

仓储物流

非上市公司研究系列之三：顺丰，生息成势

调研纪要

要点

中国快递的发展和经济走势一脉相承，改革开放带来了进出口贸易的兴盛，引入了快递的概念；而快递的爆发增长与互联网电商这个快速列车直接相关。目前中国年人均快递使用量也仅是美国的 1/4，发展空间巨大，我们预计未来仍会保持~30%的增速。

快递结构分化、格局三分天下。从业务结构上看，同城异地快递增速快于国际业务，而 82% 的快递业务集中在中国东部；从格局上看，民营快递逐渐攀升，目前占据 79% 市场份额，外资和国有快递分别把控国际和政府细分市场。快递行业集中度较高（CR8 近五年均>80%），但内资快递毛利逐年下降，微利化趋势明显（目前毛利 5%~8%）。

行业趋势：微利化加剧，融资需求强烈。我们认为，受制于电商的压价和内资快递产品同质化竞争，快递微利化趋势或仍将加剧，这也会直接导致快递企业的融资需求更加强烈，或很快看见快递企业上市。从业务潜力和发展空间角度，我们偏爱顺丰。

顺丰：如猫潜伏，如豹提速。快递主要分直营和加盟，顺丰是民营中唯一一家全权直营企业，我们估计顺丰占有约 15% 的市场份额。顺丰起源深港之间快件运输，三年内垄断了华南地区业务，接着北上攻城掠地，在 SARS 期间包下全货机，在金融危机期间拥有自己的飞机，是国内第一家航空快递民营企业。2010 年开通国际业务，2012 年上线冷链电商平台顺丰优选，而后布局线下门店“嘿店”，同时开通海淘转运平台海购丰运和 B2C 电商顺丰海淘，构建了速递+冷链+海淘+线下门店+第三方支付牌照的闭环生态体系。

在未来发展中，顺丰更可能胜出。1) 顺丰的电商业务占比较小，服务质量高带来一定的定价权，不受制于电商业务；2) 快递发展对安全、速度和质量的要求会越发严格，“四通一达”（申通、圆通、中通、汇通和韵达）以加盟为主的模式难以适应；京东自营和服务结合的很好，但缺乏点到点的渠道；EMS 尽管是自营，但服务与顺丰比有较大差距；3) 延伸产业链，物流、资金流、信息流“三流合一”体系基本形成。

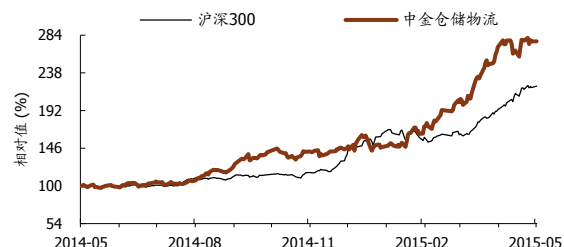
建议

顺丰是快递行业民营企业的典型代表，也会是中国快递走向国际的典范。我们立足于对快递行业的现状和未来趋势的判断，同时研究国际可比行业和公司，试图挖掘顺丰速递的价值，仅供投资者参考。

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
外运发展-A	确信买入	36.00	25.0	21.5
建发股份-A	推荐	22.00	15.0	12.4
中国外运-H	确信买入	8.10	15.3	14.4

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 一季度业绩增长 22.6%，符合预期，维持确信买入 (2015.04.16)
- 受益海西自贸区落地和潜在国企改革，维持推荐 (2015.04.15)
- 围绕跨境电商主动布局，重申确信买入 (2015.03.25)
- 国内奢侈品降价影响微弱，重申确信买入 (2015.03.19)
- 跨境电商持续发酵，上调目标价至 30 元 (2015.03.16)
- 2015 年投资策略：兵家纷争，群雄并起 (2014.11.26)

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

杨鑫，CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511080003

SFC CE Ref: APY553



目录

快递为王	4
进出口贸易产生了最早的快递需求，电子商务提供了二阶段发展动力	4
行业政策推波助澜	6
行业现状：同城异地快于国际、地域分布集中沿海、快递单价下降	7
竞争格局：三分天下	8
对比美国：快递在制造业发展中崛起，电子商务顺手拿下	12
行业未来发展趋势：微利化趋势加剧，融资需求愈演愈烈，看好顺丰	13
顺丰：生息成势	14
公司简史	14
直营和加盟的较量	17
对比四通一达：差异化竞争	17
中国的“联邦快递”？	20
附录：美国快递简史	24
案例分析：全球最大物流公司 UPS	24



图表

图表 1: 中国网购交易规模.....	4
图表 2: 中国快递业务量和快递收入同比增长.....	5
图表 3: 中国快递收入占 GDP 比重.....	5
图表 4: 中国年人均快递使用量和年人均快递支出.....	6
图表 5: 年人均快递使用量中美对比.....	6
图表 6: 快递行业政策主要内容.....	7
图表 7: 同城、异地和国际快递业务占比.....	7
图表 8: 快递业务量/收入地域分布.....	8
图表 9: 民营企业快递业务量/收入历年市场份额.....	9
图表 10: 国企、民营和外资快递业务量/收入市场份额.....	9
图表 11: 国有、民营、外资快递企业经营市场状况对比.....	10
图表 12: 快递业务市场份额.....	10
图表 13: 快递行业集中度.....	10
图表 14: 快递行业毛利水平.....	11
图表 15: 历年快递平均单价.....	11
图表 16: FedEx 业务量和美国新兴工业的发展相关程度较高.....	12
图表 17: FedEx UPS 毛利率.....	12
图表 18: 顺丰优选.....	15
图表 19: 嘿客店.....	15
图表 20: 海购丰运和顺丰海淘.....	16
图表 21: 顺丰发展历程.....	16
图表 22: 直营和加盟的优劣势比较.....	17
图表 23: 顺丰产品结构.....	18
图表 24: 顺丰和四通一达规模及覆盖率.....	19
图表 25: 顺丰和四通一达价格比较.....	19
图表 26: 顺丰和四通一达投诉率比较.....	20
图表 27: 联邦快递产品结构.....	21
图表 28: 联邦快递业务架构.....	21
图表 29: 美国主要上市物流公司市值变化.....	24
图表 30: UPS 各物业线增速、占比、利润率及资产占比.....	25
图表 31: 美国本土业务细分数据.....	26
图表 32: 国际业务细分数据.....	27
图表 33: UPS 发展历程.....	28
图表 34: 每日每员工平均包裹量.....	29
图表 35: UPS 自有机队.....	30
图表 36: UPS 近 10 年收购情况汇总.....	31



快递为王

进出口贸易产生了最早的快递需求，电子商务提供了二阶段发展动力

改革开放后进出口贸易的兴盛引进了快递的概念

中国改革开放后带来了进出口贸易的扩张，快递的概念逐渐被知晓。1979 年 OCS（日本海外新闻普及株式会社）与中国外运公司签订了第一个快件代理协议，其后，其他几大国际快递也通过同样方式进入中国市场。1985 年中国邮政成立了 EMS（中邮速递），直到 20 世纪 90 年代上半期，EMS 几乎是国内快递的唯一经营者。但随着市场经济的进一步发展，EMS 已经无法满足外贸行业对报关材料、样品等快速传递的需求，民营快递企业因此迅速崛起。1993 年，顺丰速运和申通快递这两家具代表性的民营快递公司分别在广东和上海成立，逐步翻开了民营快递企业茁壮成长的篇章。

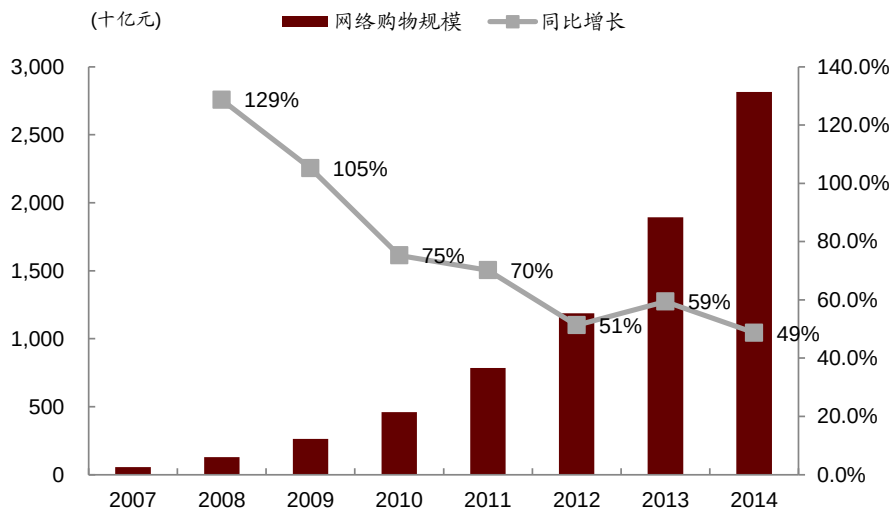
这个阶段的快递行业业务模式尚未成熟，EMS 依然占据主导地位，除 EMS 外，多数快递企业均是区域性的。

电子商务的出现促进了快递行业的快速发展

互联网的迅速普及产生了电子商务，由于 1）人口密度高带来的规模效应，2）便宜的人工成本，3）传统零售行业不够发达等因素在中国得到了快速的发展，其中网购带来了配送到家的不同体验，电子商务规模崛起而起。

根据艾瑞咨询的数据，2007~2014 年网购交易规模从 56 亿元增长到 2.8 万亿元，复合增速达 75%，而与之相呼应的是快递业务量的喷发，快递量在这 7 年间从 12 亿件增长到近 140 亿件，复合增长达 42%，快递企业的收入也从 343 亿元增长到 2,045 亿元。

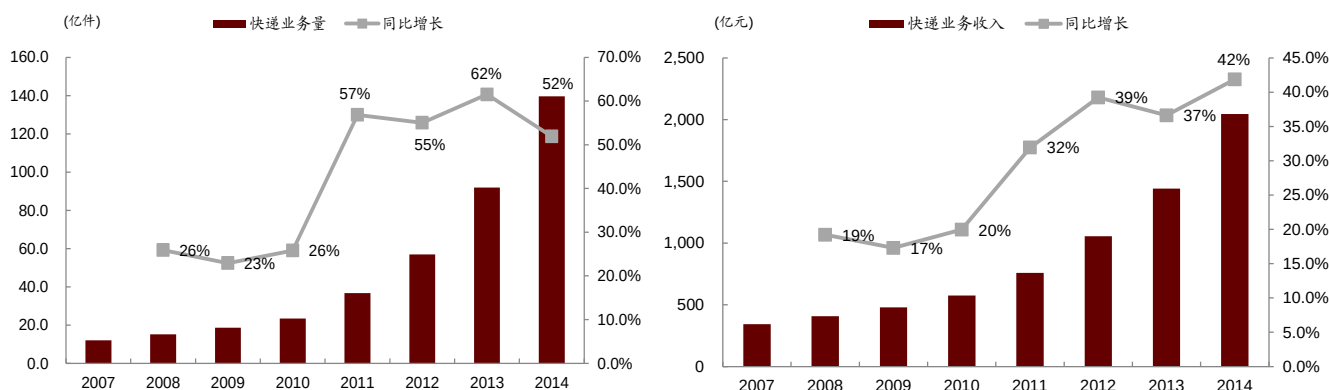
图表 1：中国网购交易规模



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部



图表 2：中国快递业务量和快递收入同比增长



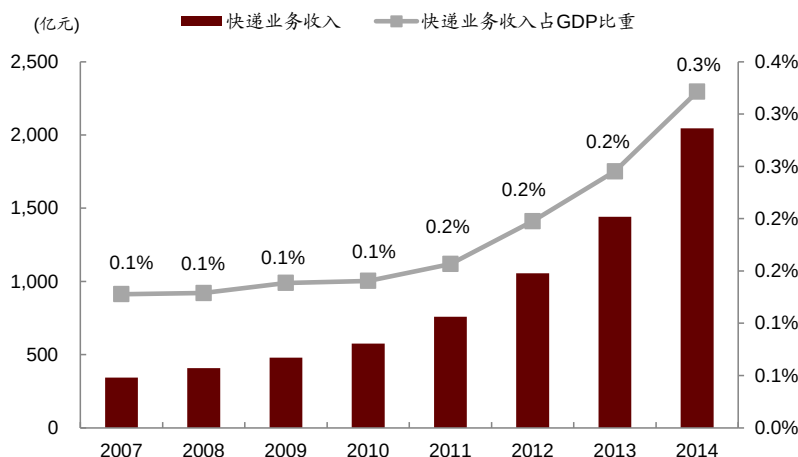
资料来源：Wind，中金公司研究部

未来依然将维持高速增长

我们认为中国的快递行业业务量未来三年都将会维持至少 30% 的增长，主要因为：

- ▶ **网购消费潜力依然巨大：**一方面是现有网民已经对网购产生了过度依赖，而网购物流对快递依赖度也极大；另一方面移动互联网渗透率进一步提高，带来下一波增量。
- ▶ **国民经济转型升级带动快递需求：**国民经济转型升级意味着知识密集型产业和高附加值产业将在国民经济中占据越来越大的比重，高价值产品，特别是需要维持较低存货率的产品（如电子元件）对快递服务的依赖程度很大。
- ▶ **快递收入占 GDP 比重 0.3%，处于快速增长时期。**根据国外快递业发展的趋势，当快递行业收入占 GDP 介于 0.2~0.5% 之间时，行业迎来快速发展机会；而占 GDP 超过 0.5% 时，增速则趋于平稳。目前美国、欧洲的快递收入占 GDP 比例普遍在 0.8%~1% 之间，而 2014 年我国快递行业收入占 GDP 约 0.3%，已经达到了需求快速增长的临界点。
- ▶ **年均快递使用量仅为美国的 1/4，空间巨大。**根据邮政行业发展统计公报，年人均快递使用量从 2008 年的 1.1 次上升至 2013 年的 6.8 次，约是美国年人均快递使用量的 1/4，我们认为人均使用快递量还有很大的发展空间，同时也会带动人均快递支出上升。

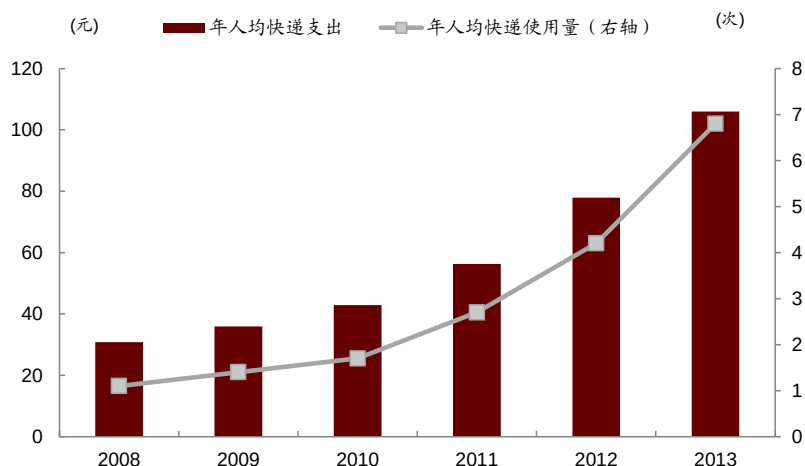
图表 3：中国快递收入占 GDP 比重



资料来源：Wind，中金公司研究部

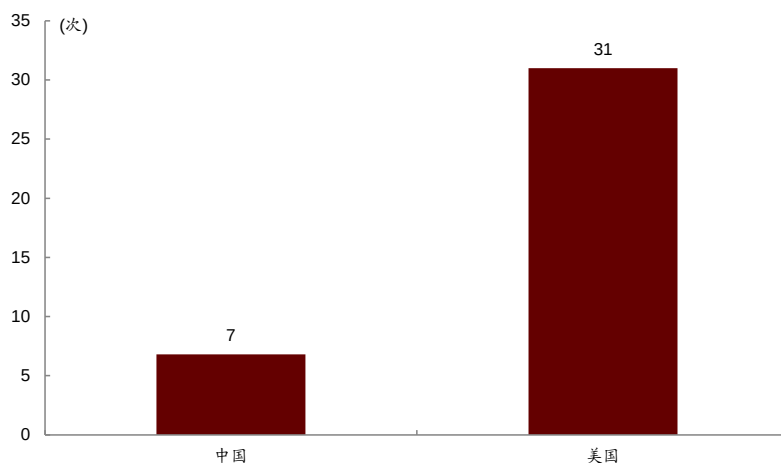


图表 4：中国年人均快递使用量和年人均快递支出



资料来源：邮政行业发展统计公报，中金公司研究部

图表 5：年人均快递使用量中美对比



资料来源：Wind，中金公司研究部

行业政策推波助澜

改革开放 30 多年来，我国快递产业从无到有的过程中配套政策也起到了极大的推动作用。

- ▶ 1986 年中国第一部《邮政法》出台，规定“信件和具有信件性质的物品的寄递业务由邮政企业专营，但国务院另有规定的除外”。该法提出了邮政专营范围；
- ▶ 1993 年民营快递登上了舞台后，在政策方面经历一段监管的混乱期，邮政部门试图将快递行业纳入邮政专营范围，垄断这个行业；
- ▶ 2005 年，开始允许外商成立独资快递企业。中国的国际货代（含国际快递）对外资全面开放；
- ▶ 2009 年，新版《邮政法》出台，正式承认了民营非邮政企业从事递送业务的合法性，同时规定了民营企业进入门槛，补充、完善了快递管理的制度和措施；
- ▶ 2011 年，发布了《邮政业发展“十二五”规划》、快递业务操作指导规范和快递企业兼并重组的指导意见，进一步推进快递服务发展，促进行业业务操作的规范；



- ▶ 2013 年,《快递市场管理办法》完善对快递经营主体、快递服务和快递安全的管理办法;
- ▶ 2014 年,李克强总理在召开的国务院常务会议提出全面开放国内包裹市场,外资快递企业可以经营国内包裹快递。

图表 6: 快递行业政策主要内容

政策	发文机构	主要内容
物流业调整和振兴规划	国务院	扩大物流市场需求、支持物流企业发展、优化基础设施布局,加强行业基础工作和改善物流政策环境
关于促进快递与民航产业协同发展的意见	国家邮政局、中国民航局	促进两产业共同发展促进两产业共同发展
关于快递企业兼并重组的指导意见	国家邮政局	2015年前通过兼并重组,快递产业集中度会明显提高,有利于大企业做大做强,节约成本等
快递业务操作指导规范	国家邮政局	从收寄、分拣、运输、投递等方面进行了详细的规定,促进行业业务操作的规范
国务院办公厅关于促进物流业健康发展政策措施的意见	国务院	物流业国八条
快递服务十二五规划	国家邮政局	规划提出,十二五期间,要着力构建便捷高效、竞争有序、技术先进、服务优质的快递服务体系,着力推进快递服务转方式、调结构、大发展、上水平、基本满足经济社会发展和人民群众生活对快递服务日益增长的需求
快递市场管理办法	交通运输部	完善对快递经营主体、快递服务和快递安全的管理办法

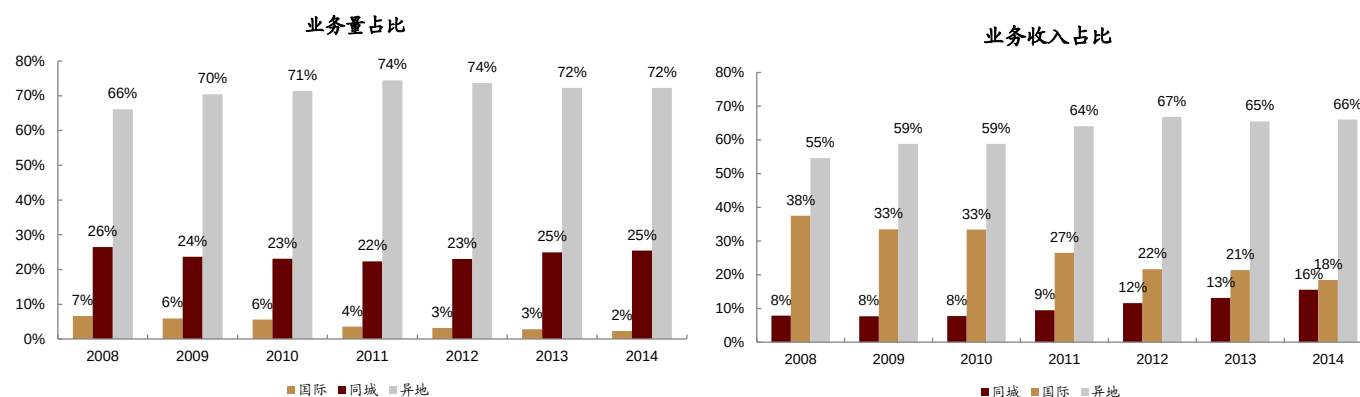
资料来源: 中金公司研究部

行业现状: 同城异地快于国际、地域分布集中沿海、快递单价下降

从业务结构上来看, 同城异地猛于国际快递

快递业务结构基本稳定。2014 年全国快递业务量为 139.6 亿件, 同城、异地和国际快递业务量占比分别为 25.4%、72.3%和 2.3%, 而同城、异地和国际快递业务收入占比分别为 15.5%、66.0%和 18.5%, 同城业务市场份额略有攀升趋势。同城/异地/国际快递业务自 2008 年来的复合增速为 43.9%/47.0%/21.4%, 同城业务和异地业务增速快于国际业务。

图表 7: 同城、异地和国际快递业务占比



资料来源: Wind, 中金公司研究部

从地域上来看, 较为集中在东部沿海地区

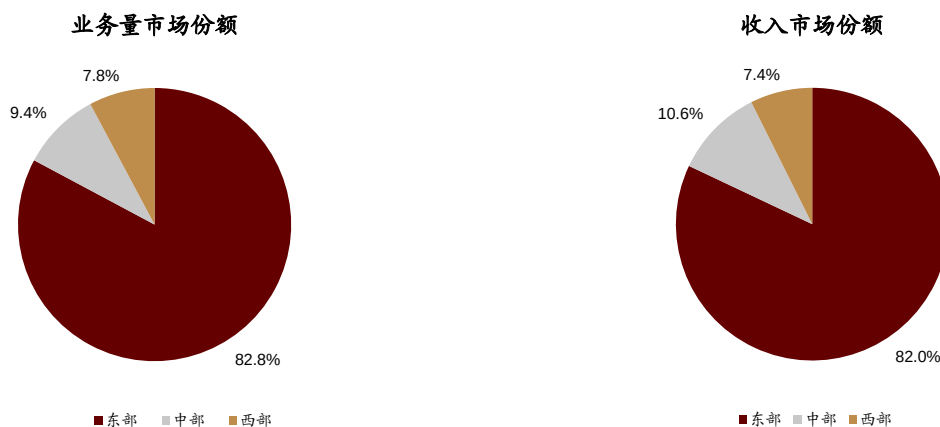
快递集中于东部, 市场地域分布占比基本稳定。东、中、西部地区快递业务量比重分别为 82.8%、9.4%和 7.8%, 快递业务收入比重分别为 82.0%、10.6%和 7.4%, 市场份额占比变化不大。



根据邮政行业发展统计公报, 2013 年, 快递业务量排名前五位的省份依次是广东、浙江、江苏、上海和北京, 其快递业务量合计占全部快递业务量的比重达到 68.4%。快递业务收入排名前五位的省份依次是广东、上海、浙江、江苏和北京, 其快递业务收入合计占全部快递业务收入的比重达到 70.1%。

中国的产业格局基本集中在长三角、珠三角和京津冀地区, 这些都是快递流出地, 同时这些地方又有着大量的需求, 又是快递流入地, 中西部地区快递流入较多, 流出较少, 于是就形成了快递的这种地域分布格局。

图表 8: 快递业务量/收入地域分布



资料来源: Wind, 中金公司研究部

竞争格局: 三分天下

主体多元、三足鼎立格局

我国快递行业基本呈现三足鼎立的格局:

- ▶ 国有快递企业: EMS、民航快递、中铁快运;
- ▶ 外资快递企业: DHL、FedEx、UPS、TNT;
- ▶ 民营快递企业: 顺丰、四通一达, 宅急送。

“四通一达”指申通、圆通、中通、百世汇通和韵达四家民营快递公司, 其中申通、圆通、中通和韵达一般又合称为“三通一达”或通达系。三通一达几乎全部起源于浙江省桐庐县, 申通是最早的一家, 于 1993 年创办, 另外三家也都是由申通的员工创办。



民营为主，外企把控国际市场

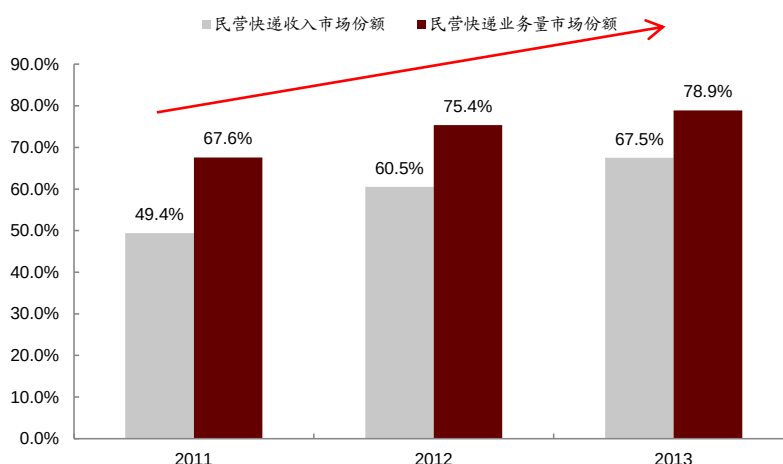
中国快递市场目前大概被四股力量所占据：EMS，顺丰，四通一达和外资巨头。据《中国快递行业发展报告 2014》统计 2013 年国有、民营和外资快递企业国内快递业务量市场份额分别为 19.9%、78.9%和 1.2%，业务收入市场份额分别为 20.2%、67.5%和 12.3%。

从快递对象来说，快递分为 2B 和 2C：2B 的快递件基本和经济活动有关，如商务件；2C 的快递件基本和生活需求相关，网购件所占比重较大。

从业务类型和相应收入来看：

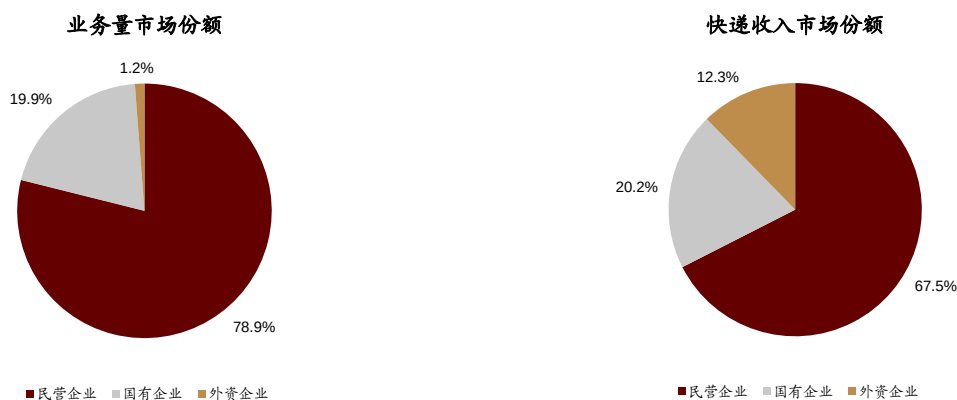
- ▶ **同城件**：业务量民营快递占~90%，国有快递中只有 EMS 有同城业务，国有快递只占 10%，外资快递均未涉猎同城件；收入上民营快递占比不到 90%，国有快递占比不到 20%；
- ▶ **异地件**：业务量上民营快递依然占据~80%，国有快递占~20%，外资占市场份额的 0.2%；收入上民营、国有和外资所占份额和业务量份额基本相当；
- ▶ **国际件**：业务量民营快递略高占~39%，国有快递占~33%，外资快递则占~28%。收入上外资独领风骚，外资、国有、民营收入份额分别约为 53%、22%和 25%。

图表 9：民营企业快递业务量/收入历年市场份额



资料来源：邮政行业发展统计公报，中金公司研究部

图表 10：国企、民营和外企快递业务量/收入市场份额



资料来源：邮政行业发展统计公报，中金公司研究部



图表 11：国有、民营、外资快递企业经营市场状况对比

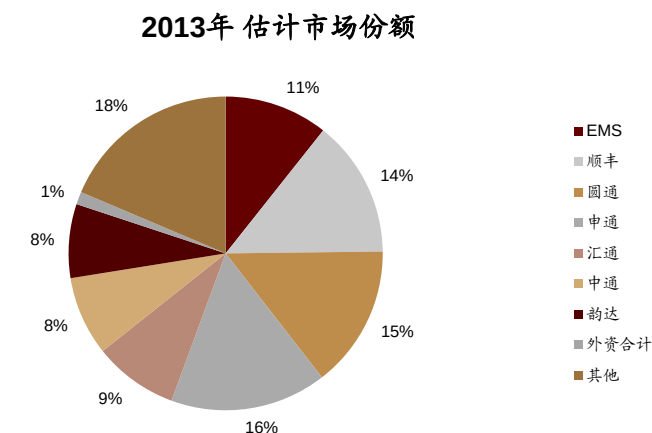
	经营范围	业务规模	经营价格
国有	经营范围涵盖同城、异地、国际及港澳台各类市场	业务量和业务收入分别占全行业的19.9%和20.2%，以异地件为主	同城件价格高于民营快递，异地件和国际件价格介于民营快递和外资快递之间
民营	经营范围涵盖同城、异地、国际及港澳台各类市场	业务量和业务收入分别占全行业的78.9%和67.5%，以异地件为主	价格均为最低
外资	经营范围包括异地件和国际件	业务量和业务收入分别占全行业的1.2%和12.3%，以国际件为主	异地件和国际件价格较高

资料来源：中国快递行业发展报告，中金公司研究部

行业高度集中

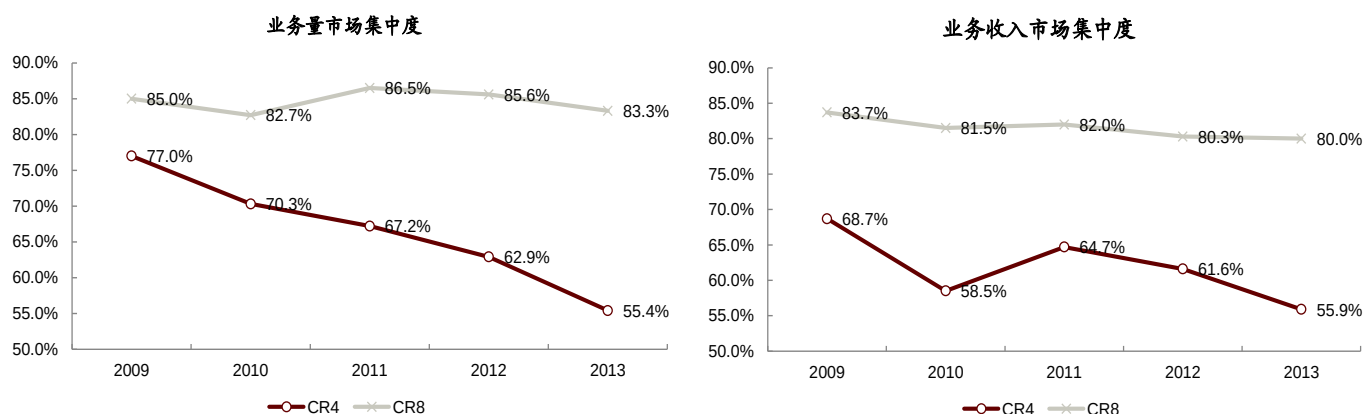
从行业集中度来看，前四大企业的业务量占比从2009年的77%下滑到2013年的55%，业务收入占比从2009年的69%下滑到2013年的56%，而前八大企业业务量占比约为85%，收入约为80%，基本未变，主要原因是四通一达近些年的快速发展获得了部分市场份额。

图表 12：快递业务市场份额



资料来源：中金公司研究部

图表 13：快递行业集中度



资料来源：中国快递行业发展报告，中金公司研究部



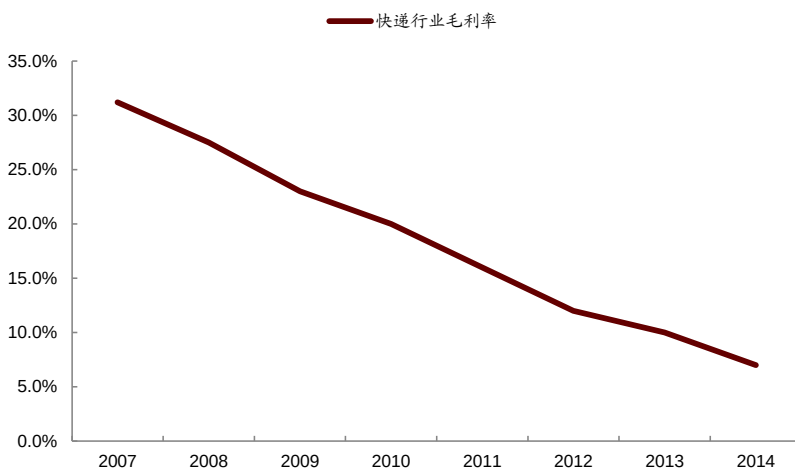
内资快递微利化趋势明显

根据快递咨询网的统计，全行业平均快递单价从 2008 年的 28.5 元/件下滑到 2014 年的 14.7 元/件，下滑幅度达 48%，我们认为下滑主要有以下几个原因：

- ▶ 网络快速扩张带来的规模效应，配送成本下降；
- ▶ 行业竞争充分、快递产品同质化严重，对上游议价能力不强，快递公司为了抢夺市场份额打价格战（在电商快递上尤为突出）；
- ▶ 电商自建物流加剧了竞争格局，自建物流效率更高，订单处理能力更强，同时能够提供货到付款、退换货等附加值服务，迫使第三方快递企业提升服务质量或降低价格。

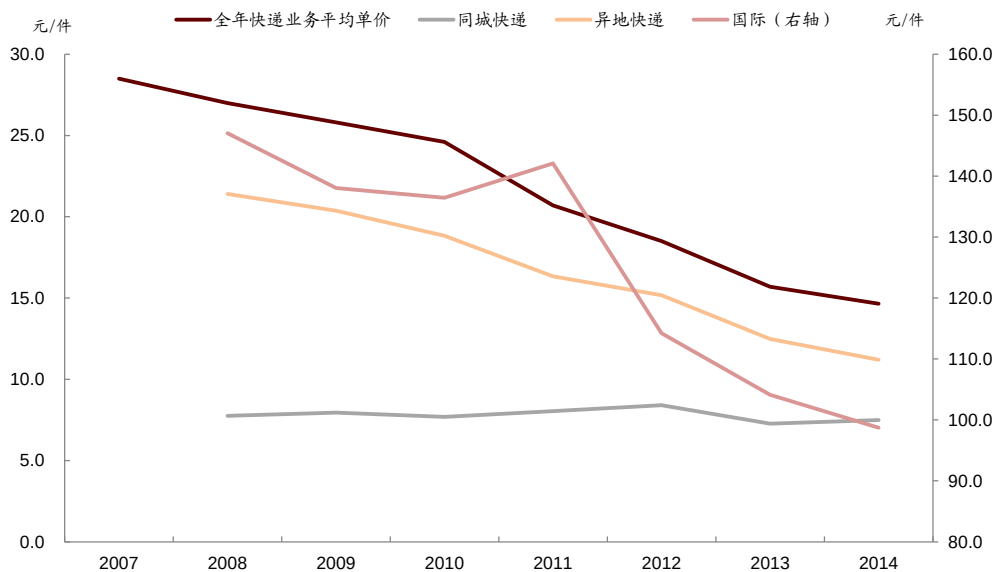
在快递价格下滑和人工成本上行的双重夹击下，快递行业的毛利率持续下滑，从 2007 年约 30% 的水平下滑至目前 5%~10% 的水平。不过就我们与快递企业访谈中了解到，虽然毛利率在下降，但伴随着规模的扩张，整体利润仍有所增长。

图表 14：快递行业毛利水平



资料来源：根据网络资料整理，中金公司研究部

图表 15：历年快递平均单价



资料来源：Wind，中金公司研究部



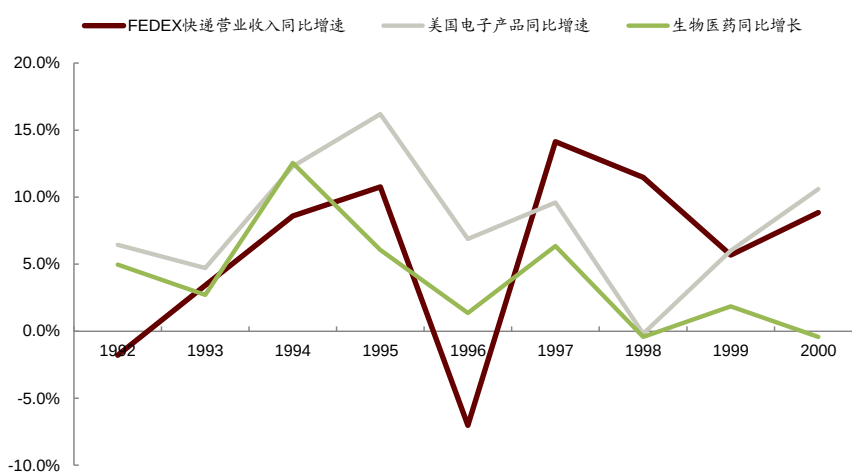
对比美国：快递在制造业发展中崛起，电子商务顺手拿下

美国快递发展历程

回顾美国百年快递史，经济的发展催生了快递的需求，同时快递模式的变化推动了产业的转型升级。西部淘金热产生了快递需求，工业化加快带动了铁路的发展，从而引爆了一轮铁路快递浪潮，第三、第四次科技革命带来新兴工业（如电子、生物医药）的崛起，洲际公路的管制放开逐渐取代了铁路，而后 FedEx 发明了航空快递，逐步提高了快递效率。

总结的来看：美国快递在产业升级的潮流中崛起，以商务业务为主，更注重快捷、安全性和效率，行业整合也基本完成，形成了 UPS、FedEx、DHL、USPS 垄断的局面，所以当电子商务崛起之时，相应的递送业务自然而然地由这些巨头拿下。

图表 16: FedEx 业务量和美国新兴工业的发展相关程度较高

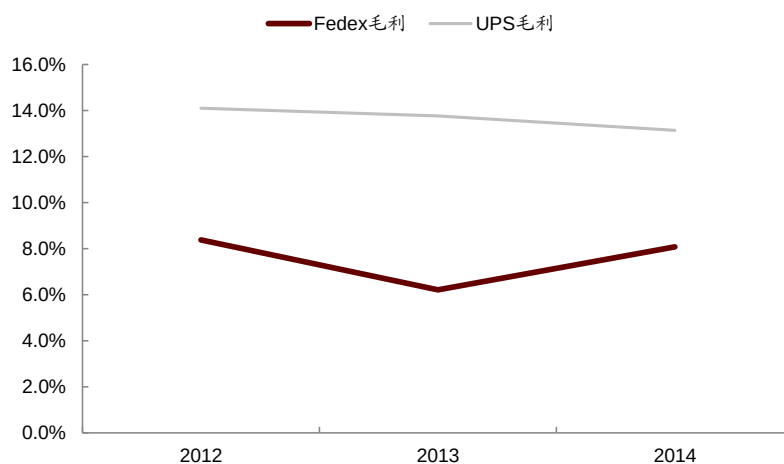


资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

毛利水平高于中国

因为美国快递以商务业务为主，对价格相对不敏感；并且相对于数量众多的客户，快递公司数量较少，具备议价能力；配合高质量快递所需要的巨大资本支出，中小快递公司难以生存，这带来了行业龙头稳定的利润水平和业务门槛。我们观察 FedEx 和 UPS 的历史毛利水平，UPS 为 14%，FedEx 约为 10%，高于目前国内的快递行业平均水平。

图表 17: FedEx UPS 毛利率



资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



行业未来发展趋势：微利化趋势加剧，融资需求愈演愈烈，看好顺丰

受制电商，微利化趋势加剧

我们认为电商还会继续以快件量的优势，利用快递业同质化竞争的弊端打压快递价格，进一步恶化以网购为主的快递企业微利化情形，同时以网购为主的快递企业可能形成快递价格的差异化，即承担电商的压价，但同时可能对散货实施涨价以避免亏损。

融资需求愈演愈烈

一方面，正是由于快递企业微利化甚至无利化趋势加剧，必然产生了其融资的需求。

另一方面，我们认为中国快递行业已经有一定的进入门槛了，如政策规定同城快递注册资本必须>50 万，异地快递>100 万元，国际业务>200 万，且目前快递行业的竞争格局基本形成，新进者如果没有巨大投资将难以形成竞争力。

从业务潜力和发展空间角度，我们偏爱顺丰

中国目前快递行业很明显的趋势是电商带动的业务催生出了快递巨头，它们可能继续借助互联网持续壮大，在商业快递中进行洗牌整合。从业务潜力和发展空间看，我们更偏爱顺丰，如此判断的理由在于：

- ▶ 顺丰电商业务占比并不高，高服务质量带来一定的话语权，电商业务受制较为有限；
- ▶ 快递发展对安全、速度和质量的要求会更高，对比来看，四通一达以加盟为主的模式难以适应时代发展；京东自营和服务结合得很好，但缺乏点到点的渠道，适应未来需求变化存在一定挑战；EMS 尽管是自营，但服务与顺丰和京东有较大差距；而顺丰的业务模式和物流体系最具优势；
- ▶ 顺丰成功延伸产业链，已经构建基础速递+蓝海冷链速递+海淘国际快递+B2C 电商+线下门店+第三方支付牌照的闭环生态系统，能够集合物流、信息流和资金流于一体，或可能是国内快递公司转型综合物流供应链服务商的领导者（下文有详细分析）。



顺丰：生息成势

公司简史

1993 年，王卫在广东顺德注册成立了“顺丰”，顺丰初期的业务是往返于深圳和香港之间，运送报关单等急需信件。1997 年，顺丰已经局部垄断了深港之间的货运，在陆运通道上，几乎一半以上的货都由顺丰承运。同时顺丰开始快速向外延伸复制，逐渐在中国大陆、香港、澳门、台湾建立了庞大的服务网络。2003 年，顺丰与扬子江快运签订合同，成为国内第一家用飞机运快件的速递公司。2011 年顺丰开始积极拓展国际件服务，目前已开通美国、日本、韩国、新加坡、马来西亚、泰国、越南、澳大利亚等国家的快递服务。截至目前，顺丰拥有近 29 万名员工，1.2 万多台运输车辆，18 架自有全货机及遍布中国大陆、海外的 9,100 多个营业网点。据统计，顺丰 2012 年营业收入已经超过 120 亿元，我们预计顺丰的盈利规模至少 10 亿元。

强势收权，回归直营

顺丰一开始也采取类似加盟的模式，以市场需求为导向，在各地建立分公司，甚至于没有总部的概念。经历了初期快速发展之后，管理上逐渐出现分公司各自为政的乱象。为了解决管理混乱的问题，并且与定位中高端的策略相适应，2000 年开始，顺丰强硬地进行全国收权行动，经过两年的整顿，顺丰基本实现全面直营，并在深圳建立总部。顺丰较早采用直营模式，避免了四通一达目前所面临的规模太大、难以转型的尴尬局面。而采用直营模式的代价就是网点扩张的速度不及一直采用加盟模式的四通一达。

中国第一家航空快递民营企业

2003 年，SARS 肆虐，人们足不出户，但购物的需求却没有减少，因此快递的数量反而有所增加。对于尚未完成全国扩张的顺丰来说，应对快件的增加有一定压力。疫情期间，航空公司的生意异常萧条，票价一降再降，顺丰借航空运价大跌之际，与扬子江快运签下合同，包下 5 架全货机，同时还与多家航空公司签订协议，利用国内 230 多条航线的专用腹舱运送快件，成为了第一家使用航空运输快递的民营企业。航空快递的使用让顺丰在时效性上获得了全面压倒性的优势，可以实现次日达甚至次日晨达的要求，顺丰的货量也因此迅速增长，形成了规模效应，抵消了包机的成本增长，形成良性循环。

顺丰航空，自备空运体系

2005 年顺丰就开始筹备自己的航空公司，2009 年中国民航局正式批复了顺丰航空的筹建，于 2009 年 12 月 31 日顺丰航空完成了首次飞行。至 2014 年底，公司已经拥有 18 架全货机航班，市场疑惑顺丰已经承包了上百条航线腹舱，为什么仍然自备自己的航空体系？答案是为了更快。实际上顺丰为了实现次日晨达，承包了全国几乎 40% 的夜间航班，但由于航空管制和排班等各种因素，往往会出现延迟的现象。顺丰自建了自己的航空货运体系，加快运输速度。2015 年，顺丰还将接收第一架客改完成的波音 767 货机。该架具备跨洲际航程能力的 767 货机的加入，也让顺丰向国际航空货运领域迈进更加成为可能。

顺丰优选，跨界冷链

2012 年 5 月，顺丰优选正式上线。顺丰优选并不是顺丰涉及电商的第一步，在此之前顺丰还打造过 E 商圈和尊礼会的电子商务平台，但都逐渐淡出了人们视线，前者或许是因为顺丰把网上零售看的太简单，后者则可能是因为市场定位不清晰而失败。而顺丰优选由于电商平台的激烈竞争，一路走来也是磕磕绊绊。顺丰优选先试水常温高端食品，再布局低温生鲜类食品；物流先渗透一线城市，再渗透二三线城市。顺丰对电商的执着和专注，真实意图实际是积累终端经验，布局冷链市场。顺丰有着物流先天的优势，在冷链上也做的相当不错，引发了一波生鲜热。由于顺丰的先发优势，顺丰完全有可能将自己的冷链物流平台开放，替其它电商提供生鲜配送服务，这又将扩大顺丰的市场份额。



图表 18：顺丰优选



资料来源：www.sfbest.com，中金公司研究部

“嘿客”，最后一公里解决方案

“最后一公里”运输成本占总物流成本约三成，一直是快递的难题。2014 年 5 月，顺丰的“嘿客”便利店全国启动，希望解决“最后一公里”的难题。在启动“嘿客”店之前，顺丰也尝试过与其他便利店如 711 合作，但是由于每个城市的便利店品牌不尽相同，且大多数便利店均是加盟模式，顺丰沟通异常困难，难以形成一个标准化的收寄货服务体系，于是顺丰自己布局线下网购服务社区店“嘿客”，目前嘿客店在全国已经有约 3,000 家。

“嘿客”承载着顺丰打通线上线下的战略意图。有着优良的物流基因，零售经验不足的“嘿客”目前还在试错阶段，“嘿客”提供收寄件、配送自提等快递服务，做一些便民零售，同时还有体验式购物。很多电商和零售都认为“嘿客”定位不清晰，店内无实物展示、商品不够丰富、价格形象不佳、客流少、门店成本高都是存在的问题。

图表 19：嘿客店



资料来源：网络资料，中金公司研究部



海购丰运+顺丰海淘，海淘“国际范”

2014 年 7 月，顺丰内部正式成立了国际电商服务事业部。2014 全年，顺丰首先在进口方面，针对国内买家推出了“海购丰运”；针对海外商家推出了“全球顺”。此后，短短半年时间，顺丰又持续推出了更多跨境电商出口产品，如欧洲小包、俄罗斯小包。

2014 年 5 月与顺丰海淘转运平台“海购丰运”低调上线的，目前有韩国和美国两条海淘服务线，但在今年会开通多国的国际转运。2015 年 1 月，顺丰主导的跨境 B2C 电商网站“顺丰海淘”（www.sfht.com）正式上线，这是继 2012 年上线顺丰优选之后，顺丰进军 B2C 电商领域的再一次跨界之举。目前上线的商品锁定在母婴、食品、生活用品等品类，涉及美国、德国、荷兰、澳大利亚、新西兰、日本、韩国等海淘热门国家。“顺丰海淘”专门招聘了全新电商背景团队，集中打造一个同时提供商品详情汉化、人民币支付、中文客服团队支持等服务的全新 B2C 电商网站，解决了语言、支付、正品、时效等海淘痛点问题。“顺丰海淘”以自营品类为主，依靠顺丰的全球供应链能力在海外直接采购。顺丰将采购后的商品存放在保税仓库中，压缩中间环节，在其他平台上需要至少 15 个工作日才能收到的货物，在“顺丰海淘”5 个工作日左右即可完成。

图表 20：海购丰运和顺丰海淘



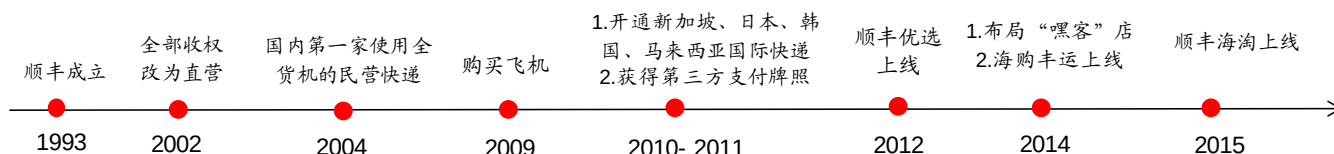
资料来源：www.sfbuy.com, www.sfht.com，中金公司研究部

资金流+信息流+物流，三流合一

顺丰目前已经有两块牌照：1）第三方支付牌照，2）银行卡收单牌照，虽然获得了两大第三方支付牌照保障，但顺丰的金融交易业务可能主要还是纯粹做内部服务。银行卡收单瞄准的主要是顺丰的客户，尤其是为合作的电商企业，提供支付、供应链融资等服务。这一针对内部支付业务的工具目前正在加速整合。顺丰于去年低调上线“顺手付”，可完成支付、转账、快递下单、购物、话费充值和理财等功能。2015 年 4 月 28 日，顺丰与中信银行合作，推出包括“中信顺手付”支付账户、APP 及中信顺丰联名信用卡等多项创新业务。

顺丰切入第三方支付市场，未来会将现有的商业客户资源整合到自身打造的支付体系中，通过速递业务、顺丰优选、顺丰“嘿客”、顺银等实现融合联动，扩大商业版图。如此，一个集物流、信息流、资金流一体的顺丰跨境生态圈，悄然成型。顺丰不再仅仅是一个单纯的快递商，而意在给予合作伙伴一个包含物流、渠道销售、供应链金融的一体化解决方案。

图表 21：顺丰发展历程



资料来源：中金公司研究部



直营和加盟的较量

如前文所述，快递市场有两种主流经营模式，直营和加盟。顺丰、EMS 采用了直营的模式，而四通一达则纷纷采用了加盟制。

直营：指公司总部掌管所有权和经营权，所有成员企业必须由总部集中领导、统筹规划。实行统一的核算制度，各直营店实行标准化经营管理。快递直营中总部控制了所有的快递节点，包括干线运输、枢纽转运中心、支线运输和落地配送，收派件取得的收入、发生的成本，人员福利、购置车辆等都纳入总部统一结算。

► **直营的优势：**1) 管理相对容易，指令能够快速传达并执行；2) 更易打造企业形象品牌；3) 运输操作规范，投递效率高；

► **直营的劣势：**1) 组建团队、购置运输工具等资金需求极大；2) 服务网络拓展相对较慢；3) 人力成本和管理成本较加盟模式高。

加盟：网点除了向总部缴纳保证金、中转分拨费用和信封面单费以外，自担成本，自负盈亏，加盟商共用一个企业名称，盟内送递费用互免。加盟制下，总部是一个较松散的管理机构，加盟商自行选址、自行开店、自行招募员工，真正负责快件递送的成本和价格。加盟商自主决定权较大，很多事情无须向总部报批。相比直营模式，加盟模式具有更大的灵活性。总部对网点的投入也较少，因此整个公司的扩张速度也更快。

► **加盟的优势：**1) 利用较少的资金较快地进行业务拓展；2) 业务分包有利于调动加盟商积极性；3) 价格优势；

► **加盟的劣势：**1) 管理困难：总部指令执行程度不一，很难统一管理；2) 利益多元化：加盟商各自为政，时有接私活的现象；3) 无法开展增值业务。

“通达”系几乎均起源于桐庐县，加盟商也更倾向于采用桐庐县出身的人，地域文化带来的凝聚力可能是“通达”系快递能够做大的原因。但服务质量无保障的问题依旧无法解决，这一点在快递公司进入电商市场、包裹量激增之后尤为突出。网购消费者对快递服务质量（特别是暴力快递、包裹损毁等问题）非常重视，而在加盟制下，“通达”系难以将总部的政策推行到各区域和网点，因此投诉率一直居高不下。

图表 22：直营和加盟的优劣势比较

	直营模式	加盟模式
优势	企业形象统一，统一管理，统一服务	资利用较少的资金较快地进行业务拓展
	管理效率高，总部指令能够很快传达到各分支机构	业务分包有利于激发加盟商拓展业务的动力
劣势	整体信息化水平较高，操作规范，投递速度快	价格优势
	用于组建团队、购买运输工具等资金需求量大	管理困难：总部指令执行程度不一，很难统一管理
	网络拓展速度相对较慢	利益多元化：加盟商各自为政，时有接私活的现象
	投资周期较长，需要时间来培育打造自己的品牌	业务处理能力不强，在开展增值业务方面存在极大风险
	管理成本高	加盟商缺少动力购置新设备，导致整体装备水平低，信息化技术落后

资料来源：中金公司研究部

对比四通一达：差异化竞争

在淘宝崛起的初期，除了方便的购物体验外，便宜的价格和飞速的增长是两大标签，这也需要相对较低的配送价格和足够的配送能力与之相适应。从当时的快递行业结构来看，国有 EMS 价高质低，外资快递价高质高，顺丰也在走高质性价比路线，价格普遍较高；



同时，由于这三者均为自营网点，扩张相对较慢，快递能力难以跟上淘宝的扩张速度。这就给四通一达带来了发展机会，即通过广泛的门店加盟，快速扩充快递能力与淘宝业务量配套，同时降低服务标准提供低价低质的服务，与淘宝当时 C2C 的客户群体和商品种类契合，得到了快速发展。随后，由于物流规模优势降低成本的铁律，市场份额逐步向这些大型加盟制民营快递企业聚合，形成了目前五家寡头垄断的格局。同四通一达相比，顺丰对淘宝等电商的依赖很小，虽然少分了一块大蛋糕，但也使顺丰不必为低端市场的价格战所困扰。

差异化竞争，顺丰定位中高端市场

顺丰从成立以来就对市场进行了梳理：中国国际和国内的高端市场是国际巨头和 EMS 的地盘，低端的电商快递并不在考虑之内，顺丰则选择中端客户作为突破口，逐渐侵入高端市场，最后则推出经济型快递进入电商快递市场。

顺丰针对不同的客户也细分了服务项目，最基本的服务是下单、快件跟踪、理赔、投诉、建议和需求、网络以及短信服务；增值服务是指日常管理、物料直接配送、电子账单、客户自助服务、电子专利等；专享服务是指分支机构集中付款、指定时间收派、绿色服务通道等。

同时顺丰对客户进行了划分，如排名前 4% 为大客户（包括项目客户和 VIP 用户），排名在大客户后面的 15% 为中端客户，中端客户后面的 80% 为普通客户，剩余的为流动客户。针对不同的客户群体，顺丰指定了不同的服务，服务质量不打折，只是在营销策略和服务项目数量上有区别。

顺丰的创始人王卫也在一次谈话说到：“顺丰能够走到今天，有一些和其他快递不一样的地方，那就是差异化的竞争策略，我们所提供的快递服务和自身的市场定位与其他快递公司是不太一样的，并且我们能够让消费者很清楚地知道，顺丰所提供的服务和其他快递有什么不同。成功定位是一家公司能够取得成功的重要因素之一。”

图表 23：顺丰产品结构

	服务特性	时效	服务范围	备注
顺丰标快	365 天，不分节假日提供服务； 时效快，安全有保障； 中国大陆地区互寄支持超时退费； 提供代收货款、保价、等通知派送、签单返还、委托件和签收短信通知等增值服务	1. 中国大陆地区互寄：1-2 天，部分偏远地区加 0.5-1 天； 2. 中国大陆地区至港澳台地区：1.5-2.5 天，部分偏远地区加 0.5-1 天； 3. 中国大陆地区至海外地区：3-5 天	中国大陆地区、港澳台地区、韩国、日本、新加坡、马来西亚、美国、泰国、越南、澳大利亚	最普遍的选择
顺丰即日	支持超时退费； 提供保价、签单返还和自取等增值服务	当日寄件当日送达	中国大陆	即日到达
顺丰特惠	价格优惠，时效稳定； 提供代收货款、保价、等通知派送、签单返还、委托件和签收短信通知等增值服务	1. 中国大陆地区互寄：2-3 天，部分偏远地区加 1-2 天； 2. 中国大陆地区至港澳地区：2.5-3.5 天，部分偏远地区加 0.5-1 天	中国大陆地区互寄，中国大陆地区寄往香港、澳门地区	寄递物品范围广泛：液体、粉末、化妆品、锂电池和酒类等
物流普运	价格经济实惠； 提供送货上楼、货物保管、代收货款、保价、签单返还、委托件和签收短信通知等增值服务，不提供等通知派送、超范围转寄和超时退费等服务	2-6 天	中国大陆地区跨省线路（暂不包含西藏、青海省海西市和陕西省榆林市）； 部分省市开通同城、省内线路	适用于寄递大件物品，如家电等
顺丰特安	凭有效证件签收，安全准确送达； 售后服务完善，快速完成赔付； 提供代收货款、委托件、签单返还、自寄、自取和签收短信通知等增值服务，不提供等通知派送等增值服务		中国大陆地区	寄递高价值物品（单票声明价值超过 2 万元）
全球顺	是为满足港澳台及海外地区电商客户需求，推出的一款适用于“港澳台/海外至中国大陆”的电商 B2C 市场的专属服务		香港、美国（其他地区将陆续开通）	电商商家每月发件量至少 500 票
电商速配	时效快； 电话预约派送； 提供代收货款、保价、签单返还、包装和特殊入仓服务等增值服务	1-2 天，部分偏远地区需加 1-2 个工作日	中国大陆地区	1. 签订月结协议； 2. 每天定时发件； 3. 月发件量 1000 票（含）以上； 4. 使用顺丰自助工具，或发件系统与顺丰对接
电商特惠	价格经济且时效稳定； 电话预约派送； 寄递范围广泛； 提供代收货款、保价服务、签单返还、包装和特殊入仓服务等增值服务	2-4 天，部分偏远地区需加 1-2 个工作日	中国大陆地区	1. 签订月结协议； 2. 每天定时发件； 3. 月发件量 1000 票（含）以上； 4. 使用顺丰自助工具，或发件系统与顺丰对接

资料来源：顺丰官网，中金公司研究部



从多方面指标比较顺丰和四通一达

我们分别从价格、覆盖率、效率等方面比较顺丰和四通一达：

- **规模和覆盖率：**从覆盖率上看，全国范围覆盖率基本不相上下，但是在区域密度上，由于顺丰是直营，在进行网点分布的时候，顺丰的覆盖可能更加合理；

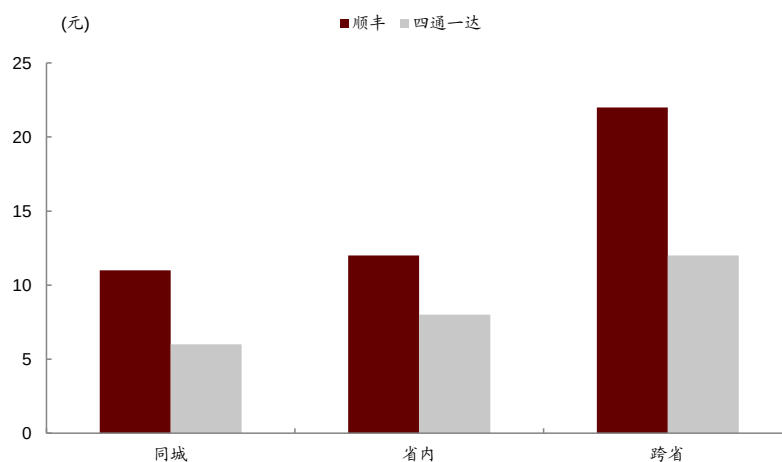
图表 24：顺丰和四通一达规模及覆盖率

	网点数	员工数 (万人)	运输资产
顺丰	12,000	34	1.6万多台运输车辆，18架自有全货机，近150个一二级中转场
申通	10,000	18	
圆通	7,000	12	航空运输通达118个机场，航线覆盖600多个城市，目前拥有4架自主全货机，陆路运送收派车辆2万多辆
中通	8,000	14	运输派送车辆4万多辆，分拨中心70个
汇通	10,000		开通全网省际、省内班车近1500条
韵达	10,000		1) 截止2014年7月，韵达快递全网目前有近2000条陆运主干线； 2) 设立航空直发线路800条
EMS	45,000	>10	

资料来源：前瞻网，中金公司研究部

- **价格：**由于顺丰定位是价格敏感性不高的中高端客户，快递费用一般比四通一达贵30%，而主营电商快递的四通一达往往以价低取胜。以同城/省内/跨省来说，顺丰平均价格是10/12/22元，而四通一达平均价格则是6/8/12元；

图表 25：顺丰和四通一达价格比较

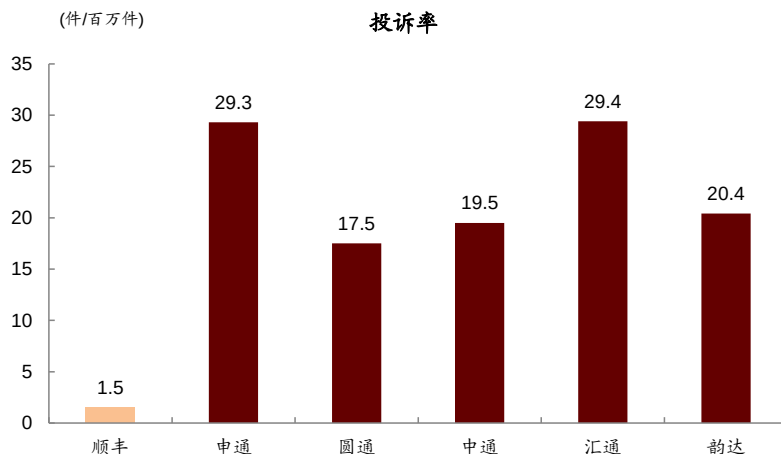


资料来源：前瞻网，中金公司研究部

- **效率：**从效率上看，顺丰遥遥领先，日均处理可达600万件，而四通一达中申通圆通中通日均处理约400万件，汇通和韵达基本日均处理150~200万件；
- **投诉率：**从投诉情况上看，顺丰百万件投诉只有1.5，四通一达的投诉率基本是顺丰的10~20倍。



图表 26：顺丰和四通一达投诉率比较



资料来源：前瞻网，中金公司研究部

顺丰会是中国未来最有实力的供应链服务提供商之一

除了前文所提到的顺丰和四通一达目标客户不同，快递单价不同，服务质量不同等一系列差别因素外，我们认为顺丰和四通一达未来可能最大不同之处在于：顺丰将会逐渐转型成为国内最具实力的供应链服务提供商，和四通一达发展的道路截然不同。

如前文所述，我们猜想顺丰将会凭借顺丰速递+B2C 电商顺丰优选（冷链物流）+顺丰海淘（海淘丰运）+“嘿客”线下社区店+第三方支付（顺银金融）构建 O2O 的物流生态闭环，集合资金流、信息流和物流为一体，为客户提供一站式服务并增加盈利点，在与互联网融合和反融合的过程中，争取主导权。而四通一达仍在受制于电商，或铺设国际化网络，仍在壮大自己成为一个融合国内和国际的完善快递商。

中国的“联邦快递”？

有人把顺丰称为“中国的联邦快递”，不但因为顺丰在中国快递业不可撼动的地位，还因为顺丰或多或少与联邦快递有相似之处，如两者均是在国内首先尝试航空快递的公司、定位中高端市场等。所以我们这里选择了联邦快递与顺丰进行对比。在附录中我们也详细分析了另一个国际巨头 UPS。

联邦快递简史

美国联邦快递的创始人 Frederick W. Smith 预见了美国工业革命第三次浪潮中对组件和零件、有关信件、包裹、存货清单的时效性要求，他认识到了创建隔夜快递的必要性。1971 年，Smith 向华尔街筹集到 9,600 万美元，创立了联邦快递，并马上购买了 33 架飞机，联邦快递公司一开始向 25 个城市提供服务，但令人失望的是，第一天夜里运送的包裹只有 186 件。在开始营业的 26 个月里，联邦快递公司亏损 2,930 万美元，欠债主 4,900 万美元，联邦快递处在随时都可能破产的险境。但意外地是政府解除了对航空运输业的限制，极大地增加了货运行业的运输量，国内主要货运机构对大城市的业务都应接不暇，根本就没有力量去满足小城市的要求，这就为联邦快递提供了重大的市场缺口，使它的业务量很快增加。

1975 年联邦快递开始盈利，由初始的 5 个出发城市扩展到 130 个城市 75 个机场。联邦快递的隔夜快递服务在全世界范围掀起了一场企业革命，到 1988 年联邦快递已经向世界 90 个国家和地区提供隔夜快递服务。



1989 年联邦快递收购其最大的竞争对手，飞虎国际公司（飞虎是当时全世界最大的重量货运公司，在 21 个国家拥有长达 45 年以上的航空权和降落权）。收购飞虎后，联邦快递真正地把触角延伸到了全球。

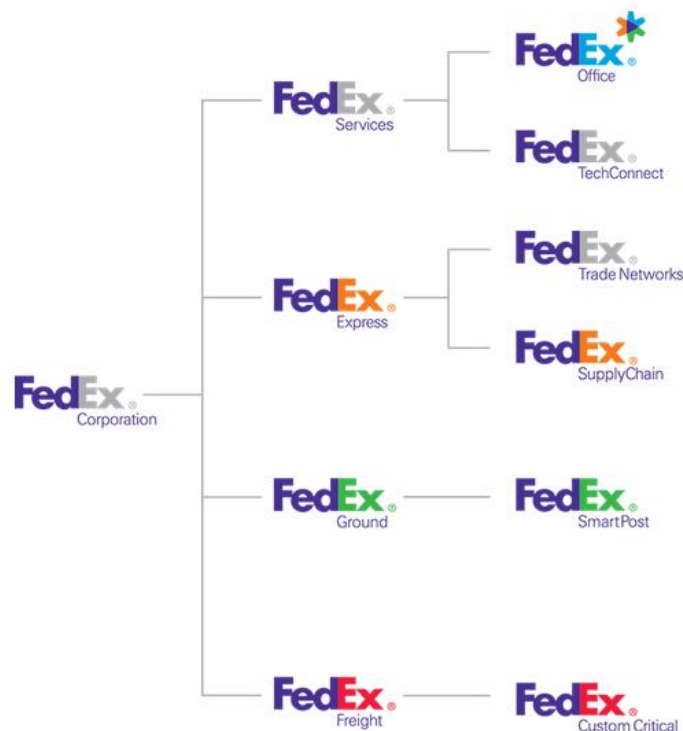
2014 年，联邦快递收入 456 亿美元，净利润 21 亿美元，全球员工数近 30 万，为全球超过 220 个国家及地区提供服务，在全球范围内有近 400 个升降机场，超过 660 架飞机，1.5 万辆卡车，超过 9 万辆递送车，全球服务中心近 700 个，投递点 4,000 多个。联邦快递业务以速递、地面中小包裹运输、重货运输、供应链为主。

图表 27：联邦快递产品结构

	快递服务类型	主要内容
国内	即日达	同城件（25英里内）一般几小时可达，跨洲一般当日可达
	次日达	一般在次工作日上午8点，9点，10点可送达大部分地区，偏远地区需在下午3点或4点才能送达，晚8点前送达住户
	隔日达	一般在两工作日后上午10点送达大部分地区，偏远地区需下午送达，晚8点送达住户
	标准快递	在当日截件时间前取件，约2-4日送达
国外	国际优先快递	提供制定时间及清关的户对户递送服务，一般可于1、2或3个工作日抵达220个以上国家及地区，于次工作日送达数千个美国目的地
	国际经济快递	提供经济实惠、指定日期及清关的户对户递送服务，一般可于2至4个营业日送达主要经济中心
	Fedex Priority Alert	为客户安排特派专员专注负责账户，提供全天24小时支持，现金监管货件行踪，提供人性化通知。

资料来源：www.fedex.com，中金公司研究部

图表 28：联邦快递业务架构



资料来源：www.fedex.com，中金公司研究部



我们在下文从各个角度简要概括了顺丰和联邦快递的同和不同：

不同在于：成长背景、宣传手段和技术基础

成长背景：

- ▶ 联邦快递的创始人 Smith 在耶鲁大学时就已经预见隔夜快递的市场，毕业后应征入伍，成为美国海军陆战队的一员，并到越南战场服兵役。退役后，Smith 在创始融资近 1 亿美元，但随后一直亏损，处于破产边缘。
- ▶ 顺丰的创始人王卫高中毕业，没有继续升学，曾在香港叔叔手下做过小工，创办顺丰启动资金只有仅仅 10 万元，初期的业务也只是运送深港之间货物和文件，但仅有 3 年就基本垄断了整个华南地区的快递业务。

宣传手段：

- ▶ 联邦快递有大量的公关和广告投入，几乎每一款产品都会做大量的宣传。
- ▶ 顺丰从来不打广告，坚信公司的产品和服务就是公司最好的宣传。

技术基础：

- ▶ 联邦快递是美国首个具有跟踪快件功能的公司，联邦快递还运用了其他许多高科技技术，如激光扫描设备，值得一提的是，联邦快递拥有自己的无线网络，辐射范围仅次于美国军队。联邦快递每年在技术上的投入也是相当大的，平均占总收入的 4%。
- ▶ 顺丰每个前线快递员都人手有一个巴枪（可以将全部运送过程传递到网络、也可以检测每个快递员的工作情况），每台运输车辆也安装了 GPS，转运中心也有自动分拣机，但是技术层面落后联邦快递。

相同在于：自身定位、发展策略、人员管理

自身定位：

- ▶ 联邦快递创立后就迅速定位在高附加值的小包裹市场，包括全国各地的客户运送零件、血浆、移植器官、药品、文件等各种需要迅速运送的物品。联邦快递公司一度推出过一款专门以小包裹为主的产品——信使包，在市场上大受欢迎。另一方面，联邦快递不仅只盯着大城市的业务，相反，创立之初的联邦快递，选择的也是更能发挥比较优势的为二三线小城市的客户们提供服务（当时美国国内主要货运机构对大城市的业务应接不暇，根本就没有力量去满足小城市的要求）。
- ▶ 顺丰明确的市场细分和产品定位是：主要做中端的文件和小件业务，不做大件重货的运输和派送，其中尤以商业信函为主。由于重货不是顺丰的强项，顺丰曾拒绝了摩托罗拉等跨国企业的竞标邀请。

发展策略：

- ▶ 联邦快递成立之初，便立足于航空快递，且游说美国国会放开航空管制。航空快递最初只有 5 个起发城市，这 5 个城市主要是因为离中央中枢孟菲斯很近，便于节约飞行成本和管控。这 5 个城市中的顾客可以从任一起发城市运送包裹到 5 个仅有的目的地城市：达拉斯、格林斯博罗、杰克逊维尔、辛辛那提和小石城。联邦快递逐步扩张到全国和国外。
- ▶ 顺丰快递为了让速度更快，“非典”期间和扬子江航空公司签下合约，开启了航空快递，并开始推出 24 小时必达的服务，金融危机期间，顺丰又组建了自己的航空公司，拥有了自己的全货机，抓住了航空快递的机遇。在顺丰的战略指导思想中，先是区域性快递公司，而后才是全国性快递公司，这个过程也力求务实和稳扎稳打。



人员管理：

- ▶ 联邦快递连续多年被《财富》杂志评选为“100 家最优秀雇主”。联邦快递将员工视为公司资产，员工-服务-利润是公司的经营管理理念，对员工进行管理，在工作中实现自我价值，为客户提供优质服务，做到“使命必达”。同时联邦快递也提倡开放式的沟通，有着完善的投诉和公平对待机制。联邦快递创造了一个民主、宽松的工作和交流环境。
- ▶ 顺丰一直秉持着“员工是因，企业是果”的经营理念。顺丰薪酬管理是用计件工资来激励员工，这样可以充分激发一线员工的工作干劲，同时为了帮助员工成长，顺丰提供与员工相匹配的技能培训体系，只要员工符合升职标准，就可以到这个系统中学习相应课程，学成后参加考核，过关就能获得相关资质认证。同时顺丰提倡能者居前，采用公平公正公开的用人机制，对员工进行季度、半年度、年度考核，顺丰还建立了工作联络指导员制度，协助新员工融入团队。



附录：美国快递简史

回顾美国百年快递史，经济的发展催生了快递的需求，同时快递模式的变化推动了产业的转型升级。我们认为美国快递基本可以划分为以下几个时代：

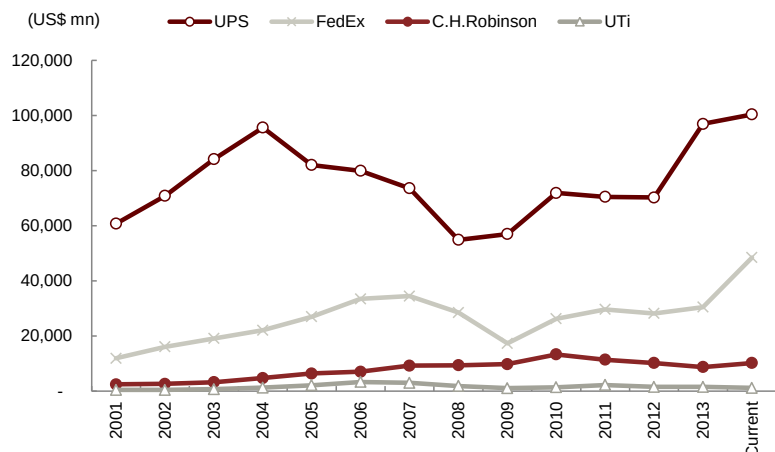
- **铁路时代：**19 世纪后半叶，在 Wells Fargo 等私营快递企业的推动下，铁路逐步融入快递运输网络，新的铁路快递大大提高了货物递送的时效性，引爆了一轮铁路快递大浪潮。一战后，美国铁路管理局接管所有国家铁路，7 家铁路快递合并成立 REA（美国捷运公司），建成 1.4 万英里运输线，日均处理 30 万批货物。
- **公路时代：**1956 年，美国建立全国性的州际公路网络，公路运输以其机动灵活，适应性强的特点迅速取代铁路运输，成为当时最先进运力。从公路及铁路里程数的对比来看，70 年代起，铁路的发展已呈现出明显的下降趋势。固守铁路的 REA 终于难抗历史潮流，于 1975 年申请破产。自此，铁路巨头的陨落也为铁路时代画上了一个句号，快递行业迎来公路新篇章。
- **航空时代：**随着经济发展，高时效包裹的递送需求猛增，国内主要货运机构对大城市的业务都应接不暇，根本就没有力量去满足小城市的要求，这就为联邦快递提供了重大的市场缺口，使它的业务量很快增加。另外，在以 FedEx 为首的公司的不懈游说下，美国会放松了航空管制。内部需求拉动加外部限制解除，FedEx 抓住了机会，以航空件打开局面，一举成为全美第二大快递公司，并最终开启了快递的航空时代。

总结的来看：美国快递在产业升级的潮流中崛起，以商务业务为主，更注重快捷、安全性和效率，对价格相对不敏感；并且相对于数量众多的客户，快递公司数量较少，具备议价能力；配合高质量快递所需要的巨大资本支出，中小快递公司难以生存，这带来了行业龙头稳定的利润水平和业务门槛；而当电子商务崛起之时，相应的递送业务自然而然地由这些巨头拿下。

案例分析：全球最大物流公司 UPS

UPS 从 1907 年建立至今已有超过百年的发展史，2013 年，它实现营业收入 573 亿美元，净利润 37 亿美元。最新员工人数 304,105 人，市值 1,004 亿美元。无论从收入、规模还是市值上来说，均是全球最大的物流公司。因此我们挑选 UPS 作为主要分析的对象，详细介绍其现状、发展历程和主要优势。

图表 29：美国主要上市物流公司市值变化



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部



公司现状

UPS 的主要业务是快递（信件和包裹），截至 2014 年前三季度，其全球快递业务占总收入的 78.9%（其中国内 61.1%，国际 22.6%），大型货运业务占 10.1%，供应链管理业务占比 11.0%。传统快递业务近年增速快于供应链管理业务，利润率、资产占用比也更高。细分数据请详见下表。

图表 30: UPS 各物业线增速、占比、利润率及资产占比

百万美元	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY14Q1~Q3
收入											
总额	36,582	42,581	47,547	49,692	51,486	45,297	49,545	53,105	54,127	55,438	42,337
国内快递	26,960	28,610	30,456	30,985	31,278	28,158	29,742	31,717	32,856	34,074	25,847
国际快递	6,809	7,977	9,089	10,281	11,293	9,699	11,133	12,249	12,124	12,429	9,562
供应链与货运	2,813	5,994	8,002	8,426	8,915	7,440	8,670	9,139	9,147	8,935	8,935
盈利增速											
总额		16.4%	11.7%	4.5%	3.6%	-12.0%	9.4%	7.2%	1.9%	2.4%	
国内快递		6.1%	6.5%	1.7%	0.9%	-10.0%	5.6%	6.6%	3.6%	3.7%	
国际快递		17.2%	13.9%	13.1%	9.8%	-14.1%	14.8%	10.0%	-1.0%	2.5%	
供应链与货运		113.1%	33.5%	5.3%	5.8%	-16.5%	16.5%	5.4%	0.1%	-2.3%	
盈利占比											
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
国内快递	73.7%	67.2%	64.1%	62.4%	60.8%	62.2%	60.0%	59.7%	60.7%	61.5%	61.1%
国际快递	18.6%	18.7%	19.1%	20.7%	21.9%	21.4%	22.5%	23.1%	22.4%	22.4%	22.6%
供应链与货运	7.7%	14.1%	16.8%	17.0%	17.3%	16.4%	17.5%	17.2%	16.9%	16.1%	21.1%
税前利润率											
总额	13.6%	14.4%	14.0%	1.2%	10.5%	8.8%	11.4%	11.4%	2.5%	12.7%	
国内快递	13.7%	15.7%	16.2%	-4.9%	12.5%	8.2%	10.9%	11.9%	1.4%	13.5%	
国际快递	16.9%	18.7%	18.8%	17.8%	14.0%	14.1%	16.4%	14.0%	7.2%	14.1%	
供应链与货运	4.9%	2.6%	0.0%	3.3%	-1.2%	4.0%	6.6%	6.6%	0.2%	7.5%	
使用资产占总资产比例											
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
国内快递	56.8%	58.4%	58.0%	60.8%	59.0%	58.3%	54.8%	55.6%	51.3%	54.3%	
国际快递	14.2%	14.0%	16.5%	15.4%	18.0%	18.4%	18.5%	19.4%	28.9%	23.4%	
供应链与货运	14.8%	20.2%	21.5%	19.5%	21.3%	20.8%	18.7%	19.0%	17.0%	18.3%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

本土业务：UPS 美国本土业务中，地面培训业务占比 71.0%，次日到达空运业务占比 18.9%，而大于两日到达业务为 10.1%。由于美国物流业现在对企业的主要要求是快速送达，因此大于两日业务的占比正在不断减少。而短程地面速递和次日到达航空业务仍保持高速发展势头。



图表 31：美国本土业务细分数据

百万美元	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY14Q1-Q3
收入											
总额	26,960	28,610	30,456	30,985	31,278	28,158	29,742	31,717	32,856	34,074	25,847
地面	17,683	18,971	20,254	20,888	21,394	19,843	20,932	22,189	23,052	24,194	18,478
次日到达空运	6,084	6,381	6,778	6,738	6,559	5,456	5,835	6,229	6,412	6,443	4,862
大于二日运输	3,193	3,258	3,424	3,359	3,325	2,859	2,975	3,299	3,392	3,437	2,507
盈利增速											
总额		6.1%	6.5%	1.7%	0.9%	-10.0%	5.6%	6.6%	3.6%	3.7%	
地面		7.3%	6.8%	3.1%	2.4%	-7.2%	5.5%	6.0%	3.9%	5.0%	
次日到达空运		4.9%	6.2%	-0.6%	-2.7%	-16.8%	6.9%	6.8%	2.9%	0.5%	
大于二日运输		2.0%	5.1%	-1.9%	-1.0%	-14.0%	4.1%	10.9%	2.8%	1.3%	
盈利占比											
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
地面	65.6%	66.3%	66.5%	67.4%	68.4%	70.5%	70.4%	70.0%	70.2%	71.0%	71.5%
次日到达空运	22.6%	22.3%	22.3%	21.7%	21.0%	19.4%	19.6%	19.6%	19.5%	18.9%	18.8%
大于二日运输	11.8%	11.4%	11.2%	10.8%	10.6%	10.2%	10.0%	10.4%	10.3%	10.1%	9.7%
每日平均包裹量											
总额		13,218	13,797	13,857	13,576	13,050	13,286	13,411	13,896	14,405	
地面		11,044	11,537	11,606	11,443	10,895	11,140	11,230	11,588	12,060	
次日到达空运		1,228	1,267	1,277	1,186	1,198	1,205	1,206	1,277	1,271	
大于二日运输		946	993	974	947	957	941	975	1,031	1,074	
每日平均包裹量增长											
总额			4.4%	0.4%	-2.0%	-3.9%	1.8%	0.9%	3.6%	3.7%	
地面			4.5%	0.6%	-1.4%	-4.8%	2.2%	0.8%	3.2%	4.1%	
次日到达空运			3.2%	0.8%	-7.1%	1.0%	0.6%	0.1%	5.9%	-0.5%	
大于二日运输			5.0%	-1.9%	-2.8%	1.1%	-1.7%	3.6%	5.7%	4.2%	
每包裹收入（收益率）											
总额		8.52	8.73	8.87	9.14	8.53	8.85	9.31	9.38	9.39	
地面		20.46	21.14	20.94	21.95	18.00	19.14	20.33	19.93	20.12	
次日到达空运		13.56	13.63	13.69	13.93	11.81	12.50	13.32	13.06	12.70	
大于二日运输		6.76	6.94	7.14	7.42	7.20	7.43	7.78	7.89	7.96	
收益率增长											
总额			2.5%	1.6%	3.0%	-6.7%	3.8%	5.2%	0.8%	0.1%	
地面			3.3%	-0.9%	4.8%	-18.0%	6.3%	6.2%	-2.0%	1.0%	
次日到达空运			0.5%	0.4%	1.8%	-15.2%	5.8%	6.6%	-2.0%	-2.8%	
大于二日运输			2.7%	2.9%	3.9%	-3.0%	3.2%	4.7%	1.4%	0.9%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

国际业务：UPS 国际业务以出口业务为主，占比达国际业务的 73.7%。UPS 国际业务近年来一直维持高增长，主要归公于其国际网络的铺设和航空机队的建设。其现有国际（除美国本土）服务点 31,400 个，运营机队数（自有+租赁）达 625 架。国际业务数据细分请见下表。



图表 32：国际业务细分数据

百万美元	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY14Q1-Q3
收入											
总额	6,809	7,977	9,089	10,281	11,293	9,699	11,133	12,249	12,124	12,429	9,562
出口	4,991	5,856	6,554	7,488	8,294	7,176	8,234	9,056	9,033	9,166	7,046
进口	1,346	1,588	1,950	2,177	2,344	2,111	2,365	2,628	2,531	2,667	2,069
货物	472	533	585	616	655	412	534	565	560	596	447
盈利增速											
总额		17.2%	13.9%	13.1%	9.8%	-14.1%	14.8%	10.0%	-1.0%	2.5%	
出口		17.3%	11.9%	14.3%	10.8%	-13.5%	14.7%	10.0%	-0.3%	1.5%	
进口		18.0%	22.8%	11.6%	7.7%	-9.9%	12.0%	11.1%	-3.7%	5.4%	
货物		12.9%	9.8%	5.3%	6.3%	-37.1%	29.6%	5.8%	-0.9%	6.4%	
盈利占比											
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
出口	73.3%	73.4%	72.1%	72.8%	73.4%	74.0%	74.0%	73.9%	74.5%	73.7%	73.7%
进口	19.8%	19.9%	21.5%	21.2%	20.8%	21.8%	21.2%	21.5%	20.9%	21.5%	21.6%
货物	6.9%	6.7%	6.4%	6.0%	5.8%	4.2%	4.8%	4.6%	4.6%	4.8%	4.7%
每日平均包裹量											
快递总额		1,532	1,797	1,893	1,963	2,014	2,288	2,386	2,399	2,533	
出口		916	1,108	1,132	1,150	1,218	1,403	1,444	1,427	1,499	
进口		616	689	761	813	796	885	942	972	1,034	
每日平均包裹量增长											
快递总额			17.3%	5.3%	3.7%	2.6%	13.6%	4.3%	0.5%	5.6%	
出口			21.0%	2.2%	1.6%	5.9%	15.2%	2.9%	-1.2%	5.0%	
进口			11.9%	10.4%	6.8%	-2.1%	11.2%	6.4%	3.2%	6.4%	
每包裹收入（收益率）											
快递总额		19.13	18.70	20.26	21.50	18.23	18.31	19.28	19.13	18.54	
出口		37.43	37.60	39.05	40.48	35.63	36.77	37.85	36.88	35.18	
进口		6.83	6.96	7.63	8.09	6.85	6.66	7.17	7.04	7.06	
收益率增长											
快递总额			-2.2%	8.3%	6.1%	-15.2%	0.4%	5.3%	-0.8%	-3.1%	
出口			0.5%	3.9%	3.7%	-12.0%	3.2%	2.9%	-2.6%	-4.6%	
进口			1.9%	9.6%	6.0%	-15.3%	-2.8%	7.7%	-1.8%	0.3%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

发展历程

UPS 由 James E. Casey 在 1907 年创立于美国西雅图，在至今的百年发展史中，它从“信使服务”，转变成“零售包裹服务”，再转变成“公共承运人”，最终发展至今日以国际快递为主业的综合性物流公司。其发展简史请见下表，其中 UPS 的网络铺设，技术革新，航空货运发展以及大量收购等，均为其现在全球第一快递公司的地位打下基础。这些优势我们在之后会有详述。



图表 33: UPS 发展历程

UPS 发展简史		
年代	关键词	简介
1907~1912	创立；信使服务	UPS 1907 年由 James E. Casey 创建于美国西雅图，开始主要从事当时需求很大的信使与递送服务。
1913~1918	零售时代；商家包裹递送	由于电话技术的改进，信使服务需求下降。UPS 开始映入固定街区与固定递送车搭配的模式，主要为百货公司提供服务，转型成商家包裹递送。
1919~1930	普通承运人服务	开始提供普通承运人服务（包括每日自动取件电话、对货到付款的发货人接受支票、额外递送尝试、自动返还无法递送的包裹以及简化记录每周付款等），由西雅图扩展到西海岸主要城市。
1930~1952	扩展；公共承运人	二战期间燃料与橡胶短缺，以及私家车拥有量提升降低了商家包裹递送的需求，UPS 开始转型尝试公共承运人服务（为私人客户，商业客户均提供服务），但这使得 UPS 直接与美国邮政服务竞争，而且直接与州际商业委员会（ICC）的规章对立。在接下来 30 年中，UPS
1953~1974	空运服务	回复 1929 年首创，但之后暂停的航空货运服务，提供美国东西海岸主要城市的两天货运服务。
1975~1980	全美网络铺展基本完成	获得美国所有相邻州内的自由运输权，改变了之前一个包裹经几个承运人之手才送到其最终目的地的局面。
1981~1990	航空公司，国际发展	航空包裹需求增加叠加航空业管制放松，UPS 开始大力发展自己的货运机队，在全美提供隔夜空运业务。后其航空业务的发展帮助其在欧洲、中东、非洲和太平洋沿岸的确都建立了业务，实现国际化。
1991~1994	技术革新	大力加强技术革新（DIAD 速递资料收集器、UPSnet 全球数据网络等）以提高效率。
1994~1999	大量收购；拓展服务	UPS 开始战略性地收购公司，开始提供各项增值服务。
1999	纽交所上市	1999 年 11 月，UPS 在纽约证券交易所上市。
2000~至今	供应链解决方案	继续向供应链解决方案提供商转型，提供物流、全球货运、金融服务、邮件服务和咨询服务。
2012	收购 TNT，全球最大快递公司	UPS 于 2012 年 3 月以 51.6 亿欧元收购欧洲第二大快递企业 TNT，成为全球最大的快递公司。

资料来源：材料整理，中金公司研究部

主要优势

UPS 的主要优势和特点在于全线直营、网络覆盖广且密度大、高效的“最后一公里”、快递递送、增值服务和大量收购。

► 全线直营

高率和高质量的服务是 UPS 赖以发展的基础。虽然加盟制可以使得公司在短期内不大量增加资产的情况下迅速扩张，但会造成难以统一管理，质量难以保证等问题。因此，UPS 发展至今，全部采用直营模式，这为其高效管理、技术共享打下了基础。

► 网络覆盖广、密度大

UPS 约 75% 的业务在美国本土。他从二十世纪五十年代就开始致力于搭建覆盖全美的供应网络，于七十年完成“黄金连接”。之后 UPS 便致力于加大覆盖密度，现其在全球有服务点 157,000 个，其中美国有超过 125,600 个。

► 黄金连接

在 20 世纪 50 年代，UPS 在美国的很多地区受到经营限制。在某些情况下，发货人被迫将包裹经几个承运人之手才送到其最终目的地。对于跨越的每个州界都需要联系 UPS 系统地奋斗了三十年（二十世纪五十年代 - 七十年代），以求获得在所有 48 个州的服务。

UPS 开始从蒙大拿州到犹他州的州际服务，并将其在亚利桑那州、爱达荷州和内华达州的部分服务区域扩展至全州。UPS 五个州内的服务与太平洋沿岸以及东部所有州的现有服务连接起来。结果，UPS 成为第一个在美国 48 个相邻州内的每个地址提供服务的包裹递送公司。这个历史性的服务区域汇合在 UPS 内被称为“黄金链接”。



► 高服务密度

UPS 现在美国本土有超过 4,000 家直营门店 (UPS Store) 和超过 125,600 个服务点 (包括包裹投放处、专项服务中心等)。覆盖密度在全美快递公司中最高。

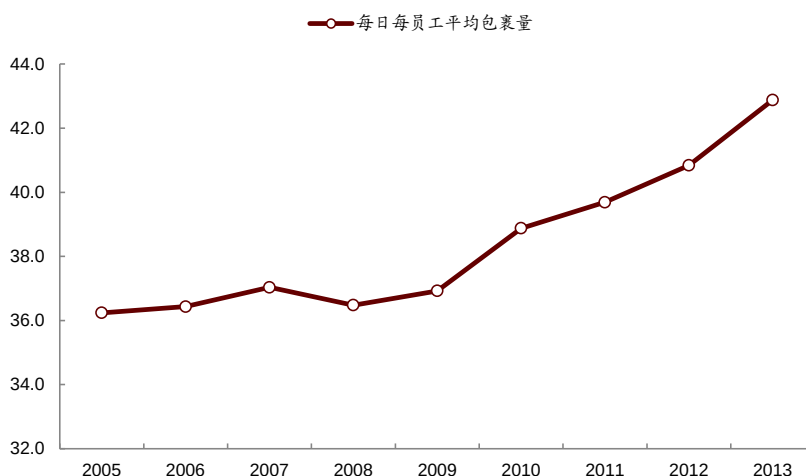
► 技术投入和精细管理带来高效的“最后一公里”

自动化的分拣及仓储系统是现代物流企业效率日益提高的基础，这两项功能一般发生在货物流转的中端，一经实现技术突破，在适当投入下，各个企业都可以比较容易地将效率提升到一个较高的水平，因此比较优势并不明显。UPS 的高效率不仅体现在分拣和仓储这样的中间环节，更体现在货物配送的最后环节，即“最后一公里”上。不断的技术投入和精细化、标准化管理帮助 UPS 在“最后一公里”保持了极高的效率，成为其重大的比较优势。UPS 每日每员工平均包裹量 (接受) 近年来不断提升，至 2013 年已达 42.9 个，每日每快递员取送包裹量超过 130 件 (FedEx 仅 80 件)。

技术投入：在过去十几年里，UPS 在新技术上的投资已经超过 110 亿美元，并且还在以每年 10 亿美元的速度继续增加，包括信息主干网的建设、PC 机和手提电脑、无线通讯和移动数据交换系统的建设等等。UPS 从 1991 年起便给每一位快递员配备“发货信息收集器” (Delivery Information Acquisition Device, 简称 DIAD)，通过无线数据传输系统，在读取信息的同时将数据传输到 UPS 的数据网络中。发展至今，UPS 已经做到在每一辆快递车上配备全球定位以及信息实时更新系统，即一旦有订单情况更新，每位快递员不仅能实时了解情况，系统更会自动为其更新最新、最优的行车和配送线路。

精细化、标准化管理：UPS 的管理一直以精细化和标准化著称，这也帮助他们实现“最后一公里”的高效率。UPS 的工业工程师们对每一位司机的行驶路线都进行了时间研究，并对每种送货、暂停和取货活动都设立了标准。这些工程师们记录了红灯、通行、按门铃、穿过院子、上楼梯、中间休息喝咖啡的时间，甚至上厕所的时间，将这些数据输入计算机中，从而给出每位司机每天中工作的详细时间标准。为了完成每天取送 130 件包裹的目标，司机们必须严格遵循工程师设定的程序。当他们接近发送站时，他松开安全带，按喇叭，关发动机，拉起紧急制动，为送货完毕的启动离开作好准备，这一系列动作严丝合缝。然后，司机从驾驶室来到地面上，右臂夹着文件夹，左手拿着包裹，右手拿着车钥匙。他们看一眼包裹上的地址把它记在脑子里，然后以每秒种 3 英尺的速度快步走到顾客的门前，先敲一下门以免浪费时间找门铃。送货完毕后，他们在回到卡车上的路途中完成登录工作。正是这样细致的管理方式，才造就了 UPS 的高效。

图表 34：每日每员工平均包裹量



资料来源：公司数据，资料整理，中金公司研究部



► 速度最快

美国物流行业现在对物流企业的最大要求就是时效性，即以最快速度完成物流配送。UPS 凭借自己的高效率，以及对自有机队的大力发展，一直在这方面保有竞争优势。2013 年，UPS 自有货机 237 架，租赁货机 388 架，总共运营货机 625 架，机队数甚至大于中国三大航空。而至 2014 年前 3 季度，其次日到达空运业务已占其美国本土业务量的 18.8%，且一直保持高增长势头。

图表 35: UPS 自有机队

机型	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Boeing 757-200	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Boeing 767-300	32	39	32	32	34	39	44	51	59
Airbus A300-600	47	53	53	53	53	53	53	53	52
Boeing MD-11	21	38	38	38	38	38	38	38	38
Boeing 747-400F		9	3	7	10	9	11	11	11
Boeing 747-400 BCF		2		2	2	2	2	2	2
Other	4		4	4					
Boeing 727-200	2		2						
Boeing 727-100	32		8						
Boeing 747-100	8		7	7					
McDonnell-Douglas DC-8-71	21		20	19					
McDonnell-Douglas DC-8-73	26		26	25					
总计	268	216	268	262	212	216	223	230	237
增速		-19.4%	24.1%	-2.2%	-19.1%	1.9%	3.2%	3.1%	3.0%

资料来源：公司数据，资料整理，中金公司研究部

► 增值服务：走向供应链管理

UPS 今年来不断为客户提供更多的增值服务，向供应链管理型的综合物流公司转型。截至 2014 年前三季度，其供应链管理业务线已占总收入的 11.0%，为行业领先水平。其中的一项特色服务是由 UPS 资本公司提供的物流金融服务。

UPS 资本公司提供的国际贸易融资服务使制造商或工厂的资金调度将更加灵活，接单力也将大幅增加，综合提升了业界的竞争能力。高科技产品制造业者在装箱交运的同时，就可以凭提单向 UPS 资本公司拿到贷款。而通过传统的国际贸易电汇或放账交易方式，从出货装箱到真正拿到贷款，至少需要 45 到 60 天，营运周转的资金压力极其沉重。UPS 资本的创新财务服务，对现代商业结算是一项革命性的作法。国际贸易结算仅在亚洲地区业务量就达千亿美元以上。UPS 通过物流的辅助与延伸服务，把握了这一商机，而形成另类全球性的金融机构。

举例说明这一金融服务的过程：假设洛杉矶的时装公司向马来西亚的面料供应商订购货物。UPS 收到马来西亚供应商交运的货物后，可以即时向其支付高达 80% 的货款。货物送交到洛杉矶的收货人手中后，由 UPS 收取货款，再将余额向马来西亚公司付清。这种方式对马来西亚的卖主来说回款速度比信用证支付要及时有效得多，而对洛杉矶的买主来说交货期的可靠性就有了保证。对 UPS 而言，其服务网络遍及全球，尤其是在美国进口快递市场，UPS 占有 70% 的市场份额，熟悉所有买主，因而对往来商业的信用查询能力，远胜一般银行。况且货品在 UPS 手中运送，UPS 掌握了货物的运输权与控制权，其低风险的融资优势是任何银行无法与之匹敌的。

► 依靠收购快速发展

由于不采用加盟制的方式扩张，美国的大型物流公司，包括 UPS 和 FedEx 均采用收购的方式加快业务扩张。UPS 大力收购始于 1994 年，当时其为了成为集合三股流动力量（物流、信息流和资金流）的服务性企业，开始战略性地收购公司。从有数据统计的 1997 年起，UPS 一共收购了 88 家大小公司，其中最高峰的 1999~2006 年间收购了 58 家，平均每年 7.25 家。



图表 36: UPS 近 10 年收购情况汇总

Announced Date	Closed Date	Target	Sellers	Size (\$mm)
Dec-18-2014	-	POLTRAF Sp. z o.o.	Ortie Capital Investment S.A	-
Oct-07-2014	Oct-07-2014	i-parcel, LLC		-
May-16-2014	May-16-2014	ItemBase GmbH		-
Mar-28-2014	May-05-2014	Kabbage Inc.		50.0
Feb-11-2014	Feb-11-2014	Polar Speed Distribution Limited		-
Sep-13-2013	-	eCommHub, Inc.		2.7
Sep-04-2013	Oct-31-2013	Union Pak de Costa Rica and SEISA Brokerage		-
Apr-30-2013	Apr-30-2013	Skytree, Inc.		18.0
Apr-25-2013	Jul-31-2013	Cemelog Kft		-
Mar-19-2013	Mar-19-2013	UPS-Vietnam Joint Stock Company	Vietnam Posts and Telecommunications Group	-
Aug-28-2012	Sep-18-2012	Kabbage Inc.		30.0
Aug-27-2012	Aug-27-2012	Shuttl Limited		2.0
Feb-15-2012	Feb-14-2012	Kiala SA		-
Dec-01-2011	Dec-31-2011	Pieffe Group		-
Aug-08-2011	Aug-17-2011	Kabbage Inc.		17.0
Dec-23-2010	-	Kabbage Inc.		8.81
Dec-13-2010	Dec-13-2010	SensorLogic, Inc.		5.0
Jul-16-2009	Jul-16-2009	Truviso LLC		3.0
Jun-26-2009	Aug-07-2009	Unsped Paket Servisi San.ve Ticaret A.S.		-
Apr-22-2009	Jun-01-2009	InterEuropa d.d., International Package Distribution Business (nka:UPS ADRIA (S) Ekspres, kurirske storitve, d.o.o)	InterEuropa d.d. (LJSE:IEKG)	-
Jul-29-2008	Jul-29-2008	Deposco, Inc.		-
Jun-18-2008	-	UPS-Korea Express Co. Ltd.	Korea Express Co., Ltd. (nka:CJ korea express Corporation (KOSE:A000120))	-
May-01-2008	May-01-2008	SensorLogic, Inc.		9.0
Apr-30-2008	Apr-30-2008	Arno H.I., Inc.		-
Apr-07-2008	Apr-21-2008	Washington Mutual Inc. (nka:WMI Holdings Corp. (OTCPK:WMH-H))		7,199.95
May-15-2007	Jun-19-2007	SensorLogic, Inc.		5.0
Mar-07-2007	-	Impinj, Inc.		30.29
Nov-28-2006	Nov-28-2006	Xytrans Corporation		-
Sep-26-2006	Sep-26-2006	Air2Web, Inc.		25.0
Jul-10-2006	Jul-10-2006	G2 Microsystems, Inc.		14.0
Dec-08-2005	Dec-16-2005	Impinj, Inc.		26.5
Jul-25-2005	Oct-03-2005	Lynx Express Limited	Bridgepoint Advisers Limited	96.88
May-16-2005	Aug-08-2005	Overnite Transportation Co. (nka:UPS Ground Freight, Inc.)		1,309.6
Mar-31-2005	Aug-15-2005	G2 Microsystems, Inc.		6.6
Feb-07-2005	May-31-2005	Messenger Service Stolica S.A.	Enterprise Investors Seller Funds: Polish Enterprise Fund IV	-

资料来源: 材料整理, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

