

巨额员工持股计划彰显信心，产业基金构建基于“百城千店”的产投融大平台

事件：公司发布公告：1、2017-2019年员工持股计划，分三期，预计总金额不超过10亿元，将覆盖董监高、核心团队等。第一期员工持股主要覆盖公司董监高，参与人包括董事长、财务总监、董秘等高管团队，并按照不超过1:1的比例设立优先级份额和劣后级份额，其中员工自筹不超过1亿元，总金额不超过2亿元，若资管计划优先级份额的预期年化收益无法实现或本金出现亏损，亦或劣后级份额的本金出现亏损，资金差额均由公司股东连良桂和董事长彭聪作为资金补偿方对上述差额部分进行资金补偿；2、公司拟与青海省国有资产投资管理有限公司、中企升亿达投资有限公司共同投资设立青海省企业大数据服务产业基金（暂定名），规模不超过10亿元人民币，其中，中企升亿达作为GP认缴200万元人民币；青海国投作为优先级有限合伙人认缴不高于2亿元人民币；公司作为劣后级有限合伙人认缴2亿元人民币，其余资金由基金管理人负责募集。

点评：

- 三年三期员工总金额不超过10亿的持股计划，彰显信心满满，第一期员工持股计划1:1杠杆，公司股东连良桂和彭聪兜底。公司发布三年三期总金额不超过10亿的员工持股计划，将覆盖公司董监高、企业服务中心负责人等核心团队，覆盖面之广和金额之大，可谓底气十足，充分展示了公司对未来业务快速发展的强烈信心。值得重视的是，第一期员工持股计划参与方包括董事长、董秘、财务总监等在内的10人高管团队，1:1杠杆，总金额不超过2亿元，并且公司股东连良桂和董事长彭聪进行兜底，可谓信心满满。
- 联手青海国投设立大数据产业基金，构建基于“百城千店”的产投融大平台，为千万小微企业提供金融服务。公司还拟与青海国投、中企升亿达共同投资设立青海省企业大数据服务产业基金，主要目的是在公司“百城千店”的基础上，构建“线上+线下”的企业大数据生态体系，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。在构建中小微企业的“线上+线下”全程孵化服务体系、布局推进“百城千店”业务项目基础上，将现代企业服务中心及体系中的中小微企业数据存放于青海国投指定的大数据服务器，今后以公司、青海国投所构建的平台为中小微企

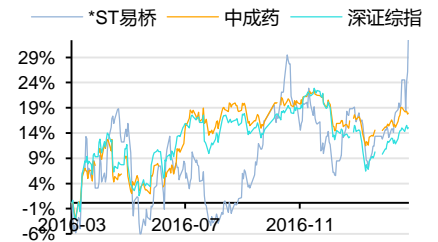
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**15元**
股价（2017-03-03）**12.68元**

交易数据

总市值(百万元)	9,710.34
流通市值(百万元)	5,939.24
总股本(百万股)	765.80
流通股本(百万股)	468.39
12个月价格区间	9.00/12.68元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.94	24.38	-7.66
绝对收益	16.76	20.42	9.62

胡又文

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

李小伟

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020005
lixw2@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

- *ST 易桥：Q4 单季经营性现金流净额大增，企业服务业务形势大好 2017-02-27
- *ST 易桥：并购基金受让神州开元股权，加速财税服务跑马圈地 2017-02-16
- *ST 易桥：携手百望，纳税云平台+企业级服务平台雏形渐成 2016-12-29
- *ST 易桥：携手前海联控，服务“东方曼哈顿” 2016-10-26
- *ST 易桥：剥离传统业务+设立产业基金，聚焦企业互联网服务 2016-10-25

业提供网上金融服务时，优先与青海国投合作。此次合作是公司 2017 年工作计划中与政府、相关部委充分合作，高效打造包括财税一体化和金融大数据在内的全产业链产品体系相关项目的重磅落地，公司面向千万小微企业提供全程孵化服务的大版图中金融拼图落地，意义重大。

- **摘星脱帽，2017 年公司有望大展宏图。**2016 年 4 月开始，公司大力推广百城千店计划，目前线下超过 500 家服务网点，成果斐然；公司还和腾讯\霍尔果斯\前海\百望等战略合作方面，加速赋能战略落地；不仅如此，公司还设立产业并购基金，收购宁波地区财税龙头神州开元 5% 股权；联手青海国投设立大数据基金，实现百城千店平台下的小微企业产投融服务。2016 年年报已经扭亏，摘星脱帽在即，经过 2016 年一系列战略布局，2017 年将是公司大展宏图的一年，
- **投资建议：**三年三期总金额不超过 10 亿的员工持股计划，信心满满。联手青海国投设立总金额不超过 10 亿的大数据产业基金，为百城千店旗下千万小微企业提供金融服务，是公司企业一站式全程孵化服务的重要金融拼图，意义重大。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.23 和 0.31 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 15 元。
- **风险提示：**产业整合风险，新业务进展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	268.9	411.9	576.6	749.6	974.5
净利润	-159.1	45.8	177.3	239.8	360.9
每股收益(元)	-0.21	0.06	0.23	0.31	0.47
每股净资产(元)	0.83	3.65	3.72	4.04	4.51

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-57.4	199.4	51.5	38.1	25.3
市净率(倍)	14.3	3.3	3.2	3.0	2.6
净利润率	-59.2%	11.1%	30.7%	32.0%	37.0%
净资产收益率	-21.2%	1.4%	6.1%	7.6%	10.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-16.6%	7.4%	8.3%	25.6%	41.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	268.9	411.9	576.6	749.6	974.5	成长性					
减:营业成本	306.7	283.5	328.7	427.3	462.9	营业收入增长率	-25.0%	53.2%	40.0%	30.0%	30.0%
营业税费	8.7	6.0	15.7	15.7	23.5	营业利润增长率	3.7%	-137.0%	289.9%	38.2%	53.6%
销售费用	17.2	31.8	27.4	35.6	44.8	净利润增长率	37.7%	-128.8%	286.9%	35.3%	50.5%
管理费用	64.7	67.9	85.9	111.7	143.7	EBITDA 增长率	12.2%	-244.4%	79.3%	31.1%	58.9%
财务费用	19.8	4.7	-44.9	-63.3	-72.3	EBIT 增长率	7.6%	-148.6%	164.3%	37.3%	67.3%
资产减值损失	62.4	1.9	32.1	17.0	24.6	NOPLAT 增长率	23.9%	-135.5%	196.6%	33.6%	62.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-20.9%	166.2%	-56.7%	1.0%	-1.0%
投资和汇兑收益	87.4	29.5	46.0	40.0	30.0	净资产增长率	-18.8%	305.3%	2.1%	8.2%	11.5%
营业利润	-123.2	45.6	177.7	245.7	377.3	利润率					
加:营业外净收支	-20.2	-1.8	15.0	15.0	15.0	毛利率	-14.1%	31.2%	43.0%	43.0%	52.5%
利润总额	-143.5	43.7	192.7	260.6	392.3	营业利润率	-45.8%	11.1%	30.8%	32.8%	38.7%
减:所得税	5.3	2.6	15.4	20.8	31.4	净利润率	-59.2%	11.1%	30.7%	32.0%	37.0%
净利润	-159.1	45.8	177.3	239.8	360.9	EBITDA/营业收入	-22.7%	21.4%	27.5%	27.7%	33.9%
						EBIT/营业收入	-38.5%	12.2%	23.0%	24.3%	31.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	639	393	275	201	147
						流动资产周转天数	92	44	68	70	67
						流动营业资本周转天数	535	698	1,135	1,203	1,068
						应收账款周转天数	78	48	48	49	49
						存货周转天数	157	82	62	59	53
						总资产周转天数	1,566	1,811	1,971	1,603	1,367
						投资资本周转天数	933	985	733	343	264
						投资回报率					
						ROE	-21.2%	1.4%	6.1%	7.6%	10.3%
						ROA	-14.7%	1.3%	5.6%	6.9%	9.2%
						ROIC	-16.6%	7.4%	8.3%	25.6%	41.0%
						费用率					
						销售费用率	6.4%	7.7%	4.8%	4.8%	4.6%
						管理费用率	24.0%	16.5%	14.9%	14.9%	14.8%
						财务费用率	7.4%	1.1%	-7.8%	-8.4%	-7.4%
						三费/营业收入	37.8%	25.4%	11.9%	11.2%	11.9%
						偿债能力					
						资产负债率	30.7%	9.0%	8.7%	9.9%	10.3%
						负债权益比	44.2%	9.9%	9.5%	11.0%	11.5%
						流动比率	1.29	6.00	9.96	9.10	9.34
						速动比率	0.90	5.56	9.51	8.63	8.89
						利息保障倍数	-5.21	10.80	-2.95	-2.88	-4.22
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-148.8	41.2	177.3	239.8	360.9	EPS(元)	-0.21	0.06	0.23	0.31	0.47
加:折旧和摊销	42.6	39.1	25.6	25.3	25.0	BVPS(元)	0.83	3.65	3.72	4.04	4.51
资产减值准备	62.4	1.9	32.1	17.0	24.6	PE(X)	-57.4	199.4	51.5	38.1	25.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.3	3.3	3.2	3.0	2.6
财务费用	20.4	5.8	-44.9	-63.3	-72.3	P/FCF	-57.8	-8.3	8.3	39.3	24.8
投资损失	-87.4	-29.5	-46.0	-40.0	-30.0	P/S	34.0	22.2	15.8	12.2	9.4
少数股东损益	10.3	-4.6	-	-	-	EV/EBITDA	-142.2	85.6	44.2	32.6	19.4
营运资金的变动	111.6	-90.3	-59.2	-19.7	-24.2	CAGR(%)	-217.2%	106.2%	38.1%	39.5%	29.3%
经营活动产生现金流量	20.6	22.0	84.8	159.0	283.9	PEG	0.3	1.9	1.4	1.0	0.9
投资活动产生现金流量	74.0	-56.6	47.2	39.4	30.3	ROIC/WACC	-1.7	0.7	0.8	2.6	4.1
融资活动产生现金流量	-182.5	902.0	44.9	63.3	72.3	REP	-8.5	6.2	11.9	3.7	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、李小伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034