

盛通股份 (002599.SZ) 教育/包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

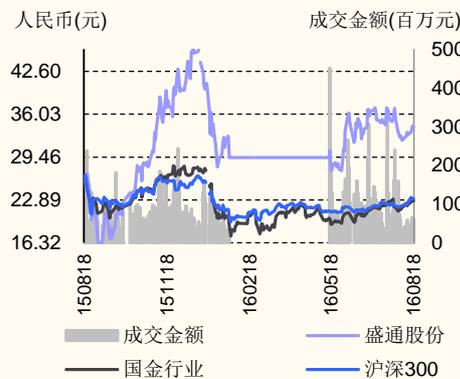
市场价格(人民币): 34.04元

目标价格(人民币): 44.87元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	89.81
总市值(百万元)	4,595.40
年内股价最高最低(元)	46.00/16.32
沪深300指数	3364.49
深证成指	10879.20



相关报告

1. 《并购优质资产乐博教育, 开拓蓝海打造STEAM教育第一股-盛通...》, 2016.7.22

吴劲草

联系人
(8621)60753909
wujc@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

主业经营回暖, 收购乐博教育持续推进

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.086	0.145	0.200	0.667	0.922
每股净资产(元)	4.47	4.81	5.01	7.78	8.70
每股经营性现金流(元)	0.52	0.31	0.96	0.55	1.67
市盈率(倍)	166.25	281.76	173.79	52.15	37.75
行业优化市盈率(倍)	21.05	48.32	39.48	39.48	39.48
净利润增长率(%)	-40.32%	71.20%	38.49%	271.02%	38.13%
净资产收益率(%)	1.93%	3.01%	4.00%	8.58%	10.59%
总股本(百万股)	132.00	135.00	135.00	150.29	150.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ **传统业务营收、净利稳定增长。**盛通股份发布半年报, 2016年1-6月, 公司实现营收3.76亿, +12.8% YoY。归母净利润0.14亿, +14.02% YoY, EPS 0.105元, 其中16Q2营收2.08亿, +14.92% YoY; 16Q2归母净利润0.12亿, +8.38% YoY。公司营收及净利稳定增长, 主要因为①公司通过强化内部管理, 加强成本控制, 出版物印刷板块, 尤其是图书板块现场管理水平与能力持续提升, 业务稳步发展。②报告期内, 公司获得政府补贴, 公司政府补贴在未来报告期内将持续确认。

经营分析

- **传统印刷业务回暖, 业绩稳中有增。**公司传统印刷业务经过13、14年的业务结构转型, 已度过转型期进入稳定增长期, 叠加政府补助的持续确认, 毛利率&净利率显著提升。此外, 公司云印刷业务拓展成效显著, 已开始实现盈利, 未来或为公司持续贡献业绩。
- **收购乐博教育事项持续推进, 打造STEAM教育第一股:**2016年, 公司拟收购全国最大的机器人教育企业乐博教育。乐博教育已是全国最大的机器人教育企业, 管控能力优秀, 教学质量突出, 且目前仍处于发展初期, 未来乐博教育旗下网点将逐渐成熟, 其品牌知名度将逐渐提高, 有望进一步巩固机器人教育的龙头地位, 并迎来价量齐升, 未来盈利能力或将显著增强。收购乐博教育后, 盛通股份将成为“印刷+教育”的双元业务发展模式, 盈利能力和抗风险能力明显增强。乐博教育的收购事项顺利推进中, 已处于证监会审核阶段。此外, 公司未来或将持续拓展教育领域, 公司参与设立总规模5.15亿元的并购基金, 并于2016年取得营业执照, 未来或将借助并购基金, 进一步拓展教育业务。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司将于2017年初完成乐博教育资产的过户, 维持盈利预测, 预计公司16-18年EPS为0.20元、0.67元、0.92元, 对应PE为174倍、52倍、38倍, 维持买入评级。

传统业务营收、净利稳定增长

- 8月18日晚，盛通股份发布半年报，2016年1-6月，公司实现营收3.76亿，+12.8% YoY。归母净利润0.14亿，+14.02% YoY，EPS 0.105元，其中16Q2营收2.08亿，+14.92% YoY；16Q2归母净利润0.12亿，+8.38% YoY。公司营收及净利稳定增长，主要因为①公司通过强化内部管理，加强成本控制，出版物印刷板块，尤其是图书板块现场管理水平与能力持续提升，业务稳步发展。②报告期内，公司获得政府补贴，公司政府补贴在未来报告期内将持续确认。

图表 1：盛通股份主营收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：盛通股份净利润

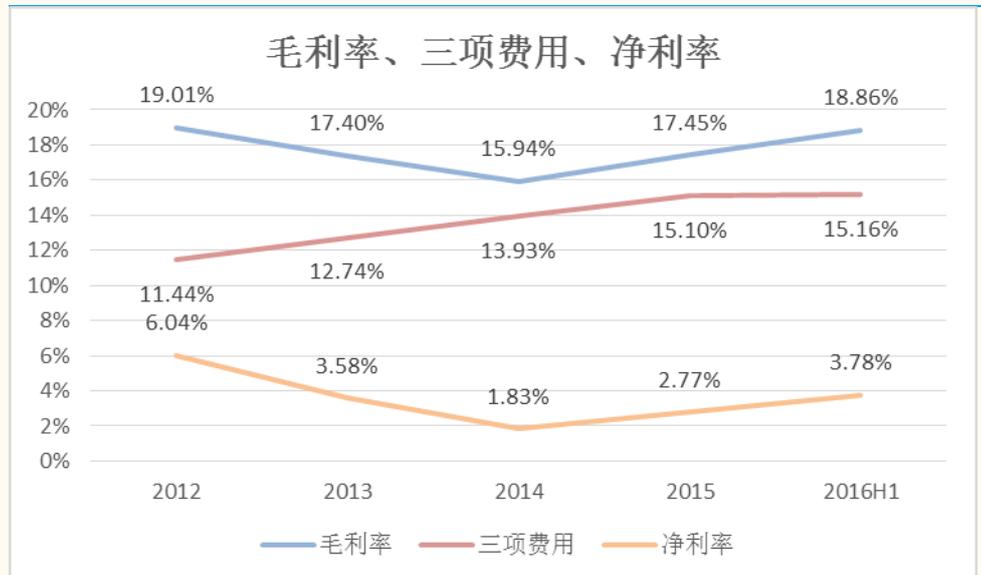


来源：公司公告，国金证券研究所

经营回暖毛利率&净利率双双上升

- 报告期内，公司毛利率为 18.86%，同比上升 1.46 个百分点，净利率为 3.78%，同比增长 0.07 个百分点，销售&管理&财务费用率之和为 15.16%，同比下降 0.05 个百分点，其中销售费用率为 5.03，同比下降 0.89 个百分点，主要原因是公司销售渠道的逐渐稳固、市场拓展能力加强，管理费用率为 9%，同比上升 0.97 个百分点，财务费用率为 1.13%，同比下降 0.13 个百分点。我们认为，公司业务发展稳定，毛利率逐渐上升，随着内部管理的不断优化，未来管理费用或逐渐稳定。未来随着业务的持续回暖，毛利率有望进一步提高，毛利率的提高叠加政府补助的持续确认，净利率或将不断提高，盈利能力有望增强。

图表 3：盛通股份利润率&费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

传统印刷业务稳中有增，收购乐博教育打造 STEAM 教育第一股

- 公司传统印刷业务经过 13、14 年的业务结构转型，已度过转型期进入稳定增长期。报告期内，公司出版物印刷业务板块整体保持稳定增长态势，其中教材等非即时类图书业务板块的市场拓展能力进一步提升，为公司印刷业务稳定增长打下坚实基础。此外，公司云印刷业务拓展成效显著，已开始实现盈利，未来或为公司持续贡献业绩。未来公司将运用信息化手段，加强服务和技术支持，凭借深厚的客户资源，聚合需求，延展服务链条，启动产业链的融合与公司转型升级。
- 公司拟收购乐博教育，打造 STEAM 教育第一股。STEAM 教育 15 年以来进入投资窗口期，而乐博教育的主营业务机器人教育为 STEAM 教育理念的完美诠释，未来随着 STEAM 教育理念的不断深化，机器人教育有望迎来大发展。乐博教育未来有望进一步巩固在机器人教育领域的龙头地位，在保证教学质量的情况下实现扩张，提高机器人教育市场的集中度，主要理由如下：①乐博教育已是全国最大的机器人培训机构，15 年底拥有 64 家直营网点及 115 家加盟商。②直营为主加盟为辅的模式与其他竞争对手不同，有效提升其管理效率，保证其优质服务。③课程标准化+直营为主的管理体系使乐博具有快速复制扩张的能力。④乐博教育大部分网点为 0-1 年的新网点，未来随着网点的成熟，业务有望量价齐升。同时教育的预收款性质决定了其实际盈利能力强于财务上反映的利润。根据乐博业绩承诺，其 2016-2019 年的盈利将达到 2458 万元，3230 万元，4067 万元，5125 万元，有效增厚公司业绩，而我们认为，乐博教育未来有望迎来价量齐升，以其优秀的管控体系和教学体系为依托，未来有望超预期实现盈利。

图表 4：乐博教育营收增速快，毛利率改善



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：乐博教育仍处发展前期，未来有望价量齐升



来源：公司公告，国金证券研究所

- 乐博教育的收购事项顺利推进中，已处于证监会审核阶段。此外，公司未来或将持续拓展教育领域，公司参与设立总规模 5.15 亿元的并购基金，并于 2016 年取得营业执照，未来或将借助并购基金，进一步拓展教育业务。

维持盈利预测，维持“买入”评级

- 公司是出版印刷领域龙头企业。2016 年，公司拟收购全国最大的机器人教育企业乐博教育。乐博教育已是全国最大的机器人教育企业，管控能力优秀，教学质量突出，且目前仍处于发展初期，未来乐博教育旗下网点将逐渐成熟，其品牌知名度将逐渐提高，有望进一步巩固机器人教育的龙头地位，并迎来价量齐升，未来盈利能力或将显著增强。收购乐博教育后，盛通股份将成为“印刷+教育”的双元业务发展模式，盈利能力和抗风险能力明显增强。我们预计公司将于 2017 年初完成乐博教育资产的过户，维持盈利预测，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.20 元、0.67 元、0.92 元，对应 PE 为 174 倍、52 倍、38 倍，维持买入评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	533	622	701	785	1,064	1,207
增长率		16.7%	12.7%	11.9%	35.5%	13.5%
主营业务成本	-441	-523	-579	-644	-795	-875
%销售收入	82.6%	84.1%	82.5%	82.0%	74.7%	72.4%
毛利	93	99	122	141	269	333
%销售收入	17.4%	15.9%	17.5%	18.0%	25.3%	27.6%
营业税金及附加	-4	-2	-4	-4	-5	-6
%销售收入	0.8%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-25	-34	-40	-44	-62	-71
%销售收入	4.6%	5.4%	5.6%	5.6%	5.8%	5.8%
管理费用	-42	-48	-56	-63	-91	-102
%销售收入	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%	8.6%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	22	15	23	31	111	154
%销售收入	4.2%	2.4%	3.3%	3.9%	10.4%	12.8%
财务费用	-2	-4	-11	-9	-8	-8
%销售收入	0.3%	0.7%	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20	9	9	22	103	146
营业利润率	3.8%	1.5%	1.3%	2.8%	9.7%	12.1%
营业外收支	3	3	13	10	15	17
税前利润	23	12	22	32	118	163
利润率	4.3%	2.0%	3.2%	4.1%	11.1%	13.5%
所得税	-4	-1	-3	-5	-18	-24
所得税率	16.8%	6.7%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	19	11	19	27	100	139
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	19	11	20	27	100	139
净利率	3.6%	1.8%	2.8%	3.4%	9.4%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	19	11	19	27	100	139
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	64	63	68	78	85
非经营收益	3	4	2	-33	-5	70
营运资金变动	-2	-12	-43	67	-90	-43
经营活动现金净流	79	68	41	129	83	250
资本开支	-116	-178	-120	-86	-532	-85
投资	0	0	-22	-1	-9	0
其他	0	0	37	0	0	0
投资活动现金净流	-116	-178	-105	-87	-541	-85
股权募资	0	0	43	0	393	0
债权募资	80	36	19	-72	75	-79
其他	-48	-33	6	-11	-10	-10
筹资活动现金净流	31	3	68	-83	458	-89
现金净流量	-6	-107	5	-40	0	77

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	171	86	70	30	30	30
应收款项	147	180	228	222	303	344
存货	137	161	150	179	227	249
其他流动资产	28	18	16	16	26	24
流动资产	483	445	464	448	586	647
%总资产	48.9%	41.1%	37.5%	36.2%	30.5%	31.2%
长期投资	0	0	22	23	31	31
固定资产	483	512	614	698	813	906
%总资产	48.9%	47.4%	49.6%	56.4%	42.3%	43.7%
无形资产	19	68	67	67	488	489
非流动资产	505	636	774	790	1,334	1,428
%总资产	51.1%	58.9%	62.5%	63.8%	69.5%	68.8%
资产总计	988	1,081	1,237	1,238	1,920	2,075
短期借款	111	108	120	48	123	43
应付款项	277	331	361	441	475	484
其他流动负债	15	14	21	32	45	55
流动负债	403	454	502	521	644	582
长期贷款	0	32	41	41	41	42
其他长期负债	3	5	45	0	66	143
负债	406	491	588	561	750	767
普通股股东权益	583	590	649	676	1,169	1,308
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	988	1,081	1,237	1,238	1,920	2,075

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.145	0.086	0.145	0.200	0.667	0.922
每股净资产	4.415	4.472	4.809	5.009	7.781	8.702
每股经营现金净流	0.598	0.515	0.306	0.958	0.551	1.665
每股股利	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.28%	1.93%	3.01%	4.00%	8.58%	10.59%
总资产收益率	1.93%	1.05%	1.58%	2.18%	5.22%	6.68%
投入资本收益率	2.70%	1.89%	2.34%	3.40%	7.08%	9.40%
增长率						
主营业务收入增长率	3.43%	16.66%	12.70%	11.94%	35.54%	13.47%
EBIT 增长率	-42.39%	-33.71%	54.43%	33.05%	262.55%	38.73%
净利润增长率	-38.70%	-40.32%	71.20%	38.49%	271.02%	38.13%
总资产增长率	11.33%	9.35%	14.46%	0.06%	55.14%	8.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	99.7	93.9	100.4	99.5	100.1	100.1
存货周转天数	103.6	103.9	97.9	101.8	104.2	103.9
应付账款周转天数	90.8	89.3	90.6	92.7	94.3	95.1
固定资产周转天数	329.4	291.6	274.7	261.0	214.8	202.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.33%	9.28%	13.89%	8.63%	11.44%	4.21%
EBIT 利息保障倍数	13.4	3.4	2.2	3.5	13.9	19.2
资产负债率	41.04%	45.39%	47.51%	45.35%	39.10%	36.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-22	买入	36.45	44.87~44.87

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD