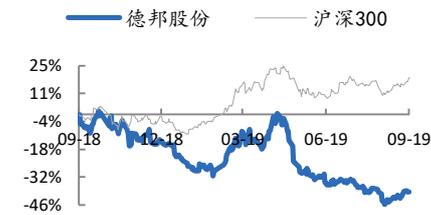


投资评级：中性(首次评级)

 当前价格(元): 12.02
合理价格区间(元): 11.96~13.25

证券分析师
韩伟琪

 资格编号: S0120518020002
电话: 021-68761616-6160
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.1	-10.0	-0.8
相对涨幅 (%)	-13.5	-10.9	-10.4

资料来源: 德邦研究所

收入成本双双走高，四季度业绩压力较大

德邦股份(603056)

投资要点:

- 公司发布 2019 年三季报。**德邦股份发布三季度报告，2019 年前三季度实现营业收入 184.47 亿元，同比增长 14.93%；归属于上市公司股东的净利润 1.11 亿元，同比下降 75.70%；基本每股收益 0.12 元。公司总资产 84.11 亿元，较年初上升 1.87%。公司归属于上市公司股东的净资产 38.92 亿元，较年初下降 4.21%。资产负债率 53.73%，较年初上升 2.94 个百分点。
- 战略转型大件快递，快递业务稳步发展。**德邦目前正在深耕大件快递市场，试图进行战略转型。报告期内，快递业务营业收入为 103.24 亿元，同比增长 38.24%，高于行业 22.2% 的平均增速；目前快递业务营收已达到公司总营收的 55.97%。由于德邦原来就是快运行业的零担之王，故而在大件快递的这个业务方向有着优秀的行业经验和竞争优势，故而之后仍有具有竞争能力。
- 快运市场份额逐步减少，竞争压力增大。**受到市场竞争环境加剧、以及公司发展重心转移至快递行业的影响；2019 年前三季度，快运业务营业收入 77.66 亿，同比下降 6.06%；德邦快递的快运业务定义为 30kg 以上，其他公司定义一般在 5-10 公斤以上，同时远观市场，2019 年的零担市场规模预计能够达到万亿，龙头公司的市场占有率均不到 1.5%，CR8 指数在 5%~6% 之间。所以德邦的快递业务的主要影响是因为其产品结构优化升级及整车业务战略调整，部分快运产品计入快递产品所导致的。
- 市场份额逐步上升，四季度压力增大。**三季度是物流旺季，同时因为公司为了抢占快递市场份额的战略，延续了上半年在人力和运力等资源上的成本投入的思路。故而报告期内，巨大的成本压力直接导致净利润依旧没有明显起色。不过之后，随着四季度物流旺季的到来，装载率，业务量的不断提升，规模效应的逐步形成，成本也将会得到有效控制。同时因为快递行业入行门槛较高，公司在快运行业拥有足够的竞争经营，故而看好公司远期发展前景。
- 投资建议。**随着公司二季度的调整，我们看出了德邦优秀的管理控制能力，虽然三季度是快递淡季，但是业绩仍有同比下降的趋势，我们看好德邦远期的盈利能力。考虑到 2019 年的业绩压力，我们调整 2019-2021 年的归母净利润由 5.80、8.96、13.01 亿元至 4.45、7.97、15.34 亿元，调整 EPS 由 0.60、0.93、1.35 元至 0.46、0.83、1.60 元。德邦大件快递业务的战略方向和公司直营的管理能力还是具有的长期发展前景的，我们下调公司评级至“中性”，给予公司 2019 年 PE 33 倍，合理价格区间为 11.96-13.25 元。
- 风险提示。**大件快递业务发展不及预期；快运市场恶性竞争；成本超预期；宏观经济超预期。

股票数据

总股本(百万)	960.00
流通 A 股(百万)	960.00
52 周内股价区间(元)	21.8-11.65
总市值(百万)	11,539.20
总资产(百万)	8,410.83
每股净资产(元)	4.05

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20350	23025	27618	33950	41523
(+/-) YoY (%)	19.7	13.1	19.9	22.9	22.3
净利润(百万元)	547	700	445	797	1534
(+/-) YoY (%)	43.9	28.1	-36.5	79.2	92.4
全面摊薄 EPS (元)	0.57	0.73	0.46	0.83	1.60
毛利率 (%)	13.3	14.1	10.4	11.4	13.2
净资产收益率 (%)	17.8	17.4	10.4	16.4	24.8

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

事件

德邦股份发布三季度报告, 2019 年前三季度实现营业收入 184.47 亿元, 同比增长 14.93%; 归属于上市公司股东的净利润 1.11 亿元, 同比下降 75.70%; 基本每股收益 0.12 元。公司总资产 84.11 亿元, 较年初上升 1.87%。公司归属于上市公司股东的净资产 38.92 亿元, 较年初下降 4.21%。资产负债率 53.73%, 较年初上升 2.94 个百分点。

转型成长期内毛利率较低, 规模效益仍需发展时间

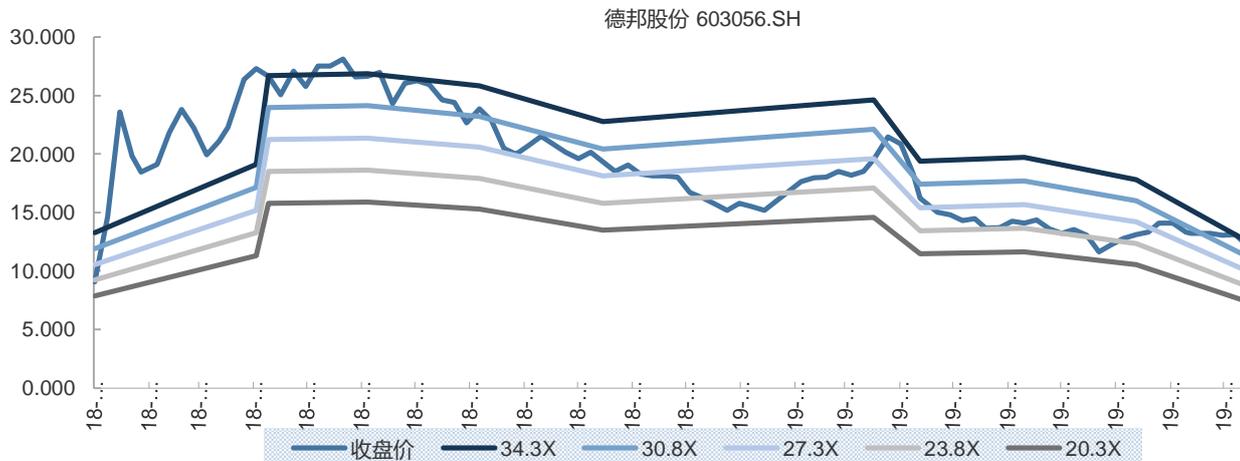
德邦快递延续了上半年的战略, 转型快递市场后为了扩大市场份额, 故而加大了人力物力的成本投入。从业绩来看, 快递市场份额和快递业务量的增速非常明显, 但是过高的成本开支导致了业绩变现较去年有同比下降。在经历了一季度业绩负增长, 第二季度的扭亏转盈之后, 第三季度的表现依旧乏善可陈。前三季度净利润为 1.11 亿元, 同比下降 75.70%, 基本每股收益 0.12 元, 总体盈利能力表现不佳。考虑到三季度是物流淡季, 但是同比增速的下降也体现了全年盈利能力的乏力。同时, 快递行业竞争激烈, 快运行业收入已被顺丰反超, 目前德邦的转型阶段面临着前狼后虎的巨大压力。

不过这样不能够说明德邦在快运市场不具备竞争实力, 如果要严格对比, 快运业务公斤段覆盖不一样。德邦快递的快运业务定义为 30kg 以上, 而顺丰快运和顺心捷达为 20kg 以上; 其他快运公司的定义一般在 5-10 公斤以上, 很明显公斤段跨度越大, 收入覆盖就越大。同时远观市场, 2019 年的零担市场规模预计能够达到万亿, 领头的几家龙头公司的市场占有率也都只有一个点, CR8 指数在 5%~6% 之间, 市场发展前景巨大。目前德邦的主要注意力都放在快递市场, 并且因为其产品结构优化升级及整车业务战略调整, 部分快运产品计入快递产品, 故而可以说, 德邦在快运行业依然具有统治能力。

从长远角度来看, 德邦采用直营模式, 同时也是一家基础扎实后劲十足的公司, 公司的启动与发展运转周期较长。同时德邦聚焦大件快递, 利用自身在快运行业积累的优秀经验和能力强势进入快递市场, 有着明确的发展方向, 集中力量突破市场压力, 具有较强的竞争能力。随着之后德邦快递市场逐渐站稳脚跟, 快递与快运的业务相结合, 则会具有价格差异化, 服务全面化等巨大竞争优势。

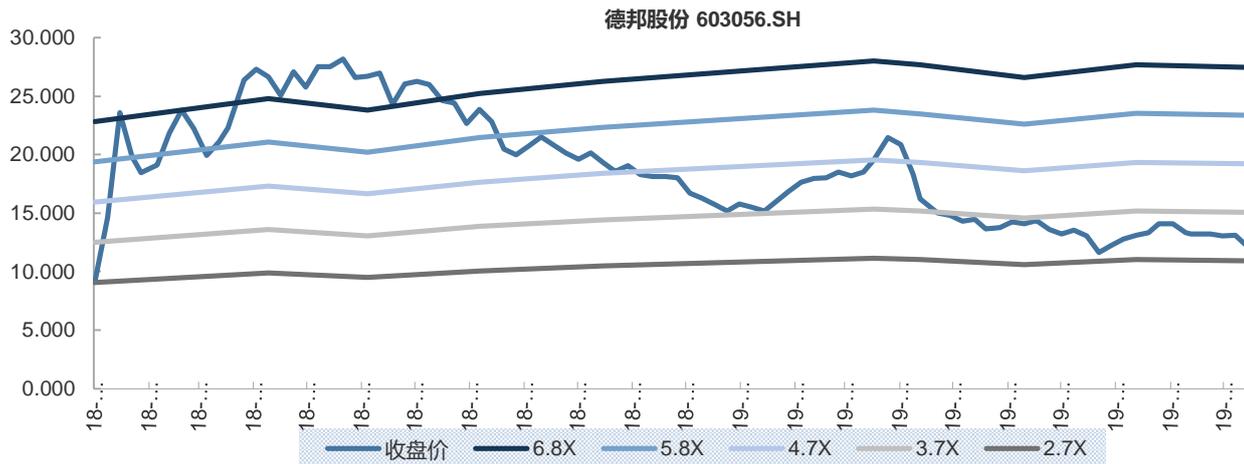
估值分析

图 1 德邦股份近几年平均 PE Band



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2 德邦股份近几年平均 PB Band



资料来源: Wind, 德邦研究所

由于公司一直 2019 年的主要策略是加大投资, 扩大市场份额, 直接导致一季度净利润为负, 前三季度的业绩较差。截止于 2019 年 10 月 31 日, 圆通速递收于 12.27 元, 对应的 2019 年的 PE 是 33.37 倍, 目前其他可对标的上市的快递公司的市盈率的平均值为 25.75 倍。从 PE-Band 来看, 德邦处于较高水平; 不过从 PB-Band 来看, 德邦持续处在低位。从数据分析的角度来看, 短期内德邦快递的盈利能力并不乐观, 公司发展潜力较大。而且从行业整体发展情况来看, 快运市场广阔, 发展前景巨大, 快递市场持续保持高速增长, 行业红利明显。随着之后德邦在快递行业站稳脚跟之后, 通过直营模式的强大管理能力, 可以有效控制后续成本, 同时看好大件快递的差异化发展方向, 以及其对公司的战略发展意义, 建议长期投资。

投资建议。

随着公司二季度的调整, 我们看出了德邦优秀的管理控制能力, 虽然三季度是快递淡季, 但是业绩仍有同比下降的趋势, 我们看好德邦远期的盈利能力。考虑到 2019 年的业绩压力, 我们调整 2019-2021 年的归母净利润由 5.80、8.96、13.01 亿元至 4.45、7.97、15.34 亿元, 调整 EPS 由 0.60、0.93、1.35 元至 0.46、0.83、1.60 元。德邦大件快递业务的战略方向和公司直营的管理能力还是具有的长期发展前景的, 我们下调公司评级至“中性”, 给予公司 2019 年 PE 33 倍, 合理价格区间为 11.96-13.25 元。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	23025	27618	33950	41523
每股收益	0.73	0.46	0.83	1.60	营业成本	19779	24751	30082	36025
每股净资产	4.20	4.44	5.06	6.45	毛利率%	14.1	10.4	11.4	13.2
每股经营现金流	1.65	1.43	1.72	2.48	营业税金及附加	66	77	95	120
每股股利	0.17	0.22	0.21	0.21	营业税金率%	0.3	0.3	0.3	0.3
价值评估 (倍)					营业费用	396	414	475	573
P/E	22.68	28.01	15.63	8.12	营业费用率%	1.7	1.5	1.4	1.4
P/B	3.95	2.92	2.56	2.01	管理费用	1913	2000	2444	2981
P/S	0.54	0.45	0.37	0.30	管理费用率%	8.3	7.2	7.2	7.2
EV/EBITDA	9.17	13.13	7.62	3.74	研发费用	130	69	78	90
股息率%	1.0	1.7	1.6	1.6	研发费用率%	0.6	0.3	0.2	0.2
盈利能力指标 (%)					EBIT	741	307	775	1733
毛利率	14.1	10.4	11.4	13.2	财务费用	130	138	157	171
净利润率	3.0	1.6	2.3	3.7	财务费用率%	0.6	0.5	0.5	0.4
净资产收益率	17.4	10.4	16.4	24.8	资产减值损失	50	6	3	4
资产回报率	8.5	4.8	7.4	11.8	投资收益	121	120	120	120
投资回报率	32.9	11.0	25.8	60.6	营业利润	893	565	1017	1961
盈利增长 (%)					营业外收支	4	5	6	6
营业收入增长率	13.1	19.9	22.9	22.3	利润总额	897	570	1022	1967
EBIT 增长率	36.7	-58.6	152.7	123.6	EBITDA	1542	831	1375	2412
净利润增长率	28.1	-36.5	79.2	92.4	所得税	197	125	225	433
偿债能力指标					有效所得税率%	21.9	22.0	22.0	22.0
资产负债率%	51.0	54.3	55.0	52.3	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	归属母公司所有者净利润	700	445	797	1534
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.2					
现金比率	0.7	0.5	0.5	0.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	2756	2549	2980	4431
应收帐款周转天数	19.9	20.2	20.2	20.2	应收款项	1366	1527	1883	2294
存货周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3	存货	19	17	21	25
总资产周转率	3.1	3.1	3.4	3.5	其它流动资产	1146	1563	1700	1863
固定资产周转率	13.4	14.2	16.1	18.6	流动资产合计	5288	5656	6583	8613
					长期股权投资	58	158	208	208
					固定资产	1849	2041	2182	2278
					在建工程	0	10	25	50
					无形资产	33	46	55	61
					非流动资产合计	2933	3675	4220	4366
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	8221	9331	10803	12978
净利润	700	445	797	1534	短期借款	1001	1000	1000	1000
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款	1231	1627	1978	2369
非现金支出	851	530	603	683	预收账款	60	83	102	125
非经营收益	-19	-99	-21	-100	其它流动负债	1707	2163	2561	2987
营运资金变动	56	498	268	259	流动负债合计	3999	4873	5640	6481
经营活动现金流	1588	1374	1647	2376	长期借款	0	0	0	0
资产	-804	-713	-738	-777	其它长期负债	195	195	301	301
投资	-94	-625	-350	0	非流动负债合计	195	195	301	301
其他	62	14	90	100	负债总计	4194	5068	5942	6782
投资活动现金流	-836	-1324	-998	-677	实收资本	960	960	960	960
债权募资	-77	-1	0	0	普通股股东权益	4027	4262	4859	6193
股权募资	419	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-283	-258	-220	-248	负债和所有者权益合计	8221	9330	10801	12975
融资活动现金流	59	-259	-220	-248					
现金净流量	810	-209	430	1451					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-10-30

资料来源：公司年报（2018），德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后6个月 内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标 普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	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	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。