

丰东股份 (002530.SZ)

拟收购两企业财税服务商股权，参与设立并购基金

核心观点:

● 子公司签署收购意向书

1月18日公司全资子公司方欣科技与上海企盈投资管理有限责任公司、浙江立信会计服务有限公司股东分别签署收购意向书，拟以现金方式分别收购上海企盈100%股权和浙江立信51%股权。具体的支付及合作方式以及业绩承诺尚需正式收购协议进行约定。本次意向书的签署只是各方对目前意图的一个陈述，并不构成具有约束力的合同、承诺或协议。

● 收购区域企业综合服务商，标志泛财税生态战略落地

上海企盈为上海本地企业服务公司，服务范围包括公司注册、代理记账、人事外包等；浙江立信是浙江本地以代理记账、审计服务、税务代理为主营业务的会计服务机构。两家公司均为企业综合财税业务的本地服务公司，本次意向书并未公布两家公司的经营状况和用户数据。我们认为打通财、税闭环，构建财税一体的服务能力将是财税产业链的必然趋势，公司围绕自身办税环节的强卡位进一步增强泛财税服务的提供能力是下一步战略方向，本次并购也显示出公司的泛财税生态战略已经开始落地。

● 公司拟出资2亿元参与设立并购基金

公司拟作为有限合伙人与深圳前海恒瑞方圆投资管理有限公司、朱文明、徐正军、束昱辉以及其他潜在投资方合作设立并购基金。并购基金有助于公司更好地利用资本市场优势，拓宽投资渠道，有助于公司未来并购优质项目，加快发展步伐。

● 16-18年业绩分别为0.10元/股、0.44元/股、0.61元/股

考虑方欣科技将从去年11月开始并表，预计公司16-18年EPS分别为：0.10元/股、0.44元/股、0.61元/股，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示

股权收购及并购基金事宜正式协议尚未签署，存在最终结果与意向协议存在差异的可能；收购公司与原有业务协同不达预期。

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	367.18	434.81	480.68	1,051.18	1,296.78
增长率(%)	-4.24%	18.42%	10.55%	118.68%	23.36%
EBITDA(百万元)	51.95	60.71	80.37	298.01	399.83
净利润(百万元)	32.73	33.84	50.98	217.23	297.34
增长率(%)	-23.97%	3.38%	50.63%	326.15%	36.88%
EPS(元/股)	0.122	0.126	0.104	0.443	0.606
市盈率(P/E)	62.96	187.77	308.45	72.38	52.88
市净率(P/B)	3.07	9.12	4.19	3.96	3.69
EV/EBITDA	36.35	102.27	155.33	41.62	30.30

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格

35.55元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-01-20

相对市场表现



分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

丰东股份(002530.SZ):与畅捷通战略合作,强强联合目标打通财税闭环 2016-12-13

丰东股份(002530.SZ):传统业务维持低迷,重组获批最后障碍扫除 2016-10-24

丰东股份(002530.SZ):传统业务营收表现不佳,重组过渡转型在即 2016-08-23

联系人：郑楠

zhengnan@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

拟现金收购上海企盈 100%股权和浙江立信 51%股权

2017年1月18日公司全资子公司方欣科技与上海企盈投资管理有限责任公司、浙江立信会计服务有限公司分别签署收购意向书，拟以现金方式分别收购上海企盈100%股权和浙江立信51%股权。本次股权收购事项尚需进行全面尽职调查、审计和资产评估，交易双方将根据相关结果进一步协商洽谈股权转让的具体事宜。根据收购意向书，上海企盈和浙江立信原股东同意针对2017年度、2018年度和2019年度净利润做出承诺，具体金额将在正式的收购协议中约定。

上海企盈为上海本地企业综合服务公司，服务范围包括公司注册、代理记账、人事外包等综合企业服务（如下表）。

表1：公司拟收购的上海企盈业务范围

服务类别	具体内容
公司设立	内资注册、外资注册、海外注册
财务代理	做账报税 - 小规模、一般纳税人 财务服务 - 所得税汇算清缴、核定税种、一般纳税人资格申请、代开发票 财务审计 - 专项审计、验资报告
申请商标	国内商标、国际商标、相关服务
人事外包	长期服务 - 代办社保和公积金、每月人事外包 单次服务 - 单位账户设立
法律服务	法律援助服务
特殊许可证办理	餐饮食品、医疗器械、增值电信服务等许可证
其他服务	办公服务、网站建设、资金筹集

数据来源：上海企盈官网、广发证券发展研究中心

浙江立信会计服务有限公司经浙江省财政厅批准、浙江省工商行政管理局核准登记注册的一家具备专业资质的会计服务机构。公司成立于2000年9月，专注会计服务17年，并在2015年成为阿里巴巴第三方财务合作伙伴，及淘宝卖家服务市场准入中介。

表2：公司拟收购的浙江立信业务范围

服务类别	具体内容
会计代理	代理记账、财务整体外包、代办减税、涉税筹划、各项税收减免认定
工商代理	注册公司咨询、营业执照年审、公司登记变更、公司注销、
审计服务	会计报表审计、经济责任审计、清算审计等
外贸服务	出口退税、离岸公司注册、代办进出口权

数据来源：浙江立信官网、广发证券发展研究中心

目前，本次收购意向书中并未公布上述两家公司的财务状况和用户数据，但从公司的公开信息和官网经营业务范围可以看出，两家公司是较为区域化的企业综合服务提供商，营业范围覆盖了包括工商注册、代理记账、人事外包等较完备的各类企业服务。

我们认为打通财、税闭环,构建财税一体的服务能力将是财税产业链的必然趋势,公司围绕自身办税环节的强卡位进一步增强泛财税服务的提供能力是下一步战略方向。本次拟并购标的经营范围包括了大部分企业日常所需的泛财税服务,后续公司的增值服务点将不在局限在办税环节,代理记账等业务也将有望与方欣自身优势的办税环节形成协同,可以说本次并购标志着公司的泛财税生态战略已经开始落地。另一方面,此前公司的电子税务局局端项目仅覆盖15个省份(数据来源:公司针对证监会重组反馈意见回复第116页),并不包括浙江和上海两个地区,通过收购上海企盈、浙江立信这两家区域性财税服务公司也将有机会将已有的财税增值服务进一步推广到浙江和上海这两个经济较为发达的省份。

拟参与设立并购基金

为助推公司“热处理设备及服务+互联网财税服务”双轨发展战略,公司拟作为有限合伙人与深圳前海恒瑞方圆投资管理有限公司、朱文明、徐正军、束昱辉以及其他潜在投资方合作设立“方泽(嘉兴)投资合伙企业(有限合伙)”并购基金,并购基金总规模不超过50亿元。公司作为有限合伙人出资不超过2亿元人民币,朱文明、徐正军、束昱辉按照并购基金参与各方最终确定的认购比例出资,其余资金由基金管理人负责募集。本次投资设立并购基金事项尚处于筹划申请阶段,且未签署合伙协议。并购基金将选择能与子公司方欣科技及丰东传统业务形成规模效应或者协同效应的,以及受国家政策支持 and 鼓励的行业企业主要的投资方向。

我们在此前在深度报告中重点分析了美国财税巨头Intuit的发展轨迹,Intuit先是以个人财务管理的纯PC端软件起家,在积累了一定用户规模之后,逐渐开始通过外延并购的方式增强综合服务解决方案的提供能力,公司的业务也逐渐从单一的个人财务管理切入为广大中小企业、个人、第三方财税机构提供服务的更广阔的财税服务市场。

表 3: Intuit 主要的外延并购

时间	外延并购	收购标的主要业务描述
1993 年	收购 Chipsoft	所在地为圣地亚哥的报税准备业务公司
1994 年	收购 Best Programs of Reston 子部门	收购了该公司专门负责报税准备业务的部门
1998 年	收购 Lacerte	Lacerte 目前成为 Intuit 的面向专业财务人员业务的产品之一,主要帮助第三方财务人员提高工作效率
1999 年	收购 Computing Resources	该笔收购为后续 Intuit 为企业提供薪资管理业务奠定基础
2003 年	收购 IMS	IMS 使得 Quickbook 中可以处理信用卡信息,并且可以直接下载信用卡数据进入 Quickbook 系统
2005 年	收购 Mycorporation.com	该公司主要提供在线商务文件填报服务
2006 年	收购 Digital Insight	该公司为在线银行服务提供商
2007 年	收购 Electronic Clearing House	该公司为支票业务服务公司

数据来源：Intuit 官网、广发证券发展研究中心

我们认为Intuit的发展轨迹和在财税产业链上的布局对志在打造泛财税生态圈的丰东股份有一定的参考和借鉴意义。公司参与并购基金的设立，有助于公司更好地利用资本市场的优势，拓宽投资渠道，有助于公司未来并购优质项目，加快发展步伐，助推公司“互联网财税服务+热处理设备及服务”双轨发展战略。

风险提示

正式股权收购协议尚未签署，存在最终结果与意向协议存在差异的可能；并购基金事项尚处于筹划申请阶段，且未签署合伙协议；收购公司与原有业务协同不达预期。

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	600	554	3594	4021	4430
货币资金	222	192	3239	3321	3607
应收及预付	183	193	157	339	416
存货	193	169	198	360	407
其他流动资产	2	1	0	0	0
非流动资产	401	446	432	425	420
长期股权投资	92	99	99	99	99
固定资产	217	234	227	214	202
在建工程	24	28	37	45	53
无形资产	56	55	47	45	44
其他长期资产	13	30	22	22	22
资产总计	1001	1000	4026	4446	4849
流动负债	225	215	204	394	484
短期借款	20	17	0	0	0
应付及预收	204	169	204	394	484
其他流动负债	1	29	0	0	0
非流动负债	42	20	0	0	0
长期借款	29	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	20	0	0	0
负债合计	267	235	204	394	484
股本	268	268	491	491	491
资本公积	210	210	2992	2992	2992
留存收益	192	218	269	486	784
归属母公司股东权	671	696	3752	3969	4267
少数股东权益	63	68	71	83	98
负债和股东权益	1001	1000	4026	4446	4849

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	367	435	481	1051	1297
营业成本	252	306	320	571	664
营业税金及附加	4	3	4	8	11
销售费用	17	23	26	42	52
管理费用	66	68	77	161	201
财务费用	1	1	0	0	0
资产减值损失	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	5	6	6	6
营业利润	33	36	60	275	376
营业外收入	11	10	6	6	6
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	43	44	65	280	381
所得税	8	9	11	51	68
净利润	35	36	53	229	313
少数股东损益	2	2	2	12	16
归属母公司净利润	33	34	51	217	297
EBITDA	52	61	80	298	400
EPS (元)	0.12	0.13	0.10	0.44	0.61

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	34	39	120	93	299
净利润	35	36	53	229	313
折旧摊销	23	26	27	29	30
营运资金变动	-18	-24	44	-154	-33
其它	-7	1	-4	-11	-11
投资活动现金流	-63	-55	-11	-11	-14
资本支出	-69	-39	-17	-17	-20
投资变动	6	-15	6	6	6
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	45	-15	2938	0	0
银行借款	54	41	-17	0	0
债券融资	-19	-44	-49	0	0
股权融资	28	1	3005	0	0
其他	-18	-12	-1	0	0
现金净增加额	16	-30	3047	82	285
期初现金余额	207	222	192	3239	3321
期末现金余额	222	192	3239	3321	3607

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-4.2	18.4	10.6	118.7	23.4
营业利润增长	-32.8	7.2	68.4	358.8	36.6
归属母公司净利润增长	-24.0	3.4	50.6	326.1	36.9
获利能力(%)					
毛利率	31.3	29.6	33.4	45.7	48.8
净利率	9.5	8.2	11.1	21.8	24.1
ROE	4.9	4.9	1.4	5.5	7.0
ROIC	5.1	5.6	9.5	36.2	47.7
偿债能力					
资产负债率(%)	26.7	23.5	5.1	8.9	10.0
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.8	-0.8	-0.8
流动比率	2.67	2.58	17.65	10.21	9.15
速动比率	1.74	1.73	16.60	9.23	8.24
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.43	0.19	0.25	0.28
应收账款周转率	2.90	3.14	4.87	4.87	4.87
存货周转率	1.46	1.69	1.62	1.59	1.63
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.13	0.10	0.44	0.61
每股经营现金流	0.13	0.15	0.24	0.19	0.61
每股净资产	2.50	2.60	7.65	8.09	8.69
估值比率					
P/E	63.0	187.8	308.4	72.4	52.9
P/B	3.1	9.1	4.2	4.0	3.7
EV/EBITDA	36.4	102.3	155.3	41.6	30.3

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。