

快递行业报告

快递四巨头：产品、效率和规模构筑优势

——兴业大物流之一

2011年9月28日

重点公司

重点公司

评级

投资要点

- 快递行业差不多是物流中最有投资价值的子行业，直接面对客户的盈利模式和寡头垄断的竞争格局使其长期的 ROE 高于物流其他子行业，也高于交通运输的其他子板块。UPS、FDX、DHL 和 TNT 这快递四巨头依靠产品、效率和规模构筑了核心竞争优势。
- 细分客户，提供差异化产品：细分市场的主要方法是依照时间和重量，制定不同的价格策略，其中时间是决定价格的主要因素。从 FDX 和 UPS 对不同时效性产品的定价，我们可以看到，以时效性最强的隔夜快递价格为参照，隔日达到价格为 70%，隔 2 日为 50%，不限时的陆运件仅为 10%。重量维度方面，在全球重货领域占比较大的 TNT 推出经济型重货快递，其价格比一般重货快递便宜 30% 左右。
- 投资信息系统：信息系统的建设提升了公司的运营效率，为国际快递的开展奠定了基石。四巨头中，UPS 和 FDX 对此更加重视，其单人效率是 DHL 的 1.5 倍，单车效率是 DHL 的 2.5 倍。当下，UPS 每车每天能运送 156.05 件，FedEx 的空运和陆运派送量为 104.3 和 129.17 件，DHL 和 TNT 的单车派送效率分别为 66.25 和 33.14 件。
- 适度外包：不同的外包模式形成了各公司在购买服务成本项和工资薪金福利、原材料成本（主要是燃油成本）、折旧摊销三项的差异。其中，TNT 的外包成本最高，高达 52%-54%，而 UPS 只有部分航线和租赁飞机采取外包的方式，FedEx 则是陆上快件采取外包方式来完成，在成本中分占 13% 和 12% 左右。该不该外包不能一概而论，只要合适就好。
- 规模是生存之基础：快递行业的特征是有一定规模才能形成对客户的吸引力。1950s 开始，UPS 用 20 年时间布局了覆盖全美的陆运网络，1971 年，FDX 以 1 亿美元投资进入了航空隔夜快递这个新兴市场，1980s 的十年里，二者互相渗透，形成了美国快递的寡头垄断格局，此后，DHL 也未能成功进入。美国空运市场由 FDX、UPS 完全控制，FDX 略有优势，陆运市场由 FDX、UPS、美国邮政分享，份额在 22:62:16。
- 持续的投资对维持规模优势至关重要：在行业增长的低点以及外部环境较差的时机，逢低布局，扩大完善网络，等待货量的回升和新增货源的出现，是快递企业有效的投资布局方式和策略，相比之下，FDX 较为激进。
- 四巨头中，UPS 和 FDX 快递业务更纯粹，UPS 的股价在十年中略微跑赢大盘，02-04 年超额收益 50% 以上。FDX 在 2003-2007 年，超额收益 30%，此后跑平大盘。当前二者 PE 分别在 23 和 17 倍，高于大盘。TNT 和 DHL 历史上的重组较多，股价表现一般。

相关报告

《建发股份（600153）：提升增值服务扩充权益资本》
2011-09-08

《建发股份（600153）：向供应链管理转型》2011-03-08

《中储股份（600787）：电子交易平台提升资产运营价值》
2011-02-21

分析师 王爽
021-38565912
wangsh@xyzq.com.cn
SAC:S0190210030003

目 录

1、快递四巨头简介	- 4 -
2、细分客户，提供差异化产品	- 5 -
2.1 以时间细分市场	- 5 -
2.2 以重量细分市场	- 6 -
3、内外兼修，提升运营效率	- 7 -
3.1 大力投资信息系统	- 7 -
3.2 因地制宜，适度外包	- 9 -
4、做大规模，形成进入壁垒	- 10 -
4.1 规模是生存之基础	- 11 -
4.2 逢低布局，等待需求复苏	- 13 -
5、产品、效益和规模共谱投资价值	- 16 -
图 1、四大快递公司市场定位	- 6 -
图 2、单个员工日派送包裹量对比（件）	- 7 -
图 3、单个员工年创造收入对比	- 7 -
图 4、单辆车每日派送包裹数量对比（件/天/车）	- 8 -
图 5、快递四巨头国际相关业务收入	- 8 -
图 6、UPS/FDX/TNT 净固定资产占总资产比	- 10 -
图 7、UPS/FDX/TNT 折旧摊销比营业收入	- 10 -
图 8、快递行业行业发展趋势	- 11 -
图 9、FedEx 营收、美国 GDP 与空运周转量增长情况	- 12 -
图 10、UPS 折旧摊销与支出对比	- 13 -
图 11、UPS 支出折旧比与营收增长关系	- 13 -
图 12、UPS 经历两次快速发展期，固定资产增长先行于收入增长	- 14 -
图 13、FDX 折旧摊销与支出对比	- 14 -
图 14、FDX 支出折旧比与营收增长关系	- 14 -
图 15、FDX 大胆投资策略，造成周期趋势更为明显	- 15 -
图 16、TNT 集团折旧摊销与支出对比	- 15 -
图 17、TNT 集团固定资产增速与营收增长关系	- 15 -
图 18、TNT Express 部门折旧摊销与支出对比	- 16 -
图 19、TNT Express 部门固定资产增速与营收增长关系	- 16 -
图 20、快递公司和物流相关子行业 ROE 比较	- 16 -
图 21、快递公司和交通板块其他子行业 ROE 比较	- 17 -
图 22、UPS/SPXT 复权股价对比	- 17 -
图 23、UPS/SPX 估值对比	- 17 -
图 24、FDX/SPXT 复权股价对比	- 18 -
图 25、FDX/SPX 估值对比	- 18 -
图 26、DPW/DAX 复权股价对比	- 18 -
图 27、DPW/DAX 估值对比	- 18 -
图 28、PNL/AMRNR 复权股价对比	- 19 -
图 29、PNL/AMR 估值对比	- 19 -

表 1、四大国际快递公司快递相关业务概况.....	- 4 -
表 2、国际四大快递公司基本财务数据摘要.....	- 4 -
表 3、四大快递公司各项业务收入与营业利润情况.....	- 5 -
表 4、FDX/UPS 快件实际价格举例（2011-9-10）.....	- 5 -
表 5、不同产品的目标客户群.....	- 6 -
表 6、快递产品时效性分类.....	- 6 -
表 7、历年来四大巨头信息技术投资占收入比.....	- 7 -
表 8、2010 年四大国际快递公司单个员工效率比较.....	- 7 -
表 9、2010 年单车效率对比.....	- 8 -
表 10、快递四大巨头国际跨国业务收入增长.....	- 9 -
表 11、四巨头系统架构和外包策略.....	- 9 -
表 12、TNT Express/UPS/FDX 成本对比.....	- 9 -
表 13、UPS/FDX/TNT Express 固定资产各项占比.....	- 10 -
表 14、FedEx 简史.....	- 12 -
表 15、美国国内空运快件货量市场格局.....	- 13 -
表 16、美国国内陆上件市场格局.....	- 13 -

1、快递四巨头简介

快递也称之为速递，通常国际上将快递市场定义为 CEP（Courier, Express and Parcel）市场，是指快递公司通过铁路、公路、海运和空运等方式，对客户的货物进行投递。目前全球性快递公司主要有 UPS（联合包裹服务公司）、FedEx（联邦快递）、DHL 和 TNT 快递，这四家被称之为全球快递行业的四巨头。

表 1、四大国际快递公司快递相关业务概况

	UPS	FedEx	Deutsche Post DHL	TNT Express
公司总部	美国亚特兰大	美国孟菲斯	德国波恩	荷兰阿姆斯特丹
财年结束时间	2010-12-31	2011-5-31	2010-12-31	2010-12-31
2010 年总收入	495.45 亿美元	393.04 亿美元	514.81 亿欧元	70.53 亿欧元
2010 年快递相关业务收入	408.75 亿美元	330.66 亿美元	111.11 亿欧元	70.53 亿欧元
快递业务 EBIT 利润率	12.91%	7.72%	4.47%	4.79%
运力规模 车辆:	92734 辆运输车、 轻型货车、拖车、 摩托车等	快递部门约 43000 辆专用货车，陆上 件部门 29000 辆	约 32,000 辆	30000 辆公路运输 车辆
运力规模 飞机:	216 架自有飞机和 311 架租赁飞机	668 架飞机	约 250 架专用飞 机	50 架飞机
快件数量	每个工作日总计 1557.4 万件	每个工作日约有 878.5 万件	每个工作日约 200 万件	每个工作日约 94 万件
员工数量	400600	255573	88384（快递部门）	83000（快递部门）

资料来源：兴业证券研究所、公司年报

从公司集团层面上来讲，除了 TNT Express 规模略小，其余三家公司的收入都是在百万美元/欧元等级以上的，特别是在国际快递市场上，基本都是由这几家包办，占据了 80% 的市场份额，因此这是一个寡头垄断市场。

表 2、国际四大快递公司基本财务数据摘要

	UPS	FDX	DPW	TNTE
货币单位	mn USD	mn USD	mn EUR	mn EUR
周期结束日期	2010-12-31	2011-5-31	2010-12-31	2010-12-31
主营业务收入	49545	39304	51481	6945
营业利润	5874	2467	2199	180
营业利润率%	11.86%	6.28%	4.27%	2.59 %
净利润	3488	1452	2541	66
净利率%	7.04%	3.69%	4.94%	0.95%
总资产	33597	27385	37763	5531
净固定资产	17387	15543	6130	1089
总负债	25550	12165	27067	2529
负债率%	76.05%	44.42%	71.68%	45.72%

资料来源：兴业证券研究所、公司年报

各家公司除了快递业务之外，同时还从事一些其他物流相关的业务，如邮政、供应链管理、和货运代理等，综合历年的经营情况来看，各家公司的利润率也相对较为稳定。

表 3、四大快递公司各项业务收入与营业利润情况

公司	货币单位	业务	Revenue	EBIT	EBIT margin
DHL	mn EUR	mail	13821	1118	8.09
		express	11111	497	4.47
		global forwarding, freight	14341	383	2.67
		supply chain	13301	233	1.75
TNT Express	mn EUR	Express	7063	338	4.79
TNT(2009)	mn EUR	Express	5956	193	3.24
		Mail	4216	472	11.20
UPS	mn USD	U.S. Domestic Package	29742	3373	11.34
		International Package	11133	1904	17.10
		Supply Chain & Freight	8670	597	6.89
FedEx	mn USD	FedEx Express	24581	1228	5.00
		FedEx Ground	8485	1325	15.62
		FedEx Freight	4911	-175	-3.56

资料来源：兴业证券研究所、公司年报

2、细分客户，提供差异化产品

2.1 以时间细分市场

快递行业高于其他物流子行业的投资价值在于其模式是直接面对客户的，其能够依照不同客户的个性化需求细分市场，提供差异化产品，攫取更多价值。

考察四大快递公司，我们发现，其细分市场的主要方法是依照时间和重量，制定不同的价格策略，其中时间是决定价格的主要因素。从 FDX 和 UPS 对不同时效性产品的定价，我们可以看到，以时效性最强的隔夜快递价格为参照，隔日达到价格为 70%，隔 2 日为 50%，不限时的陆运件仅为 10%。

表 4、FDX/UPS 快件实际价格举例（2011-9-10）

FedEx 服务	USD		UPS 服务	USD	
FedEx First Overnight	150.77	100.0%	UPS Next Day Air Early A.M.	151.42	100.0%
FedEx Priority Overnight	115.12	76.4%	UPS Next Day Air	115.62	76.4%
FedEx Standard Overnight	106.84	70.9%	UPS Next Day Air Saver	107.3	70.9%
FedEx 2Day A.M.	81.25	53.9%	UPS 2nd Day Air A.M.	80.76	53.3%
FedEx 2Day	69.92	46.4%	UPS 2nd Day Air	70.22	46.4%
FedEx Express Saver	47.84	31.7%	UPS 3 Day Select	48.05	31.7%
FedEx Ground	17.69	11.7%	UPS Ground	15.92	10.5%

注：价格根据 10 磅包裹从洛杉矶寄到亚特兰大计算

数据来源：兴业证券研究所、公司网站

隔夜限时快递 Overnight 和延迟件 Deferred 一般采用空路联运，通常都是 B2B 商业用途，如紧急文件、信函、精密设备等，普通的包裹如果没有特别紧急的时间需求，不会采取这一类空运方式。Ground 陆上件是针对普通客户更广泛的需求，

收费水平低，需求大，网购或者居民之间的货物递送，常常采取这种方式。UPS 和 FedEx 在美国提供的陆运服务通常在 4 个工作日内能达到，仅比空运最慢的三日件慢一天。

表 5、不同产品的目标客户群

快件类别	名称	时效性	针对客户群
空运件	隔夜限时件	1 天（隔夜）	B2B 客户为主
	延迟件	2-3 天	多数为 B2B 客户，少量 B2C 客户
陆运件	普通陆运件	4 天以内	50-60% 的 B2B 客户，40% 的 B2C 和 C2C 客户

数据来源：兴业证券研究所、公司年报

2.2 以重量细分市场

除时间外，货物重量也是快递公司细分市场的标准之一。按照通行惯例，150 磅以上货物为重货，各公司都将该项业务单独计费。在全球重货领域占比较大的 TNT 又进一步推出经济型重货快递，其价格比一般快递便宜 30% 左右。

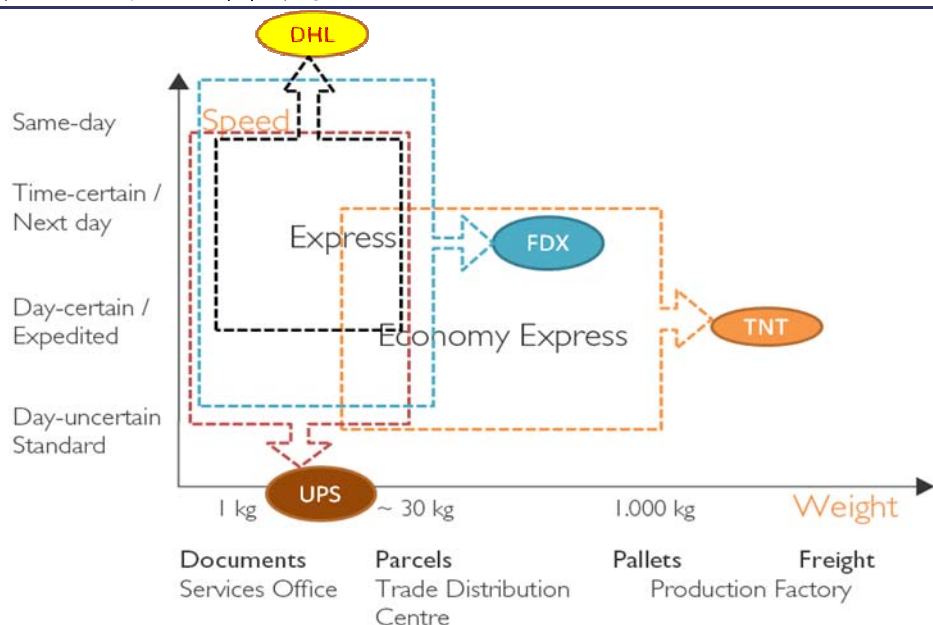
表 6、快递产品时效性分类

公司	产品（300 磅欧洲线）	价格	对比
TNT	GLOBAL EXPRESS	22755.7	132.6%
	ECONOMY EXPRESS	17166.1	100.0%
UPS	UPS Express Freight	22145.6	129.0%
FDX	国际优先快递重货服务	25057.3	146.0%
DHL	DHL 超值重货	23813.1	138.7%

资料来源：兴业证券研究所

在时间和重量两个维度上，我们看到四大快递公司市场定位略有区别，相比之下，FDX 侧重于时间效益较高的空运件，UPS 侧重于指定日陆运件，TNT 侧重于经济型的国际空运重货市场。

图 1、四大快递公司市场定位



资料来源：兴业证券研究所

3、内外兼修，提升运营效率

3.1 大力投资信息系统

以信息技术投入占收入比来衡量，UPS 和 FDX 对此较为重视，早在 86-91 年 UPS 就投资 15 亿美元建设信息系统，之后 5 年又投入 32 亿进行完善和升级。2000 年前后，UPS 对信息技术的投入大约占收入的 1.3%，FDX 甚至在 2.3% 左右。持续的投入，使两家美国公司的效率远高于其他两家。

表 7、历年来四大巨头信息技术投资占收入比

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
UPS	1.34%	1.40%	1.23%	1.44%	0.94%	0.98%	0.85%	0.81%	0.68%	0.54%	0.47%	0.57%
FedEx	2.57%	2.38%	2.42%	1.58%	1.21%	1.01%	1.13%	1.22%	1.22%	0.96%	0.84%	0.83%
DHL 集团									0.45%	0.27%	0.29%	0.19%
TNT 集团							0.47%	0.57%	0.51%	0.47%	0.37%	0.40%

资料来源：兴业证券研究所、公司年报、彭博数据库

在员工效率方面，UPS 和 FDX 的单人效率较高，分别达到 38 和 36 件/人（根据全部员工人数测算，实际值要更高），高出 DHL 50%，TNT 由于正在逐步将重心转向经济型快递（重量大，时效性较弱）发展，因此单个员工派件数量要少很多，仅为 11.58，但是单位票件的重要要比其余几家高出 5-15 倍。此外，DHL 和 TNT 采取半外包的策略，数据显示的公司单个全职员工所创造的收入比实际要高些。

表 8、2010 年四大国际快递公司单个员工效率比较

效率对比	UPS	FedEx	DHL	TNTExpress
员工数量	400600	255573	88384	83,000
员工对应板块收入（亿美元 or 亿欧元）	495.45	393.04	111.11	70.53
快件业务单个员工产生收入（万美元/人）	12.37	14.17	16.66	10.940
单个员工每日派送包裹	38.88	36.52	23.99	11.58

注：UPS 和 FedEx 根据全部员工测算，实际数据应比测算值高约 10%-15%。

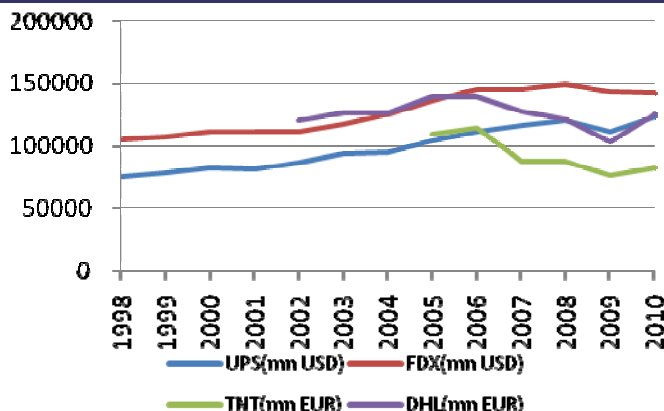
资料来源：兴业证券研究所

图 2、单个员工日派送包裹量对比（件）



数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库、公司年报

图 3、单个员工年创造收入对比



数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库、公司年报

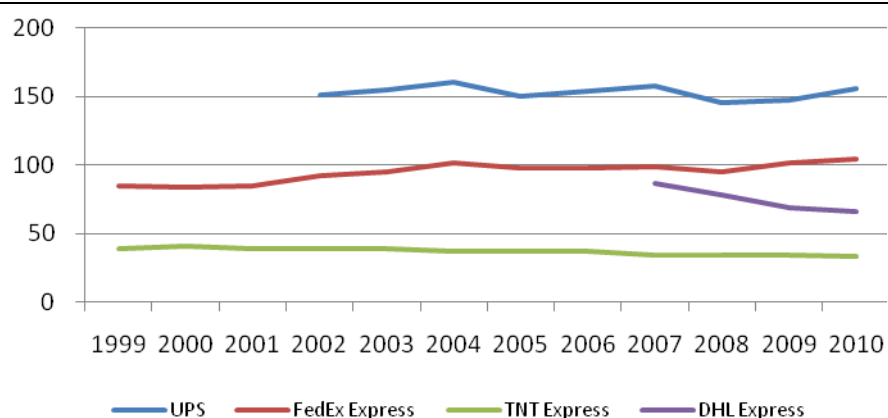
在单个车辆的运输效率上，UPS 效率最高，单车每天运送件数量达到 156 件，是 DHL 的 2.5 倍，相当于在 8-10 小时的工作时间中，每 2-2.4 分钟就要派送一个件。

表 9、2010 年单车效率对比

		FedEx Express	FedEx Ground	UPS Express 相关	DHL Express	TNT Express
收入	百万美元	24,581	8,485	40,875	14,730	9,085
包裹	千件	4,391	3,746	15,574	2,120	961
汽车	辆	42,100	29,000	99,800	32,000	29,000
收入/车辆	美元/车	583,872	292,586	409,569	460,308	313,277
包裹/车辆	件/天/车	104.30	129.17	156.05	66.25	33.14

资料来源：兴业证券研究所

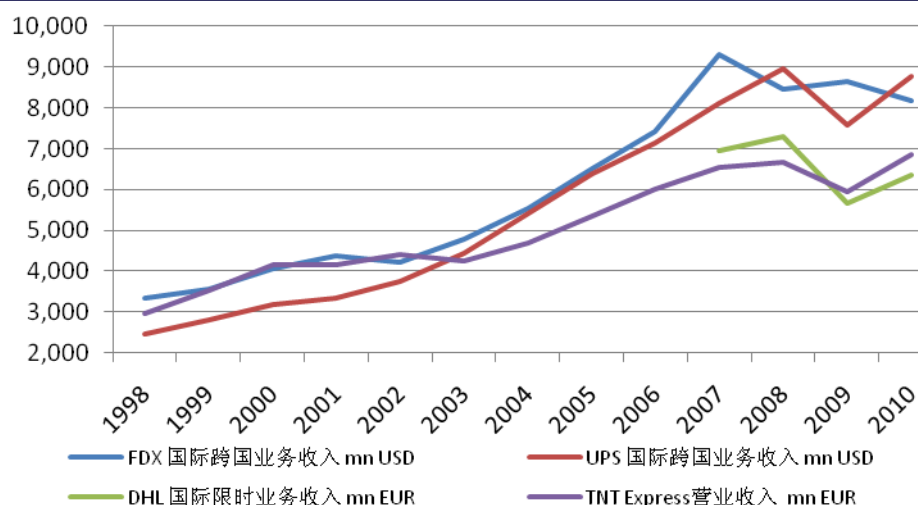
图 4、单辆车每日派送包裹数量对比（件/天/车）



资料来源：兴业证券研究所、公司报告

信息系统的投入，也延展了四巨头业务的触角，使其能将新区域的业务迅速融入原有系统。2002 年后，随着世界贸易的增加，其国际业务都进入了快速增长的时期，尤其是 UPS 和 FDX。

图 5、快递四巨头国际相关业务收入



注：TNT 为 Express 部门总收入，DHL 国际限时业务收入根据货量进行估算。

资料来源：兴业证券研究所、公司报告

表 10、快递四大巨头国际跨国业务收入增长

		单位	1998	2007	2009	2010	98-10 CAGR
FDX	国际跨国业务收入	mn USD	3,329	9,315	8,641	8,161	7.76%
UPS	国际跨国业务收入	mn USD	2,446	8,104	7,588	8,768	11.23%
DHL	国际限时业务收入	mn EUR		6,962	5,664	6,350	
TNT	Express 营业收入	mn EUR	2,953	6,551	5,956	6,853	7.27%

资料来源：兴业证券研究所整理，公司报告

3.2 因地制宜，适度外包

各公司在实际运营过程中，由于不同的经营环境和成长路径，都会采取不完全相同的外包策略，尤其是整个系统的规划上，存在较大的区别。

表 11、四巨头系统架构和外包策略

公司	系统架构	主要外包方式	外包费用占比
UPS	国际和国内、陆上件与空运件均在一个集成系统内	全部车辆均由 UPS 系统指派，外包产生在租赁航线和少量国际快递陆上运输端	11-14%
FedEx	空运和陆运分成两个系统独立操作	国内空运件路上端部分由美国邮政负责终端运输，陆上件运输与空运件单独分离，货车司机均采取外包合同形式，管理相对松散。	10-13%
TNT	国际快递和国内快递分成两个系统	部分空运外包，陆上运输端也采取大量外包形式	50%
DHL	国际快递和国内快递分成两个系统	同 TNT，大部分陆上端采取外包	45%-50%

数据来源：兴业证券研究所

不同的外包模式形成了各公司在购买服务成本项和工资薪金福利、原材料成本(主要是燃油成本)、折旧摊销三项的差异。

表 12、TNT Express/UPS/FDX 成本对比

	TNT Express			UPS			FedEx		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
原材料成本	4.50%	5.20%	5.00%	6.10%	9.00%	5.70%	8.60%	12.30%	11.00%
购买服务成本	54.60%	53.00%	51.70%	12.00%	14.20%	13.00%	10.90%	12.90%	13.00%
工资薪金及员工福利	32.10%	31.80%	32.80%	64.60%	56.50%	61.80%	44.50%	39.60%	39.60%
折旧、摊销与减记	3.50%	4.20%	4.00%	3.60%	3.90%	4.20%	5.40%	5.40%	5.70%
维修和保养	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%	2.60%	2.60%	6.30%	5.80%	5.50%
其他占压资金	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	2.20%	2.40%	0.00%	0.00%	0.00%
租金和着陆费	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.50%	6.80%	7.00%
其他营业开支	5.40%	5.90%	6.50%	9.40%	11.50%	10.40%	15.50%	14.80%	14.80%

数据来源：兴业证券研究所、公司年报，彭博数据库

在服务外包方面，TNT 的外包成本最高，高达 52%-54%，这说明业务中很多段的运输都是由其他运输承包商来完成，而 UPS 只有部分航线和租赁飞机采取外包的方式，FedEx 则是陆上快件采取外包方式来完成，这两者在 UPS 和 FedEx 成本中分占 13%和 12%左右。

薪酬方面，由于 UPS 较少采用外包，尤其是需要员工较多的陆上运输环节，因此，其员工数最多，薪酬占成本高达 60%。固定资产方面，UPS 和 FDX 较低的外包比例使其固定资产占比高达 50% 左右，相比 TNT 仅有 25%。由于 FDX 飞机数量多，而且自有，其折旧摊销占收入比例高达 6% 左右，高于其他两家的 4%，其原材料成本也相当于其他两家的 1.5-2 倍。

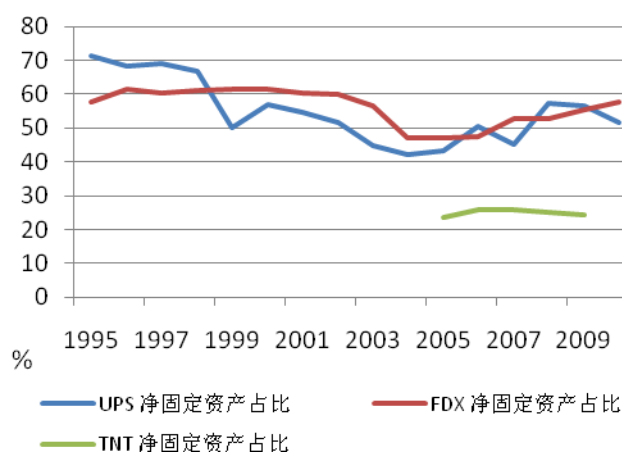
表 13、UPS/FDX/TNT Express 固定资产各项占比

	UPS	FDX	TNT
飞机占比	39.93%*	37.19%	23.78%
汽车占比	15.67%	10.13%	-
土地和建筑	20.00%	22.62%	41.60%
分拣和信息设备	23.30%	30.07%	22.50%
其他	1.10%	-	12.12%

注：UPS 飞机占比包括租赁飞机，其租赁飞机约在 50-60%。

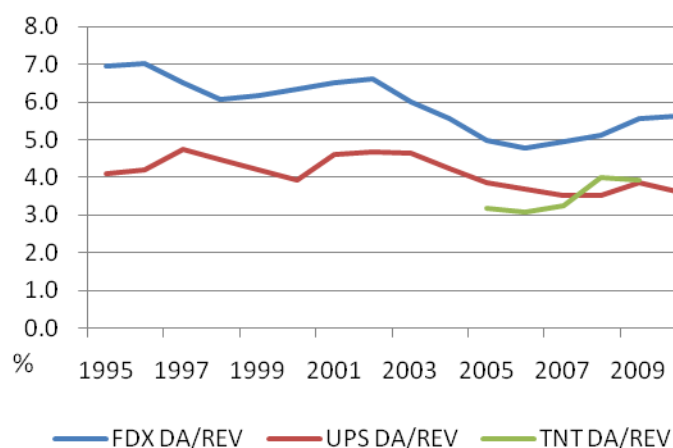
资料来源：兴业证券研究所、公司年报、彭博数据库

图 6、UPS/FDX/TNT 净固定资产占总资产比



数据来源：兴业证券研究所、公司年报

图 7、UPS/FDX/TNT 折旧摊销比营业收入



数据来源：兴业证券研究所、公司年报

较高的外包比例必然会损失掉一部分利润，并可能影响运营效率，但可以使公司在不需要拥有大量运力资产的情况下迅速扩张。该不该外包不能一概而论，只要合适就好。

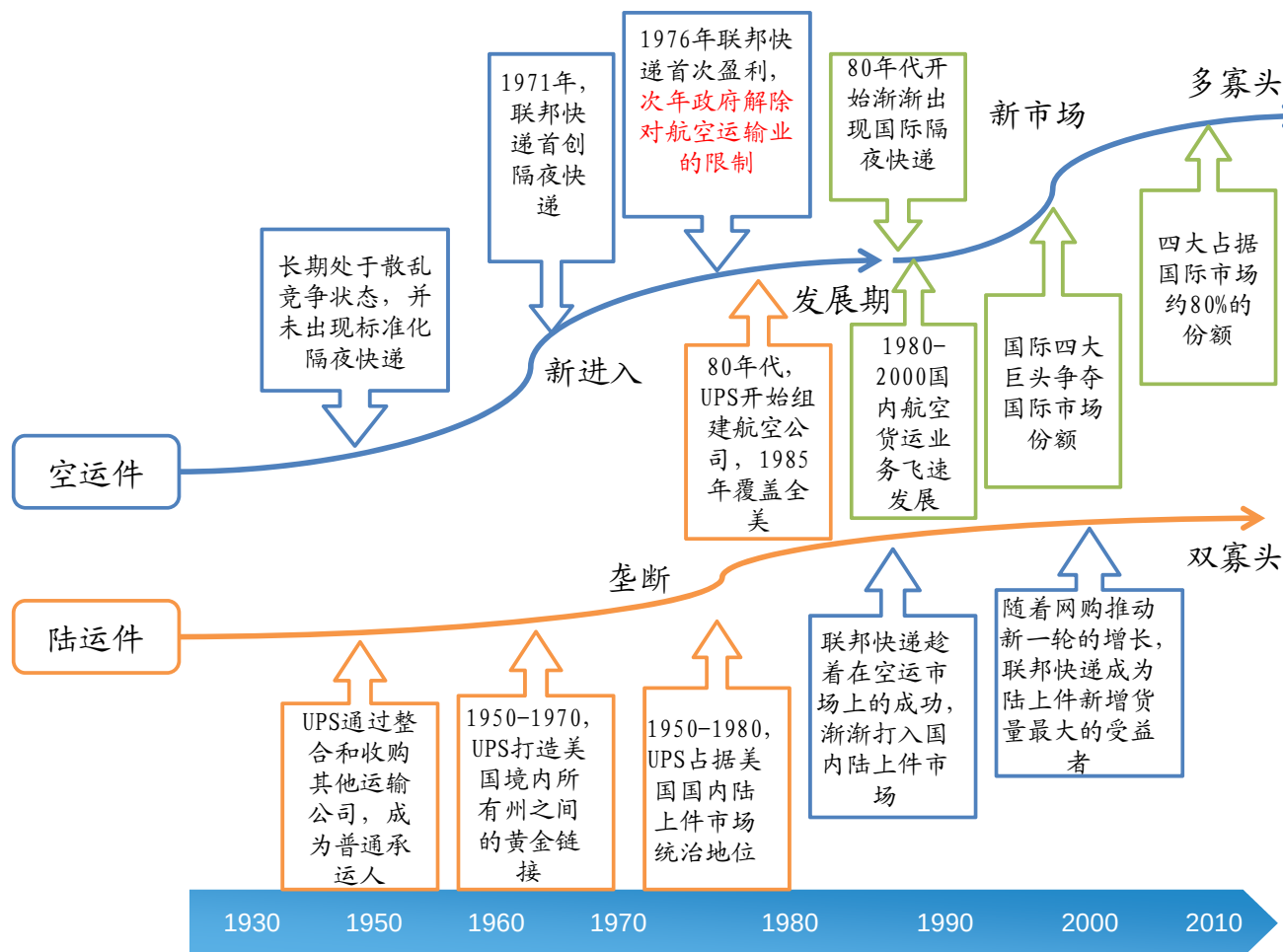
4、做大规模，形成进入壁垒

快递公司有一定的网络规模才能形成对客户的吸引力和信誉，进而有足够多的派送量，达到一定的产能利用率，实现盈利。有了利润，快递公司可以为客户提供更好的服务和一定的价格折让，扩张自己的网络和提升派送量，进而形成良性循环，构筑更高的进入壁垒。

4.1 规模是生存之基础

以快递行业发展较有典型代表意义的美国市场为例，其上世纪 70 年代以前的历史就是 UPS 通过并购整合，构筑覆盖全美的陆运网络，奠定自己陆运市场王者地位的扩张史。1971 年，联邦快递首创隔夜快递，在 UPS 尚未涉足的蓝海中以庞大的投资规模获得了成功。10 年后，陆运、空运的两大巨头分别向对方的优势市场渗透，在国内市场形成了双寡头的垄断局面，就连 DHL 的进入也以失败告终。

图 8、快递行业行业发展趋势



资料来源：兴业证券研究所

梳理 FedEx 的历史，我们发现 FedEx 作为快递市场的后进入者，在 UPS 已占据绝对优势的陆运市场切入是困难的，选择 UPS 当时尚未进入，而且处于散乱状态的空运市场切入是成功的原因之一。FedEx 的成功也来自于其近似疯狂地投资，创始人史密斯在开始就倾尽全部家产，并募集了 9600 万美元的风投资金，购置 33 架飞机，形成了一定的航线网络，才奠定了自己的立足之地。

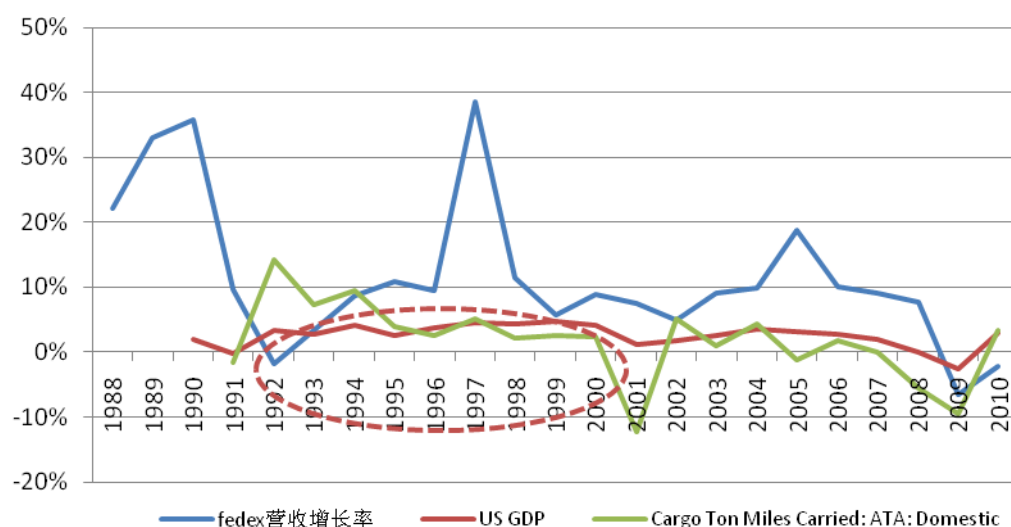
通过近 40 年的扩张，以周转量计算，FedEx 和 UPS 已是世界第一、第二大货运航空公司，以飞机架数计算，二者均是世界前十大航空公司，为后来者构筑了较高的进入壁垒。

表 14、FedEx 简史

年份	重要事件和变化
1971 年 6 月 28 日	联邦快递正式成立，购买飞机两架，联邦储备系统拒绝让其快递票据，首战失利
1972 年至 1973 年	投资 75000 美元，瞄准隔夜快递市场
1973 年 4 月	创始人史密斯为构建航线网络，将 850 万资产全部投入，并筹集了约 9600 万风投资金，购买了 33 架达索尔小型飞机
1973 年 4 月到 1975 年	公司亏损了 2930 万美元，随时处在破产边缘
1975 年	杀价揽货，恰逢联合包裹运输公司员工长期罢工，公司绝处逢生
1975-1977 年	政府取消了对航空运输业的限制（对费用、航线和新公司进入市场的限制），使得公司获得更多经营自主权，并开始购买大型飞机
1975 年 7 月	公司盈利的第一个月份，创利 5.5 万美元。全年收入达 7500 万美元，拥有 3.1 万个固定客户。
1976 年	公司获纯利 350 万美元
1977 年	收入过亿，获利 820 万美元
1978 年	挂牌上市，跃居世界航空货运公司之首。
国际市场端	
1988 年	向世界 90 个国家和地区提供隔夜快递服务
1989 年	收购其最大的竞争对手飞虎国际公司，获得 1) 飞虎在世界 21 国的航权和起降权；2) 40 多架飞机（其中 22 架 747 大型飞机）
1990 年	收入比 1988 年翻了几乎一倍，达到 70.1 亿美元，但同时也增加了大量的债务，负债率从 30.2% 提高到 41.7%。
1991 年	净利润下滑到 590 万美元，收购前 1988 年净利润为 1.87 亿元。
1994 年	终于重回盈利状态，净利润达到 2.04 亿美元，收入为 84.79 亿美元。

数据来源：兴业证券研究所、公司年报

图 9、FedEx 营收、美国 GDP 与空运周转量增长情况



资料来源：兴业证券研究所、彭博数据库、公司报告

随着 FedEx 开拓出空运市场，UPS 凭借其完善的网络系统和客户资源，以及陆运业务的积蓄，在 1980 年创立了自己的航空公司，进入空运市场。同样，FedEx 也以比 UPS 10% 的价格优势进入陆运市场，美国快递市场的双寡头格局形成。

表 15、美国国内空运快件货量市场格局

	2000	占比	2010	占比	CAGR
	(千件/天)	%	(千件/天)	%	%
Overnight 市场					
FDX ON	2,020	64.29	1,771	59.51	-1.307
UPS ON	1,122	35.71	1,205	40.49	0.716
Total Overnight	3,142		2,976		-0.541
Deferred 市场					
FDX Deferred	916	50.05	867	47.95	-0.548
UPS Deferred	914	49.95	941	52.05	0.292
Total Deferred	1830		1808		-0.121
AIR 市场					
FDX AIR	2,936	59.05	2,638	55.14	-1.065
UPS AIR	2,036	40.95	2,146	44.86	0.528
TOTAL AIR	4,972		4,784		-0.385

数据来源：兴业证券研究所、公司年报

表 16、美国国内陆上件市场格局

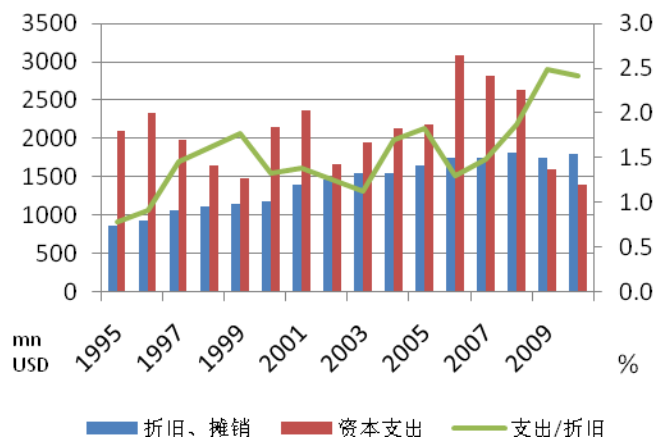
	2000	占比	2010	占比	占比变化	CAGR
	千件/天	%	千件/天	%	%	%
货量对比						
FedEx Ground	1,442	8.65	3,523	19.75	11.10	9.344
UPS Ground	10,434	62.59	11,140	62.45	-0.14	0.657
USPS Priority Mail	4,794	28.76	3,174	17.80	-10.96	-4.039
Total Ground	16,670		17,837			0.679
收入对比	百万美元	%	百万美元	%		
FedEx Ground	2,230	9.91	7,439	21.86	11.95	12.803
UPS Ground	15,428	68.58	20,932	61.51	-7.07	3.098
USPS Priority Mail	4,837	21.50	5,657	16.62	-4.88	1.578
Total Ground	22,495		34,028			4.226

数据来源：兴业证券研究所、公司年报

4.2 逢低布局，等待需求复苏

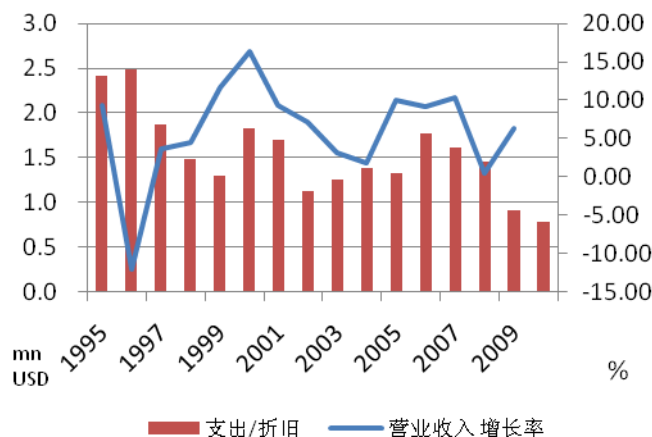
四家国际快递发展至今，均已形成较大规模，各有优势市场，但其仍不断扩大规模，提高进入门槛。

图 10、UPS 折旧摊销与支出对比



数据来源：兴业证券研究所、公司年报

图 11、UPS 支出折旧比与营收增长关系

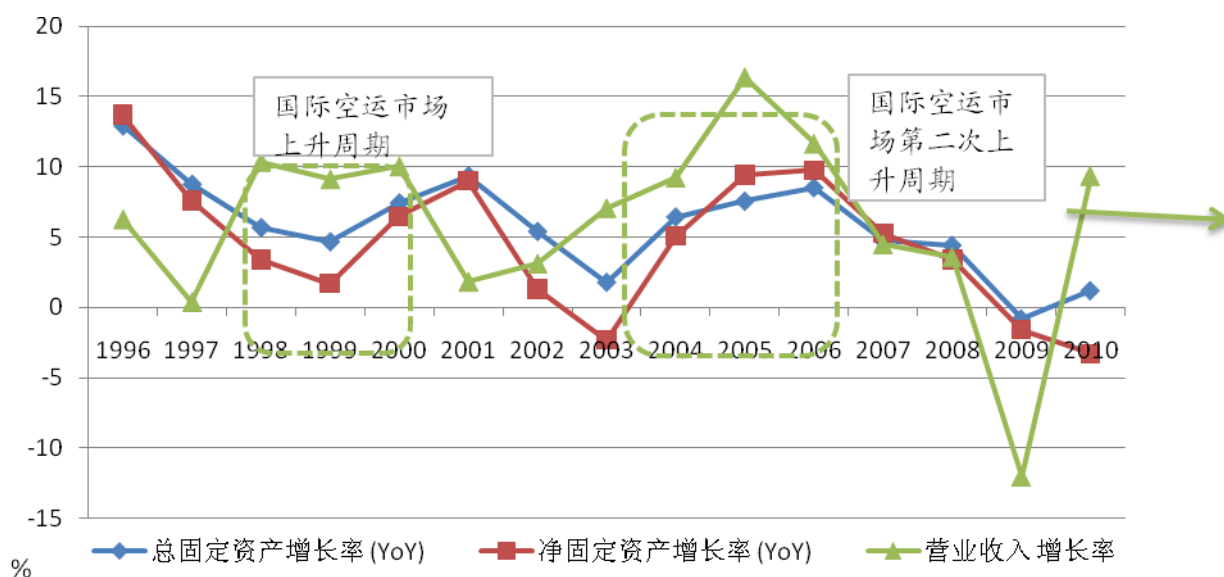


数据来源：兴业证券研究所、公司年报

UPS 是一家拥有 100 多年的历史，以国内陆上件起家的公司，策略相对偏保守和稳健，在资本投入上，也不如 FedEx 大胆，自从 1997 年以来，支出/折旧的比例都在 2.0 以下，并在近些年进一步的下滑到 1.0 左右。

从资产增长和收入增长的趋势来看，快递企业和其他运输类型企业一样，需要对固定资产进行一定量的先行投资，完成网络和运力等的布局，等待货量的增长，抢占新增的市场份额。UPS 在 1996、2001 年净固定资产都有比较快的增长，而收入的增长一般要滞后 1 到 2 年。

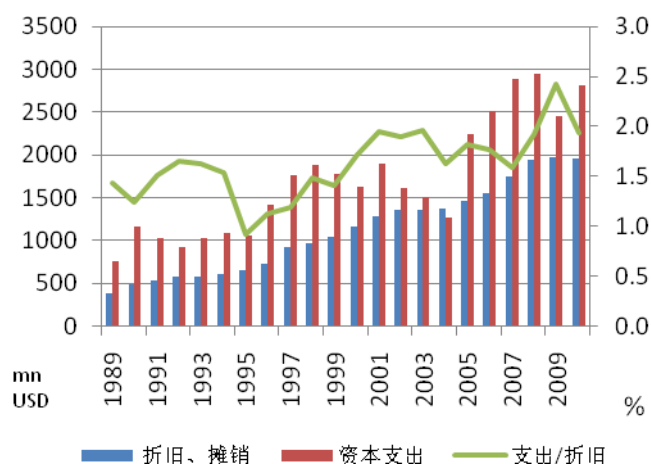
图 12、UPS 经历两次快速发展期，固定资产增长先行于收入增长



资料来源：兴业证券研究所、公司报告、彭博数据库

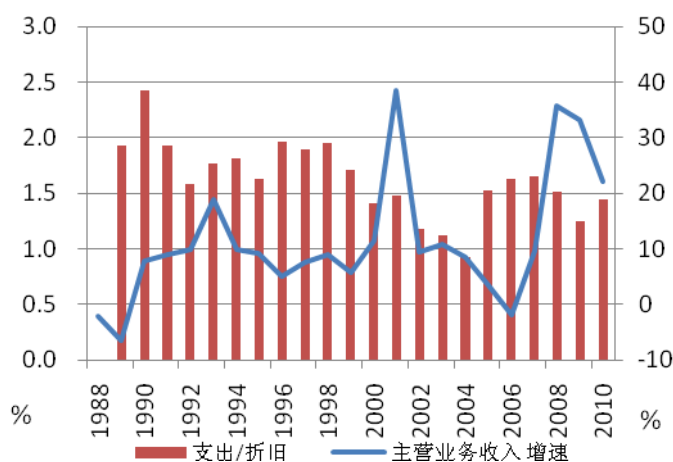
FedEx 扩张的策略明显要更为大胆和激进，历来的支出/折旧都相对保持平稳，并且在经历 1989-1998 年的快速扩张之后也保持了较高的支出比重，达到 1.5 左右。

图 13、FDX 折旧摊销与支出对比



数据来源：兴业证券研究所、公司年报

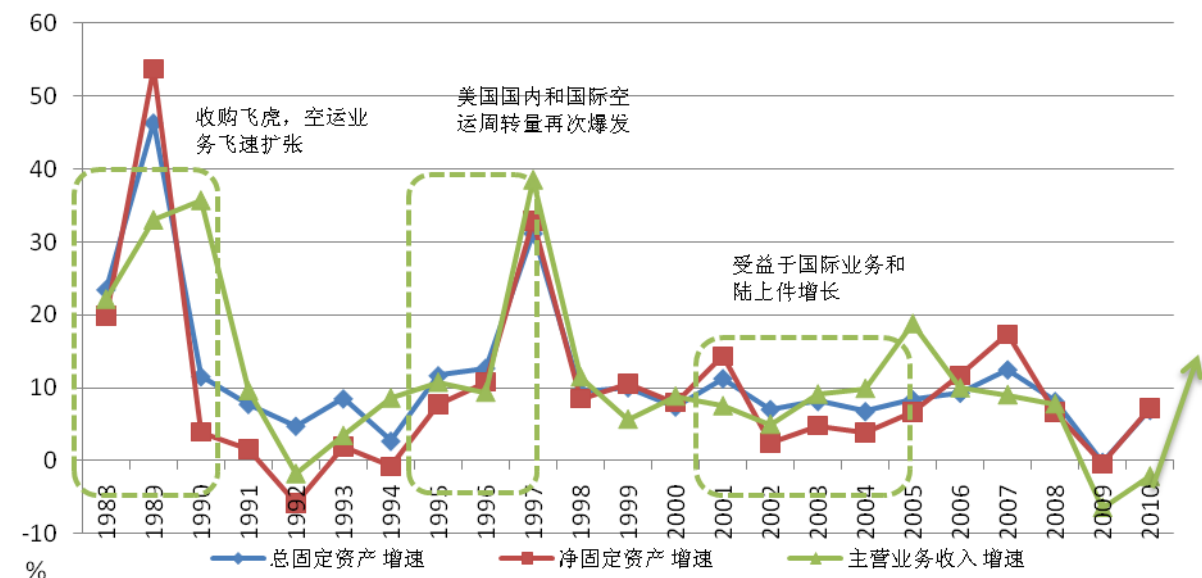
图 14、FDX 支出折旧比与营收增长关系



数据来源：兴业证券研究所、公司年报

FedEx 更愿意在行业增速较低的时期，进行新的规模扩张，几次收入增长得爆发期，都有之前一段时期固定资产投入的累积，1989 收购飞虎之后，1990 年增速达到 36%；1991-1993 年有一轮新的资产投资之后，在 1995-1997 年达到又一次收入的爆发增长；最后是 2001 年前后的新一轮投资，也对之后 2003-2005 年的收入增长长期做好了铺垫作用。

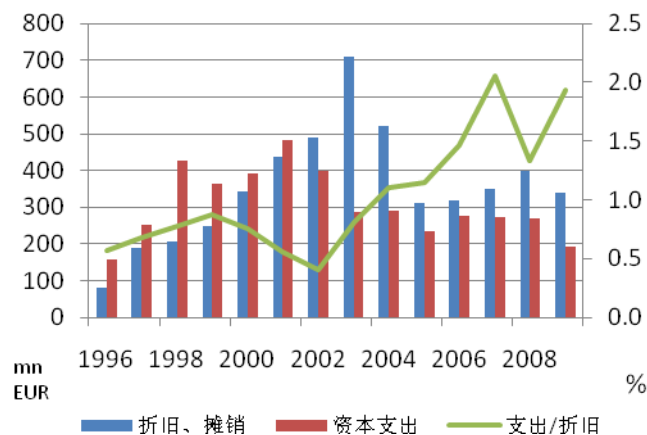
图 15、FDX 大胆投资策略，造成周期趋势更为明显



资料来源：兴业证券研究所、公司报告

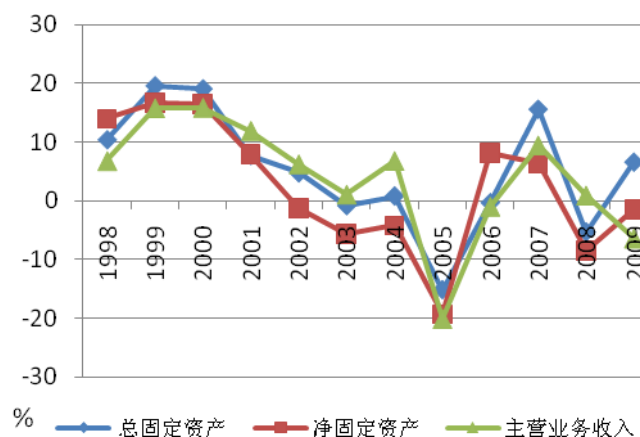
TNT 集团层面还包含了 Mail 部门，整体支出/折旧的比例较低，在 2000 年之后就保持在 1.0 以下的比例，但是如果单独看 Express 部门的支出，在最近几年中略微有加大投资的迹象，而在 2006 年和 2007 年支出/折旧比分别达到 1.87 和 1.51 之后，2006 年和 2007 年的收入分别有 6% 和 13% 的增长，并且在 2008 和 2009 年受到金融危机冲击之后，在 2010 年也迅速地回复，相比 2009 的收入，达到 17% 的增长。

图 16、TNT 集团折旧摊销与支出对比



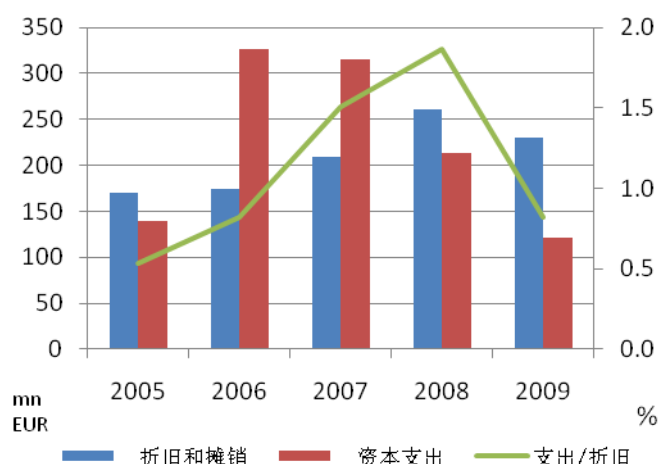
数据来源：兴业证券研究所、公司年报

图 17、TNT 集团固定资产增速与营收增长关系



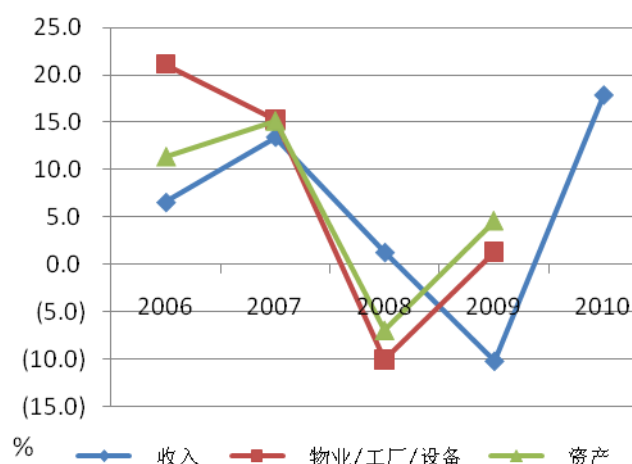
数据来源：兴业证券研究所、公司年报

图 18、TNT Express 部门折旧摊销与支出对比



数据来源：兴业证券研究所、公司年报

图 19、TNT Express 部门固定资产增速与营收增长关系



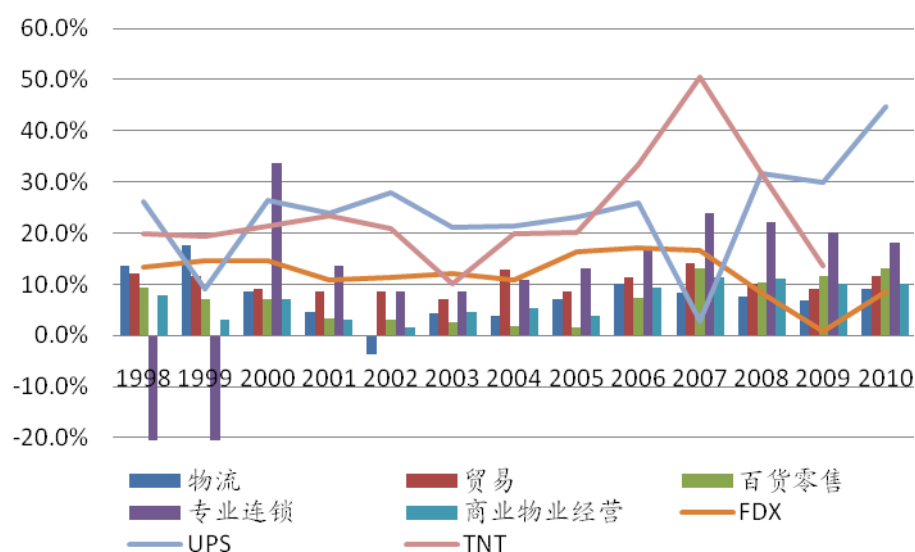
数据来源：兴业证券研究所、公司年报

综上，规模是对快递公司至关重要，初期和后续的大规模投资都重要。四巨头早期的投资我们找不到数据，观察近 20 多年各家的投资和收入增长，我们发现：在行业增长的低点以及外部经济环境较差的时机，逢低布局，扩大完善网络，等待货量的回升和新增货源的出现，是快递企业有效的投资布局方式和策略。

5、产品、效益和规模共谱投资价值

快递行业的投资价值来自产品、效益和规模的相辅相成。公司通过不同的产品定位满足不同的客户需求，扩大规模提升效益；较好的效率可以提升客户满意度，降低成本，给公司产品定价更多空间，有助于抢占更多市场份额；有足够多的需求，优化仓储和运输提升运行效率，才有更大价值，而规模达到寡头垄断，又可以使公司在产品定价上留给自己较好的利润空间。

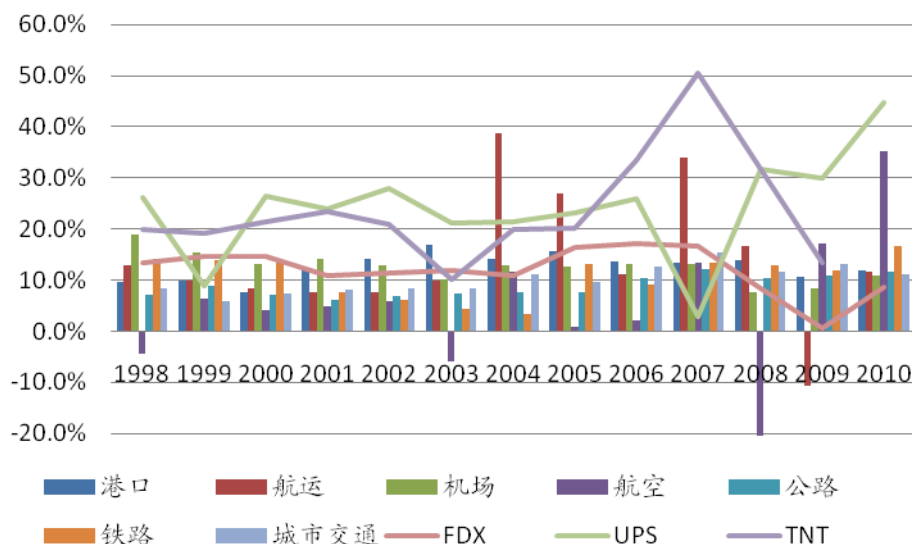
图 20、快递公司和物流相关子行业 ROE 比较



数据来源：兴业证券研究所、WIND

快递行业差不多是物流中最有投资价值的子行业，原因在于其直接面对客户的盈利模式和寡头垄断的竞争格局，快递行业长期的 ROE 高于其他物流子行业，也高于交通运输的其他子板块。

图 21、快递公司和交通板块其他子行业 ROE 比较

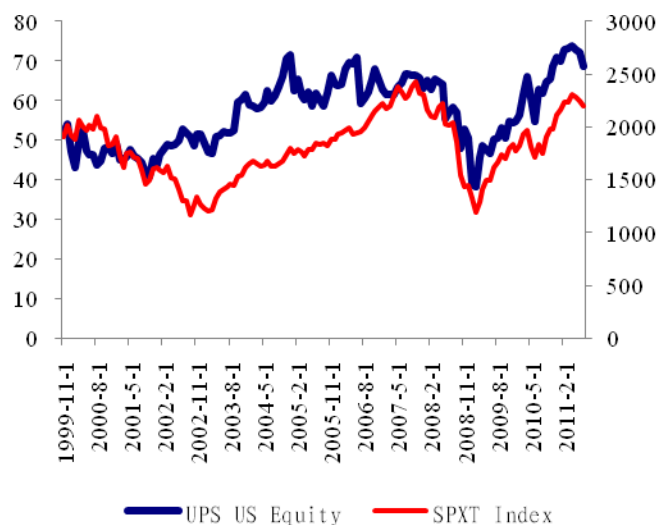


数据来源：兴业证券研究所、WIND

四巨头中，UPS 和 FDX 快递业务更纯粹，在 02-07 年快递业务高速增长的阶段，二者均有超越大盘的表现。

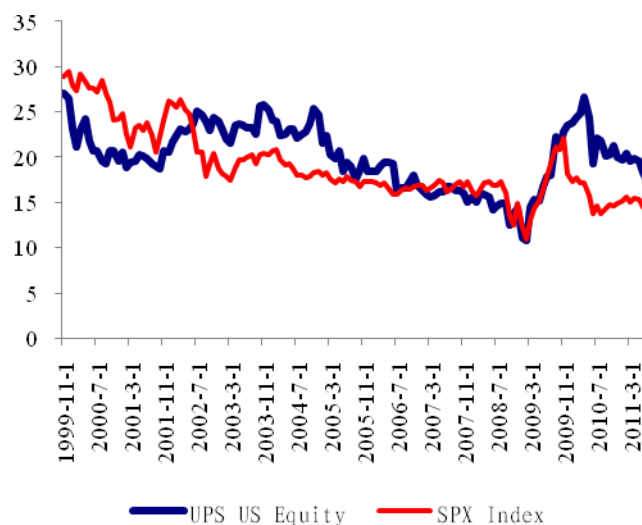
UPS 的股份在十年中略微跑赢大盘，02-04 年超额收益 50% 以上，除了快递业务的高增长，与公司较高的分红率和股权回购等行为也有一定关系。而 FDX 在 2003-2007 年，取得过 30% 的超额收益，此后又跑平大盘。

图 20、UPS/SPXT 复权股价对比



数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

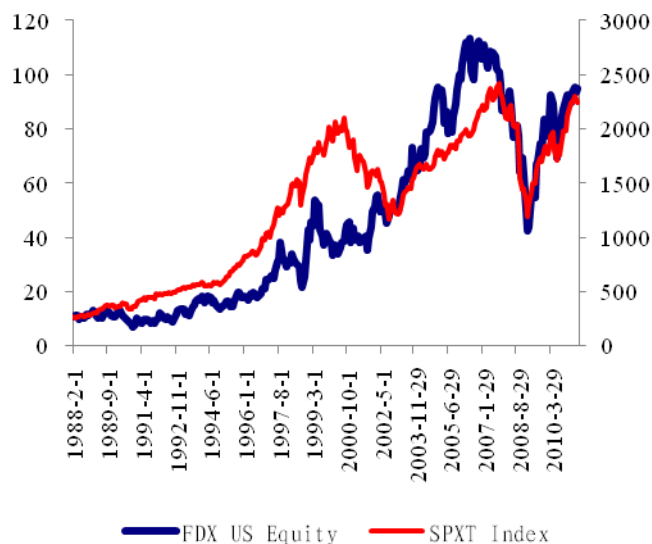
图 21、UPS/SPX 估值对比



数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

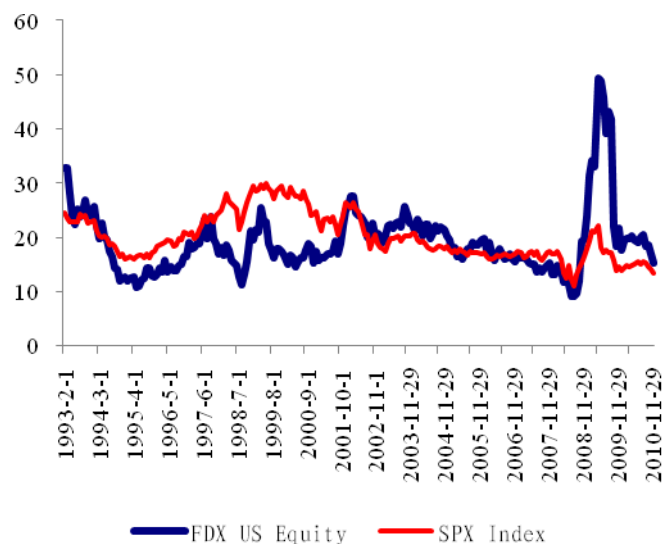
而估值方面，2002 年之前 FedEx 和 UPS 的历史估值都在标普 500 指数之下，超越大盘的时期均是在 2002-2006 年这一段国际快递业务成长较快速的期间，而之后受到经济危机影响，估值变化较大，不过市场仍然对两家公司的恢复能力持有信心，整体估值水平在目前还是高于大盘，UPS 和 FDX 分别为 23 倍和 17 倍。

图 22、FDX/SPXT 复权股价对比



数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

图 23、FDX/SPX 估值对比

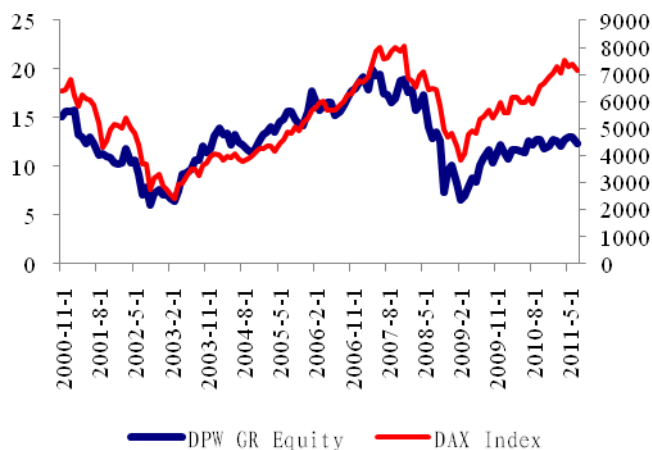


数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

DPW 和 PNL 的股价收益均在大盘之下，并没有体现出某一段较好的超额收益，这与这两家公司较为温和的扩张策略也相符合。

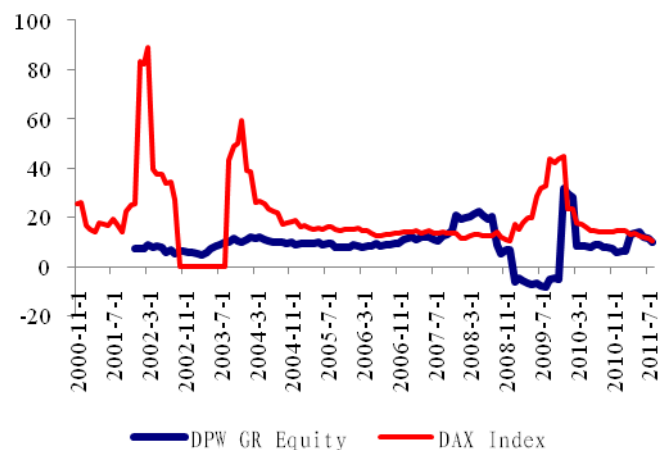
DHL 和 TNT 的估值水平一直处于大盘之下，主要原因是这两家均是以集团形式上市，资产较为庞大，而且传统邮政业务的估值相对较低，整体受到拖累，而且由于集团业绩也没有大幅增长的动力，估值水平一直在大盘之下，目前 DPW 的估值为 9 倍，TNT 在拆分之前也在 9 倍左右，拆分之后的邮政部门估值在 4 倍左右。

图 24、DPW/DAX 复权股价对比



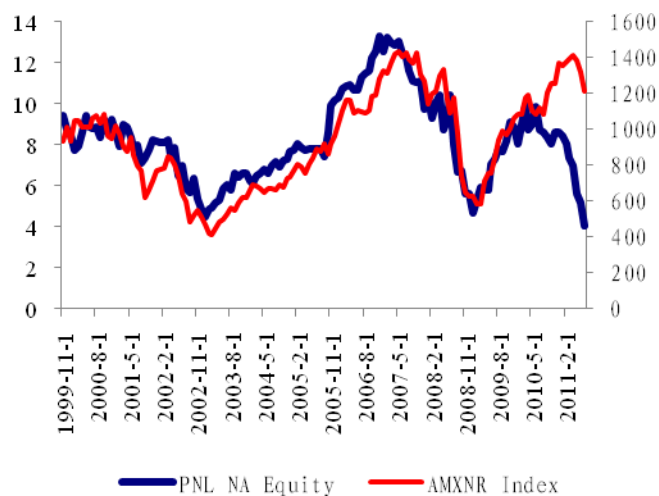
数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

图 25、DPW/DAX 估值对比



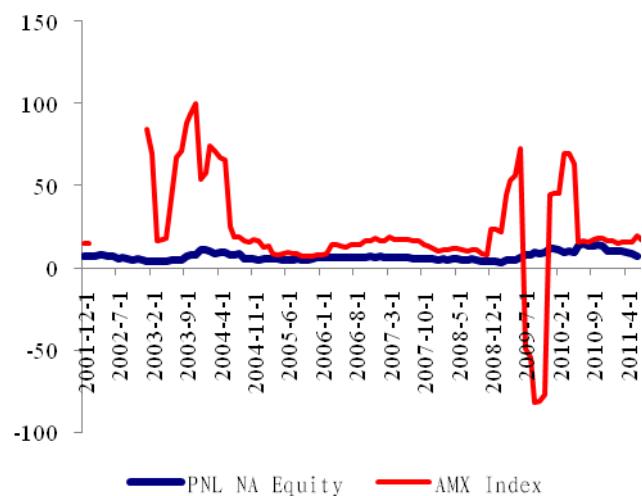
数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

图 26、PNL/AMRNR 复权股价对比



数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

图 27、PNL/AMR 估值对比



数据来源：兴业证券研究所、彭博数据库

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。