的成本变动=鄂州机场项目（仅考虑转运中心及顺丰航空公司基地工程）折旧摊销额+货物在鄂州中转的操作人工成本+两段航空运输成本-直航运输成本

预计对于存量部分，尽管增加了中转环节成本，但运输成本有一定下降空间，预计整体成本仍有望下降。

但我们认为无论对于航空件，还是部分的陆运件，关键还在于增量部分，是否会创造新的供给。

图表 41 公司全货机和散航航线网络示意图（2018 年）



资料来源：公司年报、华创证券

图表 42 鄂州机场对公司经营影响

|               | 当前                     | 鄂州机场投产后                                         |
|---------------|------------------------|-------------------------------------------------|
| 简化航线          | 点对点，覆盖N个城市需要N*(N-1)条航线 | 轴辐式，2*(N-1)条航线                                  |
| 时刻资源          | 繁忙机场对飞空域紧张             | 货运优先，集散模式缓解时刻约束                                 |
| 覆盖范围          | 60+个城市的覆盖              | 预计可覆盖250个经济城市                                   |
| 提升装载率         | 50-60%                 | 有望提升至70%以上                                      |
| 分拣效率和后勤保障效率提升 | 各城市或机场均需分拣操作中心和后勤人员    | 中小城市可以统一发往鄂州机场进行分拣                              |
| 大飞机化          | 装载率低，故小飞机更多            | 装载率提升后可以使用大飞机，B767是737的装载能力的4倍，油耗仅为2倍，同时可降低机组成本 |

资料来源：华创证券

## 2) 从业务角度：可以通过供给创造新的需求

a) 将覆盖范围扩大，稳定性提升。对于时效快递业务，部分区域会存在覆盖不经济、通过散航飞但供给不稳定、供给受限、时效性不强等缺陷；通过新机场，可以达到更稳定覆盖、提高时效等效果，通过增量供给创造新的需求。

b) 通过帮助客户提高效率增强黏性，创造新业务。对于一些全国性客户，全国集中大仓+机场模式可以降低客户的仓储管理成本甚至进一步降低供应链成本，这也会使得仓储+运输揽收配送需求的增加。

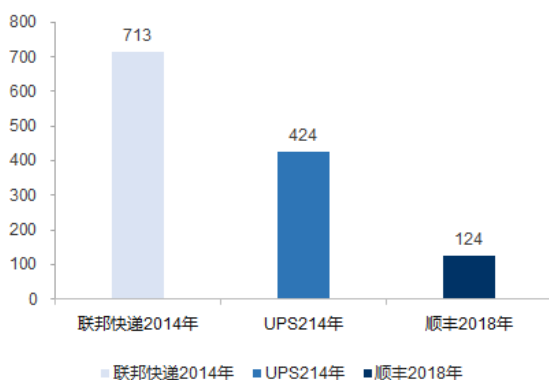
c) 关键在于鄂州周边产业是否能形成强有力的产业集群。武汉的高新技术产业（ICT、光通信、生物医药、汽车制造），年产值已达1万亿左右，且保持高增长。根据武汉市出炉的高新技术产业倍增计划，到2020年，武汉高新技术产业产值将达到1.65万亿元，根据产值\*物流费用率\*顺丰占比来色素安，假设物流费用占比10%，至少是年1650亿的蛋糕，顺丰切入30%，即可获得约500亿的增量收入市场，并具备黏性。

## 3、通过地面与空域保障推动航空货运发展

国内快递企业航空货运业务量偏低：以货物重量计，顺丰2018年航空货运业务量为123.8万吨，而2014年联邦快递、UPS航空货运量已经分别达到了713万吨、424万吨。

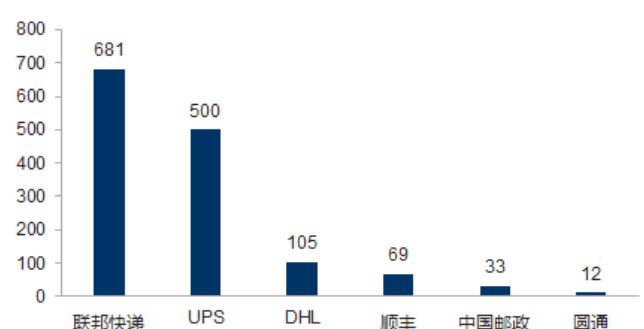
国内快递企业机队规模偏低：截至2019年5月31日，联邦快递机队规模为681架。UPS和DHL的机队规模也在百架以上。顺丰截止2019年6月底，机队规模为69架（55架自有全货机，14架租赁全货机），与国际快递巨头仍有较大差距。作为国内第一个获批的货运枢纽机场，有望解决目前一线客运机场货运时刻、地面资源供给紧张的矛盾，更好的满足国内航空货运需求。

图表 43 顺丰与联邦快递、UPS 的航空货运重量对比(万吨)



资料来源：运联传媒，华创证券

图表 44 快递企业机队数量对比（单位：架）



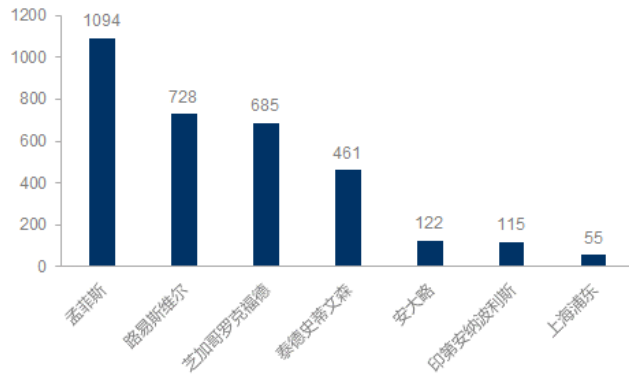
资料来源：公司公告，华创证券

## 促进机场与航空衔接，提升地面业务效率

从中美机场的客货比来看，上海浦东机场是国内客货比最高的机场，达55倍，然而美国客货比排名第一的孟菲斯机场该指标达到了1094倍。

客运为主导的机场难以完全满足货运需求，环节的衔接不畅，会影响快递运营的时效、成本。鄂州机场项目的相关协议明确指出：该机场项目由顺丰组织实施规划、设计、投资、建设和运营。这有利于顺丰将现有地面业务的一系列流程再造，充分提升地面业务的效率。

图表 45 中美机场客货比对比



资料来源：运联传媒、华创证券

### 3、产业集群的可憧憬空间

#### 武汉市高新产业快速崛起，为航空物流提供货源

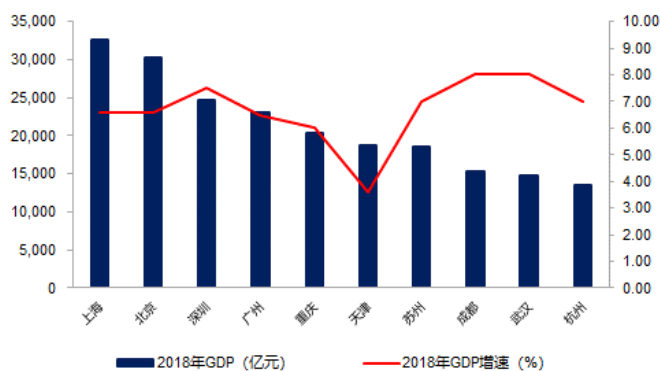
2018 年，在一线和新一线城市中，武汉 GDP 总量达 14847 亿元，居于第 9 名，GDP 增速达 8%，增速位居第二，仅次于成都。GDP 总量在全国 26 个省会城市中位居第三名。

其中高新技术产值达 1 万亿元，光电子信息、汽车及零部件、生物医药及医疗器械三大产业集群营业收入突破 5000 亿元，光纤光缆产能全球第一、光电器件市场占有率全球第三、生物产业基地全国第二。

以武汉东湖高新区（别称“光谷”）为例：是中国第一批国家高新区、第二批国家自主创新示范区和第三批国家自由贸易试验区，也是国家光电子信息产业基地、国家生物产业基地和国家存储器产业基地。

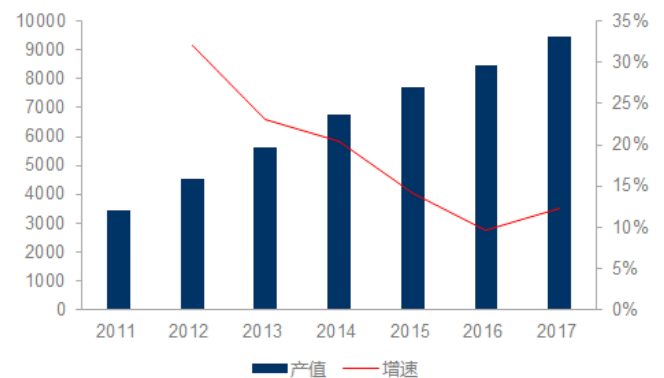
2018 年，富士康宣布在武汉市投资 100 亿元人民币成立研发中心，随后小米科技宣布将在武汉全面建设小米第二总部。

图表 46 武汉市在全国 26 个省会城市中 GDP 排名第三（2017 年）



资料来源：国家统计局、华创证券

图表 47 武汉市高新技术产业总产值接近万亿（2011-2017 年）



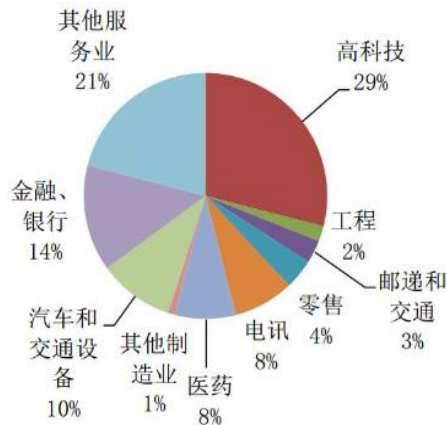
资料来源：武汉市统计局、华创证券

美国空运快递物流的发展历程，是基于美国高新技术产业的崛起诞生了巨大的快递服务需求。80 年代，电子、医药、生物技术、企业、互联网企业蓬勃崛起与联邦快递的隔夜快递模式所代表的高时效性、精准性、安全性恰好契合。

根据 2018 年武汉市出台的高新技术产业倍增计划，到 2020 年，武汉高新技术产业产值将达到 1.65 万亿元。顺丰鄂州机场恰好毗邻武汉市东南部，得天独厚的地缘优势，叠加顺丰高效的物流体系，顺丰有望获取该物流市场的可观份额。

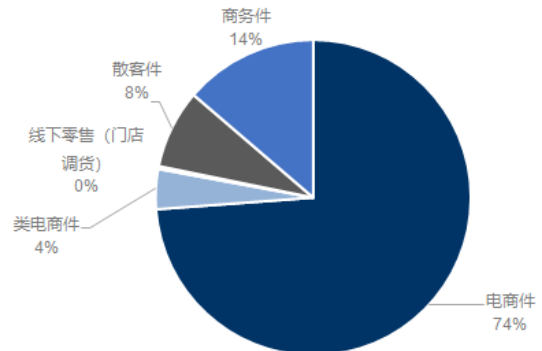
根据产值\*物流费用率\*顺丰占比来简单测算，假设物流费用占比 10%，至少是年 1650 亿的蛋糕，顺丰切入 30%，即可获得约 500 亿的增量收入市场，并具备黏性。

图表 48 美国快递业客户群以非零售业务为主



资料来源：Economics Research，华创证券

图表 49 中国快递业客户群以线上零售业为主



资料来源：国家邮政局，华创证券

图表 50 鄂州机场毗邻武汉“光谷”



资料来源：楚天都市报，华创证券

#### （四）棋局三：涉足供应链打开更广阔的空间

中美快递发展过程中有所不同的是，中国快递行业可以说是以电商快递或消费快递支撑完成的超车，而美国快递业则是制造业崛起推动快递发展而消费快递在后的模式，到当前阶段，中国制造业的发展需要强有力的供应链企业来帮助降本增效。而这无疑是一个更大空间的市场。

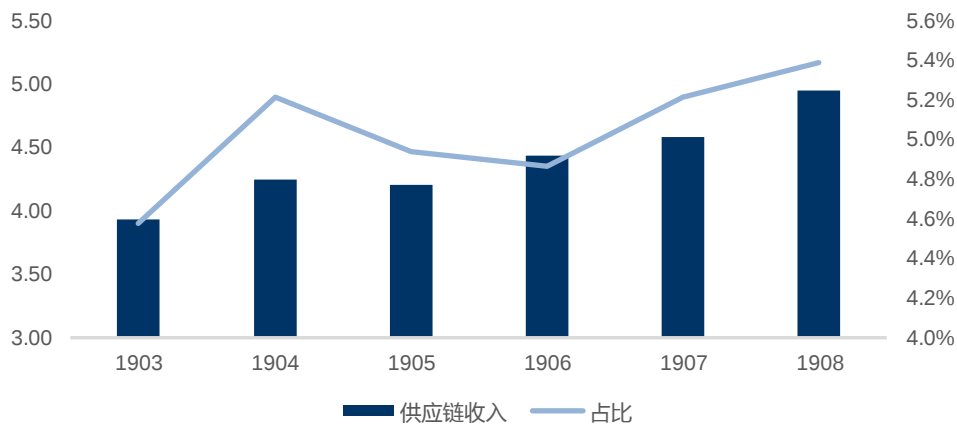
当前国内尚没有独立第三方供应链的巨头企业，顺丰在供应链业务上通过并购DHL供应链中国及新夏晖不断壮大自己的队伍，并购后新客户拓展方面都得到明显增长；

一方面顺丰仓储、冷运等业务与新夏晖及顺丰DHL联手，拓展开发食品生鲜、新零售餐饮及3C等行业头部客户供应链需求；

另一方面借助顺丰科技实力，为DHL供应链及新夏晖输出更多大数据分析能力、仓储系统升级打造等。此外，在基础物流资源上，顺丰可提供成本更优的场地资源和运输资源，帮助标的公司降低成本。

公司19年3月起披露供应链业务收入，呈现逐月提升的态势，占收入的比重从3月的4.6%提升至8月的5.4%。

图表 51 供应链业务收入占比



资料来源：公司公告、华创证券

### 三、估值探讨及投资建议

#### 1、参考联邦快递，当前业务量与毛利率回升阶段是较好的投资期

前文我们复盘联邦快递，发现在公司加码Ground业务，单票收入低，但单票营业利润率更高，业务量增速更快，更符合市场发展趋势，市场给予其明显的估值提升。

同样的，顺丰当前踏准节奏，再度推出电商件新产品，业务量增速得到明显提升，尽管该业务单项毛利率水平不如传统业务，但因其帮助有效单薄整体成本，公司全口径下毛利率得以提升，类似于联邦快递当时阶段，故我们认为当前是顺丰控股较好的投资期。

更长维度看，联邦快递的资本开支占比下降的情形下，亦获得了明显的超额收益，顺丰当前属于资本开支投入期，但在控成本下，以及未来鄂州机场投产后，预计公司资本开支也会面临下降周期，同样具备跑赢市场的可能。

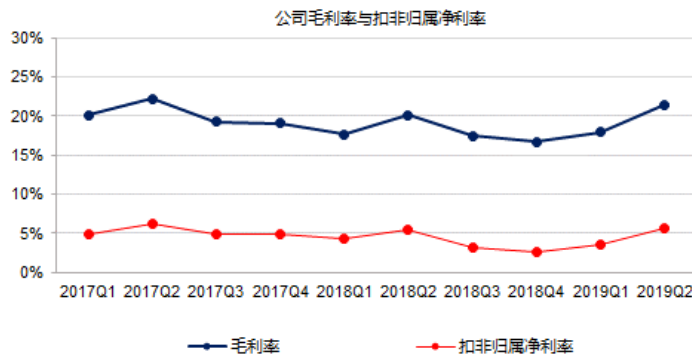
#### 2、短期催化剂：成本管控红利正在释放，毛利率正在上行

公司2019年开始将控成本作为重要工作，观察上半年毛利率同比呈现提升。

2019H1毛利率19.82%，同比提升了0.9个百分点，其中Q2毛利率达21.5%，同比提升1.4pct，也是近8个季度以来的最高水平。

二季度净利率同样为近年最高：公司2019上半年实现归母净利润31亿，同比增长40.4%；实现扣非归母净利润23.3亿，扣非归母净利率4.65%，其中2019年二季度扣非归母净利率达5.7%。

图表 52 公司毛利率与扣非归属净利率变化（2017Q1-2019Q2）



资料来源：Wind、华创证券

从成本分布来看：

**1) 改善明显的是运力成本：占收入比下降1.98个百分点。**来自于更精准投入资源、动态调整线路优化，以及推出新产品后业务量提升，帮助干支线装载率明显提升；此外通过车货匹配平台，运力实现线上采购，招标、价格各环节更加透明，运力成本得到有效优化。

**2) 中转环节、揽派环节相关的人工成本的改善我们预计后续仍有较大空间。**

人工成本占收入比上升0.6个百分点：一方面科技帮助企业各环节效能提升；但另外同城急送网络扩张、以及公司对基层员工“衣食住教”福利增加，人工成本占比有略微上升。

其他经营成本占收入比上升0.52个百分点：一方面公司包材和理赔成本占收入比是下降的，但同时因公司在去年下半年加密网点及快运的中转场集配站投入，办公租赁等成本有延续性，会带来成本同比上升。

**成本降低更重要的意义在于可帮助公司拓宽价格带与产品体系：扬长补短，提升产品性价比，拓宽价格带与产品体系，扩大市场空间。**

### 3、估值：分部估值预计市值至少可达约2200亿

#### 传统核心盈利业务给予30倍PE：

我们预计2019年归属净利54亿，扣非净利48亿，其中传统盈利业务（时效件+经济件）盈利约60亿，随着业务量增速重新回到30%并呈现上升趋势，且公司成本管控发力，可以给予30倍PE，价值1800亿市值；

#### 新业务虽尚未盈利，但快速增长有盈利曙光，可给予2倍PS

但我们认为重货快运板块，保持快速增长，预计2019年收入体量可达到120亿左右，预计2020年有望实现盈亏平衡。冷运板块，公司处于行业领先地位，收入增速预计超过50%，达到50亿左右，尤其在农产品上行的大趋势下，公司在生鲜产品的运输中有望获得更好表现。

同城急送方面，市场潜力及空间巨大，2019年市场规模达到1200亿，且预计未来三年可维持30%以上的复合增速，顺丰单量及收入保持高速增长，翻倍的增速远高于行业增长，预计收入可达16亿左右，但占比还处于较低的水平，仍处于投入期。

国际板块方面，由于市场的不确定性，公司对产品做出调整，收入存在一定波动。收入体量预计维持20亿左右。

**我们认为对于顺丰的重货+冷运+同城可按照PS给予2倍估值，收入体量186亿，对应372亿市值。**

**综合，在不考虑顺丰科技投入还原情况下，我们认为公司市值至少可以达到2172亿，对应目标价50元，较当前1828亿市值有20%的空间，持续推荐。**

注：公司资本开支与科技研发投入远远领先于同行，参考海外经验，我们发现资本开支高峰期过后推动公司收入与利润双升，而资本开支与科技研发亦是不断夯实公司前进的基础。作为带有一定科技属性的公司，亦可以考虑还原公司科技研发投入，即我们认为公司的科技研发会带来正向贡献。2018年公司计入研发费用9.8亿，2019年上半年5.1亿（19H1研发投入12亿）。

#### 四、风险提示

资本开支巨大，经济大幅下滑影响时效件业务。

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 16,131        | 15,164        | 18,763        | 23,087        |
| 应收票据           | 21            | 25            | 30            | 37            |
| 应收账款           | 7,353         | 8,834         | 10,560        | 12,915        |
| 预付账款           | 2,517         | 2,980         | 3,575         | 4,357         |
| 存货             | 818           | 968           | 1,162         | 1,416         |
| 其他流动资产         | 5,082         | 6,109         | 7,301         | 8,924         |
| 流动资产合计         | 31,922        | 34,080        | 41,391        | 50,736        |
| 其他长期投资         | 6,449         | 6,565         | 6,699         | 6,882         |
| 长期股权投资         | 2,203         | 2,203         | 2,203         | 2,203         |
| 固定资产           | 13,967        | 15,835        | 17,329        | 18,522        |
| 在建工程           | 6,508         | 6,558         | 6,608         | 6,608         |
| 无形资产           | 6,662         | 5,996         | 5,396         | 4,857         |
| 其他非流动资产        | 3,904         | 2,990         | 2,727         | 2,516         |
| 非流动资产合计        | 39,693        | 40,147        | 40,962        | 41,588        |
| <b>资产合计</b>    | <b>71,615</b> | <b>74,227</b> | <b>82,353</b> | <b>92,324</b> |
| 短期借款           | 8,585         | 8,585         | 8,585         | 8,585         |
| 应付票据           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款           | 7,887         | 9,337         | 11,205        | 13,654        |
| 预收款项           | 468           | 562           | 672           | 822           |
| 其他应付款          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 一年内到期的非流动负债    | 273           | 273           | 273           | 273           |
| 其他流动负债         | 9,157         | 5,704         | 6,963         | 8,591         |
| 流动负债合计         | 26,370        | 24,461        | 27,698        | 31,925        |
| 长期借款           | 998.00        | 998.00        | 998.00        | 998.00        |
| 应付债券           | 6,405.00      | 7,405.00      | 7,405.00      | 7,405.00      |
| 其他非流动负债        | 928           | 833           | 833           | 833           |
| 非流动负债合计        | 8,331         | 9,236         | 9,236         | 9,236         |
| <b>负债合计</b>    | <b>34,701</b> | <b>33,697</b> | <b>36,934</b> | <b>41,161</b> |
| 归属母公司所有者权益     | 36,561        | 40,284        | 45,304        | 51,204        |
| 少数股东权益         | 353           | 246           | 115           | -41           |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>36,914</b> | <b>40,530</b> | <b>45,419</b> | <b>51,163</b> |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>71,615</b> | <b>74,227</b> | <b>82,353</b> | <b>92,324</b> |

### 现金流量表

| 单位: 百万元        | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>16,759</b> | <b>7,342</b>  | <b>8,467</b>  | <b>9,270</b>  |
| 现金收益           | 5,375         | 9,687         | 10,959        | 12,372        |
| 存货影响           | -372          | -150          | -194          | -254          |
| 经营性应收影响        | -2,407        | -2,028        | -2,407        | -3,223        |
| 经营性应付影响        | -2,174        | 1,545         | 1,977         | 2,599         |
| 其他影响           | 16,336        | -1,712        | -1,868        | -2,223        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-9,329</b> | <b>-4,726</b> | <b>-4,726</b> | <b>-4,676</b> |
| 资本支出           | -10,793       | -5,054        | -4,988        | -4,886        |
| 股权投资           | 1,599         | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期资产变化       | -135          | 328           | 262           | 210           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>2,973</b>  | <b>-3,583</b> | <b>-142</b>   | <b>-270</b>   |
| 借款增加           | 5,980         | 1,000         | 0             | 0             |
| 财务费用           | -287          | -597          | -378          | -369          |
| 股东融资           | -3,089        | -3,986        | 236           | 99            |
| 其他长期负债变化       | 369           | 0             | 0             | 0             |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

### 利润表

| 单位: 百万元         | 2018          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>90,943</b> | <b>109,370</b> | <b>130,747</b> | <b>159,903</b> |
| 营业成本            | 74,642        | 88,364         | 106,036        | 129,211        |
| 税金及附加           | 222           | 267            | 320            | 391            |
| 销售费用            | 1,826         | 2,187          | 3,007          | 3,838          |
| 管理费用            | 8,414         | 10,718         | 13,336         | 16,790         |
| 财务费用            | 287           | 597            | 378            | 369            |
| 资产减值损失          | 104           | 80             | 80             | 80             |
| 公允价值变动收益        | -6            | 400            | 400            | 400            |
| 投资收益            | 1,166         | 600            | 600            | 600            |
| 其他收益            | 213           | 200            | 100            | 100            |
| <b>营业利润</b>     | <b>5,818</b>  | <b>7,058</b>   | <b>8,671</b>   | <b>10,305</b>  |
| 营业外收入           | 149           | 60             | 60             | 60             |
| 营业外支出           | 99            | 50             | 50             | 50             |
| <b>利润总额</b>     | <b>5,868</b>  | <b>7,068</b>   | <b>8,681</b>   | <b>10,315</b>  |
| 所得税             | 1,404         | 1,767          | 2,170          | 2,579          |
| <b>净利润</b>      | <b>4,464</b>  | <b>5,301</b>   | <b>6,511</b>   | <b>7,736</b>   |
| 少数股东损益          | -92           | -106           | -131           | -156           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>4,556</b>  | <b>5,407</b>   | <b>6,642</b>   | <b>7,892</b>   |
| NOPLAT          | 4,464         | 5,739          | 6,813          | 8,039          |
| EPS(摊薄) (元)     | 1.03          | 1.22           | 1.50           | 1.79           |

### 主要财务比率

|                | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入增长率        | 27.9%  | 20.3%  | 19.5%  | 22.3%  |
| EBIT 增长率       | -9.8%  | 30.4%  | 18.7%  | 18.0%  |
| 归母净利润增长率       | -4.5%  | 18.7%  | 22.8%  | 18.8%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 17.9%  | 19.2%  | 18.9%  | 19.2%  |
| 净利率            | 5.0%   | 4.9%   | 5.1%   | 4.9%   |
| ROE            | 12.3%  | 13.3%  | 14.6%  | 15.4%  |
| ROIC           | 17.4%  | 20.5%  | 22.9%  | 25.4%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 48.5%  | 45.4%  | 44.8%  | 44.6%  |
| 债务权益比          | 46.6%  | 44.6%  | 39.8%  | 35.4%  |
| 流动比率           | 121.1% | 139.3% | 149.4% | 158.9% |
| 速动比率           | 118.0% | 135.4% | 145.2% | 154.5% |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 1.3    | 1.5    | 1.6    | 1.7    |
| 应收账款周转天数       | 26     | 27     | 27     | 26     |
| 应付账款周转天数       | 36     | 35     | 35     | 35     |
| 存货周转天数         | 3      | 4      | 4      | 4      |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 1.03   | 1.22   | 1.50   | 1.79   |
| 每股经营现金流        | 3.80   | 1.66   | 1.92   | 2.10   |
| 每股净资产          | 8.28   | 9.13   | 10.26  | 11.60  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 40     | 34     | 28     | 23     |
| P/B            | 5.0    | 4.5    | 4.0    | 3.6    |
| EV/EBITDA      | 184    | 109    | 95     | 83     |

## 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。

### 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。

### 研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。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。

### 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。

## 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       | 销售助理          | 010-66500867  | liuyi@hcyjs.com       |
|         | 达娜·沙吾列塔依 | 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   |
|         | 王栋       | 高级销售经理        | 0755-88283039 | wangdong@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      | 销售经理          | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com  |
|         | 朱研       | 销售经理          | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com      |
|         | 花洁       | 销售经理          | 0755-82871425 | huajie@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       |
|         | 张佳妮      | 高级销售经理        | 021-20572585  | zhangjiani@hcyjs.com  |
|         | 潘亚琪      | 高级销售经理        | 021-20572559  | panyaqi@hcyjs.com     |
|         | 沈颖       | 销售经理          | 021-20572581  | shenyin@hcyjs.com     |
|         | 汪子阳      | 销售经理          | 021-20572559  | wangziyang@hcyjs.com  |
|         | 柯任       | 销售经理          | 021-20572590  | keren@hcyjs.com       |
|         | 何逸云      | 销售经理          | 021-20572591  | heyiyun@hcyjs.com     |
|         | 蒋瑜       | 销售助理          | 021-20572509  | jiangyu@hcyjs.com     |
|         | 施嘉玮      | 销售助理          | 021-20572548  | shijiawei@hcyjs.com   |
|         | 董昕竹      | 销售经理          | 021-20572582  | dongxinzhu@hcyjs.com  |
|         | 吴俊       | 销售经理          | 021-20572506  | wujun1@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<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海浦东银城中路 200 号<br>中银大厦 3402 室 |
| 邮编：100033                         | 邮编：518034                                | 邮编：200120                        |
| 传真：010-66500801                   | 传真：0755-82027731                         | 传真：021-50581170                  |
| 会议室：010-66500900                  | 会议室：0755-82828562                        | 会议室：021-20572500                 |