

中小市值供应链金融系列之二易见股份

——易见股份（600093）：转型煤炭供应链管理+商业保理

2017年06月1日

强烈推荐/首次
易见股份

报告摘要：

传统行业增长乏力，转型煤炭供应链管理和商业保理业务。2010年以来，受汽车零部件行业竞争日益激烈的影响，公司经营业绩不佳。2014年公司开始逐步的布局供应链管理和商业保理市场。九天投资和滇中集团将分别在产业发展、政府支持方面为上市公司新业务发展提供更多资源。

供应链管理业务拉动公司业绩飞速增速，公司前景乐观。2015年-2016年，公司供应链业务占营业收入的比重逐年增加，分别为91.33%和95.06%，供应链业务对公司的毛利贡献逐步增加，分别为17.72%和51.9%。未来几年供应链管理业务必将得到快速的发展，并且随着主营结构的逐渐优化，未来公司盈利能力有望持续提高。

抓住机遇，打造区域煤炭供应链金融龙头。云贵固定资产投资增速领跑全国。2016年，云南固定资产投资保持快速增长，全省完成固定资产投资15662.49亿元，同比增长19.8%。2016年贵州省固定资产投资完成12929.17亿元，同比增长21.1%。云贵地区高速的固定资产投资，将拉动云贵地区对钢铁、煤炭、水泥等物质的需求。

腾飞中的商业保理业务。目前商业保理业务在公司营收中的占比比较少，但是近几年来中国的商业保理业务增速惊人，年同比增速超过100%，由于公司控股股东和二股东背景雄厚，公司融资成本低，预计公司保理业务增速也将不低于全国保理业务的增速。

公司盈利预测及投资评级。我们预测公司2017-2019营收分别为206亿元、263.23亿元、326.61亿元，EPS分别为0.73、0.93、1.25，对应的PE分别为17.69倍、13.87倍、10.31倍。首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入(百万元)	5,271.2	16,178.	20,600.	26,323.	32,661.
增长率(%)	1201.53	206.92%	27.33%	27.78%	24.08%
净利润(百万元)	334.57	603.06	814.87	1,038.9	1,397.6
增长率(%)	844.24%	80.25%	35.12%	27.50%	34.52%
净资产收益率(%)	5.98%	9.79%	11.22%	12.84%	15.17%
每股收益(元)	0.463	0.540	0.726	0.926	1.245
PE	27.73	23.78	17.69	13.87	10.31
PB	2.57	2.34	1.98	1.78	1.56

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

林阳

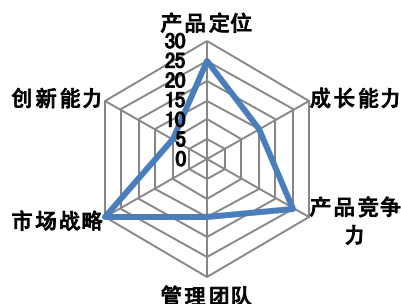
021-65465035

执业证书编号：

liny ang@dxzq.net.cn

S148051012000

六位评价体系之服务业、制造业图



所属于概念板块

概念题材：大数据电子商务，沪港通概念

核心供应链、商业模式概括

- 细分领域占有率高
- 区域优势明显
- 股东资源丰富

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 股东背景雄厚，原主业增长动力不足，转型煤炭供应链管理与商业保理	4
1.1 原主业汽车零配件增长动力不足.....	4
1.2 转型供应链管理与商业保理.....	4
1.3 股东产业优势明显、背景雄厚，公司发展前景广阔.....	7
2. 抓住机遇，打造煤炭供应链金融龙头	8
2.1 公司供应链业务的基本情况 & 业务模式形式.....	8
2.2 行业比较分析.....	10
2.3 云贵大宗商品需求强劲，为开展新业务提供丰富资源.....	11
2.4 煤炭资源丰富，区位优势明显，有利于打造供应链管理平台.....	13
3. 一个平台+一项技术 解中小型药商融资难	14
4. 腾飞中的商业保理业务	15
4.1 公司供应链业务的基本情况 & 业务模式形式.....	15
4.2 商业保理业务迎来快速发展的最佳时机.....	17
4.3 商业保理未来增长空间巨大.....	18
4.4 股东拥有政府资源和产业经验，有助于公司开展商业保理业务.....	19
5. 业绩预测及估值	20
6. 风险提示	21

表格目录

表 1 募集资金投向.....	5
表 2 2016 工业产品产量（万吨）以及同比增速.....	13
表 3 行业内其他公司估值情况.....	20
表 4 盈利预测.....	错误!未定义书签。

插图目录

图 1 汽车零部件业务增长乏力.....	4
图 2 易见股份股权结构图(2017 年).....	5
图 3 易见股份收入结构（2016）.....	6
图 4 供应链服务业务服务行业收入结构（2016）.....	6
图 5 供应链业务拉动公司飞速增长.....	7
图 6 环渤海动力煤价格指数.....	8
图 7 预结算业务流程.....	9
图 8 预付款业务流程.....	9
图 9 预收款业务流程.....	10
图 10 主要供应链企业收入、及毛利率情况（2016）.....	10
图 11 2016 年云贵地区 GDP 增速领跑全国.....	11
图 12 2016 年云贵地区固定资产投资增速领跑全国.....	12
图 13 贵州省基础设施建设投资保持持续高速增长.....	12
图 14 2016 年西南地区煤炭分布情况.....	14
图 15 区块链技术被广泛应用.....	15
图 16 保理业务流程.....	16
图 17 传统保理业务模式流程图.....	16
图 18 资产给单业务模式流程图.....	17
图 19 保证担保业务模式流程图.....	17
图 20 传统保理业务行业分布情况.....	18
图 21 2015 年主要保理市场保理业务占 GDP 比例.....	19
图 22 商业保理业务增速惊人.....	19

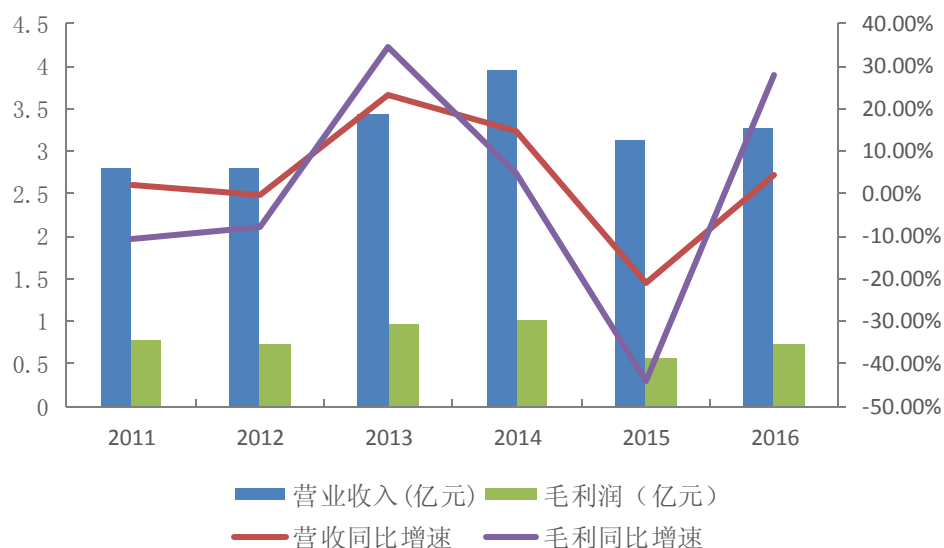
1. 股东背景雄厚，原主业增长动力不足，转型煤炭供应链管理与商业保理

1.1 原主业汽车零部件增长动力不足

易见股份原名禾嘉股份，1997 年在上交所上市，主要经营农产品加工业务。2004 年，公司置入中汽成都配件有限公司的股权，开始进军汽车零部件业务。2010 年以来，受宏观经济不景气、限购等因素影响，汽车行业增速放缓，导致零配件行业竞争日益激烈，公司经营业绩不佳。

在行业竞争加剧的背景下，公司原主业增长乏力。2014、2015、2016 年汽车零部件业务营业收入分别为 3.95、3.12、3.26 亿元，毛利为 1.02、0.57、0.73 亿元，16 年汽车零部件业务营收和净利润分别同比增长 4.49%、28.07%，但公司汽车零部件业务的毛利相比 2014 年已有了大幅下滑，汽车零部件业务发展面临困境。

图 1 汽车零部件业务增长乏力



资料来源: wind, 东兴证券

1.2 转型供应链管理与商业保理

2014 年，公司先成立全资子公司贵州禾嘉供应链管理有限公司，现更名为易见供应链管理有限公司，后与上海优贸基金、滇中集团共同成立云南滇中供应链公司和深圳滇中商业保理公司，正式布局供应链金融和商业保理市场。

2015 年，公司以 6.06 元/股的价格，非公开发行股票 8 亿股，共募集资金 48.48 亿元，发行对象均以现金认购。其中，大股东九天工贸、滇中集团认购金额均为 20 亿元；工投集团认购金额 1.818 亿元；国鼎投资，中瑞物流、陈亮认购金额均为 1.212 亿元；禾溪投资认购金额 3.026 亿元。发行完成后，九天工贸对禾嘉股份的持股比例

将由 23.57% 增至 36.17%，仍为控股股东。滇中集团通过本次定增将持有上市公司 3.3 亿股，占总股本比例 29.40%，成为上市公司第二大股东。九天工贸、滇中集团将分别在产业发展、政府支持方面为上市公司转型提供动力。

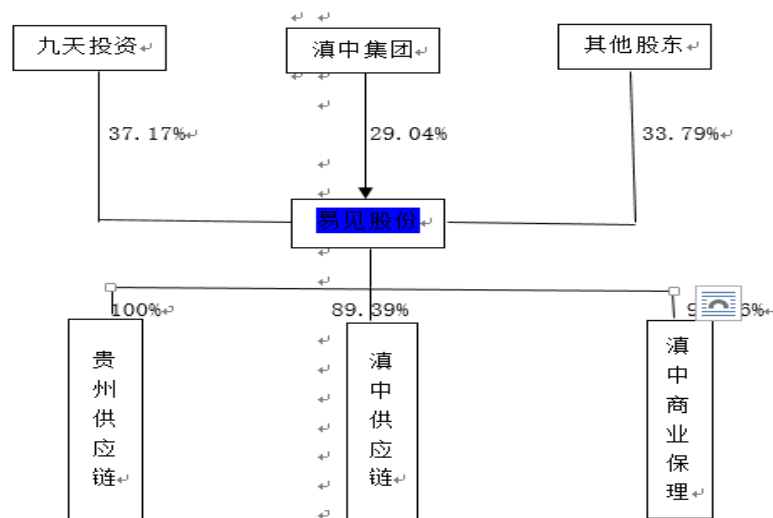
公司将募集的资金中的 4.5 亿投向禾嘉供应链管理平台项目、28 亿投向滇中供应链管理平台项目、15 亿投向滇中商业保理项目。

表 1 募集资金投向

项目名称	定增投入资金	项目建设内容
禾嘉供应链管理平台项目	4.5 亿元	建设包括但不限于煤炭、钢铁、水泥产业链
滇中供应链管理平台项目	28 亿元	的以电子商务为手段的供应链管理平台
滇中商业保理项目	15 亿元	

资料来源：公司公告，东兴证券

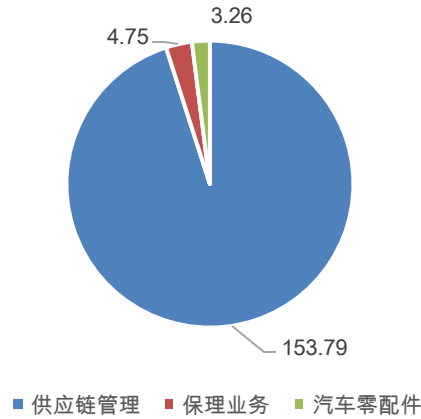
公司拟剥离汽车零配件业务，全力发展供应链管理和商业保理业务。公司 2016 年 9 月 29 日召开的第六届董事会第二十七次会议和 2016 年 10 月 25 日召开的 2016 年第二次临时股东大会审议通过了《关于出售资产的议案》，将公司持有的中汽成都配件有限公司 100% 股权出售给原大股东禾嘉集团，交易完成后公司不再从事汽车零部件生产销售业务，将集中资源发展核心业务，提高供应链管理和商业保理业务的市场竞争力。

图 2 易见股份股权结构图 (2017 年)


资料来源：公司公告，东兴证券

截至 2016 年底，公司营业收入主要的业务有三部分组成，其中供应链业务占其中的 95%。

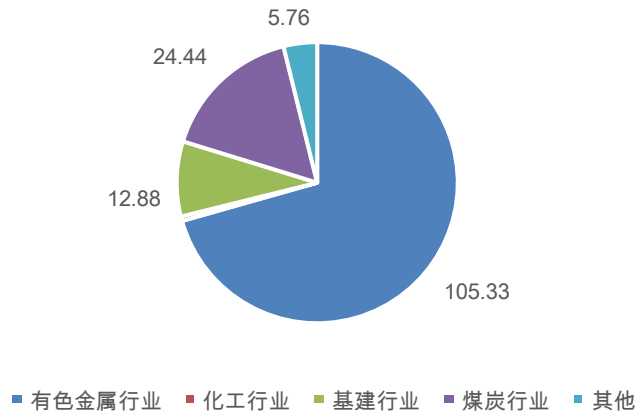
图 3 易见股份收入结构 (2016)



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司的供应链管理业务集中于有色金属和焦煤比较集中的西南地区, 经过不懈的努力, 顶住宏观经济持续下行的压力, 报告期内公司的供应链管理已从煤-焦-钢、铁矿石、磷矿等行业, 逐步拓展到铝、铜、锡等有色金属行业。

图 4 供应链服务业务服务行业收入结构 (2016)

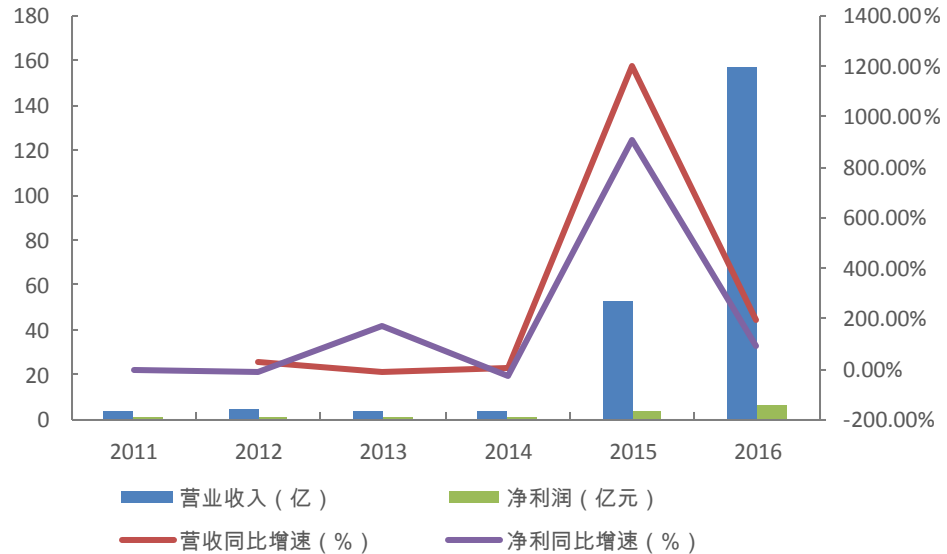


资料来源: wind, 东兴证券

供应链业务拉动公司业绩飞速增长, 前景乐观。2016 年公司实现主营业务收入 157.04 亿元, 同比增长 205.77%, 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, 实现归母净利润 6.03 亿元, 同比增长 80%。按照公司的业绩承诺, 16-17 年分别为 6 亿和 8 亿, 公司盈利符合此前的业绩承诺。16 年公司供应链服务业务实现营业收入 149.14 亿元, 同比增长 209.78%, 实现净利润 4.34 亿元, 同比增长 247.53%。

其中云南滇中供应链实现营业收入 138.67 亿元，同比增速 211.05%，净利润 4 亿元，同比增速 270.66%，贵州易见供应链实现主营业务收入 15.12 亿元，同比增速 324.78%，净利润 3344 万元，同比增速 99.28%。保理业务实现营业收入 4.75 亿元，同比增长 250.55，实现净利润 2.36 亿元，同比增长 214.9%。汽车零配件业务实现主营业务收入 3.26 亿元，同比增长 4.49%，实现毛利 7274 万元，同比增长 26.88%。

图 5 供应链业务拉动公司飞速增长



资料来源：wind，东兴证券整理

1.3 股东产业优势明显、背景雄厚，公司发展前景广阔

公司控股股东九天投资控股主营煤炭开采与批发，是西南地区大型的煤炭资源商和贸易商之一，具有丰富的煤炭资源和广泛的销售渠道，近几年来公司在煤炭大宗供应链市场积累了优质的客户和上游资源，为公司打通上下游客户关系提供重要支持。

云南省是喀斯特地貌，最大的煤矿只有 100 吨左右，终形成上游供应商小、弱、散，但中下游需求商确相对较大，导致信息不对称，价格波动大，投机较重，使得规模较大的需求商采购难度较大，交易成本高，稳定供应存在瓶颈。经过多年的经营，公司充分发挥自身优势，形成了区域内比较完整的产业供应链条，能够为产业上下游客户优化资源配置，降低交易成本，这使得公司能够快速发展供应链管理和商业保理业务。

大股东承诺 2017 年公司净利润不低于 8 亿元，彰显了大股东的信心。同时 2015-2017 年大股东及其实际控制人冷天辉分别在二级市场上增持公司股票 0.39%和 0.6%，这也表明控股股东很看好公司的未来发展前景。

公司二股东滇中集团为云南省属国有企业，是国家级产业新区滇中开发区的建设主体之一。云南滇中新区，是我国面向南亚东南亚辐射中心的重要支点、云南桥头堡建设重要经济增长极、西部地区新型城镇化综合试验区和改革创新先行区。滇中新区管理委员会持有滇中集团 100%的股权，为滇中集团的实际控制人。滇中集团作为公司的

二股东为公司参与新区建提供了绝佳的机会。

滇中集团是新区开发建设的投融资主体，为新区基础设施建设、土地一级开发、城市建设综合开发和现代产业体系构建提供服务。根据规划，2015年，新区生产总值达到1500亿元以上（其中西区1000亿元以上，东区500亿元以上），到2020年，以汽车和装备制造、电子信息、生物等为主的中高端产业体系基本形成，科技创新引领能力、产业竞争力和发展实力明显增强，新区生产总值达到6000亿元左右，力争新区生产总值占全省20%以上（其中西区和东区各3000亿元以上），产城高度融合的城市新区和推动桥头堡建设的重要增长极基本形成。

滇中集团承担滇中产业新区的基础设施和公共服务设施建设任务，未来园区基础设施建设对钢铁、水泥等物资需求巨大。易见股份“傍上”滇中集团，巨大的基础设施建设需求以及滇中集团的支持将为易见股份供应链管理业务的顺利实施奠定良好的基础。

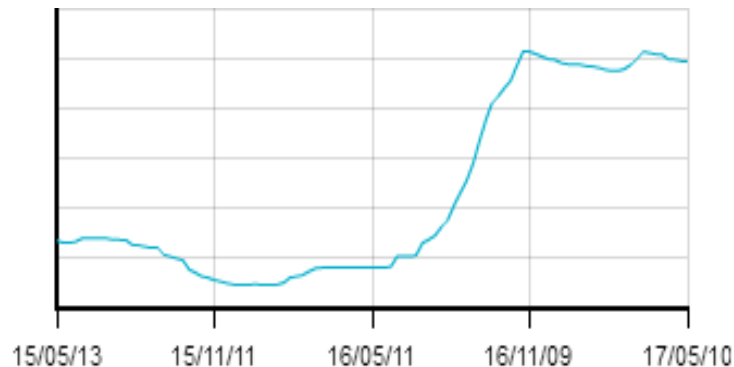
2. 抓住机遇，打造煤炭供应链金融龙头

2.1 公司供应链业务的基本情况及其业务模式形式

供应链金融是商业银行信贷业务的一个专业领域（银行层面），也是企业尤其是中小企业的一种融资渠道（企业层面）。

2016年公司供应链业务实现营业收入149.14亿元，同比增长209.78%，实现净利润4.34亿元，同比增长247.53%。其主要原因是煤炭价格大幅回升，导致供应偏紧，带动煤炭供应链业务大幅增长，随着省内基础设施建设及PPP项目开工增长，公司开拓基建供应链业务获得显著增长。供应链业务行业拓展取得显著成效，有色金属行业与化工行业都获得了比较大的突破。

图 6 环渤海动力煤价格指数



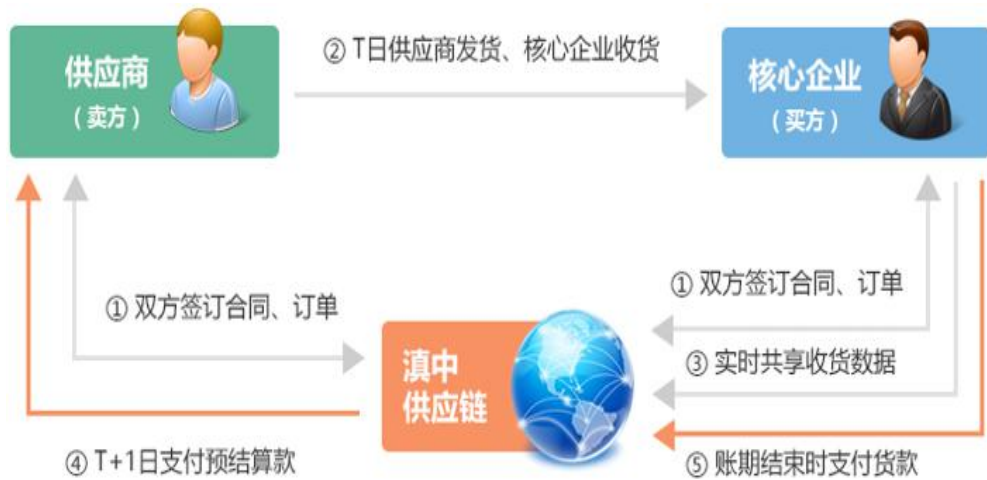
资料来源：秦皇岛煤炭网，东兴证券

公司的供应链业务模式主要有以下三种：

1、预结算业务

预结算业务是基于供应商的供货能力及核心企业的支付信用，由供应链公司为供需双方提供供应链管理服务和资金支持。

图 7 预结算业务流程

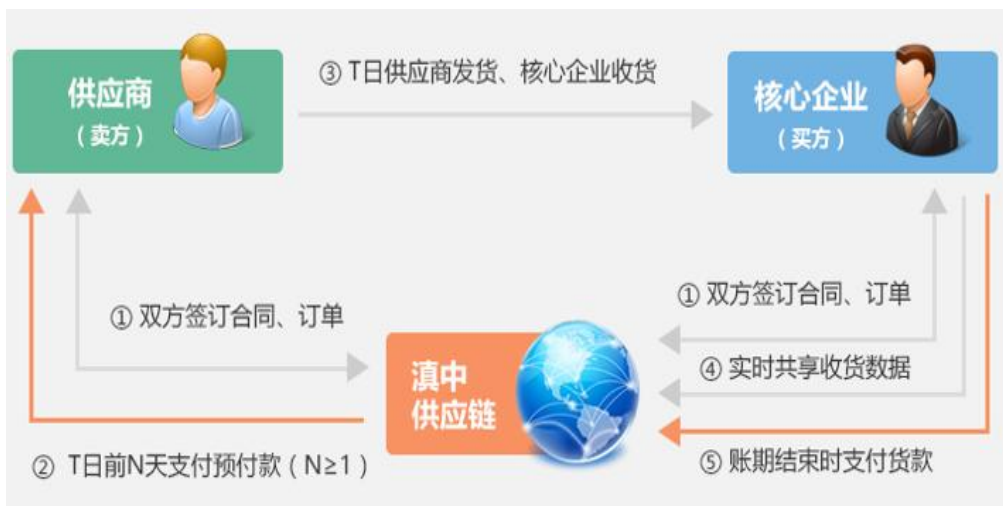


资料来源：公司官网，东兴证券

2、预付款业务

预付款业务是基于优质供应商的供货能力及信用，由供应链公司采用预付资金向供方采购，及时供货给需方。

图 8 预付款业务流程

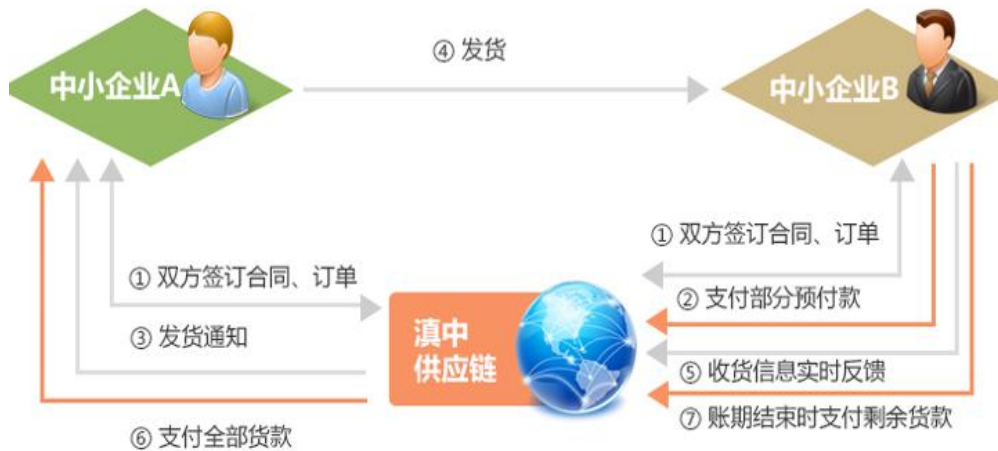


资料来源：公司官网，东兴证券

3、预收款业务

预收款业务是为中小企业解决贸易过程中的互信问题,由供应链公司参与进供需双方的贸易中,帮助需方缓解资金压力。其中预收款模式风险低、占收入中的80%,是公司供应链业务的重要模式。

图 9 预收款业务流程

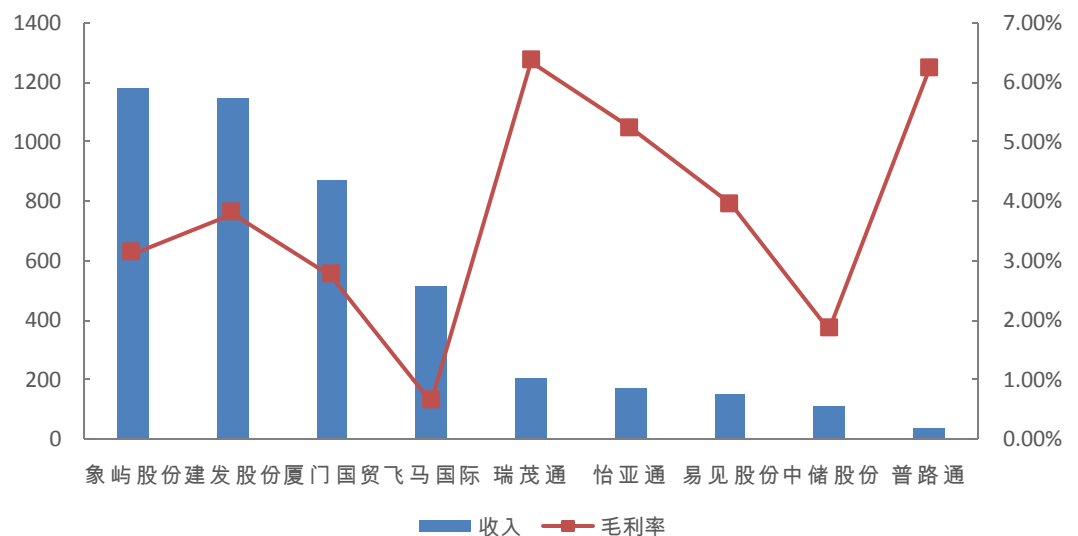


资料来源: 公司官网, 东兴证券

2.2 行业比较分析

目前已经上市的从事供应链管理业务的公司有 9 家公司,其中有 3 家从事煤炭供应链商业模式,分别是瑞茂通、飞马国际与易见股份。瑞茂通的业务模式是煤炭供应链+供应链金融、飞马国际是贸易执行+物流、易见股份是煤炭供应链+商业保理。在这 9 家公司中与易见股份最接近的是瑞茂通。

图 10 主要供应链企业收入、及毛利率情况 (2016)



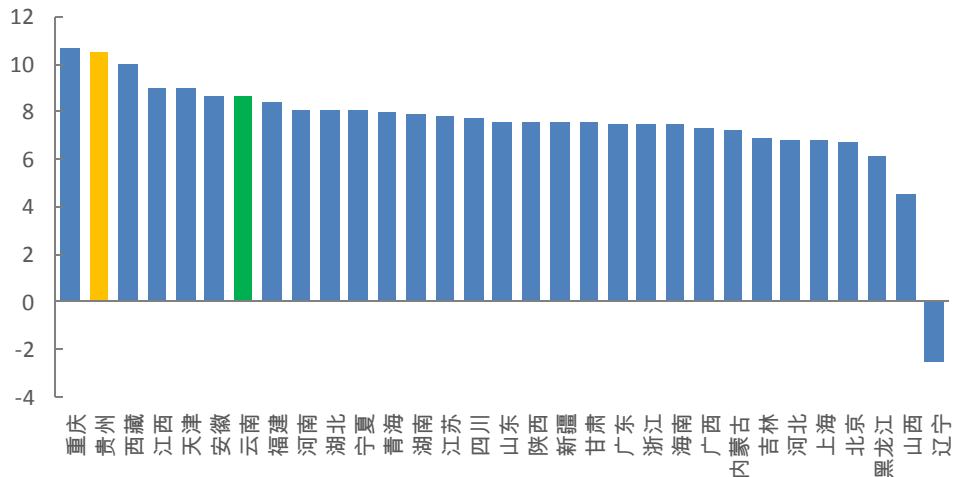
资料来源: wind, 东兴证券

从上图也可以看出，易见股份的毛利率在 9 家公司中排名第四，表明公司的盈利能力是比较强的。另外公司 80% 的业务模式是预收模式，公司是通过赚取差价来进行盈利，这种模式虽然毛利率较低，但是风险也是极小。

2.3 云贵大宗商品需求强劲，为开展新业务提供丰富资源

云贵经济增速领跑全国。近几年来，随着国内经济 L 型探底，GDP 增速已经出现连续几年的持续下跌，但是由于云贵经济基础一直较为薄弱，在投资的带动下，经济处于高速发展阶段。据统计，2016 年，贵州省、云南省 GDP 增速分别是 10.5%、8.7%，远远高于全国的平均水平，在全国各省排名中分别位于第二位和第九位，较 2015 年的排名均出现上升。2016 年的 GDP 增速已于 2015 年持平，随着云贵基础设施建设投资力度的不断加大，云贵地区的经济增速有望继续领跑全国，同时带动煤炭、钢铁、水泥的物质的需求。

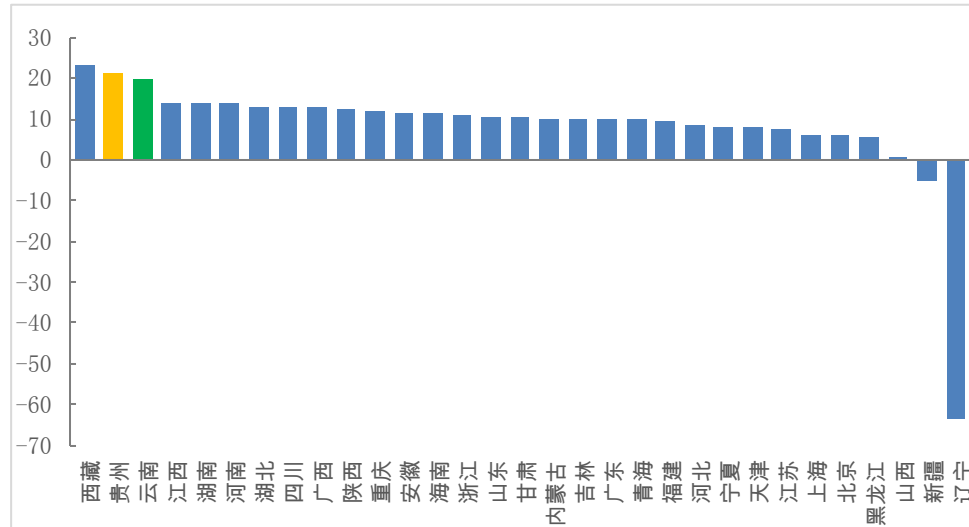
图 11 2016 年云贵地区 GDP 增速领跑全国



资料来源：各省统计局、东兴证券

云贵固定资产投资增速领跑全国。2016 年，云南固定资产投资保持快速增长，全省完成固定资产投资 15662.49 亿元，同比增长 19.8%，增速比全国高 11.7 个百分点，在全国排第 3 位。2016 年贵州省固定资产投资完成 12929.17 亿元，同比增长 21.1%，增速仅次于西藏位居中国第二。贵州充分发挥投资对经济增长的关键性作用，加大传统优势制造业与五大新兴产业等领域投资，精准做强大数据、大旅游、大生态“三块长板”，着力补齐脱贫攻坚、基础设施、教育医疗事业“三块短板”，固定资产投资呈现“结构趋优，效益提升，增速较快”的良好态势。

图 12 2016 年云贵地区固定资产投资增速领跑全国

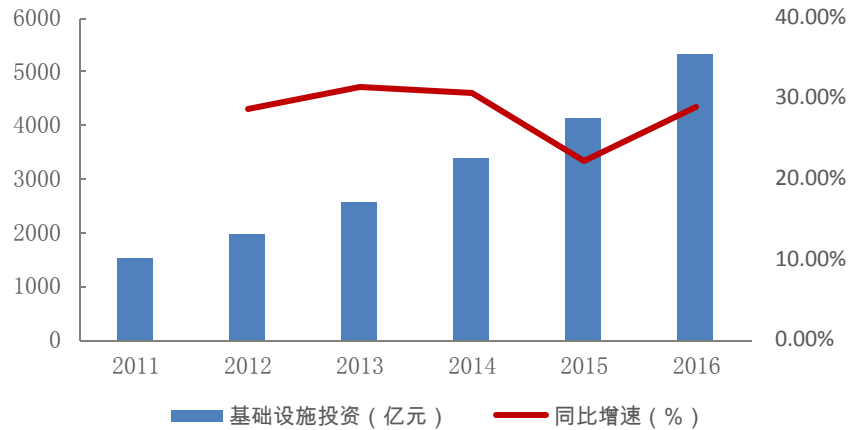


资料来源: 各省统计局、东兴证券

云南省基础设施建设迎来黄金期。2016 年, 全省基础设施建设完成投资 5565.29 亿元, 同比增长 29.0%, 占全省投资的比重为 35.5%, 对投资的贡献率为 48.2%。投资规模持续扩大, 一、三产业增势较好, 教育、卫生、社会工作等民生领域投资增长较快。云南省“十三五”期间交通运输发展的目标是到 2020 年, 全省公路网总规模达到 25 万公里, 公路水路建设完成投资 5000 亿元, 其中高速公路建设投资 3800 亿元, 国省道改造投资 510 亿元, 农村公路投资 550 亿元, 水运建设投资 140 亿元。其中 2016 年, 完成投资 1000 亿元, 其中高速公路投资 700 亿元, 路网改造 150 亿元, 农村公路 150 亿元, 水运建设 8 亿元。预计将会为易见股份提供很多基础设施建设所需的煤炭、钢铁、水泥等大宗商品。

贵州省基础设施建设速度保持持续高速增长。改革开放以后, 东部地区经济实现了飞速发展, 但是地处西南地区的贵州, 经济增长相对于东部地区差别极大。近些年来, 由于国家政策的大力支持, 贵州省相对薄弱的基础设施建设得到了飞速的发展, 贵州省基础设施建设投资增速在全国前列, 近几年来增速始终保持在 20% 以上, 基础设施建设需要大量的钢材、水泥等大宗商品, 因此, 我们认为在基建方面的投资给易见股份发展供应链管理业务平台带来了机遇。

图 13 贵州省基础设施建设投资保持持续高速增长



资料来源: 各省统计局、东兴证券

云贵地区 GDP 增速、固定资产投资、基础设施投资的增速领先于全国, 带来对钢铁、水泥、有色金属等大宗商品的高需求。

表 2 2016 工业产品产量 (万吨) 以及同比增速

	云南				贵州			
	2015		2016		2015		2016	
钢铁行业	1695	-12.4%	1655	-2.4%	463	-16.2%	526	13.6%
有色金属	333	3.9%	355	6.81%	91	21.7%	97	5.8%
煤炭行业	4484	10.2%	4251	-12.9%	17000	-8.1%	16662	-2%
水泥	9305	-2%	11000	18.21%	9909	5.4%	10748	8.5%

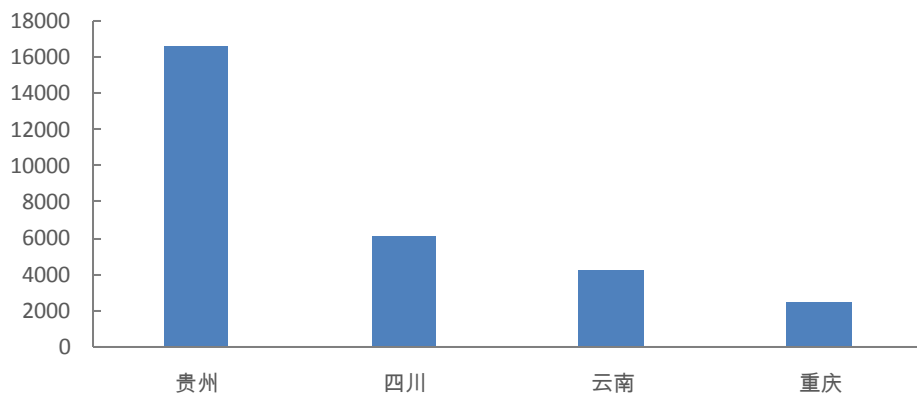
资料来源: 各省统计局、东兴证券

2.4 煤炭资源丰富, 区位优势明显, 有利于打造供应链管理平台

区位优势为公司开展煤炭供应链提供机会。公司的供应链管理业务集中于有色金属和焦煤比较集中的西南地区。2016 年公司的供应链管理已从煤-焦-钢、铁矿石、磷矿等行业, 逐步拓展到铝、铜、锡等有色金属行业, 上述行业在公司所属的西南地区自产与产业需求整体平衡, 加之云贵地区特殊的地理环境及运输成本限制, 区域特征明显, 市场供给相对独立为公司提供了较好的发展空间。

丰富的煤炭资源存储, 为公司发展煤炭供应链管理业务提供良机。中国南方的煤炭资源主要集中在西南地区的云贵川三省, 这三省的煤炭资源量之和为 3525.74 亿吨, 占中国南方煤炭资源量的 91.47%。2016 年贵州省煤炭产量为 1.67 亿吨, 云南省煤炭产量为 0.43 亿吨, 在全国分别位于第 4 位、第 13 位, 与 2015 年的排名一致。云贵地区煤炭生产呈现散、小、弱的特征, 这些煤矿企业普遍偏小, 很难与大型的国有电厂进行业务对接, 这为公司开展供应链管理平台提供机会。

图 14 2016 年西南地区煤炭分布情况



资料来源: 各省统计局、东兴证券

云贵地区 2016 年产煤量约为 2.1 亿吨, 九天投资 2016 年煤炭贸易量为 1450 万吨, 市场占有率仅为 6.9%, 又因为云贵地区煤炭生产呈现散、小、弱的特征, 公司作为西南地区供应链龙头, 预计煤炭贸易市场占有率将提升到 20%-35% 之间, 市场还有 3-5 倍的提升空间。

结论: 通过以上的分析可知, 云贵地区由于经济基础相对薄弱, 近些年来国家加大了对云贵地区的投资, 带动了云贵地区经济飞速的发展。伴随经济的不断发展, 基础设施建设投资的力度也同步加大, 由于云贵地区基建投资基数相对较小, 使得基建投资增速保持在全国的前列, 预计十三五期间云贵地区基建投资增速在 20%-30% 之间, 因此大宗商品的增速也应该保持在 10% 左右。公司是供应链管理龙头企业, 且随着公司供应链业务体量的不断增大, 公司供应链业务增速会出现逐年小幅度下降, 最终趋于稳定增长。由于 2016 年供应链业务增速达到 248%, 结合公司的业绩承诺与 2016 年年度股东大会资料, 我们估计预计 2017、2018、2019 公司供应链业务增速应保持在 30%、25%、20% 左右, 另外由于公司供应链业务的毛利率在同行业中已经保持在相当高的位置, 再结合公司的业务模式, 预计今后几年公司的毛利率将保持在这个水平。

3. 一个平台+一项技术 解中小型药商融资难

自从 2016 年突然在国内出现了区块链技术的爆火, 国内很多金融企业乃至非金融企业都开始关注这一被认为是下一代互联网技术的黑科技。尽管区块链的技术体系和应用框架还处于早期阶段, 但这并不能阻挡国内企业实践区块链技术的热情, 其中一个主要的跨金融场景就是供应链金融。

2016 年, 禾嘉股份与 IBM 中国研究院一起开发了易见区块链技术应用系统, 这是使用超级账本 Fabric 的许可区块链平台, 目前已投入生产运行。

图 15 区块链技术被广泛应用



资料来源：公司官网、东兴证券

挖掘区块链在行业中的应用，解决中小型药商融资难问题。由于中小型药商自身信用体系不完善，以及传统金融缺乏针对中小企业的信用评估和有效风险控制机制，他们往往很难获得融资。药品经销商将药品按合同交付给医院之后，一般需要 60-90 天才能收到货款。中小型药商由于信用记录不完备，又无法提供符合融资标准的抵押品，因此难以从传统金融机构获得贷款支持。通过与 IBM 合作，易见股份应用区块链技术建立起供应链各方之间的信任网络。通过对药品的供应链全流程进行跟踪和交易记录的安全加密，保证了业务数据的真实性，有效降低了融资机构贷款风险，使企业的收款时间缩短到贷款交付当天或隔天。总的来说，该平台减少了供应链上上下游的资金周转时间，缓解中小型药商的融资难困难。

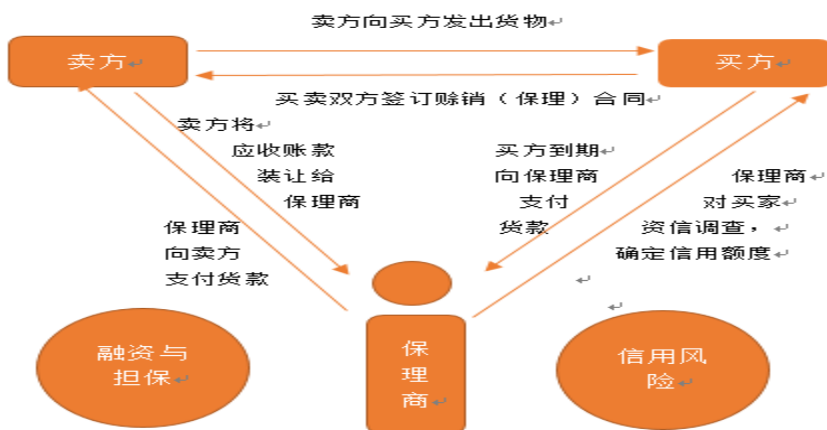
4. 腾飞中的商业保理业务

4.1 公司供应链业务的基本情况 & 业务模式形式

保理业务是指卖方、供应商或出口商与保理商之间存在的一种契约关系。根据该契约，卖方、供应商或出口商将其现在或将来的基于其与买方（债务人）订立的货物销售或服务合同所产生的应收账款转让给保理商，由保理商为其提供贸易融资、销售分户账管理、应收账款的催收、信用风险控制与坏账担保等服务中的至少两项。保理业务类似于银行的贴现业务，获得应收账款价差收入实质是一种利息收入。

商业保理是最适合成长型中小企业的贸易融资工具，可以在缓解中小企业融资难、融资贵、健全商务信用体系方面发挥重要作用。

图 16 保理业务流程



资料来源: 各省统计局、东兴证券

保理业务有以下几种业务模式:

传统保理业务模式。基于买方信用的保理，标准的传统保理业务模式。该模式基于供应商与核心企业贸易产生的应收账款转让给保理商，由保理商为其提供贸易融资、销售分户账管理、应收账款催收、信用风险控制、坏账担保等综合性金融服务。

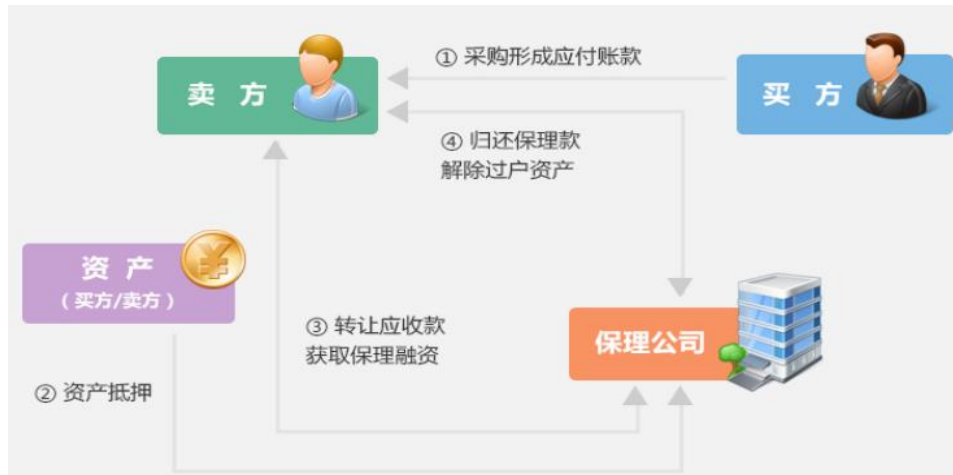
图 17 传统保理业务模式流程图



资料来源: 公司官网、东兴证券

1、资产跟单业务模式。资产跟单模式是基于核心企业支付风险评估较高而设计的一种保理服务模式。即在传统保理的应收账款转让前，先将融资主体持有的资产(包括固定资产、股权、票据等符合我司价值评估的抵押物)办理相关手续后进行的保理融资。

图 18 资产给单业务模式流程图



资料来源：公司官网、东兴证券

2、保证担保业务模式。卖方信用的保证担保模式是我司基于保理融资主体有融资需求，但风险评估高于买卖双方企业自身信用，且有资质较好的第三方（企业或个人）为融资方提供保证担保而设计的一种服务模式。即在传统保理的应收账款转让前，先由第三方提供保证担保后进行的保理融资。

图 19 保证担保业务模式流程图



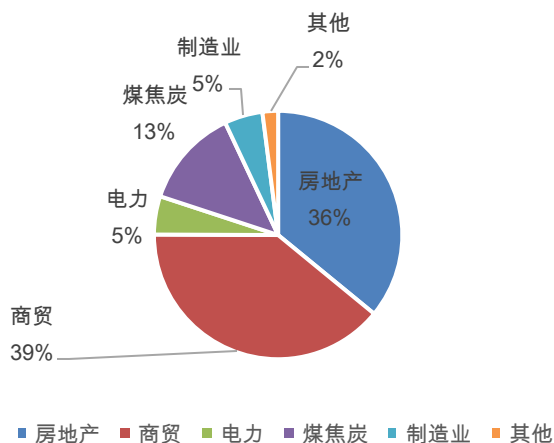
资料来源：公司官网、东兴证券

4.2 商业保理业务迎来快速发展的最佳时机

商业保理业务迎来快速发展的最佳时机。2016 年公司商业保理业务实现利息收入 4.75 亿元，同比增长 250.55%，实现净利润 2.36 亿元，同比增长 214.9%，保理业务发生额 118.2 亿元，同比增长 6.12%，其中传统保理业务发生额为 80.2 亿元，同比增长 88.27，承兑跟单、供应链承兑跟单保理业务发生额 37.99 亿元，同比下降 44.76%。公司保理业务中传统业务发生额为 80.2 亿元，承兑跟单、供应链承兑跟单保理业务发

生额为 37.99 亿元。表明公司保理业务主要还是运用传统的业务模式。

图 20 传统保理业务行业分布情况



资料来源：各省统计局、东兴证券

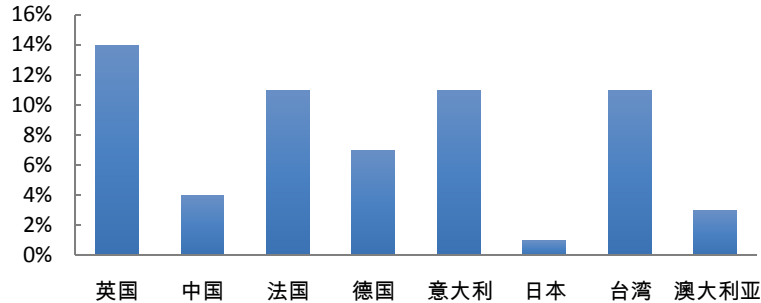
4.3 商业保理未来增长空间巨大

根据《中国商业保理行业发展报告 2015》预测，到“十三五”末，中国商业保理业务规模将达到万亿元人民币级。另外据原商务部市场秩序司司长温再兴介绍，截至 2016 年 11 月末，全国规模以上工业企业应收账款规模突破 12.9 万亿，商业保理现在仅仅做到 5 千亿，商业保理占应收账款的比例仅为 3.89%，21 世纪经济报道记者获取的《广东省商业保理行业发展研究报告（2016）》显示，自 2012 年启动试点以来，目前深圳前海已集聚我国超过 80% 商业保理企业，企业数量从 2012 年的 2 家增至 2016 年底的 4000 多家。2016 年前海商业保理企业新增注册数是 2015 年的 2.5 倍，环比增长 152.32%。表明商业保理业务未来增长空间巨大。

2017 年 1 月 6 至 7 日，2017 中国（深圳）商业保理行业年会暨前海商业保理创新发展论坛在深圳成功举行。在本次年会上，公司控股子公司深圳滇中保理荣获“2016 年度企业服务创新 商业保理企业”、“2016 年度最佳中小微企业 商业保理服务商”和“2016 年度最具竞争力商业保理企业”等三项奖。

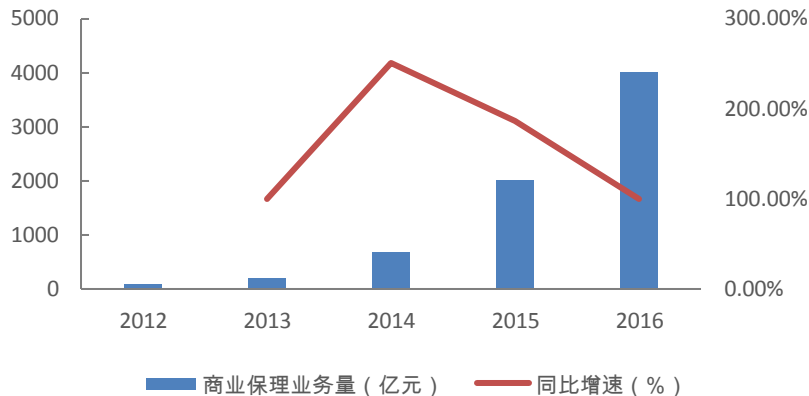
近几年来中国的商业保理业务增速惊人，年同比增速超过 100%，保理业务巨大的市场，为公司在开展保理业务方面提供了机会。

图 21 2015 年主要保理市场保理业务占 GDP 比例



资料来源：中国产业信息网、东兴证券

图 22 商业保理业务增速惊人



资料来源：中国产业信息网、东兴证券整理

由公司公告可知，至 2016 年末公司为深圳保理担保余额 0 万元，预计 2017 年末为其累计担保 20 亿元，这 20 亿元为银行授信。深圳商业保理注册资金为 17 亿元，因此该公司目前有 37 亿资金可以开展商业保理业务，根据行业惯例，保理最大允许 10 倍杠杆，因此该公司参与保理业务的金额最高可达 370 亿元，截至 2016 年年末公司保理业务发生额为 118.2 亿元，资金利用率不足 1/3，因此公司未来保理业务的发展空间巨大。

4.4 股东拥有政府资源和产业经验，有助于公司开展商业保理业务

控股股东九天投资控股集团是云南省大型的煤炭生产基地和最大的煤炭贸易商之一，掌握了大量上游资源和下游客户，并且在煤炭产业链上各个环节均有涉足。公司可以凭借这种优势在上游煤炭生产企业和下游电厂等企业选择业绩良好，信誉优秀的企业开展保理业务，在有效降低风险的同时，公司赚取了利润，赢得了市场。

二股东滇中集团属于国有企业，拥有丰富的政府资源。滇中集团是云南省政府为加快滇中新区发展，按照“政府主导、市场运作、精简高效”原则，成立的省属国有企业。公司围绕滇中新区发展目标，以市场为导向，以资本为纽带，以创新投融资机制为突破，为新区基础设施建设、土地一级开发、城市建设综合开发和现代产业体系构建提供服务，着力打造成为新区开发建设的投融资主体。滇中集团在服务滇中新区的同时，有望于煤炭等企业开展业务合作，这样必定会产生大量的应收账款。滇中集团是地方国有企业，信誉有保证，公司可以与滇中集团产生应收账款的企业合作开展商业保理业务。

结论，由以上分析，公司保理业务今后几年仍将保持快速发展，由于 2016 年保理业务营收增速达到 215%，增速过大，再结合 2016 年年度股东大会资料，我们预计 2017-2019 年、保理业务实现年均增速 50%左右，商业保理业务毛利率比较高，预计今后几年保理业务的业务结构也不会发生太大变化，预计今后几年保理业务毛利率维持这个水平不变。

5. 业绩预测及估值

公司以供应链管理及保理服务两个业务板块构建刻画贸易及交易全流程的闭环，搭建了服务便捷、风险可控的供应链金融服务平台，解决了供应链上的企业融资难融资贵的问题，服务宗旨是加速企业的资金周转，降低供应链的交易成本。2017 年公司将进一步夯实公司供应链管理和商业保理基础业务，全年计划实现营业总收入 206 亿元，其中供应链管理业务计划实现营业收入 199 亿元，商业保理业务计划实现利息收入 7 亿元；预计三项费用总计 2.82 亿元，实现归属于上市公司股东净利润 8 亿元以上。

另外 2016-2017 上市公司业绩承诺分别为 6 亿元和 8 亿元，2016 年公司实际归母净利润为 6.03 亿元，于业绩承诺基本一致，2017 年一季度公司实现归母净利润为 1.92 亿元，完成业绩承诺的 1/4，预计年末业绩承诺可以实现。再结合公司未来发展，我们预测公司 2017-2019 营收分别为 206 亿元、263.23 亿元、326.61 亿元，EPS 分别为 0.73、0.93、1.25，对应的 PE 分别为 17.69 倍，13.87 倍，10.31 倍。首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

表 3：行业内其他公司估值情况

	2016	2017E	2018E
瑞茂通	212	300	368
飞马国际	522	568	629
普路通	36	44	55
怡亚通	583	690	829
建发股份	1455	1580	1765
象屿股份	1191	1319	1490
厦门国贸	981	1039	1210
中储股份	153	148	135

	2016	2017E	2018E
平均	642	711	820

资料来源：东兴证券

6. 风险提示

- 1、 主营供应链管理业务收入增长不达预期
- 2、 云贵地区基础设施建设投资不达预期
- 3、 煤炭价格再次大幅下跌风险
- 4、 行业竞争加剧风险
- 5、 客户信用风险

利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
营业收入	5,271.29	16,178.64	20,600.00	27.33%	26,323.00	27.78%	32,661.00	24.08%
营业成本	5,060.46	15,009.80	19,284.01	28.48%	24,532.55	27.22%	30,248.95	23.30%
营业费用	14.32	26.08	6.18	-76.30%	7.90	27.78%	9.80	24.08%
管理费用	54.14	70.24	45.32	-35.48%	57.91	27.78%	71.85	24.08%
财务费用	(149.58)	0.39	1.00	159.26%	1.00	0.00%	1.00	0.00%
投资收益	30.04	11.81	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	303.75	920.08	1,232.59	33.97%	1,684.16	36.64%	2,280.40	35.40%
利润总额	456.27	987.11	1,232.59	24.87%	1,684.16	36.64%	2,280.40	35.40%
所得税	104.05	322.11	308.15	-4.33%	421.04	36.64%	570.10	35.40%
净利润	352.22	665.00	924.44	39.01%	1,263.12	36.64%	1,710.30	35.40%
归属母公司所有者的净利润	334.57	603.06	894.44	48.32%	1,233.12	37.86%	1,680.30	36.26%
NOPLAT	119.01	620.10	925.19	49.20%	1,263.87	36.61%	1,711.05	35.38%
资产负债表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
货币资金	2,206.56	746.69	618.00	-17.24%	789.69	27.78%	979.83	24.08%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	424.52	1,486.04	1,862.47	25.33%	2,379.89	27.78%	2,952.91	24.08%
预付款项	186.91	410.37	699.63	70.49%	1,067.62	52.60%	1,521.35	42.50%
存货	63.39	91.11	116.23	27.57%	147.87	27.22%	182.32	23.30%
流动资产合计	9,414.09	11,603.17	13,979.46	20.48%	17,477.85	25.03%	21,397.81	22.43%
非流动资产	388.53	466.36	455.26	-2.38%	455.02	-0.05%	454.78	-0.05%
资产总计	9,802.62	12,069.53	14,434.72	19.60%	17,932.87	24.23%	21,852.59	21.86%
短期借款	570.00	330.00	3,403.64	931.40%	5,209.46	53.06%	7,018.85	34.73%
应付帐款	102.00	276.60	369.83	33.71%	470.49	27.22%	580.12	23.30%
预收款项	420.18	200.33	200.33	0.00%	200.33	0.00%	200.33	0.00%
流动负债合计	3,694.40	4,333.46	6,491.11	49.79%	8,972.77	38.23%	11,518.25	28.37%
非流动负债	10.66	1,018.02	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	499.27	555.45	585.45	5.40%	615.45	5.12%	645.45	4.87%
母公司股东权益	5,598.29	6,162.61	7,327.07	18.90%	8,313.56	13.46%	9,657.80	16.17%
净营运资本	5,719.69	7,269.71	7,488.35	3.01%	8,505.08	13.58%	9,879.56	16.16%
投入资本 IC	4,461.37	7,315.54	10,698.15	46.24%	13,348.78	24.78%	16,342.27	22.43%
现金流量表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
净利润	352.22	665.00	924.44	39.01%	1,263.12	36.64%	1,710.30	35.40%
折旧摊销	32.88	37.32	0.00	N/A	0.24	N/A	0.24	0.00%
净营运资金增加	5,791.80	1,550.03	218.63	-85.89%	1,016.73	365.04%	1,374.48	35.19%
经营活动产生现金流	(2,398.24)	(3,142.84)	(2,484.64)	N/A	(1,386.51)	N/A	(1,282.19)	N/A
投资活动产生现金流	(80.98)	573.43	31.01	-94.59%	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	4,406.33	740.17	2,324.94	214.11%	1,558.20	-32.98%	1,472.33	-5.51%
现金净增 (减)	1,927.11	(1,829.24)	(128.69)	N/A	171.69	N/A	190.14	10.75%

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，中小市值首席分析师，研究所上海团队负责人。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。