

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 12.27
合理价格区间(元): 13.10~14.19

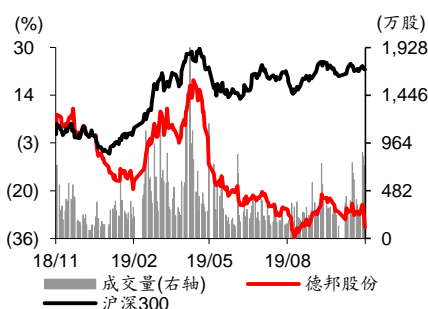
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 021-28972077
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1 《德邦股份(603056 SH,增持): 最坏的时候或已过去》2019.08
- 2 《德邦股份(603056,增持): 专注大件快递,收入先行》2019.04
- 3 《德邦股份(603056,增持): 快运持续承压,快递贡献业绩》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

经营压力较大

德邦股份(603056)

并购价值显著, 维持“增持”评级

前三季度, 公司实现收入 184.47 亿元 (+14.9%), 归母净利 1.11 亿元 (-75.7%), 扣非后归母净利-0.91 亿元 (-129.3%)。三季度公司实现净利润 605 万元, 大幅低于我们预期的 1.30 亿元。我们下调公司 19/20/21 年 EPS 至 0.30/0.55/0.71 元, 对应当前股价 PE 40.9/22.5/17.2X; 考虑并购价值, 给予公司 20 年 24-26X PE, 下调目标价区间至 13.10-14.19 元, 维持“增持”评级。

快运业务回归增长, 快递业务大幅放缓

三季度, 公司实现收入 65.55 亿元 (+11.9%), 其中快运业务收入 27.74 亿元 (+1.2%), 增速环比上半年提升 7.3pct; 快递业务收入 36.47 亿元 (+21.0%), 增速环比上半年下降 28.9%, 其它收入 1.34 亿元 (+28.8%)。公司快运收入回归增长, 缓解了市场的担忧; 但快递件量增速放缓叠加价格下跌, 收入大幅低于预期 (预计件量同比增长 30%, 均价同比下降 5%-10%)。公司实现毛利 5.03 亿元 (-36.6%), 毛利率 7.7% (-5.9pct); 四项费用 5.97 亿元 (-8.1%), 净利润 605 万元, 大幅低于我们预期的 1.30 亿元, 扣非后归母净利-0.92 亿元 (去年同期盈利 1.11 亿元)。

坚持直营, 夯实网络建设

成立以来, 德邦股份坚持直营为主的经营模式, 以保证服务品质; 2015 年 8 月起, 公司在薄弱区域启动事业合伙人机制, 增强覆盖并降低新设网点成本。截止 1H19, 公司共有网点 27986 个, 分拨中心 155 个, 已基本实现全国地级、区级城市的全覆盖, 乡镇覆盖率达到 94%; 自有车辆 11046 台, 并逐步加大外部运力整合 (截止 1H19 外请运力占比 69%), 形成百万级社会化运输资源储备与调度能力。

下调目标价区间至 13.10-14.19, 维持“增持”评级

大件快递市场仍处于高速增长期, 公司从 8 月底陆续恢复至旺季合约, 盈利有望逐步改善, 且高端快运和大件快递网络并购价值显著。我们上调公司公路快运收入预期, 下调大件快递收入预期, 并基于成本分摊原则下调分项业务毛利率, 相应下调 19/20/21 年 EPS 预测至 0.30/0.55/0.71 元 (前值 0.58/0.73/0.87 元), 对应当前股价 PE 40.9/22.5/17.2X。可比快递企业对应 20 年 Wind 一致预期 PE 中值为 18.9X, 考虑潜在并购价值, 我们给予公司 20 年 24-26X PE (较行业估值溢价 27%-37%), 下调目标价区间至 13.10-14.19 元 (前值 13.90-15.64 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业增速低于预期、市场竞争、社保成本冲击。

公司基本资料

总股本 (百万股)	960.00
流通 A 股 (百万股)	217.66
52 周内股价区间 (元)	11.65-21.80
总市值 (百万元)	11,779
总资产 (百万元)	8,411
每股净资产 (元)	4.05

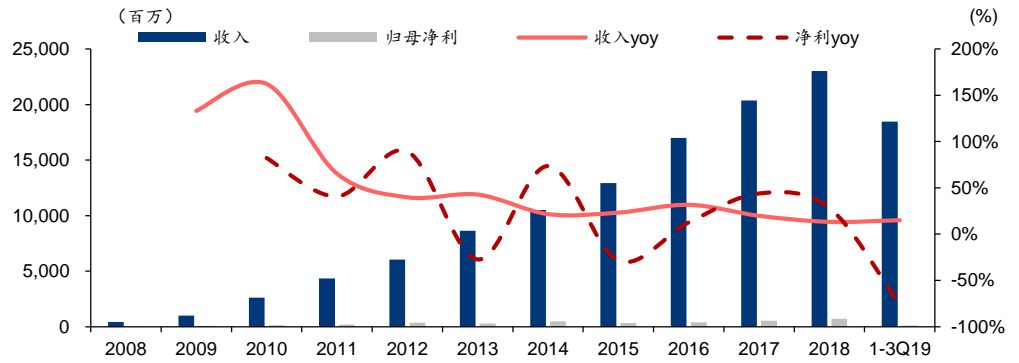
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	20,350	23,025	26,712	31,690	37,066
+/-%	19.70	13.15	16.01	18.64	16.96
归属母公司净利润 (百万元)	546.62	700.41	288.10	523.99	683.27
+/-%	43.87	28.13	(58.87)	81.87	30.40
EPS (元, 最新摊薄)	0.57	0.73	0.30	0.55	0.71
PE (倍)	21.55	16.82	40.89	22.48	17.24

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 德邦股份收入和净利润



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 德邦股份关键假设调整

	2018	2019E	调整前		调整后		
			2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入	23,025	27,861	33,572	36,594	26,712	31,690	37,066
公路快运	11,206	10,310	10,000	9,200	10,870	11,196	11,532
大件快递	11,397	17,096	23,080	27,003	15,386	20,002	25,003
其它	422	456	492	390	456	492	531
yoy	13.1%	21.0%	20.5%	9.0%	16.0%	18.6%	17.0%
公路快运	-13.8%	-8.0%	-3.0%	-8.0%	-3.0%	3.0%	3.0%
大件快递	64.5%	50.0%	35.0%	17.0%	35.0%	30.0%	25.0%
其它	-1.4%	8.0%	8.0%	-20.8%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利	3,246	3,440	4,157	4,531	2,676	3,385	4,023
公路快运	2,136	1,856	1,800	1,656	1,630	1,735	1,845
大件快递	1,063	1,539	2,308	2,835	1,000	1,600	2,125
其它	47	46	49	40	46	49	53
毛利率	14.1%	12.3%	12.4%	12.4%	10.0%	10.7%	10.9%
公路快运	19.1%	18.0%	18.0%	18.0%	15.0%	15.5%	16.0%
大件快递	9.3%	9.0%	10.0%	10.5%	6.5%	8.0%	8.5%
其它	11.2%	10.0%	10.0%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: 华泰证券研究所 (注: 红色为假设项)

图表3: 德邦股份盈利预测调整表

(百万元)	2019E		2020E		2021E		变化		
	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	2019E	2020E	2021E
营业收入	27861	26712	33572	31690	36594	37066	(1149)	(1882)	473
营业毛利	3440	2676	4157	3385	4531	4023	(764)	(772)	(508)
营业利润	463	104	634	394	780	601	(359)	(239)	(179)
归母净利润	556	288	704	524	836	683	(268)	(180)	(153)
EPS (元)	0.58	0.30	0.73	0.55	0.87	0.71	(0.28)	(0.19)	(0.16)
收入增长率	21.0%	16.0%	20.5%	18.6%	9.0%	17.0%	-5.0%	-1.9%	8.0%
毛利率	12.3%	10.0%	12.4%	10.7%	12.4%	10.9%	-2.3%	-1.7%	-1.5%
净利率	2.0%	1.1%	2.1%	1.7%	2.3%	1.8%	-0.9%	-0.4%	-0.4%

资料来源: 华泰证券研究所

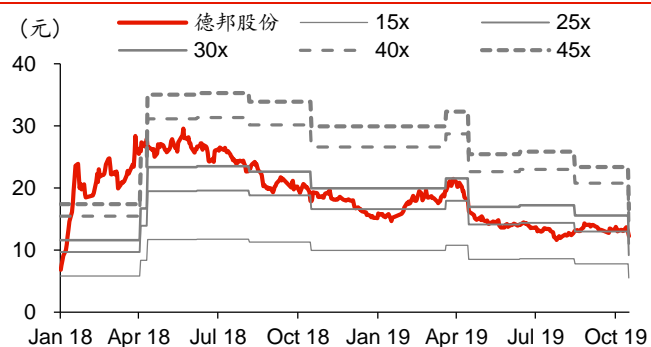
图表4：可比快递企业估值对比（2019.10.31）

代码	简称	股价	EPS				PE				PEG (MRQ)	PB	市值 (亿)
			18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E			
002352.SZ	顺丰控股	39.63	0.79	1.30	1.54	1.80	50.2	30.4	25.8	22.0	1.58	4.40	1750
002468.SZ	申通快递	20.60	1.12	1.23	1.46	1.77	18.4	16.7	14.1	11.6	1.12	3.57	315
002120.SZ	韵达股份	32.88	1.27	1.27	1.55	1.87	25.9	25.8	21.2	17.6	1.88	5.74	732
600233.SH	圆通速递	12.54	0.65	0.74	0.86	1.01	19.3	16.9	14.5	12.4	1.21	2.98	357
快递物流							28.4	22.5	18.9	15.9	1.40	3.99	3,153

注：2018年EPS为扣非口径，个股盈利预测/估值均为Wind一致预期值，行业指标为个股中值

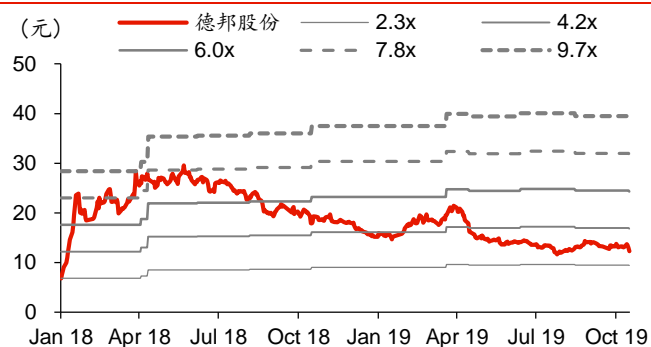
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：德邦股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：德邦股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,963	5,288	5,630	6,553	7,756
现金	1,899	2,756	2,673	3,049	3,659
应收账款	1,103	1,356	1,573	1,867	2,183
其他应收账款	201.90	215.04	249.47	295.96	346.17
预付账款	279.00	352.90	428.85	505.03	589.55
存货	8.26	19.26	23.40	27.56	32.18
其他流动资产	472.27	587.94	682.07	809.20	946.46
非流动资产	2,558	2,933	3,152	3,375	3,613
长期投资	0.00	57.69	57.69	57.69	57.69
固定投资	1,600	1,849	2,140	2,421	2,705
无形资产	17.85	32.80	29.52	26.57	23.91
其他非流动资产	940.28	993.65	924.83	869.77	825.73
资产总计	6,521	8,221	8,783	9,929	11,369
流动负债	3,350	3,999	4,483	5,191	6,106
短期借款	1,078	1,001	1,206	1,634	2,238
应付账款	714.91	1,202	1,461	1,720	2,008
其他流动负债	1,557	1,796	1,817	1,837	1,860
非流动负债	99.71	194.56	194.56	194.56	194.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	99.71	194.56	194.56	194.56	194.56
负债合计	3,450	4,194	4,677	5,386	6,300
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	860.00	960.00	960.00	960.00	960.00
资本公积	0.00	318.60	318.60	318.60	318.60
留存公积	2,211	2,749	2,827	3,264	3,790
归属母公司股东权益	3,071	4,027	4,105	4,543	5,069
负债和股东权益	6,521	8,221	8,783	9,929	11,369

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,001	1,588	929.98	1,174	1,459
净利润	546.62	700.41	288.10	523.99	683.27
折旧摊销	720.06	800.71	762.77	857.61	951.24
财务费用	56.73	80.91	146.34	180.27	227.36
投资损失	(119.33)	(120.61)	(120.61)	(120.61)	(120.61)
营运资金变动	785.89	83.66	(146.63)	(267.16)	(282.57)
其他经营现金	11.08	42.86	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(286.81)	(243.36)	0.00	0.00	0.00
资本支出	1,033	843.23	982.28	1,081	1,189
长期投资	224.49	71.31	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	971.00	671.17	982.28	1,081	1,189
筹资活动现金	62.69	58.78	(151.89)	161.77	219.01
短期借款	133.21	(86.93)	205.03	428.51	603.65
长期借款	(948.88)	(836.43)	(861.67)	(959.90)	(1,068)
普通股增加	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.13)	318.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	878.49	563.54	504.76	693.15	683.30
现金净增加额	1,115	810.30	(83.58)	375.97	609.76

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,350	23,025	26,712	31,690	37,066
营业成本	17,640	19,779	24,036	28,306	33,043
营业税金及附加	65.14	65.97	76.53	90.80	106.20
营业费用	337.20	395.83	407.70	468.86	529.81
管理费用	1,766	2,044	2,062	2,371	2,680
财务费用	107.13	130.27	146.34	180.27	227.36
资产减值损失	32.28	50.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	119.33	120.61	120.61	120.61	120.61
营业利润	522.07	681.19	104.25	394.21	601.23
营业外收入	214.17	248.54	273.40	300.74	330.81
营业外支出	34.04	32.75	32.75	34.20	58.00
利润总额	702.19	896.98	344.89	660.75	874.04
所得税	155.57	196.57	56.79	136.76	190.76
净利润	546.62	700.41	288.10	523.99	683.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	546.62	700.41	288.10	523.99	683.27
EBITDA	1,203	1,456	1,013	1,432	1,780
EPS (元, 基本)	0.64	0.73	0.30	0.55	0.71

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.70	13.15	16.01	18.64	16.96
营业利润	71.62	30.48	(84.70)	278.16	52.51
归属母公司净利润	43.87	28.13	(58.87)	81.87	30.40
获利能力 (%)					
毛利率	13.32	14.10	10.02	10.68	10.85
净利率	2.69	3.04	1.08	1.65	1.84
ROE	17.80	17.39	7.02	11.53	13.48
ROIC	11.12	12.05	3.52	6.95	8.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.90	51.01	53.26	54.25	55.42
净负债比率 (%)	16.54	12.18	13.73	16.46	19.68
流动比率	1.18	1.32	1.26	1.26	1.27
速动比率	1.18	1.32	1.25	1.26	1.27
营运能力					
总资产周转率	3.12	2.80	3.04	3.19	3.26
应收账款周转率	17.67	18.73	18.24	18.42	18.30
应付账款周转率	24.33	20.64	18.06	17.80	17.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.73	0.30	0.55	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	1.65	0.97	1.22	1.52
每股净资产(最新摊薄)	3.20	4.20	4.28	4.73	5.28
估值比率					
PE (倍)	21.55	16.82	40.89	22.48	17.24
PB (倍)	3.84	2.92	2.87	2.59	2.32
EV_EBITDA (倍)	7.51	6.21	8.92	6.31	5.08

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com