

德邦股份 (603056.SH) 买入 (首次评级)

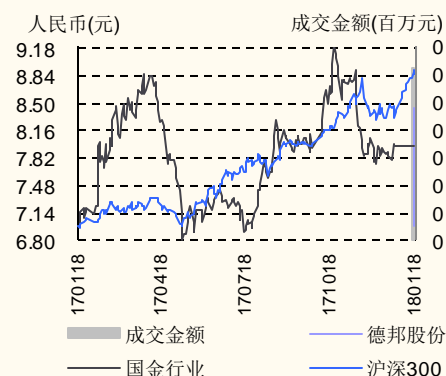
公司研究

市场价格 (人民币): 8.44 元

零担龙头起航, 盈利能力领先

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	100.00
总市值(百万元)	8,102.40
年内股价最高最低(元)	8.44/6.97
沪深 300 指数	4271.42
上证指数	3474.75



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.392	0.442	0.605	0.638	0.743
每股净资产(元)	2.50	2.94	3.87	4.60	5.34
每股经营性现金流(元)	1.05	-0.04	0.82	1.04	1.53
市盈率(倍)	0.00	0.00	13.96	13.22	11.35
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-28.49%	12.68%	52.75%	5.57%	16.47%
净资产收益率(%)	15.71%	15.04%	17.45%	13.88%	13.91%
总股本(百万股)	860.00	860.00	960.00	960.00	960.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **零担行业龙头, 多元拓展整车快递业务:** 德邦股份 1 月 16 日正式上市, 公司以 4.84 元/股发行 1 亿股, 募集资金将用于直营网点建设、零担运输车辆购置、快递车辆与设备购置和物流信息一体化平台。德邦股份为快运行业龙头企业, 2016 年在零担快运市场市占率第一; 零担为其传统业务, 近年来不断丰富业务种类, 拓展整车及快递业务。于 2013 年 11 月正式进入快递行业, 依托其快运原有的快运干线运输及中转分拨资源, 定位“中国性价比最高的重货快递”。2015-2016 年, 新业务依旧处于前期培养期, 待新业务培育成熟, 公司盈利将进入快速上升期。
- **盈利能力突出, 得益于优异成本管控及前瞻战略调整:** 公司为快运行业为数不多的盈利企业, 主要得益于其优异成本管控及近年正确的战略调整。成本端通过不断优化薪酬体系、资源整合、线路及网点优化降低员工、运输及网点类单位成本; 另外公司近年侧重开发大客户及发展事业合伙人制均有利于公司降低管理及网络覆盖成本, 提升公司经营效率。另外开发与快运产品具有协同性的重货快递产品, 也将成为公司未来重要业绩增长点。
- **快运行业竞争格局分散, 或进入行业整合期:** 目前国内零担市场竞争松散, 2016 年 CR10 仅为 3.35%, 相比较美国的 78% 差异巨大; 现零担行业利润空间低、市场竞争激烈, 同质化严重。并且面对快递快运行业融合渗透的大趋势, 更多企业及资源涌入, 传统快运企业亟需提升企业核心竞争力, 行业或进入新一轮整合期。德邦作为行业内规模及盈利能力均具备竞争优势的企业, 或将受益于行业集中度上升。

投资建议

- 预计公司 2017-19 年公司实现归母净利润 5.8/6.1/7.1 亿元。德邦股份为快运行业龙头企业, 并逐步拓展快递行业, 待新业务成熟, 公司盈利将进入快速上升期; 公司盈利能力行业领先, 具有优异成本控制能力, 发展事业合伙人制并有意识提升大客户占比进一步提升管理及经营效率; 零担市场行业集中度较低, 并且快运快递融合趋势加剧行业竞争, 公司或将受益未来行业集中度提升。参考快递及快运行业发展趋势, 考虑公司龙头溢价, 给与公司 PE 20 倍以上估值, 合理目标价 13 元, 对应市值 120 亿元。

风险提示

- 宏观经济下滑; 快递业务量增速不及预期; 油价上涨、人工费上升、租金上涨致使成本抬升; 行业竞争加剧等。

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

德邦股份正式上市	4
业务多样化布局，新业务依旧处于前期培育阶段.....	5
盈利能力行业领先，具备优秀成本管控能力	7
多管齐下，降本增效.....	7
快递业务将成为未来业绩增长点	10
大客户导向，开启事业合伙人计划.....	12
快运行业竞争格局分散，或将迎来行业拐点.....	14
零担市场存在巨大增长空间，国内缺乏零担龙头企业.....	14
快递企业纷纷拓展快运业务，快运行业或将进入整合期.....	15
盈利预测	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：募集资金投资项目的资金投入计划.....	4
图表 2：发行前后公司股权结构变化.....	4
图表 3：2013 年-2017 年公司业务发展情况.....	5
图表 4：公司主要产品线.....	6
图表 5：2014-2017 年各类主营业务收入情况（亿元）	6
图表 6：2014 年-2017 年业务毛利占比.....	6
图表 7：德邦股份营业收入及预测（亿元）	7
图表 8：德邦股份归母净利润及预测（亿元）	7
图表 9：2014-2017 年各类主营业务毛利率.....	7
图表 10：2016 年德邦成本组成.....	8
图表 11：人工成本增速	8
图表 12：单位运输价格走势.....	8
图表 13：快递业务时效性提升，装载率短期下降.....	9
图表 14：自有车及外请车情况.....	9
图表 15：营业网点数.....	10
图表 16：事业合伙人数量.....	10
图表 17：全国快递业务量高速增长（亿件）	10
图表 18：全国快递业务收入高速增长（亿元）	10
图表 19：快递业务迅速增长.....	11
图表 20：平均一线快递员工数量（人）	11
图表 21：公司快递平均价格情况.....	11
图表 22：快递公司 2017 年前三季度毛利率.....	12
图表 23：2016 年各家快递公司申诉率情况（件/百万件）	12
图表 24：各业务单价变化.....	13

图表 25: 月开单金额收入占比.....	13
图表 26: 公司事业合伙人参与模式.....	14
图表 27: 零担运输形式.....	14
图表 28: 整车运输形式.....	14
图表 29: 2016 公路货运各子行业市场规模占比.....	15
图表 30: 2009-2014 年中国零担物流企业数量.....	15
图表 31: 盈利预测.....	16

德邦股份正式上市

- 2018年1月4日，德邦物流正式开放网上和网下申购，以4.84元/股发行1亿股，股票简称为“德邦股份”，代码为“603056”，公司于2018年1月16日正式上市。
- 公司上市后拟将发行所募集的资金（4.186亿元）用于公司正常经营业务的支持和完善，围绕以下4项公司主营项目进行投资：（1）直营网点建设（0.34亿元），本公司将形成覆盖面更加广泛的全国直营网点的战略布局，从而大幅提高本公司的市场竞争力，增强公司盈利能力；（2）零担运输车辆购置（2亿元），而零担运输车辆的购置将更好的支持公司公路快运业务网络的扩展，提升公司服务水平；（3）快递车辆及设备购置（0.55亿元），对于快递业务，加大对其车辆和相关设备的购置力度将有助于快速提升运营效率和服务能力；（4）信息一体化平台建设（1.3亿元），对信息系统的不断完善和优化升级，将进一步提升本公司的业务运营与管理效率。经营规模的扩大，服务水平的提高以及管理效率的提升，将不断促进公司营业收入的增长和盈利能力的提升。

图表 1：募集资金投资项目的资金投入计划

序号	项目名称	项目投资总额	项目投资进度		
			2015年	2016年	2017年
1	网点建设项目	52,000	14,900	22,800	14,300
2	运输车辆购置项目	209,000	37,700	97,900	73,400
3	快递车辆及设备购置项目	78,000	18,800	26,600	32,600
4	信息一体化平台建设项目	49,000	17,800	18,829.16	12,370.84
合计		388,000.00	89,200.00	166,129.16	132,670.84

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司实际控制人崔维星为德邦创始人，现任公司副董事长、副总经理、控股股东德邦控股的股东，其直接持有本公司0.4亿股股份，通过持有德邦控股股份间接持有本公司2.9亿股股份，合计持有本公司3.3亿股股份，占本公司总股本的38.81%，实际控制人及其一致行动人（薛霞女士系崔维星配偶）直接及间接合计持有本公司42.95%的股份。

图表 2：发行前后公司股权结构变化

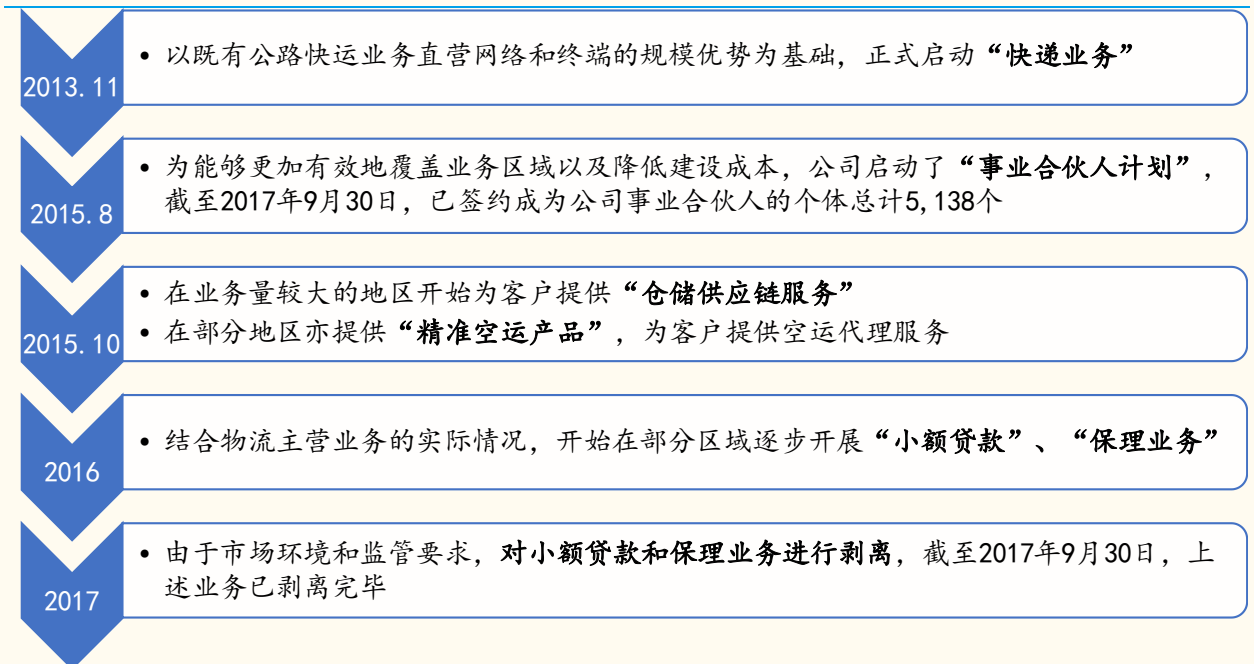
股东姓名或名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	股权比例（%）	持股数（万股）	股权比例（%）
德邦控股	69,107.60	80.36	69,107.60	71.99
崔维星	4,300.92	5	4,300.92	4.48
宁波诚致鑫鼎	2,859.46	3.32	2,859.46	2.98
苏州钟鼎	2,215.96	2.58	2,215.96	2.31
中金佳泰	1,331.04	1.55	1,331.04	1.39
鼎晖一期	1,321.06	1.54	1,321.06	1.38
钟鼎二号	860	1	860	0.9
北京红杉	860	1	860	0.9
郭续长	825.6	0.96	825.6	0.86
鼎晖元博	680.5689	0.79	680.5689	0.71
天津瑞荣	491.822	0.57	491.822	0.51
上海国和	430	0.5	430	0.45
昆山海峡	430	0.5	430	0.45
上海平石	285.9709	0.33	285.9709	0.3
A股社会公众股东	-	-	10,000.00	10.42
合计	86,000.00	100	96,000.00	100

来源：公司公告，国金证券研究所

业务多样化布局，新业务依旧处于前期培育阶段

- 德邦为国内领先的公路快运与快递服务供应商，是国家 AAAAA 级物流企业，自成立以来，公司规模不断壮大，业务趋于多样化。截至 2017 年 9 月 30 日，公司及其下属全资子公司在全国 32 个省、市、自治区的 315 个城市共拥有营业网点 5243 个，拥有各类运输车辆 10528 台，在北京、上海、广州、武汉等各区域中心有 127 个分拨中心，进行 24 小时的货运服务，日吞吐量已超过 8 万吨。截至 2017 年 10 月，公司服务网络覆盖全国 34 个省级行政区，全国转运中心总面积超过 120 万平方米。目前，德邦正从国际快递、跨境电商、国际货代三大方向切入跨境市场，已开通韩国、日本、泰国等多条国际线路，全球员工人数超过 13 万名。

图表 3：2013 年-2017 年公司业务发展情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 近年来，公司不断拓展新业务，满足市场的多样化需求。目前，公司主要产品线包括公路快运业务、快递业务和其他业务，其他业务主要包括仓储供应链业务、航空货运代理业务及其他相关物流业务。在公路快运业务方面，公司根据运输时效打造了三类公路快运的标准化产品、整车业务，同时为零担以及整车业务的客户提供上门接送货、代收货款以及综合信息服务等快运增值服务。

快运业务：

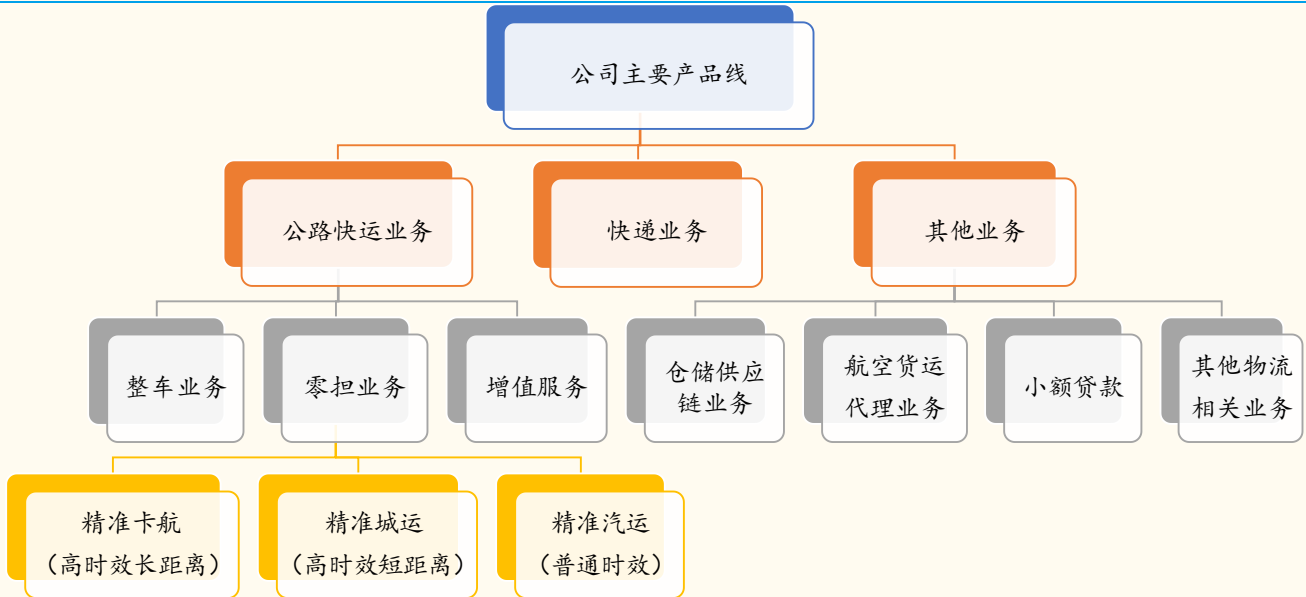
零担业务：公司传统业务，2017 年前三季度贡献收入占比约 55%。公司营业部侧重于单票重量在 30-500kg，且体积相对规整不超过 3 立方米的货物。公司根据时效性不同，推出高时效产品精准卡航（距离在 480 公里以上）和精准城运（距离在 480 公里以下）的产品，和普通公路快运产品精准汽运。

整车业务：单票货物重量在 6000kg 以上的产品定义为整车业务。公司从 2015 年开始大力开展该业务。区别于零担产品，整车提供门对门服务，服务货主单一，流程更为简单。

快递业务：公司于 2013 年 11 月开始开展了全国范围的快递服务，依托于原有的快运干线运输及中转分拨资源，公司快递产品主要侧重货物重量在 3-30kg 的产品，定位“中国性价比最高的重货快递”。推出 360 特惠快件服务，针对货物区间在 3-60kg 的产品，截至 2017 年 9

月 30 日，公司快递业务网点数达到 4791 个，覆盖国内 31 个省及直辖市。

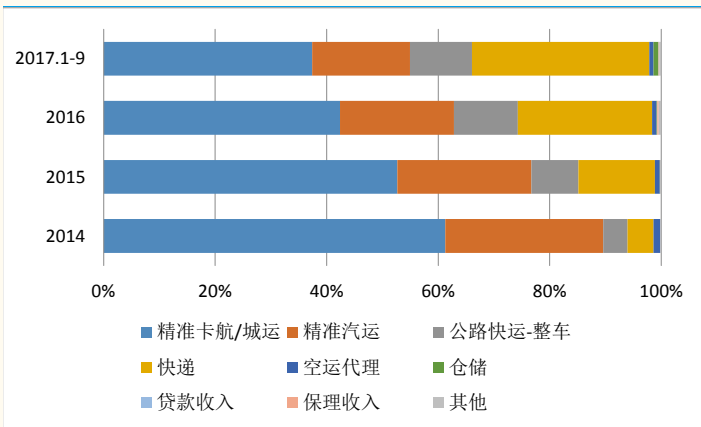
图表 4：公司主要产品线



来源：招股说明书，国金证券研究所

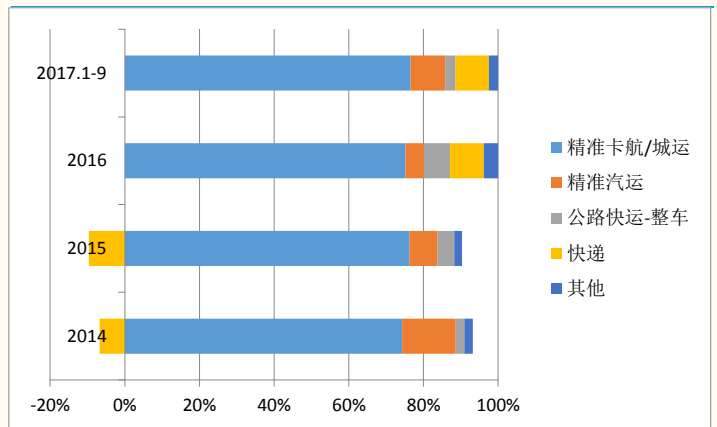
- 公司收入结构随着新业务的开展，传统零担业务占比由 2014 年的 90% 下降至 2017 年的 55%，同时整车及快递业务收入占比出现明显提升，分别由 2014 年的 4% 及 5%，上升至 2017 年的 11% 及 32%。但由于新业务依旧处于前期培养阶段，盈利能力还有待提升。零担业务依旧公司毛利的最重要来源，占比在 80-90% 左右。

图表 5：2014-2017 年各类主营业务收入情况 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

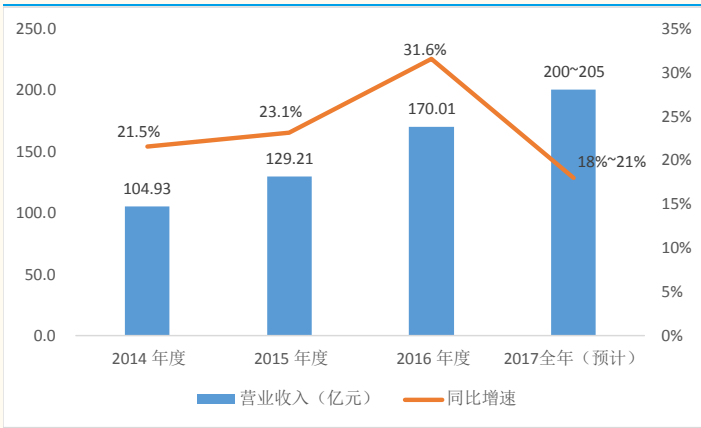
图表 6：2014 年-2017 年业务毛利占比



来源：公司公告，国金证券研究所

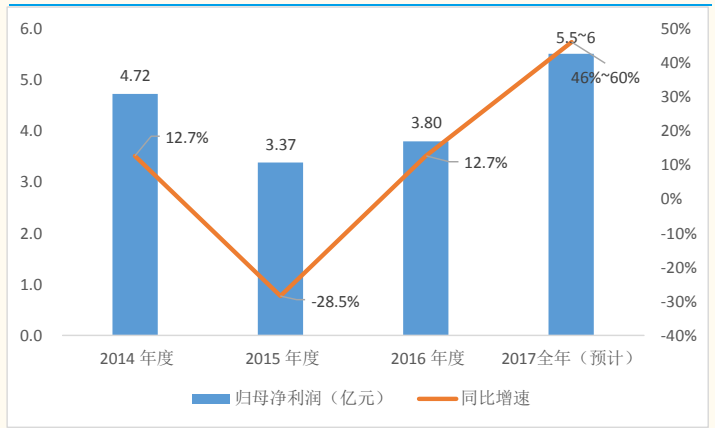
- 近年来，公司经营状况一直处于高速发展阶段，2014 年至 2016 年，德邦营业总收入从 104.93 亿元增长到 170.01 亿元，年复合增长率高达 27.29%；在归母净利润方面，三年来归母净利润的年复合增长率为 -10.24%，2015 年公司归母净利润为出现负增长为 -28.5%，主要是由于 2013 年 11 月新上线的快递业务前期投入较大且暂未实现规模效益，快递业务于 2016 年实现盈利后，公司归母净利润逐步回升，预计公司 2017 年全年归母净利润为 5.5~6 亿元，同比增长 46%~60%。随着公司经营实力不断增强，各项业务收入持续增长，预计公司盈利能力将不断提升。

图表 7：德邦股份营业收入及预测（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

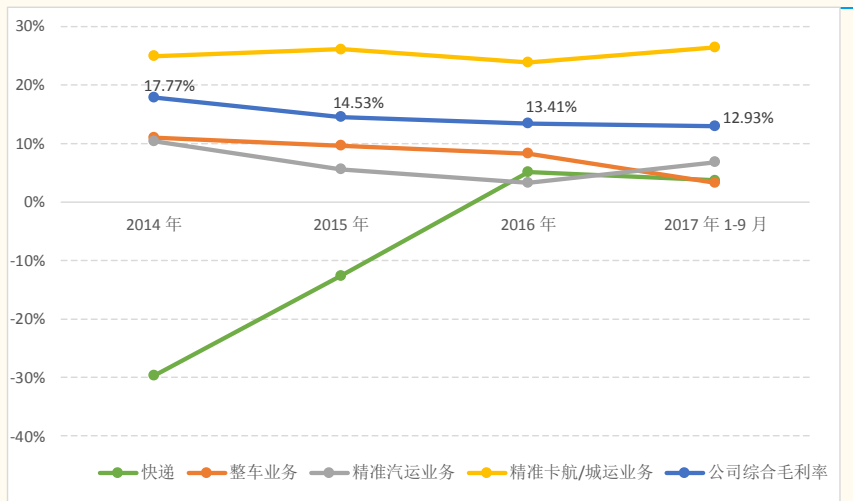
图表 8：德邦股份归母净利润及预测（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014 年至 2017 年 1-9 月，公司综合毛利率出现下滑。主要原因系（1）因整车及快递业务的快速发展，导致公司毛利率较高的精准卡航/城运业务收入占比由 2014 年的 61.26% 下滑至 2017 年 1-9 月的 37.42%；（2）营业收入占比超 20% 的精准汽运业务毛利率由 2014 年的 10.41% 下滑至 2017 年 1-9 月的 5.57%；（3）公司快递业务处于建设初期阶段，仍在进行快递人员的储备以及其他固定资产的投入，由于快递收入和业务量的增长具有一定的滞后性，目前快递业务毛利率仅由 2014 年的 -29.69% 增长至 2017 年 1-9 月的 3.64%，对综合毛利率变动的贡献较小。综上，由于产品结构不断变化，导致 2017 年 1-9 月综合毛利率较 2014 年下降 4.84 个百分点。

图表 9：2014-2017 年各类主营业务毛利率



来源：国金证券研究所

盈利能力行业领先，具备优秀成本管控能力

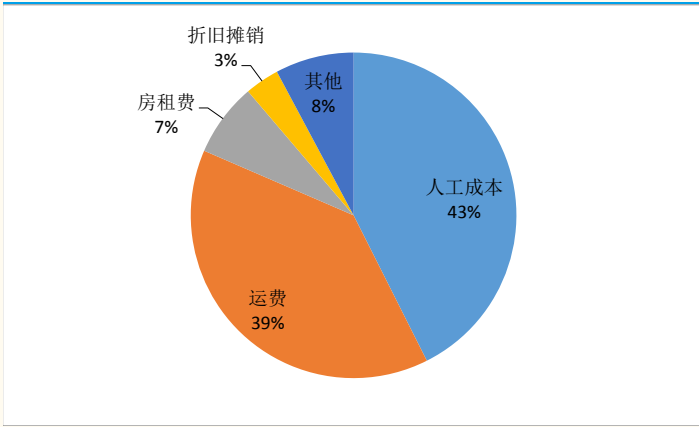
- 目前在国内快运行业中，大部分的零担企业依旧处于亏损状态，而德邦可以在完全竞争市场中保持盈利，得益于其正确的战略调整及优异的成本管控能力。

多管齐下，降本增效

- 从公司成本结构来看，80% 以上是人工及运输成本，2016 年人工成本占总成本 43%，运输成本占总成本 39%。

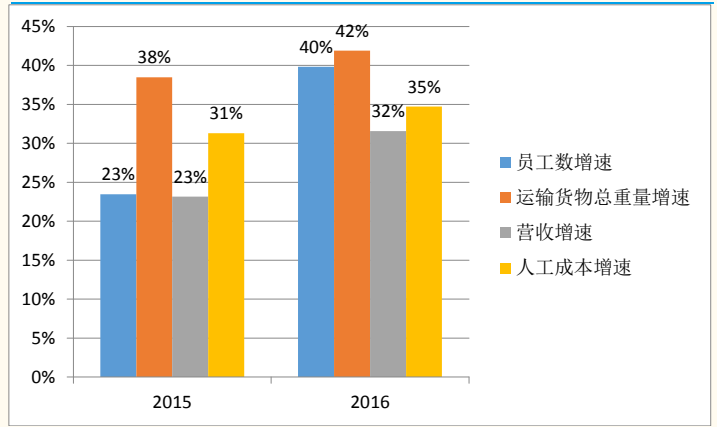
- 人工方面公司自 2015 年开始人工成本增幅均超过 30%，均快于营收增速。主要原因系（1）开展新业务，尤其是快递业务加速人员储备并且加大折扣力度；（2）单位劳动成本的上升。但考虑到人均效能，公司货量运输总量增速超过员工数增速，公司通过合理优化薪酬体系，通过超额收益分享计划，有效提高全员生产效率，其中分拨中心人均货量从 2014 年 5.09 吨/日上升至 2017 年的 5.94，涨幅 17%；快递业务的人均效能从 2016 年的 6.16 吨/人上升至 2017 年的 7.58。未来待新业务业务量逐步成熟，人工效能的提升带来的盈利能力的上升将逐步体现出来。

图表 10：2016 年德邦成本组成



来源：招股说明书，国金证券研究所

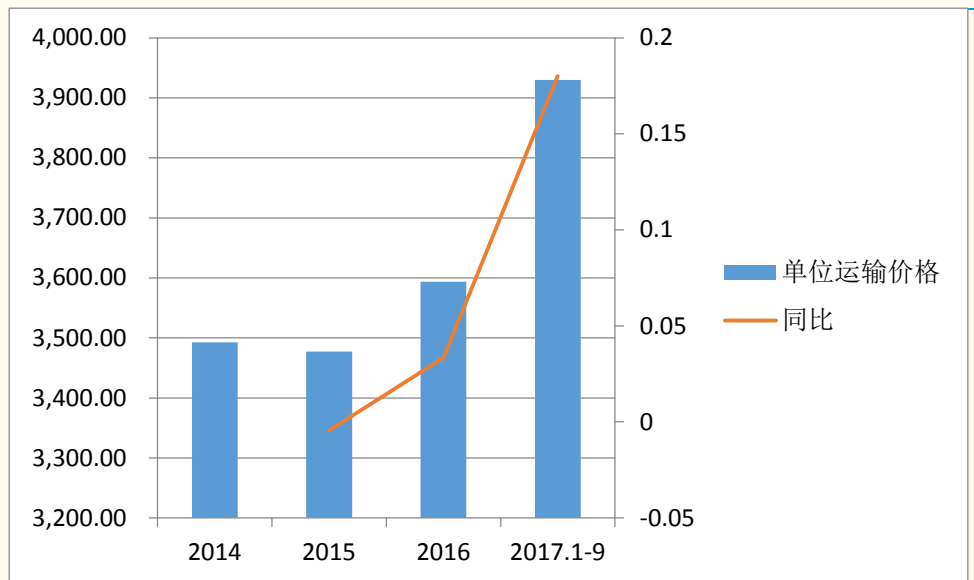
图表 11：人工成本增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

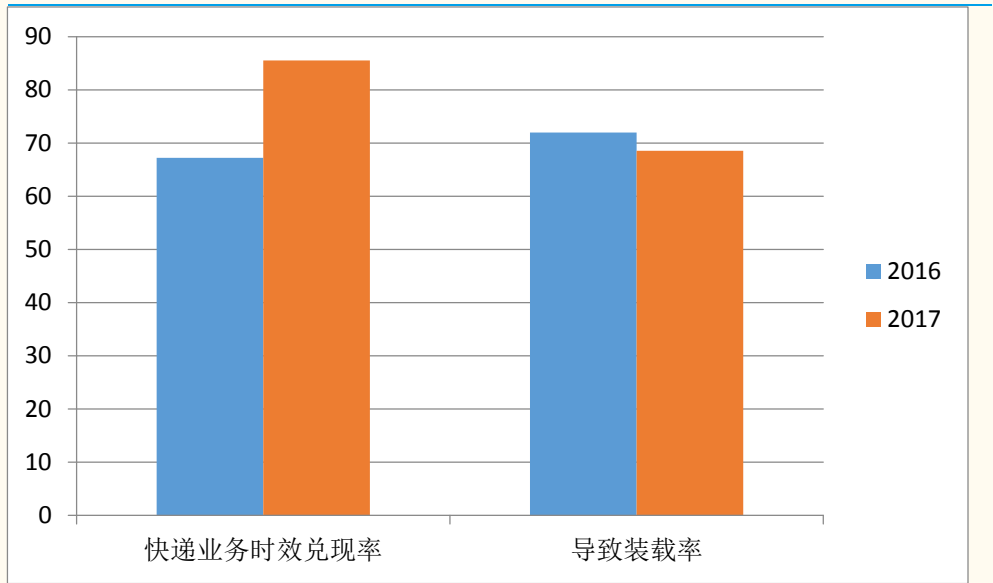
- 运输成本方面，会受到油价、车辆装载率、自有及外请车辆比例及采购方式影响。从单位运输价格来看，公司 2016-2017 年均出现同比正增长，主要受油价上涨影响，其次 2016 年末公司开展新的快递业务及整车业务，对于快递业务来讲，公司提升快递业务时效性而短暂牺牲车辆装载率；而对于整车业务，单向运输增多，导致公司加大了外请车比例，而外请车单位成本较自有车高，从而提升单位运输成本。

图表 12：单位运输价格走势



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 13: 快递业务时效性提升, 装载率短期下降



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 14: 自有车及外请车情况

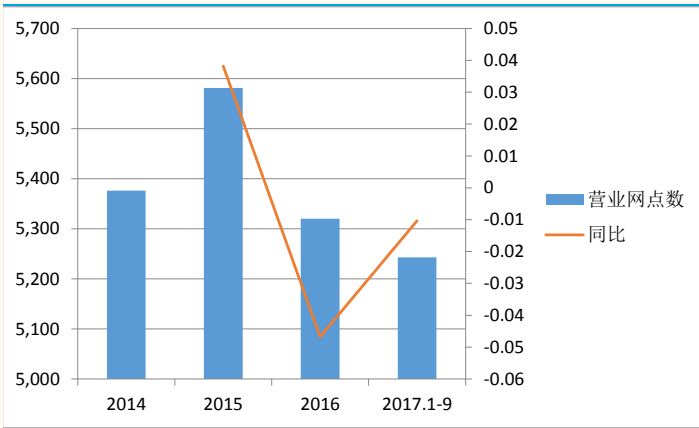
(元/吨公里)	2017.1-9	2016	2015	2014
自有车单位货量运输成本	0.39	0.35	0.36	0.38
外请车单位货量运输成本	0.41	0.41	0.44	0.43
自有车运力占比 (%)	30.5	36.34	50	56.21
外请车运力占比 (%)	69.5	63.66	50	43.79

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

短期单件运输成本主要受外界油价及新业务培养造成的, 但单独分析自有车辆及外请车辆单件运输成本来看, 2014年至2016年一致处于下降状态, 除油价下降因素外, 资源整合、线路优化及通过平台提升运力采购效率有效降低内生运输成本。

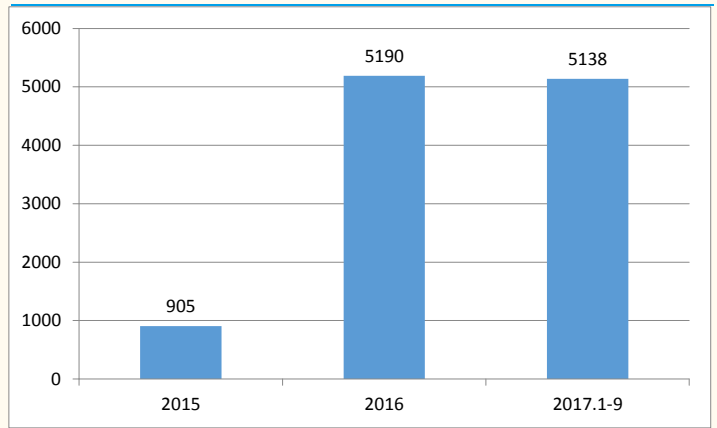
- 另外, 公司网点建设相对成熟, 并且已经进入优化资源提升运营效率的阶段, 自2016年起公司网点数量开始收缩, 从2015年的5581个下降到2017年9月的5243个。公司关闭了长期亏损网点, 对货量较少的网点进行重新整合, 并且对网点功能进行重新规划, 兼具揽派功能的网点从2015年的1687个上升到2016年的2259个; 同时2015年8月启动了事业合伙人的经营模式, 通过低成本的模式加速扩大公司支线网络的覆盖范围。并且减少或减慢自有网点建设在租金、折旧等方面有直接降低成本影响。

图表 15: 营业网点数



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 16: 事业合伙人数量



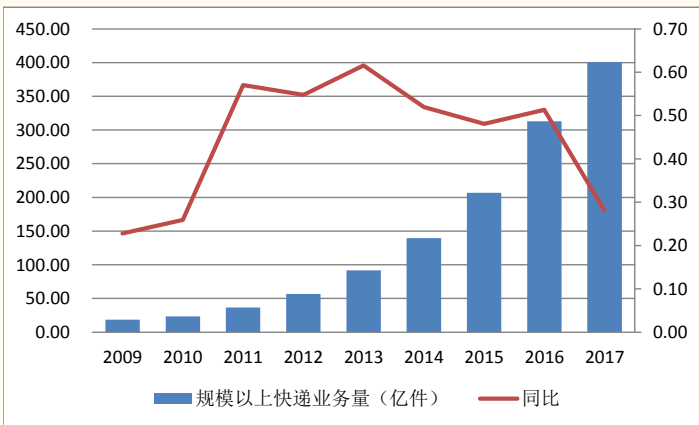
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

快递业务将成为未来业绩增长点

在产品结构上, 公司不断强化毛利率较高的高端业务精准卡航/城运业务, 并且逐步培养整车及快递业务, 新业务自 2016 年开始通过几年的培养也逐步开始盈利, 毛利率水平逐步提升, 其中快递毛利率由 2014 年的-29.69%上升至 2016 年的 5.03%。

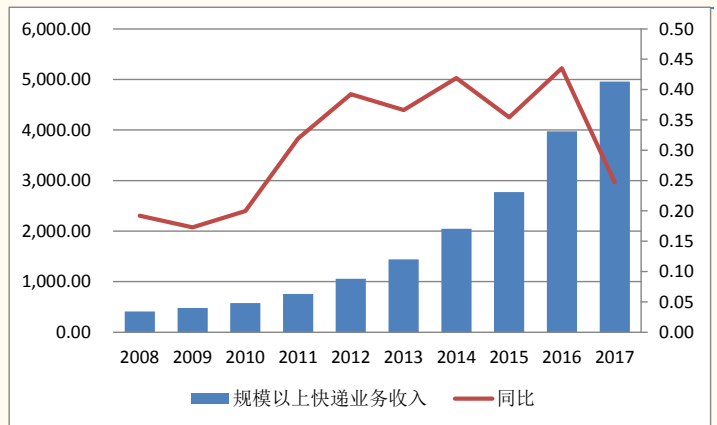
快递行业依旧高速增长。2008 年至 2017 年, 受益于电商崛起, 全国快递业务量由 15.1 亿件增至 400.6 亿件, 年均复合增长率约 44%; 全国快递业务收入由 408.4 亿元增至 4957.1 亿元, 年均复合增长率约 32%。为培育未来业务收入新增长点, 公司于 2013 年 11 月正式上线拓展快递业务, 产品定位为“高性价比”快递, 凭借遍布全国的 5400 多家直营门店、GPS 全程货物跟踪, 确保快递安全送达。截至 2016 年 12 月 31 日, 快递业务的服务网络已经覆盖至国内 31 个省及直辖市, 315 个城市 (不包含事业合伙人网点)。

图表 17: 全国快递业务量高速增长 (亿件)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 全国快递业务收入高速增长 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

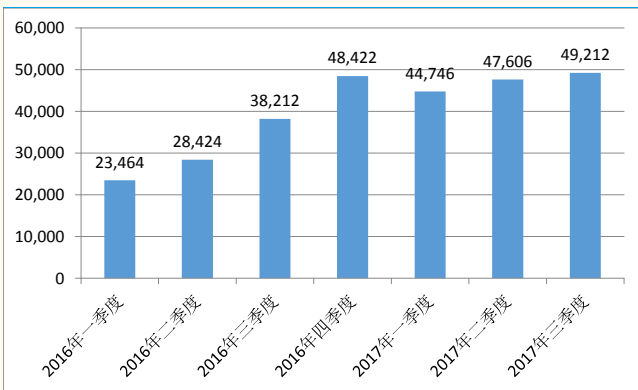
快递业务规模迅速增长。2015 年公司快递业务收入较 2014 年上升了 260.75%; 2016 年快递业务收入较去年同期上升了 130.81%, 2017 年前三季度快递业务收入较去年同期上升了 84.37%, 总体增速较快。快递业务量及收入规模迅速增长, 但快递业务尚处于前期投入期, 对快递人员及网点建设等成本投入较大。且快递业务目前处于市场开拓期, 优惠力度较大。

图表 19: 快递业务迅速增长

快递	2014	2015	2016	2017.1-9
重量 (万吨)	12.99	51.96	127.54	157.14
yoy		300%	145%	110%
货量 (万吨公里)	17222.62	62727.27	169257.95	210829.73
yoy		264%	170%	121%
票数 (万票)	1526.49	6039.7	16107.32	18483.62
yoy		296%	167%	102%
网点数	2,687	4,597	4,983	4791

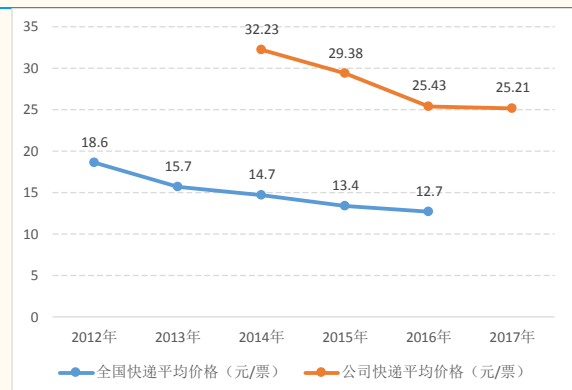
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 20: 平均一线快递员工数量 (人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 公司快递平均价格情况

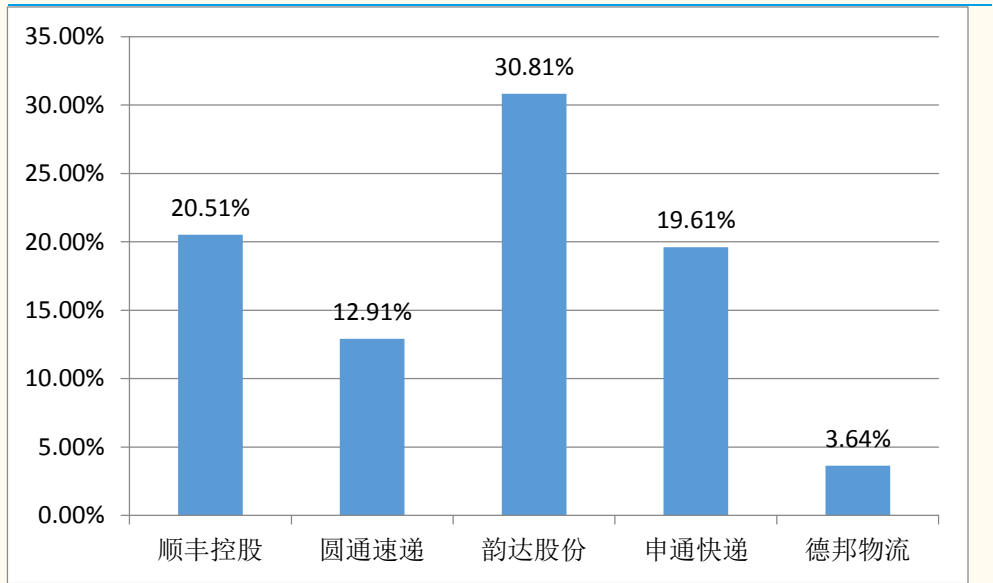


来源: 公司公告, 国金证券研究所

相比较快递行业其他, 公司采取了“快递最后一公里+现有公路运输网络”的模式, 根据自身的优势, 主要重视重货快递的运输, 所以从单票价格上来看, 公司快递平均单价也较行业平均价格高 2 倍左右; 并且运用现有的公路运输网络资源, 在开展快递业务上成本可以得到极大程度的压缩, 每公斤的续重价格现在也显著低于市场平均; 2015-2016 年公司单价较低的电商件业务占比出现一定的提升, 同时也业务开拓初期给与一定的优惠导致单价水平有所下降, 2017 年前三个季度, 快递单价同比下降 17%。

从目前公司快递业务盈利能力来看, 依旧处于较低水平, 2017 年前三季度毛利率为 3.64%。行业中可比公司的快递业务毛利率水平均在 10% 以上; 公司现仍处于前期业务开展阶段; 另外公司快递业务毛利率水平较其他公司低, 原因系三通一达为加盟制, 及传统快递公司单票货物相对较轻, 并业务已经成熟。2014-2016 年快递业务毛利率分别为-29.69%、-12.65%、5.03%, 2016 年公司快递业务完成了初步网络建设, 整体业务开始发挥规模效应, 快递业务于 2016 年上半年扭亏为盈。总体来看, 随着快递业务量的增长以及员工人均效能的逐步提高, 快递业务的毛利率趋势向好。

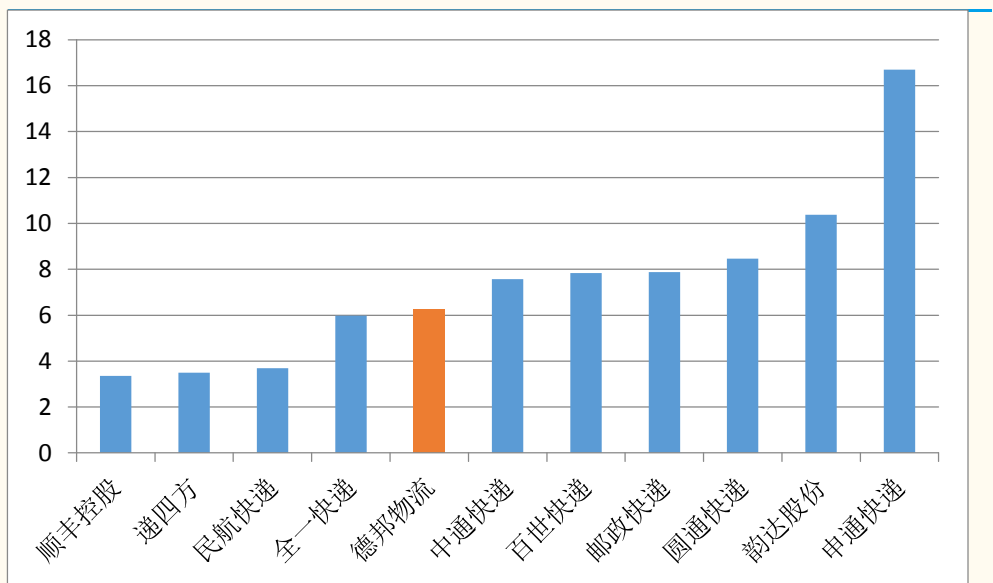
图表 22：快递公司 2017 年前三季度毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

而且由于德邦差异化经营，并且保持其在快运行业一贯的高质量服务，待业务规模扩张完成后，依旧会凭借其竞争优势保持高速发展；根据国家邮政局《关于邮政业消费者申诉情况的报告》统计，2016 年度德邦物流月均申诉率为 6.24 件/百万件，国内排名第五；2017 年前三季度申诉率进一步下降至 5.49 件/百万件。

图表 23：2016 年各家快递公司申诉率情况（件/百万件）



来源：招股说明书，国金证券研究所

德邦介入快递符合行业发展趋势。从国外企业来看，快运和快递企业的融合早有先例，例如 UPS 及 Fedex 在原有业务基础上后均陆续开展快递及快运业务。未来大型快递公司的主要发展方向就是向综合物流转型，提供多元化全面的物流服务。目前德邦快递业务主要依赖现有的公路快运业务的运输网络开展重货快递业务，协同性高，未来将成为公司主要业绩增长点。

大客户导向，开启事业合伙人计划

公司近几年在客户结构及经营模式上均做出重要调整。

公司自 2015 年后各业务的吨公里单价均出现了明显的下滑，但单票价格除快递业务均出现上升现象，说明公司有意识开拓大客户，以提升大客户的占比。公司的快运和快递业务个人客户及中小企业客户占比较高，根据公司统计发货金额较小的普通零散客户数量占比达到 95%，但贡献收入比例不到 45%，客户较为分散，并且在管理及盈利能力上均不如较大客户；所以近年公司通过加大营销及给予折扣等方式提升大客户占比，从 2014 年到 2017 年月开单金额超过 1 万的收入占比从 41%提升至 45%。此举可以提升公司客户管理效率及单票盈利能力，同时也可通过大客户拓展进一步强化公司品牌形象。

图表 24：各业务单价变化

单价(元/吨公里)	2014	2015	2016	2017.1-9
精准卡航/城运	1.37	1.29	1.24	1.29
精准汽运	1.09	0.91	0.84	0.88
整车	0.67	0.55	0.45	0.49
快递	2.86	2.83	2.42	2.21
元/票				
精准卡航/城运	259.77	275.78	269.63	281.36
精准汽运	210.49	214.04	240.78	261.34
整车	6,584.16	6,134.89	7,795.99	11,535.90
快递	32.23	29.38	25.43	25.21

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 25：月开单金额收入占比

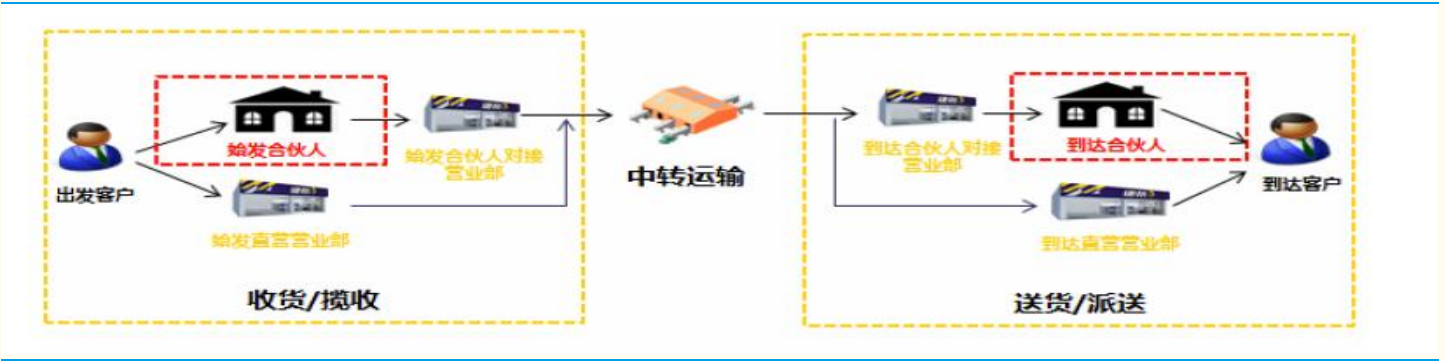
月开单金额收入占比				
	2017	2016	2015	2014
0-600	21%	23%	25%	17%
600-3000	20%	22%	27%	24%
3000-10000	14%	16%	18%	18%
10000以上	45%	39%	30%	41%

来源：招股说明书，国金证券研究所

在经营模式上，从 1996 年成立至今，公司坚持以直营网络为主的经营模式，并科学设计规划运输线路，合理构建运输网络。虽然业务开展前期资本投入较大，但也保证了业务绝对控制力，吸引力一大批优质客户。直营模式在账款管理上主要采取赊销模式；对于散户主要是实时收付的方式，对于月结客户，按照信用期的不同主要分为单月结、双月结及季度结。

2015 年 8 月为有效增加网络覆盖范围，降低新设网点成本及运营成本，公司启动事业合伙人计划，主要覆盖相对薄弱的支线地区，在管理上选取标准与直营网点基本一致，与公司直营网点有效行程互补；在财务处理上，事业合伙人会事先预付系统使用费、品牌使用费及预存款项，降低公司资金风险。

图表 26：公司事业合伙人参与模式

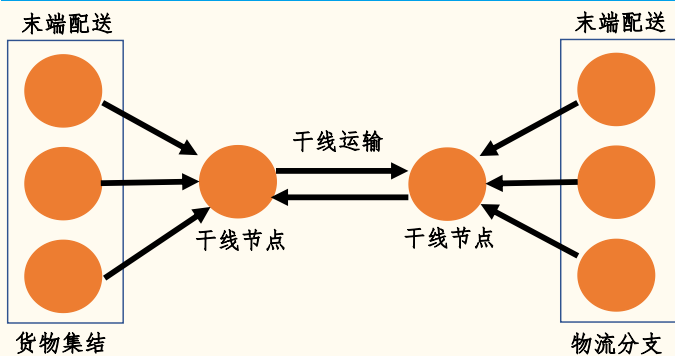


来源：招股说明书，国金证券研究所

快运行业竞争格局分散，或将迎来行业拐点

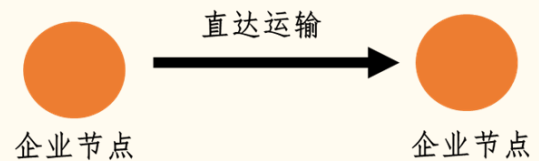
- 快运行业主要由零担、整车运输两部分组成。零担与整车相对，指需要运送的货不足一车。零担指将不同货主的货物按同一到站凑整一车后再发运的服务形式，由于需要等待凑整车，所以运输速度较慢，在货物包装尺寸、装卸运输等流程上标准化程度较快递行业更低，一般货物重量在 30kg 以上。而整车服务相对来讲更简单一些，货主单一、提供门到门服务，货主需要单独一辆车进行运输。

图表 27：零担运输形式



来源：国金证券研究所

图表 28：整车运输形式

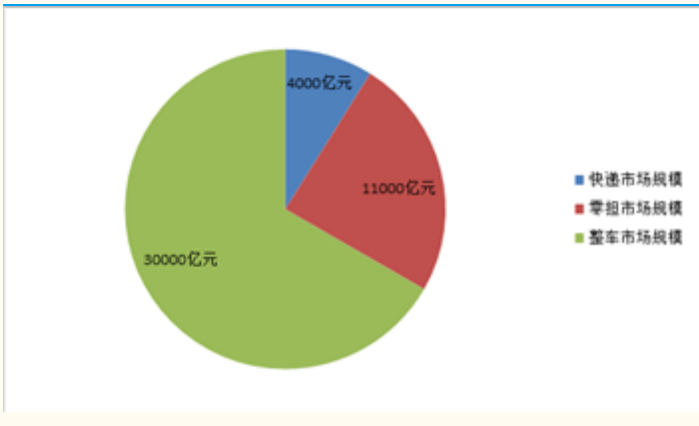


来源：国金证券研究所

零担市场存在巨大增长空间，国内缺乏零担龙头企业

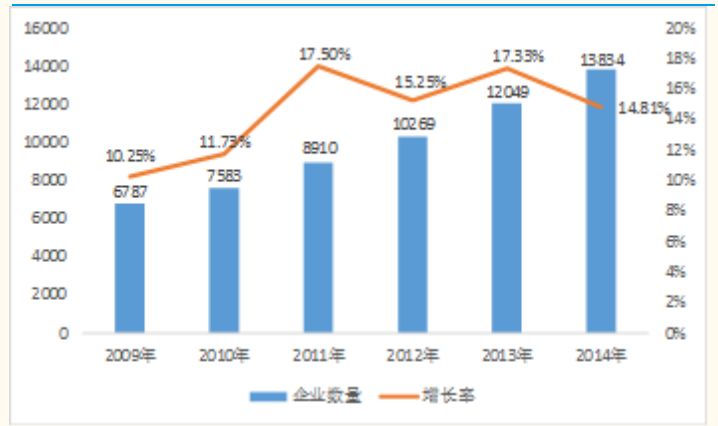
- 据统计，2016 年我国公路货运量达 334 亿吨，市场规模约为 5 万亿，其中零担快运市场规模 1.14 万亿，占比 25%；零担市场需求首先与宏观经济直接相关，其次电子商务的迅猛发展进一步带动了快运业务的增长，目前我国快运业务的年均增速约超过 15%。但快运行业集中度低，缺少行业龙头。2009 年至 2014 年，中国零担物流企业数量一直保持 15% 左右的增速，截至 2014 年，全国零担物流企业数量达到 13834 家，较 2009 年增长 103.8%。目前竞争松散的市场中没有行业绝对龙头，2016 年零担快运市场 CR10 仅为 3.35%，作为收入第一的德邦只占了 1.02%，美国零担 CR10 就达到 78%。从当前全国快运市场格局来看，按 2016 年公司收入数据来看，百亿级的公司仅有德邦一家，安能、中铁物流、远成快运、壹米滴答收入在 25 亿以上。

图表 29：2016 公路货运各子行业市场规模占比



来源：中国物流联合会，国金证券研究所

图表 30：2009-2014 年中国零担物流企业数量



来源：公司公告，国金证券研究所

快递企业纷纷拓展快运业务，快运行业或将进入整合期

- **快递企业欲借快运走出快递行业困局，将成为快运市场中的强劲对手。** 快递主要以电商件及小包裹为主，注重时效性；而快运以整车和零担运输为主。经过多年发展，快递企业在经历了多年的同质化竞争后，集体走向了“微利时代”，现快递公司总部每单快递收益约为 3 毛钱，并且快递行业增速呈现出下滑趋势。当下快递企业始终依靠淘宝等电商平台，加之电商对快递议价能力高，导致快递企业纷纷拓展新业务；快递企业发展快运业务可以丰富产品种类，降低综合成本，提升企业竞争力。此外，依托于原有的规模化网络，快递向快运拓展具备一定的协同性：(1) 良好基础设施。已建设的全国网络状站点，帮助快递企业较快进入快运市场；(2) 良好的资金保障。国内五大快递巨头都已成功上市，快递业务净利率约在 20% 左右；(3) 国家多项政策利好。“1+3”转型升级政策以及 9·21 政策，为快递行业发展快运业务提供良好契机。
- **快递企业纷纷渗透快运行业。** 2014 年初，顺丰选择以中高端领域为切入点进入快运业。中通快递于 2016 年 9 月正式运营快运业务，韵达速递于 2016 年 12 月成立了快运项目组，2017 年 10 月正式起网、2017 年 3 月，圆通速递开始试运营快运业务，主要试运行地区为上海、浙江、江苏、安徽、河北、广东等地。
- **整车运输运力浪费问题严重，零担市场利润空间低。** 整车市场中主要存在资源搭配不均衡的问题，“返程空车”现象严重，对运力造成巨大的浪费。而零担市场现零担行业利润空间低、市场竞争激烈，同质化严重、并且客户小而散，零担物流面临着快递企业的渗透，行业竞争将愈加激烈。面临更多的竞争者和资金的进入，快运行业或将进入新一轮整合期，市场集中度或将抬升。

盈利预测

公司 2015-2016 年营业收入及经营规模都出现了较大幅度的上涨，主要是通过加强折扣促销，开展大客户及新产品，致使单票收入下降明显，成本及期间费用均有明显上升，所以公司盈利状况出现下滑，归母净利润增速并不明显。进入 2017 年，快递及整车新业务逐步走向成熟，毛利率水平开始出现回升，我们预计公司未来几年新业务将持续高速发展，资本开支依旧处于较高位置，但随着业务成熟和业务量的提升，业务毛利率将逐步抬升。

预计公司 2017-19 年实现归母净利润 5.8/6.1/7.1 亿元。零担市场行业增速约在 15% 左右，行业集中度较低，公司作为行业龙头，并且是行业中盈利能力最高的企业之一，市占率或逐步提升；并且公司快递业务逐步成熟，即将开始显现盈利效应，给与公司 PE20 倍以上估值，合理目标价 13 元，对应市值 120 亿元。

图表 31: 盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营收类预测						
销量增速						
精准卡航/城运		13%	10%	8%	8%	8%
精准汽运		24%	21%	2%	5%	5%
整车		189%	122%	10%	15%	15%
快递		264%	170%	100%	100%	95%
单价(元/吨公里)						
精准卡航/城运	1.37	1.29	1.24	1.26	1.29	1.32
精准汽运	1.09	0.91	0.84	0.88	0.90	0.90
整车	0.67	0.55	0.45	0.50	0.50	0.50
快递	2.86	2.83	2.42	2.18	2.07	1.97
成本类预测						
人工成本	354,285.85	465,163.27	626,701.48	742,327.90	896,360.94	1,035,296.89
员工数	69,005	85,183	119,094	136,958.10	157,501.82	173,252.00
yoy		23%	40%	15%	15%	10%
单位成本	5.13	5.46	5.26	5.42	5.69	5.98
yoy		6%	-4%	3%	5%	5%
运费	288,991.93	391,216.04	572,945.69	824,890.90	1,223,707.71	1,630,952.76
自有车单位货运成本	0.38	0.36	0.35	0.4	0.408	0.405
外请车单位货运成本	0.43	0.44	0.41	0.42	0.41	0.4
自有车运力占比(%)	56.21	50	36.34	30	28	25
外请车运力占比(%)	43.79	50	63.66	70	72	75
单位成本	0.40	0.40	0.39	0.41	0.41	0.40
吨公里数	719,073.22	978,040.10	1,475,918.58	1,992,490.09	2,988,735.13	4,064,679.78
yoy		36%	51%	35%	50%	36%
房租费	93,209.55	103,849.21	107,186.41	109,666.67	128,703.47	155,158.48
营业网点数量	5,376.00	5,581.00	5,320.00	5,266.80	5,372.14	5,533.30
yoy		4%	-5%	-1%	2%	3%
月平均租金(元)	8,894.15	9,563.60	9,900.14	10,395.15	10,914.90	11,460.65
yoy		8%	4%	5%	5%	5%
快递网点数量	2,687.00	4,597.00	4,983.00	4,983.00	5,481.30	6,303.50
yoy		71%	8%	0%	10%	15%
平均年租金(万元)	0.50	0.63	1.07	1.88	3.00	4.50
yoy		0.26	0.71	75%	60%	50%
分拨中心数量	108	106.00	114.00	133.38	146.72	161.39
yoy		-2%	8%	17%	10%	10%
平均年租金(万元)	319.38	348.27	324.49	259.59	285.55	314.10
yoy		9%	-7%	-20%	10%	10%
折旧摊销	53,483.11	54,454.96	50,332.15	65,332.15	85,332.15	110,332.15
其他	72,864.56	89,762.90	114,906.67	143,633.34	179,541.67	224,427.09
yoy		23%	28%	25%	25%	25%
总计	862,835.00	1,104,446.38	1,472,072.40	1,883,686.95	2,631,587.48	3,849,042.47
毛利率预测						
毛利率	18%	15%	13%	14%	13%	13%
精准卡航/城运	25%	26%	24%	26%	26%	26%
精准汽运	10%	6%	3%	8%	8%	8%
公路快运-整车	11%	10%	8%	5%	5%	5%
快递	-30%	-13%	5%	5%	6%	7%
其他	34%	33%	31%	20%	20%	20%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

宏观经济下滑。快运及快递业务作为公路货运重要组成部分,受宏观经济增速直接影响,若经济增速下滑致货运量下降,对行业景气度具有直接负面影响。

快递业务量增速不及预期。快递行业增速出现下滑,若公司快递业务量获取不及预期,大量前期投入将侵蚀快递业务盈利能力。

油价上涨、人工费上升、租金上涨致使成本抬升。运输及人工为公司成本主要构成部分,其单价上涨将侵蚀公司利润。

行业竞争加剧。目前行业集中度较低,龙头企业或为抢占市场份额利用规模战或价格战加剧行业竞争。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	10,493	12,921	17,001	21,917	29,034	36,391
增长率		23.1%	31.6%	28.9%	32.5%	25.3%
主营业务成本	-8,628	-11,044	-14,721	-18,947	-25,235	-31,607
%销售收入	82.2%	85.5%	86.6%	86.4%	86.9%	86.9%
毛利	1,865	1,877	2,280	2,970	3,798	4,784
%销售收入	17.8%	14.5%	13.4%	13.6%	13.1%	13.1%
营业税金及附加	-55	-48	-54	-66	-87	-109
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-138	-119	-188	-329	-377	-455
%销售收入	1.3%	0.9%	1.1%	1.5%	1.3%	1.3%
管理费用	-1,193	-1,409	-1,733	-1,973	-2,700	-3,457
%销售收入	11.4%	10.9%	10.2%	9.0%	9.3%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	479	301	306	603	634	763
%销售收入	4.6%	2.3%	1.8%	2.8%	2.2%	2.1%
财务费用	-39	-36	-45	-94	-58	-53
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-2	-9	-21	-15	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	40	22	65	70	75	80
%税前利润	6.4%	5.2%	13.6%	9.4%	9.5%	8.7%
营业利润	479	279	304	564	645	785
营业利润率	4.6%	2.2%	1.8%	2.6%	2.2%	2.2%
营业外收支	149	148	172	180	140	130
税前利润	628	427	476	744	785	915
利润率	6.0%	3.3%	2.8%	3.4%	2.7%	2.5%
所得税	-156	-90	-96	-164	-173	-201
所得税率	24.9%	21.1%	20.2%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	472	337	380	580	613	714
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	472	337	380	580	613	714
净利率	4.5%	2.6%	2.2%	2.6%	2.1%	2.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	472	337	380	580	613	714
非现金支出	458	501	514	550	752	1,003
非经营收益	-16	11	-35	-143	-154	-128
营运资金变动	183	56	-893	-284	-209	-121
经营活动现金净流	1,097	905	-34	704	1,002	1,467
资本开支	-511	-587	-918	-882	-978	-967
投资	57	-92	-146	-201	-100	-100
其他	4	-68	47	70	75	80
投资活动现金净流	-450	-748	-1,017	-1,013	-1,003	-987
股权募资	0	0	0	0	476	0
债权募资	-580	-83	844	172	144	4
其他	-27	-21	-12	110	-79	-84
筹资活动现金净流	-607	-104	832	282	541	-80
现金净流量	41	54	-219	-27	540	400

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	645	877	787	760	1,300	1,700
应收款项	431	754	2,246	1,759	2,330	2,921
存货	4	6	6	10	14	17
其他流动资产	413	515	585	1,592	1,755	1,970
流动资产	1,494	2,151	3,623	4,122	5,400	6,608
%总资产	48.7%	58.7%	63.4%	59.4%	62.1%	65.4%
长期投资	0	92	238	439	538	638
固定资产	1,225	1,107	1,459	1,931	2,192	2,204
%总资产	39.9%	30.2%	25.5%	27.8%	25.2%	21.8%
无形资产	242	244	233	372	482	570
非流动资产	1,572	1,516	2,090	2,812	3,301	3,503
%总资产	51.3%	41.3%	36.6%	40.6%	37.9%	34.6%
资产总计	3,066	3,667	5,714	6,934	8,701	10,111
短期借款	199	118	962	1,138	1,282	1,286
应付款项	550	670	1,232	1,395	1,789	2,198
其他流动负债	491	692	924	1,032	1,171	1,466
流动负债	1,240	1,480	3,118	3,565	4,242	4,950
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	42	69	43	44	31
负债	1,258	1,521	3,188	3,608	4,285	4,982
普通股股东权益	1,808	2,146	2,526	3,326	4,415	5,129
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,066	3,667	5,714	6,934	8,701	10,111
比率分析	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.548	0.392	0.442	0.605	0.638	0.743
每股净资产	2.103	2.495	2.937	3.868	4.599	5.343
每股经营现金净流	1.276	1.053	-0.039	0.819	1.044	1.528
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.08%	15.71%	15.04%	17.45%	13.88%	13.91%
总资产收益率	15.38%	9.19%	6.65%	8.37%	7.04%	7.06%
投入资本收益率	17.94%	10.46%	6.92%	10.47%	8.63%	9.24%
增长率						
主营业务收入增长率	21.54%	23.14%	31.57%	28.92%	32.47%	25.34%
EBIT增长率	48.26%	-37.16%	1.43%	97.43%	4.99%	20.47%
净利润增长率	73.50%	-28.49%	12.68%	52.75%	5.57%	16.47%
总资产增长率	2.40%	19.59%	55.80%	21.36%	25.48%	16.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.6	11.8	28.1	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
应付账款周转天数	12.5	11.8	14.0	15.0	14.0	13.5
固定资产周转天数	42.5	31.3	31.2	32.1	27.5	22.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.66%	-35.35%	6.95%	11.36%	-0.40%	-8.06%
EBIT利息保障倍数	12.3	8.4	6.8	6.4	10.9	14.3
资产负债率	41.03%	41.48%	55.79%	52.03%	49.25%	49.27%

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
	0	1	1	1	1
	0	0	0	0	0
	1	1	1	1	1
	0	0	0	0	0
	3.00	2.00	2.00	2.00	2.00

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

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,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,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。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业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