

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.68
合理价格区间(元): 14.69~16.7

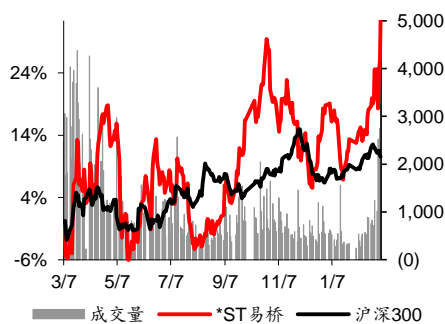
高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

相关研究

- 1《*ST 易桥(000606,买入): 圈地赋能打造企业大数据服务龙头》2017.03
- 2《*ST 易桥(000606,买入): 布局优质企业服务龙头正当时》2017.02
- 3《*ST 易桥(000606): 企业服务龙头蓄势待发》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

激励机制到位, 易桥加速圈地赋能

*ST 易桥(000606)

易桥推出员工持股计划, 并参投成立企业大数据服务产业基金

1) *ST 易桥公告 2017-2019 年员工持股计划方案(草案), 员工持股计划共分为三期, 预计总金额不超过 10 亿元, 第一期不超过 2 亿元, 经董事会和股东大会审议后实施; 第二期和第三期合计不超过 8 亿元, 择机审议实施。2) 公司与青海国投、中企升亿达三方拟共同发起设立青海省企业大数据服务产业基金, 主要投资领域包括与企业大数据服务应用场景相关的子行业。基金总规模不超过 10 亿元, 其中一期出资规模不超过 6 亿元。中企升亿达作为 GP 认缴 200 万元; 公司作为劣后级 LP 认缴 2 亿元; 青海国投作为优先级 LP 认缴不高于 2 亿元; 剩余资金由 GP 募集。

推出员工持股计划将有效解决激励机制问题

1) 参加对象为董监高及核心管理和技术人员以及其他公司员工。第一期参加对象共计 10 人, 主要为高管、企业互联网服务业务核心管理人员及投资总监; 2) 资金来源为员工自筹不超过 1 亿元, 作为劣后级等认缴“集合资金信托计划”。信托计划上限不超过 2 亿元, 按照不超过 1:1 的比例进行配资; 3) 两任董事长“兜底”: 若优先资金无法兑现收益或劣后级本金出现亏损, 资金差额均由公司股东连良桂和彭聪作为资金补偿方对上述差额部分进行资金补偿。我们认为, 推出员工持股计划将有效解决公司激励机制问题, 绑定核心员工利益。

行业竞争进入关键时点, 易桥企业服务圈地赋能有望加速

企业服务市场万亿蓝海但十分分散, 行业整合势在必行。目前“线上+线下”的 O2O 模式受到青睐, 互联网、财税服务等企业开始纷纷布局线下产业链, 行业竞争进入到关键时点。目前优势较大的有神州易桥、主打线上的众包平台猪八戒网及财税服务商丰东股份等。其中, 于 2015 年融资 20 亿元的猪八戒网计划 3 年内在 100 个城市布局双创园; 丰东股份于 1 月 20 日成立 50 亿元并购基金欲大举进入线下代理记账行业。而易桥则是计划在 3 年内布局 5000 家(自有+加盟)线下门店, 现已布局 500 多家, 实现 31 个省自全覆盖, 领先优势明显且激励机制解决有望助力公司加速扩张。

两大并购基金有效保障公司打造“线上+线下”的企业大数据生态体系

资本优势是公司称霸企业服务领域的利器之一。公司战略是通过“百城千店”计划的线下服务中心获取客户并提供贴身服务; 纵向上提供覆盖企业全生命周期的多项服务对线下门店进行灯塔赋能; 同时充分发挥线上云端平台的协同共享功能, 形成“线上+线下”企业全生命周期一站式服务体系。公司去年已成立 10 亿元并购基金用于完成线下门店的前期收购孵化工作。现再次成立 10 亿元并购基金用于投资诸如线上金融大数据平台、财税一体化、空间服务、园区及孵化器运营服务平台等企业大数据服务相关领域。两大并购基金将有效保障公司打造“线上+线下”企业大数据生态体系。

17 年高增长可期, 摘帽在即, 建议买入

预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3 亿元、5.08 亿元、6.68 亿元, 对应 EPS 分别为 0.39 元、0.66 元、0.87 元, 对应 PE 为 32 倍、19 倍、15 倍, 维持买入评级。

风险提示: 1) 明胶业务剥离产生亏损; 2) 传统纳税服务行业竞争加剧; 3) 顺利办线下门店开拓情况不及预期; 4) 代理记账加盟商整合低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	765.80
流通 A 股 (百万股)	468.39
52 周内股价区间 (元)	9.00-12.68
总市值 (百万元)	9,710
总资产 (百万元)	3,130
每股净资产 (元)	3.65

资料来源: 公司公告

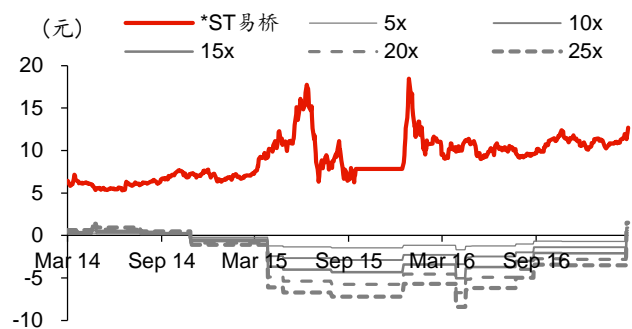
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	268.90	411.86	597.19	1,344	2,150
+/-%	(25.05)	53.16	45.00	125.00	60.00
净利润 (百万元)	(159.12)	45.82	79.88	464.52	778.58
+/-%	(37.66)	128.80	74.35	481.50	67.61
EPS (元)	(0.34)	0.06	0.10	0.61	1.02
PE (倍)	(37.62)	211.93	121.56	20.90	12.47

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

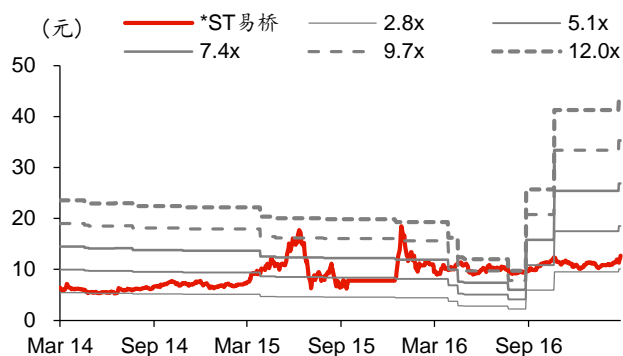
PE/PB - Bands

图表1: *ST易桥历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: *ST易桥历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	308.33	1,289	1,384	2,114	3,260
现金	131.86	1,002	1,051	1,729	2,695
应收账款	49.42	61.31	76.40	191.48	306.36
其他应收账款	1.76	6.17	8.95	55.87	89.39
预付账款	21.04	16.46	22.66	20.15	31.77
存货	74.35	94.94	129.98	6.72	10.75
其他流动资产	29.90	107.50	95.35	110.28	126.41
非流动资产	705.08	1,841	1,749	1,738	1,715
长期投资	102.98	105.33	105.33	105.33	105.33
固定投资	448.13	450.37	415.28	376.77	341.69
无形资产	36.17	62.77	77.85	95.92	112.88
其他非流动资产	117.80	1,223	1,150	1,160	1,155
资产总计	1,013	3,130	3,133	3,852	4,975
流动负债	239.20	214.87	240.14	291.67	438.60
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	96.41	90.31	118.93	104.72	167.19
其他流动负债	112.79	124.57	121.22	186.95	271.41
非流动负债	71.48	66.97	(24.63)	179.16	377.67
长期借款	63.44	0.00	(56.00)	144.00	344.00
其他非流动负债	8.03	66.97	31.37	35.16	33.67
负债合计	310.68	281.84	215.51	470.83	816.28
少数股东权益	63.84	56.08	47.65	47.65	47.65
股本	472.11	765.80	765.80	765.80	765.80
资本公积	386.05	2,085	2,085	2,085	2,085
留存公积	(227.03)	(177.55)	20.93	485.45	1,264
归属母公司股	638.89	2,792	2,870	3,333	4,111
负债和股东权益	1,013	3,130	3,133	3,852	4,975

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	20.57	22.04	54.06	496.67	759.91
净利润	(148.80)	41.18	71.45	464.52	778.58
折旧摊销	42.62	39.09	37.28	37.39	37.47
财务费用	19.83	4.65	6.00	8.00	15.00
投资损失	(87.40)	(29.54)	(19.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	110.86	(28.75)	(21.67)	11.92	(63.02)
其他经营现金	83.45	(4.59)	(20.00)	(10.16)	6.88
投资活动现金	73.97	(56.56)	66.15	(15.38)	0.65
资本支出	54.31	114.28	0.00	0.00	0.00
长期投资	(42.84)	(13.80)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	85.44	43.92	66.15	(15.38)	0.65
筹资活动现金	(182.49)	901.98	(71.31)	196.91	204.99
短期借款	(67.50)	(30.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(56.20)	(63.44)	(56.00)	200.00	200.00
普通股增加	0.00	293.69	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,699	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(58.79)	(997.18)	(15.31)	(3.09)	4.99
现金净增加额	(87.96)	867.46	48.90	678.20	965.56

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	268.90	411.86	597.19	1,344	2,150
营业成本	306.74	283.54	388.18	335.92	537.47
营业税金及附加	8.70	5.99	2.99	6.72	10.75
营业费用	17.22	31.84	41.80	349.36	558.97
管理费用	64.65	67.93	65.69	120.93	171.99
财务费用	19.83	4.65	6.00	8.00	15.00
资产减值损失	62.40	1.88	45.00	30.00	15.00
公允价值变动收益	(3.74)	0.00	(1.87)	(0.93)	(1.40)
投资净收益	87.40	29.54	19.00	15.00	15.00
营业利润	(123.24)	45.58	64.67	506.82	854.31
营业外收入	1.64	2.51	23.00	19.00	22.00
营业外支出	21.86	4.36	8.27	9.69	11.22
利润总额	(143.46)	43.73	79.39	516.13	865.08
所得税	5.34	2.55	7.94	51.61	86.51
净利润	(148.80)	41.18	71.45	464.52	778.58
少数股东损益	10.32	(4.64)	(8.43)	0.00	0.00
归属母公司净利润	(159.12)	45.82	79.88	464.52	778.58
EBITDA (倍)	(60.78)	89.32	107.95	552.21	906.78
EPS (元)	(0.34)	0.06	0.10	0.61	1.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(25.05)	53.16	45.00	125.00	60.00
营业利润	(3.72)	136.98	41.89	683.72	68.56
归属母公司净利润	(37.66)	128.80	74.35	481.50	67.61
获利能力 (%)					
毛利率	(14.07)	31.16	35.00	75.00	75.00
净利率	(59.17)	11.12	13.38	34.57	36.21
ROE	(24.91)	1.64	2.78	13.94	18.94
ROIC	(21.35)	2.96	4.17	30.54	50.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.66	9.01	6.88	12.22	16.41
净负债比率 (%)	45.26	5.20	(23.66)	32.71	45.82
流动比率	1.29	6.00	5.77	7.25	7.43
速动比率	0.90	5.55	5.22	7.22	7.41
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.20	0.19	0.38	0.49
应收账款周转率	3.94	6.31	7.43	9.23	8.21
应付账款周转率	3.25	3.04	3.71	3.00	3.95
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.34)	0.06	0.10	0.61	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.03	0.07	0.65	0.99
每股净资产(最新摊薄)	0.83	3.65	3.75	4.35	5.37
估值比率					
PE (倍)	(37.62)	211.93	121.56	20.90	12.47
PB (倍)	15.20	3.48	3.38	2.91	2.36
EV_EBITDA (倍)	(139.14)	94.69	78.35	15.32	9.33

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com