

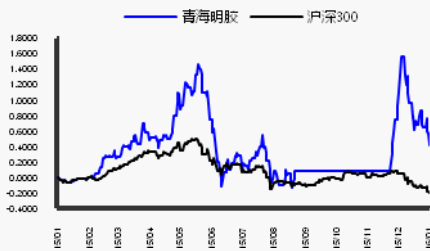
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090003  
021-68591581 konglf@ghzq.com.cn  
联系人：梁欢 S0350115080004  
021-68591582 liangh@ghzq.com.cn

并购切入企业互联网蓝海市场

——青海明胶（000606）跟踪点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
青海明胶	-26.4	30.4	47.8
沪深300	-23.4	-19.2	-16.9

市场数据

	2016/1/28
当前价格（元）	10.20
52周价格区间（元）	5.69-18.7
总市值（百万）	4815.56
流通市值（百万）	4787.10
总股本（万股）	47211.36
流通股（万股）	46932.39
日均成交额（百万）	290.69
近一月换手（%）	206.22

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

投资要点：

- **传统主业承压，并购积极谋求转型。**公司传统业务为明胶系列产品生产商，包括药用明胶、食用明胶、硬制胶囊等产品，是国内最大的骨明胶生产商。近年随着市场竞争加剧，产品价格下降导致公司业绩亏损、收入负增长。2015年12月20日公司公告拟以6.81元/股非公开发行1.47亿股，作价10亿元收购神州易桥100%股权；并拟以6.81元/股非公开发行募集配套资金不超过10亿元用于标的公司智慧企业孵化云平台项目、企业大数据中心平台项目建设；神州易桥承诺2016年度至2018年度扣非净利润分别不低于8000万元、9400万元和1.07亿元。交易完成后公司将打造“医药辅料+企业互联网”双主业发展模式。
- **进入企业互联网时代，中小企业需求远未满足。**过去十年“互联网+”在C端市场发展迅速，在网络化趋势以及“中国制造2025”等政策推动下，我们认为未来十年将是企业互联网服务的黄金时期。2014年美国的企业互联网服务市场超过15家企业IPO，募集资金达70亿美元，总市值超过400亿美元。而目前国内企业服务互联网化处于起步阶段，参与者主要是BAT、传统软件企业（如用友、金蝶等公司），2015年7月阿里与用友达成战略合作协议推动企业云计算。目前国内仅20%的企业不同程度地引入互联网，市场尚处于蓝海状态。2015年前三季度全国新登记企业315.9万户，同比增长19.3%，其中注册资本在500万以下的企业273.05万户，占比86.4%。企业总体数量的快速增长和企业总体结构的趋向小型化，决定了企业服务市场规模的急剧扩大和需求结构上更趋向于孵化服务。
- **以财税综合服务切入企业互联网服务市场。**神州易桥以提供财税综合服务切入企业互联网服务市场，满足中小微企业财税、运营、管理等方面的需求，帮助企业降低成本、提高效率。产品包括财税大管家、知识管家、财务管家等软件产品。2009年成立至今神州易桥已服务辽宁、江苏、福建、四川等九个省份、累计数量超过200万家企业。2015年前三季度实现收入6102.8万，其中61%来自企业综合服务业务，26%来自企业财税综合解决方案业务；实现净利润3849万。
- **定增加码智慧企业服务项目。**公司定增10亿元用于神州易桥智慧企业孵化云平台项目、企业大数据中心平台项目建设，运用线上与线下服务结合的方式，在积极布局的代理记账等基础服务基础上，进一步拓展服务领域，开发工商代办、知识产权服务代办、法律顾问、财税顾问等延伸服务，使得企业可以聚焦自身主营业务、提高自身有限资源的利用率、降低管理运营成本、加快发展速度，解决

其对接社会资源的难题。

- **盈利预测。**我们预计公司2015-2017年增发摊薄EPS分别为-0.07、0.12和0.17元，对应市盈率估值-154.5、87.3和59.8倍，首次给予“增持”评级。
- **风险提示。**定增项目实施的不确定性风险；募投项目进展不达预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	359	351	527	594
增长率(%)	-4.7%	-2.2%	50.1%	12.7%
净利润(百万元)	(116)	(31)	55	81
增长率(%)	-534.1%	-73.0%	277.0%	46.0%
摊薄每股收益(元)	-0.24	-0.07	0.12	0.17
ROE(%)	-13.4%	-3.7%	6.2%	8.3%

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	-13%	-4%	6%	8%	EPS	-0.24	-0.07	0.12	0.17
毛利率	-2%	11%	34%	38%	BVPS	1.70	1.63	1.75	1.92
期间费率	23%	22%	22%	22%	<b>估值</b>				
销售净利率	-32%	-9%	10%	14%	P/E	-41.7	-154.5	87.3	59.8
<b>成长能力</b>					P/B	6.0	6.2	5.8	5.3
收入增长率	-5%	-2%	50%	13%	P/S	13.4	13.7	9.1	8.1
利润增长率	-534%	-73%	277%	46%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.27	0.28	0.39	0.41	营业收入	359	351	527	594
应收账款周转率	3.25	5.21	5.21	5.21	营业成本	364	314	347	365
存货周转率	2.57	1.83	3.65	3.65	营业税金及附加	(1)	3	4	5
<b>偿债能力</b>					销售费用	18	18	26	30
资产负债率	35%	34%	34%	33%	管理费用	44	53	79	89
流动比	1.49	1.51	1.26	0.90	财务费用	23	6	4	7
速动比	1.06	0.93	0.97	0.60	其他费用/(-收入)	(30)	(2)	(2)	(2)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	(119)	(44)	64	96
现金及现金等价物	220	187	183	53	营业外净收支	(11)	5	5	5
应收款项	110	67	101	114	利润总额	(130)	(39)	69	101
存货净额	142	174	96	101	所得税费用	(3)	(8)	14	20
其他流动资产	20	25	37	42	净利润	(127)	(31)	55	81
<b>流动资产合计</b>	<b>491</b>	<b>452</b>	<b>417</b>	<b>310</b>	少数股东损益	(11)	0	0	0
固定资产	506	484	594	754	归属于母公司净利润	(116)	(31)	55	81
在建工程	11	11	21	61	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
无形资产及其他	38	38	39	40	经营活动现金流	1	(9)	161	126
长期股权投资	85	85	85	85	净利润	(127)	(31)	55	81
<b>资产总计</b>	<b>1326</b>	<b>1265</b>	<b>1350</b>	<b>1445</b>	少数股东权益	(11)	0	0	0
短期借款	98	98	98	98	折旧摊销	42	46	44	53
应付款项	93	87	96	101	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	2	0	0	0	营运资金变动	98	(24)	62	(8)
其他流动负债	139	116	137	147	投资活动现金流	(55)	(24)	(164)	(254)
<b>流动负债合计</b>	<b>331</b>	<b>300</b>	<b>331</b>	<b>346</b>	资本支出	30	(24)	(164)	(254)
长期借款及应付债券	120	120	120	120	长期投资	178	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(264)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	筹资活动现金流	18	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>461</b>	<b>431</b>	<b>461</b>	<b>476</b>	债务融资	16	0	0	0
股本	472	472	472	472	权益融资	6	0	0	0
股东权益	865	834	889	970	其它	(4)	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1326</b>	<b>1265</b>	<b>1350</b>	<b>1445</b>	现金净增加额	(36)	(33)	(3)	(128)

资料来源：公司数据，国海证券研究所

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。