

2017 年 4 月 19 日

何敏亮

C0070@capital.com.tw

目标价(元) 48.00

公司基本资讯

产业别	交通运输
A 股价(2017/4/19)	44.95
深证成指(2017/4/19)	10348.41
股价 12 个月高/低	63.1/20
总发行股数(百万)	1013.65
A 股数(百万)	98.48
A 市值(亿元)	44.27
主要股东	上海罗颢思投资管理有限公司 (56.53%)
每股净值(元)	3.68
股价/账面净值	12.21
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-9.3 -5.7 83.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

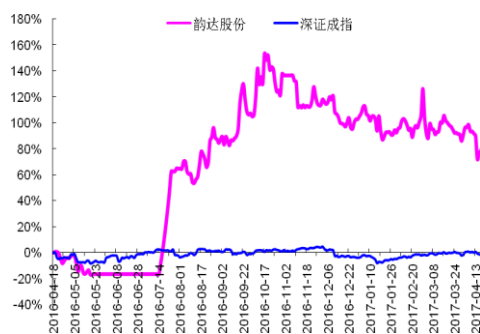
产品组合

快递业务	93.16%
物料销售	4.33%
其他	2.51%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	27.0%
一般法人	3.0%

股价相对大盘走势



韵达股份(002120.SZ)

BUY 买入

2016 年业绩增长 120.87%，毛利率领跑行业

结论与建议：

- **公司业绩：**韵达股份 2016 年实现营业收入 73.5 亿元，YOY+45.44%；实现归母净利润 11.77 亿元，YOY+120.87%；扣非后归母净利润 11.52 亿元，YOY+65.75%。其中 Q4 实现营业收入 24.78 亿元，实现归母净利润 3.27 亿元。符合业绩快报，略高于韵达在借壳时给出业绩承诺：2016-2018 年度扣非后归母净利润分别不低于 11.3 亿元、13.6 亿元、15.6 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.17 元（含税），股息率 0.23%，同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2 股。
- **快递行业保持高速发展。**2016 年中国快递行业完成业务量 312.8 亿件，YOY+51.3%，业务收入 3974.6 亿元，YOY+43.5%。2007-2016 年全国快递业务量和业务收入 CAGR 分别为 44%和 31%。中国快递行业当前超速发展的大背景下，2016 年韵达完成业务量 32.14 亿件，YOY+48.25%，市占率保持在 10%，公司业务量和营收增速基本与行业保持同一水准。运能方面：公司已在全国设立了 55 个自营枢纽转运中心，常规干线 4200 多条，派送车辆 20000 余辆；拥有 3000 多家加盟商及 20000 余家网点。
- **毛润率继续领跑行业。**在行业运单价格下降的背景下，公司通过大数据分析优化运输路线，提高单车载运率并实施加盟商自跑策略，提升运输效率，降低运营成本。虽然 2016 年公司每票收入同比下跌 1.9%，但成本也同样下降了 2%，使得公司毛利率还微增 0.1 个百分点至 31.2%，继续领跑行业。
- **管理费率大降成为利润增长最主要因素。**由于去年实施股权激励，公司最主要的管理费用率大幅下降，成为了公司 2016 年业绩大幅增长的最主要动力。具体来看，在营收大增 45.4%的背景下，公司的管理费用仅增长 18.5%，使得公司管理费用率同比大降 5.5 个百分点至 7.0%，直接给公司增厚营业利润 4 亿元。
- **所得税率回到正常水准增厚利润。**所得税率回归正常也给公司由于 2015 年同期发生股份支付费用推动当期实际所得税率大增，加之 2016 年利润总额同比快速增长 96.45%，本报告期内实际所得税率同比大幅回落 8.3 个百分点至 25.8%，进一步增厚利润 1.3 亿元。
- **信息化、水平行业领先。**韵达是较早使用公司管理、仓储管理、运输管理等资讯系统的快递公司，现拥有包括以上系统在内的 13 套资讯处理平台、50 多套资讯系统，已实现公司全网资讯化管理。2016 年公司研发投入 3176 万元，YOY+127.14%；截至 2016 年公司员工 9666 人，其中研发人员 302 人，占比 3.12%，高于申通的 2.24%和顺丰的 1.68%。
- **行业展望。**快递行业“十三五”规划提出建设“快递航母”，目标到 2020 年全行业收入规模达到 8000 亿元，形成 3-4 家年业务量超百亿件或年业务收入超千亿元的快递企业集团；培育 2 个以上具有国际竞争力和良好商誉度的世界知名快递品牌。2016 年中国人均快递使用量约 23 件/人，相比美国等成熟市场每年约 40 件/人的水准仍有较大上升空间。我们预计未来快递行业将保持 30%左右的增速。

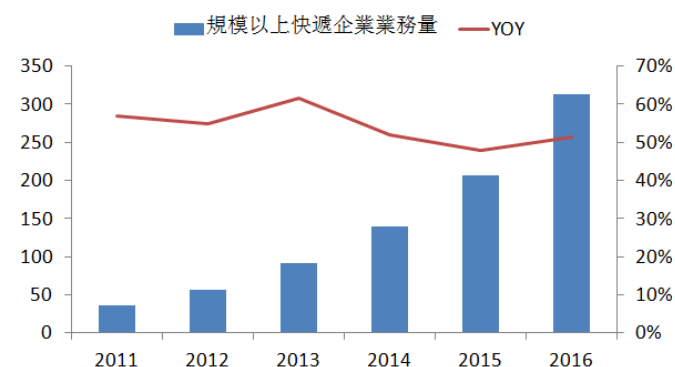
■ **盈利预测:** 预计公司 2017、2018 年可分别实现净利润 15.65 亿元 (YoY+32.95%, EPS 为 1.544 元)、19.07 亿元 (YoY+21.83%, EPS 为 1.881 元)。目前股价对应 2017、2018 年 PE 为 28x 和 23x, 估值为上市快递企业中较低, 给予买入的投资评级。

■ **风险提示:** 行业增速大幅放缓, 竞争激烈单价锐减。

..... 接续下页

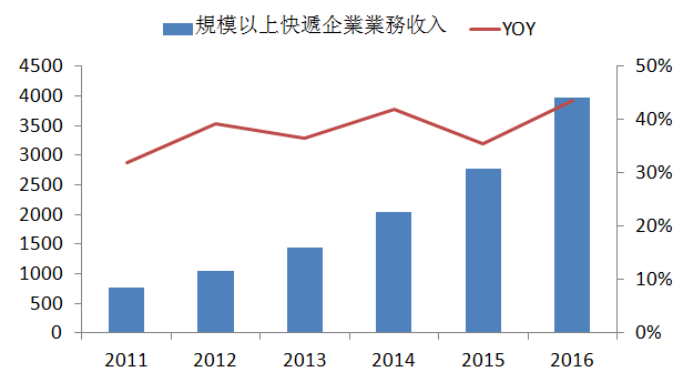
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	170	424	532	1,177	1,565	1,907
同比增减	%	--	149.50%	25.49%	120.87%	32.95%	21.83%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.24	8.07	7.89	1.16	1.54	1.88
同比增减	%	--	149.50%	-2.25%	-85.29%	32.95%	21.83%
A 股市盈率 (P/E)	倍	2.48	1.47	3.40	43.40	28.38	23.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.03	0.10	0.06	0.12	0.12	0.12
股息率 (Yield)	%	0.37%	0.85%	0.22%	0.23%	0.27%	0.27%

图 1: 全国规模以上快递企业业务量 (单位: 亿件)



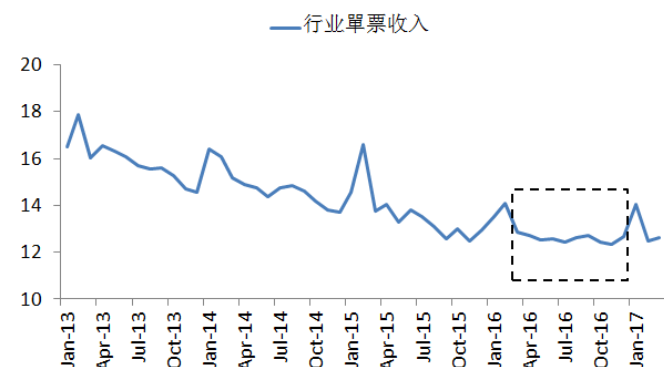
数据来源: 国家邮政局, 群益证券整理

图 2: 全国规模以上快递企业业务收入 (单位: 亿元)



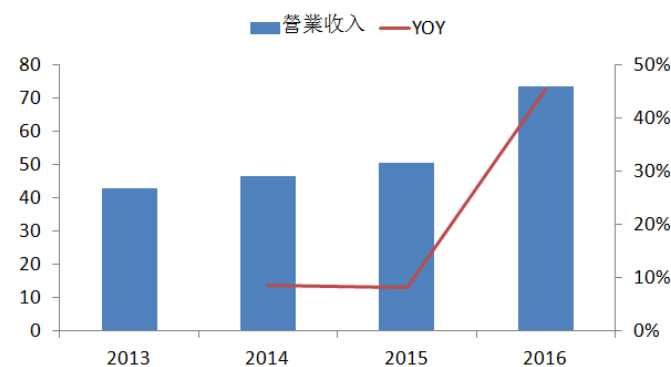
数据来源: 国家邮政局, 群益证券整理

图 3: 行业平均单件收入 (单位: 亿元)



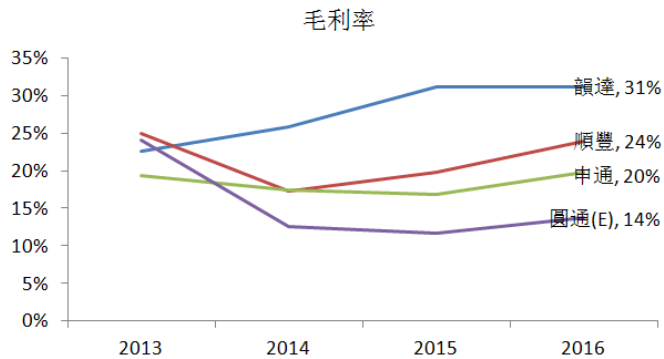
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 4: 韵达股份营业收入 (单位: 亿元)



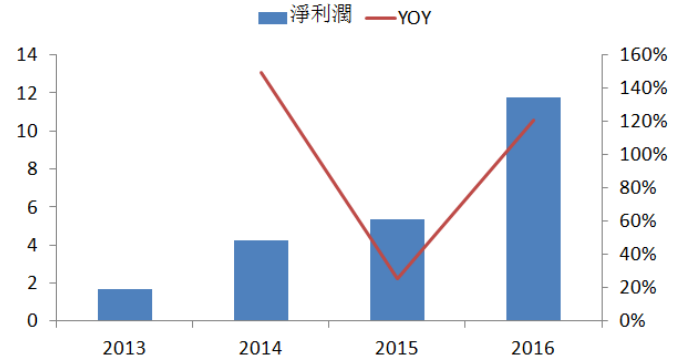
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 5: 同行毛利率比较



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 6: 韵达股份归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

表 1: 韵达股份资讯化平台

SAP 管理系统	实现财务业务一体化, 为韵达货运的业务和财务资讯整合、提高管理透明度和管理效率奠定基础。
Teradata 资料仓库平台	目前拥有 9 台存储, 3 台网络附属存储, 400 多台伺服器, 通过专业资料软体, 构建了有效的快递行业模型和商务智慧平台, 建立了有效支持业务的商务智慧平台。
ORACLE OTMS 运输管理系统	通过大资料的路由推演优化路由线路, 提高运能和网路效率, 有效提高运输效率和节约成本。
SOA/BPM workflow 平台	保障了业务的连续性, 系统的稳定性和安全性在行业前列。
V9 结算系统	协助网点加强管理, 有序结算, 提升效益, 韵达自行研发的结算系统, 目前已支援普通网点与分部、服务部、业务员/客户之间的结算。

数据来源: 公司公告, 群益证券整理

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业额	4303	4673	5053	7350	9724	11912
经营成本	3332	3466	3483	5060	6694	8200
毛利	971	1207	1571	2290	3030	3711
营业税金及附加	145	8	8	17	24	30
销售费用	198	117	106	146	194	238
管理费用	369	491	633	515	681	834
财务费用	2	1	(4)	1	0	0
资产减值损失	6	29	29	11	15	15
投资收益	4	8	12	17	20	20
营业利润	255	570	811	1617	2135	2614
税前利润	293	606	811	1593	2115	2594
所得税	110	178	276	411	550	688
少数股东权益	13	3	1	4	0	0
净利润	170	425	533	1177	1565	1907

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	379	389	348	433	1043	1531
存货	23	27	28	26	27	29
应收帐款	49	44	139	261	274	288
流动资产合计	990	1147	2008	3220	2045	2548
长期投资净额	50	51	144	50	53	55
固定资产合计	650	762	1062	2332	2449	2571
在建工程	73	193	213	105	110	116
无形资产及其他资产合计	59	152	150	650	683	717
资产总计	1991	2480	3706	6709	6128	7091
流动负债合计	1392	1433	1961	2923	897	73
长期负债合计	25	15	27	32	34	36
负债合计	1417	1448	1988	2955	931	108
少数股东权益	19	15	17	21	22	23
股东权益合计	574	1032	1718	3754	5198	6983
负债和股东权益总计	1991	2480	3706	6709	6128	7091

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	787	543	1071	857	685	548
投资活动产生的现金流量净额	(693)	(425)	(1210)	(968)	(581)	(465)
筹资活动产生的现金流量净额	(67)	(20)	(32)	(16)	(13)	(10)
现金及现金等价物净增加额	26	99	(169)	(128)	91	73

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。