

案例正文：

巧借东风：顺丰速运上市之路¹

摘要：1993 年，顺丰速运有限公司在广东顺德成立。经过 20 多年的发展，顺丰从蜗居一隅的民营快递公司，一跃成为我国规模最大的民营快递企业，一路的发展可谓顺风顺水，然而辉煌的业绩背后顺丰也面临着诸如业内竞争加剧、利润率下降、资金供给不足的等问题。2015 年开始，随着圆通、申通等竞争对手企业的相继上市，一直秉承“不上市”原则的顺丰于 2017 年 2 月作价 433 亿借壳鼎泰新材 A 股上市。该案例首先以顺丰辉煌成绩为开端，梳理顺丰创立发展过程及概述其业务概况，紧接着对顺丰借壳上市的动因与详细过程进行介绍，并探讨顺丰快递上市后仍需解决的问题以及未来发展的方向和策略。本案例旨在资本运作课程中，引导学员学习掌握借壳上市过程中反向购买相关知识。

关键字：顺丰；资本运作；借壳上市；反向购买

0 引言

2017 年 2 月 24 日，深圳交易所内人山人海，顺丰控股有限公司即将在此举行“重组更名暨上市敲钟”仪式。在鼎沸的人声中，鲜少在公众场合露面的王卫身着印有顺丰 LOGO 的黑色外套、牛仔裤和运动鞋携手顺丰飞行员代表、客服代表以及收派员代表出现在一片闪光灯下。带基层员工敲钟的背后不仅蕴含了王卫对未来战略的布局谋算，更是顺丰一直以来的企业文化与情怀的体现。砰、砰、砰……伴随着一阵清脆的声音，以王卫为代表的“敲钟天团”敲响了代表企业进入资本市场的上市之钟。至此，顺丰将携强势登陆 A 股之威，加速行驶在成为世界速运行业独角兽级公司的快车道上。

近年来继申通快递和圆通速递等企业陆续在 A 股成功借壳上市之后，顺丰也成功借壳鼎泰新材，至此，“中国快递第一股”的争夺战正式打响。诚然，借壳上市周期短、手续简，为众多民营企业登陆资本市场提供了极大便利。2016 年至今共有 17 家企业公布了相关借壳上市的公告。然而资本是企业的伊甸园，

1. 本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、陆永新、李烁、姚一平，北京交通大学经济管理学院陈翼撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

也可能瞬间演变成为失乐园。它可以让企业家瞬间赚的盆满钵满，也可以让一个巨擘企业瞬间香消玉殒。因此，对于踏上资本新征程的顺丰而言，这是一个荆棘与鲜花共生的道路。

从直言不上市到“变卦”上市，一向声称不缺钱的顺丰创始人王卫为何突然出手将顺丰推向国内的资本市场？顺丰急于上市的背后有着怎样的难言之隐？借壳上市之路是康庄大道还是荆棘遍野？一切的一切，需从头说起.....

1 顺丰——成功并非来自偶然

2017年2月24日，顺丰在深圳证券交易所借壳上市，截止到2017年3月2日，顺丰市值高达3074亿元，这直接让王卫的身价涨到了1985亿元，甚至超过了曾经的亚洲首富李嘉诚和大名鼎鼎的腾讯CEO马化腾。作为顺丰的掌舵人，王卫和他所带领的企业一样，充满了传奇色彩。

1.1 成功鲜为人知的低调——王卫简介

二十多年前，他还一文不名，今天，他却管理着一家拥有二十余万名员工的庞大快递王国，这个创业大军中的杰出代表，就是顺丰快递总裁王卫。



图1 顺丰总裁王卫

1971年，王卫出生在上海一个书香家庭。他的父亲是一名外语翻译，他的母亲是一所大学的老师。七岁的时候，王卫随家人搬到香港居住。高中毕业后，王卫没有继续升学，转而在香港叔叔的手下做小工。那个时期，受国家领导人南巡的影响，香港大约8万多家制造工厂北移到了大陆，其中5万多家在广东的珠三角地区。当时的广东用“几乎每天都有企业开张，天天都是鞭炮不断”形容并不为过，大量工厂北移催生了“前店后厂”模式，香港与珠三角信件往来频繁。当时只有二十多岁的王卫嗅到了商机，快递行业或能成为当时的主流，于是顺丰速运应运而生。那前，当王卫背着装满合同、信函、样品和报关资料的大包往返于广东到香港的陆路通道的时候，他肯定想不到，未来顺丰会成为不折不扣的行业冠军。

作为顺丰的掌舵人，王卫创业前八年没有接受过任何媒体采访。公众对于王卫多少都有些猎奇心理，因为王卫实在足够神秘：马云最敬佩的人、曾拒绝马云和马化腾的人、香港狗仔队卧底数月只为一睹真容的人、VC（风险投资人）豪掷 50 万只为见一面的人……但也正是鲜为人知的低调、善于发现商机的头脑、破釜沉舟的胆识和锲而不舍的坚持与斗志成就了王卫，也成就了今天的顺丰！

1.2 蓄势待发的潜伏者——顺丰简介



图 2 顺丰公司官网主页的截图

1993 年，是快递行业的第一个里程碑。顺丰这一在后来的岁月里影响深远的快递公司就是在这一年成立的。当年，22 岁的王卫在广东顺德创立顺丰速运，公司成立之初，王卫和伙伴们一样，肩背大旅行包，手里拖着行李箱，一趟趟来往于深港两地。由于起步早，又采取了低价策略，在与同行的竞争中抢占了先机，公司迅速壮大，王卫也因此赚到了人生中的第一桶金

1999 年一通投诉电话改变了顺丰历史，直营模式一直被采用到今天；2003 年，非典疫情肆虐，顺丰利用航空运输奠定了自己的江湖地位；2009 年，坚持做小型快递的顺丰拥有了自己的飞机……2016 年，顺丰已拥有近 34 万名员工，1.6 万台运输车辆、19 架自有全货机遍布中国内地，以及 12260 多个营业网点。

目前，顺丰的经营规模、网点覆盖和市场份额仅次于中国邮政集团公司 (EMS)，在中国快递企业中排名第二，在中国民营快递企业中则排名第一。

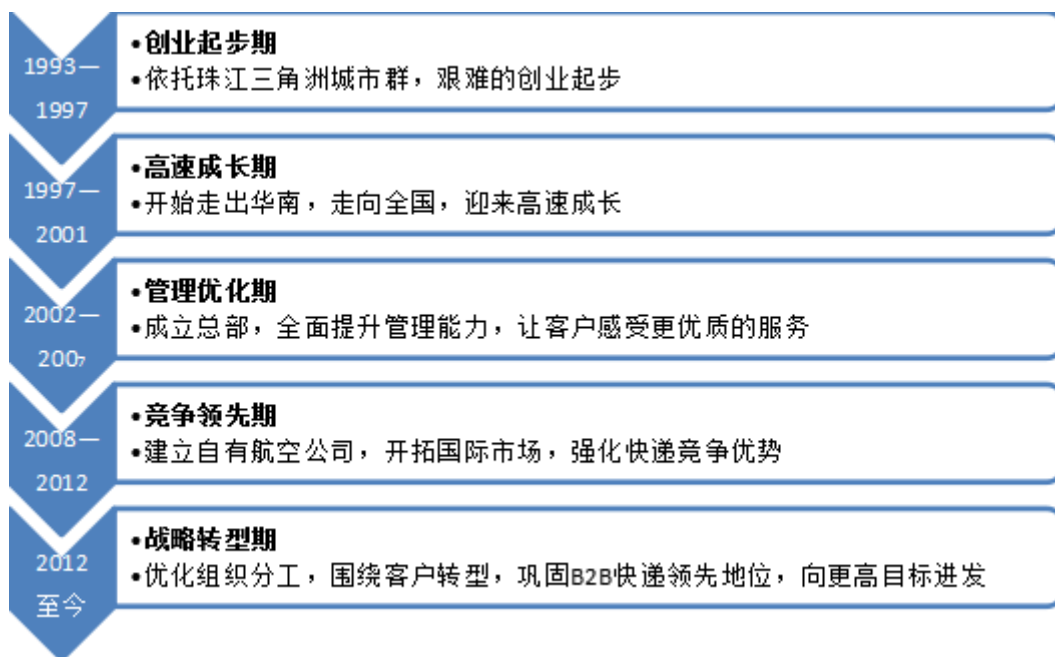


图3 顺丰公司发展图

自成立以来，顺丰始终专注于服务质量的提升，持续加强基础建设，积极研发和引进具有高科技含量的信息技术与设备以提升作业自动化水平，在国内外建立了庞大的信息采集，市场开发，物流配送，快件收派等速运业务机构及服务网络。在持续强化速运业务的基础上，顺丰坚持以客户需求为核心，积极拓展多元化业务，针对电商、食品、医药、汽配、电子等不同类型客户开发出一站式供应链解决方案，并提供支付，融资、理财、保价等综合性的金融服务。与此同时，依托强大的物流优势，成立顺丰优选，为客户提供品质生活服务，打造顺丰优质生活体验。

顺丰的愿景是成为一家“综合服务公司”，在这个愿景的引导下，顺丰正基于物流，打造以嘿客为核心的 O2O 商业生态圈。目前，涉及快递、冷链、电商直供（顺丰优选）、跨境物流（顺丰海淘）、嘿客和第三方支付（顺丰付）等模块的线上线下 O2O 闭环布局已经初步形成。2014 年 5 月 18 日当天全国 518 家嘿客门店启动营业，标志着顺丰正式启动 O2O 整体战略。目前顺丰旗下已经拥有顺丰速运、嘿客、顺丰优选、顺丰冷运、顺丰海淘和顺丰金融等模块。多年来，顺丰持续创新，不断铸造高品质服务体验，为客户成功提供坚实有力的支持。

1.3 开疆拓土——顺丰业务简介

近年来，顺丰不断探索消费者的需求，努力对客户需求做出快速反应。在公司快速发展阶段，采取了提高价格的方式来避免快速发展所带来的弊端，以优质服务不断满足中高端消费者的需求，不断塑造良好的品牌形象，以发展民族速运业为己任，努力成为国内速运行业的领导者。



图 4 顺丰业务系统图

目前，顺丰的业务主要有 4 大系列，顺丰业务系统图如图 4 所示。

（1）顺丰速递

作为顺丰过去 22 年来的最核心资产，也承载了顺丰前 15 年的全部历程。2015 年 3 月顺丰的组织架构大调整虽然将顺丰速递中的 B2C（电商快递）和零担业务（供应链）业务剥离出来成为单独的业务单元，B2B（商务快递）作为顺丰的最优质资产，一直以来就是顺丰最重要的利润来源，为反哺顺丰其他业务模块的成长做出了巨大的贡献。就目前而言，顺丰速运作为顺丰 O2O 战略的物流基础，其地位是无可撼动的。这也是顺丰区别于一般企业 O2O 战略的最大不同点。

（2）顺丰优选

顺丰优选是 2012 年 5 月 31 日低调上线的生鲜冷链类垂直电商平台，这也是顺丰近几年来相对成功的一次跨界经营，目前顺丰优选已经成为覆盖全国的中高端生鲜电商平台，提供特色时令农产品，如荔枝、樱桃和大闸蟹等产地直供业务。根据客户在网上所下订单，顺丰进入生产基地直接采摘、包装、储运、配送。

（3）嘿客

2014 年顺丰在全国 20 省市推出首批 518 家嘿客门店，欲以社区 O2O 模式抢占电商企业的市场份额。预计到 2017 年底，顺丰嘿客将会遍布全国所有的四线以上城市，门店总数将会达到 300000 家。除了快递收寄服务外，嘿客店里陈列的商品涵盖了一般家庭所能用到的大部分商品品类，诸如生鲜蔬菜、休闲食品、家居用品、家电、数码 3C 类产品等。嘿客看似一家社区便利店，但对于顺丰而言，其业务重也更偏向于资源整合。在移动互联网和 O2O 快速发展背景下建立的嘿客，将成为顺丰 O2O 商业模式布局中的中枢。

（4）顺丰海淘

2015年1月9日上线的跨境电商平台——顺丰海淘，是顺丰从物流和线下实体店逆向发展为布局 O2O 的又一次跨界尝试。顺丰将采购的商品存放在海外仓库，压缩中间环节，顺丰海淘只需 3 个工作日左右即可完成从发货到派送的整个物流环节。至于海外货源这一块，顺丰也在和一些海外当地的流通企业合作，包括当地的批发商或者当地零售商，

以上可以看出，O2O 商业模式的适时出现，让顺丰看到了新的增长点。该种基于“线上线下”的互动商业模式，可以充分利用顺丰作为传统快递公司的物流优势，同时能使顺丰获得从物流向上下游产业拓展的机会。在顺丰创始人王卫看来，顺丰的目标并不仅仅是把顺丰发展成为中国的 UPS 或联邦快递，顺丰未来将会从物流延伸至电商和社区，打造一个横跨产业链上下游的综合性服务公司。基于这个思路，顺丰的近几年的跨界和转型尝试一直就没有停止过。

2 巧借东风——顺丰上市起因大揭秘

从坚称不上市，到 2016 年 2 月中旬在媒体上刊登“上市辅导公告”，承认启动国内上市流程，再到 5 月拟借 A 股上市公司鼎泰新材上市，最后在 2017 年 2 月，顺丰正式敲钟借壳上市，顺丰在资本市场的动作，总是出乎大多数人的意料。而这一系列的动作，给人们一种感觉——顺丰对上市、对于资金的需求非常迫切。这让人不禁沉思，顺丰为何如此急于上市？

2.1“风生水起”——电子商务的发展

2010-2011 年期间（尤其是 2011 年底），独立 B2C（商对客电子商务模式）市场快速爆发，传统企业在此阶段开始大力触网。2012-2014 年期间，电子商务在企业整体业务中的占比逐步提升，其中 B2C 市场在 2014 年完成 1.26 万亿元的交易额，B2C 平台（旗舰店/专卖店等）业务发展迅速。此外，2014-2015 年期间，跨终端、海外购、多元化等新特征出现，为了提高运营效率，节约成本支出，企业在电商软件管理方面的需求越来越大，2015 年，随着互联网+概念的提出，越来越多的传统企业开始探求与互联网的融合之路，大批传统企业触网对电商相关软件的需求也将不断加大，这也进一步推动了电商软件行业的发展。

另一方面淘宝、天猫于 2009 年创立“双十一”购物狂欢节，创立之初单日销量仅几千万，但从 2011 年开始，“双十一”进入爆发式增长阶段，各大电商纷纷加入促销阵营，齐力推动双十一交易额。2015 年，双十一交易额高 912.2 亿元，2016 年，双十一交易额更是突破一千亿元，“双十一”已然成为年度最大的消费盛宴。“双十一”的快速发展，在拉动消费之余，也给快递行业带来了发展的机会。在此背景下，各大快递巨头争相扩大企业自身知名度，上市已成为不二之

选。

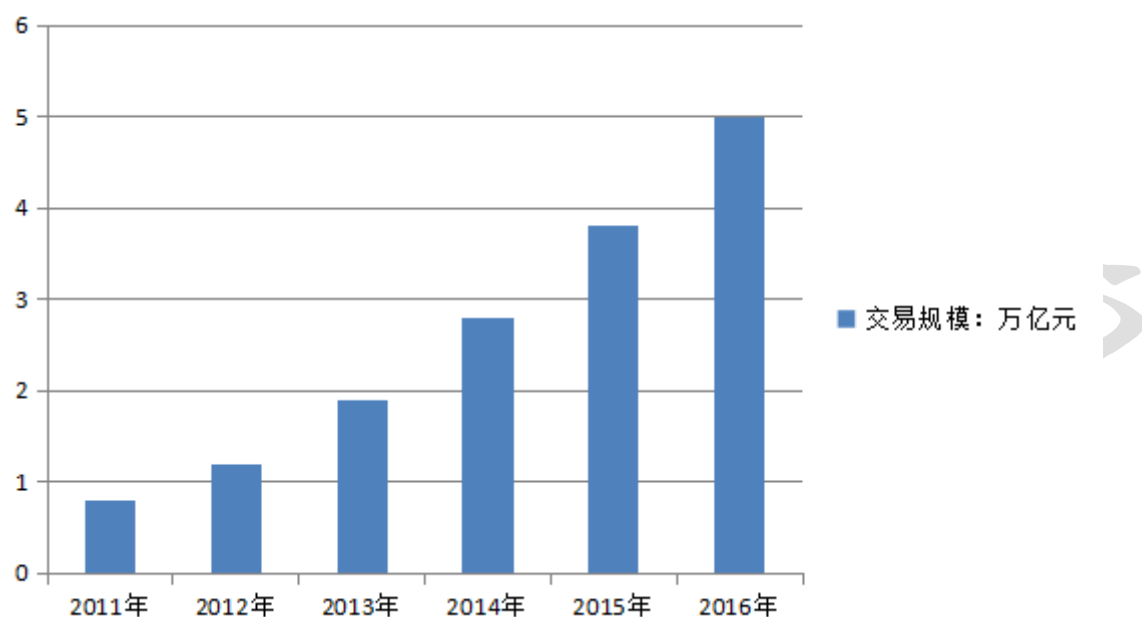


图 5 2011-2016 年中国网络购物市场交易规模

2.2“时代在变化”——政策指引与行业自身要求

伴随着电子商务蓬勃发展和网络购物的热潮持续，我国快递业近年来保持高速增长。如图 6 所示，经过 2014、2015 连续两年的增速下滑后，2016 年快递业务量和业务增速不降反升。2016 年我国快递企业业务量共完成 313.5 亿件，同比增长 51.57%，2015 年，全国快递业务量完成 206.7 亿件，同比增 48%，业务量增速均较 2015 年显著加快。

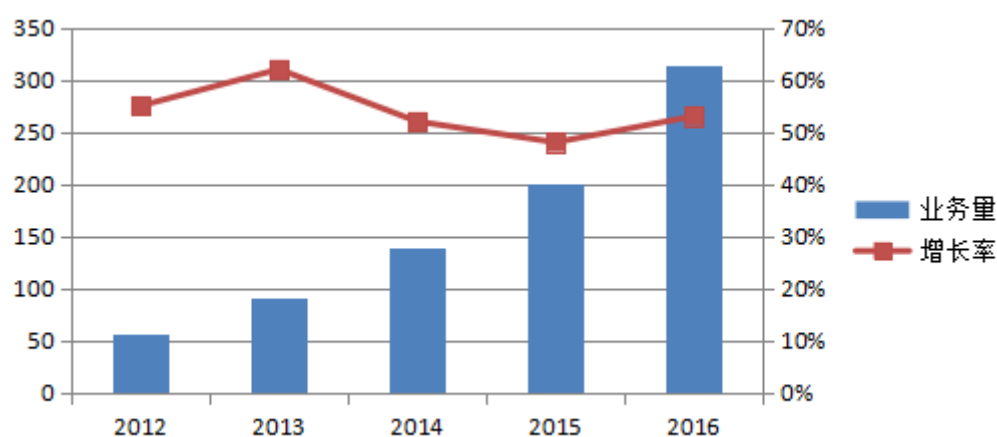


图 6 2012 年—2016 年快递企业业务量及增长率

快递行业的迅猛发展自然离不开国家政策的指引。2015 年 10 月，国务院专门就促进快递业发展出台指导意见，明确提出鼓励各类资本依法进入快递领

域，支持快递企业兼并重组、上市融资。而就在年底，申通快递即宣布将借壳艾迪西拥抱资本市场，快递行业第一次进入了二级市场的视野。此后，中通、圆通、韵达等亦走上了类似的道路，纷纷开始投入资本市场，抢占资本先机。

与此同时，中国快递业正处于量变到质变的过程中，在高速发展的同时面临着行业同质化竞争严重、利润持续下滑及结构性矛盾突出等问题。快递行业的竞争已经由价格蔓延到了资本层面，需要资本推动企业的未来发展，因此民营快递公司都希望通过登陆资本市场来提高市场竞争优势。顺丰此次的借壳之举，也正说明了我国快递行业劳动密集、技术密集和资金密集的发展趋势，使其难以特立独行，拥抱资本市场是其继续扩大规模、保持行业巨头地位必不可少的一步。

2.3“鱼儿离不开水”——资金的需求

尽管快递业市场蛋糕很大，但目前排名靠前的几家民营快递公司，快件量和网络规模差别并不是很大（图7），谁能在市场份额中进一步拉开差距，很大程度上取决于各自“钱袋”的深度。诚然，资金是企业的血液，企业的每一步发展前行都伴随着资金的循环与周转，但是随着企业的不断发展壮大，难免会出现供“血”不足的现象。为企业提供充足血液的方式主要有两种：一种是自主造血，另一种是输血。自主造血是在企业发展相对稳定，利润良性增长的情况下才能实现，但是对于高速发展和快速扩张的顺丰而言，输血更适合其发展现状。

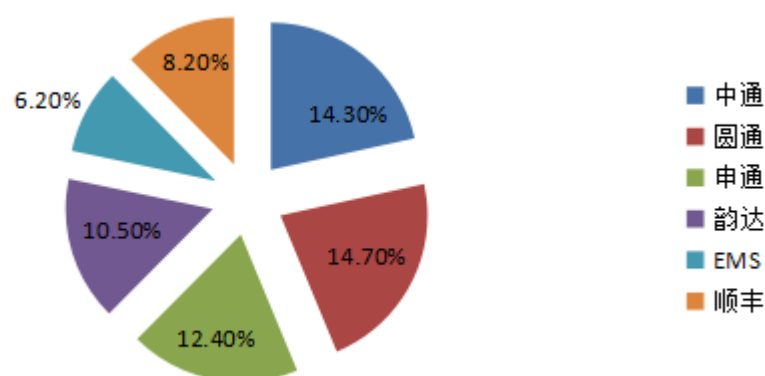


图7 2016 主要快递公司市场份额占比

在春节期间，大量快件滞留在始发站或者中转站，用户对快递公司啧有烦言，顺丰也不例外。爆仓的表面现象是缺人手，但实质上还是暴露出快递公司资金短缺的软肋。按国家规定，春节加班需要三倍的加班费，这对快递公司来说，是一笔不菲的开销，有着很大的资金压力。资金已经成了制约快递公司发展的一块短板。

此外，拥有较快速度和优质服务的顺丰虽然在商务件市场有着绝对的优势，

但在商务件市场的容量是有限的，更加上近年来受经济形势的影响和以电商件为主的“通达系”（申通、圆通、中通、韵达和百世汇通）依靠价格优势的冲击，顺丰在商务件市场的市场份额也在逐渐减少。顺丰需要通过上市融资来补救资金缺口，此次借壳鼎泰新材上市无疑给顺丰未来实施战略举措和实现战略目标提供了有力保障。

2.4“虎视眈眈”——竞争的白热化

2016 年快递企业迎来了上市潮，申通、圆通、韵达以及中通等快递巨头相继登陆资本市场：申通快递借壳艾迪西上市，作价 169 亿元；圆通速递借壳大杨创世上市，整体作价为 175 亿元；韵达宣布作价 180 亿元借壳新海股份；中通快递成功登陆纽约证券交易所……

表 1 主要快递企业上市概况

上市时间	企业名称	上市路径
2015.12.1	申通快递	借壳艾迪西，作价 169 亿元
2016.3.23	圆通快递	借壳大杨创世，作价 175 亿元
2016.10.27	中通快递	纽约交易所上市
2016.12.24	韵达快递	借壳新海股份，作价 180 亿元

对于顺丰而言，新巨头的突进、老江湖的坚守、行业新秀的崛起，都对其产生巨大的压力。竞争对手纷纷上市更是加剧了其竞争压力，特别是目前快递行业正向智能物流发展转变，这个时间点对企业十分重要，谁能抢先上市谁就可能获得发展先机。种种数据显示，顺丰快递的暴利时代结束了。在过去十年间，快递件平均收入已下降了近 50%，行业毛利率由 30% 降至目前的 5% 左右。尽管顺丰保持了比较高的客单量，但在竞争对手上市后不断施压的情况下，势必不能独善其身。如果顺丰控股无法继续保持其本身的行业优势，快递行业中新业务形态的不断发展可能对顺丰控股的业务开展产生不利影响。这种影响对于顺丰和其他从事物流快递的竞争者来说，将是传统而又现实的弱肉强食法则。

除此之外，近几年国际快递公司也纷纷开始抢占国内市场，Fed Ex、DHL 和 UPS 三大国际快递巨头在国内市场上已经具有一定的市场份额，其他国际潜在的竞争者也对中国快递市场虎视眈眈，他们试图通过兼并、重组和联盟等一些手段进入中国市场分一杯羹，更多的外资潜在竞争者的加入将使国内快递行业的竞争更加激烈。

顺丰在“行业大佬”的光环下，除了要应对“三通一达”、阿里巴巴和京东物流的竞争挑战之外，还要面临国际快递企业的冲击。如果电商突围不利，而中端商务快件市场又失守，顺丰将陷入非常困难的境地。对此，积极拥抱资本市场并借助资本的力量取得突破将是顺丰快递重要的举措。

2.5“开疆扩土”——突破自我的需要

根据顺丰的财务数据显示（图 8），2013 年至 2015 年，顺丰控股的毛利率分别为 24.87%、17.25%、19.78%，同时期圆通速递的毛利率分别为 21.84%、16.92%、13.67%，申通快递的毛利率分别为 19.44%、17.66%和 16.98%。从中可以看出，快递行业的毛利率大致呈逐年下滑趋势。

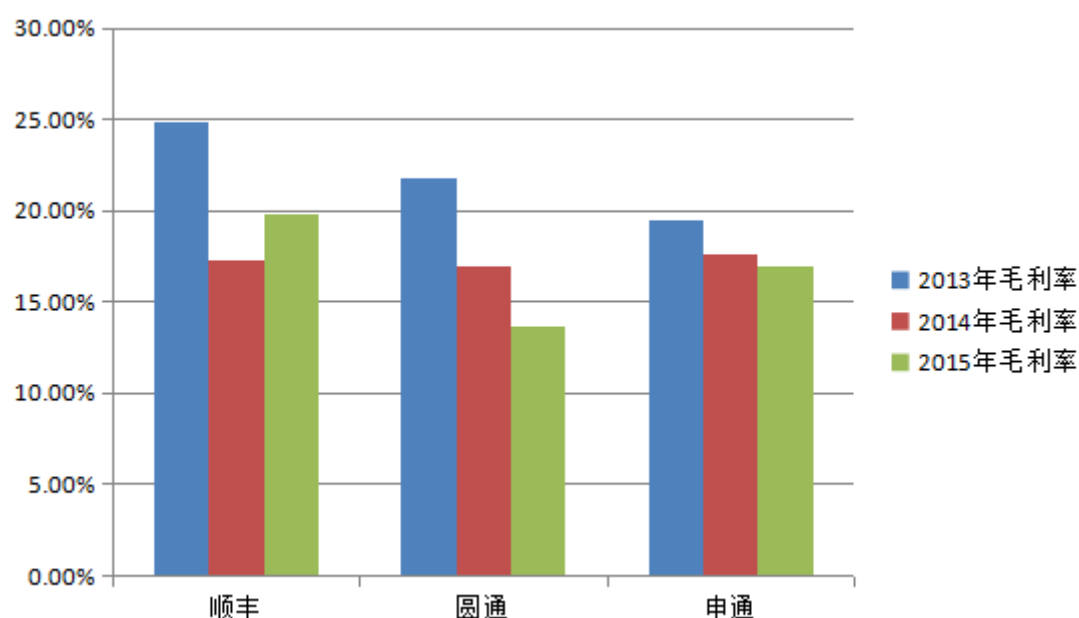


图 8 2013 年-2015 年三家快递企业毛利率变化趋势

面对逐年下降的毛利率，顺丰急求开疆扩土，进一步拉开与竞争者的差距。要打造庞大的商业体系，就需要积极拥抱资本市场，通过上市进一步提升自身品牌影响力。

掌门王卫此前曾用一句话描述了顺丰的战略蓝图：“打造物流领域的‘百货公司’”。近年来，越发多元化布局的顺丰，已经不再是一家单纯的快递企业了。顺丰原先的经营范围主要由速运、物流、仓配、商业等四大板块组成，构成一条完整的供应链体系。现在则将原有业务板块划分为五大业务事业群进行独立运营，即速运事业群、商业事业群（嘿客、优选）、供应链事业群（普运、冷运）、仓配物流事业群（电商、海淘）、金融服务事业群（顺手付），业务涉及速递、生鲜电商、跨境电商、金融支付和无人机等。而且按照当前顺丰的经营战略来看，国内速递、国际快递、仓储、顺丰航空仅仅是其占比 1/3 的格局，顺丰的触角正延伸向更大的商业帝国，即包括 B2B、B2C、C2B、O2O 的全零售布局。不断开疆扩土的顺丰自然不会闭门造车，进入 A 股市场无疑将给其实施多元化战略提供有力保障。

3 顺丰上市——一帆风顺

在中国资本市场不断发展的情形下，借壳上市越来越受到企业掌门人的青睐：申通借壳艾迪西、圆通借壳大杨创世、分众传媒借壳七喜控股、渤海水业借壳四环药业、巨人网络借壳世纪游轮……“借壳上市”俨然已成为企业拥抱资本市场的首选。

3.1 鼎泰新材——搭上“顺丰”车

在圆通速递、申通快递相继宣布于 A 股借壳上市之后，顺丰也开启了借壳上市之路。2017 年，马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司(002352.SZ)发布公告，顺丰控股股份有限公司将借壳鼎泰新材登陆 A 股市场。顺丰控股将作价 443 亿元与鼎泰新材截至拟置出资产评估基准日的全部资产及负债的等值部分进行资产置换，差额部分将由鼎泰新材以定向发行股票的方式向顺丰全体股东进行购买。顺丰借壳上市一时间引起了社会的广泛关注。

根据上文对壳资源的分析，就顺丰来说，作风低调的“高富帅”顺丰为何千挑万选选中“灰姑娘”鼎泰新材？

鼎泰新材公司专注于金属材料保护表面防腐技术的研发及应用，是稀土合金镀层防腐新材料领域的创新者和领导者，自主研发并生产出国内首创的具有自主知识产权的新一代高耐腐蚀性稀土锌铝合金镀层产品，开辟了国内稀土合金防腐镀层新材料应用的新领域，是全国细分行业龙头单位。

表 2 鼎泰新材近三年资产负债状况

单位：万元

项目/年份	2016.06.30	2015.12.31	2014.12.31	2013.12.31
资产总计	86415.61	88541.15	96392.35	115121.91
负债总计	16151.22	17740.93	24602.81	42631.57
所有者权益合计	70264.4	70800.22	71789.54	72490.33
归属于母公司所有者权益合计	70264.4	70800.22	71789.54	72490.33

由表 3 可知，近些年，鼎泰新材由于经营不善，导致资产规模不断下降，其上市六年分红不断，从未在资本市场上进行增发股份、发行可转债等再融资。截至 4 月停牌时，股价 27.7 元，总股本才 1.17 亿股，总市值 32.34 亿元，2016 年 11 月 30 日，上市公司股份总数为 233492340 股。因此，其总股本和可流通股规模较小。

表 3 鼎泰新材近三年主要财务指标

项目	2016.06.30	2015.12.31	2014.12.31	2013.12.31
毛利率 (%)	16.5	14.35	13.15	13.98
净利率 (%)	3.47	3.76	2.97	5.58
基本每股收益 (元)	0.05	0.11	0.1	0.17
摊薄每股收益 (元)	0.05	0.11	0.1	0.17
加权平均净资产收益率 (%)	1.55	3.48	3.31	5.57
资产负债率 (%)	18.69	20.04	25.52	37.03

鼎泰新材的主营业务为稀土合金镀层钢丝、钢绞线和 PC 钢绞线的生产和销售。随着我国经济增速的不断放缓，以及供给侧改革的实施，国家整体经济的转型，使得鼎泰新材面临经济转型、整体出口下滑、去库存等压力持续增加，主营业务发展缓慢。由表 4 可以看出，鼎泰新材英语收入和归属于母公司所有者的净利润呈逐年下降趋势。这证明鼎泰新材的经营不善，主营业务发展较慢但不亏损。

综上所述，鼎泰新材符合市场对“好壳”的定义。

3.2 一路顺风——借壳上市流程简介

在中国 A 股资本市场，由于 IPO 的核准制，企业实现上市道路过于艰难、时间过于漫长，因此借壳上市是一条捷径，而借壳上市则需要通过反向购买来实现。顺丰此次交易方案包括重大资产置换、发行股份购买资产和募集配套资金。

(1) 重大资产置换

如图 9，顺丰控股将作价 443 亿元与鼎泰新材截至拟置出资产评估基准日的全部资产及负债的等值部分进行资产置换，差额部分将由鼎泰新材以定向发行股票的方式向顺丰全体股东（明德控股、嘉强顺风、招广投资、元禾顺风、古玉秋创、顺达丰润、顺信丰合）进行购买。经交易双方协商一致，拟置出资产最终作价 7.96 亿元，两者差额为 425.04 亿元。

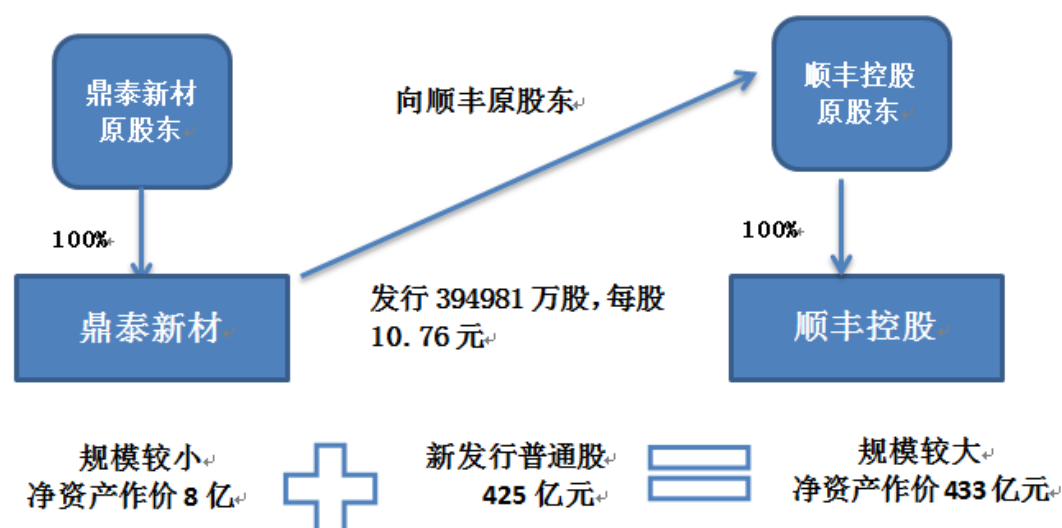


图 9 顺丰借壳上市流程图

流程二:发行股份购买资产

(1) 股价确定

《上市公司重大资产重组管理办法》第四十五条规定:“上市公司发行股份的价格不得低于市 场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。”

定价基准日前 20、60、120 交易日均价分别为 24.65 元/股、24.06 元/股、26.09 元/股,根据鼎泰新材 2015 年度股东大会审议通过的《关于 2015 年度利润分配预案 的议案》,上市公司向 2016 年 5 月 25 日深交所收市后中登公司登记在册的全体 股东每 10 股派发现金红利 1.40 元(含税),现金分红总额为 1,634.45 万元,同时 以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股。本次发行股份购买资产的发行价格经除息、除权调整后,经协商确定为 10.76 元/股,发行价格已经上市公司股东大会批准。

(2) 发行股票

根据差额 425.04 亿元和发行价格 10.76 元/股计算, 本次向发行对象明德控股、嘉强顺风、招广投资等 7 名交易对方非公开发行股份数量合计为 3950185873 股。本次向特定对象发行的股票将于 2017 年 1 月 23 日在深交所上市交易。

表 4 顺丰股东接受股份数量

序号	交易对象	交易前持有顺风控股的股份比例	发行股份数量
1	明德控股	68.40%	2701927139
2	顺达丰润	9.93%	392253457
3	嘉强顺风	6.75%	266637546
4	招广投资	6.75%	266637546
5	元禾顺风	6.75%	266637546
6	古玉秋创	1.35%	53327509
7	顺信丰合	0.07%	2765130
合计		100%	3950185873

(3) 配套募资

如图 9，鼎泰新材拟采用询价发行方式以不低于 11.03 元/股向其他不超过 10 名配套融资特定投资者非公开发行不超过 72595.47 万股募集配套资金，募集资金接近 80 亿元。

本次交易前，上市公司总股本为 233492340 股。根据交易方案，本次发行股份购买资产拟发行 3950185873 股股份。本次交易完成后，王卫先生控制的明德控股将持有本公司总股本的 64.58%，明德控股将成为本公司控股股东，王卫先生将成为本公司实际控制人。在考虑配套融资因素，本次交易完成前后公司的股权结构如下：

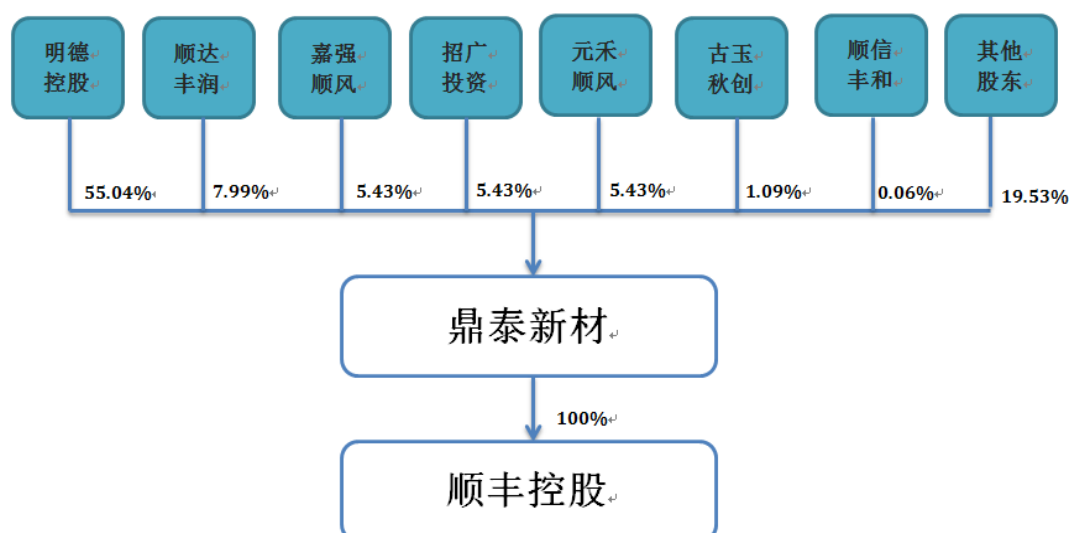


图 10 交易后股权示意图

经公司申请，并经深圳证券交易所核准，自 2017 年 2 月 24 日起，公司名称由“马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司”变更为“顺丰控股股份有限公司”，公司证券简称由“鼎泰新材”变更为“顺丰控股”，公司证券代码不变，仍为“002352”。

本次交易中，拟购买资产的资产总额与交易金额孰高值为 4330000.00 万元，占上市公司 2015 年末资产总额 88541.15 万元的比例为 4890.38%，超过 100%，按照《上市公司重大资产重组管理办法》第十三条的规定，本次交易构成借壳上市。

4 盛世危言——“上市并非上岸”

4.1 顺丰上市前后财务分析

在顺丰借壳上市时，鼎泰新材在公告中如此描述：“相对于顺丰控股目前的收入规模，其流动资金持有量明显不足，难以满足本次募集资金投入项目的资金需求与保证本次重组完成后上市公司的正常运营所需流动资金。”因为顺丰的流动资金不足，曾与鼎泰新材签订过三年对赌协议，根据上市公司与交易对方签署的《盈利预测补偿协议》，交易对方承诺本次重大资产重组实施完毕后，顺丰控股在 2016 年度、2017 年度和 2018 年度预测实现的合并报表范围后归属于母公司的净利润（扣除非经常性损益）分别不低于 21.8 亿元、28 亿元和 34.8 亿元。

表 5 顺丰相关财务数据

单位:元

	净利润	总资产	总负债	资产负债率	资产报酬率
2013年	1831670831.42	15566656355.63	7489640612.28	48. 11%	11. 77%
2014年	475627931.24	21296188853.24	5187417863.21	24. 36%	2. 23%
2015年	1094221147.98	34716573312.30	20957710429.17	60. 37%	3. 15%
2016年	4160784941.34	44134885588.00	23578221406.49	53. 42%	9. 43%

由表 6 可得，2013 年到 2016 年期间，顺丰控股实现净利润分别是 18.32 亿元、4.76 亿元、10.94 亿元和 41.65 亿元。根据 2016 年的净利润，完全可以相信这次对赌协议对于顺丰控股只是形式化的，顺丰控股完全有能力轻松超过这个标准。

2015 年顺丰资产负债率突然暴增，主要就是顺丰发展战略的业务拓展，加大了资金的投入，而几个新的板块还处于亏损状态，仅仅顺丰嘿客已经连续亏损三年达 16 亿资金，这也是顺丰急于上市的原因。根据 wind 数据显示，截至 2015 年 12 月 31 日，速运物流行业公司资产负债率平均值为 58.59%，而顺丰的资产负债率为 60.37%，显然顺丰的资产负债率已经高于行业平均水准。随着顺丰的上市，与鼎泰新材的资产置换过程深入，在 2016 年披露的年报中，顺丰的资产负债率成功下降为 53.42%，在这个负债率水平上，顺丰就有足够的资金去支持它实现基于 O2O 的综合服务公司战略。

2017 年 3 月顺丰控股发布了重组上市后的首份年报。年报显示，2016 年度，顺丰控股实现归属上市公司净利润 41.8 亿元，持续经营业务同比增加 112.51%。

表 6 顺丰控股重组上市后的年报

项目	本报告期	上年同期:持续经营业务	增减变动幅度(%)
营业总收入	574.83	473.08	21.51%
营业利润	36.93	25.61	44.2%
利润总额	51.91	28.45	82.46%
归属于上市公司净利润	41.8	19.67	112.51%
归属于上市公司扣非后净利润	26.43	16.23	62.85%
基本每股收益(元)	1.06	0.5	112%
加权平均净资产收益率	22.46%	13.21%	上升 9.25%

如表 7，2016 年，顺丰控股业务量，营业收入和利润都取得大幅增长，实现快件业务量 25.80 亿票，同比增长 31.00%，营业收入 574.83 亿元，同比增加 19.50%。而扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 26.43 亿元，持续经营业务同比增长 62.85%，如此闪耀的业绩，顺丰股价自然高居不下。

顺丰股价走势（收盘价）

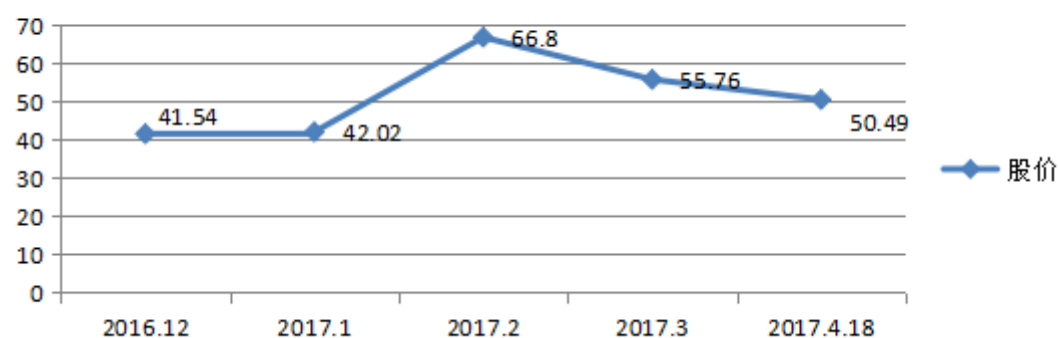


图 11 上市前后顺丰股价走势

通过顺丰的相关财务分析，我们有足够的理由相信，拥有充足资金和清晰战略目标的顺丰，在当家人王卫的带领下，即将为我们继续谱写这段物流速运公司的传奇。

4.2 上市后面临的压力与挑战

顺丰借壳上市之后，从好的方面来说，其市值将会迅速攀升，如其所有人王卫的身价一般，顺丰将有充足的资金去实施、去布局自己的物流战略，不论是同城快递、顺银金融亦或是冷链物流，扭转耗资数亿打造的顺丰嘿客的亏损局面。同时，他可以继续保持自己民营快递“一哥”的地位，进一步拉开与竞争对手的距离，逐步实现向综合物流服务商转型，这所有的一切都是在步入资本市场前难以想象的。

然而，顺丰在成功借壳上市，获取大量资金的同时，潜在的挑战依然存在：

第一，一直以来快递行业的竞争。除了早已上市的圆通，中通赴美上市，申通、韵达也即将借壳上市，中国五大民营快递公司均将迈入资本市场，快递行业的竞争也会延伸到资本市场。所谓“天下快递是一家”，就是人们对桐湖帮快递的戏称，与这些企业共有的“亲缘”关系不同，顺丰来自广东，自然与这些企业有天然的隔阂。资本市场并不仅仅意味着机遇，一旦在资本市场上遇到同行业企业的联合攻击，顺丰在资源上就会相形见绌。

第二，依托电商平台的跨境快递。相对传统的物流企业，像菜鸟、京东物流、苏宁等对手，是更难以竞争的对手，他们都依托与成熟的电商平台，有天然的市场优势，这是顺丰难以比拟的。京东物流与达达的联合，苏宁依托实体店的 O2O 模式，对顺丰创建同城快递是一个巨大的挑战。现在顺丰上市，任何风吹草动，都会引起股价的波动，一旦投资失败或者市场优势不足，损失的不只是这一部分资金，甚至可能造成整体市值的大幅度缩水。

第三，对顺丰的自身要求。顺丰上市后，就是一家透明的公众公司，无论是财务还是经营，都必须透明。这对顺丰来说，是一种新的考验，投资人会密切关注顺丰的一举一动。再者，试水资本市场后，所有的经营问题都会被放大，这些又都会反映到股价上。顺丰公司涉及的基层员工较多，车辆数量巨大，讲求效率，讲究服务质量。因此按比例来说，发生事故的数量较大，未上市之前，不是重大事故不会受到关注，现在所有的一切都会被放在放大镜下。所以，顺丰必须对快递领域的服务继续升级，通过优秀的快递服务反馈支持资本市场的良好发展。

欲戴王冠，先承受其重。希望顺丰能在资本市场为快递行业“打好头炮”，进而推进整个行业的蜕变。至于顺丰上市后能否继续顺风顺水，或许我们现在能做的，唯有多一些等待，多一些观察。

5 尾声

一家企业要想成功登陆股市绝非易事，众多想要进入股市的企业不乏可以以顺丰为模型，选择合适的壳公司进行借壳上市。当然，选择何种方式上市也要结合企业自身情况进行选择。如何实现利益最大化，对企业长远发展最有意义才是最重要的。

顺丰借壳鼎泰新材集聚了顺丰整个管理层的集体智慧。此次借壳上市将给顺丰未来打造智能化、高效率、信息化的高端速运体系创造了更多可能，也对其成功规避 IPO 繁琐的审批之路，尽快成功登陆 A 股并及时抓住发展机遇具有重要意义。然而，如今说顺丰是快递行业市场的 NO.1 还是为时过早。快递行业翘楚公司纷纷上市，国家邮政局预测前景也一片大好，但在快递上市的资本狂欢背后，还是出现了快递积压、快递员回岗难等运营问题。从实际的情况看来，顺丰这把头等交椅坐不坐的平稳还是个未知数。但是，随着中通、圆通、申通、韵达和顺丰等多家快递公司的顺利上市，意味着其资本将愈发充足，这将其后续的扩张提供有力支撑，快递之战或就此打响。

（案例正文字数：11436）

Making the Best of East Wind: The Road for SF Express listed

Abstract:

In 1993, SF Express was established in Shunde, Guangdong Province. After more than 20 years of development, it had become the largest private Courier enterprise in China smoothly. However the company is faced with big challenges, such as tough competition, profit margins decline, short money supply and so on. Since 2015, Yuantong, Shentong rival companies have been listed. SF Express which has been adhering to the principle of “not listed” was listed by back door in February 2017 with a price of 43.3 billion to Ding Tai new material. The case begins with the development process, the business profile, then describes the impetus and motion process of the backdoor listing, at last illustrates the problems and the direction of future development and strategy. This case is intended to guide students in the course of capital operation to learn the reverse purchasing during the backdoor listing.

Key words: SF Express; Capital Operation; Backdoor listing; Reverse Purchase.

中国管理案例共享中心