

2016年06月15日

*ST 易桥 (000606.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

中成药

企业级服务市场的“链家”

- **收购神州易桥，新总裁上任加速转型。**公司对价 10 亿元收购神州易桥，并以锁价方式向董事长连良桂等募集配套资金 10 亿元，锁定三年。尤其，神州易桥股东选择全部以股份作为对价，连总个人认购 8.5 亿元。收购已经完成，公司更名为神州易桥，原神州易桥董事长彭聪就任上市公司总裁。
- **神州易桥—进击的财税综合服务龙头，承诺业绩有保障。**神州易桥是国内财税服务龙头，目前收入主要来自基于财税大管家的财税服务。公司已实现对 15 个省的覆盖，累计服务的客户数超过 200 万家，其承诺 2016-2018 年扣非净利润分别不低于 8000 万、9400 万和 1.07 亿元。对比中兴通（新三板上市的北京地区纳税服务商）近年来财务数据，神州易桥的毛利率和净利率预测处于合理区间，业绩承诺无忧。
- **提供企业全程孵化的一站式服务，打造万亿企业级服务蓝海市场的“链家”。**全国存量市场实体超 7000 万，工商登记、财税服务、代记账、人事社保、知识专利等企业服务刚需市场空间近万亿。公司通过资本手段整合线下中介服务，以顺利办+顾问团覆盖企业标准和非标服务，建立服务工厂+服务网点+合作伙伴的线下自营服务体系，结合线上六大云端应用，为企业提供全程孵化的一站式服务。未来在积累企业大量数据后，通过互联网金融、电商和产业基金等方式分享优质企业的成长红利。公司具有多年服务税务机关和中小企业经验，其“链家”模式独树一帜。尤其难得的是公司具有极强的执行力，短短一个多月，对接线上平台的线下服务店数量已经达到 15 家。
- **投资建议：**仅考虑公司传统业务价值和神州易桥承诺业绩，对应约 60 亿市值，当前安全边际非常高。公司募集资金 10 亿元进军企业级服务蓝海市场，提供企业全程孵化的一站式服务，打造万亿企业级服务市场的“链家”。公司在战略高度、行业积累和执行力上优势明显，目前相关业务进展顺利。我们非常看好这一创新业务的前景，估计该业务将从 2017 年开始成为其重要的增长极。预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.13 元和 0.2 元，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 14 元。

- **风险提示：**产业整合风险，新业务进展不达预期，传统业务继续亏损。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	358.8	268.9	416.8	583.5	758.6
净利润	-115.6	-159.1	79.9	123.9	181.5
每股收益(元)	-0.19	-0.26	0.13	0.20	0.29
每股净资产(元)	1.30	1.03	1.39	1.59	1.88

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	-50.7	-36.8	73.4	47.3	32.3
市净率(倍)	7.3	9.2	6.8	6.0	5.0
净利润率	-32.2%	-59.2%	19.2%	21.2%	23.9%
净资产收益率	-14.7%	-21.2%	8.7%	11.8%	14.8%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-10.1%	-16.6%	12.7%	17.5%	25.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

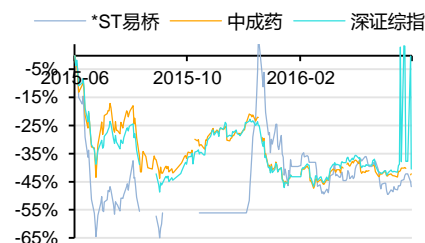
维持评级

6 个月目标价：**14 元**
股价 (2016-06-14) **9.47 元**

交易数据

总市值(百万元)	5,861.52
流通市值(百万元)	4,444.50
总股本(百万股)	618.96
流通股本(百万股)	469.32
12 个月价格区间	6.24/18.46 元

股价表现



数据来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.44	-3.36	1.96
绝对收益	-1.66	1.72	-35.95

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

李小伟

报告联系人

lixw2@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

*ST 易桥：收购神州易桥，
企业互联网服务新星升起 2015-12-22

内容目录

1. 收购神州易桥，开启转型之路	4
1.1. 昔日青海明星股，主业陷入困境.....	4
1.2. 收购神州易桥，加速业务转型.....	4
2. 神州易桥：进击的财税服务龙头	6
2.1. 发展历程.....	6
2.2. 主营业务.....	7
2.2.1. 企业财税综合解决方案及技术开发服务.....	8
2.2.2. 企业综合服务.....	8
2.2.3. 面向企业的增值服务.....	9
2.3. 承诺业绩预测.....	9
3. 响应大众创新，打造企业级服务市场的“链家”	11
3.1. 大众创新，万众创业，企业服务市场空间巨大.....	11
3.2. 募集 10 亿资金，打造企业级服务市场的“链家”.....	13
3.2.1. 现代企业服务.....	13
3.2.2. 企业互联网+.....	15
3.2.3. 智慧生态圈.....	17
3.2.4. 战略蓝图.....	17
3.3. 战略优势、行业积累和执行力，三大核心竞争力奠定成功基础.....	18
3.3.1. 战略优势：企业全程孵化服务，启动行业整合.....	18
3.3.2. 行业积累：出身名门，厚积薄发.....	20
3.3.3. 执行力：上下一心，集中火力.....	20
4. 盈利预测及投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司 2007-2015 年营收（万元）及增长率.....	4
图 2：公司 2007-2015 年净利润（万元）及增长率.....	4
图 3：神州易桥的主要产品——财税大管家.....	5
图 4：募投项目介绍.....	5
图 5：并购前后公司股权变化（考虑配套融资）.....	6
图 6：神州易桥发展战略清晰.....	7
图 7：2013-2015 年公司营业收入分类.....	8
图 8：企业综合服务的服务类型.....	8
图 9：公司 2015（10-12 月）-2020 年营收预测.....	10
图 10：2012-2015 年中兴通营收情况（万元）.....	11
图 11：2012-2015 年中兴通归属净利润情况（万元）.....	11
图 12：神州易桥和中兴通毛利率对比.....	11
图 13：2011-2014 年代理记账市场规模及增速.....	12
图 14：2011-2014 年代理记账行业客户数量及增速.....	12
图 15：神州易桥企业 O2O 平台的三大业务体系.....	13
图 16：现代企业服务与传统企业服务比较.....	14

图 17: 顺利办业务.....	14
图 18: 顾问团业务对接的服务机构	15
图 19: 神州易桥大数据应用场景	17
图 20: 神州易桥企业 O2O 服务的三级火箭战略.....	18
图 21: 平台型产业链经营模式.....	19
图 22: 自营型产业链经营模式.....	19
图 23: 截止 2016 年 6 月, 神州易桥子公司列表	20
图 24: 2007-2015 年公司资本结构	21
图 25: 公司相对估值	21
表 1: 近年来公司传统业务调整情况.....	6
表 2: 神州易桥发展历程.....	7
表 3: 公司新拓展的重点区域情况	9
表 4: 公司 2016 年主要预测收入拆分	9
表 5: 神州网部分业务收费标准	12
表 6: 神州易桥——企业互联网+.....	15
表 7: 公司面向税务局的主要项目	20
表 8: 神州易桥线下服务店 (截止 2016 年 6 月 14 日)	21

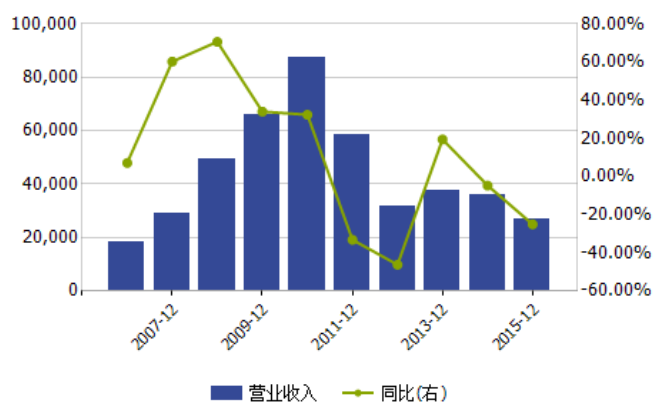
1. 收购神州易桥，开启转型之路

1.1. 昔日青海明星股，主业陷入困境

青海明胶成立于 1996 年，是国内较早的专业从事骨明胶生产的厂家，拥有药用明胶生产资质，并较早的通过了药用辅料 GMP 认证，建立了从原料、前处理、生产过程、产品检验等工序的标准规范流程。经过十多年的发展，公司具备年产明胶 6000 吨、机制空心硬胶囊 100 亿粒、4.5 亿粒软胶囊生产能力，拥有广泛、稳定的营销网络，具有一定的品牌影响力。

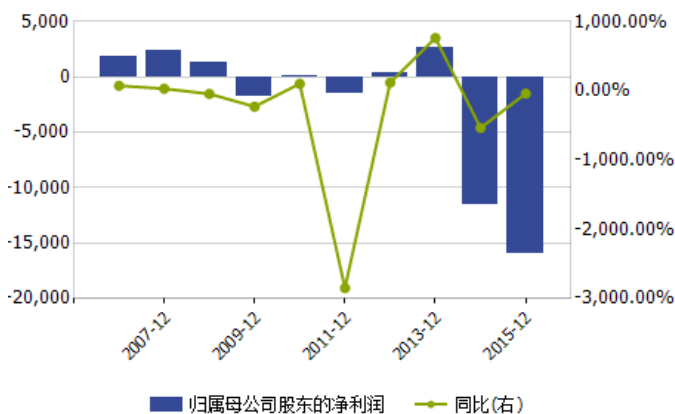
公司明胶业务在 2015 年营收中占比 65%，硬胶囊和胶原蛋白肠衣占比 34%。在经济转型的大背景下，公司下游的医药、食品行业也面临政策变化、增速放缓、竞争加剧的局面，竞争压力不断加大。另外，环保压力日趋增大也影响了业务发展。近年来，公司业绩出现了明显下滑，2014 年实现营业收入 3.59 亿元，净利润亏损 1.16 亿元；2015 年实现营业收入 2.69 亿元，同比下降 25.05%，净利润亏损 1.6 亿元，亏损进一步扩大。

图 1：公司 2007-2015 年营收（万元）及增长率



数据来源：公司年报，Wind，安信证券研究中心

图 2：公司 2007-2015 年净利润（万元）及增长率



数据来源：公司年报，Wind，安信证券研究中心

1.2. 收购神州易桥，加速业务转型

2015 年 12 月 8 日，公司发布公告，拟以发行股份方式购买彭聪等多名交易对方持有的神州易桥 100% 股权，对价 10.04 亿元，发行价格 6.81 元/股。神州易桥承诺 2016-2018 年扣非净利润分别不低于 8000 万元、9400 万元和 1.07 亿元。

神州易桥成立于 2009 年，致力于向中小微企业提供全周期一站式服务，满足其在财税、运营、管理等方面的多层次需求，帮助中小微企业降低成本、提高效率。神州易桥主要产品及服务以为以财税大管家为核心，包括财税大管家、知识管家、财务管家、申报管家等软件产品在内的财税综合服务平台，面向行业客户提供的企业财税综合解决方案及技术开发服务，以及面向企业提供增值服务，至今神州易桥服务的企业数量累计超过 200 万家。

图 3：神州易桥的主要产品——财税大管家



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

此外，公司还以锁价方式向董事长连良桂以及智尚田募集配套资金，总额不超过 10 亿元，用于神州易桥智慧企业孵化云平台和企业大数据中心平台的建设。连良桂在募集配套资金事项中认购金额约 8.5 亿元，智尚田认购剩余金额约 1.5 亿元。

图 4：募投项目介绍

序号	项目名称	投入金额（万元）	简要说明
1	智慧企业孵化云平台项目	70,591.65	神州易桥自主研发建设的现代企业服务 O2O 平台，由线上企业互联网服务平台和线下服务体系共同构成。线上企业互联网平台由知识云、应用云、电商云、服务云、数据云、资源云等六大云端构成，线下服务体系由服务站网络体系、专业服务体系、合作服务工厂体系三大体系构成。此外，还由业务团队、管理机制、合作资源等构成综合能力体系，对线上线下业务的顺利开展形成保障
2	企业大数据中心平台项目	32,216.75	基于神州易桥的六大云端获取的大量企业数据，并通过采集经授权的数据，通过数据挖掘以及与外部数据进行交换对接获取大量的行业数据，结合自有服务企业的行为轨迹，深入挖掘和激发企业服务需求；针对企业运营状况，通过与第三方合作主动衔接互联网金融、保险等更多的应用场景，打通企业与社会资源的智慧对接；从根本上改善企业获取社会资源难的问题，围绕实现“智慧企业服务”的目标，构造完善的企业大数据生态系统
合计		102,808.40	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

收购和配套融资都顺利完成后，天津泰达及其一致行动人连良桂直接间接合计持股 27.79%，仍为公司控股股东；神州易桥董事长彭聪及其一致行动人百达永信将持有上市公司 16.18% 股份。

图 5：并购前后公司股权变化（考虑配套融资）

股东名称	本次交易之前		本次发行股份数（股）	本次交易完成后	
	持股数量（股）	持股比例		持股数量（股）	持股比例
天津泰达	59,422,000	12.59%	-	59,422,000	7.76%
发行股份购买资产交易对方					
彭聪	-	-	78,130,329	78,130,329	10.20%
百达永信	-	-	45,768,340	45,768,340	5.98%
新疆泰达	-	-	22,944,207	22,944,207	3.00%
发行股份募集配套资金交易对方					
连良桂	3,719,657	0.79%	124,816,446	128,536,103	16.78%
智尚田	-	-	22,026,431	22,026,431	2.88%
其他					
天津滨海浙商投资集团有限公司	1,900,000	0.40%	-	1,900,000	0.25%
其他股东	407,071,943	86.22%	-	407,071,943	53.16%
股份总计	472,113,600	100.00%	293,685,753	765,799,353	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

值得重视的是，收购神州易桥的 10 亿元对价全部通过发行股份方式完成，神州易桥的三位股东没有要求任何现金支付。另一方面，董事长连良桂以个人名义认购约 8.5 亿元配套融资，并且锁定三年，充分显示了交易双方对公司前景的认可和信心。

公司已经于 2016 年 4 月完成对神州易桥的收购，配套融资工作也正在进行中。公司股东大会于 2016 年 4 月审议通过了提名神州易桥董事长彭聪为上市公司总裁，并且于 2016 年 6 月 3 日完成上市公司更名登记工作，正式由青海明胶更名为“神州易桥”。上市公司更名和聘请新总裁，符合并购公告中提出的“企业互联网服务业为主导，制造业务为支撑”的模式，再结合公司近年来不断关闭传统明胶类业务的产能，彰显其坚定转型企业互联网服务的决定和意志，一系列动作的迅速完成也表明双方融合进展顺利。

表 1：近年来公司传统业务调整情况

时间	子公司	业务调整
2015 年	明诺胶囊	对明诺胶囊减少注册资本 5000 万元，临时暂停 8 条生产线的生产，其余 12 条生产线正常生产
2015 年 2 月	明皓明胶	注销全资子公司明皓明胶，并授权管理层办理其后续的清算、注销相关事宜。截止本报告期末，相关手续已办理完毕
2015 年 4 月	青海明杏	同意全资子公司青海明杏生物工程有限公司于 2015 年 4 月底正式停产
2015 年 7 月	广西海东科技	放弃控股子公司广西海东科技优先认缴出资权利。放弃权利后，广西海东科技 2015 年 12 月 1 日不再纳入合并范围。
2016 年 1 月	金箭明胶	同意公司子公司金箭明胶正式停产

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 神州易桥：进击的财税服务龙头

2.1. 发展历程

神州易桥董事长彭聪先生 1999 年入职联想，从事国家税务总局全国征管系统的开发与推广，2009 年创立神州易桥集团。神州易桥成立之初，主要业务开展集中在辽宁，经过多年发展，现已在江苏、浙江、福建、山西、四川、湖北、黑龙江、无锡等省市成立分公司拓展业务，公司总部位于北京。

表 2：神州易桥发展历程

时间	关键词	发展情况
2009	扬帆起航	辽宁易桥成立，成功签约辽宁省地方税务局网上申报及机打发票系统服务商；江苏易桥成立，成功签约无锡市国税局网上申报服务商；浙江易桥成立，成功签约宁波市财政局网上申报系统服务商；神州易桥集团总部（北京）正式成立，组建税务项目交付中心和电子产品研发中心。
2010	星火燎原	福建易桥成立，成功签约福建省地税局网上申报系统服务商；浙江易桥成功中标宁波市财政局技术服务台项目；山西易桥成立，成功签约山西省地方税务局网上申报及机打发票系统服务商；神州易桥承建的辽宁省国家税务局门户网站（一期）成功上线；成功推出拥有自主知识产权的财税大管家产品 1.0 系列，用户数突破 10 万。
2011	战略扩张	四川易桥成立，成功签约四川地税网上申报及机打发票系统服务商；浙江易桥以 868 万元成功中标宁波市财政税务局财税智能管理系统咨询、规划及开发实施项目；福建易桥以 700 万元成功中标福建地税核心征管省级大集中项目；财税大管家产品推出 2.0 系列，产品用户数突破 20 万。
2012	转型升级	神州易桥企业国税、地税报税平台软件首批高分通过国家税务总局网上纳税申报软件评测；神州易桥成功中标辽宁省地方税务局门户网站软件开发集成采购项目；浙江易桥以 1338 万元成功中标宁波市财政税务局财税智能管理系统二期、三期建设项目；财税大管家产品推出 3.0 系列，用户数突破 40 万。
2013	精益求精	财税大管家产品推出 4.0 系列，用户数突破 100 万。
2014	继往开来	财税大管家产品推出 5.0 系列，用户数突破 200 万；规划易桥三级火箭战略，致力于成为企业大数据商业集团。
2015	酝酿突破	神州网上线，用户突破百万；先后在无锡、湖北、黑龙江、吉林等地成立新公司；神州易桥联手京东推出神州企采商城。
2016	跨越发展	神州易桥正式登陆深圳主板资本市场；启动“百城千店”计划，助推公司业务全国覆盖

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

在近 7 年的发展历程中，神州易桥的业务从各省市税务局的局端信息化项目，逐步拓展到财税综合服务业务，商业模式也从面向税务局的 IT 项目交付转向面向企业的服务收费。公司主要产品财税大管家于 2010 年推出，2014 年用户数突破 200 万，成绩斐然。然而公司并未停止进取的脚步，财税服务仅仅是中小微企业服务的一个痛点，工商登记、工商变更、商标申请、专利申请、社保公积金和代记账等都是中小微企业的刚性需求。公司于 2014 年开始规划三级火箭战略，致力于打造面向中小微企业的一站式服务，2015 年公司推出神州网 (<http://www.12366.com/>)，建立线上神州网信息平台+线下服务站的 O2O 服务体系，短时间内用户数扩张到 100 万。公司的市场空间从百亿级的税务信息化市场，拓展到千亿级的企业财税服务市场，未来将延伸至万亿级的企业全程孵化服务市场。

图 6：神州易桥发展战略清晰



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2.2. 主营业务

神州易桥当前的主营业务包括企业综合服务、企业财税综合解决方案及技术开发服务、企业增值服务三大类，目前其超过 60% 的收入来自于企业综合服务。

图 7：2013-2015 年公司营业收入分类

项目	2015 年 1-9 月		2014 年度		2013 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
企业综合服务	3,710.00	60.79%	4,670.83	89.92%	5,297.28	62.80%
企业财税综合解决方案及技术开发服务	1,584.06	25.96%	141.54	2.72%	2,208.94	26.19%
增值服务	808.75	13.25%	382.24	7.36%	928.45	11.01%
合计	6,102.81	100.00%	5,194.61	100.00%	8,434.67	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.1. 企业财税综合解决方案及技术开发服务

和大部分税务信息化企业一样，神州易桥的企业财税综合解决方案及技术开发服务也是为税务局开发信息系统，其以自身的财税大管家为基础，向各省份纳税服务商提供切合当地地税申报环境及应用环境的财税大管家和企业服务平台定制化开发、运维及升级服务，由纳税服务商提供企业服务平台商加载的内容，神州易桥向纳税服务商提供服务平台运维和升级服务。

此外，神州易桥还接受神州数码、中国软件等业内知名企业的委托提供财税系统开发及运营维护服务，主要协助上述客户实施省级系统开发等纳税服务以及企业综合服务平台应用开发。

2014 年，公司企业财税综合解决方案及技术开发服务大幅减少，主要原因是 2014 年公司战略转型重点方向是推广其财税大管家产品，强化面向企业的财税综合服务，减少税务局端系统开发及维护业务。因此，公司于 2014 年处置了以税务局端项目为主的福建易桥及浙江易桥。2015 年该项业务回升的主要原因是前期承接的福建省地方税务局省级集中工程税收业务管理信息系统建设项目、成都市地方税务局外围创新平台软件开发项目等财税服务平台的定制性开发业务在 2015 年验收完成带来的收入增长。

2.2.2. 企业综合服务

企业综合服务是采用“软件免费、服务收费”，按年收费，先收费后服务的方式，基于财税大管家平台，针对中小微付费用户收取的年度费用（周期性企业服务）和培训、上门（随机性企业服务）等收取的一次费用，服务内容包括：财税大管家软件、400 呼叫服务、一键援助、远程协助、主动服务、财税培训解决方案及咨询服务等。

图 8：企业综合服务的服务类型

咨询系统	<ul style="list-style-type: none"> ● 在线咨询 ● 电话咨询 ● 线下服务网点咨询 ● 上门咨询
呼叫中心	<ul style="list-style-type: none"> ● 客服应答系统 ● 一键求助回呼系统 ● 回访呼叫系统 ● 投诉反馈系统

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2014 年神州易桥企业综合服务收入相比上年有所下降，主要是由于当年公司推出以财税大管家为核心的财税综合服务平台逐渐取代原办税通软件，用户使用核心产品的转换过程中收入有所减少。2015 年 1-9 月，公司实现的企业综合服务收入推算至全年后相比上年大幅增长，主要是由于财税大管家为核心的财税综合服务平台积累的用户规模持续扩大。

2.2.3. 面向企业的增值服务

面向企业的增值服务主要是神州易桥向外部供应商批量采购发票打印机等财税办公产品并用于向企业用户销售，根据合同约定的结算单价，按注册用户数收费，按季度结算。

2014 年神州易桥增值服务收入大幅减少的原因是：2013 年辽宁省税务局推广机打发票业务的背景下，公司当年发票打印机销量实现了大幅增长，随后由于 2014 年辽宁省地区机打发票服务逐步实施完成，企业用户需求量减少，导致增值业务收入下降。到 2015 年，企业增值服务业务恢复到正常水平。

2.3. 承诺业绩预测

神州易桥自 2014 年底开始陆续在黑龙江、大连等地设立子公司开拓新发展财税综合服务。另外，公司还通过在自营地区进行整体业务的内生式延伸，在原有财税综合服务的基础上增加代理记账业务。神州易桥 2015 年已经开始投入研发代理记账相关的管理平台及工具平台(SaaS 代理记账软件)，该平台及工具平台于 2016 年初试上线运行。根据公司公告，代理记账业务中面向小规模纳税人和一般纳税人，代理记账业务中面向小规模纳税人和一般的接单比例一般为 10:1，小规模纳税人的全年收费约 2400 元，一般纳税人的全年收费约 3600 元，预计代理记账服务 ARPU 约为 2500 元/户。

2015 年公司和黑龙江纳税服务商弘远泰斯科技有限公司成立合资公司，切入黑龙江纳税服务市场；公司还通过和神州数码合作，切入大连纳税服务市场。值得注意的是，此次公司配套融资参与方智尚田也是大连纳税服务公司东方微银的股东。综合考虑，我们认为公司有望在黑龙江、大连快速开展财税综合服务和代理记账服务业务。

表 3：公司新拓展的重点区域情况

地区	合作方	合作内容
黑龙江	黑龙江弘远泰斯科技有限公司	黑龙江易桥于 2015 年 7 月成立，由神州易桥与北京鼎和瑞成投资有限公司合资成立，其中：神州易桥持股 51%，北京鼎和瑞成投资有限公司持股 49%，黑龙江弘远泰斯科技有限公司为北京鼎和瑞成投资有限公司的关联企业。弘远泰斯通过黑龙江省国税 CA 业务获得每年至少一次与全省企业用户培训和见面服务的机会，黑龙江易桥将依托弘远泰斯积累的大量纳税用户群，通过推广神州易桥自有的财税大管家优势产品和服务，更好的开拓企业财税综合服务。
大连	神州数码	神州易桥通过与神州数码信息系统有限公司合作已经签订了大连市地方税务局核心征管及相关系统建设的开发分包合作协议。借助该项平台开发业务及之前积累的以财税大管家为核心的财税综合服务优势，神州易桥将抢占当地的纳税服务业务领域，并面向企业客户将财税大管家优势产品和服务切入当地市场。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

黑龙江和大连将是公司综合财税服务收入的新增长点，以综合服务 ARPU 值 800 元/年，代理记账服务 ARPU2500 元/户/年为基础，公司对新增市场和业务进行了预估。

表 4：公司 2016 年主要预测收入拆分

地区	业务	2016 年预测收入 (万元)	备注
黑龙江	综合服务	3050	2015 年一季度黑龙江省企业总数已达到 45.8 万户，考虑 500 元和 800 元收费标准预测，预计 2016 年，黑龙江易桥的财税综合服务收入预计可达到

			3050 万元
大连	综合服务	1249	2015 年一季度大连市的企业总数已达到 15.9 万户，考虑 500 元和 800 元收费标准预测，预计大连易桥的财税综合服务收入可达到 1249 万。 辽宁省每年新设立企业用户数维持为 10 万左右，按照每年开发代理记账企业户数为 5000 户预测，预计该业务的收入预计可达到 1250 万元。神州易桥已于 2015 年 8 月在湖北成立湖北神州网企业服务有限公司，湖北神州网依托神州易桥平台业务支撑体系、服务管理体系及代理记账工具平台优势，已经通过准入武汉智新创客互联科技有限公司、湖北“省高投”科技创业服务中心、黄石黄金山光谷联合城及江岸区科技局四家科技园区和孵化园，主要面向孵。武汉市作为中部地区最大的人才创新基地，当地政府鼓励创新创业，并为创业型孵化器园区提供各项政策支持和优惠措施。根据园区提供的相关数据，目前上述四家孵化器园区共有 1.5 万户创投企业，而创投企业对代理记账业务具有刚性需求，结合 2016 年湖北神州网在武汉地区预计可推广并转化的付费用户情况，并考虑地区差异以及新公司运营和业务结合等诸多问题，每户按 2000 元/年收入计算，预计 2016 年湖北神州网收入可达到 750 万元。未来神州易桥还将北京、吉林、东莞等地区发展代理记账业务。
所有地区	代记账	2500	神州易桥已签订和待执行的主要合同金额达到 2500 万元，未来预计签订的企业综合服务平台的开发合同金额将达到 3800 万元左右。
所有地区	企业财税综合解决方案及技术开发服务	3340	
所有地区	企业增值服务	1502	将根据现有市场情况进行预测

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

再结合神州易桥在辽宁地区稳定的综合服务收入情况，预计公司 2016-2018 年实现营业收入 1.74 亿、2.05 亿和 2.40 亿元。

图 9：公司 2015（10-12 月）-2020 年营收预测

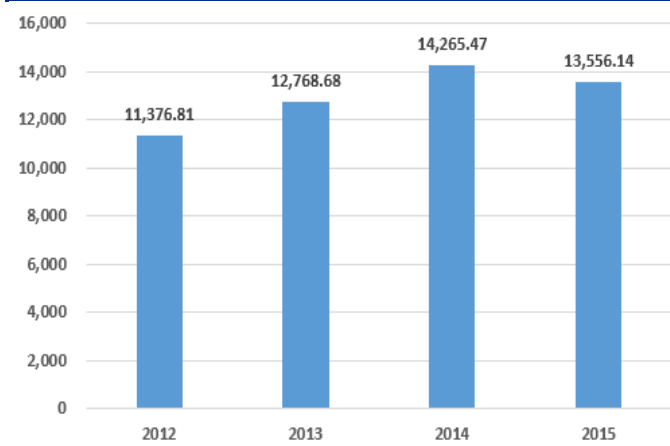
单位：万元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
企业综合服务收入	843.40	12,520.89	15,548.28	18,895.10	20,519.78	21,547.17
企业财税综合解决方案及技术开发服务收入	1,940.00	3,340.00	3,275.00	3,240.00	3,040.00	3,040.00
增值业务	569.10	1,502.02	1,666.34	1,849.36	2,053.85	2,282.38
合计	3,352.50	17,362.90	20,489.62	23,984.45	25,613.64	26,869.55

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

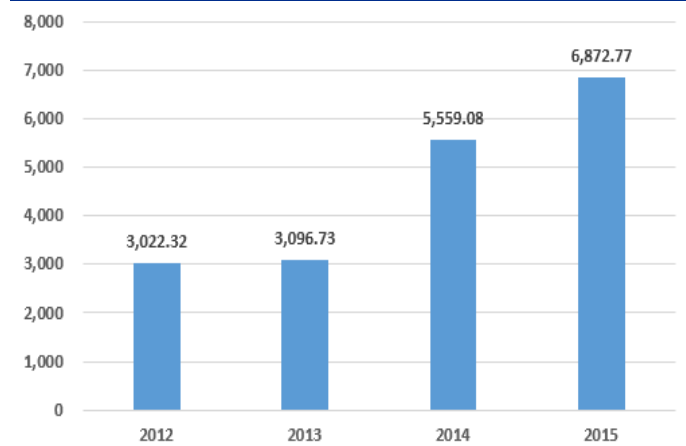
神州易桥承诺 2016-2018 年扣非净利润不低于 8000 万元、9400 万元和 1.07 亿元，净利率水平约为 46%、46%和 45%。对比在新三板上市的北京财税综合服务龙头—中兴通，2012-2015 年，中兴通营业收入保持在 1.3 亿元左右，净利润增幅较大；2015 年中兴通实现净利润 6873 万元，同比增长 24%，毛利率高达 88%，净利率达到 51%。

图 10: 2012-2015 年中兴通营收情况 (万元)



数据来源: 中兴通科年报, 安信证券研究中心

图 11: 2012-2015 年中兴通归属净利润情况 (万元)



数据来源: 中兴通科年报, 安信证券研究中心

公司公告中也对神州易桥毛利率和中兴通毛利率水平进行了对比。神州易桥主要预测收入来自于辽宁、黑龙江、大连等省市的综合财税服务, 和中兴通的收入结构高度类似, 毛利率和净利率水平也具有一定的可比性, 参考中兴通, 我们认为神州易桥的毛利率和净利率水平处于合理区间。

图 12: 神州易桥和中兴通毛利率对比

综合毛利率	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度
北京中兴通软件科技股份有限公司	86.98%	82.42%	77.47%
神州易桥	79.77%	73.27%	47.80%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 响应大众创新, 打造企业级服务市场的“链家”

3.1. 大众创新, 万众创业, 企业服务市场空间巨大

国家力推“大众创业、万众创新”, 预计我国中小企业的数量将在较长时期内保持快速增长。根据国家工商总局 2015 年统计数据, 2015 年全国新登记市场主体 1479.8 万户, 同比增长 14.5%, 全国各类市场主体 7746.9 万户, 同比增长 11.8%。在企业数量比率上, 截至 2015 年三季度, 我国每千人企业数量达 15.2 户, 相比美国等发达国家每千人企业数量约 50 户、中等国家每千人企业数量约 20-30 户的水平有较大发展空间。在企业规模结构上, 新设立企业中, 注册资本在 500 万以下的企业 273.05 万户, 占比 86.44%。我国中小企业创造的最终产品和服务价值相当于 GDP 总量的 60%, 纳税占国家税收总额的 50%, 完成了 65% 的发明专利和 80% 以上的新产品开发。企业总体数量的快速增长和企业总体结构的趋向小型化, 中小微企业已成为国民经济的重要支柱, 是经济持续稳定增长的坚实基础, 并在促进就业方面有着突出的贡献。

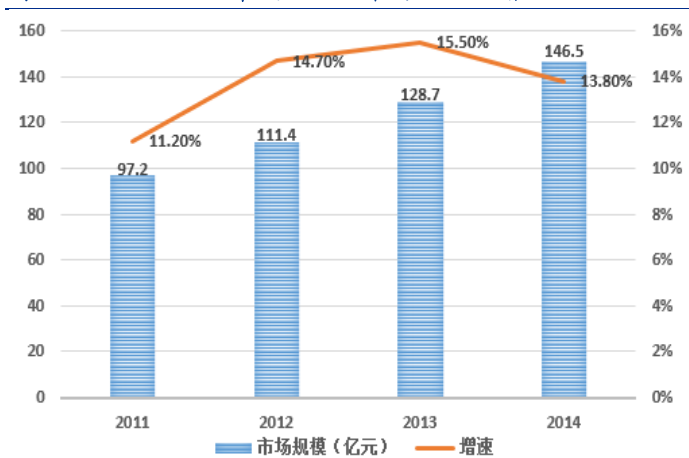
为了满足政府管理要求、降低运营成本、提高运转效率、聚焦核心竞争力, 企业对社会化服务的需求逐步旺盛, 并且随着企业数量的快速增加, 需求总规模仍在迅猛增长, 这就为企业服务商的业务开展提供了巨大的机遇。各区域、各行业都有大量的企业服务商, 但总体来看分布零散、规模小、业务单一, 还远远不能满足大量企业日益增长的服务需求, 也不能满足企业服务业自身需要集中、规模化提高效率的需求。

小微企业无论是在企业数量、纳税还是解决就业上都充当了社会中坚力量, 然后至今国内没有面向小微企业服务的龙头公司出现。面向中小企业服务的企业服务商, 出于自身和业务的

种种因素，地域依赖性强、规模小、互联网水平弱，专业能力参差不齐，服务没有达到真正的标准化，流程、价格均不透明，因此服务能力、客户体验均不佳，有竞争力的服务商很少。面向企业的现代服务业，不仅涵盖了工商代办、代理记账、知识产权服务等标准化的基础服务，还包括企采团购、法律顾问、财税顾问等产业链条上的延伸服务，其中最为刚性的就是企业无法自己解决、必须与社会资源对接的合规性需求，即工商代办、代理记账等工商及财税外包服务等。

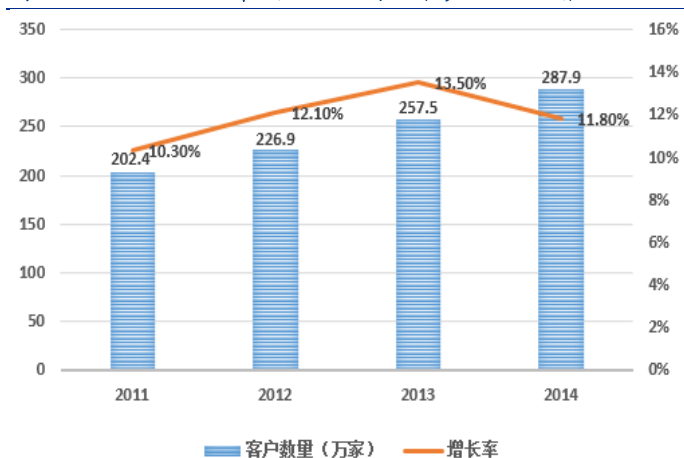
企业互联网服务市场空间巨大，以代理记账业务为例，国家统计局数据显示，2011-2014年，代理记账市场规模增速始终保持在10%以上，至2014年达到146.5亿元。从客户数量来看，一方面，近年来采购代理记账服务的企业数量保持稳定增长，增速维持在12%左右；另一方面，采购服务企业在企业总体占比较低，以2014年为例，代理记账客户共计287.9万家，仅占企业总数的18.84%，未来还有很大的提升空间。

图 13：2011-2014 年代理记账市场规模及增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 14：2011-2014 年代理记账行业客户数量及增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

代理记账仅仅是企业服务中一个小的环节，在企业从注册、成长到注销的生命周期中，涉及工商代办、人事社保、财税服务、知识产权、人力资源（培训、招聘、咨询等）等全方位的服务，每个环节都具有广阔的市场空间，以中国约7000万企业的基数，企业生命周期的服务空间预计超过万亿。

表 5：神州网部分业务收费标准

类比	业务	收费标准
工商代办	托管一站式全包（包括工商代办、地址托管、刻章及备案、首年做账费）	4500~13800 元
工商代办	公司注销	5800~28000 元/件
工商代办	公司注册	800~8800 元/件
财税服务	退税	2000 元/件
财税服务	银行开户许可证变更	3000 元/件
财税服务	税控申请	3000-6000 元/件
财税服务	记账	3600-18000 元/年
知识产权	商标注册	1200 元/件
知识产权	软件登记	1600 元/件
知识产权	商标驳回复审	3500 元/件
人事社保	社保开户	800 元/件
人事社保	公积金开户	1500 元/件
人事社保	办理工作居住证	6000 元/件
人事设备	微小保（人事代理）	40 元/人/月

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

3.2. 募集 10 亿资金，打造企业级服务市场的“链家”

神州易桥募集 10 亿元资金，加码企业服务 O2O 市场，建设项目包括：

- 智慧企业孵化云平台：包括线上的企业互联网，由知识云、应用云、电商云、服务云、数据云、资源云等六朵云构成，通过互联网客户端、Web 网站（神州网）、移动端（微信、APP 等）、面对面、呼叫中心等交互界面与用户互动；线下服务体系，并以对应的业务团队、管理机制、合作资源等构成。
- 企业大数据中心平台：由大数据精准营销、创新型互联网金融产品研发、“互联网+税银”综合服务项目等应用场景对应的子系统构成。

神州易桥的企业服务 O2O 平台可以分为：现代企业服务、企业互联网+、智慧生态圈三大块。其中，现代企业服务代表线下的服务体系，由服务站网点体系、专业服务工厂体系、合作服务体系三大体系构成；企业互联网+代表线上的企业互联网，由知识云、应用云、电商云、服务云、数据云、资源云等六大云端构成，并且还可以通过合作的方式引入更多的互联网云端应用；智慧生态圈代表未来更高阶的商业模式变现。

图 15：神州易桥企业 O2O 平台的三大业务体系

现代企业服务	企业互联网+	智慧生态圈
顺利办	知识云	服务保障险
顾问团	服务云	税银贷
软孵化	电商云	创业孵化基金
创业蜂巢	数据云	企业金融
空间服务	应用云	企业保险
企业营销	资源云	企业采购

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

3.2.1. 现代企业服务

传统企业服务市场呈现出分散化、地域依赖性强的特征，行业内缺乏统一标准。其主要原因在于缺乏线上服务支撑，导致各个地区服务商各自为战，很难形成大范围内的资源整合，一方面造成难以形成规模效应，另一方面使服务的专业性大打折扣。相较于传统企业服务，六朵云对现代企业服务提供线上支撑，优势明显。

图 16: 现代企业服务与传统企业服务比较



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

在神州易桥线下服务中, 顺利办和顾问团是两大基石。顺利办是攻坚先锋, 包括工商代办、人力社保、财税外包业务等企业标准服务业务, 面向的企业全生命周期服务, 覆盖企业从注册到注销每一个环节。在企业的生命周期中, 工商登记是最初的入口, 在工商登记阶段开始服务企业, 可以更好的为后续服务导流, 一站式的保姆服务也将极大的提高企业的满意度和粘性。

图 17: 顺利办业务



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

顾问团业务是指针对企业日常运营发展的需求，整合社会化资源建立开放服务平台，由第三方专业事务所和机构提供专属定制化服务，由神州网平台提供服务规范和监管，并建立覆盖服务全过程的全面保障体系，帮助企业解决经营发展过程中面临的各种疑难问题，群策群力帮助企业成长壮大。顾问团覆盖企业高端非标准服务，是顺利办业务的有力补充，通过第三方服务机构扩大业务覆盖面和服务范围。

图 18：顾问团业务对接的服务机构



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

顺利办对应的是企业初阶的标准服务业务，通过公司自营为主的方式展开，对接后台规模化服务工厂，达到高效、低成本、高质量的服务效果；顾问团对应的是企业高阶的非标准服务业务，通过和第三方机构展开合作，提供更具广度和深度的服务。在顺利办和顾问团两大业务体系下，公司有望为企业提供更多管理外包、专业服务、营销推广、链接社会资源等服务，为企业提供“软孵化”能力。

在顺利办和顾问团之外，公司还有望打造企业空间服务、创业蜂巢服务、企业营销等深度服务，全面覆盖企业生命周期各类服务需求。

3.2.2. 企业互联网+

六朵云涉及服务提供、资源对接、系统培训等多个维度，知识云为企业管理人员提供在线教学，服务云助力企业服务过程可视化，电商云提供企业服务产品采购服务，数据云致力于对企业大数据进行分析，应用云为企业提供不同场景的 SaaS 服务，资源云帮助客户对接社会优秀资源。六朵云与线下服务体系形成互补，为中小企业提供一站式智能孵化服务。

表 6：神州易桥——企业互联网+

序号	名称	服务架构	描述
1	知识云	<p>专业知识 来自众多行业专家多年实战经验</p> <p>免费学习 绝大部分课程和专业内容完全免费</p> <p>专家互动 免费向专家提问快速获取满意答案</p> <p>私人订制 根据企业属性订制专属信息服务</p>	<p>通过云知识库、直播系统、课程市场，提供企业知识积累与变现分享、远程会议、在线教育等服务。为企业提供各种形式和载体的专业知识内容服务，包含培训课程、知识库、问答库、信息订阅、法规查询、专家问答等</p>

2 服务云



连接企业与服务商的协同平台，服务云的对象有三类：企业服务提供方、用户方和神州网全国服务团队。通过咨询系统、呼叫中心、服务通，实现企业服务提供方的全流程控制和用户方的可视化体验

3 电商云



商务供应平台，通过企采团、购销易，提供企业采购团购、“顺利办”、“顾问团”等服务在线交易、销售促进与供应链优化等服务。为企业提供采购、团购服务，由京东提供正品货源和极速物流服务

4 数据云

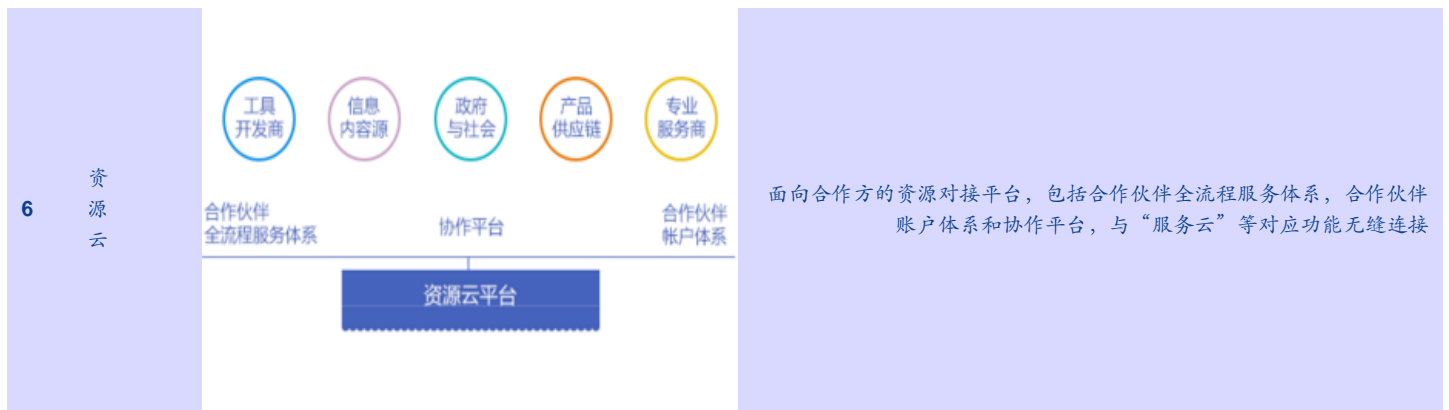


面向数据流的云计算平台，为线上、线下的企业服务体系提供数据支撑，并采集、清洗、存储有价值的的数据，应用于面向企业大数据的互联网政务、金融、商务等场景。数据云也提供公共企业数据服务，实现企业数据的社会化存储和分享利用；提供专有企业数据服务，实现高度安全的专有化异地备份

5 应用云



以 SaaS 的方式，为用户提供企业云财务、云办公、云人力等软件在线使用和技术支持



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

3.2.3. 智慧生态圈

对企业的全生命周期一站式保姆服务将使得公司对企业信息有深入了解。当神州易桥服务企业的数量和企业信息积累到一定量级，互联网金融、大数据营销、电子商务和产业基金孵化器的进一步商业模式变现可期。公司公告提到：神州易桥目前正在筹划与第三方合作“互联网+税银”综合服务项目，推出连线中小微企业和银行的税银贷产品。在电商领域，神州易桥管网也显示已经开启和京东的合作，后续进展值得期待。

图 19：神州易桥大数据应用场景



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

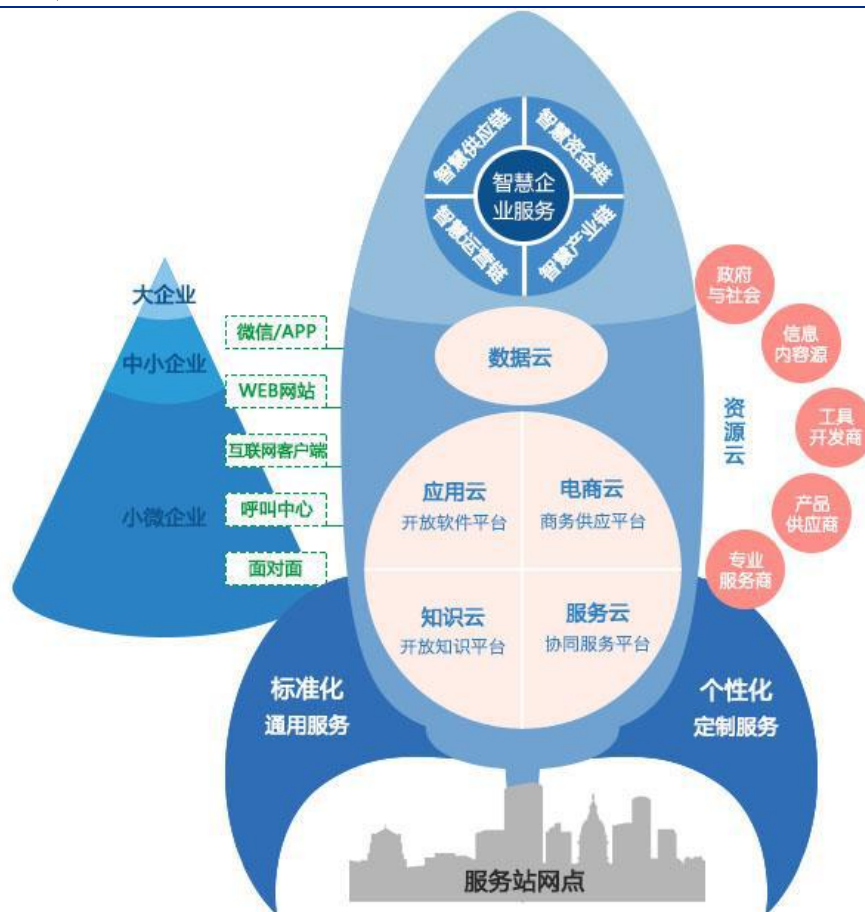
3.2.4. 战略蓝图

神州易桥把握面向中小微企业提供综合财税服务及相关衍生服务的市场机遇，凭借对中小微企业日常财税服务需求的准确理解，以及自身具备的较强的新产品/服务开发及运营能力，打

造了面向中小微企业提供财税一体化服务的互联网桌面入口产品，成效显著，并在此基础上依托长期积累的大量中小微企业用户积极延伸服务链条，不断深入企业互联网服务领域，布局 O2O 企业服务新蓝海，依托强大的企业互联网、线下服务体系基础、资金资本平台优势，强势推出“百城千店”及“六大云端”战略。

神州易桥的战略可以总结为：在大众创业、万众创新的背景下，通过企业互联网+的六大云端应用和服务工厂、服务网点和合作伙伴的三大线下服务体系支撑满足企业生命周期全方面需求的现代企业服务，并且收取服务费用，在积累企业资源和企业庞大信用数据之后，通过互联网金融、电商和产业基金投资的方式分享优质企业成熟壮大过程的红利。

图 20：神州易桥企业 O2O 服务的三级火箭战略



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

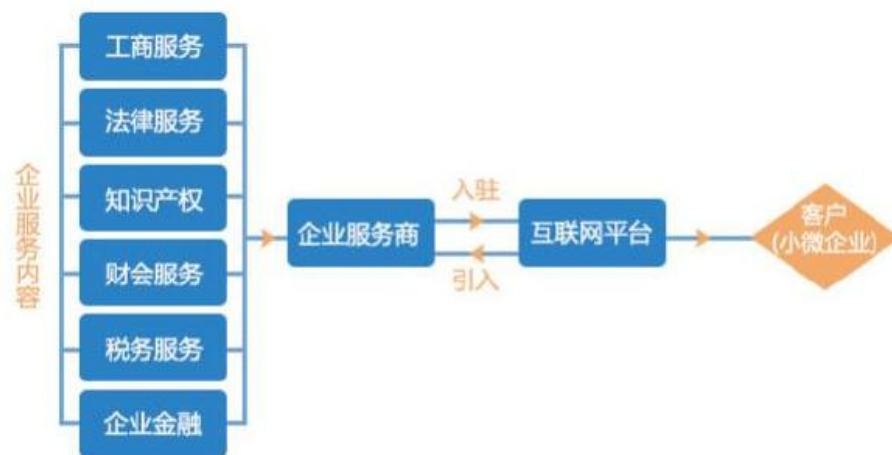
3.3. 战略优势、行业积累和执行力，三大核心竞争力奠定成功基础

3.3.1. 战略优势：企业全程孵化服务，启动行业整合

在企业服务领域，当前存在两类发展模式：

1、平台型产业链经营模式：流量入口—平台—服务商。平台型产业链经营模式是一种典型的轻资产模式，也是上一代互联网创业流行的商业模式。互联网平台类企业对接线下的企业服务商的服务能力和中小微企业的服务需求，试图将企业服务从线下转移到线上。控制企业服务的流量入口是这类平台企业的战略所在，但是企业服务，尤其是涉及政府部门的企业服务，线下至关重要，此外，企业服务具有强烈的地域属性，平台只是整个产业链的交易一个环节，无法控制上游，也无法控制下游。

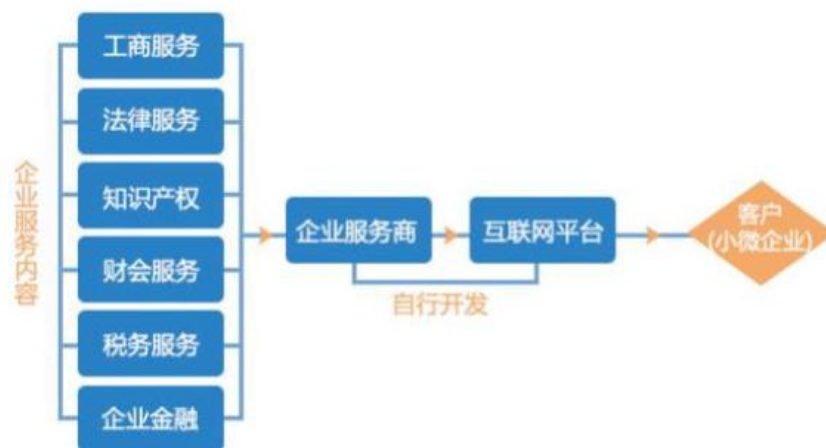
图 21：平台型产业链经营模式



数据来源：安信证券研究中心

2、自营型产业链经营模式：企业服务互联网平台—流量入口。自营型产业链的特点是互联网平台服务提供商同时也是企业服务商，是企业在业务上的纵向拓展，通过对产业链进行整合，能够更好地发挥企业服务商与平台之间的协同作用，原有的客户资源以及渠道，提供丰富的流量入口。自营型产业链的优势是，企业服务商互联网平台直接掌握流量入口，自营的模式可以通过服务工厂的规模化经营提升企业服务效率，统一的品牌、服务体系也有利于提升服务质量，在当前企业服务市场碎片化程度高、服务质量层次不齐的格局下，自营型模式的后劲更足。

图 22：自营型产业链经营模式



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

神州易桥在企业标准服务领域通过顺利办提供自营服务模式，在企业非标准服务领域通过第三方合作伙伴深度合作的方式强化服务的广度和深度，兼具上述两类战略众长，思路清晰，极具战略高度。

神州易桥成功上市后，结合自身多年行业积累的资源，有望通过资本和产业结合的方式，快速完成前期积累，蓄积规模优势。值得重视的是，在当前 BAT 等巨头纷纷进军企业互联网市场的情况下，通过线下服务为基础，自营模式和平台模式相结合的战略布局，有利于避开和 BAT 等巨头的直面竞争，而且线下服务也是神州易桥的优势能力。阿里和腾讯已经开始进军纯线上的企业 SaaS 市场，但较少涉及企业线下服务市场，这也侧面反映了神州易桥战略布局的前瞻性和差异性。从过去几年来看，在 BAT 包围下突围而出的互联网公司中，大众点评、美团、饿了么、链家等成功案例，其共同特点就是均具有强大的线下能力。从这个角度，我

们认为公司的经营模式潜力巨大。

3.3.2. 行业积累：出身名门，厚积薄发

神州易桥董事长彭聪先生 1999 年入职联想，从事国家税务总局全国征管系统的开发与推广，联想是中国税务信息化的领头羊，是金税工程的核心建设商。彭总于 2009 年成立神州易桥，专注于税务信息化、纳税服务多年，覆盖了辽宁、黑龙江、四川、浙江、江苏等多个省市，服务用户超过 200 万。公司已经实施完成的税务局项目覆盖了辽宁、江苏、江苏、浙江、福建和四川等省市，对税务信息化业务具有深刻的理解。

表 7：公司面向税务局的主要项目

地区	项目
辽宁省	地税局网上申报及机打发票系统、国税局门户网站（一期）、地税局门户网站软件开发集成采购项目
江苏省	无锡市国税局网上申报系统
山西省	地税局网上申报及机打发票系统
浙江省	宁波市财税局网上申报系统、宁波市财政税务局财税智能管理一期、二期和三期项目。
福建省	地税局网上申报系统、地税核心征管省级大集中项目
四川省	四川地税网上申报及机打发票系统

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

3.3.3. 执行力：上下一心，集中火力

除上述优势外，开启线下服务，执行力尤其重要。根据神州易桥工商登记信息，2015 年 11 月至今，神州易桥相继成立了辽宁公信易桥科技发展有限公司、神州易桥（广东）科技有限公司、湖南易桥友谊企业咨询服务有限公司、杭州易桥信息科技有限公司、四川中税易桥企业管理咨询服务有限公司、吉林易桥财税科技有限公司和税云（湖北）网络服务有限公司等子公司，为公司开启“百城千店”计划奠定了良好的基础。

图 23：截止 2016 年 6 月，神州易桥子公司列表



数据来源：启信宝，安信证券研究中心

公司于 2014 年制定三级火箭战略, 2015 年神州网上线, 2015 年至今各地子公司陆续开启, 体现了强大的执行力。上市公司 2016 年 4 月完成对神州易桥收购, 随即神州易桥董事长彭聪被提名为上市公司总裁, 并且启动公司更名流程, 彰显了公司上下对新业务和新总裁的高度期望。新总裁也不负众望, 4 月份上任后启动“百城千店”计划, 在短短一个月内完成了在北京、辽宁和广东的初步布局。根据神州网线下服务店信息, 截止 2016 年 6 月 14 日, 已经和神州网对接的线下服务点包括东莞 7 家店、长春 1 家店和北京 7 家店, 共计 15 家店。2016 年 5 月 27 日, 神州易桥还面向代记账等行业启动“事业合伙人计划”, 受到广泛关注。公司 2016 年 6 月 13 日还公告, 拟开展加盟商持股计划, 也充分显示了公司线下加盟店发展的良好势头以及加盟商对公司业务的高度信心。

表 8: 神州易桥线下服务店 (截止 2016 年 6 月 14 日)

地区	线下服务店
东莞	松山湖服务店
	长安服务店
	桥头服务店
	企石服务店
	南城 1 号服务店
	东城服务店
	东城区店
北京	霄云路店
	三元桥国际港湾
	丰科园店
	中关村店
	五道口店
	清河分店
	长春旗舰店

数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

4. 盈利预测及投资建议

我们从三个方面对公司估值进行分析:

1、传统业务方面, 2014 年公司资产减值损失 3052 万元, 2015 年资产减值损失 6240 万, 连续两年计提大量资产减值后, 传统业务资产质量良好。同时, 公司近年来不断关闭不能盈利的产能, 调整优化现有资产, 在连续两年大幅亏损后, 传统业务 2016 年一季度亏损开始大幅收窄, 全年有望扭亏为盈。以 2015 年年报数据为参考, 传统业务对应的归属母公司股东权益约为 6.4 亿元, 2007-2014 年公司 PB 一直处于 2-5 之间, 以中间值 PB 为 3 测算, 预计传统业务对应市值约为 19.2 亿元。

图 24: 2007-2015 年公司资本结构

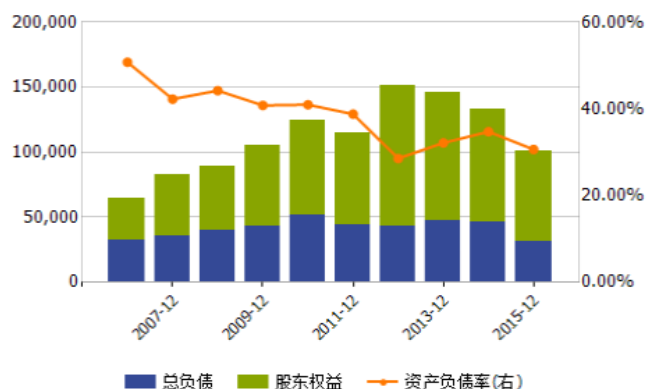
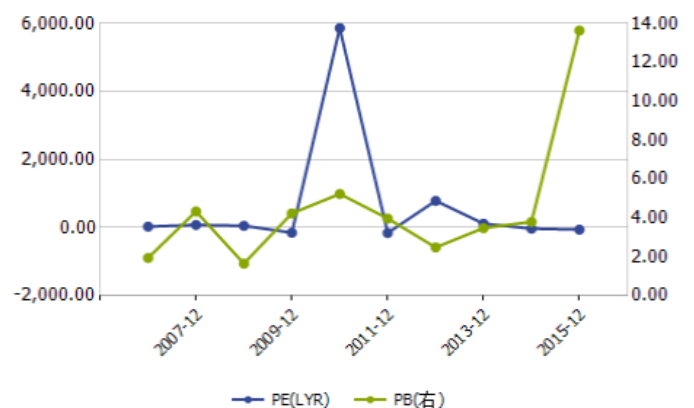


图 25: 公司相对估值



数据来源：公司财报，Wind，安信证券研究中心

数据来源：公司财报，Wind，安信证券研究中心

2、神州易桥承诺 2016-2018 年的扣非净利润不低于 8000 万元、9400 万元和 1.07 亿元，考虑到计算机板块平均估值以及同行业公司估值水平，给予 2016 年 50 倍 PE，该业务对应估值 40 亿元。在这里值得一提的是，收购神州易桥方案中，彭总没有选择任何现金对价，10 亿配套融资中，董事长连总个人认购 8.5 亿元，以及近期公司公告加盟商持股计划，都彰显了上市公司、标的公司以及产业链合作伙伴对公司未来业务的强烈信心。

3、公司募集资金 10 亿元进军企业服务新蓝海，以提供企业全程孵化服务的模式打造万亿企业级服务市场的“链家”。公司在战略高度、行业积累和执行力上优势明显，目前相关业务进展顺利，随着更多线下服务店的拓展，以及新商业模式逐步变现，业绩和估值弹性极大。

仅考虑公司传统业务价值和神州易桥承诺业务，对应约 60 亿市值，当前安全边际非常高。我们非常看好神州易桥全力打造的企业全程孵化服务市场前景，估计该业务将从 2017 年开始成为其重要的增长极。预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.13 元和 0.2 元，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 14 元。

5. 风险提示

产业整合风险，新业务进展不达预期，传统业务继续亏损。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	358.8	268.9	416.8	583.5	758.6	成长性					
减:营业成本	364.2	306.7	198.4	279.5	360.3	营业收入增长率	-4.7%	-25.0%	55.0%	40.0%	30.0%
营业税费	-1.2	8.7	16.7	21.1	28.9	营业利润增长率	-571.4%	3.7%	-158.3%	66.5%	52.4%
销售费用	18.0	17.2	21.3	27.7	34.9	净利润增长率	-534.1%	37.7%	-150.2%	55.1%	46.5%
管理费用	44.3	64.7	64.2	86.9	111.9	EBITDA 增长率	-162.8%	12.2%	-253.4%	47.0%	42.3%
财务费用	22.7	19.8	-2.0	-5.8	-10.2	EBIT 增长率	-299.3%	7.6%	-167.5%	63.0%	51.2%
资产减值损失	30.5	62.4	46.5	54.4	50.4	NOPLAT 增长率	-325.6%	23.9%	-160.5%	51.9%	45.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-24.3%	-20.9%	10.2%	-1.0%	3.1%
投资和汇兑收益	0.9	87.4	-	-	-	净资产增长率	-12.4%	-18.8%	31.2%	13.4%	17.4%
营业利润	-118.8	-123.2	71.9	119.7	182.3	利润率					
加:营业外净收支	-11.0	-20.2	15.0	15.0	15.0	毛利率	-1.5%	-14.1%	52.4%	52.1%	52.5%
利润总额	-129.8	-143.5	86.8	134.6	197.3	营业利润率	-33.1%	-45.8%	17.2%	20.5%	24.0%
减:所得税	-3.0	5.3	6.9	10.8	15.8	净利润率	-32.2%	-59.2%	19.2%	21.2%	23.9%
净利润	-115.6	-159.1	79.9	123.9	181.5	EBITDA/营业收入	-15.2%	-22.7%	22.5%	23.6%	25.9%
						EBIT/营业收入	-26.8%	-38.5%	16.8%	19.5%	22.7%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	521	639	380	260	191
货币资金	219.8	131.9	257.0	386.6	547.1	流动营业资本周转天数	136	92	55	75	74
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	534	535	340	357	383
应收账款	76.0	51.2	83.8	114.2	150.5	应收账款周转天数	58	78	55	57	59
应收票据	34.2	21.4	36.5	48.7	64.9	存货周转天数	167	144	59	43	44
预付账款	14.2	21.0	25.0	30.3	36.8	总资产周转天数	1,396	1,566	936	767	688
存货	141.5	74.3	62.6	78.0	107.1	投资资本周转天数	906	933	559	416	324
其他流动资产	5.5	8.5	14.4	21.4	29.0	投资回报率					
可供出售金融资产	168.2	95.5	95.5	95.5	95.5	ROE	-14.7%	-21.2%	8.7%	11.8%	14.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-9.6%	-14.7%	6.9%	9.3%	11.6%
长期股权投资	85.1	103.0	94.1	98.5	96.3	ROIC	-10.1%	-16.6%	12.7%	17.5%	25.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	506.2	448.1	430.6	412.1	392.8	销售费用率	5.0%	6.4%	5.1%	4.8%	4.6%
在建工程	11.1	20.2	16.2	12.9	10.3	管理费用率	12.3%	24.0%	15.4%	14.9%	14.8%
无形资产	37.5	36.2	33.8	31.5	29.4	财务费用率	6.3%	7.4%	-0.5%	-1.0%	-1.3%
其他非流动资产	26.4	2.1	3.8	4.5	5.1	三费/营业收入	23.7%	37.8%	20.0%	18.6%	18.0%
资产总额	1,325.8	1,013.4	1,153.2	1,334.4	1,564.8	偿债能力					
短期债务	97.5	30.0	-	-	-	资产负债率	34.8%	30.7%	20.1%	21.6%	21.6%
应付账款	135.2	143.2	83.1	123.8	155.3	负债权益比	53.3%	44.2%	25.1%	27.6%	27.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.49	1.29	3.07	3.25	3.67
其他流动负债	11.1	17.3	23.1	33.5	45.6	速动比率	1.06	0.98	2.67	2.87	3.25
长期借款	119.6	63.4	63.4	63.4	63.4	利息保障倍数	-4.23	-5.21	-34.45	-19.46	-16.88
其他非流动负债	10.6	8.0	11.8	16.1	19.3	分红指标					
负债总额	460.7	310.7	231.6	288.8	337.7	DPS(元)	0.02	-	-	-	-
少数股东权益	62.6	63.8	63.8	63.8	63.8	分红比率	-8.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	472.1	472.1	619.0	619.0	619.0	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	318.8	159.0	238.9	362.8	544.3						
股东权益	865.0	702.7	921.7	1,045.6	1,227.1						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-126.8	-148.8	79.9	123.9	181.5	EPS(元)	-0.19	-0.26	0.13	0.20	0.29
加:折旧和摊销	42.0	42.6	24.0	24.0	24.0	BVPS(元)	1.30	1.03	1.39	1.59	1.88
资产减值准备	30.5	62.4	46.5	54.4	50.4	PE(X)	-50.7	-36.8	73.4	47.3	32.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	9.2	6.8	6.0	5.0
财务费用	23.5	20.4	-2.0	-5.8	-10.2	P/FCF	42.0	-37.1	-464.5	45.0	36.4
投资损失	-0.9	-87.4	-	-	-	P/S	16.3	21.8	14.1	10.0	7.7
少数股东损益	-11.2	10.3	-	-	-	EV/EBITDA	-55.5	-142.2	60.6	40.3	27.5
营运资金的变动	27.3	111.6	-98.3	-13.8	-47.3	CAGR(%)	-199.2%	-206.8%	48.7%	45.7%	44.8%
经营活动产生现金流量	1.2	20.6	50.0	182.6	198.5	PEG	0.3	0.2	1.5	1.0	0.7
投资活动产生现金流量	-55.1	74.0	8.9	-4.5	2.2	ROIC/WACC	-1.0	-1.7	1.3	1.8	2.6
融资活动产生现金流量	17.9	-182.5	118.9	5.8	10.2	REP	-3.8	-8.4	6.6	4.7	3.0

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，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	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	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	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	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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