

投资评级：买入(首次评级)

当前价格(元): 13.88

合理价格(元): 17.80

证券分析师
韩伟琪

资格编号: S0120518020002

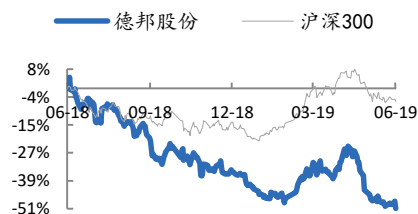
电话: 68761616*6160

邮箱: hanwq@tebon.com.cn

联系人
顾婷婷

电话: 68761616*6348

邮箱: gutt@tebon.com.cn

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-13.9	-28.7	-28.4
相对涨幅 (%)	-5.9	-17.3	-23.3

资料来源: 德邦研究

大件快递风已起, “零担之王” 高歌猛进

德邦股份(603056)

投资要点:

- **零担快运市场佼佼者, 差异化布局“快运”+“大件快递”。**公司自 1996 年成立, 现已成长为一家以大件快递为主力, 联动快递、物流、跨境、仓储与供应链的综合性物流供应商, 2018 年德邦实现零担快运收入 125.7 亿元, 排名行业第一; 首推大件快递 3.60 产品, 错位绕开竞争白热化的电商件市场, 差异化聚焦 3kg-60kg 大件快递市场, 未来将更加侧重大件快递市场的发展。
- **零担市场规模大、玩家多。**2017 零担市场 1.25 万亿的规模, 约为快递的 2.5 倍。目前的快递市场已步入龙头竞争时代, 赛道分化明显且竞争趋于白热化。相较快递市场, 零担市场玩家众多, 市场较分散, 仅德邦一家上市公司, 2019 年来快运市场资本动作频出, 预计市场将加快整合速度, 德邦也有望进一步借助资本的力量扩大优势。
- **大件快递消费属性强, 增速快, 毛利高于零担和整车。**大件快递按重量划分横跨快递和小票零担, 货源主要来自大家电和家居, 消费属性强, 在经济周期中稳健增长的能力比零担和整车更好, 巨大的市场空间进可攻, 退可守, 通常来说, 票均较轻, 规模效应和盈利能力越强, 我们认为大件快递的盈利能力优于零担和整车市场。
- **大件领域优势显著, 未来表现值得期待。**大件快递的性质决定需要具备大件的分拣和转运设施同时配备小件的配送服务, 因而传统零担具有向下兼容的能力。公司在大件快递领域优势显著: 1) 公司在零担物流深耕数十年, 坚持直营模式, 特色化事业合伙人制度形成对网络有效覆盖形成有效补充; 2) 研发投入高, 强大数字化能力提高分拣效率, 优化成本; 3) 首推“大件快递 3.60”产品, 消除“大件歧视”。
- **快运为基, 快递为翼, 静待利润释放。**公司是快运行业老牌领先者, 快运业务提供稳定增速的业绩, 凭借先发优势和公路快运领域积累的大件经验, 精准切入大件快递这个蓝海市场, 随着公司快递业务效率提升、规模效应逐渐显现, 盈利能力也将逐步转好, 经营杠杆将带来利润弹性, 公司盈利的改善值得期待。
- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司目前 PE (19E) 为 15.6X, 低于平均 19.5X 的水平, 和通达系加盟制快递相比, 德邦为直营模式物流商, 对标中高端市场, 以服务口碑著称, 应享有一定的估值溢价。鉴于对大件快递市场的看好及对公司在大件快递领域的优秀基因, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 8.56/10.35/13.30 亿元, 对应 EPS 分别为 0.89/1.08/1.39 元。我们给予 19 年 20 倍 PE, 对应目标价 17.80 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 大件快递业务发展不及预期; 恶性价格战爆发; 宏观经济发展低于预期; 成本上升超预期。

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)	30.21-14.05
总市值(百万)	13,488.00
总资产(百万)	8,491.27
每股净资产(元)	4.14

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)	20350	23025	27632	33689	40197
(+/-) YoY (%)	19.7	13.1	20.0	21.9	19.3
净利润(百万元)	547	700	856	1035	1330
(+/-) YoY (%)	43.9	28.1	22.2	20.9	28.5
全面摊薄 EPS	0.57	0.73	0.89	1.08	1.39
毛利率 (%)	13.3	14.1	14.0	14.1	14.5
净资产收益率	17.8	17.4	17.5	17.5	18.3

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

目 录

1. 德邦股份：零担快运市场佼佼者	5
1.1 从地方性快运公司到零担业务之王	5
1.2 管理层深耕物流行业	6
2. 零担快运市场超万亿	7
2.1 公路货运为我国主要货运方式	7
2.2 零担市场规模大、玩家多	9
2.3 零担业务极重资产，扩张仰仗外延并购	11
2.4 资本跨大步进场，市场有望整合	12
2.5 大件快递渗透小票零担市场，两者界限逐步打破融合	13
3. 大件领域优势显著，未来表现值得期待	16
3.1 直营+特色化事业合伙人制度，助力业务稳健发展	16
3.2 强大的数字化能力，优化配送效率及成本	18
3.3 首推“大件快递 3.60”产品，消除“大件歧视”	18
4. 战略转型发力快递，业务增长稳健	18
5. 盈利预测	22
5.1 快运为基，提供基础稳定业绩	22
5.2 快递为翼，静待利润释放	23
6. 估值与投资建议	25
7. 风险提示	27

图表目录

图 1 公司是国内领先的快运与快递综合物流供应商.....	6
图 2 德邦股份股权结构图.....	6
图 3 公路货运量/总货运量比例近年来逐步提升（单位：万吨）.....	7
图 4 我国公路货运行业按传统货物票均重量划分为四个细分领域.....	8
图 5 快运行业分析框架.....	8
图 6 2017 年我国公路货运市场各细分领域规模（单位：万亿元）.....	9
图 7 2015-2020 年中国零担市场规模.....	9
图 8 中国零担市场规模集中度（%）远小于美国.....	10
图 9 2009-2014 年国内零担企业数量情况（单位：个）.....	10
图 10 Fedex 外延资产并购发展史（百万美元）.....	12
图 11 Fedex 零担业务量增速.....	12
图 12 2016 年前五大零担企业占市场总额 55.42%.....	12
图 13 票均重量越低，毛利率越高，集中度越高.....	13
图 14 票均重量越高，客户集中度越高.....	13
图 15 家居建材电商渗透率不断提升.....	14
图 16 大家电网络销售规模逐年递增.....	14
图 17 2017-2015 年中国大件快递市场规模（千亿元）.....	14
图 18 小票零担和大件快递重新划分.....	15
图 19 全网头部企业在小票零担产品公斤端定位.....	16
图 20 公司选取具有优良资质的物流运输经营主体成为公司的事业合伙人.....	17
图 21 事业合伙人参与模式.....	17
图 22 公司大件快递宣传广告.....	18
图 23 快运业务收入（亿元）在总营收中的占比逐年下滑.....	19
图 24 公司快运产品中精准卡航毛利率远超其余两种（单位：%）.....	19
图 25 2012-2018 年营业收入 CARG 为 24.8%.....	20
图 26 2018 年公司快运业务收入出现下滑.....	20
图 27 2014-2018 年公司快递业务收入 CAGR 为 119.4%.....	20
图 28 2018 年德邦股份快递收入首超快运（单位：亿元）.....	20
图 29 快递业务毛利率（%）逐年回升.....	21
图 30 快运业务毛利率（%）走出了正 V 型.....	21
图 31 2013-2018 年公司快递单件价格波动情况.....	21

图 32 2014-2018 年公司快递业务量 CAGR 为 133.6%.....	21
图 33 19Q1 公司毛利率下滑	21
图 34 期间费用率整体保持下降趋势	21
图 35 2019Q1 归母净利转负	22
图 36 2016-2018 年公司 roe 维持在 15%左右	22
图 37 预计快运业务收入 2019-2021 CAGR 为 2.2%	22
图 38 快运业务毛利率将持续优化 (%)	22
图 39 预计快递业务收入 2019-2021 CAGR 为 34.6%.....	23
图 40 快递业务毛利率将持续优化 (%)	23
图 41 PE band	25
图 42 PB band	25

1. 德邦股份：零担快运市场佼佼者

1.1 从地方性快运公司到零担业务之王

布局全国的首家零担快运上市公司。德邦股份自 1996 年成立，现已成长作为一家以大件快递为主力，联动快递、物流、跨境、仓储与供应链的综合性物流供应商，并于 2018 年在上海证券交易所挂牌上市。经过 20 余年的发展，德邦由一家业务集中于华南地区的地方性快运公司成长成为布局全国的零担业务佼佼者。

表 1 德邦股份历史大事件

时间	事件
1996 年	现任董事长崔维星先生正式涉足货运领域，在广东创办德邦快递的前身——“崔氏货运公司”
1998 年	承包中国南方航空（集团）公司老干部客货运处（简称“南航老干”），创新推出了空运合大票的物流新模式
2000 年	开发第二代信息系统—TIS 物流信息管理系统，在行业内率先实现网上货物实时追踪查询
2001 年	开通第一条长途汽运专线——广州至北京线，正式进军国内公路汽运领域，标志着德邦全国布局迈出第一步
2004 年	业内首创“卡车航班”业务，且凭借“空运速度、汽运价格”的显著优势，迅速占领零担物流中高端市场
2008 年	自主研发的第三代信息系统—ERP 系统上线，同时满足汽运、空运业务快速增长的需要
2009 年	总部搬迁至上海，电子地图系统上线，实现货物动态实时同步可追踪，自主研发出“智慧收派系统”
2010 年	凭借全年 26.2 亿元的营业收入，一跃成为中国公路零担物流领域的龙头企业
2014 年	入选达沃斯论坛“全球成长型公司”
2015 年	正式进军仓储与供应链业务，并启动“事业合伙人”战略
2016 年	正式开启跨境业务，为客户提供陆、海、空多式联运服务，提供跨境一体化解决方案
2018 年	1 月 16 日，在上海证券交易所 A 股市场正式挂牌交易，简称“德邦股份”（代码 603056）

资料来源：公司官网，德邦研究

图 1 公司是国内领先的快运与快递综合物流供应商

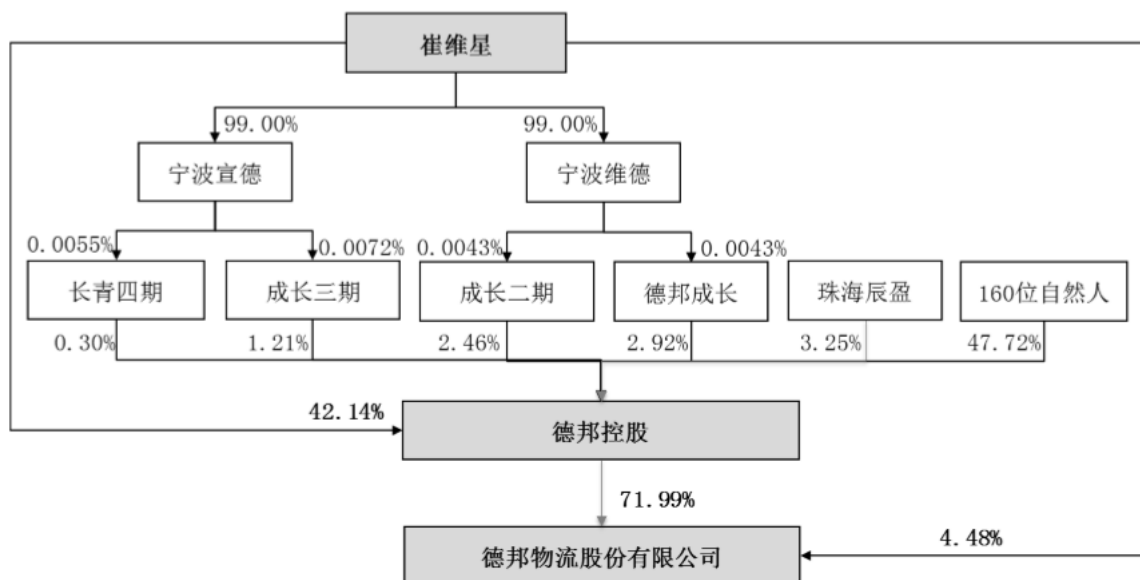


资料来源：公司年报，德邦研究

1.2 管理层深耕物流行业

公司管理层部分是从物流基层起步，拥有丰富的物流行业从业经验和深厚积累。公司实控人兼创始人崔维星 96 年在广东创办德邦的前身——崔氏货运公司，后逐步发展成如今的零担行业领头羊。

图 2 德邦股份股权结构图



资料来源：公司年报，德邦研究

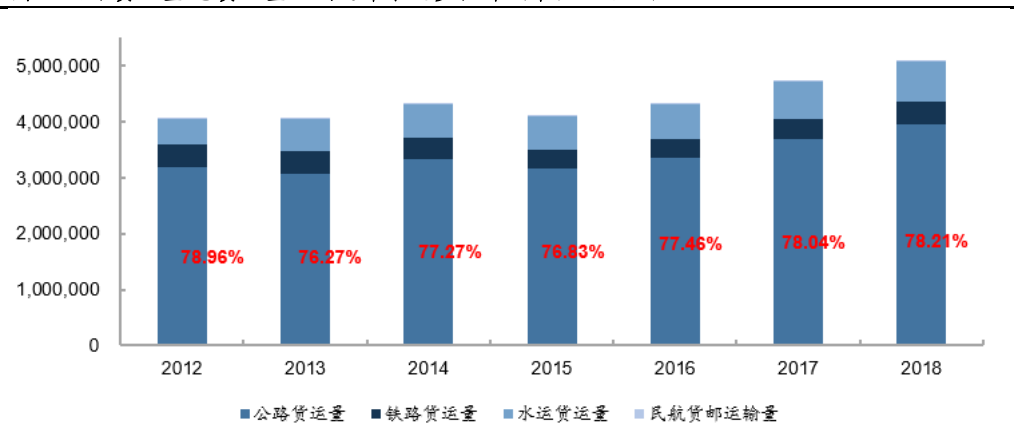
引入知名外部咨询，优化管理志存高远。在专注公路快运业务经营的同时，公司自2011年前瞻性引入多家国际知名咨询公司，其中包括麦肯锡、IBM、德勤等对各区域市场、路线、人力资源、IT及流程、财务管理、战略规划等多方面进行优化。2013年公司与麦肯锡签订高达2亿元的长期战略合作伙伴框架协议，在2014年，麦肯锡更是在其前五大供应商中排名第三位，咨询费用达5000万元左右。德邦物流在咨询方面前瞻性的高投入也使得公司从网络路线到战略发展规划得到了全面的优化，进一步推动了公司快运领头羊成就的达成。

2.零担快运市场超万亿

2.1 公路货运为我国主要货运方式

公路货运量稳健增长。货运物流行业作为社会生产活动中的运输环节，其行业运行受到宏观经济的影响（货运市场增速与GDP增速保持较强的一致性），具备经济周期属性。我国公路基础设施建设较为发达，公路网络布局全面，国内货物主要通过公路进行运输。2018年我国货运总量为506.17亿吨，其中公路货运量为395.90亿吨，占比为78.21%，近年来公路货运量逐步提升，预计公路货运量仍将稳健增长。

图3 公路货运量/总货运量比例近年来逐步提升（单位：万吨）



资料来源：WIND，德邦研究

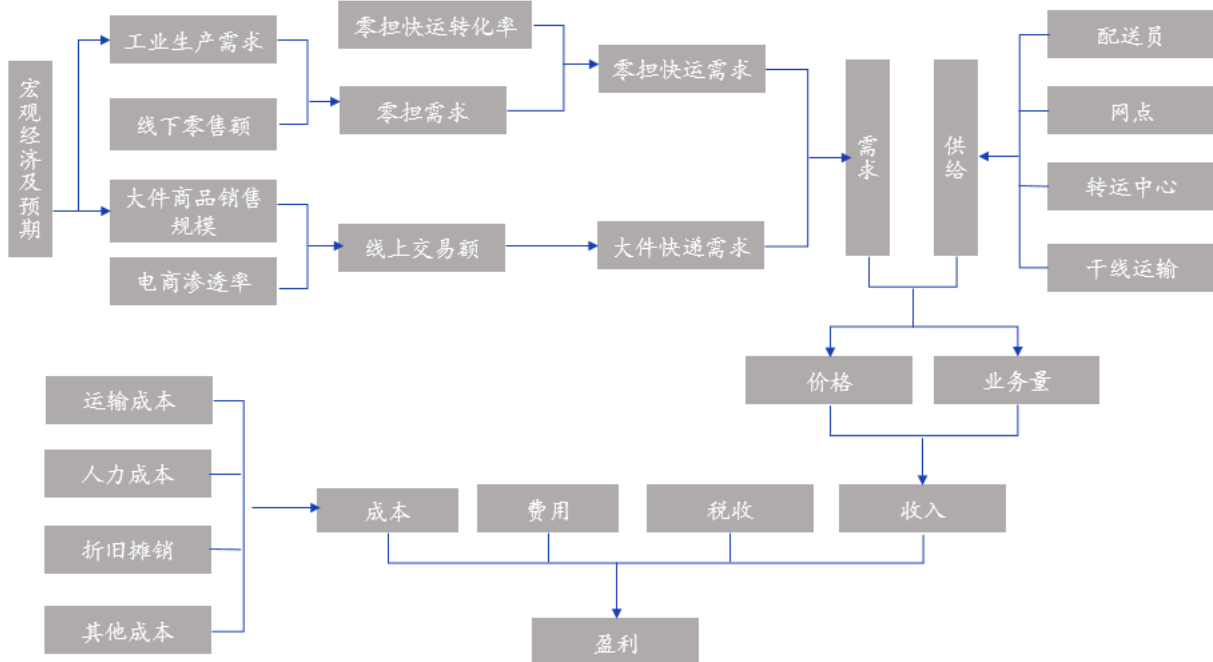
快递、零担、整车三分公路货运市场。公路货运按照货物的重量和运输组织方式分出了快递、零担、整车运输三种主要形式。单票0-30kg按照快递运输方式承运，单票30-3000kg按照零担运输方式承运，单票3T以上按照整车运输方式承运。其中零担又根据500kg的界限分为快运（小票零担）及大票零担。

图 4 我国公路货运行业按传统货物票均重量划分为四个细分领域



资料来源：罗戈物流，德邦研究

图 5 快运行业分析框架

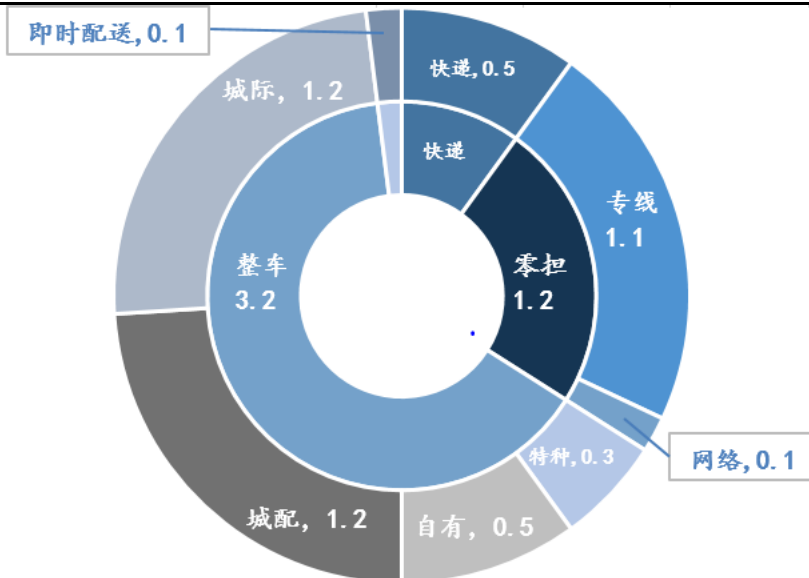


资料来源：公开资料整理，德邦研究

2.2 零担市场规模大、玩家多

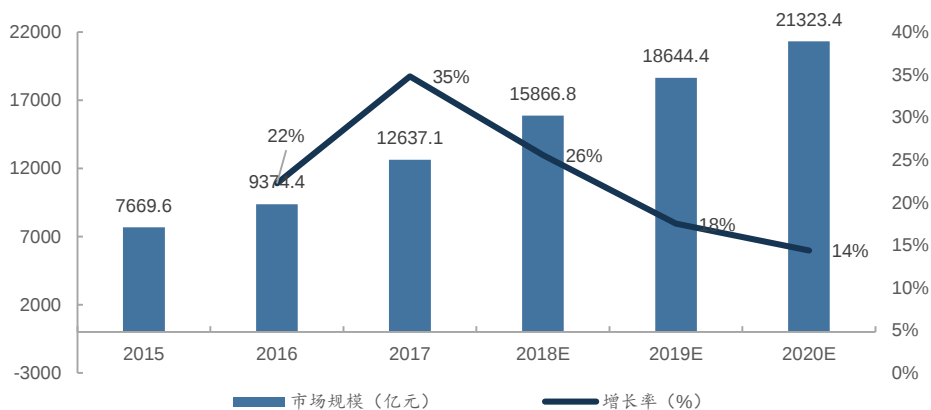
零担市场规模约为快递的 2.5 倍。根据罗戈研究的测算，2017 年公路货运市场总规模为 5 万亿左右，其中快递约为 0.5 万亿，零担市场 1.25 万亿的规模，占比 24%，约为快递的 2.5 倍。根据鲸略咨询测算，2020 年我国零担市场规模将达到 2.13 万亿，是目前快递市场的 4 倍。

图 6 2017 年我国公路货运市场各细分领域规模（单位：万亿元）



资料来源：罗戈研究，公开资料整理，德邦研究

图 7 2015-2020 年中国零担市场规模



资料来源：鲸略咨询，德邦研究

表 2 零担 vs 其他公路货运方式特征对比

类别	快递	零担	整车
重量	0-30kg, 大件快递正逐步渗透零担市场	30kg-3T	3T 以上
批量/批次	少批量、多批次	大批量, 少批次, 不过正向少批量、多批次转变	大批量、少批次
市场规模/增速	小 增速快 (25-30%)	中等 增速中等 (10%左右)	大 几乎没有增长
市场集中度	高	低	非常低
单位价格	高	中	低
时效性	要求高, 越快越好	部分对时效有要求	几乎对时效没有要求
运输设备	货车、飞机、高铁	货车、火车	货车、火车
分拣设备	自动化分拣线	叉车、托盘	直达, 一般无需分拣
标准化、信息化难度	容易	较难	很难
服务特点	门到门	点到点, 部分门到门	门到门
网络形态	轴辐式为主	轴辐式或专线型	专线型为主

资料来源: 运联传媒, 公开资料整理, 德邦研究

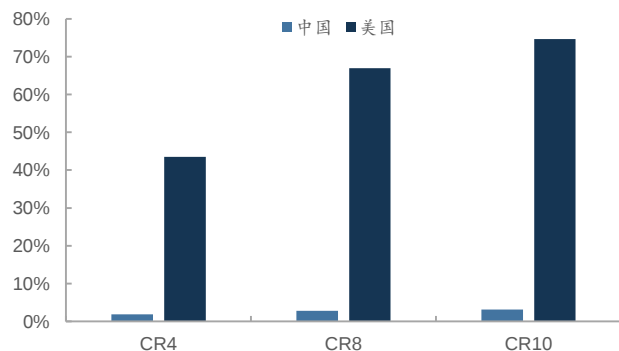
零担市场规模大, 集中度低, 参与者众多。相较美国成熟零担市场, 我国零担市场起步较晚, 发展尚未成熟, 未形成稳定的寡头市场, 其中 CR4、CR8、CR10 分别为 1.9%、2.8%、3.2%, 远低于美国零担市场 43.61%、66.94%、74.58% 的集中度。我国零担市场集中度偏低的原因有:

- 1) 盈亏平衡点门槛低。零担货物单票重量高, 单笔收费高, 不像快递单票收入较低, 只有借助规模效应才能实现盈亏平衡;
- 2) 服务水平门槛较低, 区别于快递行业对服务时效的苛刻要求, 企业客户一般对零担运输的时效性要求较低, 服务评判缺乏缺乏行业标准化;
- 3) 行业发展仍不成熟, 暂未涌现出龙头企业来规范行业散乱竞争、构筑行业壁垒。

以上原因最终导致了零担行业竞争门槛很低, 行业企业数量众多, 存在大量的个体户。

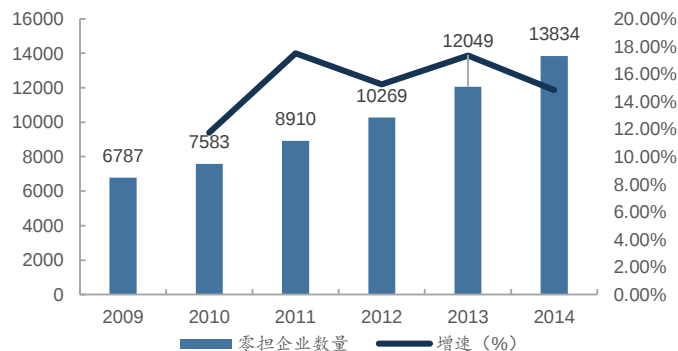
目前的快递市场已步入龙头竞争时代, 赛道分化明显且竞争趋于白热化, 主流龙头快递企业均已上市, 行业 CR8 维持在 80 以上且有进一步向头部集中的趋势。相较快递市场, 零担市场玩家众多, 市场极度分散, 仅德邦一家上市公司, 竞争混乱且价格战激烈, 管理也相对更加粗放, 行业规范化和标准化程度较低

图 8 中国零担市场规模集中度 (%) 远小于美国



资料来源: SJ Consulting, 德邦研究

图 9 2009-2014 年国内零担企业数量情况 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 德邦研究

难言龙头，但为零担快运第一品牌。公司深耕零担快运业务 18 年，17、18 年德邦分别实现零担快运收入 114.8 及 125.7 亿元，排名行业第一，18 年完成零担货量 496 万吨，排名行业第四。

表 3 德邦股份 2018 年零担业务收入排名第一

排名	企业名称	2018 年零担收入 (亿元)
1	德邦股份	125.7
2	顺丰速运	82.2
3	安能物流	67.0
4	跨越速运	51.5
5	百世快运	41.0
6	壹米滴答	39.0
7	三志物流	29.8
8	盛丰物流	24.5
9	盛辉物流	22.6
10	天地华宇	19.0

资料来源：运联传媒，公司年报，德邦研究

表 4 2018 年零担货量排名

排名	企业名称	零担货量 (万吨)
1	壹米滴答	900
2	安能快运	733
3	百世快运	543
4	德邦快递	496
5	三志物流	485
6	河南长通	405
7	盛辉物流	390
8	河南黑豹	370
9	盛丰物流	360
10	山东宇佳	315

资料来源：运联传媒，公司年报，德邦研究

2.3 零担业务极重资产，扩张仰仗外延并购

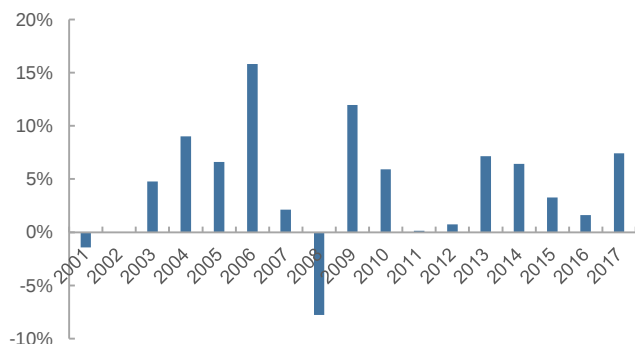
从国际龙头经验看，外延并购推动集中度上升。零担重货主要面向增速平稳的 To-B 市场，存在一定的运输半径，区域经营商众多，导致目前市场处于大散局面，企业很难凭一己之力实现规模化扩张。回顾国际物流龙头的发展进程我们发现，Fedex 是通过不断外延并购拓展其零担业务量和市场份额。2001 年至今，FedEx 零担业务量基本保持了增长的态势，2016 年 FedEx、YRC、XPO、ODFL、UPS 五大企业占据了美国零担市场 55.42% 的份额，其中 Fedex 市占率达到 17%。目前美国零担物流行业已经处于成熟与联盟阶段，属于寡头垄断市场，行业大规模整合兼并的热度已经退去，市场格局趋于稳定。

图 10 Fedex 外延资产并购发展史 (百万美元)



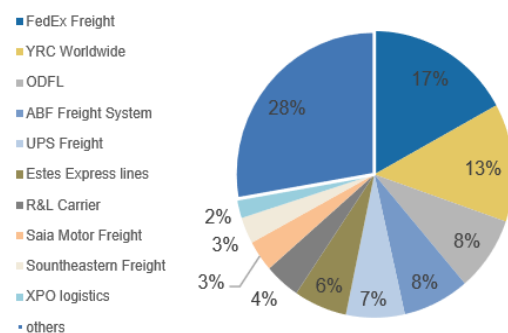
资料来源：公司公告，公开资料整理，德邦研究

图 11 Fedex 零担业务量增速



资料来源：公司年报，德邦研究

图 12 2016 年前五大零担企业占市场总额 55.42%



资料来源：SJ consulting，德邦研究

零担业务具有重资产属性，前期投入大，培育期长。零担业务的运输设备、中转场造造价一般高于普通快递，需要持续投入才能实现规模化，当前零担行业缺乏大规模企业的重要原因是资本和造血能力不足。

2.4 资本跨大步进场，市场有望整合

资本进场速度明显加快。相较于 2018 年，19 年零担快运领域大额融资频起，数量和金额上都有显著的提升，面对目前零担快运行业集中度低、门槛低、竞争混乱但市场广阔的情景，众多玩家都想在其中分一杯羹，目前快运市场 CR10 的份额不超过 3%，竞争格局非常分散，随着资本的大步进场，一些管理混乱、服务质量偏低、不具备竞争力的快运公司有望逐步出清，加速走一遍此前快递业整合的老路。

表 5 2018 年至今零担快运行业大额融资的不完全统计

时间	公司	阶段	投资方	金额
2018.04	中铁物流	战略投资	海通创新资本	10 亿人民币
2018.04	德坤物流	A 轮	海尔资本	数亿元人民币
2018.04	壹米滴答	C 轮	远洋资本、厚朴投资领投，普洛斯、源码资本持续跟投	5 亿元人民币
2018.06	中通快运	A 轮	红杉中国、鼎辉、云峰、中通快递	超 1 亿美元
2018.08	商桥物流	A+轮	达晨创投领投，中集产业基金、中车绿脉基金、毅德控股、拓邦投资及七匹狼等跟投	2.5 亿人民币
2018.08	聚盟	Pre-A 轮	IDG 资本	过亿元人民币
2019.01	聚盟	Pre-A+	赛富基金	过亿元人民币
2019.01	卡行天下	战略增资	菜鸟网络、普洛斯隐山资本	-
2019.01	壹米滴答	D 轮	博裕资本领投、厚朴投资、普洛斯隐山资本、源码资本等跟投	18 亿元人民币
2019.01	优速	B 轮	普洛斯跟投	数亿元人民币

资料来源：公开资料整理，德邦研究

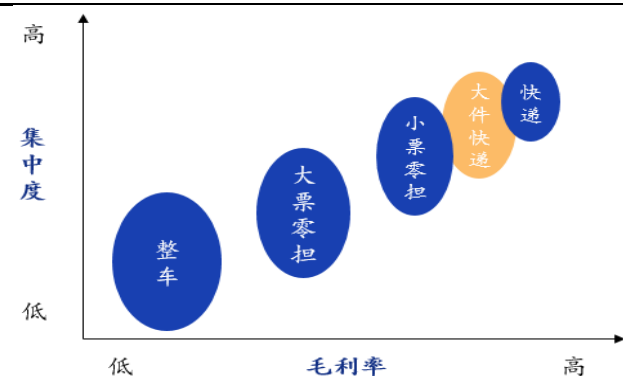
快递的“今天”就是快运的“明天”。过去几年无论是第三方物流公司的大件物流业务，还是专注大件商品的商家自建物流，均实现了快速增长：优速过去几年每年增速保持在 50%以上；顺丰重货过去 3 年 CAGR 高达 92%；德邦快递大件过去 3 年 CAGR 高至 141%；日日顺、安得、速必达等家电平台商自建物流过去几年增速也均维持在 25%左右。随着快运公司业务量的高速增长，叠加规模效应和技术升级优化，我们看好快运企业未来利润的释放。

2.5 大件快递渗透小票零担市场，两者界限逐步打破融合

大件快递横跨快递和小票零担。以公斤段划分，一般大件快递单件重量 3-60KG，市场规模约为 2500 亿元。相应的，单件重量 3KG 以下为传统快递，市场规模为 5000 亿；按照市场常规 0-30KG 为快递、30KG-500KG 为小票零担的划分方法，大件快递其实横跨了快递和小票零担两个细分市场。

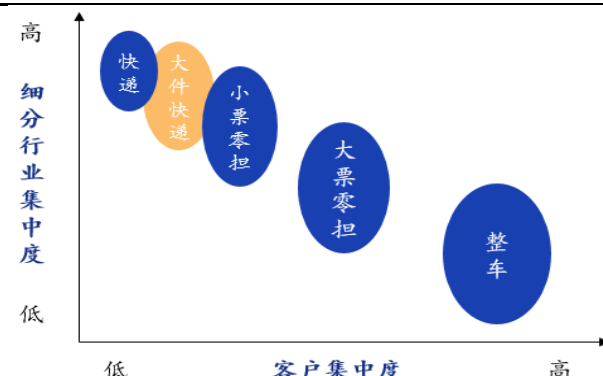
大件快递毛利率高于零担和整车。通常来说，票均越轻，规模效应和盈利能力越强，我们认为大件快递的盈利能力优于零担和整车市场。

图 13 票均重量越低，毛利率越高，集中度越高



资料来源：运联传媒，公开资料整理，德邦研究

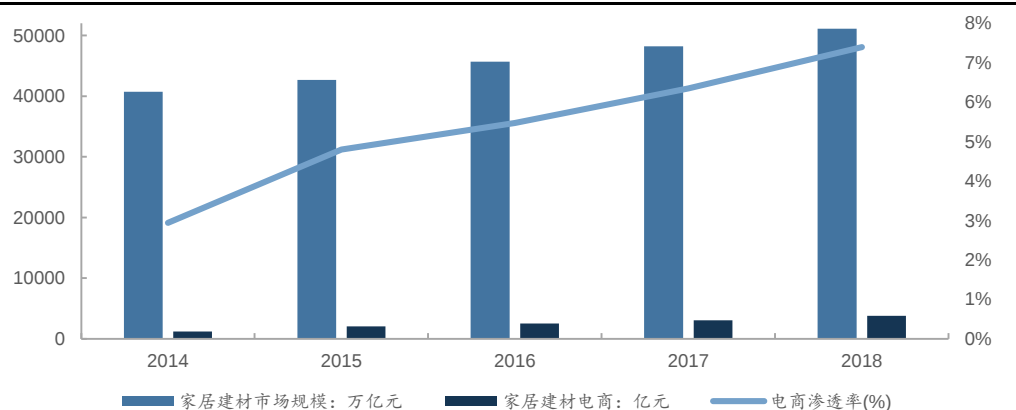
图 14 票均重量越高，客户集中度越高



资料来源：运联传媒，公开资料整理，德邦研究

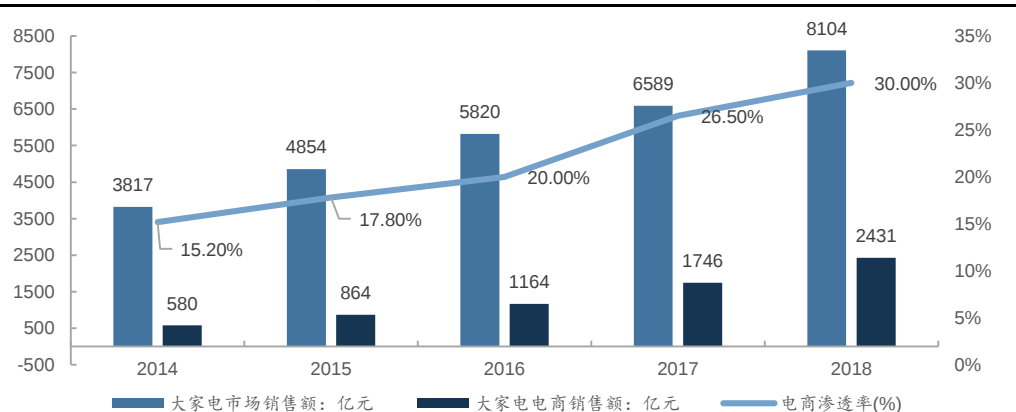
大件快递消费属性，稳健增长能力更优。大件快递货源主要来自大家电和家居，其中大家电包括传统四大家电（平板电视、空调、冰箱、洗衣机）和厨卫电器，家居主要包括家具、卫浴、建材、运动器材等。从线上与线下占比而言，线上占比约 30%，且逐年提高。我们认为大件快递货源消费属性强，在经济周期中稳健增长的能力比零担和整车更好，巨大的市场空间进可攻，退可守。

图 15 家居建材电商渗透率不断提升



资料来源：智研咨询，德邦研究

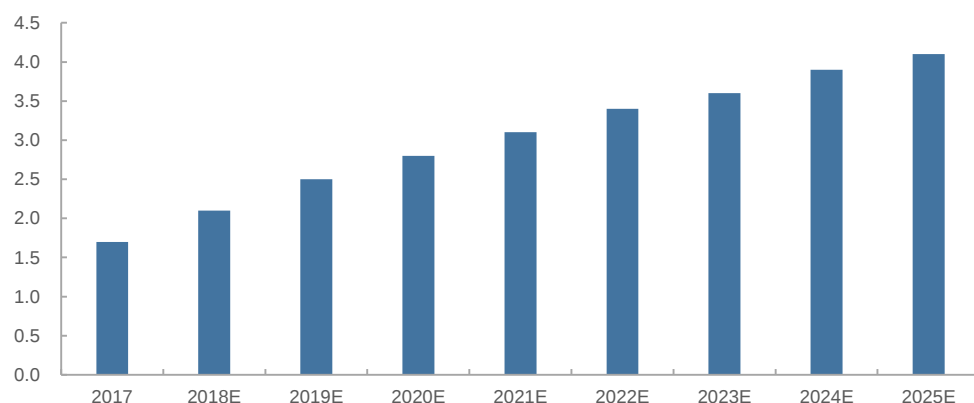
图 16 大家电网络销售规模逐年递增



资料来源：智研咨询，德邦研究

大件快递市场广阔，增速最快。目前整车增速约 5%左右，鲸略咨询测算的零担增速约为 10~15%，而传统快递增速约 20~25%，大件快递增速最快，易观咨询测算的大件快递增速约为 25~30%。预计未来随着家电+家居本身的增速叠加渗透率的提高，大件快递仍将维持高增速。从 2018 年“双十一”数据来看，全网销售额 3143 亿，家电占 13.5%排名第四、家居家装占 12.5%排名前五，位次较 2017 年提升很快。德邦作为大件快递龙头，2018 年大件业务收入达 114 亿元，但仍然仅占大件快递市场的 4%左右，市场有充足的进一步整合空间。

图 17 2017-2015 年中国大件快递市场规模（千亿元）



资料来源：易观咨询，德邦研究

业务扩张需求导致大件快递和小票零担界限模糊。快递企业（顺丰、通达系）、快运企业（德邦、安能）都在进军大件快递，其实目的都是寻求主业增速放缓后的相邻业务扩张，大件快递将会切走与小票零担重合的重量段市场，推动快递市场份额增长，改变行业市场格局，随着大件快递抢占小票零担市场份额的逐步增加，物流行业细分市场的格局将会发生变化。快递企业为了提升增量，不断拓宽单票的公斤段范围，从 10 公斤以下的快递拓宽到小票市场；而快运企业也从自有的小票产品中再次细分，切分出快递与大件，通过产品吸引更多客户，进军大件市场。

表 6 快运、快递公司均推出大件快递产品，标准不一

公司	代表产品	公斤段	推出时间
韵达	168 大件	10-68KG	2018 年 12 月
百世	惠心件	5-60KG	2016 年 4 月
优速	330 限时达/2100 限时达/350 限时达	3-30KG	2016 年 3 月/2016 年 9 月/2018 年 3 月 18 日
顺丰	重货包裹	20-100KG	2018 年 4 月
德邦	大件快递 3.60	3KG-60KG	2013 年 11 月
安能	mini 小包	5-70KG	2015 年 6 月
	350 大件快递	3-50KG	2018 年 11 月
天地华宇	易到家	0-30KG	2015 年 4 月
壹米滴答	壹米小件	单票 5-60KG	2018 年 7 月
中通	小票零担/大票零担/标准快运	10-300KG/300KG 以上	2016 年 8 月
韵达	电商大件/小票零担/大票零担	30-100KG/100-500KG/500KG 以上	2017 年 9 月

资料来源：公司官网，德邦研究

小票零担和大件快递重新划分，玩家面临洗牌。快递市场份额随着大件市场的扩大将会大幅增加，而小票零担市场随着大件的切分将逐步萎缩，被快递市场超越。行业内部根据重量段及市场规模划分出的三角金字塔模型的市场细分模型将发生变化，由中部小票零担市场的萎缩而变化成一个细腰的时间漏斗模型，进一步导致各细分市场玩家的洗牌，预计小票零担的部分玩家将丢失市场份额，而公司在大件领域的布局和投入将迎来机遇。

图 18 小票零担和大件快递重新划分

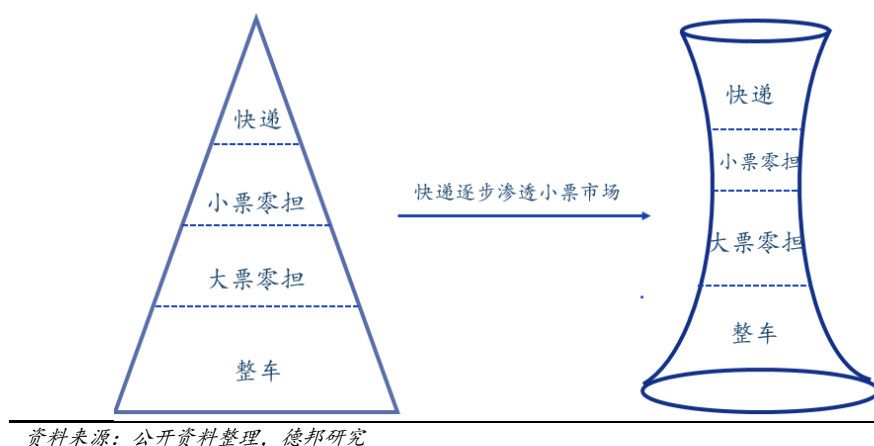


图 19 全网头部企业小票零担产品公斤端定位



3. 大件领域优势显著，未来表现值得期待

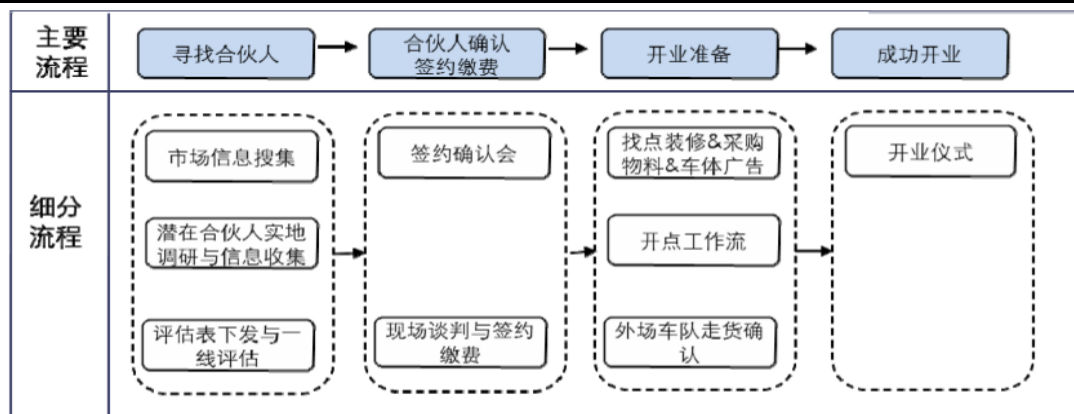
大件快递=小票零担的路线+传统快递的服务。大件快递的重量大多为 3-60KG，从分拣环节来看，小件快递主要依托自动分拣设备，分拨中心及转运场地普遍面积较小、高度不足，导致难以进行适用于大件的改造，也无法应对大量、高效的大件处理需求；从服务上来看，大件快递在服务上也趋于快递化，需要有时效性保证，送货上门、包安装等。总的来说，传统小件快递的硬件难以兼容大件需求，而零担物流商的现有硬件向下兼容大件快递相较更加容易。

3.1 直营+特色化事业合伙人制度，助力业务稳健发展

事业合伙人制度形成网络覆盖有效补充。公司自成立以来，坚持以直营为主的经营模式。该模式下，公司对业务各个环节拥有绝对控制力，总部能对各分支机构实施统一经营、统一管理，为公司优质服务质量提供了有力的保障。

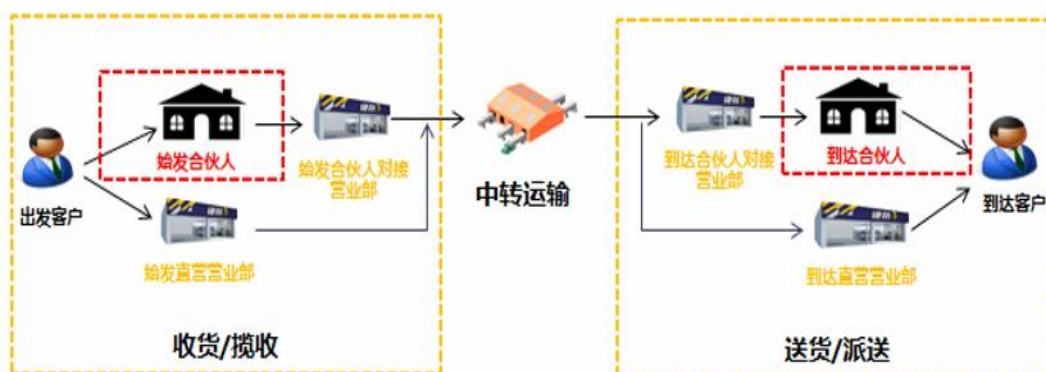
2015年8月,为能够更加有效地覆盖业务区域,实现运输网络的广泛延伸,同时也为了有效降低公司新设网点的成本,公司正式启动了事业合伙人计划。针对网络覆盖相对薄弱的地区,公司邀请具备物流配送能力的个人或商户成为公司快运或快递业务的事业合伙人,通过与公司直营网点良性互补与共同合作,实现合伙人与公司的共同成长。为确保服务品质与竞争力,公司对合伙人仍然按照直营网络的管理模式对网点合伙人进行管理。

图 20 公司选取具有优良资质的物流运输经营主体成为公司的事业合伙人



资料来源:招股说明书,德邦研究

图 21 事业合伙人参与模式



资料来源:招股说明书,德邦研究

表 7 公司不同业务模式下的收入确认情况

业务模式	财务结算
合伙人揽收—德邦中转运输—德邦派送	始发合伙人向客户收取全部服务费,德邦收取中转运输费和派送费
德邦揽收—德邦中转运输—合伙人派送	德邦向客户收取全部服务费,向到达合伙人支付派送费
合伙人揽收—德邦中转运输—合伙人派送	始发合伙人向客户收取全部服务费,并向到达合伙人结算派送费,德邦收取中转运输

资料来源:招股说明书,德邦研究

截至2018年末,公司拥有6,282家直营网点和2,510家合伙人网点。2018年7月,为提升公司乡镇网点覆盖率和末端派送时效,新推出乡镇服务点,由合伙人网点负责管理。截至2018年末,公司拥有15,505个服务点,初步形成三级网络覆盖体系。

3.2 强大的数字化能力，优化配送效率及成本

致力于打造前瞻性的信息平台。公司每年在 IT 上的总体投入约占营业额的 1.5%-2%之间。截至 18 年期末，公司 IT 团队共 855 人，其中拥有本科学历的 532 人，硕士和博士 30 人。

此外，德邦科技还加强了同外部优秀企业的战略合作，先后与 36 家公司开展了 72 个项目，合作对象包括华为、科大讯飞等知名科技企业。部分受益于科技投入带来的降本增效，公司快递单票成本有所下降，2018 年公司快递单票成本 23.11 元，同比下降 3.72%。

2017 年，德邦首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统在武汉正式运行，上层分拣小件，下层操作大件，有效提升场内流通效率。德邦还运用了多项黑科技去提升效率，例如 AR 量方技术，用照片智能计算物品体积，大幅提高德邦小哥快递验收效率；数字化指挥中心，全线监控外场运营情况；智慧收派系统实时监控快递员轨迹，提高送货效率。

3.3 首推“大件快递 3.60”产品，消除“大件歧视”

解决大件关键痛点。从整个快递行业看，有些快递企业对于大件的布局，或发力较晚，或定位不明，或动力不足，投入不多。比如，中通是在 2016 年才启动大件业务，韵达的电商大件不仅推出时间晚，而且并非主打产品。而德邦快递从 2013 年的“3.60 特惠件”到现在的“大件快递 3.60”，一直定位明确，且将其作为明星产品进行宣传，投入巨大。“大件快递 3.60”的特色主要包含两点：其一是“大件”，“上至 60KG”基本能将家电、家具等大件商品囊括在内；其二是“免费上楼”，也就是门到门的服务。对于大件物品，很多商家只敢承诺“免费送货到楼下”，最后的 100 米成了整个大件快递的痛点，而“大件快递 3.60”的推出消除了这种“大件歧视”，解决了大件的关键痛点。

图 22 公司大件快递宣传广告



资料来源：公司网站，德邦研究

4. 战略转型发力快递，业务增长稳健

立足快运，涉足快递，产品线丰满打造综合性物流供应商。公司从零担快运业务起家，目前根据性价比和时效服务分为三种产品：精准汽运、精准空运和精准卡航。精准汽运对标普通时效需求人群，主打高性价比；精准空运是公司为客户提供的航空货运代理服务，与国内主要的航空公司确定了战略合作关系，代理其空运物流服务，辐射范围

覆盖全国，货运结构呈现高批次、低运量和高价值的特点，在公司业务中占比很小；精准卡航是汽运时效产品，公司通过三种零担产品覆盖不同人群的需求。

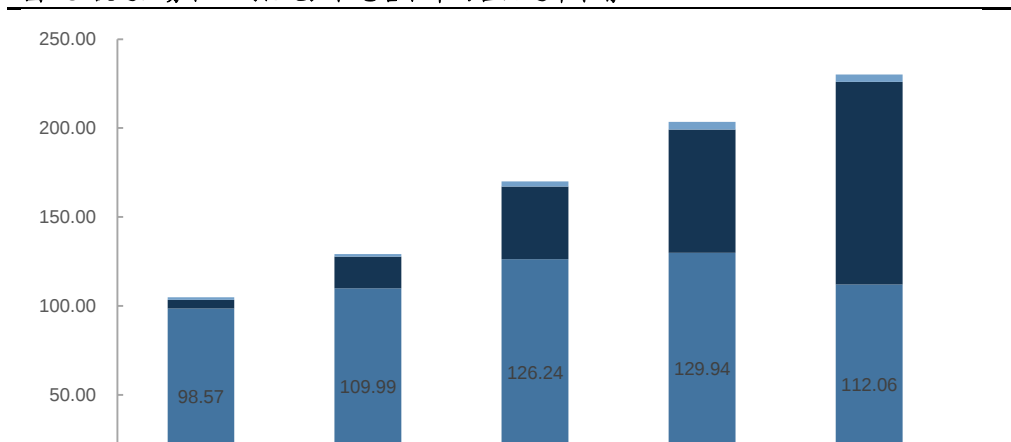
表 8 公司产品线丰满，打造综合性物流供应商

类别	细分类别	业务简介
快递	特准快件	最快次日可达，德邦快递的高时效、高品质产品。利用高效的空运网络，为你提供精准迅捷的快递服务
	电商尊享	电商客户专属产品，月发货量大于 500 件
	标准快递	小件标快产品，适用于 3kg 内的快件
	大件快递 3.60	提供单件 3kg-60kg 大件的快递服务，采用首续重报价
零担	精准卡航/城运	快时效产品
	精准空运	货代服务，时效最快的零担产品，1-2 天内送达，东航股东，拥有南航、国航等多家航空公司代理权，保障走货稳定性
	精准汽运	普通时效产品，性价比更高
整车	精准整车	高时效保障，即装即走，专车直发
	大票直达	为 500KG 以上大票货物设计，独立的大票运输网络提供服务支持，主打价格优势，散货拼车，整车直发
其他	仓储供应链	针对部分货物周转量大、周转时间较长的客户提供仓储供应链的增值服务
	其他附加增值服务	代收货款、保价运输、安全包装、签收回单、综合信息服务、上门接送货、短期货物仓储。
	小额贷款和保理	上市前已剥离出去

资料来源：公司官网，招股说明书，德邦研究

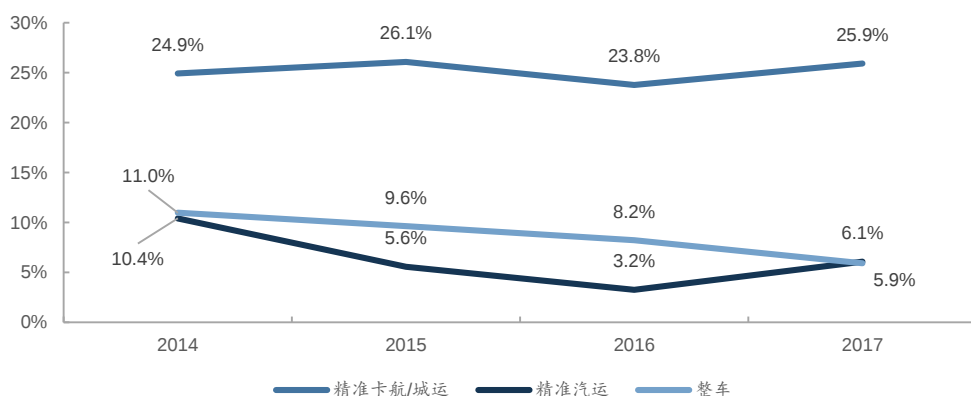
快运业务收入占比下滑，精准卡航毛利率维持在 25%左右。2018 年公司总营收 230.22 亿元，同比增长 13.1%，2012-2018 年公司营收增长稳健，6 年 CARG 为 24.8%。2018 年快运业务收入为 112.06 亿元，在总营收中占比 48.7%。2014-2017 年快运业务收入占总营收比重分别为 93.94%、85.12%、74.26%、63.85%和 48.68%。快运产品中占比最大的精准卡航业务毛利率维持在 25%左右，是精准汽运的 4 倍左右。

图 23 快运业务收入（亿元）在总营收中的占比逐年下滑



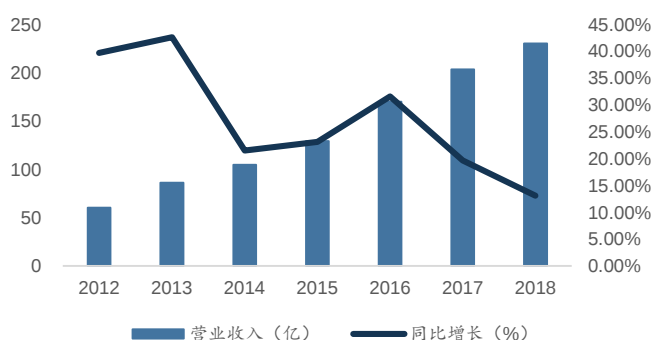
资料来源：招股说明书，公司年报，德邦研究

图 24 公司快运产品中精准卡航毛利率远超其余两种（单位：%）



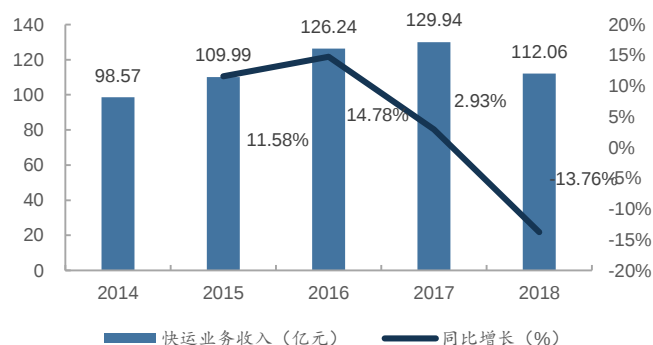
资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

图 25 2012-2018 年营业收入 CARG 为 24.8%



资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

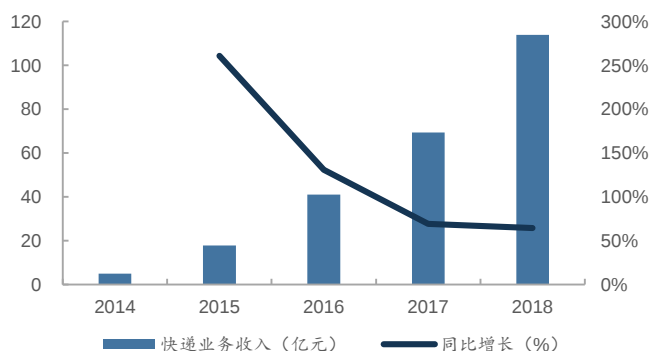
图 26 2018 年公司快运业务收入出现下滑



资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

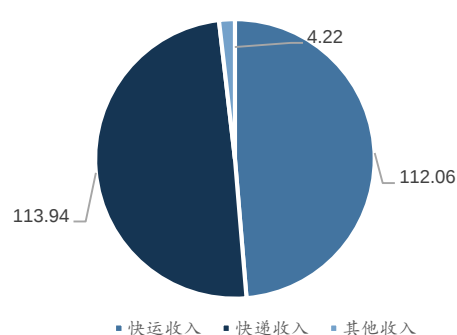
快递业务猛增，大件快递成公司战略重点。公司 2014-2018 年快递业务收入分别为 4.92 亿元、17.75 亿元、40.96 亿元、69.29 亿元、113.94 亿元，2018 年快递业务收入激增 64.44%，占总营收的 49.49%，快递业务收入首超快运业务收，标志着德邦正式进入大件快递主导的时代。近年来，快递收入的迅猛发展一是源于实物商品网络销售额的增长及大家电等商品渗透率的逐步提升；另一方面公司也逐步将大件快递市场作为战略发展重点，优化了自身的业务结构。

图 27 2014-2018 年公司快递业务收入 CAGR 为 119.4%



资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

图 28 2018 年德邦股份快递收入首超快运（单位：亿元）

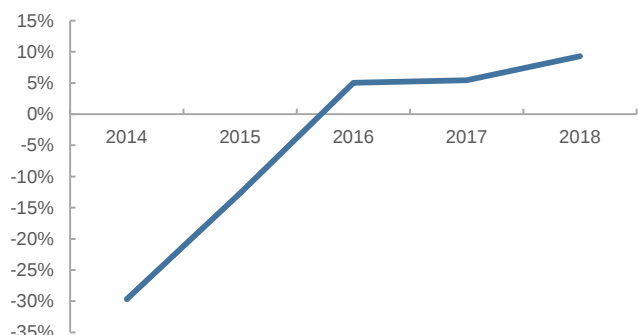


资料来源：公司年报，德邦研究

快递业务量高速增长，单件价格企稳回升，快递业务毛利率逐年回升。公司快递业务量 2014-2018 年分别为 0.15 亿件、0.60 亿件、2.73 亿件、4.47 亿件，18 年快递业

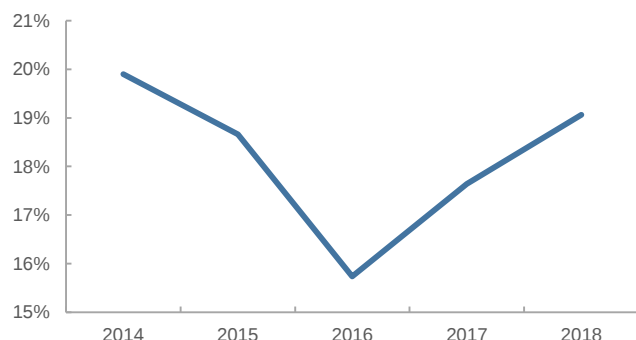
务量上涨 64%，快递业务逐年回升，18 年毛利率为 9.3%，随着快递行业竞争加剧公司快递单件价格由 2013 年的 29.8 元有所下滑，但公司凭借良好的服务和口碑近三年来快递单价维持在 25.5 元左右。

图 29 快递业务毛利率 (%) 逐年回升



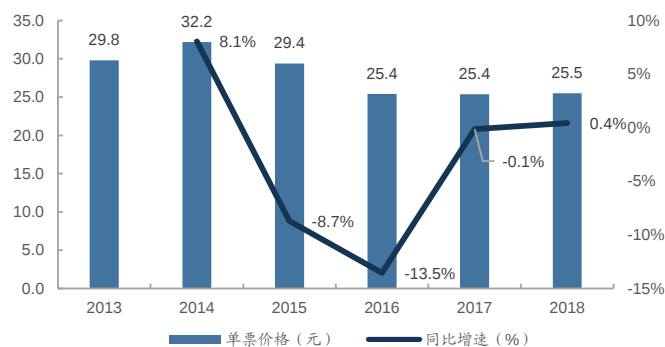
资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

图 30 快运业务毛利率 (%) 走出了正 V 型



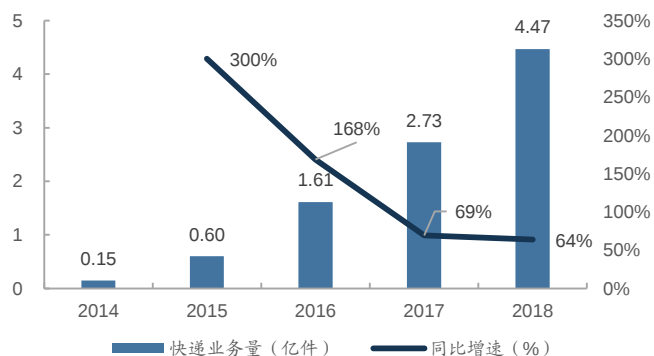
资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

图 31 2013-2018 年公司快递单件价格波动情况



资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

图 32 2014-2018 年公司快递业务量 CAGR 为 133.6%

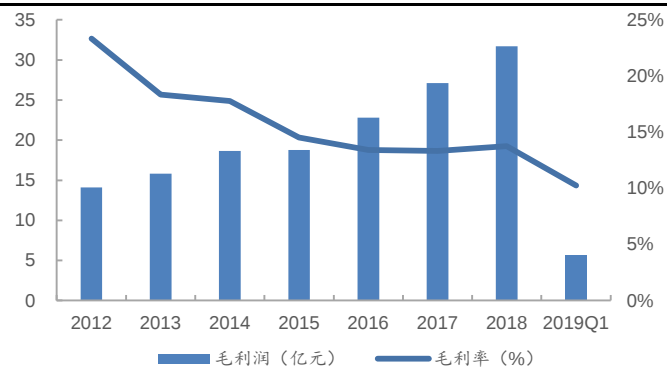


资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

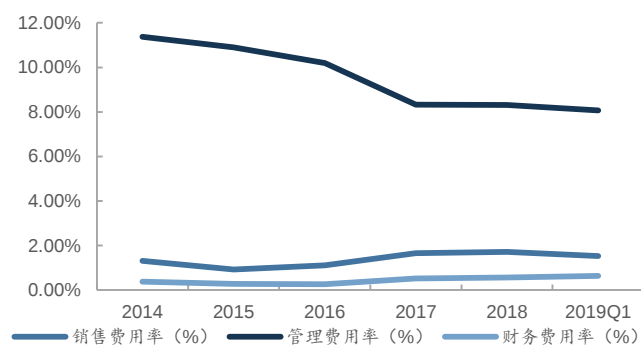
19Q1 盈利指标下滑，看好业绩改善。2018 年公司实现毛利润 31.68 亿元，同比增长 16.9%，自公司 13 年开展快递业务以来，受快递业务毛利率偏低的影响，公司整体盈利能力随着快递业务收入占比的提高呈下降趋势，17 年下降趋势放缓，18 年上半年开始回升，16 年-18 年毛利率维持在 14% 左右，ROE 维持在 15% 左右。19Q1 公司营收 54.8 亿元 (+16%)，归母净利润亏损 0.5 亿元 (-149%)，扣非归母净利润亏损 0.72 亿元 (-206%)，差于市场预期。毛利润率下滑 5.1ppt 至 8.4%，主要系营业成本增加约 10 亿，快递员支出、运费增加、转运中心投入是其主要增加部分，另外公司在 2019 年致力于提高大件快递时效，增加发车频率（降低装载率），也将导致运费增加较快。一季度为传统全年业务量低点，快递员和设备投入是按照四季度货量确定，所以预计随着下半年货量高峰到来，收入增速和毛利润率将显著提高。

图 33 19Q1 公司毛利率下滑

图 34 期间费用率整体保持下降趋势

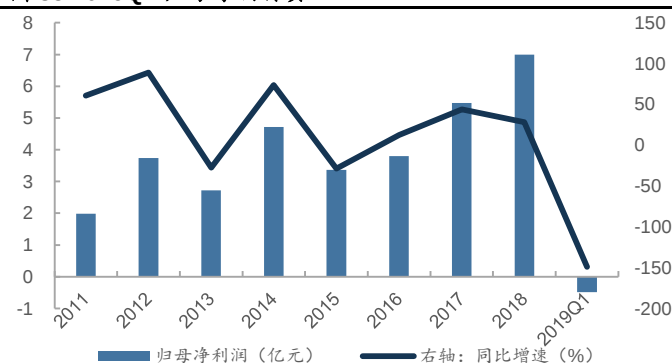


资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究



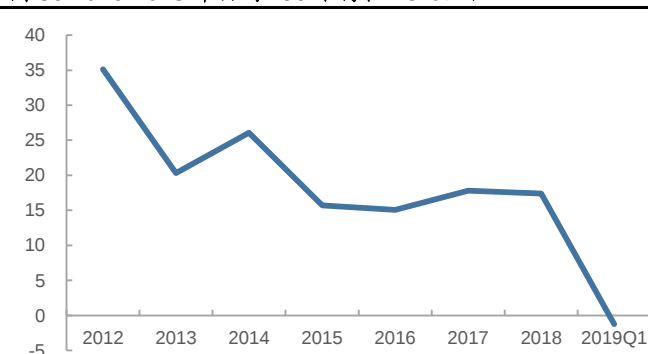
资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究

图 35 2019Q1 归母净利转负



资料来源：WIND，德邦研究

图 36 2016-2018 年公司 roe 维持在 15%左右



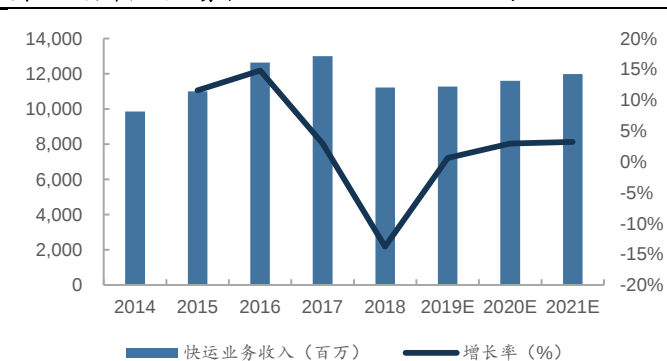
资料来源：WIND，德邦研究

5. 盈利预测

5.1 快运为基，提供基础稳定业绩

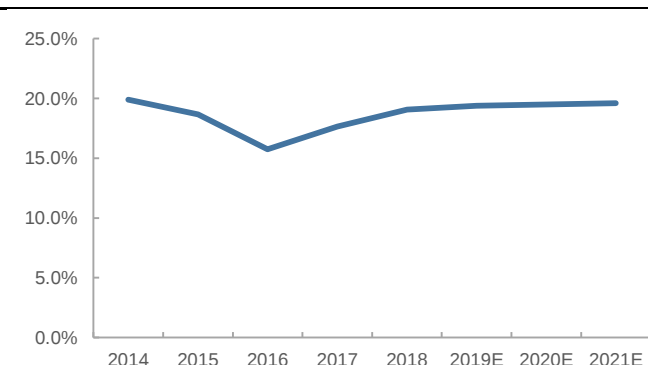
快运业务发展稳健，毛利率稳中略升。自 2014-2018 年，公司快运业务保持平稳发展，四年 CAGR 为 3.3%，快运中精准卡航业务占比最大，2014-2018 年收入占比分别为 65.2%/61.8%/57.1%/58.4%/70.9%，而精准卡航也是快运业务中最赚钱的好产品，毛利率一直维持在 25%左右，18 年快运业务收入下滑系公司战略调整导致，快运业务中毛利率低的整车产品占比下降，精准卡航占比上升使得公司快运业务收入下滑的情况下毛利率上升 1.5%。考虑到公司未来三年发展重点在大件快递，我们预计 2019-2021 快运业务收入 CAGR 为 2.2%，且快运业务的结构将持续优化，我们认为毛利率将随着精准卡航业务占比的提升而进一步优化。

图 37 预计快运业务收入 2019-2021 CAGR 为 2.2%



资料来源：公司年报，德邦研究

图 38 快运业务毛利率将持续优化 (%)



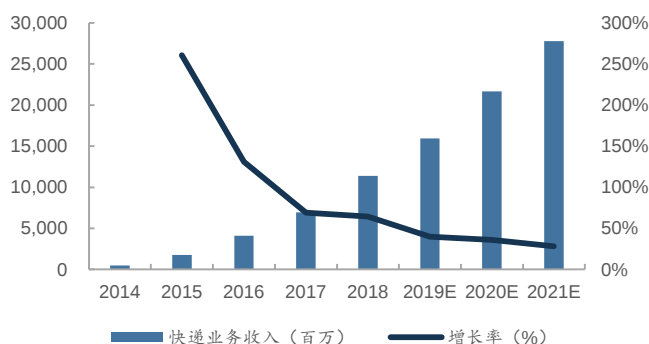
资料来源：公司年报，德邦研究

长期来看：公司快运业务市占率将有所提升。2017 年零担快运市场规模 1.25 万亿，已然约为快递市场 2.5 倍，预计 2020 年市场规模将达到 2.13 万亿，而目前零担市场玩家众多，德邦股份作为行业的佼佼者，2017 年作为零担快运唯一上市公司，率先登录资本市场，2019 年来快运市场资本动作频出，预计市场将加快整合速度，德邦也有望进一步借助资本的力量扩大优势。

5.2 快递为翼，静待利润释放

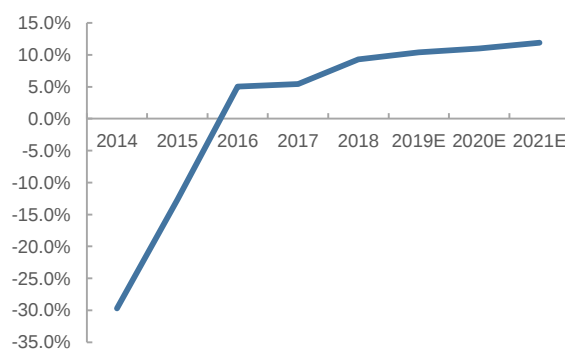
快递继续维持较高增速，规模效应推动利润释放。我们认为公司收入将在预测期继续维持较高增速，预计 19-21 年快递业务量增长分别为 42%/38%/30%，快递价格变化分别为-1.5%/-1.5%/-1.3%，快递业务收入增长分别为 40%/36%/28%。2019-2021 年快递业务板块收入 CAGR 达到 33.1%，公司 2013 年上线快递业务，2016 年实现盈利，此后毛利率稳步上升，我们认为伴随规模效应逐渐显现，快递业务毛利率有望呈现较为明显递增趋势，预计 2019-2021 年毛利率分别为 10.4%/11.0%/11.9%。

图 39 预计快递业务收入 2019-2021 CAGR 为 34.6%



资料来源：公司年报，德邦研究

图 40 快递业务毛利率将持续优化 (%)



资料来源：公司年报，德邦研究

长期来看：有望在大件领域扩大市占率。2018 年易观咨询测算的大件快递市场规模约为 2100 亿元，且增速在 25% 左右，德邦是定位中高端大件的直营物流商，主打服务和口碑、走差异化竞争路线，且在大件领域布局已久，拥有先发优势，我们认为其有望在大件领域扩大市占率。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 8.56/10.35/13.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/1.08/1.39 元。

表 9 公司收入成本重要假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
快运					
快运收入 (百万元)	12,993.79	11,206.11	11,273.35	11,604.28	11,979.60
YoY	2.9%	-13.8%	0.6%	2.9%	3.2%
快运成本 (百万)	10,701.81	9,069.87	9,088.01	9,342.48	9,632.09
YoY	0.6%	-15.2%	0.2%	2.8%	3.1%
快运毛利率 (%)	17.6%	19.1%	19.4%	19.5%	19.6%
快递					
件量 (亿件)	2.73	4.47	6.35	8.76	11.39
YoY	69.4%	63.9%	42.0%	38.0%	30.0%

单价 (元/件)	25.40	25.49	25.11	24.73	24.41
YoY	-0.2%	0.4%	-1.5%	-1.5%	-1.3%
快递收入 (百万)	6,928.34	11,394.03	15,936.83	21,662.93	27,795.71
YoY	69.1%	64.5%	39.9%	35.9%	28.3%
快递成本 (百万)	6550.50	10334.69	14,286.44	19,272.47	24,446.59
YoY	68.4%	57.8%	38.2%	35.0%	27.0%
快递毛利率	5.5%	9.3%	10.4%	11.0%	11.9%
其他业务					
其他收入 (百万)	427.99	421.82	421.82	421.82	421.82
YoY	52.6%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他成本 (百万)	387.22	374.49	374.49	374.49	374.49
YoY	101.2%	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	9.5%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
总营业收入 (百万)	20,350.11	23,021.95	27,631.99	33,689.03	40,197.12
YoY	19.7%	13.1%	20.0%	21.9%	19.3%
总营业成本 (百万)	17,639.53	19,853.45	23,752.30	28,944.30	34,360.37
YoY	19.8%	12.6%	19.6%	21.9%	18.7%
毛利 (百万)	2,710.58	3,168.50	3,879.69	4,744.73	5,836.75
YoY	18.9%	16.9%	22.4%	22.3%	23.0%
毛利率	13.3%	13.8%	14.1%	14.1%	14.6%

资料来源：公司公告，德邦研究

6. 估值与投资建议

在零担快运业务方面，公司是行业老牌领先者，快运业务提供稳定增速的业绩，随着公司战略规划的调整，毛利率高的赚钱好产品精准卡航将逐步提高占比，推动快运业务整体毛利率的回升。

在大件快递领域，公司凭借的先发优势和多年在公路快运领域积累的大件运输经验和能力，精准切入大件快递这个蓝海市场，预计市场形势将由“小散乱”向“大集专”转变，抢先登录资本市场的德邦股份有望借助资本优势占据更多市场规模，随着扩张布局的逐步完成，公司快递业务效率提升、规模效应逐渐显现，盈利能力也将逐步转好，经营杠杆将带来利润弹性，公司盈利的改善值得期待。

首次覆盖给予“买入”评级。从估值水平来看，公司目前 PE (19E) 为 15.6X，低于平均 19.5X 的水平，且和韵达、申通、圆通等加盟制快递相比，德邦和顺丰为直营模式物流商，对标中高端市场，以服务和口碑著称，应享有一定的估值溢价。鉴于对大件快递市场的看好及对公司在大件快递领域的优秀基因，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 8.56/10.35/13.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.94/1.15/1.45 元。我们给予 19 年 20 倍 PE，对应目标价 18.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

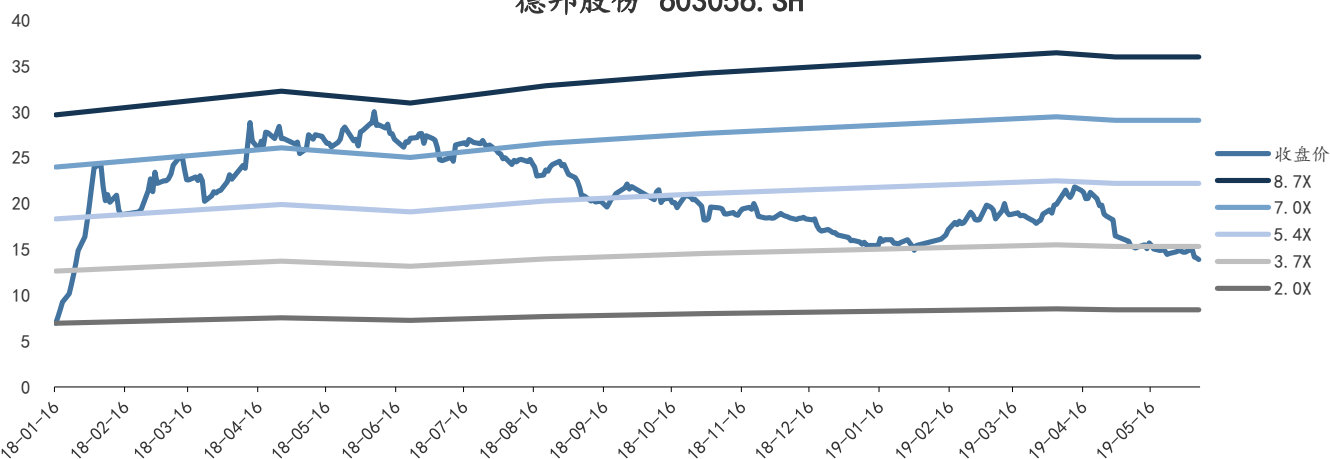
表 10 可比公司估值

代码	证券简称	市盈率 PE				ROE (%)	
		TTM	19E	20E	18A	19E	20E
603056.SH	德邦股份	25.62	15.62	12.83	17.39	17.52	17.26
行业平均值		22.25	19.53	16.19	18.81	17.61	17.68
002352.SZ	顺丰控股	27.50	26.55	22.16	12.46	12.51	12.98
002120.SZ	韵达股份	22.98	24.00	19.66	23.54	20.66	20.78
002468.SZ	申通快递	17.07	16.26	13.41	24.10	20.63	20.53
600233.SH	圆通速递	18.06	15.43	13.04	16.56	16.73	16.82

资料来源：WIND，德邦研究

图 41 PE band

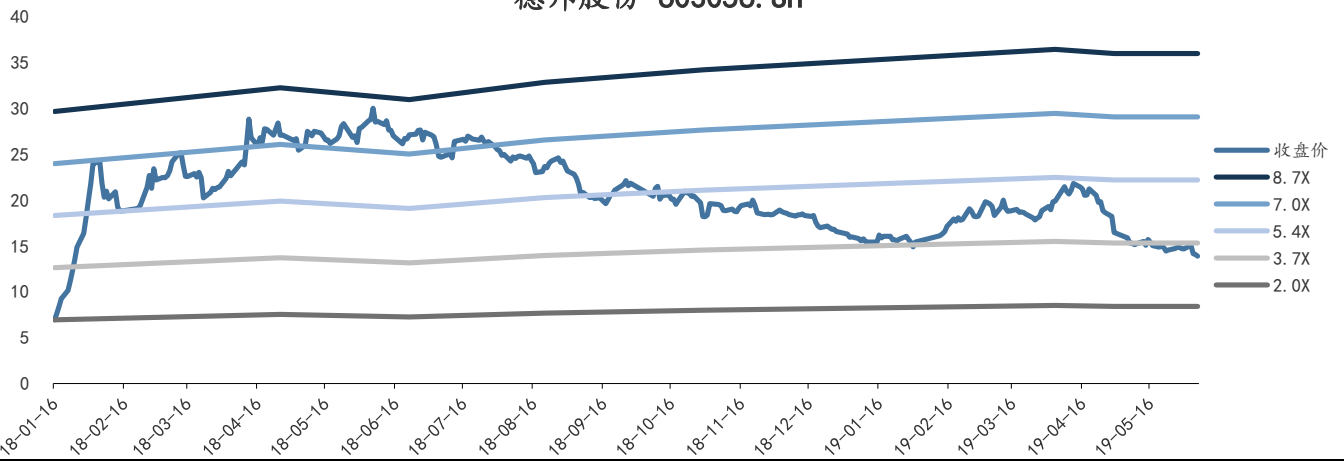
德邦股份 603056. SH



资料来源：WIND，德邦研究

图 42 PB band

德邦股份 603056. SH



资料来源: WIND, 德邦研究

7.风险提示

大件快递业务发展不及预期；

恶性价格战爆发；

宏观经济发展低于预期；

成本上升超预期。

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)					营业总收入	23025	27632	33689	40197
每股收益	0.73	0.89	1.08	1.39	营业成本	19779	23752	28944	34360
每股净资产	4.20	5.09	6.16	7.55	毛利率%	14.1	14.0	14.1	14.5
每股经营现金流	1.65	1.25	1.66	2.15	营业税金及附加	66	84	101	120
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3	0.3	0.3	0.3
价值评估 (倍)					营业费用	396	475	579	691
P/E	22.68	15.76	13.03	10.14	营业费用率%	1.7	1.7	1.7	1.7
P/B	3.95	2.76	2.28	1.86	管理费用	1913	2384	2854	3416
P/S	0.59	0.49	0.40	0.34	管理费用率%	8.3	8.6	8.5	8.5
EV/EBITDA	9.17	8.64	6.43	4.37	研发费用	130	110	151	181
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	0.6	0.4	0.4	0.5
盈利能力指标 (%)					EBIT	741	826	1059	1428
毛利率	14.1	14.0	14.1	14.5	财务费用	130	30	25	17
净利率	3.0	3.1	3.1	3.3	财务费用率%	0.6	0.1	0.1	0.0
净资产收益率	17.4	17.5	17.5	18.3	资产减值损失	50	-2	5	5
资产回报率	8.5	9.2	9.5	10.3	投资收益	121	120	120	120
投资回报率	32.9	30.7	37.1	51.1	营业利润	893	1089	1321	1697
盈利增长 (%)					营业外收支	4	4	4	4
营业收入增长率	13.1	20.0	21.9	19.3	利润总额	897	1093	1324	1701
EBIT 增长率	36.7	11.5	28.3	34.8	EBITDA	1542	1299	1604	2044
净利润增长率	28.1	22.2	20.9	28.5	所得税	197	237	289	371
偿债能力指标					有效所得税率%	21.9	21.7	21.9	21.8
资产负债率%	51.0	47.5	45.8	44.1	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7	归属母公司所有者净利润	700	856	1035	1330
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.6					
现金比率	0.7	0.8	0.9	1.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	2756	3264	4173	5552
应收帐款周转天数	19.9	20.2	20.2	20.2	应收款项	1366	1528	1868	2220
存货周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3	存货	19	17	20	24
总资产周转率	3.1	3.2	3.3	3.4	其它流动资产	1146	1241	1373	1517
固定资产周转率	13.4	14.0	15.3	16.8	流动资产合计	5288	6049	7434	9313
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	长期股权投资	58	118	118	118
净利润	700	856	1035	1330	固定资产	1849	2092	2318	2476
少数股东损益	0	0	0	0	在建工程	0	0	0	0
非现金支出	851	471	550	622	无形资产	33	44	54	61
非经营收益	-19	-98	-98	-98	非流动资产合计	2933	3248	3483	3649
营运资金变动	56	-31	104	210	资产总计	8221	9297	10917	12962
经营活动现金流	1588	1198	1591	2064	短期借款	1001	1000	1000	1000
资产	-804	-702	-754	-756	应付账款	1231	1171	1308	1553
投资	-94	-60	0	0	预收账款	60	83	101	121
其他	62	120	120	120	其它流动负债	1707	1965	2396	2846
投资活动现金流	-836	-642	-634	-636	流动负债合计	3999	4219	4805	5520
债权募资	-77	-1	0	0	长期借款	0	0	0	0
股权募资	419	0	0	0	其它长期负债	195	195	195	195
其他	-283	-48	-48	-48	非流动负债合计	195	195	195	195
融资活动现金流	59	-49	-48	-48	负债总计	4194	4414	5000	5715
现金净流量	810	508	909	1379	实收资本	960	960	960	960
					普通股股东权益	4027	4883	5918	7248
					少数股东权益	0	0	0	0
					负债和所有者权益合计	8221	9297	10917	12962

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 5 日

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

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。	类 别	评 级	说 明
	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。