

## 韵达股份 (002120.SZ) 买入 (维持评级)

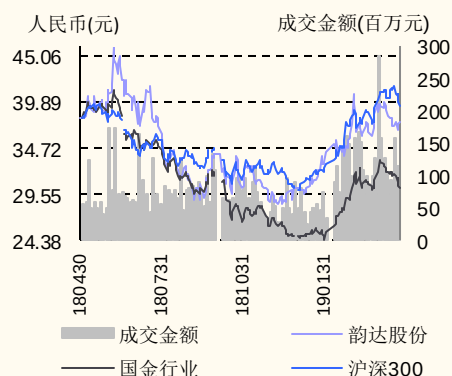
## 公司点评

市场价格 (人民币): 37.66 元

## 业务版图稳健扩张, 成本超预期下降

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 440.42      |
| 总市值(百万元)       | 64,502.71   |
| 年内股价最高最低(元)    | 46.20/28.43 |
| 沪深 300 指数      | 3889.28     |
| 中小板综           | 9577.38     |



## 相关报告

- 1.《快递业务量增速持续领跑, 快运业务表现亮眼-韵达股份 Q3 业绩点评...》, 2018.10.26
- 2.《“韵”筹帷幄, 决胜通“达”-韵达股份: “韵”筹帷幄, 决胜通“达”...》, 2018.9.4
- 3.《业务量增速持续领跑, 成本+服务筑牢护城河-韵达股份半年报点评》, 2018.8.27
- 4.《一季度业务量高增长, 经营质量稳步提升-韵达股份公司点评》, 2018.5.2

徐君 联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号: S1130519020004  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.306    | 1.611    | 1.646    | 1.975    | 2.399    |
| 每股净资产(元)    | 4.28     | 6.69     | 7.98     | 9.27     | 10.88    |
| 每股经营性现金流(元) | 2.39     | 2.13     | 1.99     | 2.33     | 2.92     |
| 市盈率(倍)      | 35.06    | 18.81    | 22.88    | 19.07    | 15.70    |
| 净利润增长率(%)   | 35.01%   | 69.76%   | 4.47%    | 20.02%   | 21.46%   |
| 净资产收益率(%)   | 30.50%   | 23.54%   | 15.99%   | 16.53%   | 17.11%   |
| 总股本(百万股)    | 1,217.25 | 1,712.76 | 1,712.76 | 1,712.76 | 1,712.76 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 韵达股份发布 18 年年报和 19Q1 季报。18 年全年公司实现营收 138.56 亿元/+38.76%, 实现归母净利润 26.98 亿元/+69.76%, 扣非净利 21.35 亿元/+38.66%。19Q1 季度公司实现营收 66.85 亿元/+151.60%, 归母净利润 5.67 亿元/+40.38%, 扣非净利 5.0 亿元/+38.08%。业绩表现略超市场预期。

## 经营分析

- 快递主业持续高增长, 快运业务步入加速成长期。18 全年, 快递业务量增速 48%, 19Q1 增速 41.5%, 市占率由 18 年底提升 0.91pct 至 Q1 的 14.68%。假设派费为 1.57 元/件 (申通和圆通 18 年披露均值), 则 19Q1 单票均值 1.90 元/-2.06%, 营收 43.79 亿元/+40.38%。快运业务增速明显提升, 18 全年实现营收 5.38 亿元/+2239%, Q3 季度营收已超过 18H1, Q4 营收达 2.24 亿元, 环比提升 41.8%, 或源于其较小的加盟商体量使其快运业务的推进更有效率。
- 快递毛利率小幅提升, 成本持续优化主要源于面单成本快速下降。18 年全年, 快递业务毛利率为 29.23%/+0.24pct, 源于单票成本降幅高于单票收入降幅。18 全年, 单票成本为 1.22 元/-11.60%, 单票面单成本为 0.002 元/-84%, 贡献成本端主要降幅。分拣成本仍为公司控本优势 (0.38 元/-11%), 与中通持平, 预计 19 年在自动化升级项目上投入金额 4 亿元以上, 分拣成本有望进一步下降。运输成本同样下滑明显 (0.83 元/-11%), 静态对标中通仍有 20% 以上的下降空间。
- 新增投资主要体现在动产 (机器电子+运输设备), 同时加速土地资源配置。18 全年, 公司新增固定资产主要体现在机器电子和运输设备等动产方面。同时, 公司明显加大对土地资源的布局, 占资本支出的比例由 17 年底的 8.6% 提升至 18 年的 10.6%。土地等不动产的布局, 将体现为长期有效产能的释放, 预计公司将在 19 年加速房屋及建筑物等不动产布局, 补全产能短板。

## 投资建议

- 公司快递业务量增速始终保持在行业前列, 快运业务步入高速增长期。预计 19 年, 中转和运输成本仍为公司降本提效之重点, 同时战略重点将体现为末端优化与全网络的平衡。考虑到公司运输和中转成本的超预期下行, 我们上调公司 19 和 20 年 EPS 幅度分别为 5% 和 1%, 对应 19-21 年 EPS 为 1.65 元、1.98 元、2.40 元, 对应 PE 为 23、19、16 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 行业竞争加剧, 信息化、智能化提升不及预期, 新业务发展不及预期等。

## 1. 事件

- 韵达股份发布 2018 年年报和 2019Q1 季报。18 年全年公司实现营收 138.56 亿元/+38.76%，实现归母净利 26.98 亿元/+69.76%，扣非净利 21.35 亿元/+38.66%。

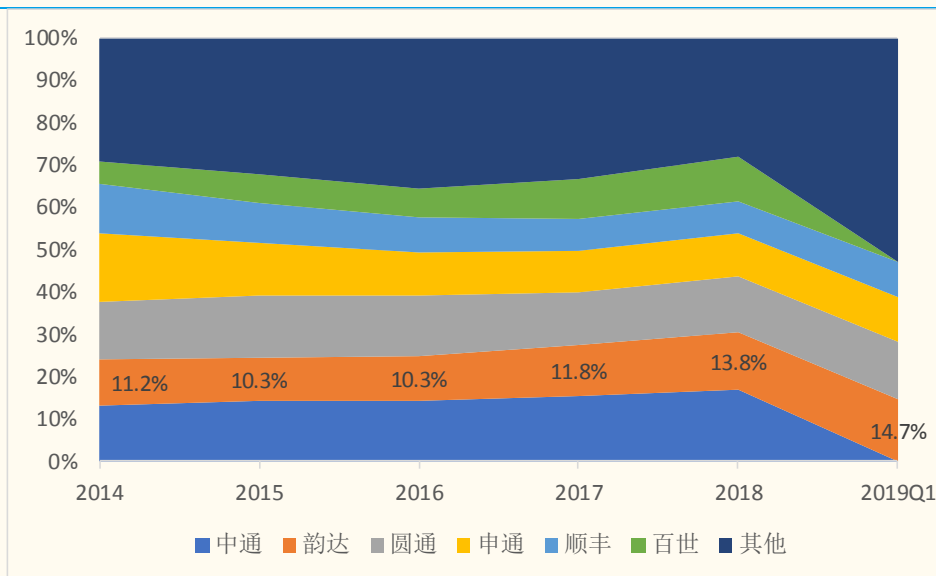
2019Q1 季度公司实现营收 66.85 亿元/+151.60%，归母净利 5.67 亿元/+40.38%，扣非净利 5.0 亿元/+38.08%。业绩表现略超市场预期。

## 2. 点评

快递主业持续高增长，快运业务步入加速成长期

- 业务量增速保持行业领先，市占率持续提升。18 全年，公司快递业务量达到 69.85 亿件/+48%；19Q1 季度，快递业务量达 17.85 亿件/+41.5%。市占率由 18 年底提升 0.91pct 至 Q1 的 14.68%，预计市占率位居行业第二。

图表 1：主要上市快递公司市占率变动



来源：公司公告，国金证券研究所

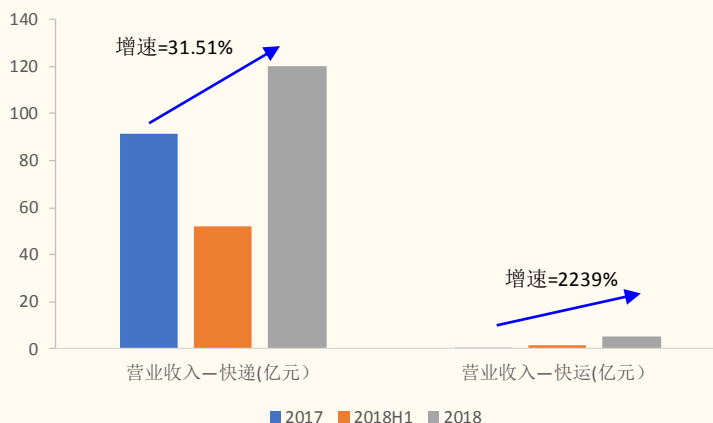
注：中通未披露一季度业务量，2019Q1 将其归入其他快递公司口径

- 快递主业持续高增长，快运业务步入加速成长期。营收收入方面，18 年全年，公司实现营收 138.56 亿元/+38.76%，其中快递服务业务收入 120.21 亿元/+31.51%。19Q1，公司实现营收 66.85 亿元/+151.60%，假设派费为 1.57 元/件（申通和圆通 18 年披露均值），则 19Q1 单票均值 1.90 元/-2.06%，营收 43.79 亿元/+40.38%。

高频数据显示，19Q1 公司实现快递业务收入 61.48 亿元，则其他业务（快运+物料销售+其他业务）合计实现收入 5.37 亿元。其中，快运业务增速明显提升，18 全年实现营收 5.38 亿元/+2239%，三季度营收已经超过上半年快运营收，四季度营收达 2.24 亿元，环比提升 41.8%。

公司快运业务于 17 年 10 月起网，增速迅猛，预计业务规模目前已居于行业第二梯队，或源于其较小的加盟商体量使其快运业务的推进更有效率。快运业务的发展，亦有利于产品的有效分层，提高快递业务的中转、运输等环节的效率。

图表 2：韵达股份快递与快运业务营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

快递毛利率小幅提升，成本持续优化主要源于面单成本快速下降

图表 3：韵达股份快递单票业务收入及成本分拆

|           | 2015 | 2016    | 2017    | 2018H1 | 2018    |
|-----------|------|---------|---------|--------|---------|
| 单票业务收入    | 2.29 | 2.13    | 1.94    | 1.74   | 1.72    |
| yoy       |      | -6.99%  | -9.08%  |        | -11.14% |
| 单票业务成本    | 1.59 | 1.47    | 1.38    | 1.21   | 1.22    |
| yoy       |      | -7.55%  | -6.15%  |        | -11.60% |
| 其中：单票面单成本 | 0.09 | 0.04    | 0.02    |        | 0.002   |
| yoy       |      | -55.56% | -50.00% |        | -84.26% |
| 单票运输成本    | 0.96 | 0.95    | 0.94    |        | 0.83    |
| yoy       |      | -1.04%  | -1.32%  |        | -11.09% |
| 单票分拣成本    | 0.54 | 0.48    | 0.42    |        | 0.38    |
| yoy       |      | -11.11% | -12.08% |        | -10.89% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 快递业务毛利率小幅提升，源于单票成本降幅高于单票收入降幅。18 年全年，公司快递业务毛利率为 29.23%，同比提升 0.24 个百分点，源于单票成本降幅高于单票收入降幅。18 年公司单票收入为 1.72 元/票，同比下滑 11.14%；单票成本 1.22 元/票，同比下降 11.60%。

其中，面单成本贡献了成本端主要下降空间。18 全年，单票面单成本为 0.002 元/-84%，单票中转成本为 1.21 元/-11%（运输和其他中转成本降幅基本一致）。

2018 年 12 月，公司面单使用率已达 99.3%，面单收入已成为公司最大的利润来源。

- 分拣成本仍为公司控本优势，与中通持平，预计仍为 19 年控本之重点。18 全年，公司单票分拣成本为 0.38 元/-11%，与中通持平，源于公司在自动化分拣设备方面较高的效率水平。

截至 18 年底，公司定增资金使用计划中的转运中心自动化升级项目已累计投入 15.94 亿元，19 年预计投入金额为 4.19 亿元，分拣成本有望进一步下降。

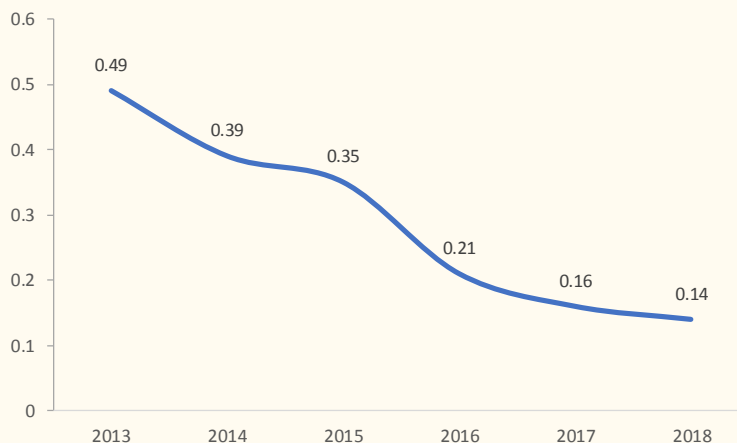
- 运输成本同样下滑明显，静态对标中通仍有 20%以上下降空间。18 全年，公司单票运输成本下降 11%至 0.83 元，源于：1) 开发“韵达优配系统”，加强对运输车辆管控，提升快递时效；2) 加强路由规划，根据件量的变化对线路及时拆分或调整；3) 优化运输模式，调整承包车、合同车、直跑车等模式匹配度。

18 全年，行业龙头中通公司的单票运输成本为 0.68 元/票，静态对标则仍有 20%左右的下降空间。

**费用的规模经济：管理费用占三费比减少，预计未来绝对下降空间有限**

- 18 全年，公司单票费用为 0.14 元/-15%，其中单票管理费用占营收比例下滑 0.6%，系主要控费项目。不过考虑到固定资产折旧摊销规模的扩大以及职工薪酬的增长较为刚性，预计未来绝对下降空间有限。

图表 4：韵达股份单票费用持续下降（元/件）



来源：公司公告，国金证券研究所

**投资收益致使 18 全年归母净利增速高于扣非净利增速**

- 18 年三季度，公司出售丰巢股权，确认投资收益 5.88 亿元，致使 18 全年归母净利增速（+69.76%）高于扣非净利增速（+38.66%）。

**资产配置：新增投资主要体现在动产（机器电子+运输设备），同时加速土地资源**

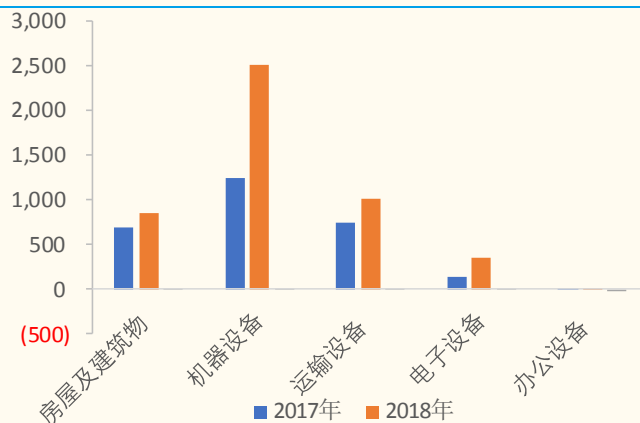
- 18 全年，公司新增固定资产主要体现在机器电子设备和运输设备等动产方面。从资产投入的释放周期看，该部分资产可在短期内提升有效产能。其中，机器电子的投入，是分拣成本中人工成本下降的主要原因；运输设备的投入，则体现为运输自有化率提升、单票运输成本的下降。

值得注意的是，在公司公布的资产支出细目中，明显加大了土地资源的布局，占资本支出的比例由 2017 年底的 8.6%提升至 10.6%。土地等不动产的布局，将体现为长期有效产能的释放，我们预计公司将在 19 年加速其房屋及建筑物等不动产的布局，补全其产能短板。

图表 5：韵达股份投资状况分析（百万元）

| 科目        | 2017年 | 2018年 | yoy  |
|-----------|-------|-------|------|
| IT设备及服务   | 41    | 84    | 104% |
| 车辆        | 402   | 602   | 50%  |
| 分拣中心      | 722   | 1,819 | 152% |
| 土地        | 142   | 435   | 207% |
| 其他（含股权投资） | 352   | 1,175 | 234% |
| 合计        | 1,659 | 4,115 | 148% |

图表 6：韵达股份新增固定资产集中于机器电子+运输设备（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

**派费模式调整：预计 19 年战略重点将体现为末端优化与网络平衡**

- 公司于 19 年初在全网范围内对派费模式进行调整，将“派费收入”计入公司营业收入，即韵达总部将向揽件端加盟商（网点）提供面单销售、中转运输、快件派送、物料销售等服务。

**战略中心从中转、运输环节向末端优化和全网平衡转移。**近年来，公司在总部信息化、智能化以及自动化设备等方面全面推进，体现为在中转和运输环节的效率显著提升。

而公司派费模式的调整，预计可通过三方面体现为对快递末端的优化和全网的平衡：1) 总部“集权”，对加盟网络进行有效的平衡和管理，优化末端派送服务管理管控体系；2) 探索收派分离，提升最后一公里的派送效率和服务质量；3) 引入三方平台，缓解末端配送压力。

**3. 投资建议**

- 公司快递业务量增速始终保持在行业前列，快运业务步入高速增长期。预计 19 年，中转和运输成本仍为公司降本提效之重点，同时战略重点将体现为末端优化与全网络的平衡。考虑到公司单票运输和中转成本的超预期下行，我们上调公司 19 和 20 年 EPS 幅度分别为 5% 和 1%，对应 19-21 年 EPS 为 1.65 元、1.98 元、2.40 元，对应 PE 为 23、19、16 倍，维持“买入”评级。

**4. 风险提示**

- 电商增速下滑导致快递需求下滑，行业竞争加剧，盈利能力下降，信息化、智能化提升程度不及预期，加盟商网点不稳定，新业务发展不及预期等。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2016          | 2017          | 2018          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>7,350</b>  | <b>9,986</b>  | <b>13,856</b> | <b>34,582</b>  | <b>45,910</b>  | <b>59,075</b>  |
| 增长率                 | 35.9%         | 38.8%         | 149.6%        | 32.8%          | 28.7%          |                |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-5,060</b> | <b>-7,092</b> | <b>-9,974</b> | <b>-28,518</b> | <b>-38,307</b> | <b>-49,600</b> |
| <b>%销售收入</b>        | <b>68.8%</b>  | <b>71.0%</b>  | <b>72.0%</b>  | <b>82.5%</b>   | <b>83.4%</b>   | <b>84.0%</b>   |
| <b>毛利</b>           | <b>2,290</b>  | <b>2,894</b>  | <b>3,882</b>  | <b>6,064</b>   | <b>7,603</b>   | <b>9,475</b>   |
| %销售收入               | 31.2%         | 29.0%         | 28.0%         | 17.5%          | 16.6%          | 16.0%          |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-17</b>    | <b>-23</b>    | <b>-50</b>    | <b>-104</b>    | <b>-138</b>    | <b>-177</b>    |
| %销售收入               | 0.2%          | 0.2%          | 0.4%          | 0.3%           | 0.3%           | 0.3%           |
| <b>营业费用</b>         | <b>-146</b>   | <b>-139</b>   | <b>-175</b>   | <b>-415</b>    | <b>-551</b>    | <b>-709</b>    |
| %销售收入               | 2.0%          | 1.4%          | 1.3%          | 1.2%           | 1.2%           | 1.2%           |
| <b>管理费用</b>         | <b>-515</b>   | <b>-629</b>   | <b>-789</b>   | <b>-1,902</b>  | <b>-2,525</b>  | <b>-3,249</b>  |
| %销售收入               | 7.0%          | 6.3%          | 5.7%          | 5.5%           | 5.5%           | 5.5%           |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>1,612</b>  | <b>2,103</b>  | <b>2,869</b>  | <b>3,643</b>   | <b>4,390</b>   | <b>5,340</b>   |
| %销售收入               | 21.9%         | 21.1%         | 20.7%         | 10.5%          | 9.6%           | 9.0%           |
| <b>财务费用</b>         | <b>-1</b>     | <b>6</b>      | <b>17</b>     | <b>52</b>      | <b>94</b>      | <b>112</b>     |
| %销售收入               | 0.0%          | -0.1%         | -0.1%         | -0.1%          | -0.2%          | -0.2%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-11</b>    | <b>-23</b>    | <b>-25</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>投资收益</b>         | <b>17</b>     | <b>66</b>     | <b>758</b>    | <b>100</b>     | <b>50</b>      | <b>50</b>      |
| %税前利润               | 1.1%          | 3.1%          | 21.0%         | 2.7%           | 1.1%           | 0.9%           |
| <b>营业利润</b>         | <b>1,617</b>  | <b>2,175</b>  | <b>3,681</b>  | <b>3,795</b>   | <b>4,534</b>   | <b>5,502</b>   |
| 营业利润率               | 22.0%         | 21.8%         | 26.6%         | 11.0%          | 9.9%           | 9.3%           |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-24</b>    | <b>-29</b>    | <b>-69</b>    | <b>-50</b>     | <b>-50</b>     | <b>-50</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>1,593</b>  | <b>2,146</b>  | <b>3,611</b>  | <b>3,745</b>   | <b>4,484</b>   | <b>5,452</b>   |
| 利润率                 | 21.7%         | 21.5%         | 26.1%         | 10.8%          | 9.8%           | 9.2%           |
| <b>所得税</b>          | <b>-411</b>   | <b>-558</b>   | <b>-948</b>   | <b>-936</b>    | <b>-1,121</b>  | <b>-1,363</b>  |
| 所得税率                | 25.8%         | 26.0%         | 26.3%         | 25.0%          | 25.0%          | 25.0%          |
| <b>净利润</b>          | <b>1,181</b>  | <b>1,587</b>  | <b>2,663</b>  | <b>2,809</b>   | <b>3,363</b>   | <b>4,089</b>   |
| 少数股东损益              | <b>4</b>      | <b>-2</b>     | <b>-96</b>    | <b>-10</b>     | <b>-20</b>     | <b>-20</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>1,177</b>  | <b>1,589</b>  | <b>2,759</b>  | <b>2,819</b>   | <b>3,383</b>   | <b>4,109</b>   |
| 净利率                 | 16.0%         | 15.9%         | 19.9%         | 8.2%           | 7.4%           | 7.0%           |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016          | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>净利润</b>      | <b>1,181</b>  | <b>1,587</b>  | <b>2,602</b>  | <b>2,809</b>  | <b>3,363</b>  | <b>4,089</b>  |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>4</b>      | <b>-2</b>     | <b>-96</b>    | <b>-10</b>    | <b>-20</b>    | <b>-20</b>    |
| <b>非现金支出</b>    | <b>228</b>    | <b>454</b>    | <b>654</b>    | <b>935</b>    | <b>1,239</b>  | <b>1,531</b>  |
| <b>非经营收益</b>    | <b>47</b>     | <b>-70</b>    | <b>-705</b>   | <b>-24</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>482</b>    | <b>942</b>    | <b>1,101</b>  | <b>684</b>    | <b>545</b>    | <b>832</b>    |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>1,938</b>  | <b>2,914</b>  | <b>3,652</b>  | <b>4,403</b>  | <b>5,147</b>  | <b>6,453</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-1,679</b> | <b>-1,386</b> | <b>-3,469</b> | <b>-4,722</b> | <b>-3,395</b> | <b>-3,396</b> |
| <b>投资</b>       | <b>-101</b>   | <b>-259</b>   | <b>-417</b>   | <b>-178</b>   | <b>-150</b>   | <b>-150</b>   |
| <b>其他</b>       | <b>-965</b>   | <b>132</b>    | <b>-3,843</b> | <b>100</b>    | <b>50</b>     | <b>50</b>     |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-2,744</b> | <b>-1,512</b> | <b>-7,728</b> | <b>-4,799</b> | <b>-3,495</b> | <b>-3,496</b> |
| <b>股权募资</b>     | <b>897</b>    | <b>57</b>     | <b>4,003</b>  | <b>3,903</b>  | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>债权募资</b>     | <b>-42</b>    | <b>0</b>      | <b>400</b>    | <b>-405</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>其他</b>       | <b>-3</b>     | <b>-128</b>   | <b>-332</b>   | <b>-561</b>   | <b>-552</b>   | <b>-552</b>   |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>852</b>    | <b>-72</b>    | <b>4,071</b>  | <b>2,937</b>  | <b>-552</b>   | <b>-552</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>46</b>     | <b>1,329</b>  | <b>570</b>    | <b>2,540</b>  | <b>1,100</b>  | <b>2,404</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

注：公司于 19 年开始调整快递服务派件模式，体现为营业收入和营业成本的增加及毛利率的下降。

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2016         | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>433</b>   | <b>1,810</b> | <b>1,920</b>  | <b>4,160</b>  | <b>5,260</b>  | <b>5,964</b>  |
| <b>应收账款</b>     | <b>350</b>   | <b>421</b>   | <b>537</b>    | <b>2,421</b>  | <b>3,214</b>  | <b>4,135</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>26</b>    | <b>25</b>    | <b>39</b>     | <b>570</b>    | <b>766</b>    | <b>992</b>    |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>2,411</b> | <b>2,503</b> | <b>7,491</b>  | <b>7,596</b>  | <b>6,894</b>  | <b>6,762</b>  |
| <b>流动资产</b>     | <b>3,220</b> | <b>4,758</b> | <b>9,987</b>  | <b>14,747</b> | <b>16,134</b> | <b>17,854</b> |
| %总资产            | 48.0%        | 50.6%        | 55.2%         | 60.1%         | 59.3%         | 59.7%         |
| <b>长期投资</b>     | <b>258</b>   | <b>567</b>   | <b>972</b>    | <b>1,150</b>  | <b>1,300</b>  | <b>1,450</b>  |
| <b>固定资产</b>     | <b>2,437</b> | <b>2,975</b> | <b>5,785</b>  | <b>7,049</b>  | <b>7,888</b>  | <b>8,446</b>  |
| %总资产            | 36.3%        | 31.7%        | 32.0%         | 26.2%         | 26.8%         | 26.2%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>715</b>   | <b>827</b>   | <b>1,336</b>  | <b>1,610</b>  | <b>1,877</b>  | <b>2,139</b>  |
| <b>非流动资产</b>    | <b>3,490</b> | <b>4,641</b> | <b>8,093</b>  | <b>9,809</b>  | <b>11,065</b> | <b>12,029</b> |
| %总资产            | 52.0%        | 49.4%        | 44.8%         | 39.9%         | 40.7%         | 40.3%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>6,709</b> | <b>9,400</b> | <b>18,080</b> | <b>24,556</b> | <b>27,199</b> | <b>29,883</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>400</b>    | <b>760</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>应付款项</b>     | <b>2,604</b> | <b>3,627</b> | <b>907</b>    | <b>570</b>    | <b>766</b>    | <b>975</b>    |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>319</b>   | <b>473</b>   | <b>5,171</b>  | <b>5,394</b>  | <b>5,807</b>  | <b>4,761</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>2,923</b> | <b>4,100</b> | <b>6,478</b>  | <b>6,724</b>  | <b>6,573</b>  | <b>5,736</b>  |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>32</b>    | <b>46</b>    | <b>60</b>     | <b>60</b>     | <b>64</b>     | <b>68</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>2,955</b> | <b>4,146</b> | <b>6,538</b>  | <b>6,785</b>  | <b>6,637</b>  | <b>5,804</b>  |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>3,733</b> | <b>5,212</b> | <b>11,460</b> | <b>17,700</b> | <b>20,511</b> | <b>24,048</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>21</b>    | <b>42</b>    | <b>81</b>     | <b>71</b>     | <b>51</b>     | <b>31</b>     |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>6,709</b> | <b>9,400</b> | <b>18,080</b> | <b>24,556</b> | <b>27,199</b> | <b>29,883</b> |

**比率分析**

|               | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 1.161   | 1.306   | 1.611   | 1.646   | 1.975   | 2.399   |
| 每股净资产         | 3.683   | 4.281   | 6.691   | 7.983   | 9.265   | 10.876  |
| 每股经营现金净流      | 1.912   | 2.394   | 2.132   | 1.994   | 2.331   | 2.922   |
| 每股股利          | 0.100   | 0.120   | 0.260   | 0.250   | 0.250   | 0.250   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 31.53%  | 30.50%  | 23.54%  | 15.99%  | 16.53%  | 17.11%  |
| 总资产收益率        | 17.55%  | 16.91%  | 19.87%  | 12.09%  | 12.55%  | 12.70%  |
| 投入资本收益率       | 31.85%  | 29.61%  | 17.71%  | 14.80%  | 16.05%  | 16.65%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 650.34% | 35.86%  | 38.76%  | 149.58% | 32.76%  | 28.67%  |
| EBIT 增长率      | #####   | 30.44%  | 36.42%  | 27.00%  | 20.49%  | 21.64%  |
| 净利润增长率        | #####   | 35.01%  | 69.76%  | 4.47%   | 20.02%  | 21.46%  |
| 总资产增长率        | 629.23% | 40.10%  | 44.42%  | 37.18%  | 10.76%  | 9.87%   |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 10.7    | 10.7    | 11.4    | 10.1    | 12.8    | 13.0    |
| 存货周转天数        | 4.8     | 1.3     | 1.2     | 3.9     | 6.4     | 6.5     |
| 应付账款周转天数      | 56.9    | 84.3    | 33.0    | 3.7     | 6.4     | 6.5     |
| 固定资产周转天数      | 115.8   | 103.1   | 124.3   | 61.3    | 50.9    | 41.4    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -11.52% | -34.44% | -13.17% | -19.21% | -25.64% | -24.80% |
| EBIT 利息保障倍数   | 1,848.4 | -350.7  | -167.5  | -70.3   | -46.6   | -47.6   |
| 资产负债率         | 44.04%  | 44.11%  | 14.98%  | 24.11%  | 23.94%  | 25.66%  |

**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    | 3    | 6    | 10   | 16   |
| 增持 | 0    | 4    | 6    | 8    | 10   |
| 中性 | 0    | 0    | 1    | 2    | 2    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.57 | 1.62 | 1.60 | 1.50 |

来源：朝阳永续

**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

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价 目标价            |
|----|------------|----|-------------------|
| 1  | 2017-08-25 | 买入 | 44.60 N/A         |
| 2  | 2017-10-16 | 买入 | 51.15 60.00~65.00 |
| 3  | 2017-10-26 | 买入 | 51.80 N/A         |
| 4  | 2018-04-27 | 买入 | 49.43 N/A         |
| 5  | 2018-05-02 | 买入 | 49.86 N/A         |
| 6  | 2018-08-27 | 买入 | 32.48 N/A         |
| 7  | 2018-09-04 | 买入 | 30.19 40.00~42.00 |
| 8  | 2018-10-26 | 买入 | 32.16 N/A         |

来源：国金证券研究所


**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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