

2017年08月09日

东港股份 (002117.SZ)

东港股份：主业有所改善，静待电子发票佳音

■东港股份半年报：17年上半年公司营业收入7.2亿元，同比增长3.5%；归属上市公司股东净利润9985万元，同比增长2.65%，扣非后增长1.12%。预计1-9月公司净利润1.34-1.79亿元，同比变动-10%~20%。

■票证印刷主业保持平稳，新业务稳步开展：上半年收入、利润分别增长3.5%、2.65%；其中第二季度收入、利润分别增长7.5%、14.1%，一季度业绩下滑趋势得到扭转。上半年7.2亿元收入中，印刷主业收入6.76亿元，同比增长1.2%；服务业收入3307万元，增长57.8%，主要受益于电子发票、彩票、档案存储业务的快速增长。我们估算服务业收入中，电子发票业务收入约400万元，彩票业务收入约100-200万元，档案存储业务收入约2700万元。上半年公司综合毛利率39.9%，同比增长1.8pct；期间费用率同比上升1.8pct，其中销售费用率上升1pct，主要由于新业务开拓期，业务费用等增加较多；管理费用率上升0.86pct。投资收益同比增加近900万元，主要为理财产品收益。下半年，公司有望完成对北京东港、北京东港嘉华、广州东港25%少数股东权益的收购，实现全资控股，上半年三公司少数股东权益合计约1263万元，收购完成有望进一步增厚公司利润。

■电子发票业务加速推广：目前瑞宏网已经在全国范围内开展电子发票业务，客户包含电商、通信、公共事业等多个领域。同时，瑞宏网与指旺金科携手打造电子发票区块链云平台；并与清华大学电子商务交易技术国家工程实验室等单位组件中国区块链基础保障联盟，有望加速推动电子发票与区块链技术的充分结合，通过去中心化的数据库，消除各类电子发票自建平台/第三方平台之间数据交换的障碍，实现数据互通，构建电子发票生态链，促进电子发票相关数据的共享与应用，让政府、企业、个人可以在一个平台上解决电子发票服务相关的问题，提升电子发票使用的便利性，奠定公司在电子发票行业中的优势地位。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,256.2	1,491.4	1,642.3	1,946.1	2,312.0
净利润	216.2	219.1	241.7	302.8	386.8
每股收益(元)	0.59	0.60	0.66	0.83	1.06
每股净资产(元)	3.88	4.18	4.71	5.21	5.88

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	37.2	36.7	33.3	26.6	20.8
市净率(倍)	5.7	5.3	4.7	4.3	3.8
净利润率	17.2%	14.7%	14.7%	15.6%	16.7%
净资产收益率	15.3%	14.4%	14.1%	16.0%	18.1%
股息收益率	1.4%	1.4%	0.6%	1.5%	1.8%
ROIC	20.4%	20.6%	19.0%	27.9%	32.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

印刷

投资评级 **增持-A**

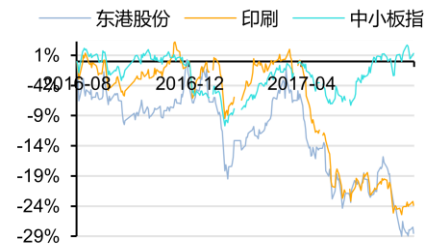
调低评级

6个月目标价：**29.05元**
股价(2017-08-08) **22.67元**

交易数据

总市值(百万元)	8,246.84
流通市值(百万元)	8,244.42
总股本(百万股)	363.78
流通股本(百万股)	363.67
12个月价格区间	22.52/32.21元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.19	-20.56	-28.43
绝对收益	-14.13	-11.73	-26.2

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

袁雯婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

- 东港股份：政策落地促进业务推进，与区块链结合构建电子发票生态链/周文波 2017-07-04
- 东港股份：业务升级成效已现，期待电子发票一鸣惊人/周文波 2016-07-28

6月国税总局下发《关于做好增值税电子普通发票推行所需税控设备管理工作通知》，对增值税电子普通发票相关税控设备服务单位的供货条件约束及时性作出要求，大大减少了瑞宏网在电子发票推广过程中遇到的硬件设备供货不及时等问题的影响，提高工作效率，提升用户满意度，扫除公司电子发票业务发展所遇到的阻力。电子发票作为企业财税数据的重要抓手，涵盖企业进销存相关的详细数据，衍生商业模式非常丰富，基础收费（发票开立接收、系统建设、大额发票寄送等）+衍生服务（发票存储管理、征信、大数据、SaaS等）潜在市场空间巨大。公司作为最早进入行业的标杆企业之一，在电子发票的推动及试点中一直保持领先地位，并在业务/技术成熟性、大客户基础等方面具有先发优势，有望成为国内电子发票寡头企业。

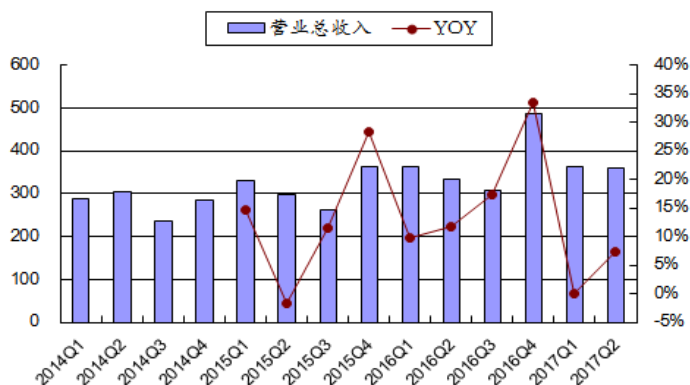
■**存储业务值得期待：**对企业来说，档案存储是高效规范化管理的需求，在欧美等发达国家已经形成较为成熟的市场，并诞生了铁山等收入规模超过30亿美元，净利润超过3亿美元的大型企业。目前国内档案存储业务处于起步阶段，亟需良好硬件条件、严密的业务流程以及专业化的管理来填补市场需求。我们测算国内档案存储市场容量为450亿元：全国企业数量2500万*假设平均每个企业档案存储量200箱*商业化率30%*（每箱存储租赁费20元/年&服务+存储材料收费10元/年）。公司优势：1）通过票证、智能卡等业务与财税机关、大型企业、政府机构、银行等高端客户建立合作关系，客户资源丰富；2）拥有大量低成本土地厂房；3）长期从事保密性较高的票证业务，正计划申请国家级保密资质；4）专业化能力强。

■**员工持股，彰显管理层对公司长期发展信心：**16年9月30日发布员工持股计划，认购对象涵盖包括5名高管在内的460名员工（占员工总数的25%），17年2月9日，第一期员工持股计划完成购买，共计购买962.4万股，占总股本2.65%，成交金额2.54亿元，成交均价为26.42元/股，锁定期自2月9日起一年。员工持股有利于进一步实现管理层与员工利益的绑定，调动员工积极性，进一步发挥民企经营效率高的优势；同时也体现了管理层对公司长期发展的信心。

■**盈利预测和投资建议：**我们预计公司17-19年净利润2.42亿元、3.03亿元、3.87亿元，分别增长10.3%、25.3%、27.7%；每股收益分别为0.66元、0.83元、1.06元；调低评级为“增持-A”。

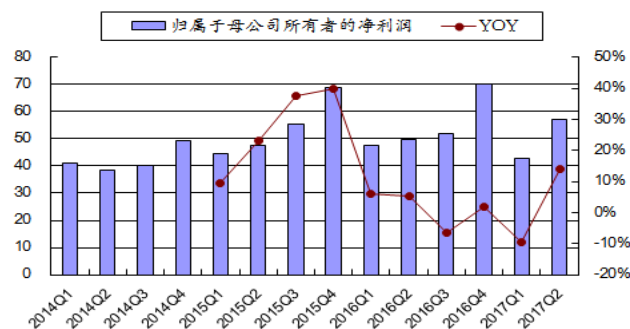
■**风险提示：**电子发票相关业务的推进缓慢；电子发票衍生商业模式成熟需要庞大的用户基数。

图 1：东港股份营业收入（百万元）



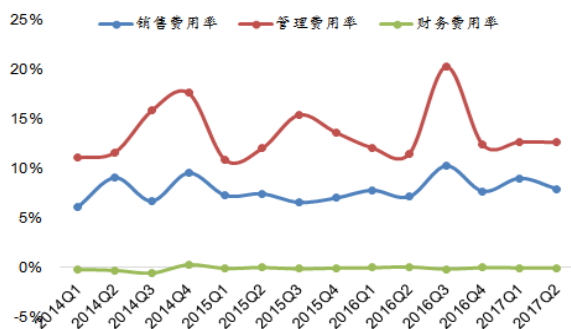
资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 2：东港股份归母净利润（百万元）



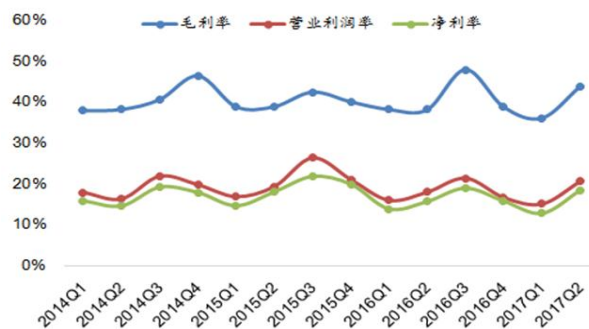
资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 3：东港股份费用率



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 4：东港股份利润率



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

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	1,256.2	1,491.4	1,642.3	1,946.1	2,312.0	成长性					
减:营业成本	754.7	889.5	972.2	1,152.1	1,357.1	营业收入增长率	13.1%	18.7%	10.1%	18.5%	18.8%
营业税费	12.9	20.0	21.3	25.3	30.1	营业利润增长率	24.3%	2.1%	11.2%	21.4%	28.5%
销售费用	89.1	121.2	137.1	160.6	181.5	净利润增长率	28.1%	1.4%	10.3%	25.3%	27.7%
管理费用	162.0	205.1	228.3	266.6	305.2	EBITDA 增长率	16.0%	4.8%	2.1%	19.1%	24.9%
财务费用	-1.0	-0.6	-2.3	-3.2	-6.5	EBIT 增长率	25.2%	2.2%	10.6%	21.3%	27.8%
资产减值损失	4.3	9.6	6.0	7.0	5.0	NOPLAT 增长率	25.3%	2.0%	10.3%	21.3%	27.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.2%	19.4%	-17.1%	10.6%	-8.7%
投资和汇兑收益	25.3	18.2	15.0	20.0	20.0	净资产增长率	8.8%	6.8%	13.3%	10.5%	12.8%
营业利润	259.5	264.9	294.6	357.8	459.6	利润率					
加:营业外净收支	12.5	14.0	14.5	9.5	9.5	毛利率	39.9%	40.4%	40.8%	40.8%	41.3%
利润总额	272.0	278.9	309.1	367.3	469.1	营业利润率	20.7%	17.8%	17.9%	18.4%	19.9%
减:所得税	39.8	41.2	46.4	55.1	70.4	净利润率	17.2%	14.7%	14.7%	15.6%	16.7%
净利润	216.2	219.1	241.7	302.8	386.8	EBITDA/营业收入	25.6%	22.6%	21.0%	21.1%	22.2%
						EBIT/营业收入	20.6%	17.7%	17.8%	18.2%	19.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	182	163	160	136	115
货币资金	383.6	269.7	709.3	786.4	1,145.2	流动营业资本周转天数	84	91	81	58	50
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	315	305	320	325	326
应收账款	206.8	339.5	117.8	471.9	258.5	应收账款周转天数	48	66	50	55	57
应收票据	0.5	1.8	1.7	1.9	2.3	存货周转天数	37	29	37	34	33
预付账款	5.3	25.0	12.0	16.8	21.1	总资产周转天数	552	511	508	484	459
存货	122.6	115.9	219.8	147.5	274.3	投资资本周转天数	311	289	262	211	178
其他流动资产	457.8	598.5	509.1	521.8	543.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.3%	14.4%	14.1%	16.0%	18.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	10.8%	10.8%	11.1%	12.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	20.4%	20.6%	19.0%	27.9%	32.2%
投资性房地产	8.3	7.1	7.1	7.1	7.1	费用率					
固定资产	624.3	726.6	733.6	737.9	739.3	销售费用率	7.1%	8.1%	8.4%	8.3%	7.9%
在建工程	106.4	1.9	4.9	6.9	8.3	管理费用率	12.9%	13.7%	13.9%	13.7%	13.2%
无形资产	102.2	108.1	100.9	93.7	86.5	财务费用率	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
其他非流动资产	10.9	14.9	11.1	9.8	10.0	三费/营业收入	19.9%	21.8%	22.1%	21.8%	20.8%
资产总额	2,028.8	2,209.1	2,427.2	2,801.8	3,095.8	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	26.5%	27.9%	25.6%	28.8%	27.3%
应付账款	188.2	246.3	236.4	330.2	337.9	负债权益比	36.1%	38.7%	34.5%	40.5%	37.6%
应付票据	140.6	154.3	166.0	219.0	231.2	流动比率	2.25	2.24	2.59	2.46	2.71
其他流动负债	193.6	202.6	202.7	242.2	260.7	速动比率	2.02	2.05	2.23	2.27	2.37
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-252.91	-409.08	-124.76	-110.17	-69.85
其他非流动负债	16.2	13.6	17.4	15.7	15.6	分红指标					
负债总额	538.6	616.8	622.5	807.1	845.4	DPS(元)	0.30	0.30	0.14	0.34	0.39
少数股东权益	77.1	70.2	91.2	100.6	112.5	分红比率	50.5%	49.8%	20.8%	40.4%	37.0%
股本	363.8	363.8	363.8	363.8	363.8	股息收益率	1.4%	1.4%	0.6%	1.5%	1.8%
留存收益	1,049.4	1,158.3	1,349.8	1,530.4	1,774.1						
股东权益	1,490.2	1,592.3	1,804.8	1,994.7	2,250.4						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.59	0.60	0.66	0.83	1.06
净利润	232.2	237.7	241.7	302.8	386.8	BVPS(元)	3.88	4.18	4.71	5.21	5.88
加:折旧和摊销	64.4	75.0	52.3	55.8	59.4	PE(X)	37.2	36.7	33.3	26.6	20.8
资产减值准备	4.3	9.6	-	-	-	PB(X)	5.7	5.3	4.7	4.3	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	39.0	1,360.7	17.3	42.7	16.4
财务费用	0.6	0.4	-2.3	-3.2	-6.5	P/S	6.4	5.4	4.9	4.1	3.5
投资损失	-25.3	-18.2	-15.0	-20.0	-20.0	EV/EBITDA	51.0	31.6	21.5	17.9	13.7
少数股东损益	16.0	18.5	21.0	9.4	12.0	CAGR(%)	10.4%	18.8%	12.2%	10.4%	18.8%
营运资金的变动	44.5	-237.3	230.2	-114.2	98.9	PEG	3.6	2.0	2.7	2.6	1.1
经营活动产生现金流量	296.9	192.4	527.9	230.5	530.6	ROIC/WACC	1.9	2.0	1.8	2.7	3.1
投资活动产生现金流量	-73.2	-183.6	-40.0	-35.0	-35.0	REP	7.7	4.2	3.8	2.3	2.1
融资活动产生现金流量	-120.7	-132.1	-48.4	-118.4	-136.8						

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

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，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	葛娇好	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	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
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