CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：N.A 元
当前股价：46.14 元
2017 年 04 月 24 日

韵达股份002120.SZ

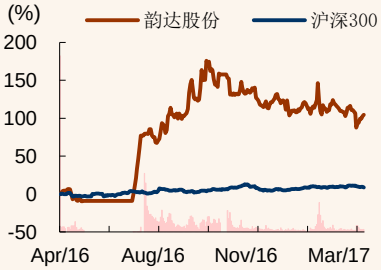
一季报表现靓丽，定增强化竞争优势

基础数据

上证综指	3130
总股本（万股）	101365
已上市流通股（万股）	9848
总市值（亿元）	468
流通市值（亿元）	45
每股净资产（MRQ）	3.7
ROE（TTM）	31.5
资产负债率	44.0%
主要股东	上海罗颉思投资管理
主要股东持股比例	56.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-23	85
相对表现	-7	-27	75



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《韵达股份（002120）—以流程为驱动，以 IT 为手段，不断扩大的同心圆》2017-04-18

2、《新海股份（002120）—“规则”与“狼性”并存，渐显“王者风范”》2016-09-19

常涛
010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

陈卓
021-68407470
chenzhuo5@cmschina.com.cn
S1090513070005

研究助理
袁钉
yuanding@cmschina.com.cn

事件：

公司披露 2017 年一季报。2017Q1，公司实现营收 18.92 亿元（+42.61%），归母净利润 2.79 亿元（+35.37%），扣非后归母净利润 2.69 亿元（+42.53%），基本 EPS 0.28 元（+21.74%），加权 ROE 6.95%（-0.9 pct）。同时，公司拟定增募集资金不超过 45 亿元，用于转运中心建设等项目。

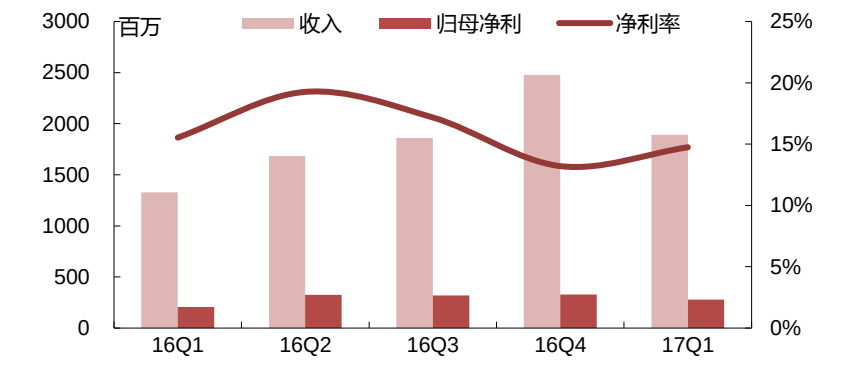
评论：

1、一季报表现靓丽，为全年业绩奠定基础

2017Q1，全国快递业务量为 75.9 亿件（+31.5%），增速较 16 年的 50.3%下降 18.8%；业务收入为 985 亿元（+27.4%），增速较 16 年的 34.8%下降 7.4%。

公司作为行业龙头企业，实现营业收入 18.92 亿元（+42.61%），营收增速远超行业增速，印证我们快递业集中度提升的观点；营业成本 13.49 亿元（+46.43%）；毛利 5.42 亿元（+33.92%），毛利率 28.67%（-1.86 pct）。公司销售费用和管理费用分别为 3482 万元（+24.77%）和 1.3 亿元（+17.48%），控制良好；实现营业利润 3.78 亿元（+43.36%），归母净利润 2.79 亿元（+35.37%）。

图 1：韵达股份季度收入和净利润



资料来源：公司数据、招商证券

由于春节因素，一季度为快递行业淡季，韵达 16Q1 实现归母净利 2.06 亿元，占全年利润的 17.5%，照此推算韵达 17 年有望实现 15-16 亿净利润，轻松完成 13.6 亿元业绩承诺。

2、定增募集资金不超过 45 亿元，强化网络能力

公司拟非公开发行不超过 2.03 亿股（不超过发行前总股本的 20%），募集资金不超过 45.17 亿元，用于智能仓配一体化转运中心建设等项目。

表 1：韵达股份定增募投项目

（万元）	项目	总投资	募集资金投入
1	智能仓配一体化转运中心建设项目	197,284	13,602
1.1	-宁波转运中心建设项目	17,188	13,602
1.2	-其他转运中心建设项目	180,096	-
2	转运中心自动化升级项目	205,243	205,243
3	快递网络运能提升项目	125,510	123,104
4	供应链智能信息化系统建设项目	69,661	69,571
5	城市快速配送网络项目	40,202	40,202
合计		637,900	451,721

资料来源：公司公告、招商证券

1）转运中心建设和自动化升级：公司计划在上海、宁波等地新建集快递、快运和仓配一体化的综合转运枢纽，并对部分转运中心设备进行全面自动化升级，提升公司的分拣、包装和转运能力，增强网络稳定性，提升效率并降低运营成本。

2）干线运力采购：公司拟采购拖挂车 1670 辆，厢货车 97 辆，提高干线运输效率和安全性，并降低运输成本。

3）信息化系统建设：通过投资信息系统，公司提高物流运输的时效性以及信息安全，促进业务操作标准化、规范化，提升大数据处理能力，为公司构建生态圈发展战略提供保障。

4）城市快速配送网络：公司在北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉、南京、苏州等 8 个重点城市，投资建设快递集散中心、配送网点，以及购置相应的车辆、信息化设备等，初步建成转运效率高、时效稳定的快速城市配送网络，提升同城快递的运转效率，拓展公司在高附加值快递产品的市场份额。

3、不断延伸产业上下游，夯实公司快递核心“生态圈”

2016 年，公司在快递产业链上开拓以智能快递柜、仓配一体化、配送增值服务等为内容的延伸服务。

智能快递柜：公司持续发展面向所有快递公司、电商物流使用的 24 小时自助开放平台--“丰巢”智能快递柜业务，以提供体验最佳的平台化快递收寄交互业务。目前，公司已和深圳丰巢、速递易、云柜、中集、富友等各大智能快递柜公司开展合作，合计日均投递量可达 55 万件。

仓配一体化：依托公司强大的运输配送资源及网络资源，旨在为客户提供一站式仓储配送服务。仓储与配送作为电子商务后端的服务，主要解决卖家货物配备（集货、加工、分货、拣选、配货、包装）和组织对消费者的配送。

配送增值服务：仓配一体化服务体系提供多种配送增值服务，一站式解决多变的供应链挑战，客户可灵活搭配各类定制化服务，打造客户专属的供应链解决方案。

4、孵化新业务，寻找新的增长点，不断扩大的同心圆

公司以快递为核心的“生态圈”（韵达快递），以多样化的产品及服务打通上下游、拓展产业链、画大同心圆，持续布局韵达国际（跨境业务）、韵达云仓、韵达商业等业务板块。

国际业务：截至 2016 年底，韵达股份已在 16 个国家或地区开通国际业务，海外主要国家网点布局初步成形，有力支撑着公司进出口业务、海外仓、保税仓清关等相关业务量持续增长。

云仓业务：借助公司庞大的网络平台和领先的信息化管理系统等，将仓储、运输、配送、数据服务等业务互联互通，形成"万仓联盟"，为上下游客户提供全方位的仓配一体化解决方案，目前公司可利用仓库资源达 200 余个，面积超过 70 万平米。

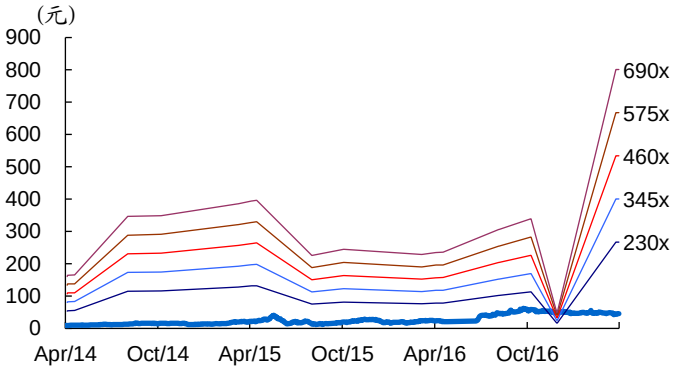
韵达商业：韵达 UDA 网上购物商城平台全新调整升级，国际馆、国内馆齐头并进，年货特产、骑士装备、全球购等主题性、元素性活动精彩呈现。

5、盈利预测与估值

不考虑送转对公司股本的影响，并假设公司定增在 18 年完成，我们预测公司 17/18/19 年 EPS 分别为 1.47、1.50、1.79 元，对应当前股价 PE 31.3/30.8/25.8 X。公司估值相对较低，短期业绩爆发力强，定增强化公司竞争优势，维持"强烈推荐-A"投资评级。

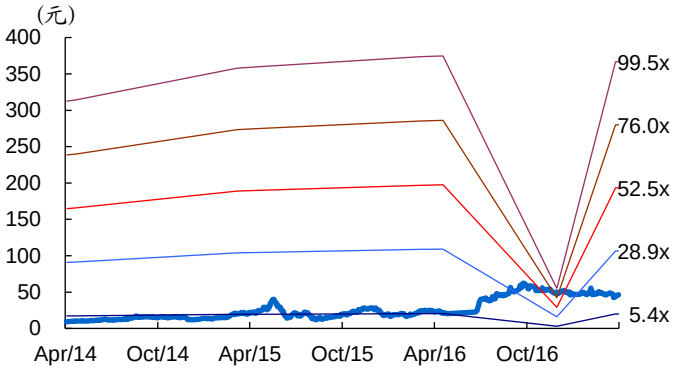
6、风险提示：电商 GMV 增速快速下滑

图 2：韵达股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：韵达股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2008	3220	4496	9500	11303
现金	348	433	671	4470	4838
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	139	261	358	471	605
其它应收款	288	89	122	160	205
存货	28	26	37	50	66
其他	1204	2411	3308	4350	5589
非流动资产	1697	3490	5037	6406	7618
长期股权投资	144	50	50	50	50
固定资产	1062	2332	3951	5384	6654
无形资产	150	650	585	527	474
其他	342	457	451	445	440
资产总计	**3706**	**6709**	**9532**	**15906**	**18920**
流动负债	1961	2923	4366	4691	5884
短期借款	30	0	641	0	0
应付账款	806	1472	2088	2828	3744
预收账款	297	355	503	682	902
其他	828	1096	1134	1181	1238
长期负债	27	32	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他	27	32	32	32	32
负债合计	**1988**	**2955**	**4398**	**4723**	**5916**
股本	68	1014	1014	1216	1216
资本公积金	687	596	596	4910	4910
留存收益	946	2123	3498	5023	6836
少数股东权益	17	21	27	33	41
归属于母公司所有者权益	1701	3733	5108	11150	12963
负债及权益合计	**3706**	**6709**	**9532**	**15906**	**18920**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	543	1968	1714	2203	2678
净利润	533	1177	1493	1824	2178
折旧摊销	155	248	453	631	788
财务费用	(1)	3	15	(1)	(37)
投资收益	(12)	(17)	(17)	(17)	(17)
营运资金变动	(128)	535	(235)	(240)	(242)
其它	(3)	22	5	7	8
投资活动现金流	(425)	(2744)	(2000)	(2000)	(2000)
资本支出	(391)	(1683)	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资	(34)	(1062)	0	0	0
筹资活动现金流	(20)	853	524	3596	(311)
借款变动	(687)	(24)	641	(641)	0
普通股增加	15	946	0	203	0
资本公积增加	613	(91)	0	4314	0
股利分配	0	0	(119)	(299)	(365)
其他	40	22	2	18	54
现金净增加额	99	77	238	3799	368

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5053	7350	10081	13251	17022
营业成本	3483	5060	7177	9723	12869
营业税金及附加	8	17	23	30	39
营业费用	106	146	181	225	255
管理费用	633	515	655	795	936
财务费用	(4)	1	15	(1)	(37)
资产减值损失	29	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	17	17	17	17
营业利润	811	1617	2046	2496	2976
营业外收入	33	38	38	38	38
营业外支出	34	62	62	62	62
利润总额	811	1593	2022	2472	2952
所得税	276	411	524	641	766
净利润	534	1181	1499	1831	2186
少数股东损益	1	4	5	7	8
归属于母公司净利润	533	1177	1493	1824	2178
EPS（元）	7.89	1.16	1.47	1.50	1.79

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	8%	45%	37%	31%	28%
营业利润	42%	99%	27%	22%	19%
净利润	25%	121%	27%	22%	19%
获利能力					
毛利率	31.1%	31.2%	28.8%	26.6%	24.4%
净利率	10.5%	16.0%	14.8%	13.8%	12.8%
ROE	31.3%	31.5%	29.2%	16.4%	16.8%
ROIC	30.0%	31.8%	26.4%	16.5%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	53.6%	44.0%	46.1%	29.7%	31.3%
净负债比率	1.1%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%
流动比率	1.0	1.1	1.0	2.0	1.9
速动比率	1.0	1.1	1.0	2.0	1.9
营运能力					
资产周转率	1.4	1.1	1.1	0.8	0.9
存货周转率	127.1	187.0	229.5	225.1	222.9
应收帐款周转率	55.0	36.7	32.5	32.0	31.6
应付帐款周转率	4.9	4.4	4.0	4.0	3.9
每股资料（元）					
每股收益	7.89	1.16	1.47	1.50	1.79
每股经营现金	8.04	1.94	1.69	1.81	2.20
每股净资产	25.19	3.68	5.04	9.17	10.66
每股股利	0.00	0.12	0.29	0.30	0.36
估值比率					
PE	5.8	39.7	31.3	30.8	25.8
PB	1.8	12.5	9.2	5.0	4.3
EV/EBITDA	26.9	13.5	9.8	7.9	6.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7 年券商从业经验，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得 2012-2016 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于 DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12 年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得 2012-2016 度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

王哲：北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。