新海股份 (002120.SZ)　快递行业

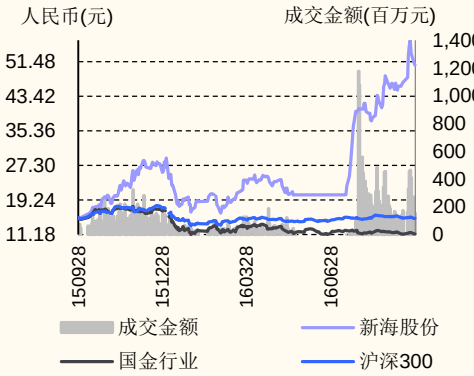
评级：买入　首次评级　　**公司深度研究**

市场价格（人民币）：50.65 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	98.22
总市值(百万元)	7,611.68
年内股价最高最低(元)	56.45/15.05
沪深 300 指数	3240.75
深证成指	10476.97



韵达借壳上市号角吹响，具备增长硬实力

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.563	0.332	1.102	1.446	1.804
每股净资产(元)	3.62	3.77	13.54	16.96	18.34
每股经营性现金流(元)	0.77	0.97	10.38	14.01	21.59
市盈率(倍)	21.18	81.30	51.21	39.04	31.30
行业优化市盈率(倍)	N/A	84.84	71.40	71.40	71.40
净利润增长率(%)	140.48%	-41.10%	2142.90%	31.16%	24.74%
净资产收益率(%)	15.53%	8.80%	54.92%	57.50%	66.32%
总股本(百万股)	150.28	150.28	1,013.64	1,013.64	1,013.64

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **调整运输布局科学把控成本，16 年业绩有望突破预期：**上半年韵达实现业务量 14 亿件，同比增长 75.66%；实现营业收入 29.5 亿元，同比增长 35.14%；同期实现扣非归母净利润 5.02 亿元，同比增长 66.23%。上半年业绩全面飘红，考虑到下半年的双十一刺激，16 年韵达业绩有大概率超预期。同时值得注意的是，韵达在干线运输、转运中心设置、单车装车率等方面的成本控制措施使得公司维持了 30%的毛利率水平，在行业内名列前茅。
- **信息化+智能化领头羊，保障业务效率与用户体验：**韵达实施信息化管理起步较早，具备核心竞争优势，信息化水平在“三通一达”中首屈一指。其 SAP 管理、Teradata 数据仓库平台、ORACLE OTMS 运输管理系统、SOA/BPM 工作流平台等为货运系统的运行效率、稳定性、安全性以及用户的服务体验带来了巨大提升。此外，韵达全自动与半自动相结合的智能分拣系统分拣效率高达 2 万件/h，处理同样数量的快件可以节省分拣人力 40%。
- **加盟模式下精细化运营，末端投递开发多种解决方案：**韵达采用自营枢纽转运中心和终端取派加盟相结合的网络扁平化运营模式，运用轻资产迅速进行网点扩张，县级以上城市覆盖率已达到 94.6%。同时韵达开发的资金结算系统实现了加盟网点间派送费的直接结算，提高了运营效率。在最后一公里、末端 100 米方面，韵达采取自建门店、合作便利店、智能快递柜等多种解决方案向客户交上了较为完美的答卷。
- **资本大潮下借壳新海股份，资产体量较小可灵活转身：**根据最新交易方案，韵达货运作价 177.6 亿元借壳新海股份，新海股份总股本将达 10.14 亿股。韵达承诺 16、17、18 年度扣非归母净利润不低于 11.3、13.6、15.6 亿元。本次借壳方案未涉及募集配套资金。与申通、圆通、顺丰相比，韵达 37.06 亿元的总资产水平相对较低，这赋予其更灵活的转型空间。目前韵达在仓储、电商方面已有拓展，未来在冷链物流、供应链金融方面发展空间较大。

投资建议

- 如果方案顺利实施，预测韵达 16-18 年 EPS 为 1.10 /1.45/1.80 元，上市交易完成后的市值约 460 亿，对应 16-18 年的 PE 为 41 /31 /25 倍。公司过会风险很低，我们看好公司的稀缺性和成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 行业竞争加大的风险；电商增速下降的风险；交易被终止的风险。

苏宝亮　分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

内容目录

业绩飘红保证增长，利润率水平领先行业 4
上半年业绩增长实现新突破，下半年双十一将贡献充足动力 4
科学调整中转及运输布局，利润率稳定增长领跑行业 4
信息化技术先行军发展高效，精细化运营优势明显 5
信息化、智能化提高公司效率、优化用户体验 5
科学运营内外兼修：内部加强加盟商管理，外部解决最后一公里、末端 100 米 7
小个子优势：借壳上市后转型阻力小 9
乘行业东风，借壳新海股份上市待过会 9
快递行业转型升级趋势明显，韵达船小好调头 10
盈利预测与估值 12

图表目录

图表 1：2013-2016 上半年韵达快递业务量及增速 4
图表 2：2013-2016 上半年韵达快递营业收入及增速 4
图表 3：2015 年规模以上快递企业分季度业务量占比（单位：亿件） 4
图表 4：2015 年规模以上快递企业分季度收入占比（单位：亿元） 4
图表 5：韵达与申通、圆通、顺丰的毛利率、净利率对比（2015 年） 5
图表 6：2013-2016 年一季度韵达快递毛利率与净利率 5
图表 7：韵达的快递服务流程 5
图表 8：韵达目前的信息化建设系统模块架构 6
图表 9：韵达信息化系统建设 6
图表 10： 韵达订单平台的接单能力 6
图表 11：韵达研发的地址归集系统的排查率和准确率 6
图表 12：2015 年韵达快递业务相关质量控制指标统计情况 7
图表 13：韵达的人均操作货量 7
图表 14： 韵达加盟网点扩张 8
图表 15：韵达运营中心分布 8
图表 16：韵达与加盟商之间快件生命周期内产生的费用结算模式 8
图表 17：本次发行股份用于购买资产完成前后公司的股权结构 9
图表 18：韵达扣非归母净利润水平（2016-2018 年按承诺最低水平预计） ... 10
图表 19：行业内借壳上市公司的方案对比 10
图表 20：快递业务量收增速比较 10
图表 21：快递平均单价变动情况 10
图表 22：韵达与顺丰、申通、圆通的总资产对比（2015 年） 11
图表 23：韵达与顺丰、申通、圆通的营收及净利润对比（2015 年） 11
图表 24：韵达的专业电商仓储管理流程体系 11

图表 25：优递爱网站 12
图表 26：顺丰的金融服务 12
图表 27：韵达盈利预测表（单位：亿元）..... 13

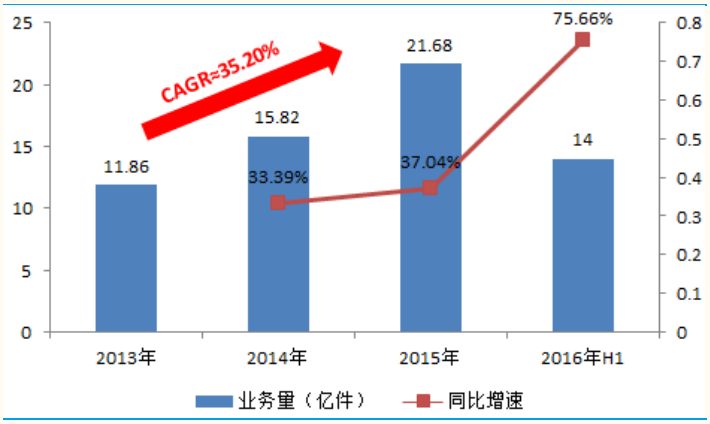
业绩飘红保证增长，利润率水平领先行业

上半年业绩增长实现新突破，下半年双十一将贡献充足动力

- 2013-2015 年韵达快递的业务量同比增速均在 30%以上，年均复合增长率达 35.20%，2015 年实现业务量 21.68 亿元；同期营业收入同比增速在 8%以上，年均复合增长率达 8.36%，2015 年实现营业收入 50.53 亿元。

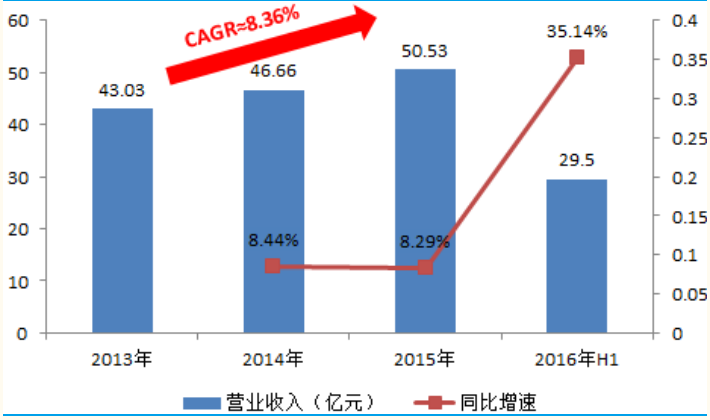
  2016 年以来，韵达快递的业绩增长态势迅猛，**上半年实现业务量 14 亿件（占全年预测数据的 43.05%），同比增长 75.66%；实现营业收入 29.5 亿元（占全年预测数据的 42.75%），同比增长 35.14%；同期实现扣非归母净利润 5.02 亿元（占其借壳上市承诺 2016 年最低实现值的 44.42%），同比增长 66.23%。**

图表 1：2013-2016 上半年韵达快递业务量及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

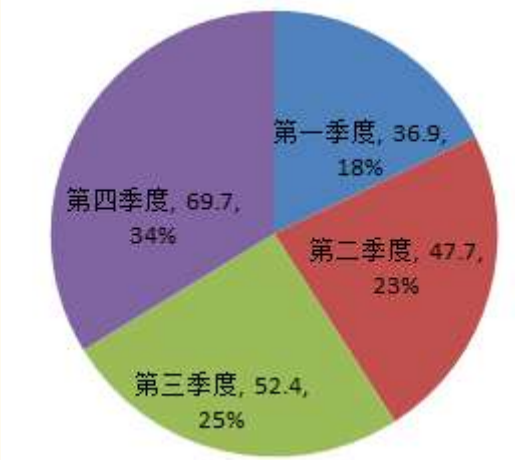
图表 2：2013-2016 上半年韵达快递营业收入及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

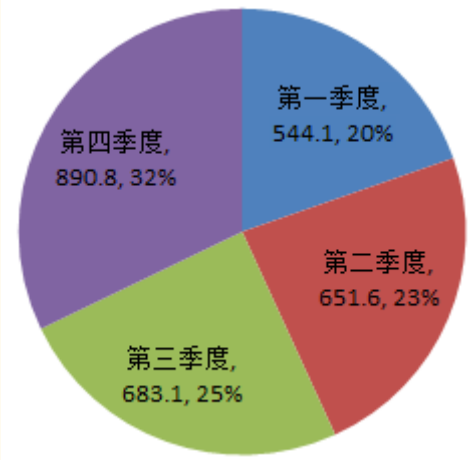
- 快递行业存在较为稳定的季节性波动，其中受益于第四季度电商双十一、双十二等促销活动和公众年末采购需求，第四季度是快递行业的旺季。而第一季度由于春节假期等原因，为行业淡季。**考虑到韵达业务以电商件为主，下半年双十一将带来大量的业务贡献**，2016 年韵达快递的业务收入将有新突破。

图表 3：2015 年规模以上快递企业分季度业务量占比（单位：亿件）



来源：国家邮政局、国金证券研究所

图表 4：2015 年规模以上快递企业分季度收入占比（单位：亿元）



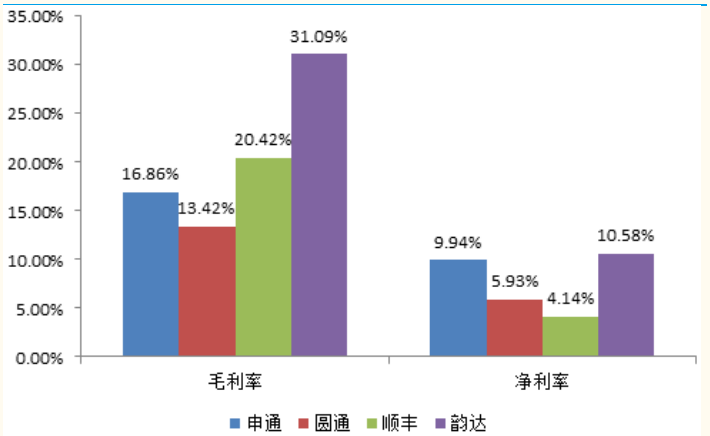
来源：国家邮政局、国金证券研究所

科学调整中转及运输布局，利润率稳定增长领跑行业

- 2015 年以来，行业内主要快递公司的毛利率普遍在 20%以下，**韵达以超过 30%的毛利率水平领先行业**。2013 年至今，韵达的毛利率与净利率基本呈现上升趋势，显示了卓越的盈利能力。

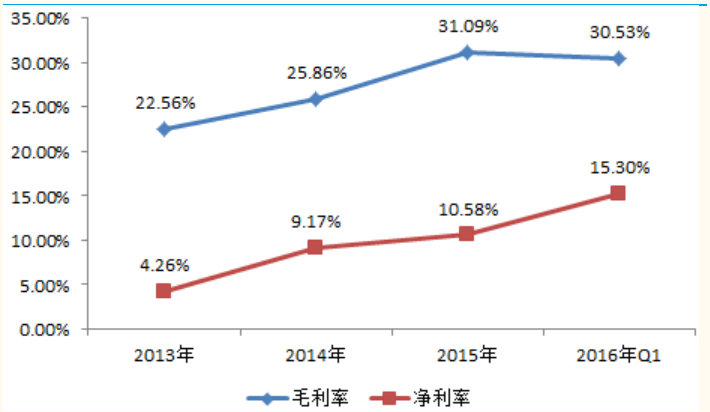
在快件业务量持续增长的情况下，韵达扣除非经常性损益后单件快递净利润仍由 2013 年的 0.13 元/件提高到了 2015 年的 0.32 元/件，年均复合增长率为 57%，盈利能力显著增强。

图表 5：韵达与申通、圆通、顺丰的毛利率、净利率对比（2015 年）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：2013-2016 年一季度韵达快递毛利率与净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

- **韵达较高的利润率水平得益于公司在干线运输、转运中心设置、单车装车率等方面的成本控制能力。**因此尽管 2015 年韵达的每件快递收入仅为 2.3 元，低于申通的 3.0 元、圆通的 4.0 元。但其单件成本仅为 1.6 元，远低于申通、圆通的 2.5 元和 3.5 元，成就了更高的利润率。

  韵达采取的加盟模式将快件的揽收和派送环节移交给加盟商负责，公司总部只负责快件的中转和干线运输部分，实现了成本最小化。同时韵达进一步将部分干线运输外包给加盟商，降低了费用支出。2015 年，加盟商负责干线运输的快递量达 3.24 亿件，占全部业务量的 14.94%，为韵达节省中转费 5.75 亿元。

  为了提高效率，韵达积极调整了转运中心的布局，将原先处在网点与一级转运中心之间的二级转运中心统一整合到一级转运中心，减少了运输过程中的中间环节。2013-2015 年，公司的转运中心数量减少了 30 家左右；2014、2015 年韵达的转运中心成本增幅分别为 14.87%、11.22%，低于业务量同期的增幅 33.39%、37.04%。

图表 7：韵达的快递服务流程

来源：公司公告、国金证券研究所

提高单车装载率能够降低单件运输成本，从而进一步降低公司承担的转运中心成本。韵达通过大数据分析实现了部分干线的点对点直发，干线运输线路从 2013 年至今减少了 600 条左右，大幅提升了单车装载率。2013-2015 年，运输车辆的平均装载率由 69%提升至 83%。

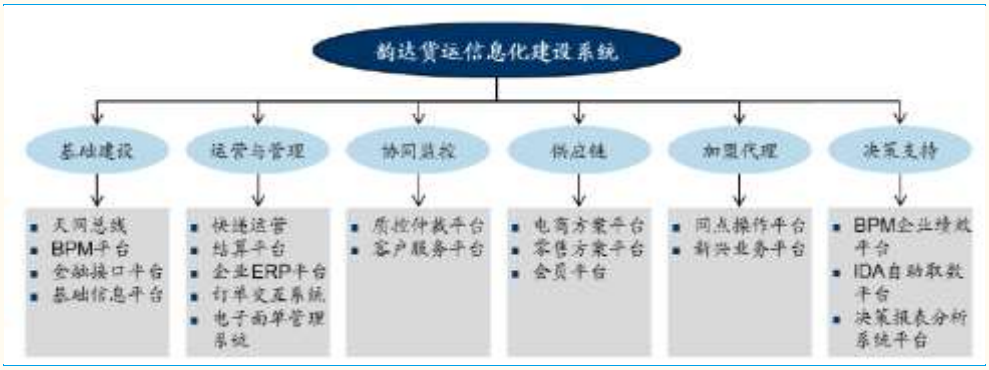
信息化技术先行军发展高效，精细化运营优势明显

信息化、智能化提高公司效率、优化用户体验

- 韵达极为重视 IT 系统建设和专业人才的培养。截至 2015 年底，韵达自有信息技术人员 334 人，占自有员工总数的 4.28%；同期申通自有技术人员只有 82 人，仅占自有员工总数的 0.97%。

- 在信息化方面，韵达现有信息系统主要包括 13 大平台，50 多套系统。现已成功实施 95 话务系统、公众平台、客服自助共享平台、工单系统、OA 系统、协同平台、移动办公 APP、逆向物流系统和 WMS 等，实现了订单管理、客服管理、人力资源管理、办公信息、物流和逆向物流管理以及收付款管理的信息化和各系统间的对接，促进了韵达运营效率的提高和良性发展。

图表 8：韵达目前的信息化建设系统模块架构



来源：公司公告、国金证券研究所

电子面单是实现快递业务信息化的基础。目前，韵达货运的电子面单化率正在以每年 15%-20%的速度增长。截至 2016 年 6 月，韵达快件的电子面单使用率已达到 63%，未来 2-3 年内将实现面单全部电子化。

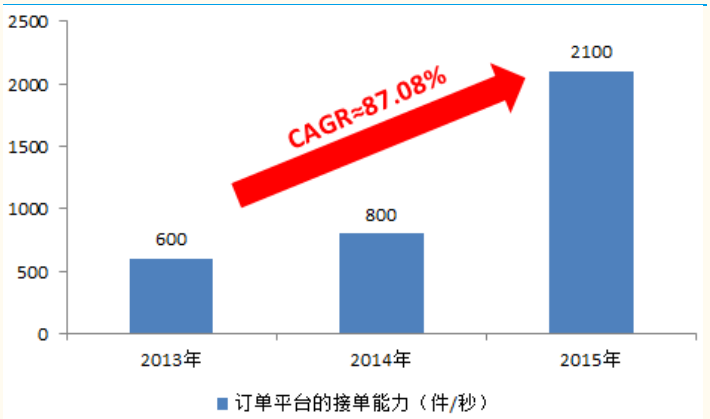
韵达实施信息化管理起步较早，信息化水平在“三通一达”中名列前茅。其 SAP 管理、Teradata 数据仓库平台、ORACLE OTMS 运输管理系统和 SOA/BPM 工作流平台极大地保障了货运系统的稳定性、安全性，提升了工作效率和用户服务体验。

图表 9：韵达信息化系统建设

在行业内较早实现/领先的信息化技术	应用影响
SAP 管理	实现财务业务一体化，为韵达货运的业务和财务信息整合，提高管理透明度和管理效率奠定基础。
数据仓库平台 Teradata	目前拥有 9 台存储，3 台 NAS，400 多台服务器，通过 greenplum、hana 等专业数据软件，构建了有效的快递行业模型和商务智能平台，建立了有效支持业务的商务智能平台，为激烈的市场竞争实现快速的数据访问和决策提供数据支持。
ORACLE OTMS 运输管理系统	通过大数据的路由推演优化路由线路，提高运能和网络效率，有效提高运输效率和节约成本。
SOA/BPM 工作流平台	保障了业务的连续性，韵达货运系统稳定性和安全性在行业前列。

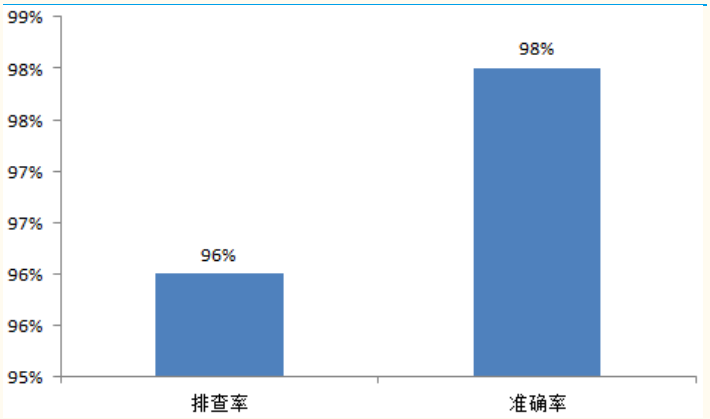
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：韵达订单平台的接单能力



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 11：韵达研发的地址归集系统的排查率和准确率



来源：公司公告、国金证券研究所

在运营效率得到提升的同时，得益于信息化的发展，韵达的服务质量也得到有效改善。

图表 12：2015 年韵达快递业务相关质量控制指标统计情况

服务质量指标	计算公式	改善成果
全程时效	所有票件量从揽收至签收的平均时效	缩短 8.60%
12305 申诉率	12305 申诉率=有效申诉量/揽件量*1,000,000	降低 18.10%
损坏率	损坏率=损坏量/（揽件量+派件量+操作量）/3*10000	降低 12.50%
遗失率	遗失率=遗失量/（揽件量+派件量+操作量）/3*10000	降低 35.70%

来源：公司公告、国金证券研究所

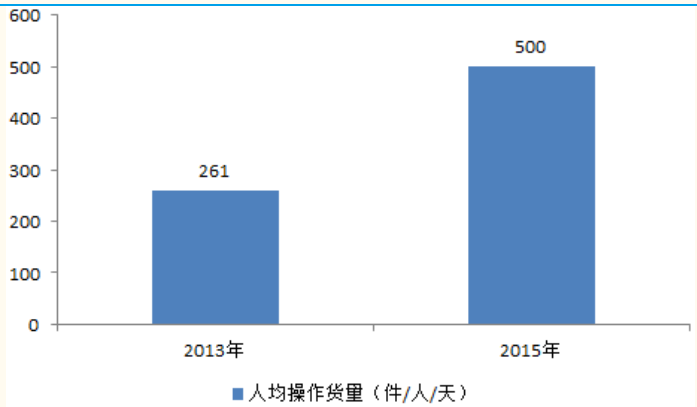
- **在智能化方面，韵达转运中心的分拣模式由全自动和半自动相结合，其分拣中心的分拣速度、准确性、安全性和人均效能均处于同行业的领先水平。**

  韵达通过引入交叉带自动分拣系统，实现全程仅需扫码一次，分拣效率高达 2 万件/小时，分拣差错率 1/10000，处理同样数量的快件可以节省分拣人力 40%。

  同时，韵达货运积极引入自动化仓储管理技术，通过类目仓的建设，并针对货物的物理特性自动设定仓库管理参数，通过智能标签技术、条码及射频技术等现代化技术实现仓库环境的自动化监控、库存的自动调配和分类、自动补货、商品的包装和配送等。

  在智能化设备的助力下，韵达节省了大量的劳动力，在业务量快速增长的同时，控制住了操作人员数量的增长。2013-2015 年，韵达包含劳务派遣人员在内的货运员工数量逐年减少，人均货量大幅提高。

图表 13：韵达的人均操作货量

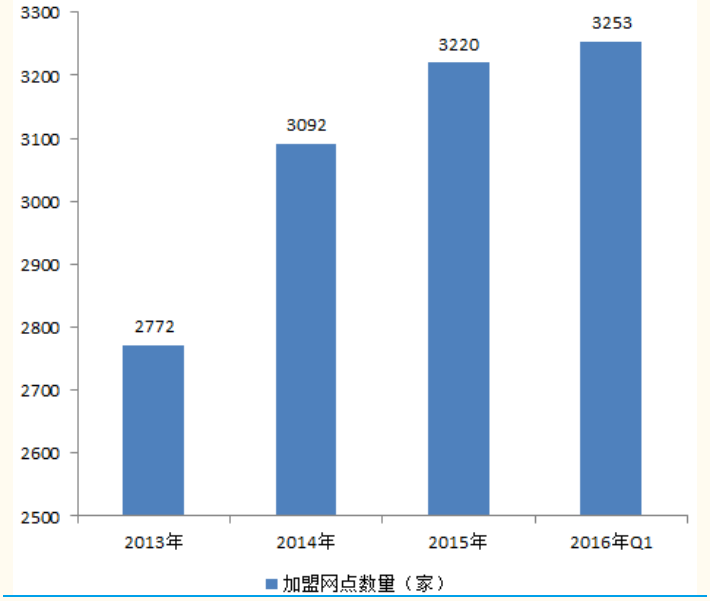


来源：公司公告、国金证券研究所

科学运营内外兼修：内部加强加盟商管理，外部解决最后一公里、末端 100 米

- **韵达采用自营枢纽转运中心和终端取派加盟相结合的网络扁平化运营模式，运用轻资产迅速进行网点扩张。**截至 2016 年 5 月，韵达的服务网络已覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市除青海的玉树、果洛州和海南的三沙市外已实现 100%全覆盖，县级以上城市覆盖率已达到 94.6%。

图表 14：韵达加盟网点扩张



来源：公司公告、国金证券研究所

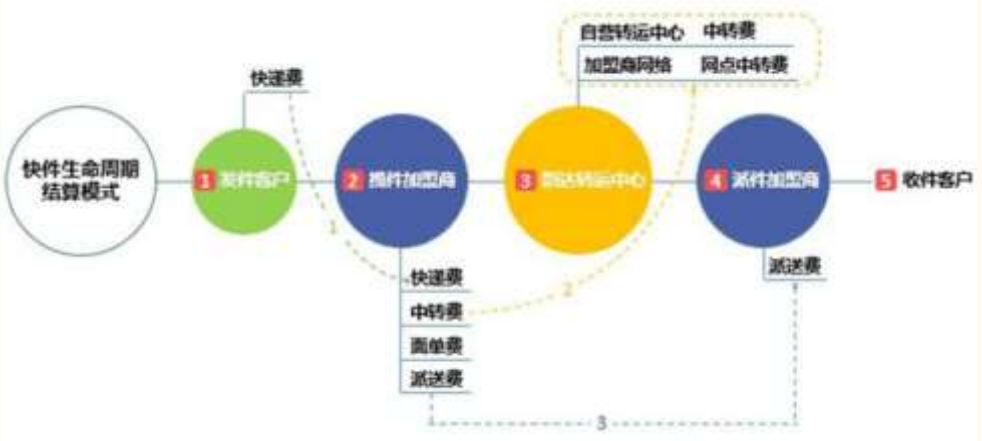
图表 15：韵达运营中心分布

来源：公司公告、国金证券研究所

- 在自营+加盟的运营模式下，韵达为加盟商提供以中转和干线运输为核心的物流平台服务，加盟商自主决定网点选址、开店时间、招募员工和在统一的指导标准基础上决定快件递送的价格。韵达对加盟商通过加盟平台提供知识技术培训和支持，对加盟商进行定期培训和指导，并通过绩效指标制定相应考核和奖罚。

  韵达开发了支持其快递物流平台资金结算的系统，主要包括预付款系统和清分系统。预付款系统用于管理韵达货运与加盟商的资金结算，清分系统用于全网揽件网点和派件网点的派送费用的资金结算。这一系统实现了揽件/派件加盟网点之间派送费的直接结算，保证了结算的及时性、准确性，加快了加盟网点之间的资金流动，保障了加盟网点业务的正常开展。

图表 16：韵达与加盟商之间快件生命周期内产生的费用结算模式



来源：公司公告、国金证券研究所

同时，**韵达在全网实行了预付费制度，加盟商需确保其预付款系统持续保持与其业务规模相适应的余额**，对确保全网快递物流业务的顺畅运转起到了极大作用。

- “最后一公里”及“末端 100 米”往往是快递公司在投递过程中需要突破的重、难点。**韵达通过采取自建门店、合作便利店、智能快递柜等多种解决方案向客户交上了较为完美的答卷。**

截至 2016 年 5 月，韵达的末端网点自建门店超过 20000 个，合作便利店、物业及第三方合作资源（合作对象主要有万科物业、十足超市、上海良友、小麦公社等）超过 16650 个，智能快递柜建有 74000 余个，为客户提供了更加便利的“一站式”服务，有效地解决了快递派送的难题。

其中，2015 年 6 月，**韵达投资创建深圳市丰巢科技有限公司，研发运营面向所有快递公司、电商物流使用的 24 小时自助开放平台——“丰巢”智能快递柜。**目前，韵达已和除深圳丰巢之外的速递易、云柜、日日顺、e 邮站、南京魔格、中集、中科富创等各大智能快递柜公司开展合作，日均投递量已达每天 30 万件。

小个子优势：借壳上市后转型阻力小

乘行业东风，借壳新海股份上市待过会

- 新海股份于 8 月 20 日发布重大资产置换草案，拟置出其全部资产及负债（作价 6.74 亿）与韵达货运 100%股权（作价 177.6 亿）的等值部分进行置换。本次置换差额为 170.86 亿元，由新海股份以发行股份的方式自韵达货运全体股东处购买，发行价为 19.79 元/股，拟发行数量为 8.63 亿股。受证监会借壳上市新规影响，本次借壳方案未涉及募集配套资金计划，以提高过会的审批效率。

图表 17：本次发行股份用于购买资产完成前后公司的股权结构

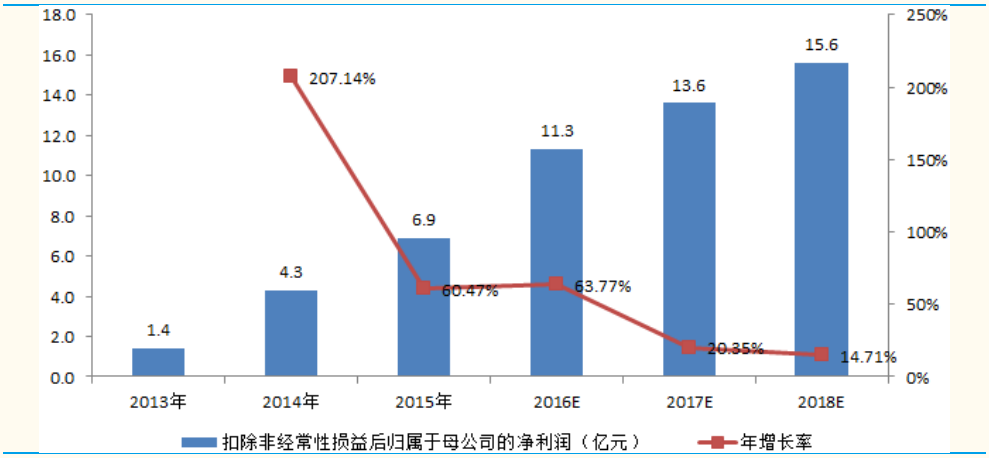
股东名称	本次交易之前		本次发行股份数量（股）	本次交易之后	
	持股数量（股）	持股比例		持股数量（股）	持股比例
黄新华	55,900,423	37.20%	-	55,900,423	5.51%
宁波新海塑料实业有限公司	4,581,466	3.05%	-	4,581,466	0.45%
黄新华关联方孙雷芬	4,549,771	3.03%	-	4,549,771	0.45%
重组前新海股份其他股东	85,248,340	56.73%	-	85,248,340	8.41%
上海罗颉思	-	-	573,043,201	573,043,201	56.53%
聂腾云	-	-	37,312,059	37,312,059	3.68%
陈立英	-	-	5,856,207	5,856,207	0.58%
聂棒清	-	-	6,117,806	6,117,806	0.60%
陈美香	-	-	6,117,806	6,117,806	0.60%
上海卓科	-	-	64,355,252	64,355,252	6.35%
桐庐韵科	-	-	7,132,261	7,132,261	0.70%
桐庐韵嘉	-	-	9,308,805	9,308,805	0.92%
聂腾云、陈立英夫妇及其一致行动人	**-**	**-**	**709,243,397**	**709,243,397**	**69.97%**
上海复星创富	-	-	49,570,984	49,570,984	4.89%
上海太富祥川	-	-	41,825,733	41,825,733	4.13%
宁波招银	-	-	41,825,733	41,825,733	4.13%
深圳富海瑞界	-	-	11,803,067	11,803,067	1.16%
宁波中钰	-	-	5,163,788	5,163,788	0.51%
宁波云晖景盛	-	-	3,932,629	3,932,629	0.39%
合计	**150,280,000**	**100%**	**863,365,331**	**1,013,645,331**	**100%**

来源：公司公告、国金证券研究所

本次交易完成后，公司的主业将由打火机、点火枪的生产制造全面转变为快递行业。新海股份的总股本将由 1.5 亿股增至 10.14 亿股，聂腾云、陈立英夫妇及一致行动人直接和间接共持有新海股份总股本的 69.97%。上海罗颉思将成为新海股份的控股股东，聂腾云和陈立英夫妇将成为新海股份的实际控制人。

- 本次交易的业绩补偿期为 2016 年度、2017 年度和 2018 年度，**韵达在 2016 年度、2017 年度、2018 年度承诺的合并报表范围扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 11.3 亿元、13.6 亿元和 15.6 亿元。**2013-2015 年，韵达的扣非归母净利润年均复合增长率达 119%，远高于同期行业增速。

图表 18：韵达扣非归母净利润水平（2016-2018 年按承诺最低水平预计）



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 韵达借壳新海股份是继申通借壳艾迪西、圆通借壳大杨创世、顺丰借壳鼎泰新材后快递行业的又一重大资本动作。当前正处于快递行业纷纷借力资本进行升级转型的窗口期，资本竞争与服务竞争的时代即将到来。**与顺丰和通达系其他企业相比，韵达不涉及募集配套资金计划，过会风险较小。**

图表 19：行业内借壳上市公司的方案对比

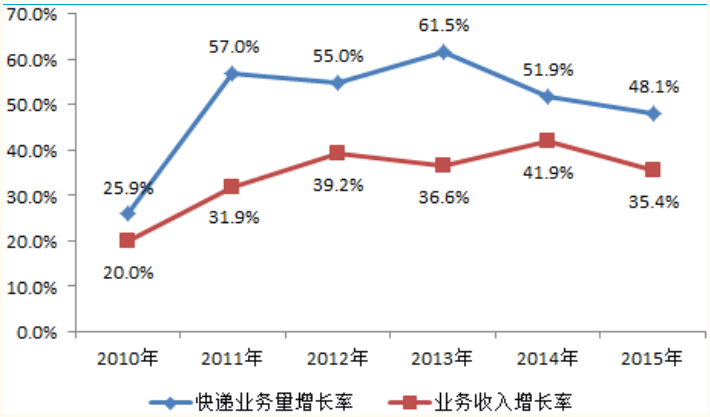
	申通借壳艾迪西	圆通借壳大杨创世	顺丰借壳鼎泰新材	韵达借壳新海股份
标的估值（亿元）	169.00	175.00	433.00	177.60
出售资产的交易作价（亿元）	7.26	12.34	7.96	6.74
发行股票购买资产（亿元）	149.00	175.00	425.04	170.86
合计发行股份(含募集资金所需)(亿股)	11.99	24.91	46.75	8.63
募集配套资金（亿元）	48.00	23.00	80.00	-

来源：公司公告、国金证券研究所

快递行业转型升级趋势明显，韵达船小好调头

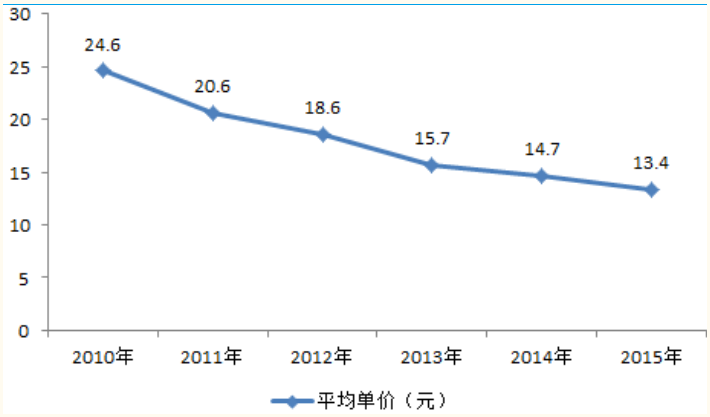
■ 近年来，快递业务收入维持了相当高的增速，但仍低于其业务量增速 10 个点以上。主要原因在于快递行业内同质化竞争导致的快递单价下降。另外考虑到快递行业属于劳动密集型行业，其劳动力成本、运输成本等上升较快，快递行业的整合与转型升级即将到来，优先转型的公司将在未来的竞争中占得先机。

图表 20：快递业务量收增速比较



来源：国家邮政局、国金证券研究所

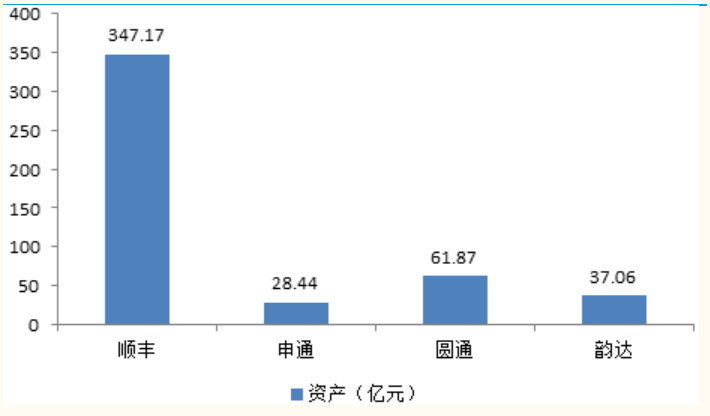
图表 21：快递平均单价变动情况



来源：国家邮政局、国金证券研究所

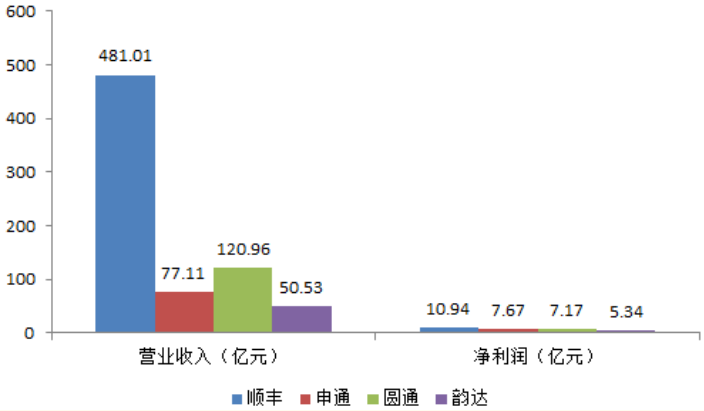
- 与同样正在资本市场中试潜的顺丰、申通、圆通相比，**韵达的营业收入、净利润水平均较低，且总资产体量相对较小，这赋予了韵达更加灵活的调整、升级业务的能力。**

图表 22：韵达与顺丰、申通、圆通的总资产对比（2015 年）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 23：韵达与顺丰、申通、圆通的营收及净利润对比（2015 年）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 韵达在做大、做精快递服务的同时，**将业务向外延伸，目前已经开拓了仓储、电商平台等服务和产品的研发。**

韵达的联合仓•仓配一体化服务体系根据客户的个性化需求，提供专业、一体化的快递物流供应链管理模式和最佳解决方案。现有全国仓储资源——仓库 340 个，总面积达 532497 平方米，能够为客户提供一站式仓储配送服务以及在全国多个仓库的仓储管理、订单生产和快递配送服务，并能实现多仓联合库存管理，订单智能分配到多仓，快速发货。

图表 24：韵达的专业电商仓储管理流程体系

来源：公司网站、国金证券研究所

2015 年 2 月，韵达旗下的跨境电商直邮平台——优递爱网上购物商城（www.udamall.com）正式上线，标志着韵达正式进军进口电商市场。韵达成为继顺丰 2012 年上线其电商平台“顺丰优选”后的第二家拥有电商业务的快递公司。优递爱定位国内中高端消费市场，目前已有多家知名商家入驻，涵盖美国、德国、韩国、日本、法国、瑞士、英国、西班牙等国家优质品牌和商品，销售品类范围涉及母婴用品、营养保健、美容护肤、食品酒类、个人护理、生活电器、户外用品、居家厨卫等类目。

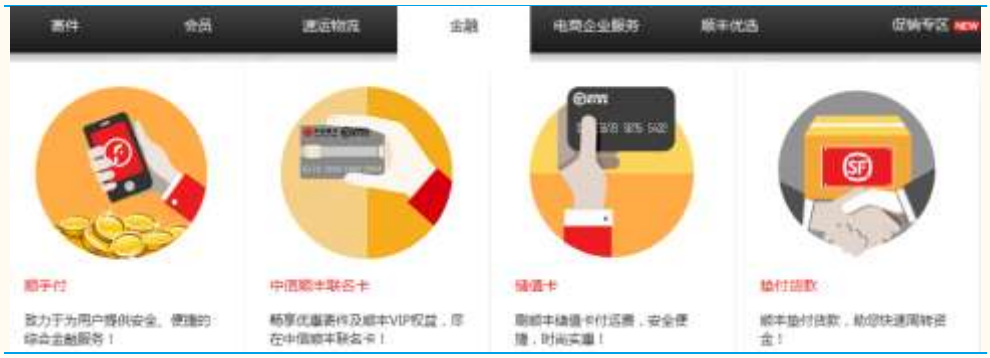
图表 25：优递爱网站

来源：优递爱网站、国金证券研究所

韵达集团已在美国、韩国、德国、澳大利亚、新西兰、新加坡等发达国家建立了仓储中心和先进的仓配管理系统。同时，其自主研发的供国际物流使用的 GSS 全球货运系统，融合商品仓储系统、网站服务后台、物流监控以及后期的售后服务等为一体，可将优递爱的海淘购物和配送服务两个环节有机结合起来，帮助快速精准地处理订单、监控物流和仓储货品，让用户在跨境购物中体验“一单到底”，提升国内消费者海外购物的消费体验和服务标准。

此外，以顺丰为例，**韵达在金融服务、冷链物流等方面有较大的扩展空间。**目前，韵达已初步开展了代收货款业务，未来向垫付货款等供应链金融服务方向拓展可期。

图表 26：顺丰的金融服务



来源：顺丰网站、国金证券研究所

盈利预测与估值

- 假设公司借壳上市顺利，参考韵达货运承诺扣非后净利润，预测 2016—2018 年分别为 11.17 亿元、14.66 亿元、18.28 亿元，同比增速分别为 150.64%、31.2%、24.7%。由于目前只是公布预案，离正式实施还需要段时间，为保持统一和方便对比，盈利预测表中 2016-2018 年均采用的是全年业绩。
- 通过内生增长和并购整合，公司有能力完成承诺业绩。公司体外大型加盟商每年利润约 1.5-2 亿元，通过整合行业资源和加盟商，可以实现利润的快速增长。
- 考虑公司上市之后可完善激励机制并通过股票市场融资进一步扩大规模、提升经营效率。韵达上市交易完成后的市值约 460 亿，对应 2016-2018 年

的 PE 为 41 倍、 31 倍、 25 倍。基于公司 2015 年业绩，公司未来 3 年业绩复合增速为 50.7%。公司过会风险很低，股价仍有很大上涨空间，我们看好公司的稀缺性和成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 27：韵达盈利预测表（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	43.04	46.72	50.57	75.62	109.03	153.11
同比增速		8.6%	8.2%	49.5%	44.2%	40.4%
快递服务收入	42.29	45.38	48.85	73.00	105.68	149.20
同比增速		7.3%	7.6%	49.4%	44.8%	41.2%
业务完成量（亿件）	11.86	15.82	21.68	40.108	62.17	93.25
同比增速		33.4%	37.0%	85.0%	55.0%	50.0%
单票收入（元/件）	3.57	2.87	2.25	1.82	1.70	1.60
同比增速		-19.6%	-21.4%	-19.2%	-6.6%	-5.9%
物料销售	0.62	1.16	1.40	1.82	2.15	2.41
同比增速		87.1%	20.7%	30.0%	18.0%	12.0%
其他	0.13	0.18	0.32	0.80	1.20	1.50
营业成本	33.33	34.66	34.77	51.73	74.74	105.50
同比增速		4.0%	0.3%	48.8%	44.5%	41.1%
快递服务成本	32.81	33.87	33.75	50.37	73.13	103.70
物料销售	0.52	0.79	1.02	1.37	1.61	1.80
其他			0.06	0.20	0.30	0.38
毛利	9.71	12.06	15.74	23.68	33.99	47.23
同比增速		24.2%	30.5%	50.5%	43.5%	39.0%
快递服务	9.48	11.51	15.10	22.63	32.55	45.51
物料销售	0.10	0.37	0.38	0.46	0.54	0.60
其他	0.13	0.18	0.26	0.60	0.90	1.13
综合毛利率	22.6%	25.8%	31.1%	31.3%	31.2%	30.8%
快递服务	22.4%	25.4%	30.9%	31.0%	30.8%	30.5%
物料销售	16.1%	31.9%	27.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他			81.3%	75.0%	75.0%	75.0%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**936**	**931**	**980**	**7,562**	**10,903**	**15,311**
增长率		-0.5%	5.2%	672.0%	44.2%	40.4%
主营业务成本	-751	-735	-734	-5,173	-7,474	-10,550
%销售收入	80.2%	78.9%	74.9%	68.4%	68.6%	68.9%
毛利	185	197	246	2,388	3,429	4,761
%销售收入	19.8%	21.1%	25.1%	31.6%	31.4%	31.1%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-11	-16	-23
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-32	-32	-36	-159	-240	-383
%销售收入	3.4%	3.5%	3.7%	2.1%	2.2%	2.5%
管理费用	-82	-83	-95	-726	-1,199	-1,883
%销售收入	8.8%	8.9%	9.7%	9.6%	11.0%	12.3%
息税前利润（EBIT）	67	77	108	1,492	1,973	2,472
%销售收入	7.2%	8.2%	11.1%	19.7%	18.1%	16.1%
财务费用	-15	1	12	-1	-1	-1
%销售收入	1.6%	-0.2%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-5	-2	-3	-2	-1	-1
公允价值变动收益	4	-4	-1	0	0	0
投资收益	1	47	-17	10	12	15
%税前利润	1.6%	38.3%	n.a	0.6%	0.6%	0.6%
营业利润	52	119	99	1,500	1,983	2,485
营业利润率	5.6%	12.8%	10.1%	19.8%	18.2%	16.2%
营业外收支	11	4	0	55	58	60
税前利润	64	123	99	1,555	2,041	2,545
利润率	6.8%	13.2%	10.1%	20.6%	18.7%	16.6%
所得税	-8	-20	-22	-435	-572	-713
所得税率	13.4%	16.6%	22.1%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	55	103	77	1,119	1,470	1,832
少数股东损益	20	18	27	2	4	4
归属于母公司的净利润	**35**	**85**	**50**	**1,117**	**1,466**	**1,828**
净利率	3.8%	9.1%	5.1%	14.8%	13.4%	11.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	55	103	77	1,119	1,470	1,832
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	34	37	100	184	244
非经营收益	7	-41	19	-126	297	305
营运资金变动	27	20	13	467	154	863
经营活动现金净流	**125**	**116**	**145**	**1,560**	**2,105**	**3,244**
资本开支	-53	-60	-59	-1,184	-269	-450
投资	0	46	-11	-8	-46	-50
其他	0	0	0	10	12	15
投资活动现金净流	**-53**	**-14**	**-69**	**-1,182**	**-303**	**-485**
股权募资	0	0	0	119	50	20
债权募资	-62	-89	31	-114	-939	-337
其他	-35	-24	-29	-10	-677	-1,476
筹资活动现金净流	**-97**	**-114**	**2**	**-4**	**-1,566**	**-1,793**
现金净流量	**-26**	**-12**	**79**	**374**	**237**	**966**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	73	60	139	513	750	1,716
应收款项	181	182	191	486	663	791
存货	105	95	107	30	41	50
其他流动资产	18	5	9	1,565	1,965	2,710
流动资产	377	342	446	2,593	3,419	5,267
%总资产	43.9%	42.1%	48.4%	56.2%	58.1%	65.6%
长期投资	94	93	92	207	253	303
固定资产	282	271	275	1,287	1,626	2,053
%总资产	32.9%	33.3%	29.9%	27.9%	27.6%	25.6%
无形资产	95	88	90	151	160	165
非流动资产	482	470	474	2,020	2,469	2,756
%总资产	56.1%	57.9%	51.6%	43.8%	41.9%	34.4%
资产总计	**859**	**812**	**920**	**4,613**	**5,887**	**8,023**
短期借款	145	54	86	67	80	257
应付款项	116	103	142	2,187	2,824	4,421
其他流动负债	43	43	61	257	363	512
流动负债	303	200	288	2,511	3,267	5,190
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	1	0	0	0
负债	**304**	**200**	**289**	**2,511**	**3,267**	**5,191**
普通股股东权益	477	545	566	2,035	2,549	2,757
少数股东权益	77	68	65	67	71	75
负债股东权益合计	**859**	**812**	**920**	**4,613**	**5,887**	**8,023**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.234	0.563	0.332	1.102	1.446	1.804
每股净资产	3.176	3.623	3.765	13.538	16.959	18.343
每股经营现金净流	0.830	0.772	0.967	10.382	14.010	21.587
每股股利	0.030	0.100	0.060	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.37%	15.53%	8.80%	54.92%	57.50%	66.32%
总资产收益率	4.09%	10.41%	5.41%	24.22%	24.90%	22.79%
投入资本收益率	8.31%	9.58%	11.79%	49.54%	52.62%	57.60%
增长率						
主营业务收入增长率	1.97%	-0.49%	5.19%	671.98%	44.19%	40.42%
EBIT 增长率	-1.70%	13.92%	41.69%	1275.81%	32.22%	25.27%
净利润增长率	-51.63%	140.48%	-41.10%	2142.90%	31.16%	24.74%
总资产增长率	-0.96%	-5.43%	13.27%	401.43%	27.61%	36.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.8	65.0	62.9	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	62.8	49.8	50.2	3.1	3.1	3.1
应付账款周转天数	37.9	41.4	46.9	75.0	65.0	85.0
固定资产周转天数	106.9	105.5	98.8	50.1	44.4	40.1
偿债能力						
净负债/股东权益	12.22%	-0.91%	-8.41%	-21.20%	-25.57%	-51.50%
EBIT 利息保障倍数	4.6	-53.1	-9.2	1,865.4	1,517.8	2,247.1
资产负债率	35.43%	24.63%	31.40%	54.44%	55.49%	64.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD