

# 神州易桥 (000606)

## 布局企业服务市场，切入万亿蓝海

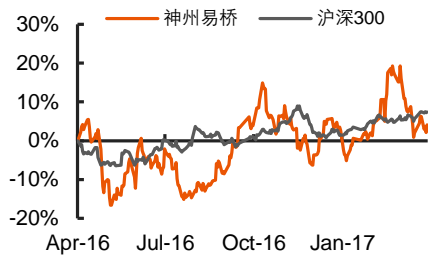
### 强烈推荐 (首次)

现价: 11.23 元

#### 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.eqiao.com.cn
大股东/持股	连良桂/16.78%
实际控制人/持股	连良桂/16.78%
总股本(百万股)	766
流通 A 股(百万股)	468
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	86.00
流通 A 股市值(亿元)	52.60
每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	9.01

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**张冰** 投资咨询资格编号  
S1060515120001  
010-56800144  
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**闫磊** 一般从业资格编号  
S1060115070011  
010-56800140  
YANLEI511@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

#### 平安观点:

- **S.T.明胶收购神州易桥，企业服务 O2O 平台业务成为发展重心：**去年 S.T.明胶在连年亏损的情况下，通过重大资产重组收购了神州易桥。从而财税软件服务和“互联网+”企业综合服务成为上市公司的主体业务。神州易桥致力于建设“智慧企业服务”O2O 生态体系，面向中小微企业提供全周期一站式的企业服务，满足其财税、运营、工商、人力、法律、融资等多层次需求，帮助其降低成本、提高效率，并在此基础上有效整合市场上的商业资源，实施支撑中小微企业发展的入口平台战略，具有广阔的市场前景。
- **公司传统财税业务发展良好：**神州易桥 2009 年成立，以向政府提供财税信息化解决方案及向企业提供管家式 O2O 财税服务为主业，8 年间业务覆盖全国 14 个省市。公司财税业务分为企业综合服务、企业财税综合解决方案及技术开发服务以及增值服务。在“软件免费、服务收费”的模式下，公司既通过免费软件满足了中小微企业的普遍需求，同时依托财税综合服务的提供，绑定了大量用户，为后续的拓展服务奠定了良好基础。目前，在金税三期上线以后，公司的大数据应用的效果不断显现，对企业的画像不断精准，加之电子发票、营改增的政策背景，为税务信息化企业创造了机遇。我们预计，依托公司在财税业务方面多年积累的能力和优势，传统财税业务将持续稳定增长。
- **中小微企业服务是刚性需求，市场广阔：**截止 2016 年上半年，我国各类市场主体已经达到 8045 万户，按照 2013 年中小微企业所占比重，我国中小微企业数量已经达到 7574 万户，按照神州顺利办官网上的价格计算，企业服务市场规模可以达到万亿级。在双创政策，以及 B 端市场逐渐被发掘的趋势下，公司的中小微企业 O2O 服务平台业务将被大大地推动。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	269	412	1502	3044	4736
YoY(%)	-25.0	53.2	264.7	102.7	55.6
净利润(百万元)	-159.1	46	242	454	814
YoY(%)	37.7	-128.8	427.7	87.7	79.3
毛利率(%)	-14.1	31.2	39.9	45.0	50.2
净利率(%)	-59.2	11.1	16.1	14.9	17.2
ROE(%)	-21.2	1.4	8.2	13.5	19.6
EPS(摊薄/元)	-0.21	0.06	0.32	0.59	1.06
P/E(倍)	-54.1	187.7	35.6	18.9	10.6
P/B(倍)	13.5	3.1	2.8	2.5	2.0

- **布局企业服务市场，进军万亿蓝海：** 公司卡位企业出生原点，在企业全生命周期过程中提供服务。在发挥原有的企业财税综合服务优势的基础上，依托长期积累的大量中小微企业用户，公司确定了服务于中小微企业互联网化、构建智慧企业服务生态圈的战略选择，目前正积极拓展面向中小微企业的 O2O 应用场景，以一体化财税服务、工商代办、代理记账、知识产权服务、办公服务、财税顾问、企业保险、融资等多元化的方式服务与广大的中小微企业客户，打造智慧企业互联网复合生态服务体系，具备良好的市场前景与盈利空间。
- **盈利预测与投资建议：** 我们预测 2017-2019 年的净利润分别为 2.42 亿、4.54 亿和 8.14 亿元，对应的增长分别是 427.7%、87.7%和 79.3%。三年的 EPS 分别为 0.32 元、0.59 元、1.06 元，对应 13 日收盘价的 PE 分别为 35.6、18.9、10.6 倍。我们认为，公司依托传统的财税综合服务积累的大量中小微企业用户，积极切入企业服务市场，打造智慧企业生态服务体系，在企业全生命周期过程中提供所有所需的服务。我们看好公司的发展前景，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 公司线下服务网点建设不及预期；智慧企业孵化云平台项目、企业大数据中心建设不及预期。

# 正文目录

<b>一、传统医药制造业转型企业互联网服务公司</b> .....	<b>5</b>
1.1 原上市公司传统医药制造业业绩不断下滑 .....	5
1.2 注入神州易桥优质资产，转型企业互联网服务公司 .....	5
1.3 公司财税业务发展良好 .....	6
<b>二、布局企业服务市场，切入万亿“蓝海”</b> .....	<b>7</b>
2.1 中小企业服务是刚性需求，市场广阔 .....	7
2.2 现代企业服务 .....	9
2.3 企业互联网+ .....	10
2.4 智慧企业生态 .....	11
2.5 326 工程 .....	13
<b>三、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>四、风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图表 1	S.T.明胶的营业收入不断下降 .....	5
图表 2	S.T.明胶的归母净利润的亏损不断扩大 .....	5
图表 3	神州易桥营业收入预测 .....	6
图表 4	神州易桥毛利率预测 .....	6
图表 5	神州易桥业绩承诺 .....	6
图表 6	财税大管家 .....	7
图表 7	市场经营主体规模庞大 .....	8
图表 8	互联网企业服务行业政策支持 .....	8
图表 9	神州顺利办协同服务平台 .....	9
图表 10	现代企业服务模式具有多种优势 .....	10
图表 11	六大云端功能及作用 .....	11
图表 12	线上服务平台与线下服务体系共同构成了智慧企业服务平台 .....	11
图表 13	智慧企业生态 .....	12
图表 14	智慧企业应用场景 .....	12
图表 15	326 工程 .....	13

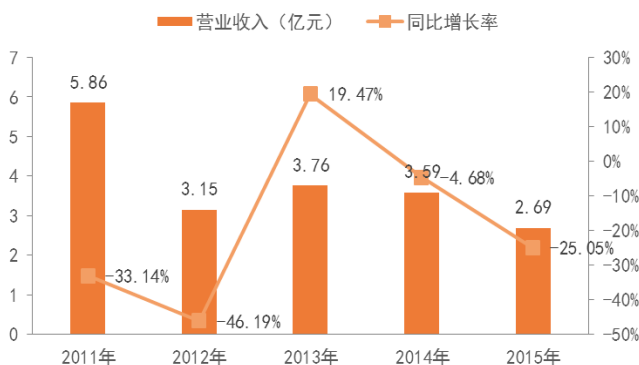
## 一、传统医药制造业转型企业互联网服务公司

### 1.1 原上市公司传统医药制造业业绩不断下滑

上市公司神州易桥在更名之前是 S.T.明胶（青海明胶）。青海明胶的主营业务为明胶系列产品、硬胶囊、胶原蛋白肠衣等产品的研发、生产和销售。公司为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。经过多年的发展，公司已经成为国内较大的专业骨明胶生产商，拥有广泛、稳定的营销网络，具有一定的产品品牌影响力。

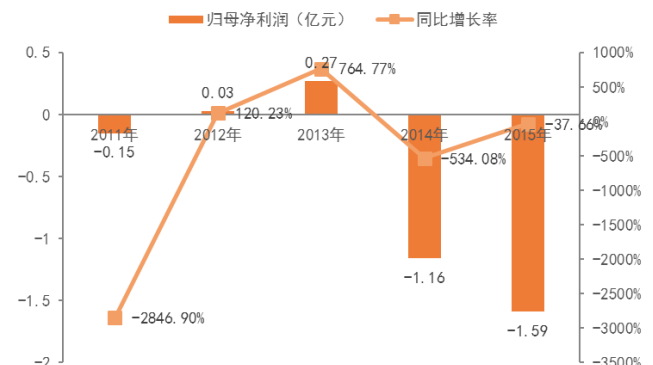
但是，在经济增长方式转型，发展减速的背景下，公司下游的医药、食品行业也面临政策变化、增速放缓、竞争加剧的局面，公司所处的细分行业市场价格回落，市场环境发生变化，行业竞争压力不断加大。公司的营业收入不断下降，2015 年营业收入相比 2014 年大幅下滑 25.05%；同时 2014 年、2015 年连续出现亏损，并且亏损不断扩大。

图表1 S.T.明胶的营业收入不断下降



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表2 S.T.明胶的归母净利润的亏损不断扩大



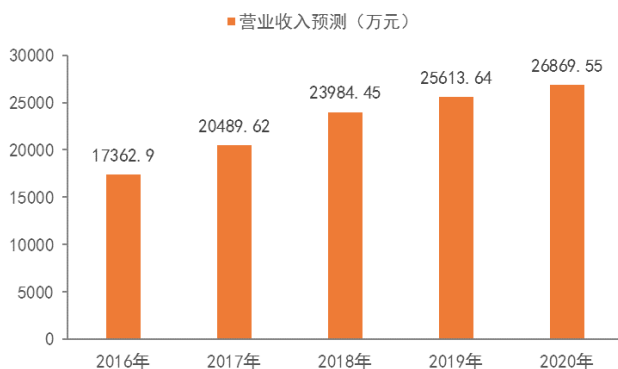
资料来源：Wind、平安证券研究所

### 1.2 注入神州易桥优质资产，转型企业互联网服务公司

神州易桥是一家面向中小微企业提供财税综合服务及一站式社会化服务的企业服务互联网公司，公司所处的企业服务 O2O 行业市场广阔，发展迅速。神州易桥致力于建设“智慧企业服务”O2O 生态体系，面向中小微企业提供全周期一站式的全方位企业服务，满足其财税、运营、法律、人力资源、融资、上市等多层次需求，帮助其降低成本、提高效率，不断积累大量用户，并在此基础上有效整合社会资源，实施支撑中小微企业发展的入口平台战略，具有广阔的市场前景。

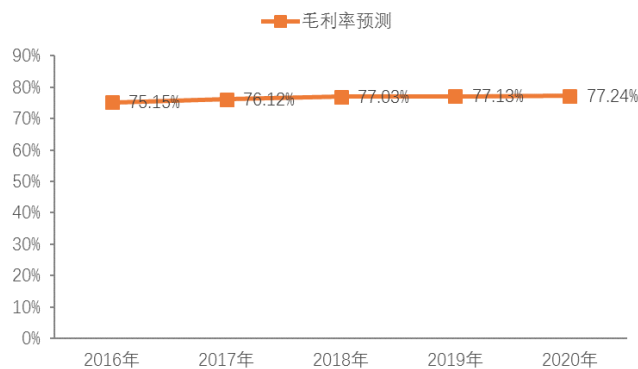
神州易桥营业收入增长稳健，公司预计自己原有财税软件和面向中小微企业提供财税综合服务的业务在 2020 年公司营业收入将达到 2.69 亿元。同时，神州易桥保持着较高的毛利率，而且逐渐增加，公司预计 2020 年毛利率将达到 77.24%。

图表3 神州易桥营业收入预测



资料来源：公司公告、平安证券研究所

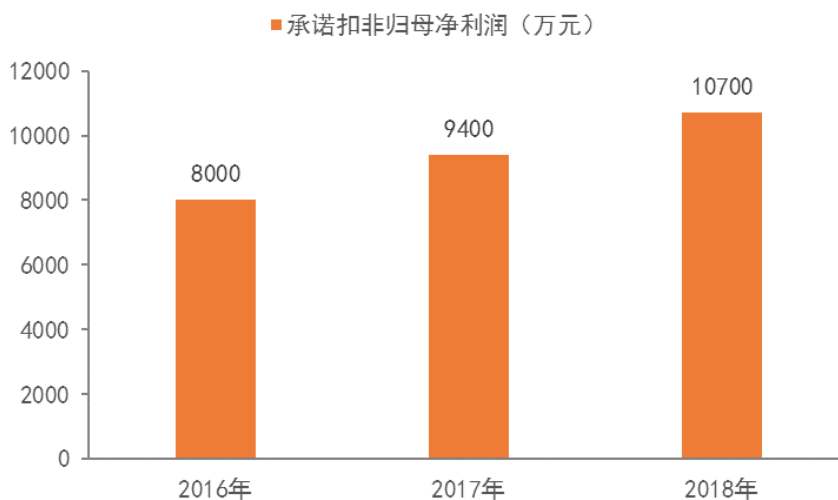
图表4 神州易桥毛利率预测



资料来源：公司公告、平安证券研究所

同时，在资产重组的公告中神州易桥做出业绩承诺，2016 年度、2017 年度和 2018 年度经审计的扣非净利润分别不低于 8000 万元、9400 万元和 10700 万元。

图表5 神州易桥业绩承诺



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 1.3 公司财税业务发展良好

神州易桥 2009 年成立，以向政府提供财税信息化解决方案及向企业提供财税信息化及其咨询、服务为主业，8 年间业务覆盖全国 14 个省市。作为具备核心研发能力的高新技术企业，公司拥有国家软件评测中心与税务总局联合授予的核心报税开发商资质及多项软件著作权。

公司的财税业务主要分为企业综合服务、企业财税综合解决方案及技术开发服务以及增值服务。首先，企业综合服务主要是面对中小微企业用户的服务。公司以财税大管家为代表的软件为载体，为有需求的企业提供财务、税务、企业管理等一体化的综合服务。公司该业务模式主要采取“软件免费、服务收费”的方式，收入主要是来自于向中小微付费用户收取的远程协助、上门服务等服务收入。财税大管家围绕着企业财税人员工作需求，集成了办税软件、发票查验、工资管理软件、财务管理软件、通用进销存软件等众多相关应用软件以及各类财税专用工具，并为企业用户提供全面专

业的财税知识库，以保障用户财税数据安全。在这种“软件免费、服务收费”的模式下，公司既通过免费软件满足了中小微企业的普遍需求，同时依托财税综合服务的提供，绑定了大量用户，为后续的拓展服务奠定了良好基础。

图表6 财税大管家



资料来源：公司公告、平安证券研究所

企业财税综合解决方案及技术开发服务主要有两部分：一是公司接受神州数码、中国软件等企业的委托提供财税系统开发及运营维护服务，协助上述客户实施税务局系统省级纳税服务系统的开发以及企业综合服务平台应用开发业务；二是公司向财税大管家尚未覆盖的省份的纳税服务商（如山东、安徽、福建等地服务商）提供切合当地国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。公司通过这样的方式进一步在全国范围内推广以财税大管家为核心的财税综合服务平台。

增值服务主要是向上述提供过定制化财税大管家软件研发的纳税服务商按注册用户数收取的平台运维费用和财税办公用品销售。

目前，公司的财税业务主要基于以前的存量用户。同时金税三期上线以后，公司的大数据应用的效果不断显现，对企业的画像不断精准，加之电子发票、营改增的政策背景，从税务信息化、便捷化层面创造了长期的市场机会。我们预计，依托公司在财税业务方面多年积累的能力和优势，传统财税业务将持续稳定增长。

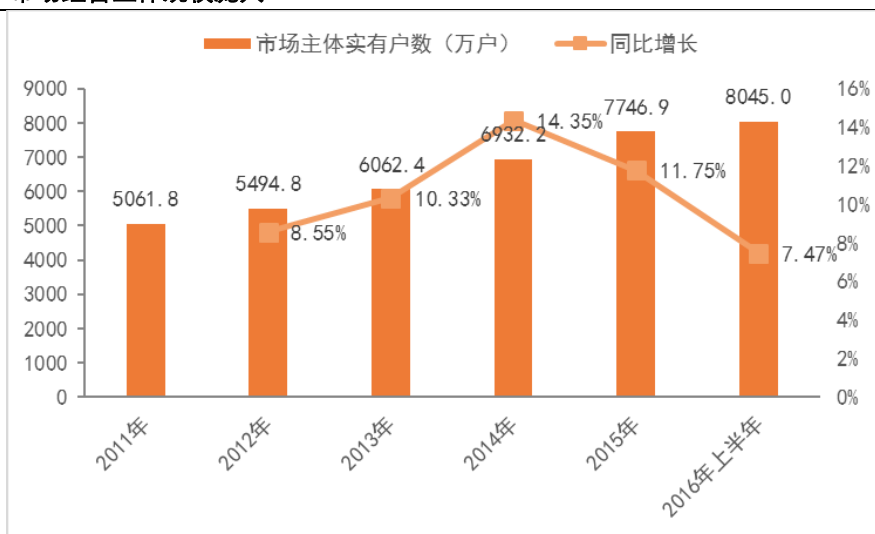
## 二、 布局企业服务市场，切入万亿“蓝海”

### 2.1 中小企业服务是刚性需求，市场广阔

根据国家工商总局全国小微企业发展报告课题组发布的《全国小型微型企业发展情况报告》，截至2013年年底，全国各类企业总数为1527.84万户。其中，小微企业1169.87万户，占到企业总数的76.57%。将4436.29万户个体工商户纳入统计后，中小微企业所占比重达到94.15%。截止2016年上半年，我国各类市场主体已经达到8045万户，按照2013年中小微企业所占比重，我国中小微企业数量已经达到7574万户，按照神州顺利办官网上的价格，企业服务市场规模可以达到万亿级。



图表7 市场经营主体规模庞大



资料来源：国家工商总局、Wind、平安证券研究所

对于中小微企业，企业服务是一种刚性需求。公司卡位企业出生原点，在企业全生命周期过程中提供服务。首先，财税服务需求是中小微企业日常经营的基础需求之一。同时，基于企业互联网化发展的大趋势，在发挥原有的企业财税综合服务优势的基础上，依托长期积累的大量中小微企业用户，公司确定了服务于中小微企业互联网化，构建智慧企业服务生态圈的战略选择，目前正积极拓展面向中小微企业的 O2O 应用场景，向用户提供互联网应用服务和运营服务，以一体化财税服务、工商代办、代理记账、知识产权服务、办公服务、财税顾问等多元化的方式实现企业用户数量和用户数据资源变现，打造包括用户、企业大数据等元素在内的智慧企业互联网复合生态服务体系，我们认为，公司这一业务具备良好的市场前景与盈利空间。

同时，国家政策加快扶持企业互联网服务行业。随着“互联网+”上升为国家发展战略，互联网的应用越来越广泛，企业层面的互联网化在 2015 年正在逐渐推广、快速发展。我国 C 端市场已经高速发展，而 B 端企业互联网市场依然是一片蓝海，前景广阔。大众创业、万众创新的政策下，中小微企业会快速增长，加之企业互联网化的需求大幅提升，这将积极推动神州易桥的企业服务 O2O 业务。

图表8 互联网企业服务行业政策支持

时间	政策
2009 年	财政部等 9 部委联合发布《关于鼓励政府和企业发包促进我国服务外包产业发展的指导意见》
2011 年	工业和信息化部、科学技术部等 5 部委联合发布《关于加快推进中小企业服务体系建设的指导意见》
2013 年	工业和信息化部《信息化和工业化深度融合专项行动计划（2013-2018）》
2015 年	国务院《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》
2015 年	国务院办公厅《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》
2015 年	国务院《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》
2015 年	国家税务总局《关于印发<“互联网+税务”行动计划>的通知》

资料来源：公司公告、平安证券研究所



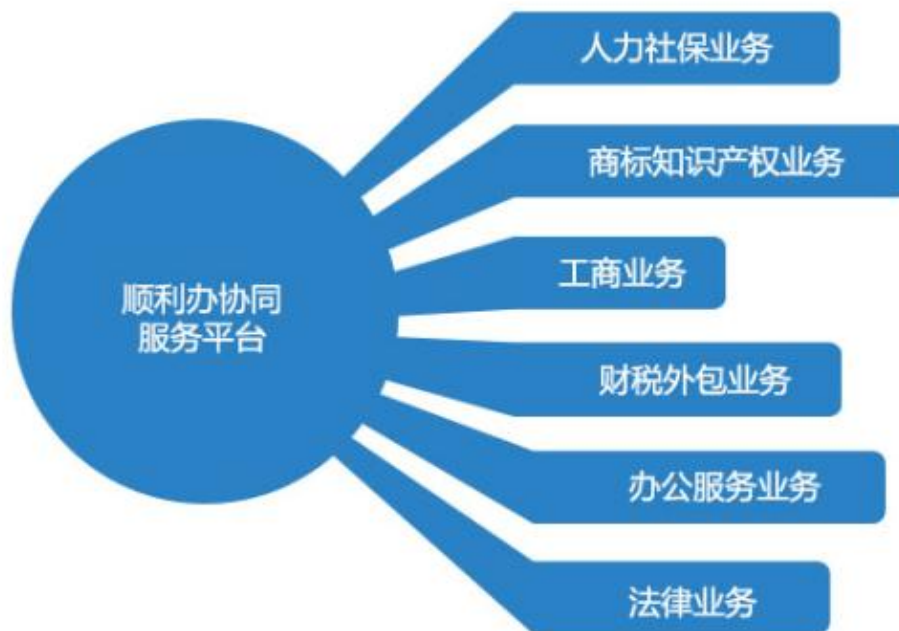
## 2.2 现代企业服务

公司依托于传统的财税服务，积累了大量的用户资源，依托于这些用户资源，公司积极切入企业服务市场，进军万亿蓝海市场。公司为企业提供成长全周期所需第三方服务，帮助其降低成本、提高效率、对接社会资源。公司的服务体系已经覆盖 20 个省市自治区，350 余万用户。从工商代办、财税外包、办公服务，到协助企业获得法律顾问、资金支持等服务，公司为企业提供顺利办标准服务、顾问团定制服务，为不同行业及领域的企业提供专业解决方案。目前，公司现代企业服务业务体系包括顺利办、顾问团、软孵化、创业蜂巢、空间服务及 3S 空间等六种业务。

其中神州顺利办是目前公司重点打造的业务。神州顺利办是定位于企业一站式公共服务平台，在企业创业、发展到成熟的全生命周期中，提供工商注册、代理记账、报税、社保、商标、专利、法律、金融等全方位标准化服务。在公司的企业孵化体系中，服务站网点体系具有打通企业服务“最后一公里”的战略意义。公司计划在经济发达、企业分布集中的地区，合计建设至少 600 家左右的销售网点，每个网点辐射周围约一两千家中小微企业，全国合计覆盖约 200 万家企业。同时，为了能够使企业服务产品化、流程化、标准化，公司将在各地建设约 30 家服务工厂，每家服务工厂负责所在城市的工商代办、知识产权服务等企业服务集中化生产，与 10-40 家销售网点实现流程对接。这样的方式能够实现大批量标准化服务的集中生产和交付，实现规模化经营、降低生产成本。

目前，公司提出“百城千店”合伙人计划，旨在塑造线上线下一体化、全国区域的多门店联动体系，通过店与店的协同，挖掘存量客户，解决高成本营销问题。公司现阶段已经与全国超过 1000 家门店达成合作。如果公司未来完成“百城千店”计划，并最终将其中大部分门店收购自营，按照行业平均水平头部单店 100 万利润计算，每年将有大约 10 亿的利润。

图表9 神州顺利办协同服务平台



资料来源：公司公告、平安证券研究所

不同于顺利办提供标准化业务，顾问团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，定位于进阶孵化，由第三方专业事务所和机构提供专属定制化服务，由公司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问题。

目前，传统企业服务通常采用线下门店服务方式，在这种服务模式，客户覆盖范围较窄，通常局限于所在地及周边范围，仍停留在“单体小、业务散、收费乱、服务差”阶段，无法满足企业对于服务的需求。综合来看，公司的现代企业服务模式相比传统企业服务具有多种优势。首先，公司通过互联网企业服务互联网平台通过互联网化手段，能够打破地域界限，面向更大范围客户。其次，公司通过服务工厂将企业服务标准化、规范化、商品化，达到规模化经营，不仅提升了服务质量，而且降低了服务成本。同时，公司使服务流程可视化，用户可以掌控进度，从而增强了用户体验，提高了用户满意度。

图表10 现代企业服务模式具有多种优势



资料来源：公司官网、平安证券研究所

### 2.3 企业互联网+

公司以知识云、应用云、电商云、服务云、资源云、数据云六大云端，结合线下服务体系形成企业服务 O2O 平台，提供一站式企业服务，甚至是孵化。这一平台为企业运营提供开放式云端服务，并根据业务发展需求，提供云计算服务或产品等选择，打造专为互联网定制的各种企业云端应用。

图表11 六大云端功能及作用

云端	功能及作用
知识云	构建企业互动知识库，为神州易桥依托神州网打造的企业互联网服务平台加载服务知识属性
应用云	构建 SaaS 平台及应用市场，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
电商云	构建企业服务交易平台，解决企业对一站式社会化服务的需求，形成服务产品化、价格透明化、资源互惠化的企业级电子商务综合平台
服务云	实现企业服务的全流程标准化控制和可视化用户体验
数据云	线上线下业务数据存档，提供大数据云计算支撑
资源云	整合各方资源，提供合作伙伴业务入口

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司的线上企业互联网包括六大云端；同时通过互联网客户端、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。公司通过用户服务体系对全国各地的线下服务站进行全过程质量控制，为用户提供可视化、多服务渠道的互动服务体验；通过建立标准化的可复制服务站管理体系，公司将支撑“顺利办”、“顾问团”业务的服务站网点体系扩展到更多区域和细分市场。线上服务平台、用户服务体系、线下服务支撑体系形成完善的智慧企业孵化云平台。

图表12 线上服务平台与线下服务体系共同构成了智慧企业服务云平台



资料来源：公司官网、平安证券研究所

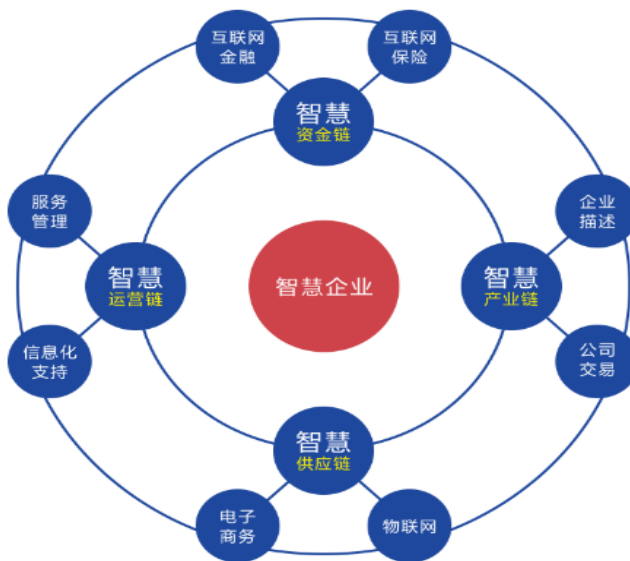
## 2.4 智慧企业生态

公司以智慧企业服务为目标，通过互联网、大数据、服务产品化、工厂化规模经营等新技术、新模式，对传统企业服务进行改造，通过线上线下一体化的 O2O 服务体系，实现对企业的智慧服务、主

动服务，整合社会优质资源，结合企业服务大数据，衔接互联网政务、金融、保险等应用场景，为企业打造智慧运营链、智慧资金链、智慧供应链、智慧产业链，从而使用户成为现代化的企业。

智慧企业生态有很多优势。首先，公司利用信息化手段打造智慧运营链，统一整合公司内部的信息流、物流、资金流，从而避免因企业运营链各环节之间不统一而管理混乱。其二，公司利用互联网为企业打造智慧资金链，为企业提供适合的理财、贷款以及保险服务。其三，公司利用电子商务和物联网等技术手段打造智慧供应链，实现供应链的智能化、网络化以及自动化。除此之外，公司利用互联网及大数据构建智慧产业链，整合产业链上下游资源，使公司交易更便利容易。

图表13 智慧企业生态



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司利用企业服务大数据，可以更精准地为企业画像，对内使企业服务更加精准主动，优化用户体验，对外则可对接第三方合作伙伴，提供多种创新的企业服务场景，企业金融、企业保险、企业采购、企业营销以及“互联网+税银”项目等。

图表14 智慧企业应用场景

应用场景	具体内容
企业金融	构建互联网企业金融服务平台，利用自身积累的海量企业多维数据资源，整合银行、金融机构等资源方，精准发掘企业需求，定位服务对象，为企业量身定制丰富的理财，贷款，保理等金融服务。
企业保险	搭建互联网保险交易服务平台，帮助企业定制保险方案，使企业根据自身特点合理运用保险工具，增强经营抗风险能力，同时设计税收筹划与保险相结合，为企业合法降低税负。
企业采购	联合京东商城，推出面向中小企业的神州企采商城，结合易桥对中小企业采购服务痛点的理解把握推出一站式正品采购服务。
企业营销	发掘中小企业营销痛点，搭建互联网营销服务平台，提供低成本的移动营销平台服务、定制化设计服务、精准营销流量服务，为企业选择合适的市场、规划成长战略以及适宜的营销战略。
互联网+税银	通过与第三方平台开展合作，依托大量中小微企业财税大数据资源，建立智能风控模型，向合作方提供多行业多层次多维度的数据分析及资信评估服务，与合作方联合开发标准化的税银信贷产品。

资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

## 2.5 326 工程

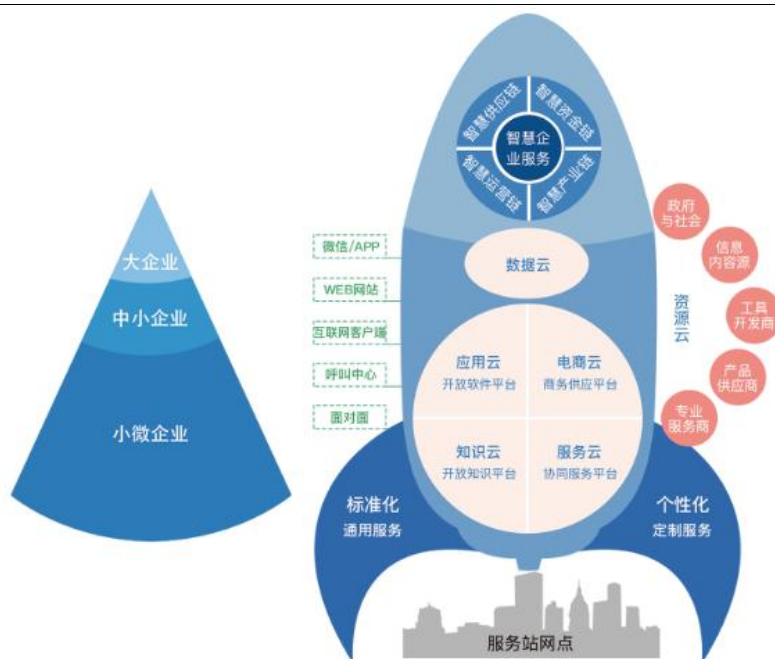
公司致力于打造智慧企业服务“326 工程”战略目标体系：“3”即实施现代企业服务、企业互联网服务+、智慧企业服务生态圈“三级火箭战略”，“2”即铺设“顺利办”、“顾问团”两条企业服务新干线，“6”即搭建知识云、应用云、电商云、服务云、数据云、资源云六大互联网云端，形成线上线下互动的智慧企业互联网生态服务体系。

第一级火箭即现代企业服务。从所有企业的刚性需求环节——高频率、高粘度的纳税服务为切入点，获取大量用户，继而以顺利办、顾问团分别为客户提供标准化服务及定制化服务。通过各地“服务工厂”的规模化经营，从根本上提高生产力、颠覆传统企业服务模式；通过密集的线下网点，打通企业近距离服务“最后一公里”。

第二级火箭即企业互联网+六大云端。知识云是面向信息流的知识开放平台，应用云是支撑信息化的软件工具平台，电商云是面向资金流、供应链的交易平台，服务云是连接企业与服务商的云协同平台，数据云是面向数据流的云计算平台，资源云是面向合作方的社会资源对接平台。

第三级火箭即基于大数据建设“智慧企业服务”生态圈。通过数据云积累的海量数据，结合分析用户的行为轨迹，挖掘和激发企业需求，进行智慧化的精准营销、主动服务。与政府、金融机构等外部数据交换对接、协同创新，衔接互联网金融、保险等大数据应用场景。

图表15 326 工程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

## 三、盈利预测与投资建议

我们预测 2017-2019 年的净利润分别为 2.42 亿、4.54 亿和 8.14 亿元，对应的增长分别是 427.7%、87.7%和 79.3%。三年的 EPS 分别为 0.32 元、0.59 元、1.06 元，对应 13 日收盘价的 PE 分别为 35.6、18.9、10.6 倍。

我们认为，公司依托传统的财税综合服务积累的大量中小微企业用户，积极切入企业服务市场，打造智慧企业生态服务体系，在企业全生命周期过程中提供所有所需的服务。我们看好公司的发展前景，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 四、 风险提示

我们认为，公司未来面临的主要风险如下：

- （1）公司线下服务网点建设不及预期；
- （2）智慧企业孵化云平台项目、企业大数据中心建设不及预期。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1289	1995	1884	2931
现金	1002	944	487	758
应收账款	61	239	370	578
其他应收款	6	23	36	55
预付账款	16	120	157	274
存货	95	444	557	853
其他流动资产	107	225	278	412
<b>非流动资产</b>	1841	4788	7498	8884
长期投资	105	108	110	112
固定资产	450	1491	2769	4024
无形资产	113	127	143	160
其他非流动资产	1172	3063	4476	4588
<b>资产总计</b>	3130	6783	9383	11815
<b>流动负债</b>	215	1420	2145	3753
短期借款	0	0	40	826
应付账款	90	504	599	955
其他流动负债	125	916	1506	1971
<b>非流动负债</b>	67	2262	3653	3603
长期借款	0	2234	3625	3576
其他非流动负债	67	28	28	28
<b>负债合计</b>	282	3682	5798	7356
少数股东权益	56	68	97	158
股本	766	766	766	766
资本公积	2085	2085	2085	2085
留存收益	-178	76	559	1434
<b>归属母公司股东权益</b>	2792	3034	3488	4301
<b>负债和股东权益</b>	3130	6783	9383	11815

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	22	203	694	1346
净利润	41	254	483	875
折旧摊销	39	78	164	267
财务费用	5	23	198	411
投资损失	-30	-9	-4	-3
营运资金变动	-29	-104	-148	-204
其他经营现金流	-5	-39	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-57	-3016	-2870	-1650
资本支出	114	3126	2708	1384
长期投资	14	-2	-2	-2
其他投资现金流	72	108	-165	-269
<b>筹资活动现金流</b>	902	2755	1680	-211
短期借款	-30	0	0	0
长期借款	-63	2234	1391	-50
普通股增加	294	0	0	0
资本公积增加	1699	0	0	0
其他筹资现金流	-997	521	289	-161
<b>现金净增加额</b>	867	-58	-497	-515

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	412	1502	3044	4736
营业成本	284	903	1676	2361
营业税金及附加	6	15	30	47
营业费用	32	21	43	66
管理费用	68	240	472	710
财务费用	5	23	198	411
资产减值损失	2	15	70	131
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	9	4	3
<b>营业利润</b>	46	294	559	1013
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	4	4	0	0
<b>利润总额</b>	44	294	559	1013
所得税	3	40	76	138
<b>净利润</b>	41	254	483	875
少数股东损益	-5	12	29	61
<b>归属母公司净利润</b>	46	242	454	814
EBITDA	53	380	800	1406
EPS(元)	0.06	0.32	0.59	1.06

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	53.2	264.7	102.7	55.6
营业利润(%)	137.0	544.3	90.4	81.1
归属于母公司净利润(%)	-128.8	427.7	87.7	79.3
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	31.2	39.9	45.0	50.2
净利率(%)	11.1	16.1	14.9	17.2
ROE(%)	1.4	8.2	13.5	19.6
ROIC(%)	0.5	4.4	6.7	9.8
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	9.0	54.3	61.8	62.3
净负债比率(%)	-34.7	59.6	117.8	110.7
流动比率	6.0	1.4	0.9	0.8
速动比率	5.6	1.1	0.6	0.6
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	7.4	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.32	0.59	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.26	0.91	1.76
每股净资产(最新摊薄)	3.65	3.96	4.55	5.62
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	187.70	35.57	18.95	10.57
P/B	3.08	2.83	2.47	2.00
EV/EBITDA	145.9	27.8	16.2	9.8



## 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。

## 中国平安 PINGAN

### 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