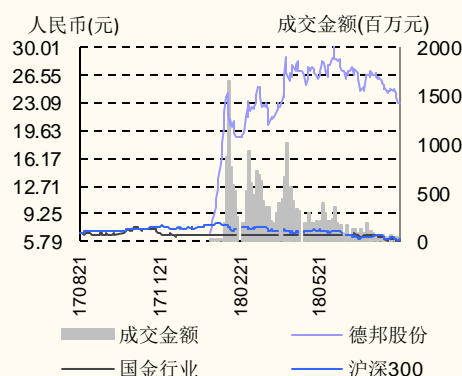


市场价格(人民币): 23.08元

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)	22,156.80
年内股价最高最低(元)	30.02/6.93
沪深300指数	3267.25
上证指数	2698.47



快运龙头绝对领先，看好大件快递快速增长

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.442	0.636	0.760	1.074	1.301
每股净资产(元)	2.94	3.57	4.23	5.05	6.10
每股经营性现金流(元)	-0.04	2.17	1.09	1.75	2.34
市盈率(倍)	0.00	0.00	33.54	23.73	19.60
净利润增长率(%)	12.68%	43.87%	33.54%	41.30%	21.13%
净资产收益率(%)	15.04%	17.80%	17.99%	21.27%	21.33%
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

业绩简评

公司公布2018年上半年业绩情况。上年年，营业收入达101.95亿元，同增10.01%；归母净利达3.07亿元，同增159.59%；归母扣非净利为2亿元，同增585.25%。营业收入符合预期，净利水平略超市场预期。

经营分析

- **持续推进战略升级，产品结构不断优化带来营收稳健增长。**上半年，公司业务量为1.92亿票，同增45.76%；其中，快递件量为1.74亿票，同增54.4%；业务收入44.55亿元，同增58.65%，高于行业平均增速31个百分点；零担业务量0.18亿票，增速有所放缓，单票收入为301.12元，同比下滑6%。上半年，公司快运/快递营业占比为56%/44%，对比2017年快运/快递营收结构64%/34%，快递业务实现高增长，产品结构有所优化。
- **“降本增效”措施不断推行，成本端管控效果好。**上半年，公司营业成本**87.08亿元，同增6.03%**。人工与运输成本占比超80%；运输成本方面，通过搭建运输平台，降低整车成本，同时对接8大运力平台、153家专线、92家大车队、近18万个体司机，通过竞价、运力集采模式最大化降低运输成本。人力成本方面，构建智能地图，并将其大量运用于物流服务的调度、补码等环节，显著提高了物流服务的质量和时效。目前这一服务已经上海试点上线，节省人工工作量80%以上。
- **科技立身快递行业，差异化定位大件快递。**上半年，公司研发投入为**0.64亿元，同增107.38%**。公司战略布局大件快递市场，同时不断发力投入快递流程与设备研发，实现系统现代化升级。2017年首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统，已在武汉正式运行，上层分拣小件，下层操作大件，有效提升场内流通效率。据统计，0-2Kg小件快递分拣效率高达1.2-2.4万件每小时，2-30Kg快递分拣效率约为0.3万件每小时，30-60Kg重型包裹分拣效率约0.1万件每小时。

盈利调整

- 直营模式+科技硬件，打造公司持续竞争力。随着公司大件快递维持高速增长。我们预计公司18-20年的EPS为0.76/1.07/1.30元，对应PE分别为34倍/24倍/20倍，给予目标价26-32元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下滑；快递业务量增速不及预期；油价大幅上涨；行业竞争加剧

相关报告

- 1.《盈利能力全面提升，快递业务快速扩张-德邦股份公司点评》，2018.4.18
- 2.《零担龙头起航，盈利能力领先-德邦股份公司研究》，2018.1.19

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

内容目录

深耕快运，快递业务高速增长.....	3
营收稳健增长，快递业务成业绩亮点.....	3
行业竞争日益白热化，快运业务增速略有下滑.....	4
大件快递市场增速快，差异化定位大有可为.....	4
“降本增效”措施不断推行，成本端管控效果好.....	7
盈利预测与估值.....	8
风险提示.....	9

图表目录

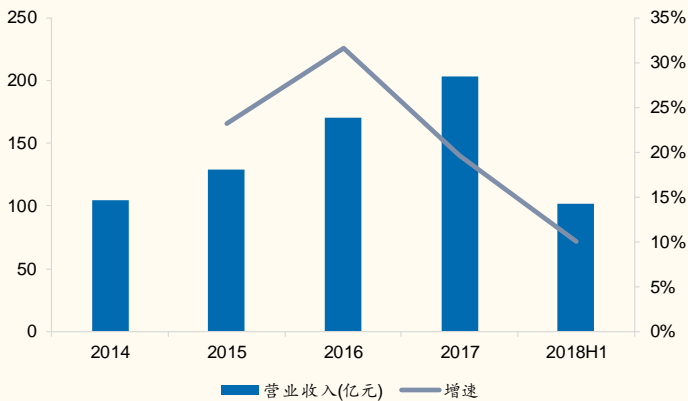
图表 1：营收增长较为稳健.....	3
图表 2：净利润实现高增长.....	3
图表 3：快递业务收入和毛利率双增长.....	3
图表 4：快递收入占比持续提高.....	3
图表 5：快递业务量增速保持高速增长.....	4
图表 6：快递均价和市占率双双提升.....	4
图表 7：快运收入增速放缓.....	4
图表 8：快运业务单票收入降低.....	4
图表 9：未来三年大件快递业务量规模测算.....	5
图表 10：小件快递与大件快递区别.....	5
图表 11：大家电行业物流模式.....	6
图表 12：公司近几年经营数据.....	6
图表 13：德邦快递在武汉试点的大件快递分拣系统.....	7
图表 14：营收增速高于成本增速.....	8
图表 15：人力和运输成本是主要成本.....	8
图表 16：公司经营数据假设（单位：%）.....	8
图表 17：公司盈利估计.....	9

深耕快运，快递业务高速增长

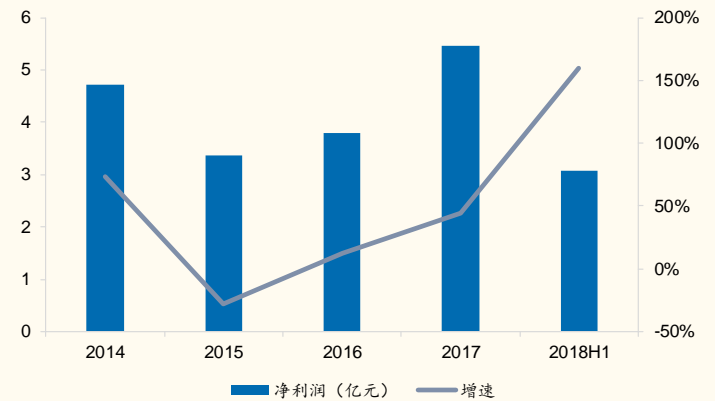
营收稳健增长，快递业务成业绩亮点

- 上半年,公司实现营业收入 101.95 亿元,同比增长 10.01%,绝对额较上年同期增长 9.28 亿元;实现归母净利润 3.07 亿元,同比增长 159.58%;实现扣非归母净利润 2.00 亿元,同比增长 585.25%。净利润高增长主要来源于两个因素:一、产品结构优化,快递业务实现高速增长;二、积累大量货币资金所带来的投资收益的增加。

图表 1: 营收增长较为稳健



图表 2: 净利润实现高增长



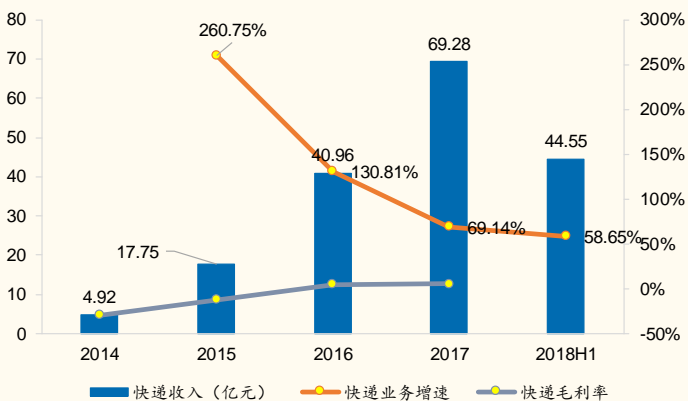
来源:公司公告,国金证券研究所

来源:公司公告,国金证券研究所

- 上半年,公司快递业务收入 44.55 亿元,同比增长 58.65%,高于快递行业整体收入增速 31.55pcts,贡献增量收入约 16 亿元。快递业务量达 1.74 亿票,同比增长 54.5%,高于行业平均增速 31 个百分点;单票收入达 25.68 元,较 2017 年年底增长 1.2%。市场渗透率增长 0.11%。上半年,公司快运/快递营业占比为 56%/44%,对比 2017 年快运/快递营收结构 64%/34%,快递业务实现高速增长,产品结构不断优化。

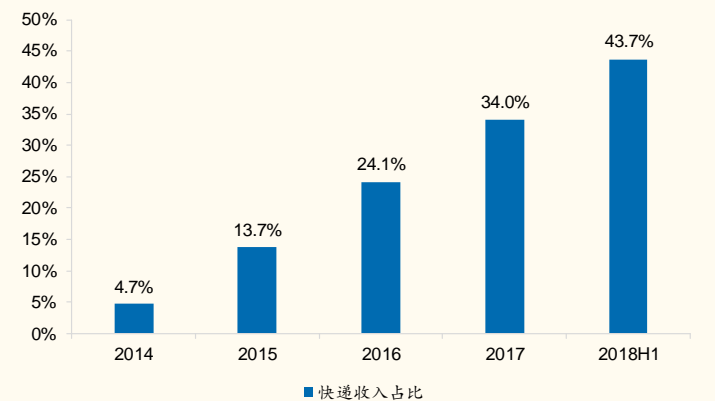
德邦自 2013 年开始快递业务,主打 360 特惠快递,针对单票在 3~60kg 之间的大件快递市场。渡过前期网点、设备和转运中心的培育期,德邦大件快递业务已经进入业务量和利润率的双收获期。在业务量上,德邦上半年业务量增速超行业均值 27pcts。在家电和家居零售的网上渗透率的持续提升背景下,凭借深耕快运多年带来的处理大件快递的经验优势和较早布局大件快递市场的先发优势,公司快递业务量有望持续高速增长;在价格上,2018H1 单票收入达 25.68 元,较上年年底增长 0.3 元,展现了德邦在大件快递市场的高议价能力。

图表 3: 快递业务收入和毛利率双增长



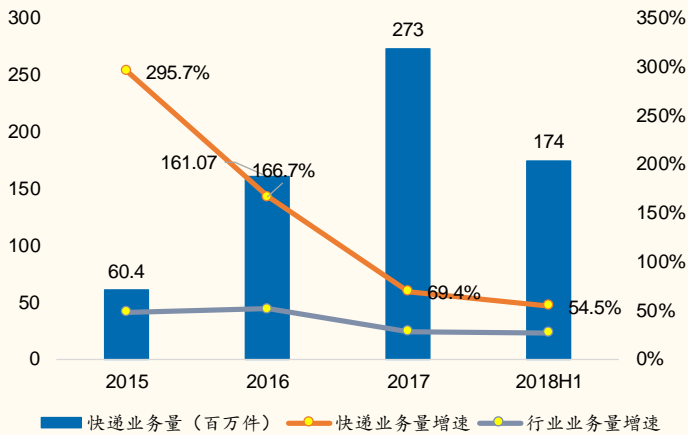
来源:公司公告,国金证券研究所

图表 4: 快递收入占比持续提高



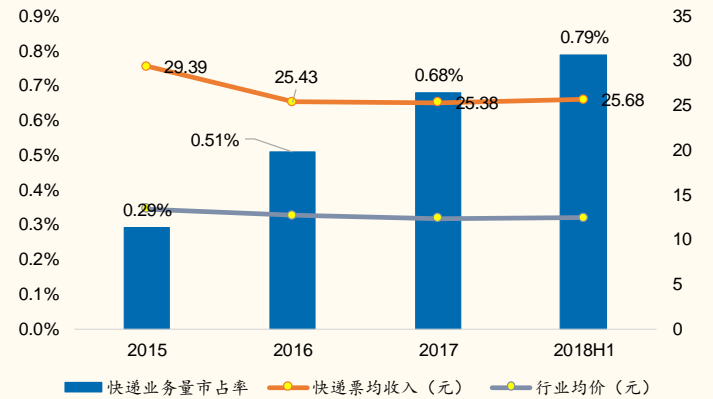
来源:公司公告,国金证券研究所

图表 5：快递业务量增速保持高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：快递均价和市占率双双提升

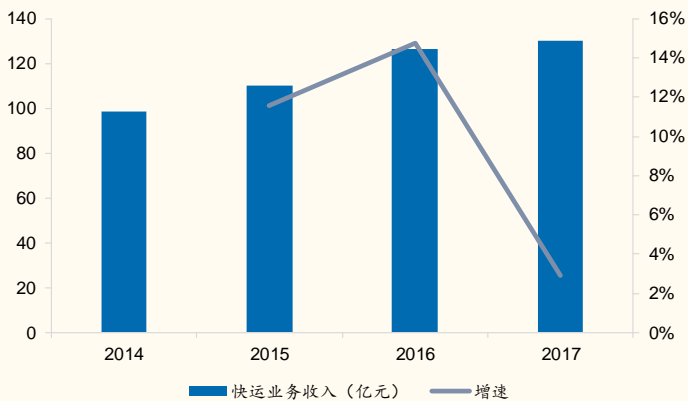


来源：公司公告，国金证券研究所

行业竞争日益白热化，快运业务增速略有下滑

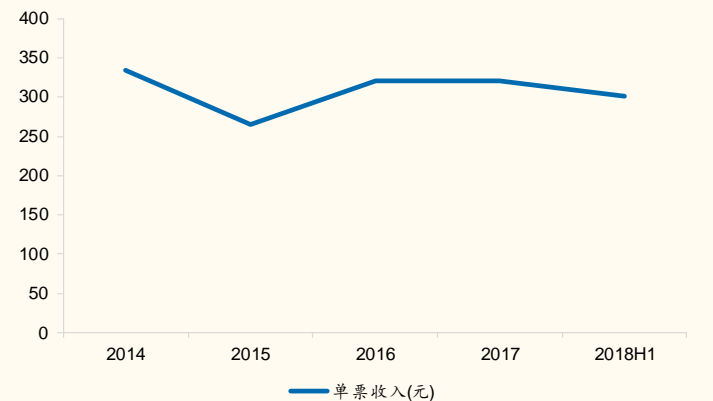
- 随着快递业务增速的放缓以及快递企业着力提高综合物流实力，各大快递企业纷纷布局快运行业，行业竞争日益激烈。2018H1，快运业务单票收入为 301.12 元，同比下滑 6%；在快递业务贡献约 16 亿元的增量收入的前提下，公司营收增长仅 9.28 亿元，这表明公司在快运业务收入上减少了 6.72 亿元。假设上半年其他收入为 2.75 亿元，则快运业务量为 1815 万票，对比 2017 年年底快运业务为 4049 万票，上半年业务量不及 2017 年一半。
- 新竞争者的加入并不完全利空，行业格局或将重塑。当前快运市场集中度低，德邦较传统快运企业有提早进入资本市场的资金优势，较快递企业又有先发优势。此外，公司零担市场定位高端小票，以直营模式为主的经营模式，时效性与安全性的竞争优势兼备。考虑到公司目前处于战略调整期，或将一定的业务中心转移到大件快递领域，我们认为，公司在快运行业的竞争优势明显，未来预计在快运行业仍有望延续稳健增长的趋势。

图表 7：快运收入增速放缓



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：快运业务单票收入降低



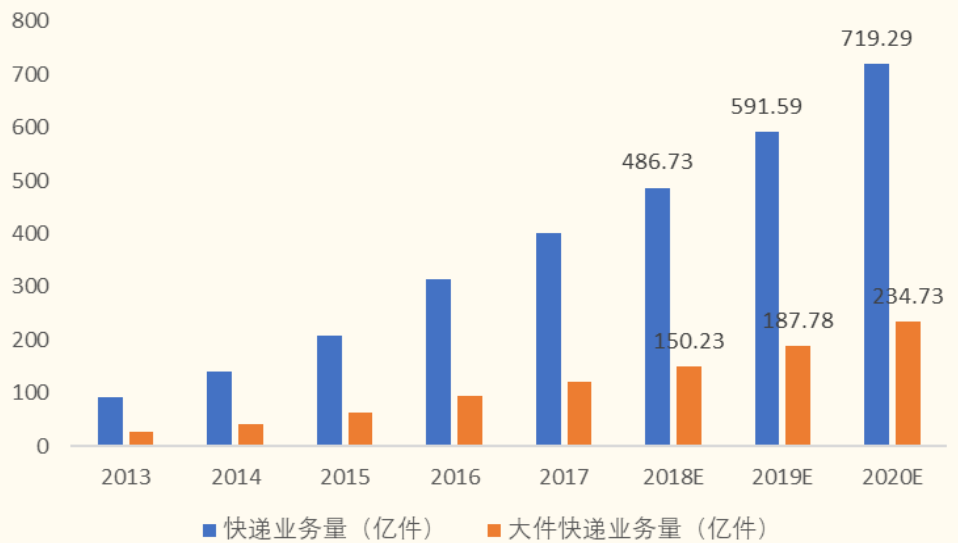
来源：公司公告，国金证券研究所

大件快递市场增速快，差异化定位大有可为

- 行业规模大，但渗透率仍不高。根据物流采购联合会的信息，中国大件物流 2015 年的市场规模达 8,943 亿元，2015 年 B2C 电商大件物流总费用 1,206 亿元，年复合增长率超过 65%，成为继快递之后物流市场新的战略增长点。现阶段大件商品的电商渗透率仍然较低，未来随着智能家居和物流网络铺陈的逐渐完善，大件快递还有巨大的提升空间。受益于大件电商渗透率提升，我们假设未来几年快递市场 5-30kg 增速将达到 25%，居所有公斤段之首，其他公斤段增速 20%。经测算，预计 2018/2019/2020 年大

件快递规模将达到 150/188/235 亿件。到 2020 年，国内的大件快递市场未来三年内的市场规模将可达 2700 亿元。

图表 9：未来三年大件快递业务量规模测算



来源：运联传媒、国金证券研究所

- 大件物流对比小件快递存在天然的特殊性，在货源结构、运输配送模式等方面都具备不同的行业特点。主要包括：1) 服务链条较长，需要送货上门、安装、维修以及逆向物流等专业化物流服务的支撑；2) 订单渠道线下为主，线上结合，自然错峰接单，从而保证业务量的持续性；3) 干线运输具备批量大、不中转的特点，末端配送趋向仓配一体化；4) 大件物流的标准化、自动化、智能化难度大，行业标准化程度低。

图表 10：小件快递与大件快递区别

承运重量	特点	服务客户
大件快递 3-60kg	自动化程度低；运输车辆、中转和分拣要求高；主要依托自动	与快运类似，主要服装、电子、无尽、家具等；客户分散，其中个人客户和中小企业客户占比高
小件快递 0-3kg	分拣设备；要求低；	主要为日用品、保健食品等；客户分散，其中个人客户为主

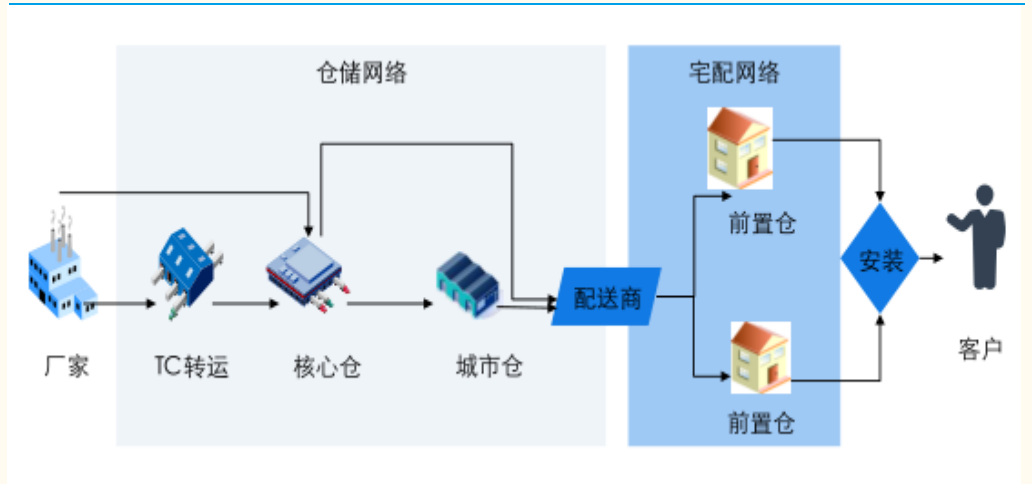
来源：公司公告、国金证券研究所

- 物流模式：大家电以 B2C 以仓配一体化为主，家居物流商业模式多样化。从大家电行业的流通渠道看，线上线下交易占比约为 3:7。线上，包括以京东为代表的综合电商、以苏宁为代表的渠道直营和品牌自建这三种模式。其中，自建物流以京东物流、日日顺和苏宁物流为代表，占比接近 90%。三方物流主要有德邦和顺丰。线下则为 B2B 模式，物流为 B2B 模式，包括自建和第三方物流两种方式，第三方物流以专线公司为主。

大家电 B2C 物流模式以仓配一体模式为主，运营上由仓储网络和宅配网络两部分构成。仓储网络上，主要由三级网络构成：在全国一线城市布局其核心仓，作为区域的供货中心；然后在主要的省会城市布局其城市仓；最后根据业务量，将网络进一步下沉，形成其前置仓，从而形成其仓储的网

络。三级网络之间进行货物的调拨，从而达到库存和成本的最优。宅配网络，主要通过第三方物流或落地配公司完成覆盖。

图表 11：大家电行业物流模式



来源：运联传媒、国金证券研究所

家居行业由于产品的特性，目前线上渗透率在 5%左右。市场上，由于对其揽货、干线运输、支线运输以及安装和售后等运输环节的不同渗透，出现了几大不同的商业模式：

- 全网型企业：以德邦、新邦物流为代表。在产地和消费地设仓，产地负责揽货，组织干线运输以及消费地的末端配送；
- 平台化企业：以菜鸟网络为代表。通过专线公司负责配送，并通过送装平台完成相关服务。
- 专线型企业：专线负责干线的运输，并由消费地产业工人负责送货和运输；
- 专线联盟+末端平台：以联运汇为代表。专线公司负责干线运输，在消费地和产业工人合作、分成，提供末端的安装服务。
- 蓝海市场，德邦先发优势明显。作为快运行业内的标杆企业，德邦深耕零担多年，在大件和重货运输方面形成了先进的管理经验和与之匹配的物流网络、信息管理系统。德邦自 2013 年开通快递业务以来，差异定位于大件快递，打造快递“3.60 特惠件”产品，依托优秀的直营体系，为客户提供优质的快递服务，得到广大客户的认可，存在一定的先发优势。2017 公司年报中明确未来发展战略：蓄力开拓“大件快递”业务。2018 年 7 月 2 日，在公司 2018 战略发布会上，董事长崔维星表示：“德邦物流将正式更名为德邦快递，同时以大件快递 3-60kg 全面发力大件快递业务”。公司推出“大件快递”战略的优势在于：
 - 与原有快运网络具备较大协同性。经过多年在零担市场的精耕细作，德邦在重货运输方面形成了先进的管理经验和运输资源。基于此，公司提出“经济快递”的理念，并差异化定位大件快递市场。公司在大件快递与其原有快运网络之间存在干线运输网络、分拣系统、客户等方面的协同效应。

图表 12：公司近几年经营数据

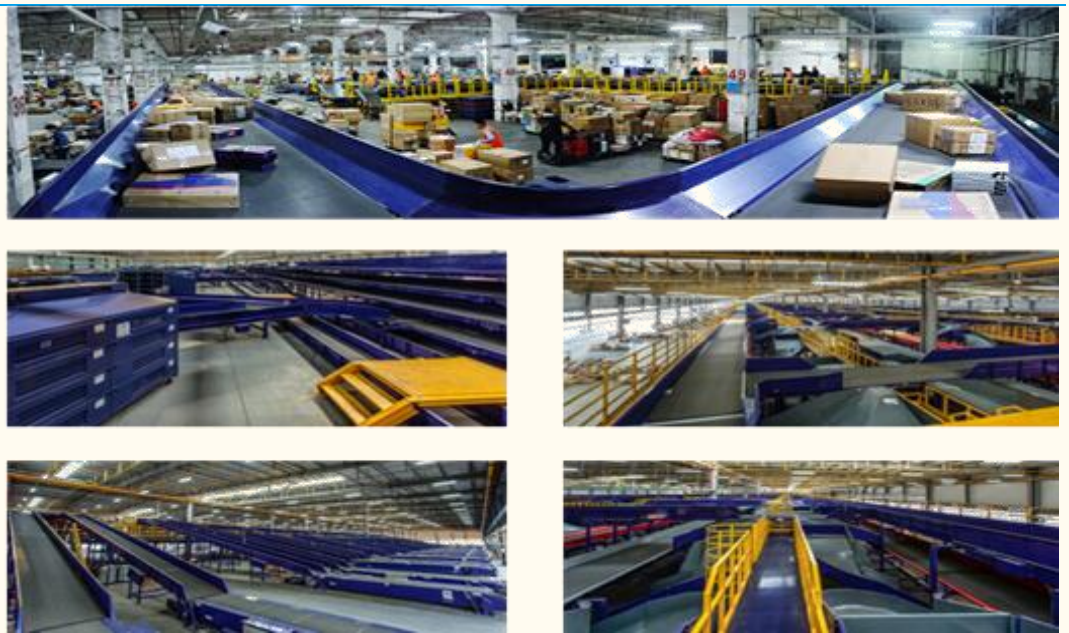
	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
直营业网点数量（个）	4335	5376	5581	5320	5,278	6016
覆盖城市数量（个）	291	312	312	315	基本覆盖	基本覆盖

分拨中心数量(处)	129	108	106	114	130	142
运输车辆数量(台)	7271	7351	8135	10211	10742	10747

来源：公司公告、国金证券研究所

- **竞争格局较好，公司先发优势明显。**据统计，2017年，中国快递服务企业业务量累计完成400.6亿件，但竞争集中于轻货快递市场，0-3kg、3-20kg、20-50kg公斤段的票件占比分别为70%、20%、10%。快递行业目前“轻量化、小件化”的趋势，为公司带来了差异化市场布局的机会。而公司既有的全国性网络资源，以及广泛的B端资源，也使其优势更加明显。
- **研发实力强，技术优势带来运转高效率。**2017年公司首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统，目前已在武汉正式运行，上层分拣小件，下层操作大件，有效提升场内流通效率。据统计，0-2Kg小件快递分拣效率高达1.2-2.4万件每小时，2-30Kg快递分拣效率约为0.3万件每小时，30-60Kg重型包裹分拣效率约0.1万件每小时。多层立体空间布局充分利用可用空间，增加可用面积；60%的货可通过集装机械分拣，减少货损。把快递行业融入互联网智能数据中，用科技更好的服务工作，有助于公司尽快在大件快递市场站稳脚跟。

图表 13：德邦快递在武汉试点的大件快递分拣系统



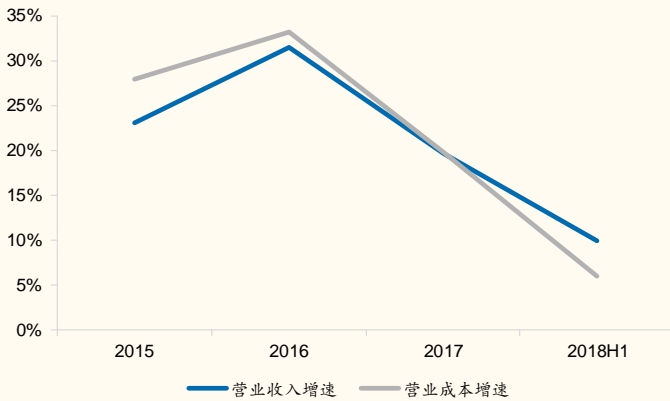
来源：公司官网、国金证券研究所

“降本增效”措施不断推行，成本端管控效果好

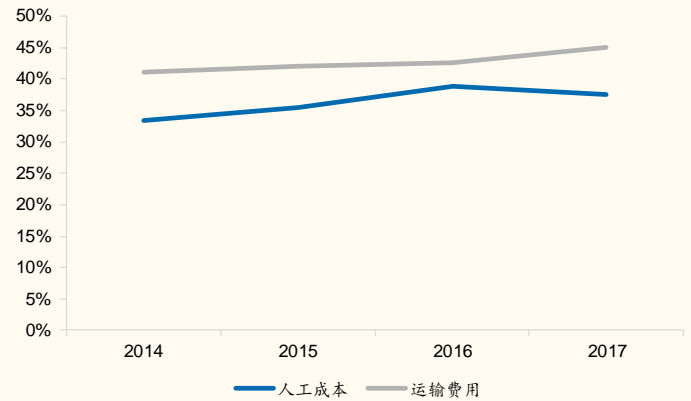
- **“降本增效”措施不断推行，成本端管控效果好。**上半年，公司营业成本87.08亿元，同增6.03%，远低于营收增速。公司的成本主要由运输成本和人力成本构成，占比超80%。2018年，公司着力优化成本、提高运营效率。在运输成本方面，搭建运输平台，降低整车成本。通过对接8大运力平台、153家专线、860家信息部、92家大车队、近18万个体司机，通过竞价、运力集采模式最大化降低整体运输成本。在人力成本方面，构建只能地图，节省人工成本。德邦正在搭建智慧地图，这一服务物流大量运用于物流服务的调度、补码等环节，显著提高了物流服务的质量和时效。

目前这一服务已经上海试点上线，节省人工工作量 80%以上。随着这一服务在全网范围内推广，预计将显著降低人工成本。

图表 14：营收增速高于成本增速



图表 15：人力和运输成本是主要成本



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 根据公司未来战略规划以及收入结构，我们保守假设公司未来 3 年快运业务稳定增长，18/19/20 年快运票数增速维持 17 年增速 3%/3%/3%，快运单票收入增速 0%/0%/0%。

核心业务快递业务增长迅猛，15/16/17 年的票数增速为 296%/167%/69%，保守假设未来 18/19/20 年快递票数增速 60%/50%/40%（17 年增速 69%），快递单票收入增速 0%/0%/0%。

根据测算，预计公司 2018/2019/2020 年实现营收 252.80/316.09/393.12 亿元。

图表 16：公司经营数据假设（单位：%）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入端增速假设						
快运票数	40.64%	-4.92%	2.82%	3.00%	3.00%	3.00%
快运单位收入	-20.66%	20.71%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%
快递票数	295.66%	166.69%	69.49%	60.00%	50.00%	40.00%
快递单位收入	-8.82%	-13.45%	-0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
成本端增速假设						
员工人数	23.44%	39.81%	27.01%	30.00%	27.00%	27.00%
员工单位成本	6.36%	-3.64%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
车辆数量	10.67%	25.52%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%
车辆单位成本	22.33%	16.68%	9.78%	10.00%	10.00%	10.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 假设员工人数 18/19/20 年增速 30%/27%/27%，单位成本增速 5%/5%/5%，车辆数量增速 5%/5%/5%，车辆单位成本增速 10%/10%/10%。

预计公司 2018/2019/2020 发生营业成本 219.9/273.8/342.1 亿元。

图表 17：公司盈利估计

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	20350.11	25,280.32	31,608.60	39,312.46
营业成本（百万元）	17639.53	21,989.71	27,377.66	34,208.49
毛利率（%）	13.32%	13.02%	13.39%	12.98%
归母净利润（百万元）	546.62	683.47	919.77	978.11
EPS（元）	0.64	0.76	1.074	1.301

来源：Wind、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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	12,921	17,001	20,350	25,025	31,109	38,429	货币资金	877	787	1,899	2,000	2,200	2,500
增长率		31.6%	19.7%	23.0%	24.3%	23.5%	应收账款	754	1,407	1,344	1,648	2,048	2,530
主营业务成本	-11,044	-14,721	-17,640	-21,712	-26,818	-33,145	存货	6	6	8	9	11	14
%销售收入	85.5%	86.6%	86.7%	86.8%	86.2%	86.3%	其他流动资产	515	1,423	711	777	853	948
毛利	1,877	2,280	2,711	3,314	4,290	5,284	流动资产	2,151	3,623	3,963	4,433	5,112	5,992
%销售收入	14.5%	13.4%	13.3%	13.2%	13.8%	13.7%	%总资产	58.7%	63.4%	60.8%	58.0%	58.5%	58.8%
营业税金及附加	-48	-54	-65	-80	-100	-123	长期投资	92	238	499	600	699	799
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,107	1,459	1,601	2,034	2,259	2,672
营业费用	-119	-188	-337	-400	-498	-615	%总资产	30.2%	25.5%	24.6%	26.6%	25.9%	26.2%
%销售收入	0.9%	1.1%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	244	233	385	492	578	647
管理费用	-1,409	-1,733	-1,766	-2,152	-2,644	-3,228	非流动资产	1,516	2,090	2,558	3,212	3,622	4,203
%销售收入	10.9%	10.2%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	%总资产	41.3%	36.6%	39.2%	42.0%	41.5%	41.2%
息税前利润 (EBIT)	301	306	542	681	1,049	1,318	资产总计	3,667	5,714	6,521	7,645	8,734	10,194
%销售收入	2.3%	1.8%	2.7%	2.7%	3.4%	3.4%	短期借款	118	962	1,079	824	488	157
财务费用	-36	-45	-107	-19	-11	-1	应付账款	670	1,232	1,187	1,404	1,735	2,143
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	其他流动负债	692	924	1,085	1,250	1,545	1,909
资产减值损失	-9	-21	-32	-14	-3	-4	流动负债	1,480	3,118	3,350	3,479	3,768	4,210
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	22	65	119	120	125	130	其他长期负债	42	69	100	110	118	126
%税前利润	5.2%	13.6%	17.0%	12.7%	9.3%	8.0%	负债	1,521	3,188	3,450	3,588	3,886	4,337
营业利润	279	304	706	768	1,159	1,442	普通股股东权益	2,146	2,526	3,071	4,057	4,848	5,857
营业利润率	2.2%	1.8%	3.5%	3.1%	3.7%	3.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	148	172	-4	180	180	180	负债股东权益合计	3,667	5,714	6,521	7,645	8,734	10,194
税前利润	427	476	702	948	1,339	1,622	比率分析						
利润率	3.3%	2.8%	3.5%	3.8%	4.3%	4.2%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-90	-96	-156	-218	-308	-373	每股指标						
所得税率	21.1%	20.2%	22.2%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.392	0.442	0.636	0.760	1.074	1.301
净利润	337	380	547	730	1,031	1,249	每股净资产	2.495	2.937	3.571	4.226	5.050	6.102
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.053	-0.039	2.169	1.088	1.753	2.340
归属于母公司的净利润	337	380	547	730	1,031	1,249	每股股利	0.000	0.000	0.171	0.230	0.250	0.250
净利率	2.6%	2.2%	2.7%	2.9%	3.3%	3.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.71%	15.04%	17.80%	17.99%	21.27%	21.33%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	9.19%	6.65%	8.38%	9.55%	11.81%	12.25%
净利润	337	380	547	730	1,031	1,249	投入资本收益率	10.46%	6.92%	10.09%	10.66%	15.03%	16.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	501	514	617	590	788	1,101	主营业务收入增长率	23.14%	31.57%	19.70%	22.97%	24.31%	23.53%
非经营收益	11	-35	-85	-282	-288	-301	EBIT增长率	-37.16%	1.43%	77.38%	25.58%	54.04%	25.67%
营运资金变动	56	-893	787	7	151	198	净利润增长率	-28.49%	12.68%	43.87%	33.54%	41.30%	21.13%
经营活动现金净流	905	-34	1,865	1,045	1,683	2,247	总资产增长率	19.59%	55.80%	14.13%	17.23%	14.24%	16.72%
资本开支	-587	-918	-982	-939	-914	-1,398	资产管理能力						
投资	-92	-146	-53	-101	-100	-100	应收账款周转天数	11.8	19.1	20.7	20.0	20.0	20.0
其他	-68	47	86	120	125	130	存货周转天数	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
投资活动现金净流	-748	-1,017	-949	-920	-889	-1,368	应付账款周转天数	11.8	14.0	15.0	13.5	13.5	13.5
股权募资	0	0	0	476	0	0	固定资产周转天数	31.3	31.2	28.7	29.7	26.5	25.4
债权募资	-83	844	120	-254	-336	-330	偿债能力						
其他	-21	-12	-60	-246	-257	-249	净负债/股东权益	-35.35%	6.95%	-26.70%	-28.98%	-35.31%	-39.98%
筹资活动现金净流	-104	832	60	-24	-593	-578	EBIT利息保障倍数	8.4	6.8	5.1	35.6	95.8	897.6
现金净流量	54	-219	976	101	200	300	资产负债率	41.48%	55.79%	52.90%	46.94%	44.49%	42.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-19	买入	8.44	12.00~15.00
2	2018-04-18	买入	26.96	N/A

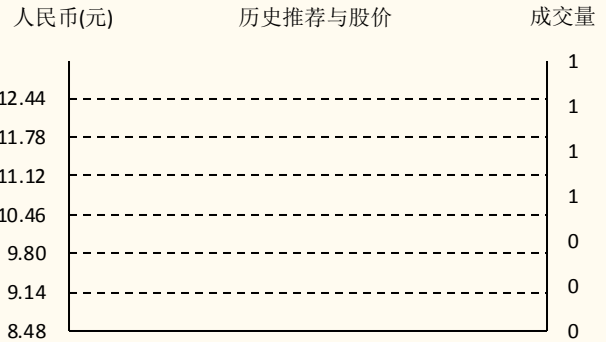
来源：国金证券研究所

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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