

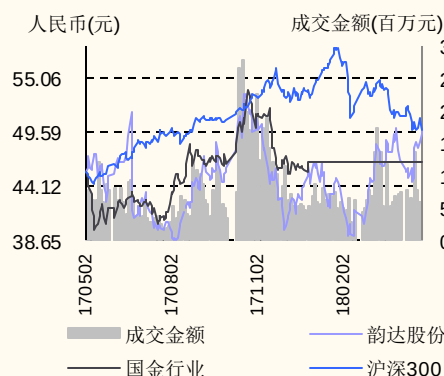
韵达股份 (002120.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 49.86 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	138.88
总市值(百万元)	65,603.25
年内股价最高最低(元)	53.52/38.65
沪深 300 指数	3756.88
深证成指	10324.47



相关报告

- 1.《高品质保障业务量持续高增长,“一体两翼”打造综合物流生态圈-...》, 2018.4.27
- 2.《高品质持续拉动业务量高增长,规模优势显现单位费用下降-韵达股份...》, 2017.10.26
- 3.《重视产能升级替换,快递调价或预示行业竞争拐点-韵达股份公司研...》, 2017.10.16
- 4.《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

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

一季度业务量高增长,经营质量稳步提升

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.161	1.306	1.654	2.174	2.961
每股净资产(元)	3.68	4.28	8.46	10.30	12.90
每股经营性现金流(元)	1.91	2.39	0.18	2.88	3.37
市盈率(倍)	43.40	35.06	30.14	22.94	16.84
行业优化市盈率(倍)	23.82	23.82	23.82	23.82	23.82
净利润增长率(%)	2263.06%	35.01%	36.96%	31.40%	36.21%
净资产收益率(%)	31.53%	30.50%	19.56%	21.10%	22.95%
总股本(百万股)	1,013.65	1,217.25	1,315.75	1,315.75	1,315.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 韵达股份 2018 年一季度实现营业收入 26.57 亿元, 同比上升 40.44%; 实现归属上市公司股东净利润 4.04 亿元, 同比上升 44.74%。

经营分析

- **业务量持续高增长, 单件收入略有下降:** 公司一季度营收高速增长依旧来自于其超行业增速的业务量增长, 一季度实现快递业务量 12.61 亿件, 同比增长 55.7%, 主要受电商经济持续繁荣及公司服务水平显著提升影响; 单件收入为 1.9 元/件, 同比下降 10.1%, 我们认为单件下降的主要原因或是 (1) 小件占比提升, 导致单件重量下降; (2) 电子面单普及率同比有较大幅度提升; (3) 在行业经营环境好转的情况下, 公司调低单件中转费, 让利加盟商。
- **成本管控、规模效应致单件成本、费用持续下降:** 一季度公司单件成本为 1.56 元/件, 较去年同期 1.67 元下降 0.11 元, 我们认为主要与规模效应提升及公司成本管控效果显著相关。一季度公司毛利贡献 6.91 亿元, 同比增加 27.4%; 三费达到 2.11 亿, 同比增加 28.8%, 费用率下降, 主要是规模效应及现金流状况向好导致利息收入上升; 另资产减值损失、投资收益及营业外收支均向好, 应收账款在经营规模扩大的情况下出现下降, 表示公司经营质量稳步提升, 最终贡献净利润高增长。
- **“一体两翼”打造综合物流生态圈, 定增完成经营效率将进一步提升:** 公司深入推进“一体两翼”发展战略, 构建“以快递核心业务为主体、以周边产品开发和新业态发展为两翼”的综合物流“生态圈”; 2017 年公司快运业务量完成 6.45 万吨, 实现收入约 2270 万元, 已开通网点 2737 家; 截至 2017 年底, 韵达股份已在 24 个国家和地区开通国际业务, 可利用仓库资源达 383 个, 约 150 万方。公司在 2018 年 4 月完成 39 亿定增, 募投资金主要强调高质量产能置换及购买土地, 公司运行网络将更加稳定及高效。

盈利调整

- 我们预计韵达股份 2018-20 年 EPS 为 1.65/2.17/2.96 元/股。韵达具有出色成本控制能力, 在保持竞争力的同时可保障业绩增速, 定增进一步提升网络自动化及信息化水平实现高效高质的快递服务。给予“买入”评级

风险提示

- 电商增速不及预期, 出现大规模价格战等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	980	7,350	9,986	13,340	17,946	24,359
增长率		650.3%	35.9%	33.6%	34.5%	35.7%
主营业务成本	-734	-5,060	-7,092	-9,512	-12,876	-17,442
%销售收入	74.9%	68.8%	71.0%	71.3%	71.7%	71.6%
毛利	246	2,290	2,894	3,828	5,070	6,917
%销售收入	25.1%	31.2%	29.0%	28.7%	28.3%	28.4%
营业税金及附加	-6	-17	-23	-31	-41	-56
%销售收入	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-36	-146	-139	-173	-233	-317
%销售收入	3.7%	2.0%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-95	-515	-629	-800	-1,077	-1,462
%销售收入	9.7%	7.0%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	108	1,612	2,103	2,823	3,719	5,083
%销售收入	11.1%	21.9%	21.1%	21.2%	20.7%	20.9%
财务费用	12	-1	6	49	65	81
%销售收入	-1.2%	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-3	-11	-23	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	-17	17	66	50	50	50
%税前利润	n.a	1.1%	3.1%	1.7%	1.3%	1.0%
营业利润	99	1,617	2,175	2,922	3,834	5,214
%营业利润率	10.1%	22.0%	21.8%	21.9%	21.4%	21.4%
营业外收支	0	-24	-29	-20	-20	-20
税前利润	99	1,593	2,146	2,902	3,814	5,194
利润率	10.1%	21.7%	21.5%	21.8%	21.3%	21.3%
所得税	-22	-411	-558	-726	-953	-1,299
所得税率	22.1%	25.8%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	77	1,181	1,587	2,177	2,860	3,896
少数股东损益	27	4	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	50	1,177	1,589	2,177	2,860	3,896
净利率	5.1%	16.0%	15.9%	16.3%	15.9%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	77	1,181	1,587	2,177	2,860	3,896
少数股东损益	27	4	-2	0	0	0
非现金支出	36	228	454	685	932	1,160
非经营收益	19	47	-70	-33	-30	-30
营运资金变动	13	482	942	-2,585	23	-597
经营活动现金净流	145	1,938	2,914	243	3,786	4,429
资本开支	-59	-1,679	-1,386	-2,841	-2,816	-2,817
投资	-11	-101	-259	-101	-100	-100
其他	0	-965	132	50	50	50
投资活动现金净流	-69	-2,744	-1,512	-2,892	-2,866	-2,867
股权募资	0	897	57	3,915	0	0
债权募资	31	-42	0	-1	0	1
其他	-29	-3	-128	-175	-434	-474
筹资活动现金净流	2	852	-72	3,739	-434	-473
现金净流量	78	46	1,329	1,090	486	1,089

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	139	433	1,810	2,899	3,385	4,474
应收款项	191	350	421	530	762	1,101
存货	107	26	25	39	63	86
其他流动资产	9	2,411	2,503	5,525	6,546	8,562
流动资产	446	3,220	4,758	8,993	10,757	14,223
%总资产	48.4%	48.0%	50.6%	56.7%	54.9%	57.3%
长期投资	92	258	567	668	767	867
固定资产	275	2,437	2,975	4,292	5,489	6,566
%总资产	29.9%	36.3%	31.7%	27.0%	28.0%	26.5%
无形资产	90	715	827	1,621	2,288	2,849
非流动资产	474	3,490	4,641	6,881	8,844	10,582
%总资产	51.6%	52.0%	49.4%	43.3%	45.1%	42.7%
资产总计	920	6,709	9,400	15,874	19,601	24,805
短期借款	86	0	0	0	0	0
应付款项	142	2,604	3,627	4,048	5,136	6,543
其他流动负债	61	319	473	610	821	1,192
流动负债	288	2,923	4,100	4,658	5,957	7,735
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	32	46	45	47	50
负债	289	2,955	4,146	4,703	6,004	7,786
普通股股东权益	566	3,733	5,212	11,129	13,555	16,977
少数股东权益	65	21	42	42	42	42
负债股东权益合计	920	6,709	9,400	15,874	19,601	24,805

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.332	1.161	1.306	1.654	2.174	2.961
每股净资产	3.765	3.683	4.281	8.458	10.302	12.903
每股经营现金净流	0.964	1.912	2.394	0.185	2.877	3.366
每股股利	0.000	0.000	0.238	0.300	0.330	0.360
回报率						
净资产收益率	8.80%	31.53%	30.50%	19.56%	21.10%	22.95%
总资产收益率	5.41%	17.55%	16.91%	13.71%	14.59%	15.71%
投入资本收益率	11.79%	31.85%	29.61%	18.96%	20.51%	22.40%
增长率						
主营业务收入增长率	5.19%	650.34%	35.86%	33.59%	34.52%	35.74%
EBIT增长率	41.69%	1386.15%	30.44%	34.28%	31.70%	36.70%
净利润增长率	-41.10%	2263.06%	35.01%	36.96%	31.40%	36.21%
总资产增长率	13.26%	629.23%	40.10%	68.88%	23.48%	26.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.9	10.7	10.7	11.0	12.0	13.0
存货周转天数	50.2	4.8	1.3	1.5	1.8	1.8
应付账款周转天数	46.9	56.9	84.3	78.0	71.0	65.0
固定资产周转天数	98.8	115.8	103.1	85.8	67.8	51.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.41%	-11.52%	-34.44%	-25.96%	-24.90%	-26.28%
EBIT利息保障倍数	-9.2	1,848.4	-350.7	-57.9	-57.2	-62.5
资产负债率	31.40%	44.04%	44.11%	29.63%	30.63%	31.39%

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	2	4	8	13	19
增持	1	1	1	1	4
中性	1	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.50	1.45	1.31	1.32

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	2016-10-31	买入	54.35	N/A
2	2016-11-09	买入	58.09	N/A
3	2017-03-17	买入	50.49	60.00~65.00
4	2017-04-18	买入	43.44	N/A
5	2017-08-25	买入	44.60	N/A
6	2017-10-16	买入	51.15	60.00~65.00
7	2017-10-26	买入	51.80	N/A
8	2018-04-27	买入	49.43	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


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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