

2017年02月15日

*ST 易桥 (000606.SZ)

并购基金受让神州开元股权，加速财税服务跑马圈地

事件：公司公告，旗下产业并购基金与宁波盛世开元会计服务集团有限公司签署了《股权转让协议》，以现金形式受让开元集团持有宁波神州开元会计服务有限公司5%的股权，上述股权转让的交易价格为人民币2250万元。

产业基金受让神州开元股权，公司加速财税服务跑马圈地。公司于2016年12月与中企升亿达投资有限公司共同设立霍尔果斯神州易桥股权投资合伙企业(有限合伙)，并完成工商登记。根据最新工商登记信息，霍尔果斯神州易桥股权投资合伙企业已经投资了162家财税服务公司，线下扩张成果显著。神州开元旗下有63家财税服务公司，是宁波地区最大的财税服务公司之一。公司产业并购基金受让神州开元5%股权，大幅提升其财税服务生态圈能力，意义重大。

执行力超强的企业服务龙头。公司自2016年5月以来，逐步剥离传统亏损业务，聚焦企业服务业务，并且启动“百城千店”计划，开启“圈地—屯人—赋能”战略，预计公司当前线下运营中心超500家，圈地屯人成果显著。公司陆续和腾讯、新疆霍尔果斯、前海控股、百望股份战略合作，共同开拓万亿企业服务市场，彰显品牌号召力，更体现了公司卡位企业服务之后体现的平台整合能力，开启赋能第一阶段。公司拥有超过10亿现金储备，并且设立10亿产业并购基金，资金充沛，将助力财税服务加速发展。

“摘星脱帽”在即。公司已经公告2016年业绩预告，实现盈利4000万~5000万元。公司计划2月28日发布2016年年报，预计将申请撤销对公司股票实施退市风险警示，“摘星脱帽”在即。

投资建议：产业并购基金受让神州开元5%股权，公司加速财税服务跑马圈地。公司自2016年5月启动“百城千店”战略以来，在线下运营中心，产业并购基金对外投资、腾讯\霍尔果斯\前海\百望等战略合作方面成果显著，体现了强大的执行力。预计公司2016-2017年EPS分别为0.06元和0.2元，维持“买入-A”评级，6个月目标价15元。

风险提示：产业整合风险，新业务进展不达预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	358.8	268.9	403.4	524.4	681.7
净利润	-115.6	-159.1	45.8	151.5	240.0
每股收益(元)	-0.15	-0.21	0.06	0.20	0.31
每股净资产(元)	1.05	0.83	3.49	3.68	4.00

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	-72.4	-52.6	182.7	55.2	34.9
市净率(倍)	10.4	13.1	3.1	3.0	2.7
净利润率	-32.2%	-59.2%	11.4%	28.9%	35.2%
净资产收益率	-14.7%	-21.2%	1.7%	5.3%	7.7%

公司快报

证券研究报告

中成药

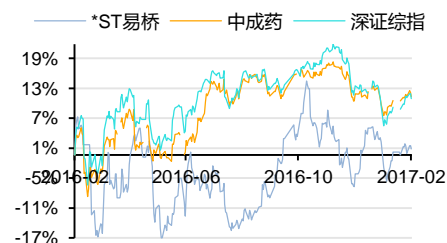
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **15元**
股价(2017-02-15) **10.93元**

交易数据

总市值(百万元)	8,370.19
流通市值(百万元)	5,129.71
总股本(百万股)	765.80
流通股本(百万股)	469.32
12个月价格区间	9.00/12.40元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.44	3.79	-8.89
绝对收益	3.8	-4.12	2.33

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: 携手百望, 纳税云平台+企业级服务平台雏形渐成 2016-12-29
- *ST 易桥: 携手前海联控, 服务“东方曼哈顿” 2016-10-26
- *ST 易桥: 剥离传统业务+设立产业基金, 聚焦企业互联网服务 2016-10-25
- *ST 易桥: 业绩符合预期, “百城千店”进展顺利 2016-08-31
- *ST 易桥: 中报扭亏为盈, 携手腾讯打造中国企业服务标杆 2016-07-12

股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-10.1%	-16.6%	3.1%	14.2%	26.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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	403.4	524.4	681.7	成长性					
减:营业成本	364.2	306.7	284.4	298.9	323.8	营业收入增长率	-4.7%	-25.0%	50.0%	30.0%	30.0%
营业税费	-1.2	8.7	16.1	19.0	26.0	营业利润增长率	-571.4%	3.7%	-128.3%	330.0%	64.2%
销售费用	18.0	17.2	24.2	24.9	31.4	净利润增长率	-534.1%	37.7%	-128.8%	230.8%	58.4%
管理费用	44.3	64.7	72.6	78.1	100.5	EBITDA 增长率	-162.8%	12.2%	-148.3%	282.6%	80.1%
财务费用	22.7	19.8	-29.2	-60.7	-66.3	EBIT 增长率	-299.3%	7.6%	-105.4%	1493.4%	101.7%
资产减值损失	30.5	62.4	46.5	54.4	50.4	NOPLAT 增长率	-325.6%	23.9%	-114.7%	405.9%	87.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-24.3%	-20.9%	9.8%	-1.1%	3.4%
投资和汇兑收益	0.9	87.4	46.0	40.0	30.0	净资产增长率	-12.4%	-18.8%	289.0%	5.5%	8.3%
营业利润	-118.8	-123.2	34.8	149.7	245.9	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%	29.5%	43.0%	52.5%
利润总额	-129.8	-143.5	49.8	164.7	260.9	营业利润率	-33.1%	-45.8%	8.6%	28.6%	36.1%
减:所得税	-3.0	5.3	4.0	13.2	20.9	净利润率	-32.2%	-59.2%	11.4%	28.9%	35.2%
净利润	-115.6	-159.1	45.8	151.5	240.0	EBITDA/营业收入	-15.2%	-22.7%	7.3%	21.6%	29.9%
						EBIT/营业收入	-26.8%	-38.5%	1.4%	17.0%	26.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	521	639	392	289	213
						流动资产周转天数	136	92	56	81	80
						流动负债周转天数	534	535	1,176	1,665	1,409
						应收账款周转天数	58	78	55	59	59
						存货周转天数	167	157	85	67	54
						总资产周转天数	1,396	1,566	1,791	2,121	1,748
						投资资本周转天数	906	933	576	461	359
						投资回报率					
						ROE	-14.7%	-21.2%	1.7%	5.3%	7.7%
						ROA	-9.6%	-14.7%	1.5%	4.8%	7.0%
						ROIC	-10.1%	-16.6%	3.1%	14.2%	26.8%
						费用率					
						销售费用率	5.0%	6.4%	6.0%	4.8%	4.6%
						管理费用率	12.3%	24.0%	18.0%	14.9%	14.8%
						财务费用率	6.3%	7.4%	-7.2%	-11.6%	-9.7%
						三费/营业收入	23.7%	37.8%	16.8%	8.1%	9.6%
						偿债能力					
						资产负债率	34.8%	30.7%	8.9%	9.3%	9.2%
						负债权益比	53.3%	44.2%	9.8%	10.2%	10.1%
						流动比率	1.49	1.29	12.11	11.67	11.93
						速动比率	1.06	0.90	11.60	11.22	11.47
						利息保障倍数	-4.23	-5.21	-0.19	-1.47	-2.71
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	-	-	-	-
						分红比率	-8.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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	45.8	151.5	240.0	EPS(元)	-0.15	-0.21	0.06	0.20	0.31
加:折旧和摊销	42.0	42.6	24.0	24.0	24.0	BVPS(元)	1.05	0.83	3.49	3.68	4.00
资产减值准备	30.5	62.4	46.5	54.4	50.4	PE(X)	-72.4	-52.6	182.7	55.2	34.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.4	13.1	3.1	3.0	2.7
财务费用	23.5	20.4	-29.2	-60.7	-66.3	P/FCF	60.0	-53.0	-188.6	52.7	38.5
投资损失	-0.9	-87.4	-46.0	-40.0	-30.0	P/S	23.3	31.1	20.8	16.0	12.3
少数股东损益	-11.2	10.3	-	-	-	EV/EBITDA	-55.5	-142.2	215.8	55.0	29.5
营运资金的变动	27.3	111.6	-77.2	-12.7	-49.3	CAGR(%)	-206.1%	-217.3%	86.5%	40.0%	23.8%
经营活动产生现金流量	1.2	20.6	-36.2	116.6	168.8	PEG	0.4	0.2	2.1	1.4	1.5
投资活动产生现金流量	-55.1	74.0	54.9	35.5	32.2	ROIC/WACC	-1.0	-1.7	0.3	1.4	2.7
融资活动产生现金流量	17.9	-182.5	1,991.8	60.7	66.3	REP	-3.8	-8.5	30.5	6.5	3.2

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

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	葛娇妤	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	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

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