

信义山证 汇通天下

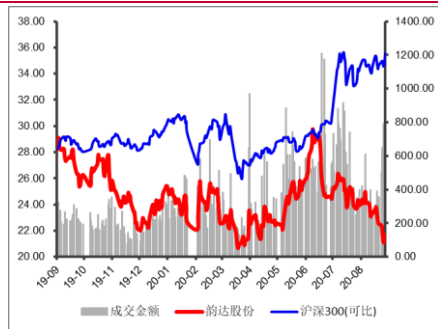
证券研究报告

交通运输

报告原因：半年报点评

2020 年 8 月 31 日

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 28 日

收盘价(元):	21.70
年内最高/最低(元):	30.09/20.85
流通 A 股/总股本(亿):	27.96/28.99
流通 A 股市值(亿):	606.84
总市值(亿):	629.14

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.24
每股净资产(元):	4.70
净资产收益率:	5.03%

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

韵达股份 (002120.SZ)

件量增长不及单价下行，竞争加剧侵蚀公司利润

下调评级

增持

公司研究/点评报告

事件描述：公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 143.18 亿元，同比-7.95%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.81 亿元，同比-47.47%，其中实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5.59 亿元，同比-52.87%。

事件点评

➤ **业务量恢复高增速，市占率稳居行业第二。**上半年公司业务完成量为 56.29 亿件，同比增长 29.88%，超出行业增速 7.86pct，占全国快递服务企业业务量的 16.61%，较 2019 年同期提升 1 个百分点，市场占有率稳居行业第二，与龙头中通相差 3.97pct。受疫情影响，2020Q1 快递行业业务量同比增速仅 3.20%，公司 Q1 业务量增速 7.06%，超出行业增速 3.86pct，随着国内疫情得到控制，公司业绩复苏，Q2 完成业务量 36.19 亿件，同比增长 41.92%，超出行业增速 5.17pct。

➤ **行业竞争加剧，盈利能力下滑。**上半年行业价格战激烈，公司单票收入 2.36 元，较去年同期减少 0.94 元/票，同比大幅下降 28.5%；公司单票成本 2.18 元，较去年同期减少 0.65 元/票，同比下降 23.0%，单票成本降幅小于收入降幅，虽然公司业务量增速较高，但快递业务收入受单价下滑拖累，公司 H1 快递业务收入 132.60 万元，同比减少 7.16%。

➤ **毛利下降，财务费用增长。**由于行业竞争拖累业绩，公司 2020H1 快递主业毛利率 7.4%，同比下降 6.7pct，单票毛利大幅下降 62.5%。费用方面，H1 公司销售、管理、财务、研发费用分别为 1.02 亿元/4.51 亿元/0.23 亿元/1.31 亿元，同比分别+3.22%/-16.02%/+1523.24%/+226.95%，其中财务费用同比增加 15 倍主要系报告期内银行短期借款增加以及发行超短融和中票产生的利息增加所致。

➤ **剥离快运业务，专注快递业务。**报告期内公司快运服务业务收入为 0，同比-100%，公司 2019 年 5 月公告显示将上海韵达运乾物流科技有限公司的控股权转让，运乾物流曾是公司的快运子公司，转让完成后，公司对运乾物流的持股比例从 60%降至 18.99%，运乾物流不再与上市公司并表。运乾物流主营大件及小票零担，目前仍难以实现盈亏平衡，公司为避免亏损扩大遂将快运业务剥离，专注发展公司主营快递业务。

投资建议：受电商快递激烈价格战的影响，通达系短期内经营压力较大，公司成本管控能力强，市占率稳居行业前列，从长期来看，伴随着行业加速整合，公司盈利状况有望改善。预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 0.95、1.18，对应 8 月 28 日收盘价 21.70 元，PE 分别为 22.84、18.39，下调为“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行；业务量增速不及预期；价格战超预期；行业竞争加剧。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,969.2	25,143.5	30,845.9	38,038.9	营业收入	34404.0	41456.9	51530.9	61991.7
现金	1,931.2	14,589.7	16,628.7	23,274.7	营业成本	29880.2	36005.7	44755.1	53840.3
应收账款	834.7	1,955.2	2,115.5	2,324.3	营业税金及附加	51.5	62.2	77.3	93.0
其他应收款	146.2	476.4	493.5	523.2	销售费用	208.6	294.3	365.9	440.1
预付账款	126.9	186.2	286.6	408.2	管理费用	887.4	1480.0	1839.7	2213.1
存货	97.8	127.6	159.8	186.4	研发费用	174.3	377.3	468.9	564.1
其他流动资产	7,832.5	7,808.3	11,161.8	11,322.0	财务费用	8.6	-54.0	-108.8	-125.2
非流动资产	11,527.5	12,260.2	12,938.8	13,645.4	加:其他费用	208.6	210.0	210.0	210.0
长期投资	92.6	91.7	91.7	92.0	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	6,440.7	7,222.0	7,796.6	8,236.2	公允价值变动收益	49.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	2,036.0	1,900.3	1,773.6	1,655.3	投资净收益	208.0	210.8	209.4	209.4
其他非流动资产	2,958.2	3,046.2	3,276.9	3,661.9	营业利润	3603.4	3712.2	4552.2	5385.6
资产总计	22,496.7	37,403.7	43,784.6	51,684.3	营业外收入	16.3	15.1	15.1	15.1
流动负债	8,815.0	19,468.1	21,922.6	25,766.5	营业外支出	142.0	70.8	70.8	70.8
短期借款	710.8	598.3	0.0	0.0	利润总额	3477.6	3656.5	4496.5	5329.9
应付账款	4,293.6	10,035.5	10,639.9	11,847.5	所得税	854.6	914.1	1124.1	1332.5
其他流动负债	3,810.5	8,834.3	11,282.8	13,918.9	净利润	2623.0	2742.3	3372.4	3997.4
非流动负债	147.5	1,416.3	2,644.7	3,605.5	少数股东损益	-24.2	-6.6	-54.4	-37.0
长期借款	0.0	1,240.0	2,441.0	3,361.0	归属母公司净利润	2647.2	2748.9	3426.8	4034.4
其他非流动负债	147.5	176.3	203.7	244.5	EBITDA	4672.8	4449.5	5389.3	6360.5
负债合计	8,962.5	20,884.4	24,567.3	29,371.9	EPS (元)	0.9	0.9	1.2	1.4
少数股东权益	71.3	64.7	10.3	-26.7	主要财务比率				
股本	2,226.3	2,899.3	2,899.3	2,899.3	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	3,412.6	3,412.6	3,412.6	3,412.6	成长能力				
留存收益	7,850.8	10,142.7	12,895.1	16,027.2	营业收入	148.30%	20.50%	24.30%	20.30%
归属母公司股东权益	13,462.8	16,454.6	19,207.0	22,339.0	营业利润	-0.46%	3.02%	22.63%	18.31%
负债和股东权益	22,496.7	37,403.7	43,784.6	51,684.3	归属于母公司净利润	-1.88%	3.84%	24.66%	17.73%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	13.15%	13.15%	13.15%	13.15%
经营活动现金流	5,035.6	12,080.5	2,794.4	7,293.3	净利率(%)	7.69%	6.63%	6.65%	6.51%
净利润	2,623.0	2,748.9	3,426.8	4,034.4	ROE(%)	19.38%	16.60%	17.55%	17.92%
折旧摊销	1,116.9	624.1	686.9	746.0	ROIC(%)	30.37%	65.34%	-69.03%	-98.80%
财务费用	40.3	-54.0	-108.8	-125.2	偿债能力				
投资损失	-208.0	-210.8	-209.4	-209.4	资产负债率(%)	39.84%	55.84%	56.11%	56.83%
营运资金变动	7,528.7	8,978.9	-946.7	2,884.5	净负债比率(%)	31.09%	-38.37%	12.58%	-5.15%
其他经营现金流	-6,065.3	-6.6	-54.4	-37.0	流动比率	1.24	1.29	1.41	1.48
投资活动现金流	-5,538.9	152.5	209.4	209.1	速动比率	1.23	1.28	1.40	1.47
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	营运能力				
长期投资	-1.8	0.9	0.0	-0.3	总资产周转率	1.70	1.38	1.27	1.30
其他投资现金流	-5,537.1	151.6	209.4	209.4	应收账款周转率	56.15	38.26	33.24	36.22
筹资活动现金流	208.4	1,397.3	37.1	142.9	应付账款周转率	9.56	5.79	4.98	5.51
短期借款	310.8	-112.6	-598.3	0.0	每股指标 (元)				
长期借款	0.0	1,240.0	1,201.0	920.0	每股收益(最新摊薄)	0.91	0.95	1.18	1.39
普通股增加	513.5	673.0	0.0	0.0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	4.17	0.96	2.52
资本公积增加	-417.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.68	6.62	7.71
其他筹资现金流	-199.0	-403.0	-565.6	-777.1	估值比率				
现金净增加额	-294.8	13,630.3	3,040.9	7,645.3	P/E	23.8	22.9	18.4	15.6
					P/B	4.7	3.8	3.3	2.8
					EV/EBITDA	13.87	9.37	7.38	5.28

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

