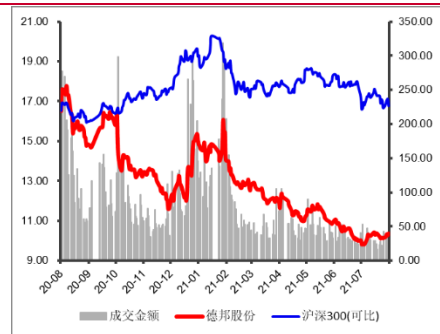


## 交通运输

报告原因：中报点评

2021年8月27日

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月26日

收盘价(元):	10.36
年内最高/最低(元):	16.06/9.63
流通A股/总股本(亿):	9.60/10.27
流通A股市值(亿):	99.46
总市值(亿):	106.39

基础数据：2021年6月31日

基本每股收益:	0.02
每股净资产(元):	6.04
净资产收益率:	0.29%

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

## 德邦股份 (603056.SH)

收入增长稳健，人力投入增加

## 维持评级

买入

公司研究/点评报告

**事件描述：**2021H1 公司实现营业收入 148.89 亿元，同比增长 28.16%；归属于上市公司股东的净利润 0.16 亿元，同比减少 89.88%。

**事件点评**

➢ **快递业务增长较快，收入占比持续上升。**2021Q1 公司推行春节不打烊活动，叠加同期低基数影响，公司业绩高速增长，Q2 维持了较高增速。分业务来看，2021H1 公司快递业务实现营收 91.68 亿元，同比增长 33.67%；因开单字母件占比提升，票均重量同比增长 3.3%，其中开单票数 3.1 亿票，同比增长 33.2%；2021H1 公司快运业务实现营收 52.80 亿元，同比增长 18.76%。快递业务占总收入比为 61.58%，较 2020 年同期提升 2.54pct。此外，公司主打大件快递和快运业务，单价相对稳定，2021H1 快递、快运单公斤收入同比分别下降 2.9%、1.3%。

➢ **毛利率有所下滑，后端职能投入致短期盈利承压。**2021H1 公司毛利率 10.11%，同比下滑 0.81pct，主要原因一是 2020 年末公司对基层人员实行大范围涨薪，叠加疫情期间国家社保减免优惠政策导致同期低基数影响，2021H1 公司人力成本同比增长 31.36%，占收入比同比提升 1.07pct，但收派效能提升一定程度上缓解了成本的涨幅；二是今年以来油价上涨，叠加疫情期间路桥费减免优惠政策导致同期低基数影响，2021H1 公司运输成本同比增长 38.68%，占收入比同比提升 2.22pct。费用方面，公司为加强直营模式管控能力，加大后端职能资源投入，导致短期管理费用上升，2021H1 公司管理费用 13.42 亿元，同比增长 55.87%，占收入比同比提升 1.60pct。长期来看，人才升级带来的管理效率提升有望改善公司经营。

➢ **同行业战略持股，充分发挥协同效应。**2021 年 4 月，公司对韵达股份定增完成后，韵达持有公司 6.52% 的股份，成为公司第二大股东，双方有望进一步在小件快递、大件快递和零担市场优势互补，并在客户引流和末端网络发挥协同效应。同时，公司持有东航物流 4.5% 的股权，2021H1 东航物流成功上市，公司产生税后其他综合收益 11.14 亿元，资产负债率下降 4.18pct，未来有望进一步实现战略协同。

**投资建议：**相对于通达系，公司在大件快递细分领域有较强的竞争力，同时，公司快递、快运业务价格相对稳定，收入增长较为稳健。预计公司 2021 年、2022 年 EPS 为 0.70、0.80，对应 8 月 26 日收盘价 10.36 元，PE 分别为 14.76、12.90，维持“买入”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	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5,296.6	6,374.1	6,622.2	21,577.2	<b>营业收入</b>	27503.4	30795.6	34244.7	37977.4
现金	1,387.4	2,183.1	1,808.9	16,282.1	营业成本	24296.0	27100.1	30101.1	33040.3
应收账款	2,216.5	2,198.7	2,512.8	2,835.7	营业税金及附加	81.3	90.6	101.6	112.2
其他应收款	272.7	294.0	329.4	368.1	销售费用	483.1	542.0	580.6	659.8
预付账款	379.0	422.8	450.2	479.3	管理费用	2186.1	2383.5	2585.5	2941.7
存货	19.2	27.5	27.3	29.8	研发费用	51.2	147.2	163.6	181.5
其他流动资产	1,021.8	1,248.1	1,493.5	1,582.0	财务费用	97.6	67.7	115.3	397.4
<b>非流动资产</b>	4,894.7	5,861.2	6,944.9	7,898.6	加:其他费用	400.1	299.0	299.0	299.0
长期投资	182.3	129.5	153.4	155.1	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	3,374.0	3,636.4	4,096.9	4,624.8	公允价值变动收益	-10.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	119.3	111.3	103.9	97.0	投资净收益	59.6	87.4	76.4	74.5
其他非流动资产	1,219.1	1,983.9	2,590.6	3,021.7	<b>营业利润</b>	713.2	850.9	972.5	1018.0
<b>资产总计</b>	10,191.3	12,235.3	13,567.1	29,475.7	营业外收入	59.7	42.9	46.1	48.5
<b>流动负债</b>	5,124.6	5,352.6	4,928.1	19,222.1	营业外支出	36.8	30.0	30.0	30.0
短期借款	1,169.3	1,123.3	268.2	14,091.0	<b>利润总额</b>	736.2	863.8	988.5	1036.5
应付账款	2,382.3	2,389.3	2,699.7	3,038.7	所得税	171.0	189.6	216.9	227.5
其他流动负债	1,573.0	1,840.0	1,960.1	2,092.4	<b>净利润</b>	565.1	674.2	771.6	809.0
<b>非流动负债</b>	442.9	1,688.1	2,932.9	3,927.0	少数股东损益	0.8	0.3	0.5	0.6
长期借款	0.0	1,240.0	2,441.0	3,361.0	<b>归属母公司净利润</b>	564.4	673.9	771.1	808.4
其他非流动负债	442.9	448.1	491.9	566.0	EBITDA	1462.5	1020.6	1253.4	1653.9
<b>负债合计</b>	5,567.4	7,040.7	7,860.9	23,149.1	EPS (元)	0.5	0.7	0.8	0.8
少数股东权益	-0.4	-0.1	0.4	1.0	<b>主要财务比率</b>				
股本	960.0	960.0	960.0	960.0	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	336.9	336.9	336.9	336.9	<b>成长能力</b>				
留存收益	3,433.8	3,897.8	4,408.8	5,028.7	营业收入	6.10%	11.97%	11.20%	10.90%
归属母公司股东权益	4,624.2	5,194.7	5,705.7	6,325.6	营业利润	72.11%	19.30%	14.29%	4.68%
<b>负债和股东权益</b>	10,191.3	12,235.3	13,567.1	29,475.7	归属于母公司净利润	74.39%	19.41%	14.43%	4.83%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率(%)	11.66%	12.00%	12.10%	13.00%
					净利率(%)	2.05%	2.19%	2.25%	2.13%
<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROE(%)	12.22%	12.98%	13.52%	12.79%
<b>经营活动现金流</b>	1,772.5	632.5	602.9	1,243.4	ROIC(%)	23.69%	22.02%	21.55%	22.99%
净利润	565.1	673.9	771.1	808.4	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	1,141.8	253.8	301.1	356.1	资产负债率(%)	54.63%	57.54%	57.94%	78.54%
财务费用	62.0	67.7	115.3	397.4	净负债比率(%)	53.48%	42.64%	50.27%	-175.93%
投资损失	-59.6	-87.4	-76.4	-74.5	流动比率	1.03	1.19	1.34	1.12
营运资金变动	99.3	-275.9	-508.7	-244.6	速动比率	1.03	1.19	1.34	1.12
其他经营现金流	-36.1	0.3	0.5	0.6	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-1,606.7	140.2	52.4	72.8	总资产周转率	2.85	2.75	2.65	1.76
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	15.31	16.00	16.75	16.33
长期投资	-33.7	52.8	-23.9	-1.6	应付账款周转率	12.74	12.91	13.46	13.24
其他投资现金流	-1,572.9	87.4	76.4	74.5	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-74.7	916.4	-29.5	14,157.0	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.70	0.80	0.84
短期借款	7.4	-45.9	-855.1	13,822.8	每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	0.62	0.59	1.21
长期借款	0.0	1,240.0	1,201.0	920.0	每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.06	5.56	6.16
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	19.8	0.0	0.0	0.0	P/E	18.9	14.8	12.9	12.3
其他筹资现金流	-101.9	-277.7	-375.4	-585.8	P/B	2.3	2.0	1.9	1.7
<b>现金净增加额</b>	91.1	1,689.1	625.8	15,473.2	EV/EBITDA	7.43	8.57	7.27	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

