

韵达股份(002120.SZ)

家用轻工行业

评级：买入 维持评级

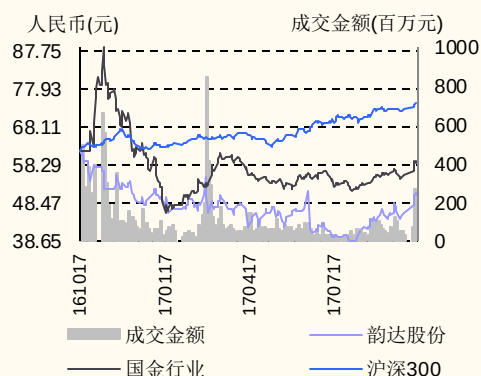
公司研究

市场价格(人民币): 51.15 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)	97.44
总市值(百万元)	62,262.53
年内股价最高最低(元)	62.16/38.65
沪深 300 指数	3921.00
深证成指	11399.09



相关报告

1. 《业务量增速跑赢行业，经营效率将持续提升-韵达股份公司点评》，2017.8.25
2. 《成本管控效果显著，“一体两翼”构建快递生态圈-韵达股份公司点...》，2017.4.19
3. 《成本管控能力出色，长期成长性突出-韵达股份公司深度研究》，2017.3.17
4. 《韵达借壳顺利过会，全年业绩有望超预期-新海股份公司点评》，2016.11.9
5. 《快递业务量高速增长，全年业绩有望超预期-新海股份公司点评》，2016.10.31

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

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

重视产能升级替换，快递调价或预示行业竞争拐点

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.332	1.161	1.339	1.721	2.353
每股净资产(元)	3.77	3.68	5.51	7.57	10.40
每股经营性现金流(元)	0.96	1.91	1.34	2.65	3.06
市盈率(倍)	81.30	43.40	37.78	29.41	21.50
行业优化市盈率(倍)	23.82	23.82	23.82	23.82	23.82
净利润增长率(%)	-41.10%	2263.06%	38.49%	28.47%	36.76%
净资产收益率(%)	8.80%	31.53%	29.20%	27.28%	27.17%
总股本(百万股)	150.28	1,013.65	1,217.25	1,217.25	1,217.25

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

投资逻辑

- **数量质量双提升，单位利润仍有增长空间：**自 2015 年下半年开始，公司申诉率出现明显下降；随着服务质量好转，业务量增速上升，在 2017 年上半年增速超行业增速，市占率达到 11.4%。行业价格战趋缓，单位收入降幅收窄；公司成本管控能力优秀，待自动化及信息化水平进一步提升，行业趋稳，单位利润仍有增长空间。
- **短期现金流充裕，重视产能更新缓解营运成本增加压力：**资产负债角度来看，由加盟制销售及采购模式决定，公司具备低应收账款、高预收账款、高应付账款的特点，所以短期现金流充沛；相比较其他快递公司，韵达更加注重于设备的更新与替换，所以在资本开支过程中，营运成本增加相对较小。
- **拟募集资金约 41 亿元，持续推升经营效率，成本管控能力或将提升：**公司现拟募集资金不超过 41.15 亿元，此次募投资金主要强调高质量产能置换及购买土地，其主要目的是使原有运行更加稳定及高效，有利于持续优化快递产品全程时效、提升客户服务体验度、集中优势资源扩大市场份额，并且在财务报表上体现新增的是折旧费用，取代原有的租赁或人工费用，或对利润有积极正面影响。
- **韵达进军快运行业，调整快递价格寻求公司长远稳定发展：**韵达快运业务于 2017 年 10 月 10 日正式启动，此举是公司多元化业务发展重要一步，同时满足日益上涨的“大件”需求，更为未来提供“一体化”物流服务夯实基础。近日中通、韵达及圆通发布公告调整快递价格，我们认为此轮涨价是快递公司在面对行业增长压力下的选择，以此来保障公司利润和服务质量以寻求长远成长与发展；同时释放了一些积极信号，价格战或在短期告一段落，未来快递企业或更加注重服务品质来提升收益水平。

投资建议

- 我们预计韵达股份 2017-19 年 EPS 为 1.34/1.72/2.35 元/股。快递企业公告涨价，行业价格战竞争或出现拐点；公司利润层面，高服务质量保障超行业的业务量增速，单位利润依旧有下降空间；资产负债方面，短期现金流充沛，重视产能更新营运成本增加压力小；定增强调产能置换及物业自有率提升，持续推升经营效率，对业绩或有积极影响；进军快运业务，拓展多元化、一体化服务。给予“买入”评级。

风险

- 宏观经济波动，行业竞争加剧，电商增速放缓。

内容目录

数量质量双提升，单件净利依旧有增长空间.....	3
业务量增速超行业平均，投诉率逐步走低.....	3
单件收入降幅收窄，成本管控优秀.....	3
行业竞争格局趋稳，单件费用或将进一步下降.....	4
现金管理能力强，强调产能更新.....	5
定增：机械设备升级换代、物业自有化率提示利好中长期业绩表现.....	8
韵达进军快运业务，业务多元化发展，前瞻布局“一体化”服务.....	10
中通韵达拟调整快递价格，谋求公司长远稳定发展.....	11
盈利预测.....	12

图表目录

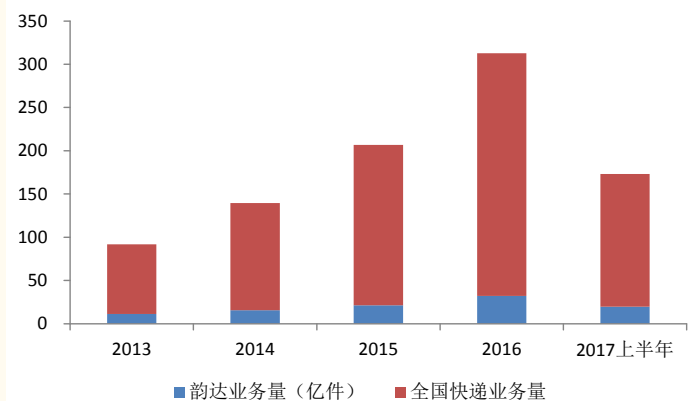
图表 1：韵达及全国快递业务量（亿件）.....	3
图表 2：全国快递业务量及韵达业务量同比增速.....	3
图表 3：全国快递行业及韵达月申诉率（有效申诉件数/百万件快件）.....	3
图表 4：韵达股份快递业务单件收入.....	4
图表 5：快递行业单件收入变化.....	4
图表 6：快递业务单件收入、成本及毛利.....	4
图表 7：三公司快递业务单件毛利变化对比（调整为可比口径）.....	4
图表 8：公司单件收益分析.....	5
图表 9：利润表、资产负债表对应状况.....	5
图表 10：三家公司资产负债科目对比.....	6
图表 11：三家公司固定资产原值增速.....	6
图表 12：三个公司单件成本变化（剔除派送费，考虑自营）.....	7
图表 13：三家快递公司 2017 半年度在建工程列表.....	7
图表 14：募集资金投向.....	8
图表 15：转运中心自动化升级项目预计投入进度.....	8
图表 16：快递网络运能提升项目.....	9
图表 17：2014 年 29 个物流节点城市仓库租金均有增长.....	9
图表 18：绝大多数物流节点城市仓库空置率下降.....	9
图表 19：韵达定增仓配一体化转运中心假设土地投入项目.....	10
图表 20：百世快递及快运网络建设（截止 2017 年 3 月）.....	10
图表 21：圆通快运增值服务.....	10
图表 22：中通快运增值服务.....	10
图表 23：韵达股份盈利预测.....	12

数量质量双提升，单件净利依旧有增长空间

业务量增速超行业平均，投诉率逐步走低

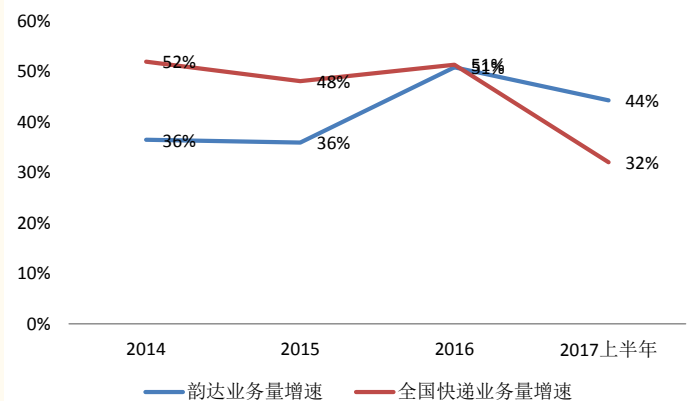
- 韵达股份 2016-2017 年这一阶段业务量出现超行业增速的快速增长；在 2016 年韵达业务量增速达到 51% 与行业增速持平，进入 2017 年行业增速开始下滑，但韵达一直保持着超过行业的增长速度，上半年韵达业务量达到 19.67 亿件，同比增长 44%，行业业务量同比增速为 32%。这导致公司市占率在 2013-2015 持续下滑后，2016 年开始出现回升，致 2017 年上半年市占率达到 11.4%。

图表 1：韵达及全国快递业务量（亿件）



来源：wind，国金证券研究所

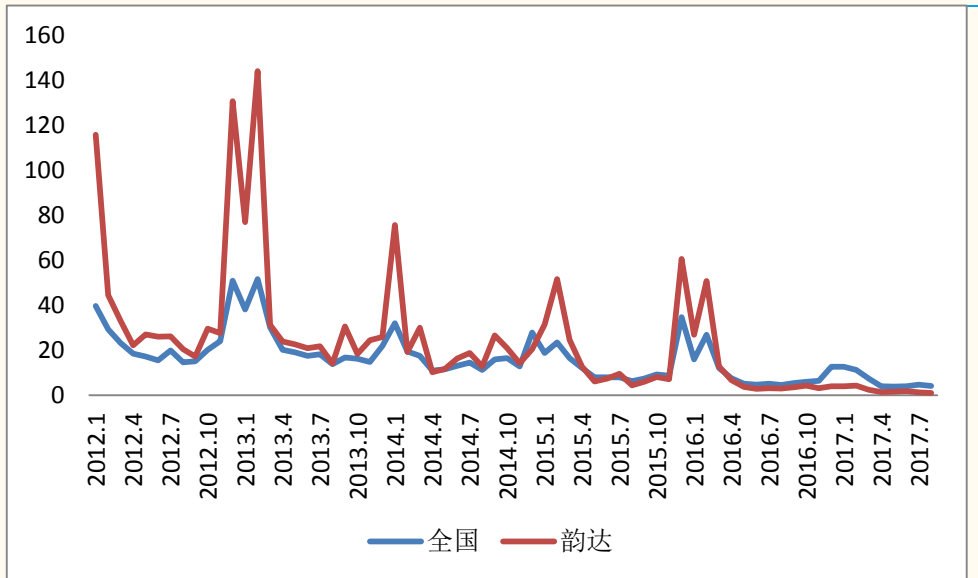
图表 2：全国快递业务量及韵达业务量同比增速



来源：wind，国金证券研究所

- 我们认为公司业务量提升与其逐步提升的服务质量相关。从国家邮政总局每月公布的快递申诉率情况来看，2012-2014 年间，韵达申诉率高于行业平均水平，尤其在每年的旺季，差异更加明显；这与在这期间公司业务量增速低于行业水平，并且市占率出现下降的现象相符。但其申诉率水平一直在好转，直至 2015 年下半年开始出现明显低于行业平均水平，直至 2017 年 8 月，公司申诉率水平仅高于京东及苏宁，明显低于以品质著称的顺丰。

图表 3：全国快递行业及韵达月申诉率（有效申诉件数/百万件快件）

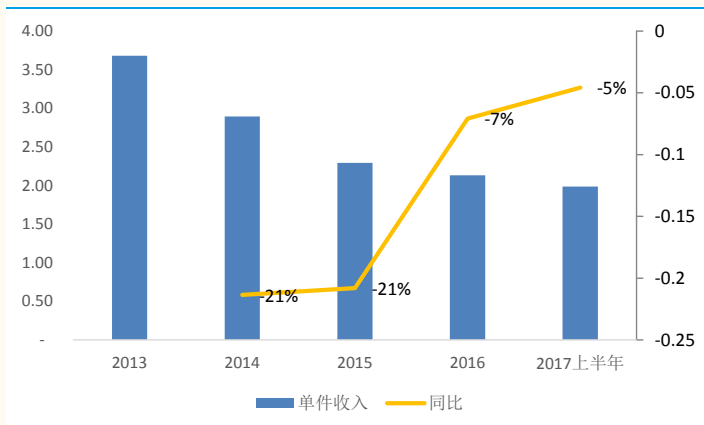


来源：国家邮政总局，国金证券研究所

单件收入降幅收窄，成本管控优秀

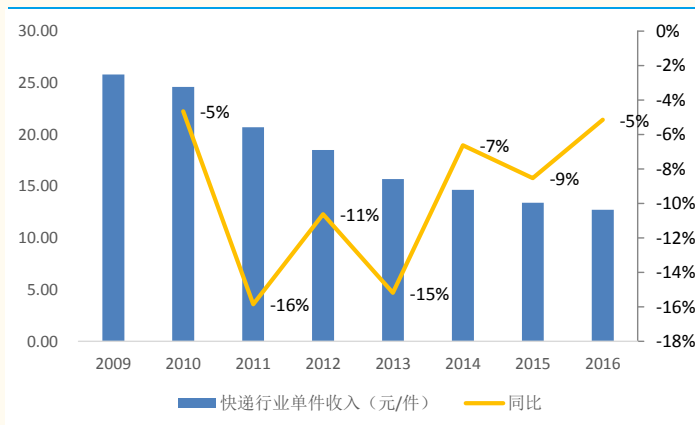
- 韵达的件单收入包括面单费及中转费，自 2013 年以来件单收入由 3.68 元/件，下降至 2016 年的 2.29 元/件，降幅 37.7%；其中件单面单费降幅 14%，件单中转费降幅 53%。同期，行业件单收入从 15.69 元/件下降至 12.71 元/件，降幅 19%。韵达为加盟制快递企业，其向加盟商收取的面单及中转费用，可以看作行业件单收入的一部分。在价格战中，快递企业件单收入的降幅大于行业，可见价格战中大部分的价格损失转移给了快递公司而非加盟商。但随着价格战趋缓，公司件单收入降幅也在逐步收窄，2017 年上半年同比降幅仅为 5%。

图表 4：韵达股份快递业务件单收入



来源：公司财报，国金证券研究所

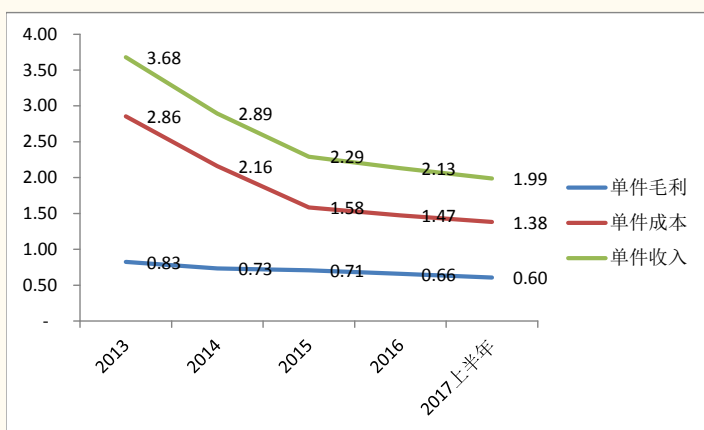
图表 5：快递行业件单收入变化



来源：公司财报，国金证券研究所

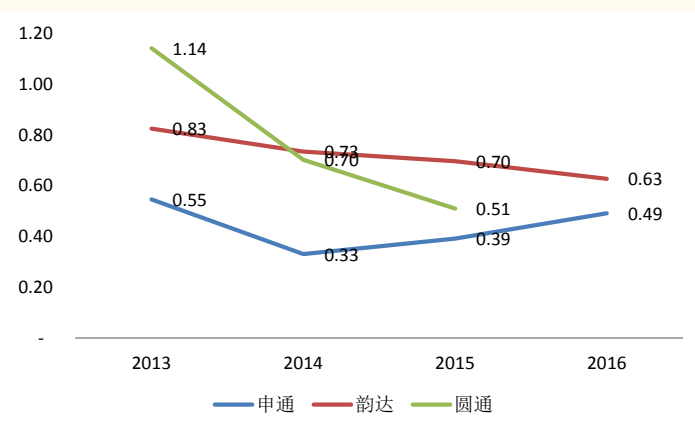
- 但相比较其他加盟制快递公司，韵达由于具备优秀的成本控制体系，即使在件单收入趋势性下降的情况下，件单毛利依旧保持在较高的位置。从件单成本上来看，电子面单的普及率已经处于较高位置，但中转中的机械自动化及信息化水平及使用率依旧有较高的提升水平，该部分成本依旧有较大的下降空间。

图表 6：快递业务件单收入、成本及毛利



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 7：三公司快递业务件单毛利变化对比（调整为可比口径）



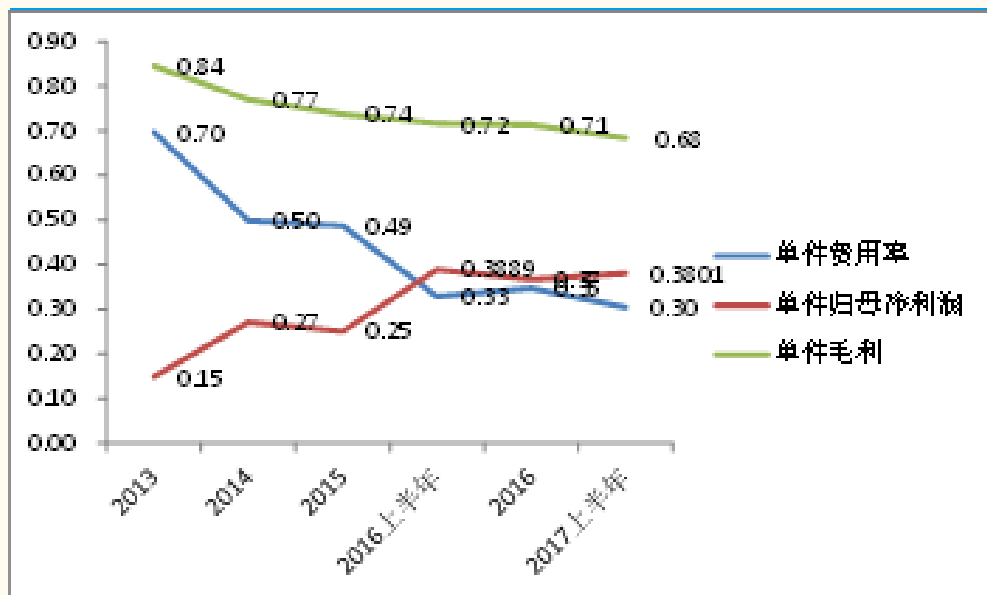
来源：公司财报，国金证券研究所

行业竞争格局趋稳，件单费用或将进一步下降

- 从件单费用的变化，可以看到规模效应对于快递公司的影响。随着公司业务量的提升，与销售管理相关的费用变化不大，导致公司件单费用从 2013 年的 0.7 元/件，下降至 2017 年年中的 0.38 元/件，这也是在件单毛利下降过程中，件单净利润依旧保持上涨的主要原因。但是近 2 年即使行业及公司业务量保持较高增速，件单费用下降速度开始放缓，我们认为由于近几年行业竞争加剧同时各公司均面临转型发展的关键时期，销售类及管理人

员的引进等增加公司竞争实力的动作均会增加公司费用支出。随着行业竞争格局趋稳，单件费用或将进一步下降。

图表 8：公司单件收益分析



来源：公司财报，国金证券研究所

- 综上，公司利润情况主要由业务量及单件利润决定。业务量来看，由于公司服务质量逐步增强，超行业增速的业务量增长或成为常态；即使在行业增速下滑的环境中，公司业务量增速也有可能大概率保持稳定。单件利润来看，行业价格战趋缓，并且价格损失转移到公司的比例也在下降；随着资本开支趋稳，信息化自动化达到一定水平，单件成本及费用都会随之下降。

现金管理能力强，强调产能更新

图表 9：利润表、资产负债表对应状况

利润表科目	资产负债表科目	项目
收入	应收账款	周转天数，应该主要为加盟商中转费用
	其他应收款	关联方往来款
	预收账款	预收面单费及派费
	递延收益	政府补助
成本+费用	预付账款	路桥及水电费
	固定资产	机械设备，运输设备，房屋
	在建工程	主要是中转中心
	无形资产	土地使用权及软件
	应付账款	应付运输费/工程款/设备款
	应付票据	
	其他应付款	押金保证金
	应付职工薪酬	员工+派遣员工

来源：国金证券研究所

对于加盟制的快递公司，资产负债表可以着重体现公司现金管理问题及公司近期资本开支状况。

(1) 现金使用情况

- 从公司的销售及采购模式来看，加盟制快递公司具备极良好的现金归集能力。销售模式中，加盟商要预先缴纳预付款，所以从账面上我们看到 2016 年年末公司应收账款为 2.6 亿元，周转天数小于 10 天；而预收账款 3.55 亿元，约占全年总收入的 5%。

而公司采购较多的为陆路运输服务、设备及材料等，账期一般为 1-2 个月；2016 年年末应付账款为 14.7 亿元，周转天数为 82 天。

从借款情况来看，公司长期及短期借款金额均较小，短期资金状况相对良好。我们以货币资金+银行短期理财产品来界定公司短期可用资金，韵达在 2016 到 2017 年该金额约稳定在 24 亿元左右。

- 对比申通和圆通相关数字韵达的应收账款周转能力及预收账款占比情况在行业中属于平均水平，但是其在采购模块，对供应商具有较强的议价能力，应付周转天数较长，所以短期现金流动方面较为灵活。

从可用现金来看，申通及圆通由于借壳上市时分别募集配套资金 28 亿和 23 亿元，排除该因素申通及圆通可用资金约 20-30 亿左右。所以在现金持有方面，三家公司表现大约一致。

图表 10：三家公司资产负债科目对比

(元)	韵达	申通 (含派送费)	圆通 (含派送费)
应收账款	261,180,137.25	655,671,436.00	189,378,796.35
周转天数	10	25	4
预收账款/营收	5%	6%	4%
应付账款	1,471,940,982.65	600,748,691.00	1,537,467,355.97
周转天数(剔除派送成本)	82	71	58
短借+长借	0	200,000,000.00	0
货币资金+短期理财	2,423,256,439.52	4,852,518,570.00	5,956,078,172.43

来源：公司财报，国金证券研究所

(2) 资本开支情况

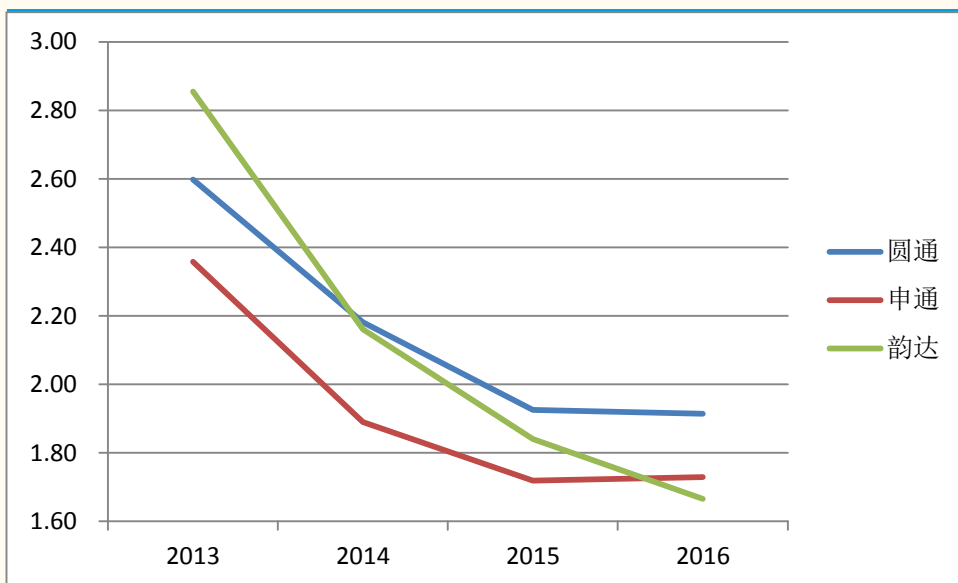
- 快递公司自 2016 年上市热潮之后，均加快了资本开支，其中加盟制中韵达对于固定资产新增投入是最快的。2016 年公司固定资产原值增加 106%，远超申通及圆通，并且其主要购进的为机器设备和运输设备，我们看到房屋建筑物增速一般，所以机械设备购买或侧重于更新换代；申通注重运输设备购置，而圆通更注重房屋建筑物与机器设备共同增长，说明其在 2016 年进行了数量及规模上的扩张。
- 由于在固定资产中折旧年限较长的房屋及机械设备占比较高，导致每年折旧对成本影响并不大，每年固定资产折旧在 1.5-2 亿左右。但是新增设备会相应的产生人工及运营成本，并且新增设备收益状况需要一定时间培养，对于成本及收益状况会有一定负面影响。所以在 2016 年，仅有进行设备更新的韵达单件成本有明显下降，进行产能新增的申通及圆通单件成本仅有微幅变化。

图表 11：三家公司固定资产原值增速

2016 固定资产账面原值增速	房屋与建筑物	机器设备	运输设备	电子设备	办公设备	合计
韵达	43%	129%	344%	24%	-2%	106%
申通	26%	-6%	188%	15%		37%
圆通	93%	76%	-13%	8%	90%	58%

来源：公司财报，国金证券研究所

图表 12：三个公司单件成本变化（剔除派送费，考虑自营）



来源：公司财报，国金证券研究所

- 从目前在建工程情况来看，2016 年韵达仅有孝感中转中心在建设中；申通分别有华东分拨扩建项目、申通快递产业园等 15 个项目在建设中；而圆通有浙北转运中心、贵州分拣中心等约 20 个项目在建设中。而韵达定增预案中也强调未来转运中心的建设会是对现有转运中心的补充和升级，所以对于额外的运营成本增加相较于依旧注重数量及规模扩张的公司压力会更小一些。

图表 13：三家快递公司 2017 半年度在建工程列表

韵达在建工程	圆通在建工程
孝感转运中心	圆通速递（东莞）区域管理总部项目
	圆通速递贵州分拣中心建设项目
申通在建工程	华中转运中心仓储物流中心（武汉）项目
华东分拨扩建项目二期	圆通中转中心浙北总部项目
华东分拨扩建项目三期	圆通速递（南昌）总部基地项目
申通快递产业园一期工程	圆通速递浙中总部基地项目金华
申通快递产业园二期工程	圆通速递豫南区域总部项目
直线式总包初分系统	圆通速递（苏皖）区域总部基地项目
陕西瑞银场地筹建	圆通速递（南通）总部项目
长春转运中心项目	圆通速递辽宁区域总部项目
输送机设备	圆通速递西北转运中心项目（二期）
湖北转运项目二期工程	圆通速递浙东总部项目
浙江申通实业基建工程	圆通速递华北区域（天津）总部项目
浙江申通实业室	圆通速递（浙南）区域总部项目
申通（浙中）电商快递运营基地	圆通速递（皖南）区域管理总部项目
其他零星工程	圆通速递杭州航空项目
辽宁盘锦厂房	圆通速递华东管理区总部及转运中心项目
瑞丰基建工程	等……

来源：公司财报，国金证券研究所

定增：机械设备升级换代、物业自有化率提示利好中长期业绩表现

- 公司于 2017 年 9 月 29 日公告调整后定增预案：本次非公开发行股票发行对象为符合证监会规定的不超过 10 名投资者；发行数量不超过本次发行前上市公司总股本的 20%，即 243,239,726 股；募集资金总额不超过 41.15 亿元；用于智能仓配一体化转运中心建设项目、转运中心自动化升级项目、快递网络运能提升项目和供应链智能信息化系统建设项目（调整预案将城市快速配送网络项目扣除）。
- 此次韵达定增重点强调转运中心升级及提升转运中心物业自有化比率；公司拟对现有的 55 个转运中心进行全面自动化升级，总投资金额约 20.5 亿元；公司 55 个转运中心现自有土地有 8 块，定增预案中涉及购买 7 块，另外还有 30 块转运中心租赁土地没有在定增预案中；定增预案中提到的 7 块土地购买预计将投入 6.3 亿元。

图表 14：募集资金投向

序号	项目名称	总投资金额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
1	智能仓配一体化转运中心建设项目	197,283.92	13,601.69
1.1	-宁波转运中心建设项目	17,187.65	13,601.69
1.2	-其他转运中心建设项目	180,096.27	-
2	转运中心自动化升级项目	205,243.08	205,243.08
3	快递网络运能提升项目	125,510.00	123,104.00
4	供应链智能信息化系统建设项目	69,661.00	69,570.60
合计		597,698.00	411,519.37

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 升级换代

在转运中心自动化升级项目中，公司计划 20.5 亿在未来 3 年全部用来购买自动化分拣设备，其中智能化设备 102 套，小件分拣设备 8 套；

考虑增加设备对于利润表影响，机械设备折旧年限为 10 年，残值率 5%，年折旧率 9.5%，每年多产生折旧约 2 亿元，一般一个工人一年工资约为 6 万元，一套设备年产生折旧 20 万，若一台设备可为公司节省 3 个员工，在利润表上就可以抵消负面影响；

若考虑自动化设备带来的效率提升，在业务量大的情况下，自动设备每小时处理件数是人工的几倍，所以可以降低单件在快递系统中的流转时间，节省时间成本；并且自动化分拣设备可以降低分拣错误率，提升服务质量，间接提升品牌形象，并且拉动业务量增长。

图表 15：转运中心自动化升级项目预计投入进度

项目名称	拟采购设备单价（万元）	2017	2018	2019	投资金额（万元）
智能化全自动分拣设备	1143/套	59	28	15	116,600.00
配套自动/半自动分拣设备	0.82/米	30865	11478	6966	40,403.43
小件分拣专用设备	50/套	8			400.00
传输带	0.45/米	21364	1804	4952	12,654.00
伸缩机	15/台	1840	276	230	35,185.64
总计		130,346.03	46,364.12	28,532.92	205,243.07

来源：公司公告，国金证券研究所

另外在运能方面，公司也有计划采购一批拖挂车及厢货车。运输设备使用年限一般为 5 年左右，截至 2017 年上半年，公司运输设备的折旧率为

23%，平均使用一年多，所以此次采购车辆主要意在提高自购车辆比重，尤其是干线运输能力。

图表 16：快递网络运能提升项目

车型	2017	2018	2019	投资金额（万元）	单价（万元）
拖挂车	304	620	746	122,745	73.50
厢货车	97	-	-	2,765	28.51
合计	401	620	746	125,510	

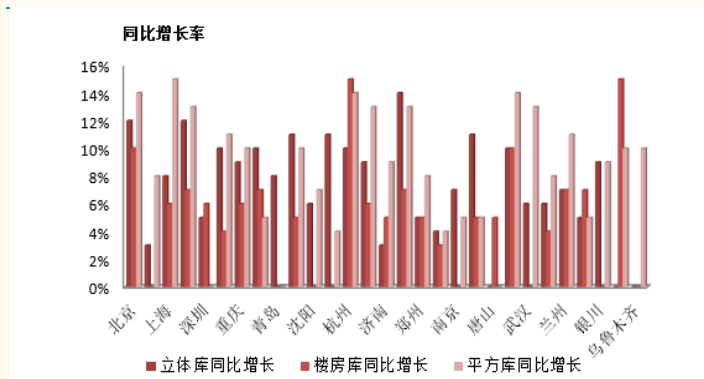
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 提升物业自有率

定增预案也强调要通过购买土地来调高物业的自有化率。现公司大部分的转运中心土地都是通过租赁取得的。近几年，物流仓储等租金均处于上涨趋势中。

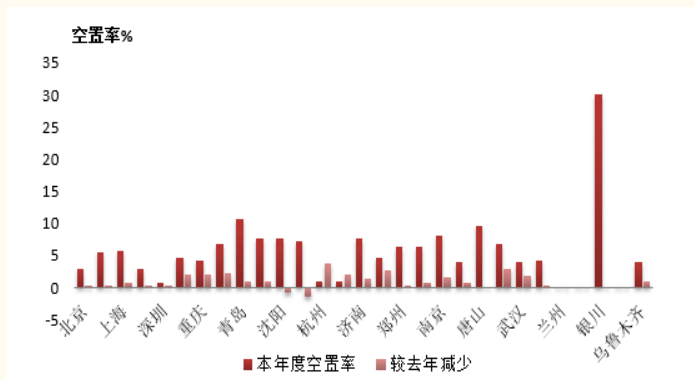
物流地产是很大程度上依赖租金收益的行业，要满足目前需求的增长，需要大规模开发土地。我国的高端物流设施有超过 60%集中在一线城市，拿地难的问题已经完全显现出来。一方面，政府积极推行集约用地，同时逐年下调城市工业用地指标。2014 年 9 月 1 日施行的《节约集约利用土地规定》中指出，对特大城市新增建设用地严格限制，并将逐渐减少。另一方面，物流地产相比住宅和商业地产土地出让金低、税收贡献较低、土地利用率低，因此政府为了把土地换成更多的财政收入，在项目审批的时候不大可能单独批准大片土地建设流基础设施。我国目前物流土地长期的供需不平衡，使得物流用地的空置率迅速下降，租金直线上涨。在过去 5 年，按同样本比较，上海优质物流仓储市场的租金年复合增长率达 5.8%。

图表 17：2014 年 29 个物流节点城市仓库租金均有增长



来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

图表 18：绝大多数物流节点城市仓库空置率下降



来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

公司自己购买土地有利于规避未来租金上涨过快带来的成本上升，或者避免租赁合同的不确定性。现公司每年租赁成本约为 2 亿元，此次定增 6 块土地投入 6.3 亿元，假设剩余 30 块土地仍需要土地 30 亿元，加上公司现有土地使用权 7 亿元，共计土地使用权 45 亿元，土地摊销 50 年，每年摊销成本也不到 1 亿元，所以购买土地代替租赁会减少公司部分成本。

另外在自有土地的基础上，公司可以开展仓配一体建设，为客户除了提供快递服务外，提供集仓储和配送于一体的综合服务。相比较快递行业，综合物流市场空间更大。以大学生网购频率测算，2016 年快递行业极限市场空间为 1.5 万亿；按国外物流费用占 GDP 比例及国内适合使用第三方物流行业 GDP 占比计算，国内第三方物流市场空间或达 4 万亿。而具备多种物流业务就是实现综合物流服务的基本条件，所以公司提前布局仓储、购买土地也为未来发展多元业务提供有力支撑。

图表 19：韵达定增仓配一体化转运中心假设土地投入项目

土地投入	万元
宁波转运中心	3,585.96
上海转运中心	49,891.98
芜湖转运中心	2,413.31
泰州转运中心	2,100.00
济南转运中心	3,900.00
盘锦转运中心	1,300.00
总计	63,191.25

来源：公司公告，国金证券研究所

韵达进军快运业务，业务多元化发展，前瞻布局“一体化”服务

区别于快递，快运的运输对象在重量、数量和体积方面都比快递的运输对象大，快递主要针对中小件运输，重量限制在 50kg，而快运则可实现对 60-180kg 电商大件、180-600kg 标准零担、600-1000kg 大零担的运输以及对 1000kg 以上货物的整车运输。此外，在网络建设方面，由于快递“门到门”及快运“点到点”的不同派送特点，快递的网络覆盖面积大且密集，而快运的网点及班线数量均少于快递。我们以从事快运业务较早的百世快运为例，截止 2017 年 3 月，百世快递拥有全国 20000 多个网点、3000 多条班车线路，而其快运业务仅拥有 4000 余个服务网点和 1500 多条班线。

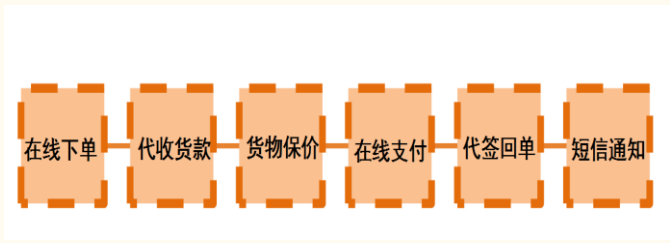
图表 20：百世快递及快运网络建设（截止 2017 年 3 月）

项目	网点数量	班车线路
百世快递	20000	3000
百世快运	4000	1500

来源：百世官网，国金证券研究所

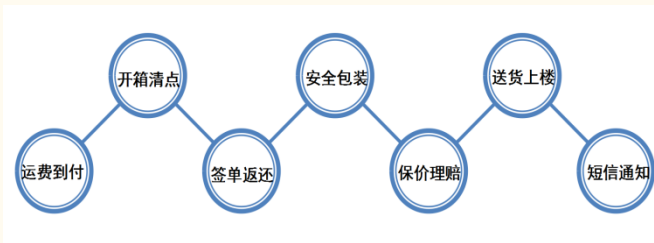
2017 年上半年，我国快运业务发展势头迅猛，许多市占率较高的大型快递公司纷纷宣布进军快运领域，如顺丰 2014 年推出重货产品、中通 2016 年 5 月成立快运公司、圆通于 2017 年 3 月开通快运服务。受益于先前快递发展积累的资源和资源优势，圆通快运、中通快运仅在较短时间内即实现了从无到有再到服务品质提升的飞速发展，各项快运增值服务，如圆通的代签代收、中通的送货上楼等不仅完善了不同客户需求也促进了圆通、中通的多元化、差异化发展。

图表 21：圆通快运增值服务



来源：圆通官网，国金证券研究所

图表 22：中通快运增值服务



来源：中通官网，国金证券研究所

韵达于 10 月 10 日宣布将启动筹划已久的韵达快运业务，从各大快递公司不断寻求多元化发展的大环境来看，韵达这一举措是大势所趋，而韵达如此迫切地跟随趋势，发展快运，我们认为主要原因有以下两大方面：

一、促进公司多元化业务发展，寻求新经济增长点

在韵达提出的“一体两翼”发展战略中，“一体”即其快递业务，虽快递年贡献收入占总营收的九成以上，但由于快递行业竞争加剧，同质化现象严重，快递的总营收占比已在不断下降，因此，深度开发“两翼”、实现多元化业务发展成为公司制造新经济增长点、增强行业竞争力的核心举措。尽管快运市场早有公司涉足，但鲜有公司能在网点建设、资源控制、成本管控等方面与韵达形成竞争，因此，快运市场对韵达来说仍是一片蓝海，紧随具有竞争力的圆通、中通进军快运，韵达此时仍能把握市场先机，为自身制造经济增长点。

二、满足“大件时代”的客户需求，提高客户粘性

为满足“大件时代”下的客户需求，韵达开展快运服务。随着电商的不断发展以及消费者消费行为的改变，“大件时代”日趋显现，越来越多的顾客体会到网购方方面面带来的生活便利，以往多为线下购买的大件货物逐渐转向线上，而由于快递单件重量的限制，传统的快递服务显然难以满足这部分客户的购买及运送需求，韵达此时进入快运市场不仅可以抓住这部分新客户资源，另一方面，业务的多元化也可以为其提高老客户的客户粘性。

总的来说，快运与快递相辅相成，对于身处行业竞争加剧，服务同质化严重、利润空间压缩的快递公司来说，快运板块已成为各大快递公司发展多元化和差异化的一大核心板块。一方面，韵达基于多年快递发展积累下的客户资源、网点布局等，快运业务前期投入将大大减少，如何提供快运的差异化服务将成为韵达发展快运的核心关注点。另一方面，快运业务发展带来的新客户资源、品牌粘性以及提升的市场竞争能力也将反作用于快递发展，从而为韵达夯实“一体”业务。

中通韵达拟调整快递价格，谋求公司长远稳定发展

2017年10月10日，中通快递在官方微信平台公告《关于调整快递价格的告客户书》，公告中表明集团经综合考虑，决定从即日起调整快递价格。11日韵达也宣布即日起对快递价格进行调整。

我们认为此轮涨价是快递公司在面对行业增长压力下的选择，以此来保障公司利润和服务质量以寻求长远成长与发展，但最终调价是否可以有效的落实和实施还有待观察其他家快递公司反应，而且快递涨价部分有多少能传导给上市公司以实际增厚总部利润还有待观察；但是快递公司在旺季宣布调价释放了一些积极信号，恶性为抢占市场份额的价格战或在短期告一段落，同时涨价快递公司对于自己快递质量及客户粘性也具备一定信心，未来快递企业或更加注重服务品质来提升收益水平。

快递行业增速放慢，成本端承压：2017年前8个月全国快递服务业业务量累计同比增长30.2%。就较有代表性的三大快递韵达、中通和顺丰在2016年及2017年上半年的业务增速对比来看，增速开始放缓已成确定性事件；并且在连续多年价格战后，行业单价一直处于较低位置，且近十年来一直呈下降趋势，对快递公司的收入增长造成一定压力。另外运输成本、人工成本及原材料成本上涨导致公司成本端存在风险。中通及韵达此次调价也是应对日渐严峻的行业增长压力，以保障未来快递服务的稳定性。

传统旺季叠加行业地位催化此轮调价：我们认为快递公司选择在此时公告调价有2个重要因素（1）四季度传统快递旺季来临；由于在旺季期间公司会增加临时产能并且货物在快递系统中流转时间较长，导致快递公司旺季期间的盈利能力较差，选择在此时调价有利于弥补成本增加，同时控制业务量过度增长对利润的侵蚀。（2）中通在2017年上半年完成业务量26.68亿件，达到行业第一，市占率为15.4%；韵达上半年业务量达到19.67亿件，同比增长44.28%；致使其在行业定价上具备一定的话语权，或对于自己服务质量有信心。

盈利预测

根据对面单/中转收入成本及业务量等变量的预测，我们预计韵达股份2017-19年净利润达到16.3、20.94及28.6亿元。现公司市值为620亿，对应17-19年PE分别为38/29/22倍。快递行业增速下降、市场价格保持低位、各家快递企业即将进入资产投入高峰，行业利润空间将被挤压。短期来看，韵达具有出色成本控制，在保持竞争力的同时可保障业绩增速。中长期来看，公司全放位布局末端配送、持续的信息化投入、构建快递生态圈，看好公司成长性。

图表 23：韵达股份盈利预测

	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（万元）	505,347.46	734,971.54	1,063,858.13	1,426,681.83	1,882,328.88
面单	197,165.28	292,317.60	390,186.72	517,673.05	681,813.29
中转	290,079.97	389,459.25	619,971.41	849,008.78	1,133,514.59
有偿派送	-				
其他快递收入	1,230.90	2,889.48	1,700.00	2,000.00	2,001.00
快递业务收入	488,476.15	684,666.33	1,011,858.13	1,368,681.83	1,817,328.88
物料销售	13,695.74	31,838.82	32,000.00	35,000.00	40,000.00
其他业务收入	3,175.57	18,466.40	20,000.00	23,000.00	25,000.00
营业成本	348,283.28	505,983.15	748,914.28	1,019,552.28	1,340,749.78
面单成本	18,384.59	13,002.20	19,509.34	25,252.34	34,090.66
中转成本	304,490.55	460,542.47	671,299.55	924,134.50	1,220,445.79
其他成本	14,623.83	-	23,225.40	31,565.43	42,613.33
快递业务成本	337,498.97	473,544.66	714,034.28	980,952.28	1,297,149.78
物料销售	10,160.60	22,100.69	26,880.00	29,400.00	33,600.00
其他业务收入	623.71	10,337.79	8,000.00	9,200.00	10,000.00
毛利	157,064.18	228,988.39	314,943.85	407,129.55	541,579.10
面单	178,780.69	279,315.40	370,677.38	492,420.71	647,722.62
中转	-14,410.58	-71,083.22	-51,328.13	-75,125.72	-86,931.19
其他	-13,392.93	2,889.48	-21,525.40	-29,565.43	-40,612.33
快递业务收入	150,977.18	211,121.67	297,823.85	387,729.55	520,179.10
物料销售	3,535.14	9,738.13	5,120.00	5,600.00	6,400.00
其他业务收入	2,551.86	8,128.61	12,000.00	13,800.00	15,000.00
毛利率	31%	31%	30%	29%	29%
面单	91%	96%	95%	95%	95%
中转	-5%	-18%	-8%	-9%	-8%
其他	-1088%	100%	-1266%	-1478%	-2030%
快递业务收入	30.9%	30.8%	29%	28%	29%
物料销售	26%	16%	16%	16%	16%
其他业务收入	80%	60%	60%	60%	60%
单位收入					
面单费	0.93	0.91	0.84	0.82	0.80
中转费	1.36	1.21	1.48	1.50	1.48
亏损（拟补贴金额）	0.24	0.21	0.13	0.14	0.12
单位成本					
单票中转成本	1.60	1.43	1.61	1.64	1.60
单票面单成本	0.09	0.04	0.04	0.04	0.04
业务量预测					
快递业务量（万件）	213,072.36	321,400.00	464,508.00	631,308.60	852,266.61
yoy	36%	51%	45%	36%	35%

来源：公司财报，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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	931	980	7,350	10,651	14,291	18,848
增长率		5.2%	650.3%	44.9%	34.2%	31.9%
主营业务成本	-735	-734	-5,060	-7,577	-10,295	-13,452
%销售收入	78.9%	74.9%	68.8%	71.1%	72.0%	71.4%
毛利	197	246	2,290	3,073	3,996	5,396
%销售收入	21.1%	25.1%	31.2%	28.9%	28.0%	28.6%
营业税金及附加	-5	-6	-17	-24	-33	-43
%销售收入	0.5%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-32	-36	-146	-202	-272	-358
%销售收入	3.5%	3.7%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-83	-95	-515	-692	-929	-1,225
%销售收入	8.9%	9.7%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	77	108	1,612	2,154	2,763	3,769
%销售收入	8.2%	11.1%	21.9%	20.2%	19.3%	20.0%
财务费用	1	12	-1	11	21	42
%销售收入	-0.2%	-1.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-2	-3	-11	0	0	0
公允价值变动收益	-4	-1	0	0	0	0
投资收益	47	-17	17	15	15	15
%税前利润	38.3%	n.a	1.1%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	119	99	1,617	2,180	2,799	3,826
营业利润率	12.8%	10.1%	22.0%	20.5%	19.6%	20.3%
营业外收支	4	0	-24	0	0	0
税前利润	123	99	1,593	2,180	2,799	3,826
利润率	13.2%	10.1%	21.7%	20.5%	19.6%	20.3%
所得税	-20	-22	-411	-545	-700	-956
所得税率	16.6%	22.1%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	103	77	1,181	1,635	2,099	2,869
少数股东损益	18	27	4	5	5	5
归属于母公司的净利润	85	50	1,177	1,630	2,094	2,864
净利率	9.1%	5.1%	16.0%	15.3%	14.7%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	103	77	1,181	1,635	2,099	2,869
少数股东损益	18	27	4	5	5	5
非现金支出	33	36	228	246	305	377
非经营收益	-41	19	47	-16	-15	-15
营运资金变动	20	13	482	-507	296	-129
经营活动现金净流	116	145	1,938	1,359	2,685	3,103
资本开支	-60	-59	-1,679	-786	-1,326	-1,327
投资	46	-11	-101	-601	-600	-600
其他	0	0	-965	15	15	15
投资活动现金净流	-14	-69	-2,744	-1,372	-1,911	-1,912
股权募资	0	0	897	0	0	0
债权募资	-89	31	-42	1	0	1
其他	-24	-29	-3	220	0	0
筹资活动现金净流	-114	2	852	221	0	1
现金净流量	-12	78	46	208	774	1,191

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	60	139	433	640	1,415	2,606
应收账款	182	191	350	452	607	800
存货	95	107	26	37	51	66
其他流动资产	5	9	2,411	3,024	3,532	4,541
流动资产	342	446	3,220	4,154	5,604	8,014
%总资产	42.1%	48.4%	48.0%	47.3%	47.3%	50.7%
长期投资	93	92	258	859	1,458	2,058
固定资产	271	275	2,437	2,945	3,954	4,891
%总资产	33.3%	29.9%	36.3%	33.5%	33.3%	30.9%
无形资产	88	90	715	748	761	774
非流动资产	470	474	3,490	4,631	6,252	7,802
%总资产	57.9%	51.6%	52.0%	52.7%	52.7%	49.3%
资产总计	812	920	6,709	8,785	11,856	15,816
短期借款	54	86	0	0	0	0
应付款项	103	142	2,604	2,755	3,594	4,520
其他流动负债	43	61	319	385	517	678
流动负债	200	288	2,923	3,140	4,111	5,198
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	32	35	36	38
负债	200	289	2,955	3,175	4,147	5,237
普通股股东权益	545	566	3,733	5,583	7,678	10,542
少数股东权益	68	65	21	26	31	36
负债股东权益合计	812	920	6,709	8,785	11,856	15,816

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.563	0.332	1.161	1.339	1.721	2.353
每股净资产	3.623	3.765	3.683	5.508	7.574	10.400
每股经营现金净流	0.769	0.964	1.912	1.341	2.649	3.061
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.53%	8.80%	31.53%	29.20%	27.28%	27.17%
总资产收益率	10.41%	5.41%	17.55%	18.56%	17.67%	18.11%
投入资本收益率	9.58%	11.79%	31.85%	28.80%	26.88%	26.72%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.49%	5.19%	650.34%	44.91%	34.18%	31.89%
EBIT增长率	13.92%	41.69%	#####	33.64%	28.26%	36.42%
净利润增长率	140.48%	-41.10%	#####	38.49%	28.47%	36.76%
总资产增长率	-5.42%	13.26%	629.23%	30.93%	34.96%	33.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.0	62.9	10.7	10.5	10.5	10.5
存货周转天数	49.8	50.2	4.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转天数	41.4	46.9	56.9	70.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	105.5	98.8	115.8	89.1	79.4	68.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.91%	-8.41%	-11.52%	-11.41%	-18.35%	-24.62%
EBIT利息保障倍数	-53.1	-9.2	1,848.4	-194.0	-129.9	-90.6
资产负债率	24.64%	31.40%	44.04%	36.14%	34.98%	33.12%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	1	1	6	8	9
增持	0	0	6	6	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.50	1.43	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-27	买入	50.65	57.00~58.00
2	2016-10-31	买入	54.35	N/A
3	2016-11-09	买入	58.09	N/A
4	2017-03-17	买入	50.49	60.00~65.00
5	2017-04-18	买入	43.44	N/A
6	2017-08-25	买入	44.60	N/A

来源：国金证券研究所

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



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 7GH