## 

### 盛通股份 (002599.SZ) 教育行业

评级: 买入 维持评级

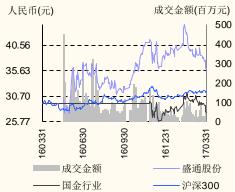
公司点评

市场价格(人民币): 36.10 元 目标价(人民币): 50.00 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)	91.13
总市值(百万元)	4,873.50
年内股价最高最低(元)	44.49/27.36
沪深 300 指数	3456.05
深证成指	10428.72



#### 相关报告

- 1. 《盛通股份业绩快报点评:主业经营回暖,教育产业扬帆起航》,2017.2.28
- 2. 《收购乐博教育过会, STEAM 教育第一股扬帆起航》, 2016.11.24
- 3.《盛通股份:入股芥末堆,持续产业链整 合或扬帆起航》,2016.11.15
- 4.《收购乐博教育事项重新报会,相关事项顺利推进》,2016.11.10
- 5.《三季报点评:传统业务回暖营收净利双增,重组乐博教育收购事项或...》,2016 10 23

吴劲草 联系人 wujc@gjzq.com.cn

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

# 股权激励预案发布,骨干员工利益深度绑定注入长期增长动力

公司基本情况(人民	歹)
-----------	----

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.086	0.145	0.200	0.679	1.006
每股净资产(元)	4.47	4.81	5.01	9.68	10.69
每股经营性现金流(元)	0.52	0.31	0.96	0.55	1.80
市盈率(倍)	166.25	281.76	180.50	53.16	35.88
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%	311.61%	48.23%
净资产收益率(%)	1.93%	3.01%	4.00%	7.01%	9.42%
总股本(百万股)	132.00	135.00	135.00	163.91	163.91

来源:公司年报、国金证券研究所

#### 事件点评

- 事件: 2017 年 3 月 31 日,盛通股份发布公告,拟实行股权激励计划,股票来源为公司向激励对象定向增发 A 股普通股,授予日仍需由之后股东大会和董事会审议决定。
- 股权激励数量&价格: 本次拟股权激励数量共 231 万股,占目前股本总额 1.6 亿股的 1.44%,其中首次授予 185 万股(占 1.15%),预留 46 万股(占 0.29%)。本激励计划限制性股票授予价格为 19.00 元/股。
- 激励对象:本激励计划授予的激励对象总人数为 274 人,包括董事梁玲玲, 盛通股份骨干员工及管理人员(38 人),乐博教育骨干员工及管理人员 (235 人)。
- **授予&解禁条件:** ①公司业绩: 2017 年扣非净利润不低于 0.7 亿元, 2018 年不低于 0.9 亿元, 2019 年不低于 1.1 亿元。②部门/子公司绩效考评必须合格。③个人绩效考核:分为 A,B,C 三档, A 档可解禁 100%, B 档可解禁 50%, C 档为 0。
- 解锁安排: 首次授予部分—授予日之后 12 个月之后解锁 40%, 24 个月之后解锁 30%, 36 个月之后解锁 30%。预留部分——授予日之后 12 个月之后解锁 50%, 24 个月之后解锁 50%。

#### 投资建议

我们认为,本次股权激励,深度绑定员工利益,彰显了公司上下一心谋求发展的决心。乐博教育与2017年初并入上市公司体内,本次股权激励将大幅加强乐博教育员工与上市公司的利益协同性(274名激励对象中,乐博教育员工占235名),或将为公司未来发展,尤其是教育业务板块未来发展注入长期增长的动力。预计2017、2018年公司EPS0.68元,1.01元,对应PE53x,36x,维持"买入"评级,目标价50元。

风险提示:教育业务扩张或不及预期



#### 事件:盛通股份发布股权激励方案

■ 2017 年 3 月 31 日,北京盛通印刷股份有限公司发布限制性股票激励计划, 目的是为了进一步建立、健全公司长效激励机制,吸引和留住优秀人才,充 分调动公司董事和高级管理人员、管理人员、核心骨干的积极性,有效地将 股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起,具体授予日仍需由之 后股东大会和董事会审议决定。

#### 股权激励数量&价格

- 股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股,拟共授予限制性股票 231 万股,占目前(2017年3月31日)公司股本的1.44%。其中,首次授予部分共授予限制性股票 185 万股,授予价格为每股19.00元/股。预留部分限制性股票共46 万股,授予价格不得低于授予决议公布前一个交易日股价均价的50%,也不得低于决议公布前20个、60个、120个交易日股票交易均价的50%。
- 激励对象主要为盛通股份&乐博教育管理人员:本次激励对象为公司董事和高级管理人员、管理人员、核心骨干,首次授予共涉及 274 人,包括董事梁玲玲和其他管理人员骨干 273 人。

图表 1: 盛通股份股权激励情况

姓名	首次获授的限 制性股票数量 (万股)	占授予限制性股 票综述的比例	占公告时公司 股本总额的比 例
梁玲玲(董事)	2	0.87%	0.01%
管理人员,核心骨干(273 人)	183	79.22%	1.14%
首次授予共合计	185	80.09%	1.15%
预留	46	19.91%	0.29%
合计(274人)	231	100.00%	1.44%

来源:公司公告,国金证券研究所

#### 图表 2: 管理人员,核心骨干明细

	盛通股份	盛通包装	上海盛通	盛通廊坊	兴源供应链	乐博教育	共计
人数	28	4	2	1	3	235	273

来源: 国金证券研究所

#### 股权激励解锁条件

- 本激励计划的解除限售考核年为 2017-2019 年三个会计年,每个会计年考核一次,以达到绩效考核目标作为解除限售条件。
- 公司设定三方面解锁条件:

①业绩考核目标为, 2017-2019 年公司实现的经审计的归属于上市公司股东的净利润分别不低于 0.7 万元、0.9 万元、1.1 亿元;



#### 图表 3: 股权激励解锁条件

#### 解除限售期

#### 业绩考核目标

限售期

首次授予的限制性股票第二个解除 限售期

限售期

首次授予的限制性股票第一个解除 2017 年公司实现的经审计的归属于上 市公司股东的净利润不低于 0.7 亿元 2018 年公司实现的经审计的归属于上 市公司股东的净利润不低于 0.9 亿元 首次授予的限制性股票第三个解除 2019 年公司实现的经审计的归属于上

市公司股东的净利润不低于 1.1 亿元

来源: 国金证券研究所

#### 图表 4: 公司层面,预留部分各年业绩考核目标

#### 解除限售期

#### 业绩考核目标

预留限制性股票第一个解除限售期

2018 年公司实现的经审计的归属于上 市公司股东的净利润不低于 0.9 亿元 2019 年公司实现的经审计的归属于上 市公司股东的净利润不低于 1.1 亿元

预留限制性股票第二个解除限售期

来源: 国金证券研究所

②此外,激励对象所在部门/子公司绩效考核需"合格"; 部门 / 子公司绩效考评:

#### 图表 5: 部门/子公司绩效考评

考评结果	合格	不合格
解锁系数	1	0

来源: 国金证券研究所

③且个人绩效考核结果为"A或B"(共有A, B,C三档),方可解除限售。 个人绩效考评

#### 图表 6: 个人绩效考评

考评结果	Α	В	С
解锁系数	100%	50%	0%

来源: 国金证券研究所

#### 限售股解锁安排

■ 首次授予解除限售时间安排:



图表	7.	首次授予解除限售时间安	框
$\omega \sim$		_ B	nr

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
首次授予的限制性股	自首次授予之日起 12 个月后的首个	40%
票 第一个解除限售期	交易日起至首次授予之日起24个月	
	内的最后一个交易日当日止	
首次授予的限制性股	自首次授予之日起24个月后的首个	30%
票 第二个解除限售期	交易日起至首次授予之日起36个月	
	内的最后一个交易日当日止	
首次授予的限制性股	自首次授予之日起36个月后的首个	30%
票 第二个解除限售期	交易日起至首次授予之日起 48 个月	
	内的最后一个交易日当日止	

来源: 国金证券研究所

图表 8: 预留部分解除限售时间安排

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
预留的限制性股票	自预留授予之日起 12 个月后的首个	50%
第一个解除限售期	交易日起至预留授予之日起24个月	
	内的最后一个交易日当 日止	
预留的限制性股票	自预留授予之日起24个月后的首个	50%
第二个解除限售期	交易日起至预留授予之日起36个月	
	内的最后一个交易日当日止	

来源: 国金证券研究所

## 投资建议: 骨干员工利益深度绑定注入长期增长动力, 预留股权激励或助力公司未来招纳贤才

■ 我们认为,本次股权激励,深度绑定员工利益,彰显了公司上下一心谋求发展的决心。乐博教育与 2017 年初并入上市公司体内,本次股权激励将大幅加强乐博教育员工与上市公司的利益协同性(274 名激励对象中,乐博教育员工占 235 名)。或将为公司未来发展,尤其是教育业务板块未来发展注入长期增长的动力。同时,预留的 46 万股限制性股票,或将有助力公司未来招纳贤才,共谋发展。我们预计 2017、2018 年公司 EPS0.68 元,1.01 元,对应 PE 53x, 36x,维持"买入"评级,目标价 50 元。

风险提示:教育业务扩张或不及预期



损益表(人民币百万元)							资产负债表 (人民币百						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	533	622	701	785	1,134	1,357	货币资金	171	86	70	30	247	152
增长率	444	16.7%	12.7%	11.9%	44.5%	19.7%	应收款项	147	180	228	222	323	387
主营业务成本	-441	-523	-579	-644	-842	-973	存货	137	161	150	179	240	277
%銷售收入	82.6%	84.1%	82.5%	82.0%	74.3%	71.7%	其他流动资产	28	18	16	16	27	26
毛利	93	99	122	141	292	384	流动资产	483	445	464	448	838	841
%銷售收入	17.4%	15.9%	17.5%	18.0%	25.7%	28.3%	%总资产	48.9%	41.1%	37.5%	36.2%	35.8%	33.4%
营业税金及附加	-4	-2	-4	-4	-6	-7 0.50/	长期投资	0	0	22	23	31	31
%銷售收入	0.8%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	483	512	614 49.6%	698	978	1,155 45.9%
营业费用 %銷售收入	-25 4.6%	-34 5.4%	-40 5.6%	-44 5.6%	-66 5.8%	-79 5.8%	% <i>总资户</i> 无形资产	48.9% 19	47.4% 68	49.6% 67	56.4%	41.8% 488	45.9% 489
											67		
管理费用	-42 7.00/	-48 7.00/	-56	-63	-97	-114	非流动资产	505	636	774	790	1,499	1,677
%销售收入	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%	8.5%	8.4%	<u>%总资产</u>	51.1%	58.9%	62.5%	63.8%	64.2%	66.6%
息税前利润(EBIT)	22	15	23	31	124	185	资产总计	988	1,081	1,237	1,238	2,337	2,519
% <i>销售 收入</i> 财务 费用	4.2% -2	2.4%	3.3%	3.9%	10.9% -8	13.6%	短期借款 应付款项	111 277	108	120	48	123	43 539
		-4	-11	-9 4.40/		-8			331	361	441	504	
%銷售收入	0.3%	0.7%	1.5%	1.1%	0.7%	0.6%	其他流动负债	15	14	21	32	48	61
资产减值损失	-1 0	-1 0	-3 0	0	0	0	流动负债	403	454 32	502	521	675	644
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	32 5	41 45	41 0	41 66	42 143
投资收益 %税前利润	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债 负债	3 <b>406</b>	5 <b>491</b>	45 <b>588</b>	5 <b>61</b>	750	767
·			n.a										
营业利润	20	9	9	22	116	177	普通股股东权益	583	590	649	676	1,587	1,751
<i>营业利润率</i> 营业外收支	3.8% 3	1.5% 3	1.3%	2.8%	10.2%	13.0%	少数股东权益	0	0	0 <b>1.237</b>	0	0	0
			13	10	15	17	负债股东权益合计	988	1,081	1,237	1,238	2,337	2,519
税前利润	23	12	22	32	131	194	J. do A. Iv						
利润率	4.3%	2.0%	3.2%	4.1%	11.5%	14.3%	比率分析						
所得税	-4	-1	-3	-5	-20	-29	de me to to	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	16.8%	6.7%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>	0.445	0.000	0.445	0.000	0.070	4 000
净利润	19	11	19	27	111	165	每股收益	0.145	0.086	0.145	0.200	0.679	1.006
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	4.415	4.472	4.809	5.009	9.679	10.685
归属于母公司的净利润	19	11	20	27	111	165	每股经营现金净流	0.598	0.515	0.306	0.958	0.551	1.796
净利率	3.6%	1.8%	2.8%	3.4%	9.8%	12.2%	每股股利	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万							净资产收益率	3.28%	1.93%	3.01%	4.00%	7.01%	9.42%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.93%	1.05%	1.58%	2.18%	4.76%	6.55%
净利润	19	11	19	27	111	165	投入资本收益率	2.70%	1.89%	2.34%	3.40%	7.08%	9.40%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	59	64	63	68	88	111	主营业务收入增长率	3.43%	16.66%	12.70%	11.94%	44.45%	19.70%
非经营收益	3	4	2	-33	-5	70	EBIT增长率	-42.39%	-33.71%	54.43%	33.05%	304.72%	49.34%
营运资金变动	-2	-12	-43	67	-94	-51	净利润增长率	-38.70%	-40.32%	71.20%	38.49%	311.61%	48.23%
经营活动现金净流	79	68	41	129	100	294	总资产增长率	11.33%	9.35%	14.46%	0.06%	55.14%	7.76%
资本开支	-116	-178	-120	-86	-707	-185	资产管理能力						
投资	0	0	-22	-1	-9	0	应收账款周转天数	99.7	93.9	100.4	99.5	100.1	100.1
其他	0	0	37	0	0	0	存货周转天数	103.6	103.9	97.9	101.8	104.2	103.9
投资活动现金净流	-116	-178	-105	-87	-716	-185	应付账款周转天数	90.8	89.3	90.6	92.7	94.3	95.1
股权募资	0	0	43	0	799	0	固定资产周转天数	329.4	291.6	274.7	261.0	254.7	246.9
债权募资	80	36	19	-72	75	-79	偿债能力	40.555	0.0001	10.000	0.000	44 440:	4
其他	-48	-33	6	-11	-10	-10	净负债/股东权益	-10.33%	9.28%	13.89%	8.63%	11.44%	4.21%
筹资 活动现金净流	31	3	68	-83	864	-89	EBIT利息保障倍数	13.4	3.4	2.2	3.5	15.5	23.1
现金净流量	-6	-107	5	-40	249	21	资产负债率	41.04%	45.39%	47.51%	45.35%	32.12%	30.44%

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	3	3	3	22
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.15

来源: 朝阳永续

#### 历史推荐和目标定价(人民币)

22 4-13 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1				
序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-22	买入	36.45	44.87~44.87
2	2016-08-19	买入	33.88	44.87~44.87
3	2016-10-20	买入	35.01	44.87~44.87
4	2016-10-23	买入	35.35	44.87~44.87
5	2016-11-10	买入	39.00	44.87~44.87
6	2016-11-15	买入	40.30	50.00~50.00
7	2016-11-24	买入	41.06	50.00~50.00
8	2017-02-28	买入	38.82	50.00~50.00

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为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 北京 深圳

 电话: 021-60753903
 电话: 010-66216979
 电话: 0755-83831378

 传真: 021-61038200
 传真: 010-66216793
 传真: 0755-83830558

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 201204 邮编: 100053 邮编: 518000

地址:上海浦东新区芳甸路 1088 号 地址:中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 地址:中国深圳福田区深南大道 4001 号

紫竹国际大厦 7 楼 时代金融中心 7BD