

信义山证 汇通天下

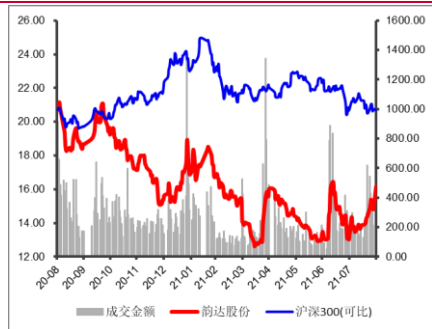
证券研究报告

交通运输

报告原因：中报点评

2021年8月31日

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月30日

收盘价(元):	16.17
年内最高/最低(元):	19.31/12.60
流通A股/总股本(亿):	28.10/29.03
流通A股市值(亿):	454.38
总市值(亿):	469.38

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益(元)	0.15
每股净资产(元):	5.14
净资产收益率:	3.05%

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)

单价环比回升，旺季盈利有望改善

上调评级

买入

公司研究/点评报告

事件描述：2021H1，公司实现营业收入182.09亿元，同比增长27.18%；归属于上市公司股东的净利润4.46亿元，同比减少34.45%；基本每股收益0.15元。

事件点评

➤ **市占率稳居行业第二，Q2业务量增速回归常态。**2021H1，公司完成快递业务量82.61亿票，同比增长46.76%，超出行业平均增速0.96pct，占全国快递服务企业业务量的16.73%，较2020H1提升0.12pct，市占率稳居行业第二。2021Q2，公司完成快递业务量46.58亿票，同比增长25.25%，疫情导致的低基数效应消除，业务量增速回归常态。

➤ **行业监管大幅强化，公司毛利或止跌回升。**2021年4月《浙江省快递业促进条例(草案)》审议通过以来，行业监管力度持续强化，价格战明显放缓，4-6月公司单票收入分别为2.04元/2.02元/2.02元，单价趋于稳定。7月，公司单票收入2.04元，环比上升0.02元，同比增长1.49%，行业价格战拐点得到进一步验证。2021Q2，公司单票毛利0.19元，同比下降0.02元，考虑到2020年同期高速公路免通行费及收派服务免交增值税税收优惠等影响，实际单票毛利情况更优。

➤ **9月派费上调，旺季盈利有望改善。**近日，为响应七部门《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，多家快递公司明确将于9月1日起上调派费，切实保障快递小哥合法权益。此次派费上调一方面结束了行业恶性价格竞争下派费持续降低的局面，另一方面，派费上调有望向揽收端传递，行业进入传统旺季单价有望持续提升，公司迎来盈利改善。

投资建议：行业监管力度空前，具体政策持续落地，行业价格战拐点得到验证。公司件量维持高增长，市占率稳居行业前列，规模效应下具备成本优势，下半年盈利有望明显改善。预计公司2021年、2022年EPS为0.60、0.73，对应8月30日收盘价16.17元，PE分别为26.84、22.04，我们认为，公司当前股价基本反映市场悲观预期，因此上调为“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；业务量增速不及预期；政策落地效果不及预期；行业竞争恶化。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	13,587.4	15,824.1	17,597.4	20,082.7	营业收入	33500.4	39604.2	49228.0	59221.3
现金	4,010.3	6,010.4	11,798.7	18,349.8	营业成本	30319.5	35643.8	44305.2	53299.2
应收账款	997.0	1,559.8	1,532.8	1,979.6	营业税金及附加	64.4	92.8	115.6	120.1
其他应收款	320.1	352.0	372.4	513.4	销售费用	229.3	277.2	344.6	411.5
预付账款	100.8	150.8	201.5	231.5	管理费用	1007.9	1243.6	1545.8	1859.5
存货	130.2	136.2	168.1	211.6	研发费用	204.9	217.8	270.8	325.7
其他流动资产	8,029.0	7,614.8	3,523.9	-1,203.2	财务费用	44.9	43.5	34.4	-34.4
非流动资产	15,913.4	16,310.2	16,786.6	17,212.3	加：其他费用	97.1	100.0	100.0	100.0
长期投资	91.5	92.1	92.1	91.9	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	9,480.9	10,247.8	10,706.8	10,980.4	公允价值变动收益	-40.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	2,552.3	2,382.1	2,223.3	2,075.1	投资净收益	228.9	225.0	227.0	227.0
其他非流动资产	3,788.6	3,588.2	3,764.3	4,064.9	营业利润	1772.0	2410.5	2938.6	3566.7
资产总计	29,500.8	32,134.2	34,384.0	37,295.0	营业外收入	10.9	10.1	10.1	10.1
流动负债	9,434.8	12,124.7	11,692.2	11,889.9	营业外支出	30.8	83.9	83.9	83.9
短期借款	1,660.0	1,598.0	704.6	0.0	利润总额	1752.1	2336.6	2864.8	3492.9
应付账款	3,794.5	4,791.3	5,955.6	6,999.9	所得税	328.0	602.1	738.2	900.0
其他流动负债	3,980.3	5,735.4	5,032.0	4,890.0	净利润	1424.1	1734.5	2126.6	2592.9
非流动负债	5,608.2	4,208.0	5,441.6	6,395.6	少数股东损益	19.6	-14.5	-2.7	3.6
长期借款	0.0	1,240.0	2,441.0	3,361.0	归属母公司净利润	1404.5	1749.0	2129.3	2589.3
其他非流动负债	5,608.2	2,968.0	3,000.6	3,034.6	EBITDA	3432.3	3434.8	4073.4	4747.6
负债合计	15,043.0	16,332.7	17,133.8	18,285.5	EPS（元）	0.5	0.6	0.7	0.9
少数股东权益	79.9	65.4	62.7	66.3	主要财务比率				
股本	2,899.1	2,902.8	2,902.8	2,902.8	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	2,830.5	2,830.5	2,830.5	2,830.5	成长能力				
留存收益	8,722.4	10,002.9	11,454.2	13,209.9	营业收入	-2.63%	18.22%	24.30%	20.30%
归属母公司股东权益	14,377.9	15,736.2	17,187.5	18,943.2	营业利润	-50.82%	36.03%	21.91%	21.37%
负债和股东权益	29,500.8	32,134.2	34,384.0	37,295.0	归属于母公司净利润	-46.94%	24.53%	21.74%	21.60%
现金流量表					盈利能力				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	9.50%	10.00%	10.00%	10.00%
经营活动现金流	2,183.6	4,288.1	6,966.1	7,907.2	净利率(%)	4.19%	4.42%	4.33%	4.37%
净利润	1,424.1	1,749.0	2,129.3	2,589.3	ROE(%)	9.85%	10.98%	12.33%	13.64%
折旧摊销	1,453.5	863.1	929.6	989.6	ROIC(%)	35.53%	18.72%	28.91%	85.38%
财务费用	102.5	43.5	34.4	-34.4	偿债能力				
投资损失	-228.9	-225.0	-227.0	-227.0	资产负债率(%)	50.99%	50.83%	49.83%	49.03%
营运资金变动	-171.3	1,872.0	4,102.5	4,586.1	净负债比率(%)	29.34%	12.99%	-5.59%	-36.94%
其他经营现金流	-396.2	-14.5	-2.7	3.6	流动比率	1.44	1.31	1.51	1.69
投资活动现金流	-5,861.3	629.6	227.0	227.1	速动比率	1.43	1.29	1.49	1.67
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	营运能力				
长期投资	1.0	-0.5	0.0	0.2	总资产周转率	1.29	1.29	1.48	1.65
其他投资现金流	-5,862.3	630.1	227.0	227.0	应收账款周转率	49.07	42.03	41.57	45.09
筹资活动现金流	5,529.7	-1,990.3	-404.8	-583.7	应付账款周转率	8.28	9.23	9.16	9.14
短期借款	949.2	-62.1	-893.4	-704.6	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)	0.48	0.60	0.73	0.89
普通股增加	672.8	3.7	0.0	0.0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.48	2.40	2.72
资本公积增加	-582.1	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.42	5.92	6.53
其他筹资现金流	4,489.8	-3,171.9	-712.4	-799.1	估值比率				
现金净增加额	1,852.1	2,927.4	6,788.3	7,550.6	P/E	33.4	26.8	22.0	18.1
					P/B	3.3	3.0	2.7	2.5
					EV/EBITDA	11.82	11.25	8.04	5.48

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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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

