

公司研究/公告点评

2017年03月14日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.64
合理价格区间(元): 14.69~16.7

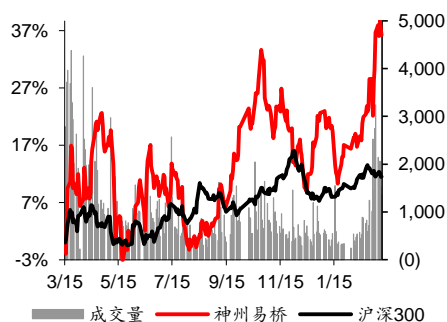
高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

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): 激励机制到位, 易桥加速圈地赋能》2017.03
- 2《*ST 易桥(000606,买入): 圈地赋能打造企业大数据服务龙头》2017.03
- 3《*ST 易桥(000606,买入): 布局优质企业服务龙头正当时》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

正式摘帽, 企服龙头开启新征程

神州易桥(000606)

神州易桥于3月14日正式摘帽, 将迎摘帽行情

*ST 易桥发布公告, 公司股票自 2017 年 3 月 14 日开市起撤销退市风险警示, 证券简称由“*ST 易桥”变更为“神州易桥”, 证券代码 000606 保持不变。股票交易的日涨跌幅限制由 5% 变更为 10%, 公司有望迎摘帽行情。

“百城千店”打通“最后一公里”, 灯塔赋能缔造一站式企业服务龙头

与众多主打线上的企业服务运营商不同, 神州易桥从一开始便确立了重线下、线上线下一体化运营的思路。公司整体战略是: 1) 通过“百城千店”计划 3 年内布局 5000 家(并购+加盟)线下门店获取客户并提供贴身服务, 打通企业服务最后一公里; 2) 在每个城市建设城市赋能灯塔, 由总部对灯塔赋能, 再由灯塔照耀 5000 家服务运营中心, 实现全国协同。通过灯塔赋能提供覆盖企业全生命周期的多项服务, 从而提升线下门店的获客及盈利水平; 3) 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。

行业竞争进入关键时点, 易桥竞争优势明显

企业服务万亿蓝海空间广阔, 市场格局十分分散, 行业亟待整合。目前互联网、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。我们认为易桥竞争优势十分明显: 1) 起步早, 执行力强悍, 先发优势明显。易桥线下战略清晰且坚定, 在不到一年时间已布局近 700 家线下运营中心, 实现 31 个省自全覆盖, 服务 350 万+企业服务, 目前已是最大的代理记账、工商注册平台, 由此彰显其强悍执行力。目前易桥领先优势明显且激励机制解决有望助力公司加速扩张; 2) 品牌营销力度大幅提升, 上市公司品牌优势显著; 3) 20 亿并购基金保驾护航。

压缩低价业务利润卡住企业价值原点, 提供金融等高端增值服务变现

目前国内代记账行业存在收费乱、监管乱、业务管理乱、从业者资质乱四大乱象。易桥通过统一规范、统一标准, 将代记账等低价格原点级企业服务利润压制最低, 通过提供资质、税务、法律、金融等高端增值服务来盈利。例如公司重点提供的金融服务“金融狗”, 可以为企业提供一站式金融超市, 产品包括贷款狗(银行贷款金融中介服务)、基础狗(银行中间业务)、招财狗(财富管理, 包含各类理财产品)、保险狗(保险经纪服务)、票据狗(票据贴现)、外围狗(保理公司、小贷公司、融资租赁、典当行、P2P 等类金融机构融资)、贷后狗(贷后管理)、投行狗(股权融资)等。

17 年高增长可期, 正式摘帽, 建议买入

我们预计公司 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 分别为 32 倍、19 倍、15 倍, 维持买入评级。

风险提示: 1) 传统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)	9.00-12.87
总市值 (百万元)	9,680
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	864.90	1,514	1,968
+/-%	(25.05)	53.16	110.00	75.00	30.00
净利润 (百万元)	(159.12)	45.82	300.06	508.38	667.55
+/-%	(37.66)	128.80	554.88	69.43	31.31
EPS (元)	(0.34)	0.06	0.39	0.66	0.87
PE (倍)	(60.83)	211.26	32.26	19.04	14.50

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

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	1,641	2,510	3,489
现金	131.86	1,002	1,230	1,935	2,804
应收账款	49.42	61.31	111.67	195.42	254.05
其他应收账款	1.76	6.17	12.96	62.93	81.81
预付账款	21.04	16.46	22.22	39.03	50.02
存货	74.35	94.94	121.06	97.63	84.61
其他流动资产	29.90	107.50	143.11	179.90	214.04
非流动资产	705.08	1,841	1,837	1,828	1,822
长期投资	102.98	105.33	105.33	105.33	105.33
固定资产投资	448.13	450.37	415.28	376.77	341.69
无形资产	36.17	62.77	87.16	111.45	135.66
其他非流动资产	117.80	1,223	1,229	1,234	1,240
资产总计	1,013	3,130	3,478	4,338	5,311
流动负债	239.20	214.87	288.40	440.25	545.46
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	96.41	90.31	116.59	202.89	263.20
其他流动负债	112.79	124.57	171.80	237.36	282.26
非流动负债	71.48	66.97	67.79	267.64	467.47
长期借款	63.44	0.00	0.00	200.00	400.00
其他非流动负债	8.03	66.97	67.79	67.64	67.47
负债合计	310.68	281.84	356.19	707.88	1,013
少数股东权益	63.84	56.08	30.11	30.11	30.11
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)	241.10	749.48	1,417
归属母公司股	638.89	2,792	3,092	3,600	4,268
负债和股东权益	1,013	3,130	3,478	4,338	5,311

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	232.03	511.06	681.44
净利润	(148.80)	41.18	274.09	508.38	667.55
折旧摊销	42.62	39.09	38.29	38.40	38.48
财务费用	19.83	4.65	6.00	10.00	15.00
投资损失	(87.40)	(29.54)	(29.00)	(32.00)	(30.00)
营运资金变动	110.86	(28.75)	(78.95)	(9.70)	(21.01)
其他经营现金	83.45	(4.59)	21.60	(4.02)	11.42
投资活动现金	73.97	(56.56)	1.40	4.40	2.40
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	1.40	4.40	2.40
筹资活动现金	(182.49)	901.98	(5.66)	189.91	184.99
短期借款	(67.50)	(30.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(56.20)	(63.44)	0.00	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)	(5.66)	(10.09)	(15.01)
现金净增加额	(87.96)	867.46	227.77	705.36	868.82

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	268.90	411.86	864.90	1,514	1,968
营业成本	306.74	283.54	380.56	650.84	846.09
营业税金及附加	8.70	5.99	4.32	7.57	9.84
营业费用	17.22	31.84	121.09	204.33	255.79
管理费用	64.65	67.93	86.49	128.65	157.41
财务费用	19.83	4.65	6.00	10.00	15.00
资产减值损失	62.40	1.88	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.40	29.54	29.00	32.00	30.00
营业利润	(123.24)	45.58	293.44	542.18	711.52
营业外收入	1.64	2.51	2.50	3.00	3.00
营业外支出	21.86	4.36	4.36	4.36	4.36
利润总额	(143.46)	43.73	291.59	540.83	710.16
所得税	5.34	2.55	17.50	32.45	42.61
净利润	(148.80)	41.18	274.09	508.38	667.55
少数股东损益	10.32	(4.64)	(25.96)	0.00	0.00
归属母公司净利润	(159.12)	45.82	300.06	508.38	667.55
EBITDA (倍)	(60.78)	89.32	337.74	590.58	765.00
EPS (元)	(0.34)	0.06	0.39	0.66	0.87

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	110.00	75.00	30.00
营业利润	(3.72)	136.98	543.87	84.77	31.23
归属母公司净利润	(37.66)	128.80	554.88	69.43	31.31
获利能力 (%)					
毛利率	(14.07)	31.16	56.00	57.00	57.00
净利率	(59.17)	11.12	34.69	33.59	33.93
ROE	(24.91)	1.64	9.70	14.12	15.64
ROIC	(21.35)	2.96	17.06	31.38	41.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.66	9.01	10.24	16.32	19.07
净负债比率 (%)	45.26	5.20	4.12	30.32	40.94
流动比率	1.29	6.00	5.69	5.70	6.40
速动比率	0.90	5.55	5.27	5.48	6.24
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.20	0.26	0.39	0.41
应收账款周转率	3.94	6.31	8.61	8.48	7.54
应付账款周转率	3.25	3.04	3.68	4.07	3.63
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.21)	0.06	0.39	0.66	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.03	0.30	0.67	0.89
每股净资产(最新摊薄)	0.83	3.65	4.04	4.70	5.57
估值比率					
PE (倍)	(60.83)	211.26	32.26	19.04	14.50
PB (倍)	15.15	3.47	3.13	2.69	2.27
EV_EBITDA (倍)	(138.64)	94.35	24.95	14.27	11.02

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