

易见股份 (600093.SH)

高分红、低估值、稳创新的供应链龙头

● **16年盈利符合承诺，17年1季度净利润同比增长104%至1.9亿**
 公司16年实现净利润6.0亿元，同比上涨80.2%，折合每股收益0.54元。按照公司的业绩承诺，15-17年分别为4亿、6亿和8亿。16年公司作为业务转型后第一个完整年度，公司盈利符合此前承诺业绩。17年1季度实现净利润1.9亿元，折合EPS为0.17元，同比上涨104.3%，环比上涨20.8%。16年公司剥离原有的汽配业务，目前主业已全部为供应链管理及商业保理，并已更名为易见股份。

● **供应链管理：16年盈利4.3亿元，未来横向纵向拓展并重**
 该业务包括子公司：滇中供应链（89.39%）和贵州供应链（100%），注册资本分别为33亿元和5亿元。至2016年末管理余额约为51.5亿元，较15年末增加352.9%。此业务16年实现营收合计达153.8亿元，同比增长219.4%，其中供应链管理（有色、煤炭、基建分别占71%、16%和9%）和管理费营业收入分别达149.1亿元和4.7亿元，净利润为4.3亿元，同比增长247.5%，净利率为2.8%。公司供应链管理业务主要优势为区位优势 and 全产业链优势，未来将继续拓展基建、有色、化工等领域，并提升供应链效率。

● **商业保理：16年盈利2.4亿元，净利率51%，管理范围有望继续扩展**
 公司保理业务主要通过深圳滇中商业保理公司（91.76%的股权）完成，注册资本为17亿元。16年公司商业保理业务实现营业收入4.7亿元，同比增长250.6%，实现净利润2.4亿元，同比增长214.9%，净利率达51.1%，业务发生额118.2亿元，同比增长6.1%。分类型看，传统保理，和承兑跟单、供应链承兑跟单保理业务发生额分别为80.2亿和38.0亿，分别同比+88.3%以及-44.8%，其中传统跟单业务中商贸、地产、煤焦钢业务发生额占比分别为39%、36%和13%，预计未来有望继续扩大至制造业、农业、商贸流通、物流、建筑工程、旅游、融资租赁等领域。

● **易见区块链成功上线，16年分红50%，动态PE仅18倍**
 公司与IBM合作研发区块链在供应链管理中的运用系统——“易见区块链”系统，目前开发已投入运营，其中率先开发了医药采购供应链场景，未来平台业务有望逐步拓宽，公司也将逐步实现从传统供应链管理向以科技为核心的金融科技方向转型。

综合来看，预计随着供应链管理业务的深入和扩宽，公司龙头地位将不断凸显，业务规模也有望持续快速增长。

此外，16年作为公司转型元年取得盈利6.0亿元后，公司即大比例分红。拟分红现金3.03亿元，占16年盈利的约50%。预计公司17-19年EPS分别为0.74元、0.89元和1.01元，维持“买入”评级。

● **风险提示：**供应链业务管理和保理业务规模低于预期或坏账增加。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,271.29	16,178.64	21,132.53	23,558.10	25,983.38
增长率(%)	1,201.53%	206.92%	30.62%	11.48%	10.29%
EBITDA(百万元)	157.59	963.62	1,217.36	1,464.24	1,679.37
净利润(百万元)	334.57	603.06	829.79	993.95	1,136.02
增长率(%)	844.24%	80.25%	37.60%	19.78%	14.29%
EPS(元/股)	0.298	0.537	0.739	0.886	1.012
市盈率(P/E)	54.92	26.99	17.96	15.00	13.12
市净率(P/B)	3.28	2.64	2.13	1.87	1.63
EV/EBITDA	106.21	17.51	5.59	3.87	2.60

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 13.28元

前次评级 买入

报告日期 2017-04-28

相对市场表现



分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究：

禾嘉股份(600093.SH)：拟 2017-03-22

变更公司名称，供应链业务有望持续升级

禾嘉股份业绩预告点评：16 2017-01-19

年盈利8.7亿，供应链龙头地位不断凸显

禾嘉股份(600093.SH)：供 2016-10-31

应链保理业务稳步扩张，估值优势明显

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

16 年盈利符合业绩承诺，17 年 1 季度净利润同比增长 104%至 1.9 亿

概况：公司16年实现净利润6.0亿元，同比上涨80.2%，折合每股收益0.54元。按照公司的业绩承诺，15-17 年分别为4亿、6亿和8亿。16年公司作为业务转型后第一个完整年度，公司盈利符合此前承诺业绩。其中，Q1-4单季度净利润分别为0.94 亿元、1.62 亿元、1.89 亿元和1.55 亿元，对应EPS分别为0.08元、0.14元、0.17元和0.14元。公司17年1季度实现净利润1.9亿元，折合EPS为0.17元，同比上涨104.3%，环比上涨20.8%。16 年底公司将持有中汽成都配件有限公司100%的股权予以出售，自17 年开始，公司主营业务已全部转型为供应链管理及商业保理，目前公司已更名为易见股份。

营业收入和营业成本：公司16年实现营业收入161.8亿元，同比上涨206.9%，主要源于公司子公司云南滇中供应链管理有限公司收入增加，17年1季度营业收入为28.4亿元，同比上涨3.2%，环比回落44.3%；16年营业成本150.1亿元，同比上涨196.6%，17年1季度营业成本为25.1亿元，同比回落5.5%，环比回落46.5%。

毛利率：公司16年销售毛利率为7.2%，同比上涨3.2个百分点；17年1季度毛利率为11.7%，同比上涨8.1个百分点，环比上涨3.6个百分点。

期间费用率：公司16年期间费用率为0.6%，同比上涨2.1%，其中管理费用率、销售费用率和财务费用率分别同比回落0.6个百分点、回落0.1个百分点和上涨2.8个百分点。公司2017年1季度期间费用率为0.6%，环比上涨0.5%；

表 1: 公司核心财务数据概览(单位:亿元)

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	16A 同比	17Q1 环比
营业收入	52.7	161.8	27.5	40.7	42.7	50.9	28.4	206.9%	-44.3%
营业成本	50.6	150.1	26.5	37.2	39.5	46.8	25.1	196.6%	-46.5%
毛利率	4.0%	7.2%	3.6%	8.4%	7.4%	8.1%	11.7%	3.2%	3.6%
管理费用	0.5	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	29.7%	-70.3%
销售费用	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	82.1%	-97.2%
财务费用	-1.5	0.0	-0.6	0.7	0.1	-0.3	0.1	-	-
期间费用率	-1.5%	0.6%	-1.5%	2.3%	0.9%	0.1%	0.6%	2.1%	0.5%
营业利润	3.0	9.2	1.3	2.4	2.8	2.7	2.8	202.9%	6.0%
净经营现金流	-24.0	-31.4	2.0	-6.3	-8.9	-18.2	-1.7	31.0%	-90.9%
销售商品现金/收入	91.4%	77.9%	166.7%	94.8%	23.7%	61.9%	82.1%	-13.5%	20.2%
EPS	0.30	0.54	0.08	0.14	0.17	0.14	0.17	80.2%	20.8%

数据来源: wind、公司财报、广发证券发展研究中心

供应链管理：16年盈利4.3亿元，未来横向纵向拓展并重

公司煤炭供应链管理业为上游供应商提供贸易融资管理，并为下游企业改善供应状况，注重提升煤炭流通效率，解决煤炭行业痛点。该业务包括子公司：滇中供应链（89.39%）和贵州供应链（100%），注册资本分别为33亿元和5亿元。至2016年末公司供应链管理业务资金管理余额约为51.5亿元，较15年末增加352.9%。此业务16年实现营收合计达153.8亿元，同比增长219.4%，其中供应链管理（例如贸易价差收入、加工费、物流费用等）和管理费营业收入分别达149.1亿元和4.7亿元，净利润为4.3亿元，同比增长247.5%，净利率为2.8%。

- ◇ **供应链管理分行业：**收入主要包括有色、煤炭、基建、化工等业务，分别为105.3、24.4、12.8和0.8亿元，占比分别为71%、16%、9%和1%。
- ◇ **供应链管理分子公司：**子公司滇中供应链和贵州供应链16年分别实现净利润4亿和3344万元，较15年的1亿和1678万元均大幅增长。

公司供应链管理业务主要优势为区位优势 and 全产业链优势。公司业务主要集中于有色金属和焦煤比较集中的西南地区，目前业务领域已从煤-焦-钢、铁矿石、磷矿等行业，逐步拓展到在西南地区供需基本平稳的铝、铜、锡等有色金属行业，加之云贵地区特殊的地理环境及运输成本限制，区域优势明显。另一方面，由于西南地区地形特征，上游供应商一般特点为小、弱、散，但中下游需求商确相对较大，导致信息不对称，交易成本较高。公司拥有完善产业链条能够为上下游客户优化资源配置，降低交易成本。

未来公司横向产业链拓展与纵向产业链延伸并重。横向方面，向基础设施建设、有色金属、化工化肥领域拓展，实现公司供应链管理业务的多元化，纵向方面，进一步完善产业链，利用互联网+，注重供应链中的信息流通效率，实现流通环节的利润最大化。

表2：公司16年供应链管理业务盈利状况（亿元）

项目	2015年	2016年	同比（%）
一、营业收入	48.1	149.1	209.8
其中：1、有色金属行业	36.2	105.3	190.6
2、化工行业	0.2	0.8	222.9
3、基建行业	6.2	12.8	108.3
4、煤炭行业	4.9	24.4	398.3
5、其他	0.6	5.8	875.8
二、管理费收入	1.6	4.7	188.0
三、净利润	1.2	4.3	247.5
四、16年末资金管理余额	11.3	51.5	352.9

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

商业保理：16年盈利2.4亿元，净利率51%，管理范围有望继续扩展

公司的商业保理业务主要包括：应收账款融资、应收账款管理及催收、金融信息咨询服务等业务。经营模式主要是协同供应链管理业务为供应链上的客户提供一系列的销售融资、应收账款融资及管理及催收、风险控制等综合金融服务，收取保理利息和保理服务费。

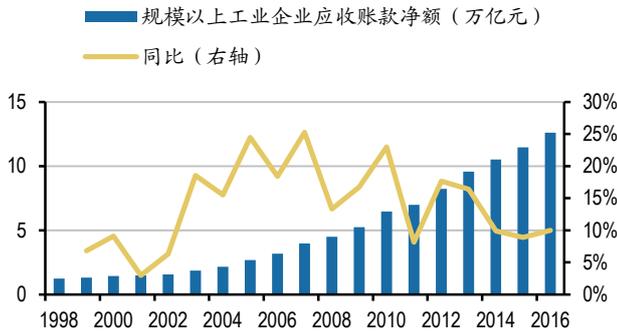
保理业务净利润达2.4亿，净利率达51.1%，业务发生额同比增长6.1%。公司保理业务主要通过深圳滇中商业保理公司完成，15年8月公司对其进行增资，注册资本提高为17亿元，完成后公司持有滇中保理 91.76%的股权。16年公司商业保理业务实现营业收入4.7亿元，同比增250.6%，实现净利润2.4亿元，同比增214.9%，净利率达51.1%，业务发生额118.2亿元，同比增6.1%。

分类型看，传统保理，和承兑跟单、供应链承兑跟单保理业务发生额分别为80.2亿和38.0亿，分别同比+88.3%以及-44.8%，源于由于风险控制原因在16年大幅压缩票据（承兑跟单）业务，并增加传统跟单业务。其中传统跟单业务中商贸、地产、煤焦钢业务发生额分别为31亿元、29亿元和10亿元，占比分别为39%、36%和13%。

商业保理规模高速增长，在企业融资难、互联网金融大力发展下具备增长潜力。2012年-2016年初大宗商品价格进入下行周期，企业盈利下滑，下游企业赊销成为普遍现象，银行对于大宗商品行业的贷款谨慎，保理业务迎来发展机遇。2016年我国工业企业应收账款达12.6万亿，同比增长10%，2007年仅为4.0万亿，年复合增长率为12.2%。根据国际保理商联合会的统计，2015年我国保理业务量规模为3529亿欧元，2007年仅为330亿欧元，年复合增长率达34.49%。其中，商业保理业务规模增长更为迅速，2012年我国商业保理业务规模为100亿元，2016年则达约5000亿元。

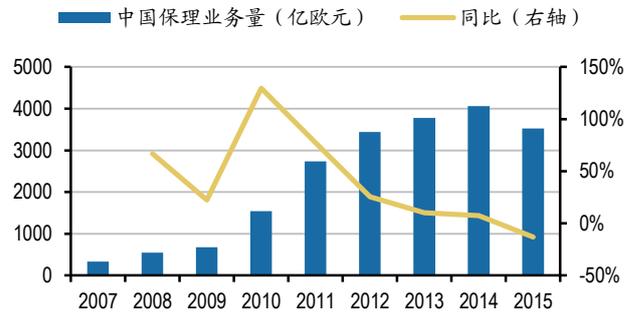
根据**公司规划**，未来公司除做好传统保理业务、票据跟单业务和资产跟单业务，还将管理范围扩大到制造行业、农业、商贸流通、物流、建筑工程、旅游、融资租赁等领域。

图1：2016年我国规模以上工业企业应收账款达12.6万亿，年复合增长率为12.2%



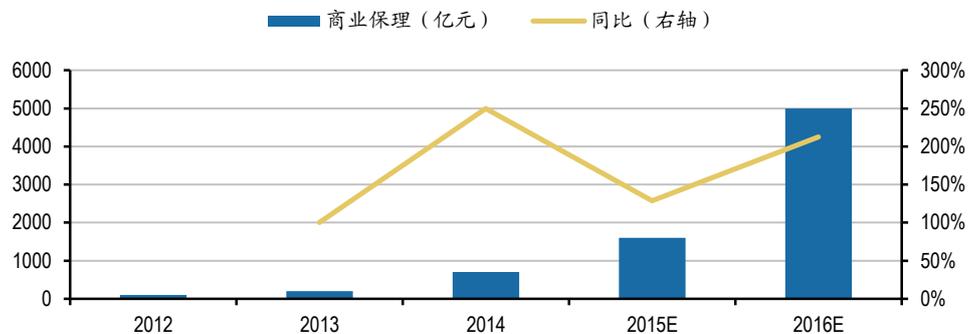
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图2：2015年我国保理业务量规模为3529亿欧元，年复合增长率达34.49%



数据来源：国际保理商联合会、广发证券发展研究中心

图3：2016年商业保理业务规模约5000亿元，年复合增长率达166%



数据来源：中国产业信息网、国家统计局、广发证券发展研究中心

表3：公司商业保理业务盈利状况（亿元）

项目	2015年	2016年	同比 (%)
一、利息收入	1.35	4.75	250.6
二、净利润	7.5	2.36	214.9
三、业务发生额	111.38	118.20	6.1
其中：（一）传统保理	42.60	80.20	88.3
1、房地产	15.45	28.82	86.5
2、商贸	8.69	31.39	261.2
3、电力		4.00	
4、煤焦钢	9.32	10.38	11.4
5、制造业	8.14	3.99	-51.0
6、其他	1.00	1.63	62.7
（二）承兑跟单、供应链承兑跟单保理业务	68.78	37.99	-44.8
四、报告期末投放余额	22.04	37.57	70.4

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

创新业务稳步推进，易见区块链系统上线

除供应链管理和保理业务外，公司积极推进创新业务的研发，拟应用金融科技解决中小企业融资难和融资贵的问题，提高服务质量与效率。公司与IBM合作研发区块链在供应链管理中的运用系统——“易见区块”系统，目前开发已投入运营，其中率先开发了医药采购供应链场景，预计平台业务有望逐步拓宽，公司也将逐步实现从传统供应链管理向以科技为核心的金融科技方向转型。

16年分红50%，动态PE仅18倍，维持“买入”评级

公司按照深耕供应链管理与管理的战略，积极拓展供应链管理和商业保理业务，同时公司依托与IBM研发的区块链在供应链管理中的运用系统——“易见区块”系统的上线推广，有望转变为金融科技龙头。预计随着供应链管理业务的深入和扩宽，公司龙头地位将不断凸显，业务规模也有望持续快速增长。根据公司预计17年计划实现营业收入206亿左右，同比增28%，其中供应链管理199亿元，商业保理7亿元，净利润8亿以上，同比增33%。

此外，16年作为公司转型元年取得盈利6.0亿元后，公司即大比例分红。拟分红现金3.03亿元，占16年盈利的约50%。预计公司17-19年EPS分别为0.74元、0.89元和1.01元，维持“买入”评级。

风险提示

供应链业务管理和保理业务规模低于预期或坏账增加。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	9414	11603	12212	13699	15347
货币资金	2207	747	9116	10251	11546
应收及预付	4922	2263	2995	3336	3678
存货	63	91	100	111	123
其他流动资产	2222	8503	0	0	0
非流动资产	389	466	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	330	3	3	3	3
在建工程	32	0	0	0	0
无形资产	22	0	0	0	0
其他长期资产	5	463	0	0	0
资产总计	9803	12070	12216	13703	15350
流动负债	3694	4333	3572	3966	4365
短期借款	570	330	0	0	0
应付及预收	2019	2846	3572	3966	4365
其他流动负债	1105	1157	0	0	0
非流动负债	11	1018	1014	1014	1014
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	1014	1014	1014	1014
其他非流动负债	10	4	0	0	0
负债合计	3705	5351	4586	4980	5380
股本	1122	1122	1122	1122	1122
资本公积	4039	4039	4039	4039	4039
留存收益	415	970	1800	2794	3930
归属母公司股东权	5598	6163	6992	7986	9122
少数股东权益	499	555	638	736	848
负债和股东权益	9803	12070	12216	13703	15350

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-2398	-3143	8198	1073	1233
净利润	352	665	912	1092	1248
折旧摊销	33	37	0	0	0
营运资金变动	-2631	-3813	7345	43	46
其它	-152	-32	-58	-62	-62
投资活动现金流	-81	573	521	62	62
资本支出	-61	103	509	50	50
投资变动	-20	471	12	12	12
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	4407	741	-350	0	0
银行借款	170	1374	-330	0	0
债券融资	-1170	-620	-4	0	0
股权融资	4808	0	0	0	0
其他	599	-13	-16	0	0
现金净增加额	1928	-1829	8370	1135	1295
期初现金余额	56	2207	747	9116	10251
期末现金余额	1984	378	9116	10251	11546

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	1,201.5	206.9	30.6	11.5	10.3
营业利润增长	578.1	202.9	26.7	20.6	14.8
归属母公司净利润增长	844.2	80.2	37.6	19.8	14.3
获利能力(%)					
毛利率	4.0	6.5	6.9	7.3	7.6
净利率	6.7	4.1	4.3	4.6	4.8
ROE	6.0	9.8	11.9	12.4	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	37.8	44.3	37.5	36.3	35.0
净负债比率	-0.3	0.1	-1.1	-1.1	-1.1
流动比率	2.55	2.68	3.42	3.45	3.52
速动比率	2.48	2.56	3.24	3.28	3.34
营运能力					
总资产周转率	1.00	1.48	1.74	1.82	1.79
应收账款周转率	21.91	16.94	16.94	16.94	16.94
存货周转率	72.50	195.90	195.90	195.90	195.90
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.54	0.74	0.89	1.01
每股经营现金流	-2.14	-2.80	7.30	0.96	1.10
每股净资产	4.99	5.49	6.23	7.12	8.13
估值比率					
P/E	54.9	27.0	18.0	15.0	13.1
P/B	3.3	2.6	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	106.2	17.5	5.6	3.9	2.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5271	16179	21133	23558	25983
营业成本	5060	15133	19683	21835	24018
营业税金及附加	18	23	42	47	52
销售费用	14	26	63	71	78
管理费用	54	70	127	141	156
财务费用	-150	0	63	70	77
资产减值损失	1	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	30	12	12	12	12
营业利润	304	920	1166	1406	1614
营业外收入	153	68	50	50	50
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	456	987	1216	1456	1664
所得税	104	322	304	364	416
净利润	352	665	912	1092	1248
少数股东损益	18	62	82	98	112
归属母公司净利润	335	603	830	994	1136
EBITDA	158	964	1217	1464	1679
EPS(元)	0.30	0.54	0.74	0.89	1.01

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014年-2016年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014年-2016年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015-2016年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。