

公司研究/事件点评

2017年02月27日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 65.17
合理价格区间(元): 105.6~123.2

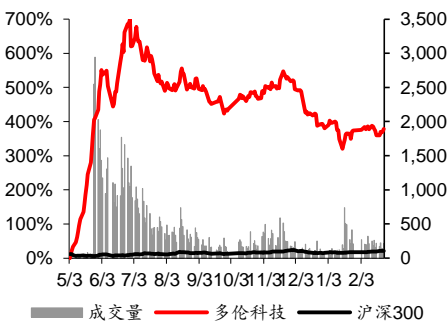
高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

吴日晖 021-28972095
联系人 wurihui@htsc.com

相关研究

- 1 《多伦科技(603528,买入): 高送转彰显信心,智慧驾培落地在即》2017.01
- 2 《多伦科技(603528):业绩符合预期,运营新模式有望快速复制》2016.10
- 3 《多伦科技(603528):协会合作模式落地,O2O模式有望腾飞》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

多伦学车沧州落地, 新业务超预期

多伦科技(603528)

多伦学车沧州项目启动, 智能VIP班模式在河北落地

多伦科技公众号近日宣布,“多伦学车”沧州项目启动仪式以及华通驾培开业典礼已于2月24日上午在河北沧州召开,出席人员包括多伦学车智能VIP班学员。

打造北方标杆案例, 新业务推进进度快于预期

沧州华通是公司针对科目三培训服务而尝试投资的子公司,此次公司将之作为多伦学车智能VIP班的试点驾校,落地进度快于预期。公司此次启动沧州项目意在打造北方区域多伦学车标杆项目案例,使得公司的新业务在北方区域能有更直观的体现,与南京等地打造的VIP班标杆共同联动从而实现全国区域覆盖推广。

政策推动, 计时培训及模拟器等新业务有望进入快速发展期

公安部88号文以及新版驾培考试大纲对于驾驶员培训做了更加详细严格的要求,随着政策推进的不断深入,计时培训及模拟器等新业务模式有望进入快速发展期:计时培训模式的发展趋势正逐步得到验证,因为之前合同到期以及学时造假现象较为严重等原因,各地的计时培训系统招标正逐步开始,目前辽宁省全省的计时培训终端系统也正在招标;新规对于模拟器训练也做了详细的学时要求,上海等地区已经通过建设模拟驾驶训练中心的方式强制要求。因此作为产业链龙头的多伦科技有望充分受益,享受政策推动带来的行业发展红利

考场社会化及电子化评判程度提升发展趋势明确, 主业稳健发展

考场社会化及电子化评判程度不断提升是驾考行业明确的发展趋势,在二者共同助力下,多伦科技主业除了科目三渗透率提升外依旧有较大的发展空间。一方面,随着考场社会化政策尤其县一级社会化考场建设的推进,将释放大量的考场建设需求,带动整个驾考系统需求的提升。目前甘肃,青海等地已经实施,考虑到多伦此前在社会化考场占有率较低,发力后有望实现社会化考场收入的快速增长;另一方面电子化评判程度不断提高也将为公司带来持续的更新换代需求。受益于这些政策的共同助力,公司主业稳健发展。

驾培业务有望17年贡献利润, 维持“买入”评级

我们预计公司16年驾考主业将维持稳定发展态势,而驾培业务经过16年的投入及培育有望在17年开始贡献利润,因此预计公司2016-2018年归母净利润分别为3.21亿元,4.26亿元以及5.55亿元,EPS为1.55元,2.06元,2.68元,对应当前股价PE为42倍,32倍,24倍。公司主营业务扎实可拓展性强,下游驾培市场空间巨大,未来布局智能驾驶、车联网新业务极具想象空间,维持“买入”评级。

风险提示:科目三电子化进程低于预期;社会化考场推进进程低于预期;多伦学车云平台推广速度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	206.68
流通A股(百万股)	51.68
52周内股价区间(元)	13.61-108.88
总市值(百万元)	13,469
总资产(百万元)	1,853
每股净资产(元)	6.29

资料来源:公司公告

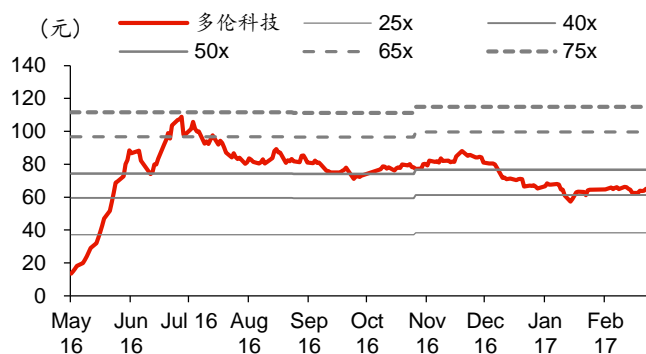
经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	662.53	733.04	807.84	1,027	1,329
+/-%	46.61	10.64	10.20	27.18	29.39
净利润(百万元)	262.51	304.96	320.73	425.97	554.56
+/-%	86.44	16.17	5.17	32.81	30.19
EPS(元)	1.27	1.48	1.55	2.06	2.68
PE(倍)	51.31	44.17	42.00	31.62	24.29

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

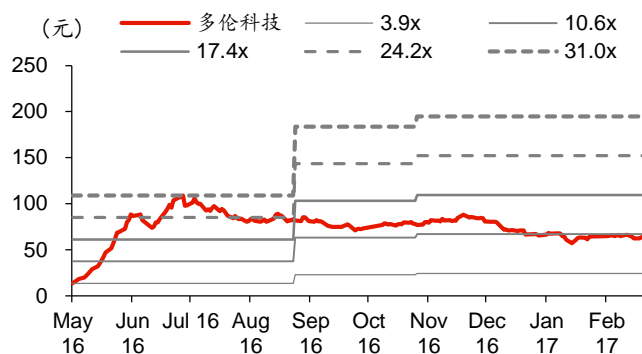
PE/PB – Bands

图表1： 多伦科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 多伦科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,105	1,204	2,092	2,737	3,589
现金	439.75	563.82	1,340	1,783	2,389
应收账款	245.87	256.70	335.13	426.21	520.87
其他应收账款	12.25	14.07	15.51	19.72	25.52
预付账款	10.74	9.67	10.50	13.32	17.13
存货	395.16	358.24	389.20	493.54	634.84
其他流动资产	1.57	1.50	1.50	1.50	1.50
非流动资产	177.05	190.78	155.28	138.92	122.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	124.59	126.44	112.67	97.50	81.62
无形资产	31.00	30.71	30.71	30.71	30.71
其他非流动资产	21.46	33.63	11.90	10.71	10.12
资产总计	1,282	1,395	2,247	2,876	3,711
流动负债	840.40	740.93	811.68	1,013	1,294
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	87.25	95.39	110.96	135.66	175.75
其他流动负债	753.15	645.54	700.72	877.12	1,118
非流动负债	15.52	16.55	13.58	15.22	15.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.52	16.55	13.58	15.22	15.00
负债合计	855.92	757.48	825.26	1,028	1,309
少数股东权益	2.25	1.74	1.74	1.74	1.74
股本	155.00	155.00	206.68	206.68	206.68
资本公积	3.87	3.97	416.25	416.25	416.25
留存公积	265.34	476.60	797.33	1,223	1,778
归属母公司股	424.22	635.57	1,420	1,846	2,401
负债和股东权益	1,282	1,395	2,247	2,876	3,711

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	272.68	253.05	305.35	435.62	599.27
净利润	262.55	305.13	320.73	425.97	554.56
折旧摊销	18.80	20.99	16.13	16.36	16.47
财务费用	(6.65)	(7.05)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(22.58)	(89.49)	4.49	(4.30)	0.42
其他经营现金	20.56	23.47	(29.01)	4.59	34.82
投资活动现金	(16.62)	(32.57)	0.00	0.00	0.00
资本支出	16.62	32.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(130.41)	(94.17)	470.96	7.00	7.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	51.68	0.00	0.00
资本公积增加	0.11	0.10	412.28	0.00	0.00
其他筹资现金	(130.51)	(94.26)	7.00	7.00	7.00
现金净增加额	125.66	126.32	776.31	442.62	606.27

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	662.53	733.04	807.84	1,027	1,329
营业成本	237.30	254.67	276.69	350.86	451.30
营业税金及附加	11.57	12.67	13.73	16.44	19.94
营业费用	68.68	62.34	67.86	84.25	105.02
管理费用	62.94	70.67	96.13	97.60	122.30
财务费用	(6.65)	(7.05)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
资产减值损失	17.12	19.44	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	271.57	320.31	340.43	465.25	617.76
营业外收入	40.87	41.72	40.00	40.00	40.00
营业外支出	0.20	0.20	0.11	0.13	0.16
利润总额	312.24	361.83	380.32	505.12	657.60
所得税	49.68	56.69	59.59	79.15	103.04
净利润	262.55	305.13	320.73	425.97	554.56
少数股东损益	0.05	0.17	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	262.51	304.96	320.73	425.97	554.56
EBITDA (倍)	283.72	334.25	349.56	474.61	627.23
EPS (元)	1.27	1.48	1.55	2.06	2.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	46.61	10.64	10.20	27.18	29.39
营业利润	101.76	17.95	6.28	36.67	32.78
归属母公司净利润	86.44	16.17	5.17	32.81	30.19
获利能力 (%)					
毛利率	64.18	65.26	65.75	65.85	66.05
净利率	39.62	41.60	39.70	41.46	41.72
ROE	61.88	47.98	22.58	23.07	23.10
ROIC	(1,300)	445.56	330.50	554.18	2,892
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.74	54.31	36.72	35.74	35.27
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.32	1.63	2.58	2.70	2.77
速动比率	0.84	1.13	2.08	2.20	2.27
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.55	0.44	0.40	0.40
应收账款周转率	2.74	2.50	2.53	2.70	2.72
应付账款周转率	2.57	2.79	2.68	2.85	2.90
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.48	1.55	2.06	2.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.22	1.48	2.11	2.90
每股净资产(最新摊薄)	2.05	3.08	6.87	8.93	11.62
估值比率					
PE (倍)	51.31	44.17	42.00	31.62	24.29
PB (倍)	31.75	21.19	9.48	7.30	5.61
EV_EBITDA (倍)	45.45	38.58	36.89	27.17	20.56

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com