

2017 年 10 月 26 日

王奕超

目标价(元)

55

公司基本资讯

产业别	交通运输
A 股价(2017/10/25)	51.8
深证成指(2017/10/25)	11437.21
股价 12 个月高/低	54.8/33.5
总发行股数(百万)	1217.25
A 股数(百万)	97.44
A 市值(亿元)	50.47
主要股东	上海罗颀思投资管理有限公司 (56.53%)
每股净值(元)	3.95
股价/账面净值	13.11
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	8.7 30.0 12.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017/4/18	44.95	买入

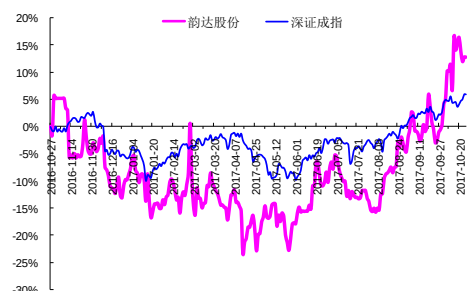
产品组合

快递业务	90.66%
物料销售	4.92%
其他	4.42%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	25.2%
一般法人	3.0%

股价相对大盘走势



韵达股份(002120.SZ)

BUY 买入

毛利率持续领跑行业，2017 前三季度业绩同比增长 38.4%

结论与建议：

2017 年前三季度归母净利润 yoy 增长+38.4%，预计公司 2017，2018 年归母净利润分别 yoy 增长 41.4%，21.3%，EPS 为 1.37 元，1.66 元，当前 A 股股价对应 PE 为 38 倍和 31 倍，维持买入的投资建议。

■ **公司业绩：** 公司公布三季报，2017 年前三季度实现营收 68.4 亿元，yoy+40.4%，归母净利润实现 11.8 亿元，yoy+38.4%，扣非后归母净利润 11.4 亿元，yoy+38.6%。分季度看，三季度实现营收 25.3 亿元，yoy+35.9%，归母净利润实现 4.3 亿元，yoy+34%，扣非后归母净利润 4.2 亿元，yoy+32.6%。影响业绩主要原因为：（一）快递行业维持较高速增长，公司在行业发展的大背景下也是运营良好（二）公司透过智能化，信息化运营方式，毛利率持续领跑行业。

■ **行业增长稳定：** 快递行业前三季度累计完成业务量 274 亿件，yoy+29.8%，营收 3425 亿元，yoy+26.7%。分季度看，快递行业 Q3 完成业务量 101 亿件，yoy+28%，营收到达 1244 亿元，yoy+26%。虽然行业规模到达一定程度，增速跟往年同比有所放缓，但国内网购规模持续扩张，能带动快递发展，行业的未来仍然潮阳。

■ **毛利率持续领跑行业：** 公司透过大数据分析优化快递配送路线，提高配送效率以及成本段的控制。2017 年前三季度虽然成本增速 43.5%，高于营收增速 3.5 个百分点，导致毛利率较上期下跌 1.5 个百分点，但前三季度毛利率还是到达 30.8%，高于同行企业。

■ **营收增速高于同行：** 公司透过优越的网络管理，提高对客户的服务质量。2017 年内公司有效申诉率远低于行业水平，在快递行业同质化较强的地情况下，服务质量的提升明显支撑公司业绩发展，营收实现较快增速。2017 年前三季度公司营收增速 40.4%，高于快递行业的 26.7%。

■ **价格上调：** 韵达 10 月初宣布由于 2017 年人工成本涨价等综合性因素，将快件价格上调。过去行业发展期竞争激烈，快递行业单件收趋跌，从 2007 年 28.55 元/件跌至 2017 年 12.5 元/件，公司涨价意味行业价格竞争将临近收尾。同时，在双十一快递大旺期间前将价格上调有利于公司 Q4 业绩，将快递传统旺季的业绩再度增厚。

■ **持续国内布局：** 2017 年公司成为丰巢科技有限公司第二大股东，发展快递 24 小时自助开放平台以及智能快递服务，以及透过非公开发行股票募集了 45.17 亿，准备加强智能化快递业务。同时，公司年内在乡镇地区增加了 1189 个网点，延续对物流配送能力的发展，为未来营业能力良好发展做铺垫。

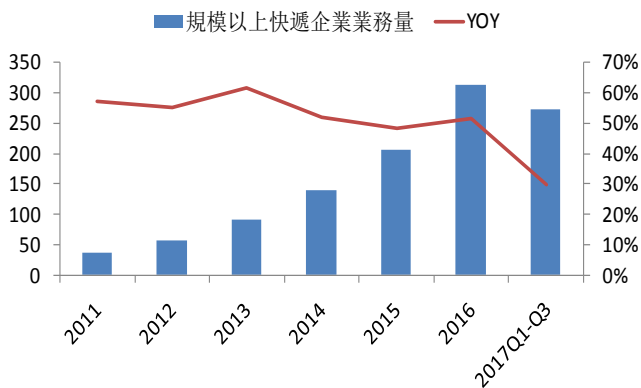
■ **盈利预测：** 预计公司 2017、2018 年可分别实现净利润 16.6 亿元 (YoY+41.4%, EPS 为 1.37 元)、20.2 亿元 (YoY+21.3%, EPS 为 1.66 元)。目前股价对应 2017、2018 年 PE 为 38x 和 31x，估值为上市快递企业中较低，给予买入的投资评级。

■ **风险提示：** 行业增速大幅放缓，竞争激烈单价锐减。

..... 接续下页

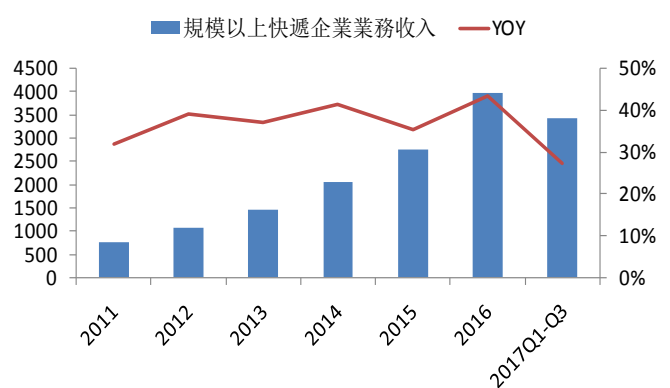
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	170.23	424.74	532.99	1,177.22	1,664.79	2,019.81
同比增减	%	--	149.50%	25.49%	120.87%	41.42%	21.33%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.24	8.07	7.89	1.16	1.37	1.66
同比增减	%	--	149.50%	-2.25%	-85.29%	17.76%	21.33%
A 股市盈率(P/E)	倍	16.01	6.41	6.56	44.60	37.87	31.22
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%	0.23%	0.23%

图 1: 全国规模以上快递企业业务量 (单位: 亿件)



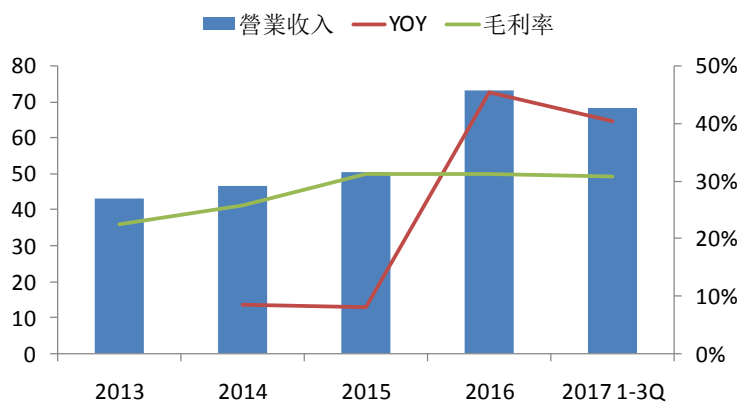
数据来源: 国家邮政局, 群益证券整理

图 2: 全国规模以上快递企业业务收入 (单位: 亿元)



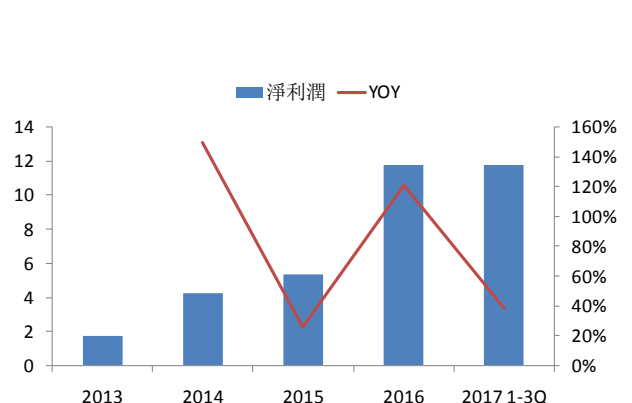
数据来源: 国家邮政局, 群益证券整理

图 3: 韵达股份营业收入 (单位: 亿元)



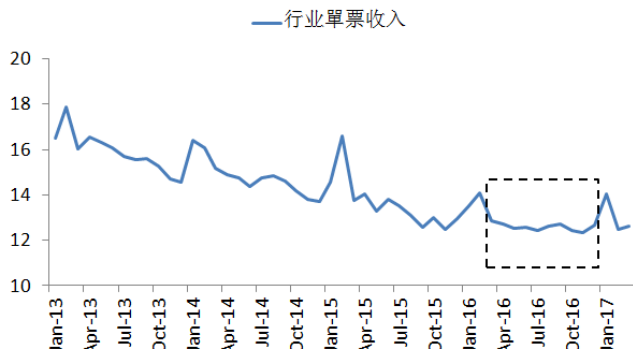
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 4: 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

图 5: 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

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	10337	13035
经营成本	3332	3466	3483	5060	7117	9067
毛利	971	1207	1571	2290	3221	3969
营业税金及附加	145	8	8	17	26	33
销售费用	198	117	106	146	207	261
管理费用	369	491	633	515	724	912
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	2270	2768
税前利润	293	606	811	1593	2250	2748
所得税	110	178	276	411	585	728
少数股东权益	13	3	1	4	0	0
净利润	170	425	533	1177	1665	2020

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	1417	2612
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	5218	7429
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	9302	11972
流动负债合计	1392	1433	1961	2923	3995	4790
长期负债合计	25	15	27	32	34	36
负债合计	1417	1448	1988	2955	4029	4825
少数股东权益	19	15	17	21	22	23
股东权益合计	574	1032	1718	3754	5273	7147
负债和股东权益总计	1991	2480	3706	6709	9302	11972

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	1968	2497	2626
投资活动产生的现金流量净额	(693)	(425)	(1210)	(2744)	(2195)	(1976)
筹资活动产生的现金流量净额	(67)	(20)	(32)	853	682	546
现金及现金等价物净增加额	26	99	(169)	77	984	1196

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。