



东兴证券
DONGXING SECURITIES

势如破竹，持续跑出加速度

——韵达股份（002120）2017 年三季度报点评

2017 年 10 月 25 日

推荐/首次

韵达股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
闫海	研究助理		
	yanhai@dxzq.net.cn	010-66554019	

事件：

公司发布 2017 年三季度报，前三季度实现营收 68.39 亿元，同比增长 40.39%；营业成本 47.32 亿元，同比增值 43.56%；实现净利润 11.76 亿元，同比增长 38.38%，基本每股收益为 0.97 元，同比增长 1.04%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	1326.5	1683.88	1861.07	2478.26	1891.78	2418.21	2528.95
增长率（%）	559.24%	583.86%	639.11%	-43.08%	42.61%	43.61%	35.89%
毛利率（%）	30.53%	33.97%	32.17%	28.82%	28.67%	33.18%	30.16%
期间费用率（%）	10.51%	8.82%	9.83%	7.70%	8.68%	7.25%	7.33%
营业利润率（%）	19.90%	25.64%	22.86%	20.00%	20.00%	27.62%	23.11%
净利润（百万元）	202.89	325.92	321.15	331.50	280.41	467.14	428.61
增长率（%）	1417.55%	1336.12%	1345.91%	-30.39%	38.20%	43.33%	33.46%
每股盈利（季度，元）	1.37	2.16	2.13	0.32	0.28	0.46	0.35
资产负债率（%）	53.45%	50.35%	49.51%	44.04%	38.72%	38.93%	38.27%
净资产收益率（%）	45.58%	69.78%	68.77%	8.83%	6.95%	10.60%	8.87%
总资产收益率（%）	21.22%	34.65%	34.72%	4.94%	4.26%	6.47%	5.48%

观点：

- **服务品质提高助力“加速度”。**物流服务逐渐成为网络购物体验重要的环节，电商对快递行业的需求开始升级。公司有效申诉率连续10个月保持“通达系”较低水平，9月有效申诉率降至百万分之1.17，同比降低67%。服务品质大力提升，公司前三个季度收入高达40.39%，明显跑赢行业（29.8%）十个百分点；业务收入加速度的背后，必定是业务量增速跑赢行业（三季度未披露业务数据），公司业务量市场份额将持续提升。未来三年快递行业将持续保持30%左右的高速增长，叠加市场份额提升所带来的乘数效应，将大幅提升公司成为中长期整合者的概率。
- **卓越的成本管控拓宽公司护城河。**行业逐渐从“价格竞争”转向“服务竞争”，而无论是提高服务的时效

性, 或者是提升作业环节全程的管控力, 均需加大转运中心、运输车辆、飞机等重资产的投入。公司前瞻性的优化转运中心布局, 并成为“通达系”中唯一一家转运中心100%自营的公司。100%的转运中心自营率, 将显著提高快递公司总部对全网络的管控能力, 降低整体运营成本。2015-2016年公司转运中心成本的增幅仅为11.22%、24.1%, 远低于业务量增速。未来不断加盟重资产投入, 必将会带来成本支出压力, 而卓越的成本管控能力无疑将会拓宽公司的护城河。

- **快运首次起网志在综合物流服务提供商。**快递与快运的融合渗透是大势所趋。10月10日, 韵达快运正式起网, 一方面通过零担拓展B2B业务, 进而摊薄公司干线运输成本; 另一方面丰富公司产品线, 从客户需求出发, 为客户提供一站式解决方案和全链路综合物流服务。
- **旺季前提价彰显公司对未来发展的信心。**10月12日, 公司紧随中通快递之后宣布涨价。在业务量增速大幅领先行业的情况下提价, 一定程度彰显出公司对未来发展的信心, 不仅要市场份额, 还要利润! 在CR8持续创近三年新高背景下, 我们认为此番提价意味着行业价格战将会进入尾声, 快递单价有望企稳回升。
- **加速布局展现“金融野心”。**10月14日, 公司联合韵达香港在天津自贸区注册“安诺韵国际融资租赁(天津)有限公司”; 同一天, 联手中通、圆通、申通等成立保险公司, 各持股16%。通过在物流金融领域的布局, 既有利于整合行业资源、协同快递核心主业发展, 进一步实现公司的产业扩张和生态整合, 又利于培育新的经济增长点。

结论:

在快递行业逐渐从“价格竞争”转向“服务竞争”下, 公司快速提升的服务品质及较高的转运中心自营率, 将进一步拓宽其护城河。卓越的成本管控能力, 助力公司在保持竞争力的同时可保障业绩增速。且下半年“双十一”“双十二”影响力持续发酵有望继续带来超预期表现。预计2017-2019年EPS分别为1.68元、1.95元、2.28元, 对应PE为30.89X、26.54X、22.71X, 给予公司“推荐”评级。

风险提示:

行业整合的价格战; 电商增速不及预期; 加盟商管理风险。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	446	3220	7101	10446	13603	营业收入	980	7350	9565	11975	14599
货币资金	139	433	3974	7123	10065	营业成本	734	5060	6803	8735	10773
应收账款	170	261	314	394	480	营业税金及附加	6	17	14	18	22
其他应收款	20	89	115	144	176	营业费用	36	146	143	150	182
预付款项	7	20	33	51	72	管理费用	95	515	383	479	584
存货	107	26	37	48	59	财务费用	-12	1	0	0	0
其他流动资产	3	2391	2391	2391	2391	资产减值损失	3.02	10.95	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	474	3490	3438	3516	3384	公允价值变动收益	-1.26	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	68	50	50	50	50	投资净收益	-16.85	16.83	60.00	60.00	60.00
固定资产	265.01	2332.03	2466.02	2608.88	2326.73	营业利润	99	1617	2277	2648	3092
无形资产	35	650	585	527	474	营业外收入	7.47	37.51	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	13	36	0	0	0	营业外支出	7.96	61.58	50.00	50.00	50.00
资产总计	920	6709	10539	13962	16987	利润总额	99	1593	2267	2638	3082
流动负债合计	288	2923	3717	4758	5933	所得税	22	411	567	660	771
短期借款	86	0	0	0	0	净利润	77	1181	1700	1979	2312
应付账款	107	1472	1864	2393	2952	少数股东损益	27	4	0	0	0
预收款项	12	355	737	1216	1800	归属母公司净利润	50	1177	1700	1979	2312
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	155	2474	2586	2989	3427
非流动负债合计	1	32	830	1630	1630	EPS（元）	0.33	1.32	1.68	1.95	2.28
长期借款	0	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	289	2955	4547	6387	7563	成长能力					
少数股东权益	65	21	21	21	21	营业收入增长	5.19%	650.34%	30.15%	25.19%	21.91%
实收资本（或股	150	1014	1014	1014	1014	营业利润增长	-16.64%	1530.34%	40.80%	16.32%	16.77%
资本公积	32	596	1474	1474	1474	归属于母公司净利润	44.41%	16.39%	44.41%	16.39%	16.83%
未分配利润	354	1905	2840	3928	5200	获利能力					
归属母公司股东	566	3733	5971	7554	9403	毛利率(%)	25.08%	31.16%	28.88%	27.05%	26.20%
负债和所有者权	920	6709	10539	13962	16987	净利率(%)	7.85%	16.08%	17.77%	16.52%	15.83%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	5.41%	17.55%	16.13%	14.17%	13.61%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.80%	31.53%	28.47%	26.19%	24.58%
经营活动现金流	145	1968	2414	3138	3581	偿债能力					
净利润	77	1181	1700	1979	2312	资产负债率(%)	31%	44%	43%	46%	
折旧摊销	67.27	856.16	0.00	282.14	282.14	流动比率	1.55	1.10	1.91	2.20	2.29
财务费用	-12	1	0	0	0	速动比率	1.18	1.09	1.90	2.19	2.28
应收账款减少	0	0	-53	-79	-86	营运能力					
预收帐款增加	0	0	383	479	584	总资产周转率	1.13	1.93	1.11	0.98	0.94
投资活动现金流	-69	-2744	-208	-393	-176	应收账款周转率	6	34	33	34	33
公允价值变动收	-1	0	0	0	0	应付账款周转率	10.39	9.31	5.73	5.63	5.46
长期股权投资减	0	0	207	0	0	每股指标（元）					
投资收益	-17	17	60	60	60	每股收益(最新摊薄)	0.33	1.32	1.68	1.95	2.28
筹资活动现金流	0	853	1335	404	-462	每股净现金流(最新	0.51	0.08	3.49	3.11	2.90
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.77	3.68	5.89	7.45	9.28

长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	863	0	0	0	P/E	156.97	39.24	30.89	26.54	22.71
资本公积增加	-14	564	878	0	0	P/B	13.76	14.07	8.79	6.95	5.58
现金净增加额	76	77	3541	3149	2942	EV/EBITDA	50.01	21.05	19.08	15.72	12.85

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。