

# 易见股份 (600093)

## 借国资东风，搭金融平台，成西南霸业

### 推荐 (维持)

现价: 12.82 元

#### 主要数据

行业	非银金融
公司网址	www.easy-visible.com
大股东/持股	云南九天投资控股集团有限公司/37.17%
实际控制人/持股	冷天辉/%
总股本(百万股)	1,122
流通 A 股(百万股)	322
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	143.90
流通 A 股市值(亿元)	41.34
每股净资产(元)	5.66
资产负债率(%)	43.60

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**缴文超** 投资咨询资格编号  
 S1060513080002  
 010-56800136  
 JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

**陈雯** 投资咨询资格编号  
 S1060515040001  
 0755-33547327  
 CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**张译从** 一般从业资格编号  
 S1060116080096  
 01056610252  
 ZHANGYICONG918@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- 专注供应链管理+商业保理,借力国资委增强业务能力:** 2016年,公司作价4.91亿元出售中汽成都100%股权,进一步优化资产结构,集中资源深耕供应链服务。同年5月,公司公告称世博旅游集团拟通过增资取得公司大股东九天控股40%股权,增资事宜完成后,世博旅游集团通过九天控股间接持有公司31.17%股权,公司实际控制人由冷天辉先生变更为国务院国资委。华丽转身国资控股企业,公司传统供应链服务、金融科技平台建设将获取更有力支持,相关增资事项正有序进行中。
- 供应链管理、商业保理并驾齐驱:** 云贵固定资产投资、基础设施建设近年来快速增长,考虑政策引导带动经济发展,预期高增速将较长时间维持,大宗商品市场需求依然强劲;商业保理发展进入“井喷期”,银行保理规模逐年缩减,各行业应收账款增长,行业纵向、横向均具深耕空间。行业比较来看,公司16年供应链收入153.79亿元,同比增加219.44%,毛利率成倍增长跃至第四,销售、管理均占优。公司率先抢占云贵大宗商品封闭市场,凭借股东资源优势已稳定为下游大客户组织货源供应,同时,公司财务杠杆(资产负债率43.59%)、债务融资成本(约5%)双低,业务发展空间、利差空间均较大。
- 金融科技服务平台布局初见成效:** 公司2016年与IBM合作推出“易见区块链应用系统”,系统以区块链作为底层技术,实时刻画交易流程,目前已合作企业500余家,达成交易合同3655份、融资合同2326份,实现融资金额2295万元,初具规模。流程数字化可从根本上解决风险控制问题,效率提升显著,首家引进,具备先发优势。
- 投资建议:** 我们预测公司2017-2019年归母净利润分别为8.19亿元、9.85亿元、12.84亿元, EPS分别为0.73、0.88、1.14元/股,目前股价对应PE分别为17.6、14.6、11.2倍。维持公司“推荐”评级。
- 风险提示:** 供应链服务发展不达预期风险,股市波动系统性风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5271	15,704	20,633	25,888	31,245
YoY(%)	1201.5	197.9	31.4	25.5	20.7
净利润(百万元)	335	603	819	985	1,284
YoY(%)	844.2	80.2	35.8	20.3	30.3
毛利率(%)	4.0	4.4	6.2	6.5	6.9
净利率(%)	6.3	3.8	4.0	3.8	4.1
ROE(%)	5.8	9.9	12.1	13.1	14.9
EPS(摊薄/元)	0.30	0.54	0.73	0.88	1.14
P/E(倍)	43.0	23.9	17.6	14.6	11.2
P/B(倍)	2.6	2.3	2.2	1.9	1.7

# 正文目录

<b>一、转型供应链管理与商业保理，借力国资委增强业务能力</b>	<b>4</b>
1.1 汽车零部件增长动力不足，转型供应链管理与商业保理	4
1.2 控股股东增资扩股，民营化身央企	6
<b>二、供应链管理、商业保理并肩前行</b>	<b>7</b>
2.1 供应链管理业务：行业持续看好，自身实力突出	7
2.2 商业保理业务：风险可控，腾飞可期	11
<b>三、公司率先抢占封闭市场，财务杠杆、成本双低</b>	<b>15</b>
3.1“区位优势+煤炭去产能+股东支持”助力优质供应链管理平台打造	15
3.2 高资本、低杠杆，商业保理规模空间、利差空间大	15
<b>四、区块链引进，大步迈进金融科技服务平台</b>	<b>15</b>
<b>五、投资建议</b>	<b>16</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1	转型前营业收入增长乏力	4
图表 2	转型前净利润下降趋势明显	4
图表 3	公司供应链管理与商业保理转型之路	5
图表 4	2015 年营收占比	5
图表 5	2016 年营收占比	5
图表 6	转型后营收明显提升	6
图表 7	转型后利润达承诺预期	6
图表 8	增资扩股前公司股权结构	6
图表 9	增资扩股后公司股权结构	7
图表 10	预结算业务模式	8
图表 11	预付款业务模式	8
图表 12	预收款业务模式	8
图表 13	各产业链历年收入情况（百万元）	9
图表 14	供应链管理业务 16 年分行业收入占比	9
图表 15	2016 年云贵固定资产投资增速全国领先	9
图表 16	2016 年各公司供应链业务情况	10
图表 17	公司毛利率相对劣势	10
图表 18	公司销售费用管控优势明显	10
图表 19	管理费用率比较	11
图表 20	财务费用率比较	11
图表 21	传统保理业务模式	11
图表 22	资产跟单业务模式	12
图表 23	保证担保业务模式	12
图表 24	保理业务收入结构	13
图表 25	历年新增商业保理企业情况	13
图表 26	全国规模以上工业企业应收账款扩大趋势明显	14
图表 27	全国规模以上工业企业流动资产总额逐年递增	14
图表 28	全国规模以上工业企业应收账款流动资产占比	14
图表 29	全国应收账款转让登记数量构成	14
图表 30	2016 年全国规模以上工业企业分行业应收账款占比	14

# 一、 转型供应链管理与商业保理，借力国资委增强业务能力

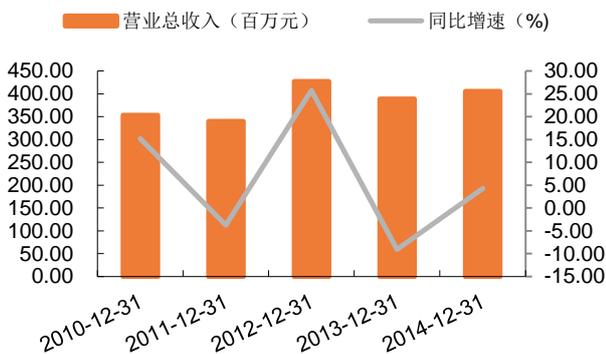
## 1.1 汽车零部件增长动力不足，转型供应链管理与商业保理

汽车零部件业务增长动力不足

公司原名禾嘉股份，1997 年上交所上市，2017 年更名易见股份。公司自上市以来业务历经多次转型，上市之初致力于农产品加工，2004 年置入中汽成都配件有限公司股权进军机械加工、汽车零部件生产，但 2010 年以来，受经济下行、限购政策等影响，汽车行业规模增速放缓，汽车零部件行业竞争随之加剧。

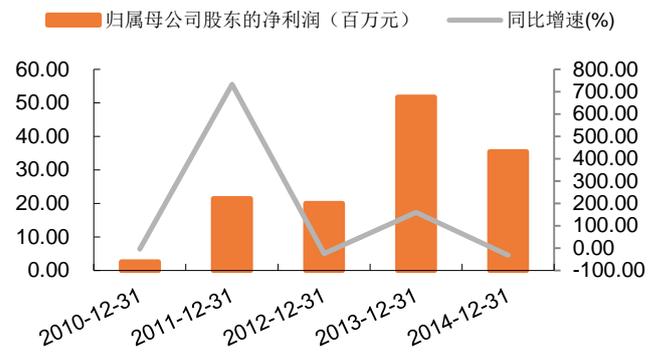
在宏观环境弱化、汽车零部件业务竞争加剧的背景下，公司营业收入绝对数 2010 年至 2014 年间基本不变，增长明显乏力，而原材料、制造费用逐年上升，公司归母净利润下降趋势明显，截至 2014 年归母净利润增速已为-31.45%，汽车零部件业务发展面临困境。

图表1 转型前营业收入增长乏力



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 转型前净利润下降趋势明显



资料来源:wind, 平安证券研究所

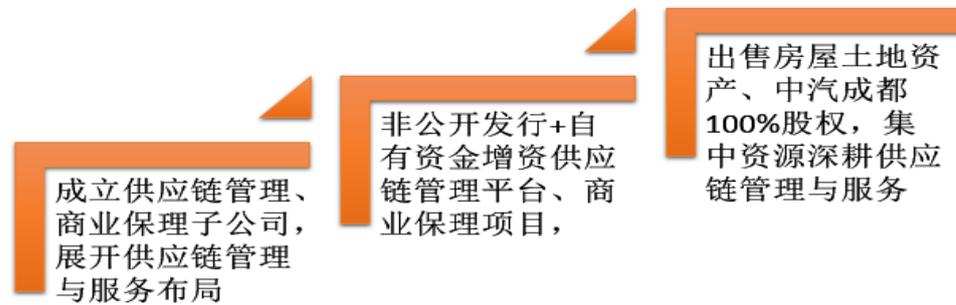
### 转型供应链管理与商业保理

2014 年，公司先后成立全资子公司贵州禾嘉供应链管理有限责任公司，控股子公司云南滇中供应链管理有限公司、深圳滇中商业保理有限公司，正式展开供应链管理与商业保理布局。

2015 年，公司通过非公开发行募集资金 48.48 亿元，其中，4.5 亿元投向禾嘉供应链管理平台项目、28 亿元投向滇中供应链管理平台项目、15 亿元投向滇中商业保理项目，集中建设煤炭、钢铁水泥等产业链电子商务供应链管理平台和保理业务，后公司持续对三家子公司增资，供应链管理项目投资总额 50 亿元、商业保理项目投资总额 20 亿元，成为 A 股供应链金融领域投入资本最大上市公司之一。

2016 年，公司剥离供应链管理与商业保理之外业务，作价 1.36 亿元出售房屋土地资产，作价 4.91 亿元出售中汽成都配件有限公司 100% 股权，整体售予公司原大股东四川禾嘉实业（集团）有限公司，进一步优化资产结构，集中资源深耕供应链管理与服务，业务转型至此彻底完成。

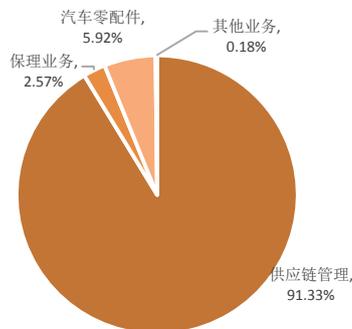
图表3 公司供应链管理与商业保理转型之路



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

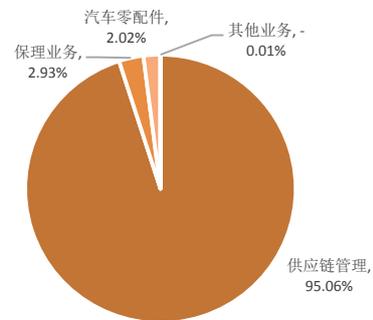
业务结构集中，供应链管理为主、商业保理为辅。公司目前主要通过云南滇中供应链管理有限公司、贵州易见供应链管理有限责任公司、深圳滇中商业保理有限公司从事企业供应链管理、相关配套服务及物流综合服务、咨询、物流信息平台建设等活动，以受让应收账款的方式提供贸易融资、应收账款的收付结算、管理与催收，提供销售分户（分类）账管理、与公司业务相关的非商业性坏账担保、客户资信调查与评估、商业保理相关咨询等服务。截至 2016 年末，公司供应链管理业务收入 153.79 亿元、占比 95.06%，保理业务收入 4.75 亿元、占比 2.93%。

图表4 2015 年营收占比



资料来源:wind, 平安证券研究所

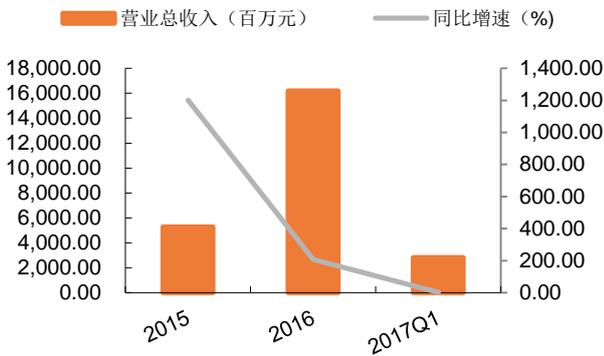
图表5 2016 年营收占比



资料来源:wind, 平安证券研究所

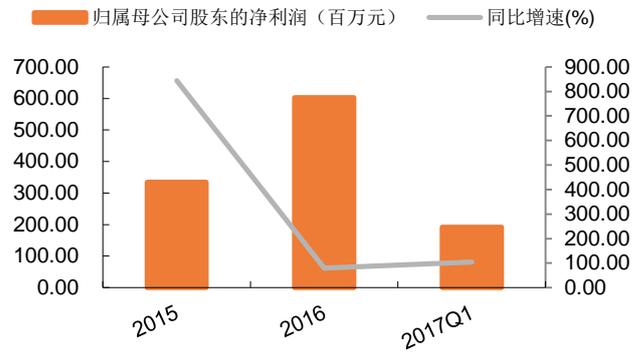
供应链管理、商业保理助推公司业绩增长。受益于子公司云南滇中供应链管理有限公司收入增长，公司 2016 年营业收入 157.04 亿元、同比上涨 205.77%；受益于子公司深圳滇中商业保理有限公司收入增加，公司 2016 年利息收入 4.75 亿元、同比上涨 250.55%。公司所属大宗商品供应链管理行业目前仍处蓝海，发展潜力可期，公司作为行业先驱享先发红利，叠加公司自身经营管理优势，公司业绩因供应链管理、商业保理业务得以转好。公司此前做出业绩承诺，15-17 年归母净利润不低于 2 亿元、6 亿元、8 亿元，目前公司 15、16 年分别实现利润 3.35 亿元、6.03 亿元均达预期，预计公司 17 年业绩仍会有较好表现。

图表6 转型后营收明显提升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 转型后利润达承诺预期



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 1.2 控股股东增资扩股，民营化身央企

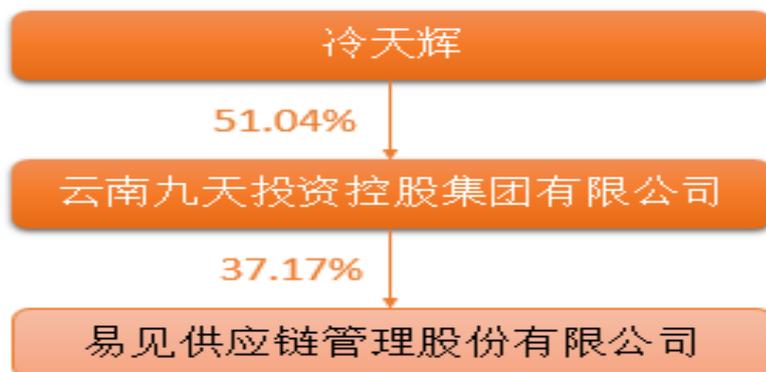
### 控股股东增资扩股概述

2017年5月16日，公司发布公告称大股东云南九天投资控股集团有限公司拟引进战略投资者，公司股权结构或受影响发生变更，截至目前云南世博旅游控股集团已与云南九天投资控股集团原股东冷天辉、冷天晴、冷丽芬签订增资扩股协议，云南世博旅游控股集团已照相关规定对公司除云南九天投资控股集团之外的股东发起全要约收购，相关事项正有序进行中。

### 股权变更情况

本次增资扩股，世博旅游集团拟取得公司控股股东九天控股40%股权，冷天辉、冷天晴和冷丽芬对所持九天控股股权进行调整，冷天辉拟持九天控股30.62%股权，冷天晴持29.38%股权，冷丽芬不再持有股份，冷天辉、冷天晴同意按协议安排与公司章程约定保证世博旅游集团获九天控股实际控制权，增资事宜完成后，世博旅游集团将通过九天控股间接持有公司37.17%股权，公司实际控制人由冷天辉先生变更为国务院国资委。

图表8 增资扩股前公司股权结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 增资扩股后公司股权结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

### 实际控制人变更对公司的影响

此次实际控制人变更将全方位对公司产生影响, 公司供应链管理业务的核心影响因素在于资金募集和风险控制, 引入国资背景预期将有助于公司贷款、发债等融资成本降低, 为公司科技金融平台化发展战略完美实现奠定坚实基础, 同时, 云南世博旅游控股集团主营旅游相关业务, 增资完成后相关资源或与公司业务相整合, 公司业务拓展值得期待。

## 二、 供应链管理、商业保理并肩前行

### 2.1 供应链管理业务: 行业持续看好, 自身实力突出

公司供应链管理主要分为预结算业务、预付款业务、预收款业务三类, 业务开展以预收款方式为主。

**预结算业务:** 基于供应商的供货能力及核心企业的支付信用, 公司为供需双方提供供应链管理服务和资金支持, 帮助供应商及时回收货款、核心企业享受一定付款账期。此过程, 公司与供应商、核心企业分别签订采购、销售协议, 公司收到核心企业提供的到货信息后, 按一定比例支付供应商货款, 在收到核心企业支付货款后与供应商做最终决算, 上游供应商在商品销售价格上会予公司以优惠, 公司因此获得贸易价差, 其中, 整个供应链服务过程中公司不负责物流运输等工作。

**预付款业务:** 基于优质供应商供货能力及信用, 公司采用预付资金进行采购, 及时供货给核心企业, 可帮助供应商提前收到货款、组织货源, 核心企业可申请付款延期、享受一定账期。此过程, 公司以预付方式采购存货, 可获较大折扣力度, 从而赚得销售差价。

**预收款业务:** 主要针对中小企业贸易过程中的互信问题, 公司参与进供需双方贸易之中, 帮助需方缓解资金压力, 可提升供需双方互信程度, 公司可接受需方申请, 为需方预付款不足部分进行垫资, 需方仍可享一定账期。此过程中, 预收款在公司停留时间相对短暂, 公司获少量差价, 毛利较低, 但风险最小。

图表10 预结算业务模式



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表11 预付款业务模式



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

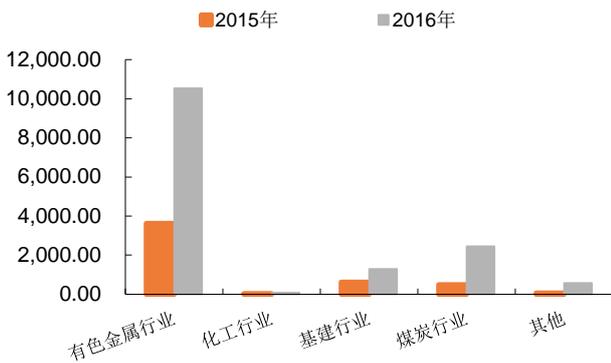
图表12 预收款业务模式



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

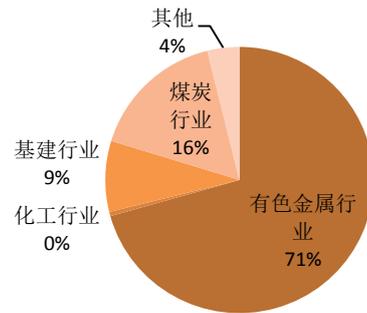
横向拓展供应链服务范围，有色金属行业形成突破。公司供应链管理业务集中于有色金属和焦煤相对集中的西南地区，经过不懈努力，承受经济持续下行压力，公司供应链管理已从煤-焦-钢、铁矿石、磷矿等行业，逐步拓展到铝、铜、锡等有色金属行业。2016年，煤炭价格回升，供应偏紧，煤炭供应链业务因此大幅上涨，同时，伴随省内基建深入及 PPP 开工带动，公司基建行业供应链服务也大幅迈进。

图表13 各产业链历年收入情况（百万元）



资料来源:公司年报, 平安证券研究所

图表14 供应链管理业务 16 年分行业收入占比

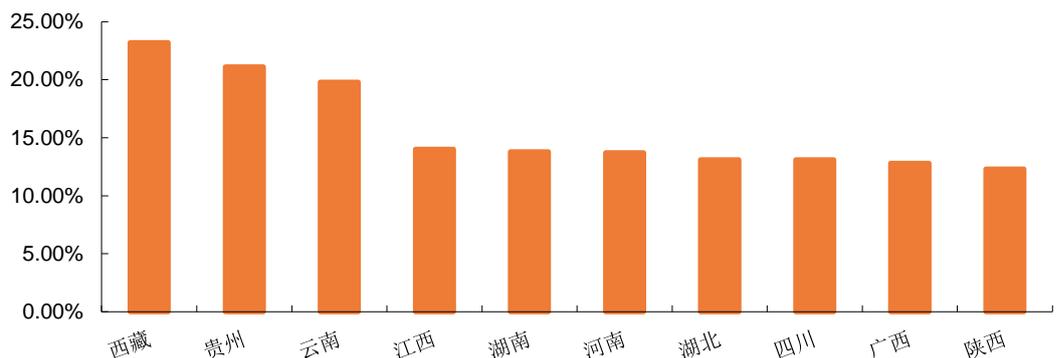


资料来源:公司年报, 平安证券研究所

大宗商品需求强劲，业务拓展空间可期

云贵经济、固定资产投资增速全国领先。2016年，云南、贵州 GDP 增速分别为 8.7%、10.5%，远超全国平均水平，云南、贵州地区经济基础相对薄弱，政府大力推动经济发展，在国内经济 L 型探底的环境下，云贵地区增速仍维持相对较高水平。从国家统计局公布的固定资产投资数据来看，云南省 2016 年固定资产投资完成额 15662.49 亿元，同比增长 19.8%，贵州省固定资产投资完成额 12929.17 亿元，同比增长 21.1%，云贵投资增速分别位列全国二、三。

图表15 2016 年云贵固定资产投资增速全国领先



资料来源:国家统计局, 平安证券研究所

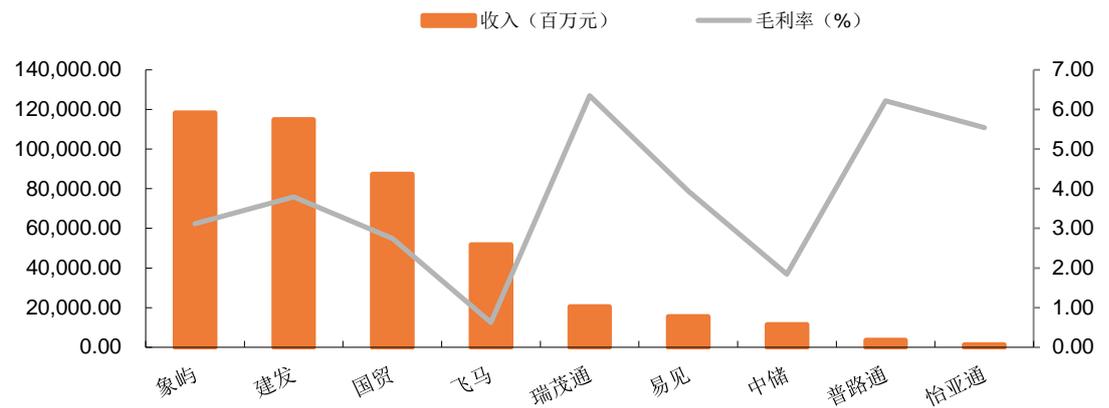
云贵基建发展持续看好，推动大宗商品强劲需求。未来几年云南省基建投资将迎来黄金发展期，云南 2016 年完成基础设施建设投资 5562.29 亿元，同比增长 29%，“十三五”目标至 2020 年完成全省公路网 25 万公里建设，公路水路建设投资总规模 5000 亿元，其中 2016 年已完成投资 1000 亿元，未来几年基建投资仍具持续发展内生动力。贵州省基础设施建设发展速度同样居于高位，贵州省近几年基建投资增速均保持 20% 以上，基于相对薄弱基建基础，未来几年增速预计仍将持续。历史增

速高企，叠加政策持续推动，云贵预期高速增长持续延续，基建发展必将带动大宗商品需求，公司可开拓业务空间巨大。

期间费用率低，公司盈利占优

目前 A 股上市供应链管理公司共 9 家，分别为瑞茂通、飞马国际、易见股份、普路通、怡亚通、建发股份、象屿股份、厦门国际和中储股份，从各公司 2016 年供应链业务业绩情况来看，公司供应链业务收入 153.79 亿元，排位在 15 年倒数第二位的水平上上升两位，且公司 16 年毛利率成倍增长，跃至第四位，彰显公司较快发展速度。

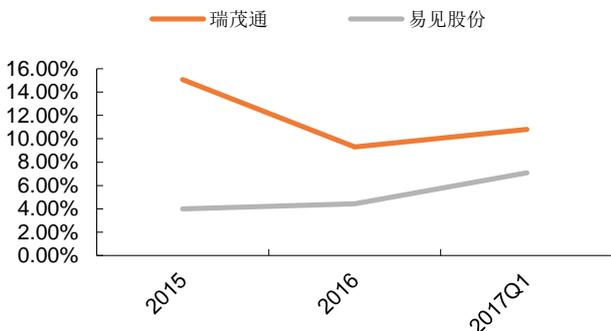
图表16 2016 年各公司供应链业务情况



资料来源:wind, 平安证券研究所

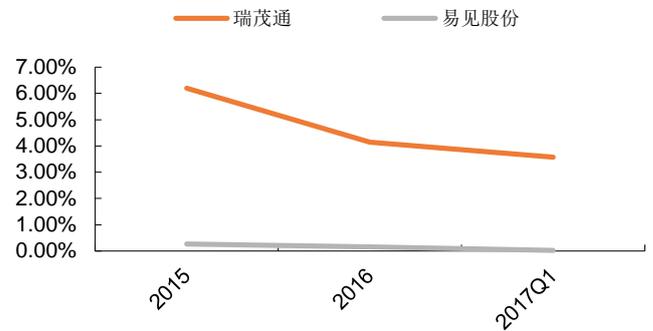
供应链管理公司中，瑞茂通主营煤炭等大宗商品供应链管理、供应链金融服务，与公司业务相近。瑞茂通 2000 年开始大宗商品供应链业务运作，业务辐射全国并涉足进口煤业务，收入及毛利率方面更具优势。但拆解两公司业务成本可见，公司销售费用率明显优于瑞茂通，且在管理和财务方面优势也相对明显，公司偏重预收款业务模式，本身毛利率即略低，由此可见，公司自身治理更具优势，同时，公司资产负债率约 40%，瑞茂通维持 70%，飞马国际约 80%，以上因素均为公司业绩进一步发展奠定基础。

图表17 公司毛利率相对劣势



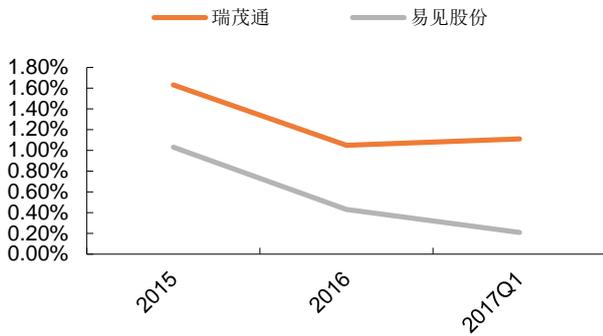
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表18 公司销售费用管控优势明显



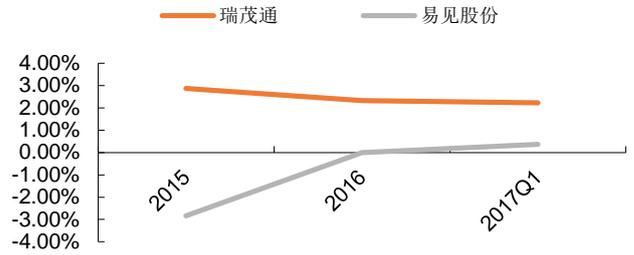
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表19 管理费用率比较



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表20 财务费用率比较



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 2.2 商业保理业务：风险可控，腾飞可期

商业保理业务实质为商业保理公司为供应商应收账款提供贴现贷款，收入本质为利息收入。公司商业保理业务主要为供应链管理提供服务，由传统保理模式、资产跟单模式和保证担保模式构成。

**传统保理业务模式：**此模式基于买方信用，为标准的传统保理业务模式。供应商将与核心企业贸易产生的应收账款转让给公司，公司为其提供贸易融资、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，可有效提高供应商资金周转率，扩大销售规模，降低财务成本。

**资产跟单业务模式：**此时核心企业支付风险较高，在传统保理的应收账款转让前，先将供货商持有资产（固定资产、股权、票据等）作价值评估抵押物。此模式可为供应商提供资金支持，抵押保证还款来源。

**保证担保业务模式：**公司在进行传统保理流程前，由资质良好第三方为供应商提供保证担保，此模式风险最高。

图表21 传统保理业务模式



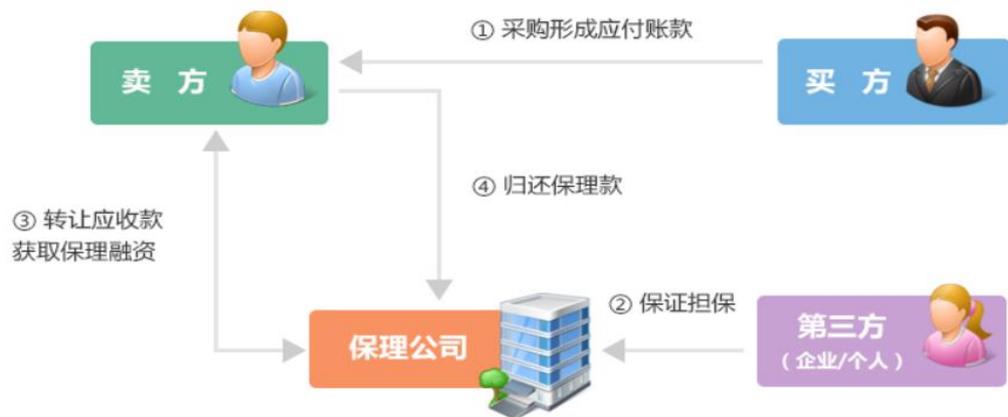
资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表22 资产跟单业务模式



资料来源:平安证券研究所

图表23 保证担保业务模式

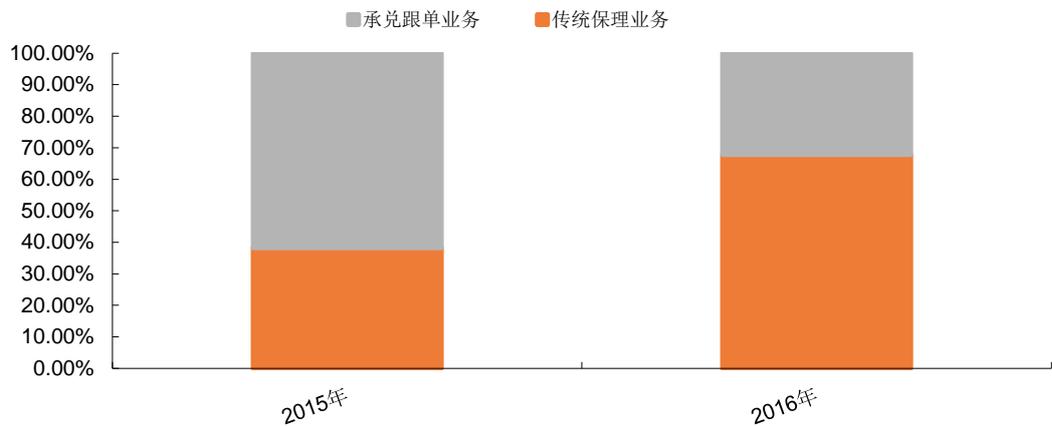


资料来源:公司官网, 平安证券研究所

### 严控风险，重视传统保理业务

基于缓慢回暖的宏观经济环境，公司重点以风险控制作为保理业务开拓宗旨，通过对金融风险的审慎判断，压缩承兑跟单业务，大幅增加传统保理业务，加快传统保理业务周转率。同时，行业选择方面，基于行业周期及景气度合理配置资金，对区域性、垄断性行业、国有上市公司、政府采购等重点配置，反应在适度回暖的地产、大宗工业品（煤焦钢）、电力及商贸等行业相对倾向性投放。预计在 17 年维稳的环境下，公司仍将以传统保理业务作为主要发展方向。

图表24 保理业务收入结构

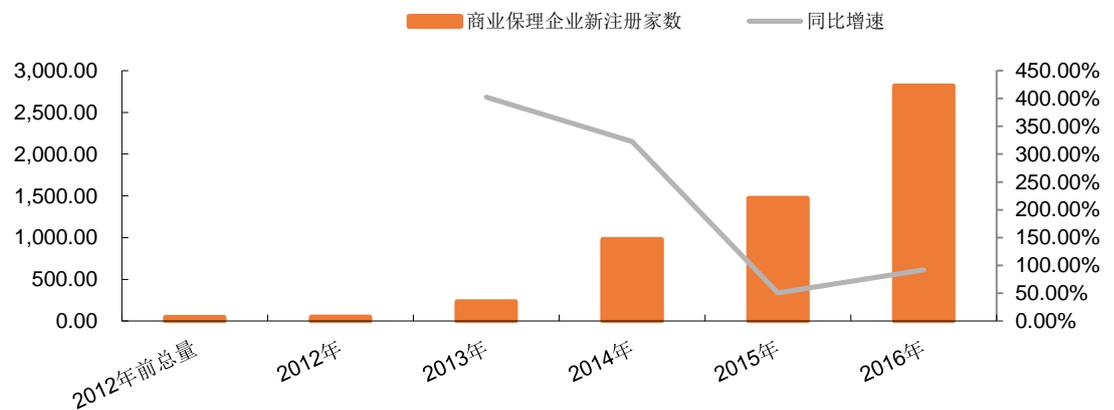


资料来源:公司年报, 平安证券研究所

商业保理发展步入“井喷期”

国内商业保理业务步入发展快车道。我国商业保理业务由来已久, 但自 2012 年起才开始全面发展。据中国服务贸易协会商业保理专业委员会公布数据, 2012 年以来, 商业保理业务发展迅速, 商业保理企业新注册数量逐年增加, 2016 年末达 2817 家约为 2012 年以前总注册企业数 63 倍, 2012-2016 年 CAGR 超 175%, 新增企业数量增长趋势明显。截至 2015 年末, 全国商业保理业务量超 2000 亿元, 融资余额约 500 亿元, 同比增幅均为 150%左右, 考虑到目前真正具有保理业务量的企业仅占少数, 故认为商业保理仍将持续快速发展态势。

图表25 历年新增商业保理企业情况



资料来源:中国服务贸易协会商业保理专业委员会, 平安证券研究所

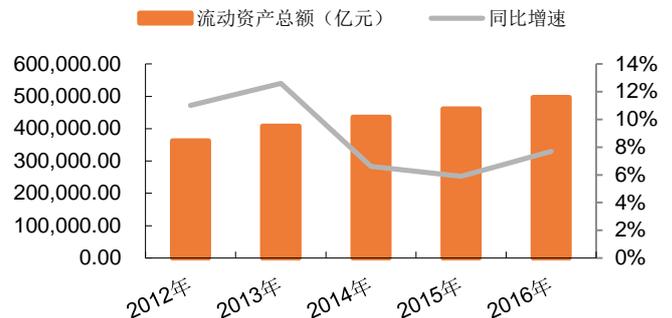
应收账款扩张趋势明显, 商业保理空间值得期待。2012 年以来, 全国规模以上工业企业应收账款总额逐年递增, CAGR 约 11.23%, 从历年数据来看, 应收账款年均增速预计维持 9%左右, 应收账款总额扩大趋势明显, 2015 年国内大陆地区银行保理、商业保理业务量累计 3 万亿, 渗透率约 4.43%, 与全球平均 4.36%持平, 但远低于欧洲地区平均 10.16%水平, 综上, 保理业务仍存在进一步发展空间。保理业务主要分为银行主导、物流公司主导和企业主导, 银行 2014 年开始应收账款转让登记数量即显著下降, 商业保理业务趁势而起, 考虑保理业务整体发展利好, 商业保理业务空间可期。

图26 全国规模以上工业企业应收账款扩大趋势明显



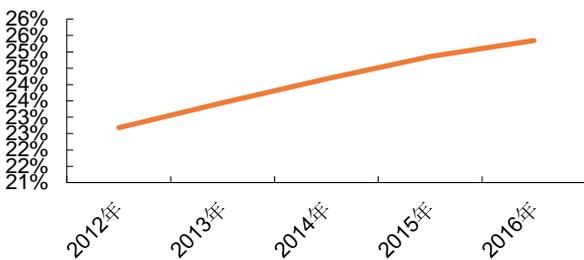
资料来源: 中国服务贸易协会商业保理专业委员会, 平安证券研究所

图27 全国规模以上工业企业流动资产总额逐年递增



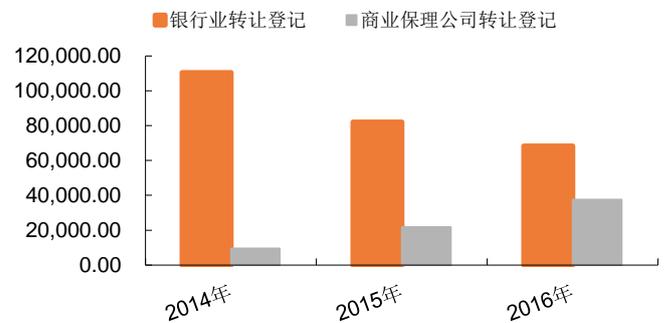
资料来源: 中国服务贸易协会商业保理专业委员会, 平安证券研究所

图28 全国规模以上工业企业应收账款流动资产占比



资料来源: 中国服务贸易协会商业保理专业委员会, 平安证券研究所

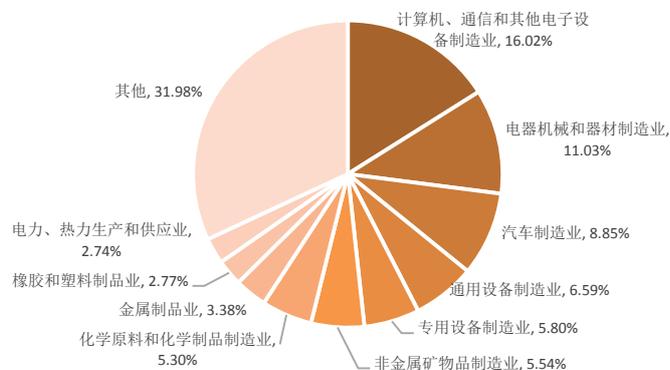
图29 全国应收账款转让登记数量构成



资料来源: 中国服务贸易协会商业保理专业委员会, 平安证券研究所

汽车制造应收账款集中度高, 或成保理市场开拓蓝海。2016年, 10大行业应收账款于规模以上工业企业应收账款总额占比为68.02%, 其中, 计算机、通信和其他电子设备制造业应收账款规模最大, 占比16.02%, 市场或更集中于此, 而汽车制造业虽以8.85%居第三位, 但其增速最快, 集中度高且沉淀资金多, 或成保理行业市场开拓蓝海。公司保理业务主要以房地产、商贸、煤焦钢行业为主, 对应收账款占比较低行业, 公司业务可横向拓宽, 发展值得期待。

图30 2016年全国规模以上工业企业分行业应收账款占比



资料来源: 中国服务贸易协会商业保理专业委员会, 平安证券研究所

### 三、 公司率先抢占封闭市场，财务杠杆、成本双低

#### 3.1“区位优势+煤炭去产能+股东支持”助力优质供应链管理平台打造

西南地区市场封闭，较少受到外部冲击。云南地区煤炭年产规模 8000-9000 万吨，当地需求约 10000 万吨/年，区域自产与产业需求整体平衡。除此之外，西南独特地理环境造成运输成本高企，远高于国内其他地区，区外供给进入困难，西南地区自形成相对封闭市场，较少受到外部市场冲击。

上游供应商小而散，下游集中，供应链管理重要性凸显。西南地区独有喀斯特地貌，矿产地质分布蜿蜒曲折，大规模机械化综采难度较高，单矿偏小，大部分煤矿年产规模 40-50 万吨，上游供应商呈现小而分散的特点，对比而言，中下游需求却大而集中，电厂等重点企业更注重稳定的煤炭供应，然而下游大规模需求商采购交易成本高，稳定供应存在瓶颈，借助信息不对称的天然优势，供应链管理重要性凸显。

煤炭去产能进一步推升供应链管理重要性。2016 年 6 月，云南省人民政府正式出台《云南省人民政府关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的实施意见》，意欲化解煤炭过剩产能扎实推进供给侧结构性改革，《实施意见》明确至 2018 年底，全省煤炭产能控制在 7000 万吨以内，通淘汰落后产能、严控过剩产能等方式达成目标，由此可见，未来云南地区煤炭供给不稳定性增大，煤炭需求转而更依赖供应链管理。

股东强实力为公司竞争加分。公司主营供应链管理，客户涵盖下游主要煤炭需求方，过去年份，公司主要与大客户签署供应链协议，集中上游企业组织货源供应，经营稳定。公司控股股东九天投资控股集团主营煤炭开采、批发，经多年经营，已打通煤炭供应需求，对上下游都有较强掌控力，积攒优质客户，均可转化为公司资源；公司二股东云南滇中产业发展集团是国家级滇中开发区建设主体之一，担负滇中产业新区基础设施、公共服务设施建设任务，基建带动钢铁、水泥等物资需求上涨，公司发展可获有力支持。

#### 3.2 高资本、低杠杆，商业保理规模空间、利差空间大

公司 2014 年 12 月设立全资子公司深圳前海滇中商业保理有限公司，注册资本 2 亿元，后启用定增资金 15 亿元对其增资，截至目前，商业保理子公司注册资本 17 亿元，依据计划，公司对商业保理项目总投资为 20 亿元，商业保理项目未来还将增资 3 亿元，总资本可达 20 亿元。

财务杠杆、成本双低，保理业务规模空间、利差空间大。据公司一季报披露，公司资产负债率 43.59%，同样主营煤炭供应链管理、供应链金融服务的瑞茂通一季度资产负债率 71.45%，公司可获取债券融资的空间还很大。具体到商业保理，公司目前保理业务规模 40 亿元，考虑注册资本 17 亿元，保理业务财务杠杆水平低。同时，借助股东优势，公司获取杠杆资金财务成本较低（约 5%）。因此，叠加商业保理行业总体上千亿规模，公司保理业务发展空间大。

### 四、 区块链引进，大步迈进金融科技服务平台

2016 年，公司与 IBM 下属中国国际商业机器（中国）有限公司合作开发“易见区块链应用系统”，已实现线上推广，目前平台合作企业 500 余家，达成交易合同 3655 份、融资合同 2326 份，实现融资金额 2295 万元。

运用区块链技术可全流程记录交易细节，实现不可篡改的贸易刻画，达到交易可视，金融机构对已刻画贸易背景竞价投放，融资款直达企业专户、应收款直接回至金融机构，因按时间轴形成不可篡改贸易刻画，去中介化的自信任机制随之建立。

“易见区块”的核心功能包括：1) 记录与自动大规模协作校验，建立基于自信任的共识机制；2) 同时记账、同步确认，建立共享账本；3) 交易条款嵌入区块系统，条件触发即自动执行，形成智能合约；4) 嵌套加密算法，客户隐私得以保护。

“易见区块”首先聚焦医药行业，旨在提升药品零售企业融资效率、降低信用风险，通过与供应链管理、商业保理合作，可降低典型收款账期 T+180 至 T+0 或 T+1。区块链技术的运用可提升运作效率，但其核心更在自信任机制建立，供应链管理、保理业务风险将大大降低，或进一步带动融资成本下降，同时，数字化服务平台可降低管理等运营成本，短期看，公司期间费用下降，中长期，平台运营卓见成效，公司业务进一步横向拓宽。公司抢占区块链引进先发优势，金融科技服务平台布局值得期待。

## 五、 投资建议

公司的亮点包括：

1、携手国务院国资委，股东实力增强。世博旅游集团拟通过增资取得公司大股东九天控股 40% 股权，增资完成后，世博旅游将通过九天控股间接持有公司 37.17% 股权，公司实际控制人由冷天辉先生变更为国务院国资委。民营企业华丽转身，借助国资背景，公司传统供应链服务、金融科技平台打造更具坚实基础。

2、云贵大宗商品需求依然强劲，商业保理发展步入井喷期。云贵固定资产投资、基础设施建设保持高增速，叠加政策引导，增速将大概率维持高位，带动大宗商品市场需求依然强劲；商业保理 2012 年全面开启，正处快速发展通道之中，银行保理逐年衰退，各行业应收账款增长，公司在纵向、横向两维度均具发力空间。行业比较来看，公司发展迅速，销售、管理等均据优势，公司市占率预期进一步提升。

3、公司率先抢占云贵大宗商品封闭市场，低财务杠杆、财务成本保障业务发展前景。西南地区地理环境独特，运输成本高企，区域内供需平衡，大宗商品市场封闭。公司率先进入市场，借助股东资源优势，已稳定为下游大客户组织货源供应。西南地区煤炭去产能，未来供给不确定性增大，煤炭需求更依赖供应链管理，公司可借势进一步拓展业务。公司目前资产负债率 43.59%，债务融资成本约 5%，业务发展规模空间、利差空间双高。

4、打造金融科技服务平台。公司 2016 年与 IBM 合作推出“易见区块应用系统”，系统以区块链作为底层技术，实时刻画交易流程，目前已合作企业 500 余家，初具规模。流程数字化可从根本上解决风险管控这一核心问题，效率提升显著，公司首家引进，具先发优势。

根据此前增发补偿承诺，公司 2015-2017 年归属母公司净利润不低于 2 亿元、6 亿元、8 亿元，公司 2015 年、2016 年实际归母净利润 3.35 亿元、6.03 亿元，均达业绩承诺预期。公司 2017 年一季度归母净利率 1.92 亿元，已完成承诺 1/4，故预计 17 年业绩承诺可顺利实现。结合公司未来发展，我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 8.19 亿元、9.85 亿元、12.84 亿元，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73、0.88、1.14 元/股，目前股价对应 PE 分别为 17.6、14.6、11.2 倍。综上，维持公司“推荐”评级。

## 六、 风险提示

供应链服务发展不达预期风险，股市波动系统性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11603	17497	15455	20877	营业收入	15704	20633	25888	31245
现金	747	1709	2144	2588	营业成本	15010	19353	24215	29103
应收账款	1486	1024	2125	1676	营业税金及附加	23	49	50	67
其他应收款	30	1529	427	1933	营业费用	26	45	50	64
预付账款	410	374	610	578	管理费用	70	83	116	141
存货	91	108	141	158	财务费用	0	1	1	5
其他流动资产	8839	12753	10007	13944	资产减值损失	18	13	23	23
非流动资产	466	655	730	835	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	15	23	34	投资净收益	12	21	16	19
固定资产	3	154	218	311	营业利润	920	1111	1450	1859
无形资产	0	-15	-33	-50	营业外收入	68	110	89	100
其他非流动资产	463	501	523	540	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	12070	18152	16185	21712	利润总额	987	1220	1538	1958
流动负债	4333	9887	7172	11707	所得税	322	338	464	567
短期借款	330	4936	1492	5288	净利润	665	882	1074	1391
应付账款	277	212	399	335	少数股东损益	62	63	88	107
其他流动负债	3727	4740	5281	6085	归属母公司净利润	603	819	985	1284
非流动负债	1018	967	816	655	EBITDA	1089	1389	1738	2169
长期借款	1014	964	812	651	EPS (元)	0.54	0.73	0.88	1.14
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	5351	10855	7988	12362	主要财务比率				
少数股东权益	555	619	707	814	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	1122	1122	1122	1122	成长能力				
资本公积	4039	4039	4039	4039	营业收入(%)	197.9	31.4	25.5	20.7
留存收益	970	1571	2205	3089	营业利润(%)	202.9	20.7	30.5	28.2
归属母公司股东权益	6163	6679	7490	8536	归属于母公司净利润(%)	80.2	35.8	20.3	30.3
负债和股东权益	12070	18152	16185	21712	获利能力				
					毛利率(%)	4.4	6.2	6.5	6.9
					净利率(%)	3.8	4.0	3.8	4.1
					ROE(%)	9.9	12.1	13.1	14.9
					ROIC(%)	9.4	7.8	11.8	10.2
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.3	59.8	49.4	56.9
					净负债比率(%)	8.9	60.7	5.2	38.9
					流动比率	2.7	1.8	2.2	1.8
					速动比率	2.7	1.8	2.1	1.8
					营运能力				
					总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.6
					应收账款周转率	16.4	16.4	16.4	16.4
					应付账款周转率	79.3	79.3	79.3	79.3
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.73	0.88	1.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.85	-2.98	3.81	-2.52
					每股净资产(最新摊薄)	5.49	5.95	6.67	7.60
					估值比率				
					P/E	23.86	17.57	14.60	11.21
					P/B	2.34	2.15	1.92	1.69
					EV/EBITDA	14.3	14.0	8.9	8.7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-3143	-3350	4276	-2834
净利润	665	882	1074	1391
折旧摊销	37	13	34	53
财务费用	0	1	1	5
投资损失	-12	-21	-16	-19
营运资金变动	-3813	-4225	3184	-4265
其他经营现金流	-21	0	0	0
投资活动现金流	573	-181	-93	-138
资本支出	34	174	68	93
长期投资	0	-15	-9	-11
其他投资现金流	607	-22	-34	-57
筹资活动现金流	740	-113	-304	-380
短期借款	-240	0	0	0
长期借款	1014	-51	-152	-161
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-34	-63	-152	-219
现金净增加额	-1829	-3644	3879	-3352

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033