

2021年02月11日

顺丰控股 (002352.SZ)

迎接大物流时代!——拟收购及定增事件点评

■事件：顺丰控股发布公告：1) 公司拟部分要约收购嘉里物流 51.8% 股权，交易对价为 175.6 亿港元；2) 公司发布定增预案，预计募集资金不超过 220 亿，主要投向公司核心基础设施建设（自动化设备、机场转运中心、IT 等）。

拟要约收购嘉里物流，顺丰加速海外布局。从此次交易方案看，顺丰以现金方式收购嘉里物流 9.31 亿股（对应总股本 51.8%），交易对价为 175.6 亿港元，交易范围为嘉里物流现有业务，剔除香港仓库和台湾业务，从收购资产的估值来看，根据嘉里物流公告，2020H1 公司核心纯利 8.5 亿港元，我们测算香港仓库和台湾业务核心纯利占比约 27%，对应此次收购 PE 约 23 倍（按照 2020 业绩），考虑到嘉里物流在中国大陆以及东南亚地区拥有核心基础网络设施以及众多品牌客户资源，并且其国际领先的货代业务将与顺丰海外业务形成互补（顺丰的航空运力资源可利用嘉里物流充裕的货量提升自有货机装载率），我们认为该收购估值相对合理。交易完成后，顺丰将持有嘉里物流 51.5% 的股权，嘉里集团持有约 32% 的股权。

拟定增 220 亿元，强化综合物流底盘能力。公司此次拟非公开发行股票不超过 4.56 亿股，募集资金不超过 220 亿元，此次募集资金主要投向速运自动化设备升级（60 亿）、鄂州机场转运中心建设（50 亿）、数智化供应链系统（30 亿）、陆运运力（20 亿）、航材购置（20 亿）以及补充流动资金（40 亿），我们认为此次募投项目的实施将进一步夯实公司的综合物流底盘能力，巩固自身在服务时效、质量等方面的优势。

投资建议：若此次收购交易能够完成，嘉里物流将补齐顺丰国际业务的短板，尤其鄂州机场投入运营后，顺丰未来的国际业务的发展值得期待；220 亿的定增计划将进一步强化顺丰的物流底盘能力。展望未来，大物流时代，参照海外快递物流巨头成长经验，快递龙头的发展其实也是一部并购整合史，顺丰作为国内快递龙头有望通过“内生+外延”双轮发展，成长为国际领先的综合物流服务商，我们持续看好公司长期发展。预计 2020-2222 年公司净利润分别为 74、90、120 亿元，对应 PE 73x/59x/44x，维持“买入-A”评级。

风险提示：收购进展不及预期；资本开支投入力度超预期；新业务拓展不及预期等。

公司动态分析

证券研究报告

物流

投资评级 买入-A

维持评级

股价 (2021-02-10) 117.10 元

交易数据

总市值 (百万元)	533,559.18
流通市值 (百万元)	525,815.66
总股本 (百万股)	4,556.44
流通股本 (百万股)	4,490.31
12 个月价格区间	42.47/117.10 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.71	27.97	108.2
绝对收益	27.35	41.66	162.53

明兴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040004
mingxing@essence.com.cn

孙延

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004
sunyan1@essence.com.cn

相关报告

- 顺丰控股：顺丰控股深度报告之五：以 UPS 为锚，看顺丰长期价值/明兴 2020-11-15
- 顺丰控股：顺丰控股三季报点评：Q3 扣非业绩同比 +41%，符合市场预期，持续看好公司长期价值/明兴 2020-10-26
- 顺丰控股：顺丰控股：9 月营收增速回升至 36%，短期关注公司资本投入，持续看好长期价值/明兴 2020-10-20
- 顺丰控股：顺丰控股中报点评：Q2 盈利大幅改善，持续推荐/明兴 2020-08-26
- 顺丰控股：顺丰控股深度报告：时效快递，二次启航/明兴 2020-07-11

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	90,942.7	112,193.4	152,575.9	193,753.0	232,979.2
净利润	4,556.0	5,796.5	7,356.1	9,048.7	12,020.0
每股收益(元)	1.00	1.27	1.61	1.99	2.64
每股净资产(元)	8.02	9.31	11.06	12.65	14.76

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	117.1	92.0	72.5	59.0	44.4
市净率(倍)	14.6	12.6	10.6	9.3	7.9
净利润率	5.0%	5.2%	4.8%	4.7%	5.2%
净资产收益率	12.5%	13.7%	14.6%	15.7%	17.9%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%
ROIC	23.4%	22.1%	22.2%	22.5%	39.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,942.7	112,193.4	152,575.9	193,753.0	232,979.2	成长性					
减:营业成本	74,642.2	92,649.6	126,490.7	161,911.0	189,536.2	营业收入增长率	27.9%	23.4%	36.0%	27.0%	20.2%
营业税费	222.3	279.6	427.2	542.5	652.3	营业利润增长率	-9.8%	27.3%	28.9%	25.9%	33.1%
销售费用	1,825.8	1,996.9	3,051.5	3,875.1	4,659.6	净利润增长率	-4.5%	27.2%	26.9%	23.0%	32.8%
管理费用	8,414.2	9,699.3	12,663.8	15,500.2	22,133.0	EBITDA 增长率	8.9%	31.3%	11.8%	22.2%	28.4%
财务费用	286.7	683.0	800.0	589.9	691.0	EBIT 增长率	6.8%	33.0%	12.8%	21.9%	32.4%
资产减值损失	103.5	-178.6	400.0	108.3	109.9	NOPLAT 增长率	-3.8%	31.9%	26.6%	21.9%	32.4%
加:公允价值变动收益	-5.8	350.1	6.0	-3.5	8.5	投资资本增长率	40.0%	26.2%	20.1%	-23.8%	35.3%
投资和汇兑收益	1,166.5	1,075.8	800.0	800.0	800.0	净资产增长率	12.8%	15.1%	18.5%	14.4%	16.7%
营业利润	5,818.1	7,408.6	9,548.7	12,022.5	16,005.6	利润率					
加:营业外净收支	49.4	17.7	82.7	66.6	53.2	毛利率	17.9%	17.4%	17.1%	16.4%	18.6%
利润总额	5,867.5	7,426.3	9,631.4	12,089.1	16,058.8	营业利润率	6.4%	6.6%	6.3%	6.2%	6.9%
减:所得税	1,403.3	1,801.5	2,407.8	3,022.3	4,014.7	净利润率	5.0%	5.2%	4.8%	4.7%	5.2%
净利润	4,556.0	5,796.5	7,356.1	9,048.7	12,020.0	EBITDA/营业收入	10.9%	11.6%	9.5%	9.1%	9.8%
						EBIT/营业收入	7.6%	8.2%	6.8%	6.5%	7.2%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	51	53	47	39	34
货币资金	16,131.1	18,521.0	18,706.1	25,016.5	21,415.3	流动营业资本周转天数	-4	-5	-2	-11	-9
交易性金融资产	14.4	2,910.2	20.0	16.5	25.0	流动资产周转天数	126	120	99	87	78
应收账款	7,352.9	12,044.5	12,537.1	16,525.8	15,832.4	应收帐款周转天数	29	31	29	27	25
应收票据	21.0	43.0	-	-	-	存货周转天数	3	3	3	3	3
预付帐款	2,516.9	2,654.2	4,373.0	4,622.0	5,907.8	总资产周转天数	256	263	220	186	162
存货	818.1	881.7	1,577.9	1,570.4	1,904.4	投资资本周转天数	94	101	91	69	58
其他流动资产	5,067.3	5,842.4	4,150.0	4,150.0	4,150.0	投资回报率					
可供出售金融资产	3,423.5	-	3,500.0	3,500.0	3,500.0	ROE	12.5%	13.7%	14.6%	15.7%	17.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	6.1%	7.7%	8.6%	11.7%
长期股权投资	2,203.4	2,221.5	3,721.5	3,821.5	3,921.5	ROIC	23.4%	22.1%	22.2%	22.5%	39.1%
投资性房地产	2,453.9	2,019.5	2,519.5	3,019.5	3,519.5	费用率					
固定资产	13,966.7	18,903.8	20,681.5	21,662.6	21,782.4	销售费用率	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	6,507.9	3,116.5	4,389.9	4,433.9	3,620.4	管理费用率	9.3%	8.6%	8.3%	8.0%	9.5%
无形资产	7,247.3	10,590.7	11,083.1	11,450.6	11,693.0	财务费用率	0.3%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	3,890.1	12,786.3	6,658.7	6,131.0	5,941.3	三费/营业收入	11.6%	11.0%	10.8%	10.3%	11.8%
资产总额	71,614.6	92,535.4	93,918.4	105,920.4	103,213.0	偿债能力					
短期债务	8,585.1	6,053.4	12,874.3	3,500.0	2,000.0	资产负债率	48.5%	54.1%	46.4%	45.6%	34.8%
应付帐款	7,887.3	11,988.3	16,120.8	32,452.5	22,302.4	负债权益比	94.0%	117.8%	86.5%	83.9%	53.5%
应付票据	-	30.0	-	-	20.5	流动比率	1.21	1.38	1.15	1.23	1.64
其他流动负债	9,896.9	12,910.4	7,072.0	6,359.8	5,642.5	速动比率	1.18	1.36	1.10	1.19	1.58
长期借款	998.3	6,539.6	-	-	-	利息保障倍数	24.05	13.43	12.94	21.38	24.16
其他非流动负债	7,333.0	12,520.2	7,500.0	6,000.0	6,000.0	分红指标					
负债总额	34,700.6	50,041.8	43,567.2	48,312.4	35,965.4	DPS(元)	0.20	0.26	0.32	0.40	0.53
少数股东权益	352.9	73.9	-52.0	-34.2	-10.6	分红比率	20.3%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	4,418.8	4,414.6	4,556.4	4,556.4	4,556.4	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%
留存收益	31,630.9	36,462.5	45,847.3	53,086.2	62,702.2						
股东权益	36,913.9	42,493.6	50,351.3	57,608.0	67,247.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	1.00	1.27	1.61	1.99	2.64
净利润	4,464.3	5,624.8	7,356.1	9,048.7	12,020.0	BVPS(元)	8.02	9.31	11.06	12.65	14.76
加:折旧和摊销	3,509.2	4,503.3	4,156.4	5,107.4	6,051.4	PE(X)	117.1	92.0	72.5	59.0	44.4
资产减值准备	103.5	178.6	-	-	-	PB(X)	14.6	12.6	10.6	9.3	7.9
公允价值变动损失	5.8	-350.1	6.0	-3.5	8.5	P/FCF	203.8	70.7	-100.9	65.3	-665.3
财务费用	611.8	892.3	800.0	589.9	691.0	P/S	5.9	4.8	3.5	2.8	2.3
投资损失	-1,166.5	-1,075.8	-800.0	-800.0	-800.0	EV/EBITDA	13.8	12.1	36.2	28.7	22.4
少数股东损益	-91.8	-171.7	-132.6	18.1	24.1	CAGR(%)	26.6%	28.9%	15.0%	26.6%	28.9%
营运资金的变动	2,543.8	-5,323.7	4,133.0	11,817.0	-11,683.6	PEG	4.4	3.2	4.8	2.2	1.5
经营活动产生现金流量	5,424.9	9,121.3	15,518.9	25,777.6	6,311.4	ROIC/WACC	2.3	2.1	2.1	2.2	3.8
投资活动产生现金流量	-9,328.6	-14,048.7	-9,559.5	-6,193.0	-5,317.0	REP	2.2	2.1	5.8	7.3	3.1
融资活动产生现金流量	2,972.9	7,371.8	-5,774.3	-10,274.3	-3,095.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

明兴、孙延声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034