

盛通股份 (002599.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

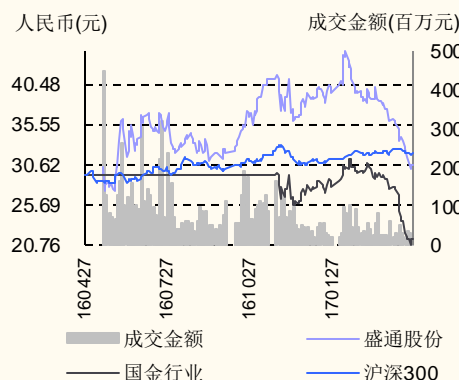
公司点评

市场价格 (人民币): 30.71 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)	4,145.85
年内股价最高最低(元)	44.49/27.36
沪深 300 指数	3445.18
深证成指	10204.84



相关报告

- 《拟设立第二期员工持股计划, 业绩持续超预期或可期-拟设立第二期...》, 2017.4.12
- 《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》, 2017.4.5
- 《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
- 《收购乐博教育过会, STEAM 教育第一股扬帆起航》, 2016.11.24
- 《盛通股份: 入股芥末堆, 持续产业链整合或扬帆起航》, 2016.11.15

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

2016 年年报点评: 印刷主业现回暖, 教育业务完成业绩承诺稳步推进

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.145	0.270	0.463	0.701	0.945
每股净资产(元)	4.81	5.09	5.43	6.27	7.39
每股经营性现金流(元)	0.30	1.10	1.39	1.37	2.22
市盈率(倍)	281.76	146.06	66.26	43.78	32.50
行业优化市盈率(倍)	96.96	96.96	96.96	96.96	96.96
净利润增长率(%)	71.20%	86.98%	103.62%	51.36%	34.69%
净资产收益率(%)	3.01%	5.31%	10.13%	13.30%	15.19%
总股本(百万股)	135.00	135.00	160.36	160.36	160.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 年, 公司实现营收 8.43 亿元, +20.28% YoY。归母净利润 0.36 亿元, +86.98% YoY。EPS 0.27 元。其中 16Q4 营收 2.22 亿元, 16Q4 归母净利润 0.17 亿元。
- 乐博教育于 2017 年 1 月并表上市公司, 乐博教育 2016 年实现收入 1.51 亿元, 扣非后归属于母公司所有者的净利润 0.26 亿元, 超额完成业绩承诺。

经营分析

- 报告期内, 公司毛利率为 17.75% (+0.3pct YoY); 净利率为 4.34% (+1.57pct YoY); 销售&管理&财务费用率之和为 13.08% (-2.11pct YoY), 其中销售费用率为 4.65% (-1.08pct YoY); 管理费用率为 7.76% (-0.29pct YoY); 财务费用率为 0.75% (-0.75pct YoY)。报告期, 公司净利率有较大幅度的提高, 主要原因一方面销售效率提升, 销售费用率有所下降, 另一方面是利息净支出同比减少 56%, 使得财务费用同比减少较多。
- 乐博教育直营店管理能力突出, 稳步扩张未来有望加快: 作为机器人教育领域的全国龙头企业, 乐博教育主要的特点是绝大部分 (80%以上) 的收入来自于其直营网点, 对于品牌及线下门店的管理控制能力较强。乐博教育 2016 年新增直营网点 23 家, 未来随着其顺利进入上市公司体系内, 门店扩张有望提速, 同时老店学生充盈率有望随着时间推移稳步提高。
- 入股芥末堆, 或助力公司产业拓展: 2016 年, 公司参股颀墨科技有限公司。通过芥末堆多方途径发布相应的行业消息、进行专业评析及判断来提供教育行业领域的信息推广服务, 入股芥末堆或助力公司未来产业拓展。

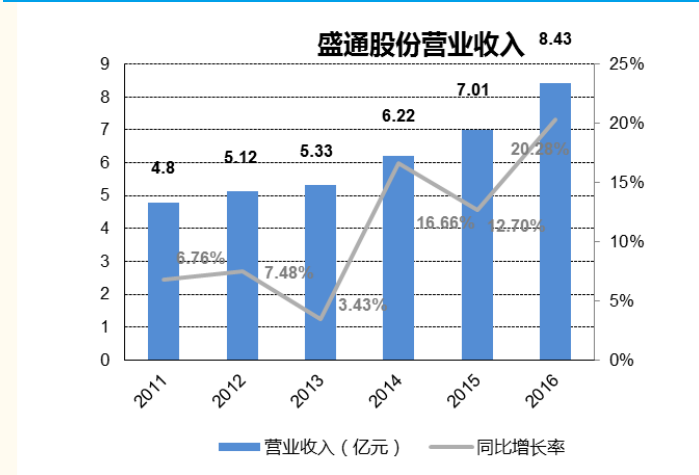
投资建议

- 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, 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。乐博教育已于 2017 年 1 月并表上市公司, 维持盈利预测, 预计公司 17-19 年 EPS 为 0.46 元、0.70 元、0.95 元, 对应 PE 为 66x、44x、33x, 目标价 50 元, 维持买入评级。
- 风险提示: 估值偏高

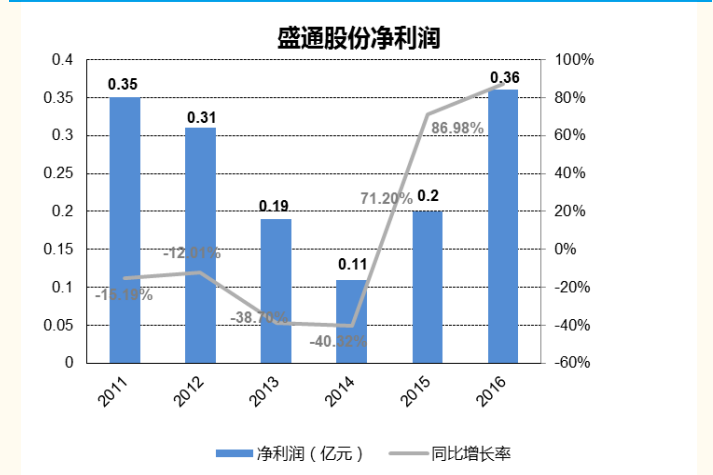
营收净利快速增长，传统印刷主业复苏，净利润增长 87%

- 盛通股份发布 2016 年年报，2016 年，公司实现营收 8.43 亿元，+20.28% YoY。归母净利润 0.36 亿元，+86.98% YoY。EPS 0.27 元。其中 16Q4 营收 2.22 亿元，16Q4 归母净利润 0.17 亿元。

图表 1：盛通股份营业收入



图表 2：盛通股份净利润

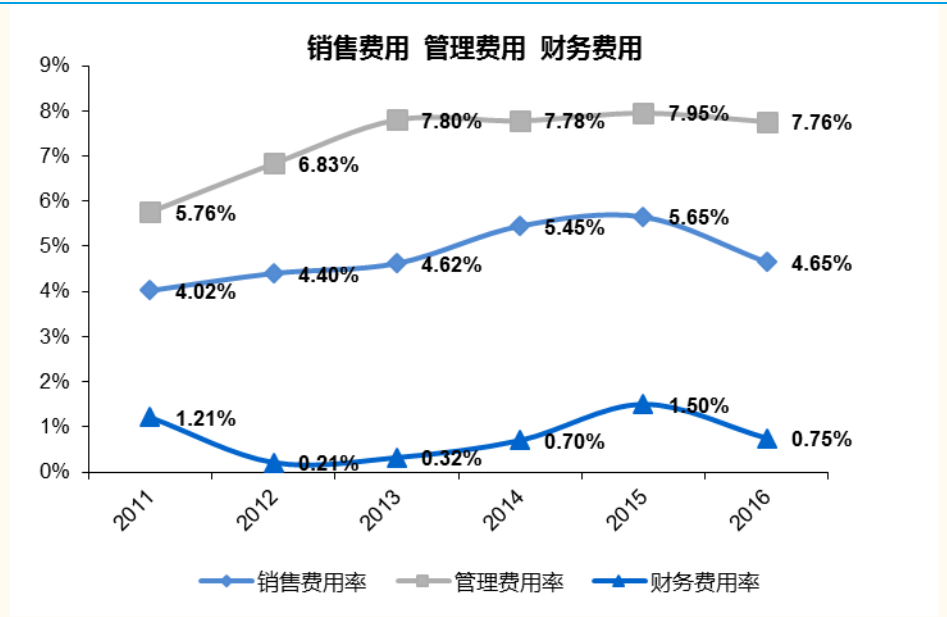


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

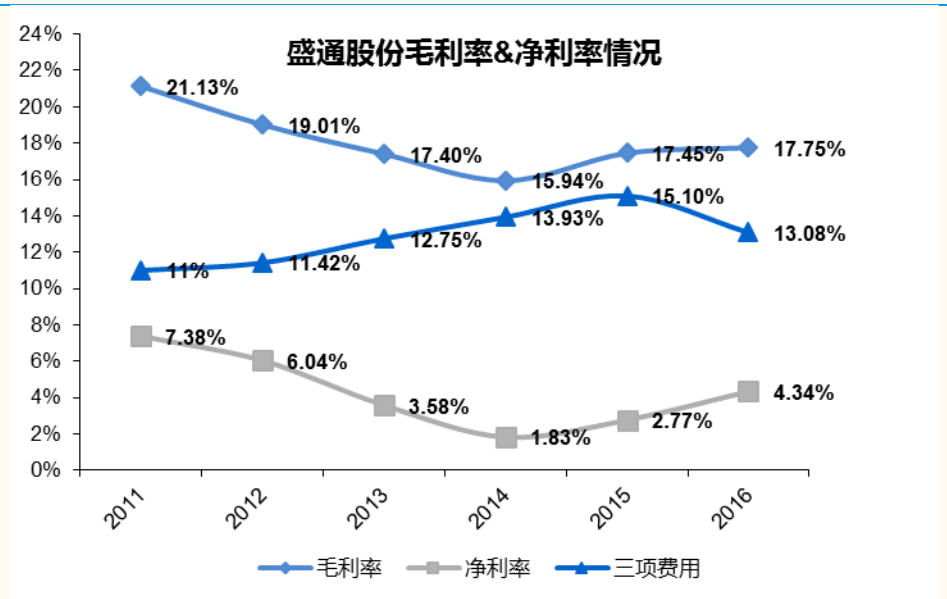
- 2016 年利润较大幅度增长的原因主要系公司发展注重内涵增长与外延扩张并重。内涵增长致力利用移动互联、云计算和工业信息化技术，聚合需求、优化产能，不断延展服务链条，提升出版综合服务能力。此外 2016 年公司着力推进“出版服务云平台项目”，项目以出版机构和印刷企业为主要服务对象，整合不同地区、不同类型印刷企业的生产能力，提高工作效率，降低生产成本。2016 年公司 经营现金净流入达 1.5 亿元，同比增长 264%，也反映出公司印刷主业回暖。
- 报告期内，公司毛利率为 17.75% (+0.3pct YoY)；净利率为 4.34% (+1.57pct YoY)；销售&管理&财务费用率之和为 13.08% (-2.11pct YoY)，其中销售费用率为 4.65% (-1.08pct YoY)；管理费用率为 7.76% (-0.29pct YoY)；财务费用率为 0.75% (-0.75pct YoY)。报告期，公司净利率有较大幅度的提高，主要原因一方面销售效率提升，销售费用率有所下降，另一方面是利息净支出同比减少 56%，使得财务费用同比减少较多。

图表 3：盛通股份毛利率，净利率，三项费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：盛通股份三费详细情况

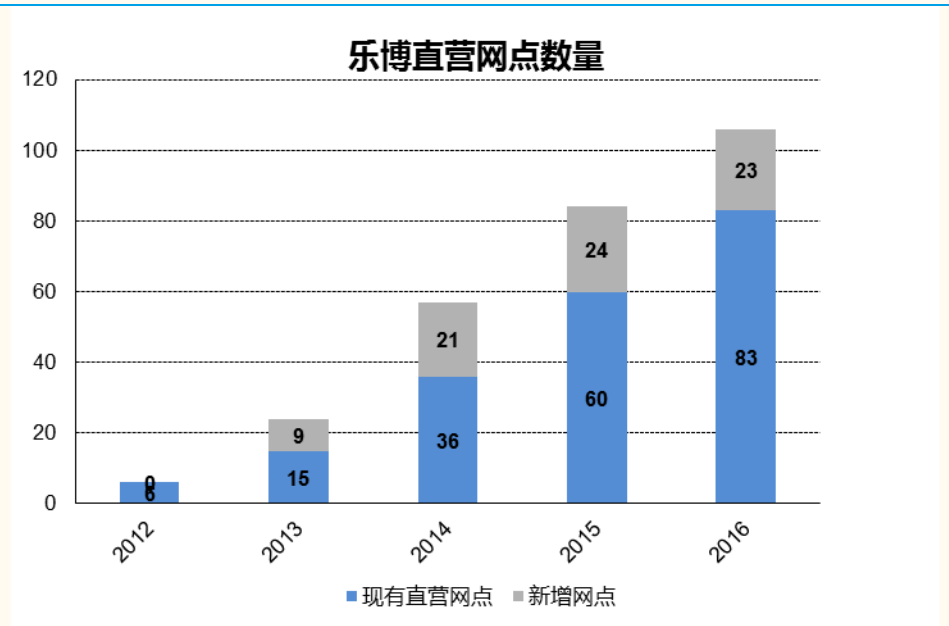


来源：公司公告，国金证券研究所

教育业务顺利并表，A股STEAM第一股扬帆起航

- 报告期内，公司成功完成对乐博教育重大资产重组，A股STEAM教育第一股未来可期，乐博教育于2017年1月完成并表。截至2017年一季度，乐博教育在25个省及直辖市，拥有83家直营店和150家加盟店，新增直营网点23家。基本覆盖全国一线、二线城市，涉及大部分省会城市，在校学生总计5万余人。乐博教育2016年实现收入15070.9万元，扣非后归属于母公司所有者的净利润2623.47万元，超额完成业绩承诺。
- 乐博教育直营店管理能力突出，稳步扩张未来有望加快：作为机器人教育领域的全国龙头企业，乐博教育主要的特点是绝大部分（80%以上）的收入来自于其直营网点，对于品牌及线下门店的管理控制能力较强。乐博教育2016年新增直营网点23家，未来随着其顺利进入上市公司体系内，门店扩张有望提速，同时老店学生充盈率有望随着时间推移稳步提高。

图表 5：乐博直营网点数量



来源：公司公告，国金证券研究所

- 入股芥末堆，或助力公司产业拓展：2016年，公司参股颀墨科技有限公司。通过芥末堆多方途径发布相应的行业消息、进行专业评析及判断来提供教育行业领域的信息推广服务，为业内各方提供深度价值信息。芥末堆观察整个教育行业产业链上下游的动态发展，发现行业内具备创新与机遇的公司与产品，解读政府政策及市场变化。盛通股份入股芥末堆有望加深双方合作，或助力公司未来产业拓展。

投资建议

- 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。乐博教育已于2017年1月并表上市公司，维持盈利预测，预计公司17-19年EPS为0.46元、0.70元、0.95元，对应PE为66x、44x、33x，目标价50元，维持买入评级。

- 风险提示：估值偏高。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	622	701	843	1,094	1,227	1,357	货币资金	86	70	129	200	200	285
增长率		12.7%	20.3%	29.7%	12.2%	10.6%	应收账款	180	228	300	298	334	370
主营业务成本	-523	-579	-694	-837	-910	-982	存货	161	150	145	181	197	213
%销售收入	84.1%	82.5%	82.3%	76.5%	74.1%	72.3%	其他流动资产	18	16	17	9	10	11
毛利	99	122	150	257	318	376	流动资产	445	464	591	688	741	878
%销售收入	15.9%	17.5%	17.7%	23.5%	25.9%	27.7%	%总资产	41.1%	37.5%	42.4%	45.3%	45.8%	48.9%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-5	-6	-7	长期投资	0	22	33	34	33	33
%销售收入	0.3%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	512	614	679	730	778	821
营业费用	-34	-40	-39	-49	-55	-61	%总资产	47.4%	49.6%	48.8%	48.0%	48.1%	45.7%
%销售收入	5.4%	5.6%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	68	67	69	67	66	64
管理费用	-48	-56	-65	-109	-123	-136	非流动资产	636	774	802	831	876	919
%销售收入	7.8%	7.9%	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	58.9%	62.5%	57.6%	54.7%	54.2%	51.1%
息税前利润 (EBIT)	15	23	39	93	134	172	资产总计	1,081	1,237	1,393	1,520	1,617	1,797
%销售收入	2.4%	3.3%	4.6%	8.5%	10.9%	12.7%	短期借款	108	120	110	172	104	0
财务费用	-4	-11	-6	-8	-7	0	应付款项	331	361	506	565	616	667
%销售收入	0.7%	1.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.0%	其他流动负债	14	21	16	19	21	101
资产减值损失	-1	-3	-5	-3	0	0	流动负债	454	502	632	756	741	768
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	32	41	30	30	30	31
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5	45	44	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	负债	491	588	706	786	771	799
营业利润	9	9	27	82	126	171	普通股股东权益	590	649	687	733	846	997
营业利润率	1.5%	1.3%	3.2%	7.5%	10.3%	12.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	13	17	3	3	3	负债股东权益合计	1,081	1,237	1,393	1,520	1,617	1,797
税前利润	12	22	44	85	129	174	比率分析						
利润率	2.0%	3.2%	5.2%	7.8%	10.5%	12.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-1	-3	-7	-11	-17	-23	每股指标						
所得税率	6.7%	13.1%	16.7%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.086	0.145	0.270	0.463	0.701	0.945
净利润	11	19	37	74	112	152	每股净资产	4.472	4.809	5.090	5.433	6.266	7.389
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.512	0.302	1.103	1.386	1.367	2.221
归属于母公司的净利润	11	20	36	74	112	152	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	1.8%	2.8%	4.3%	6.8%	9.2%	11.2%	回报率						
							净资产收益率	1.93%	3.01%	5.31%	10.13%	13.30%	15.19%
							总资产收益率	1.05%	1.58%	2.62%	4.89%	6.96%	8.43%
							投入资本收益率	1.90%	2.47%	3.89%	8.67%	11.87%	14.55%
							增长率						
							主营业务收入增长率	16.66%	12.70%	20.28%	29.70%	12.19%	10.60%
							EBIT增长率	-33.71%	54.43%	68.10%	140.89%	43.39%	28.71%
							净利润增长率	-40.32%	71.20%	86.98%	103.62%	51.36%	34.69%
							总资产增长率	9.35%	14.46%	12.62%	9.09%	6.42%	11.09%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	93.9	100.4	107.2	95.0	95.0	95.0
							存货周转天数	103.9	97.9	77.6	79.0	79.0	79.0
							应付账款周转天数	89.3	90.6	88.5	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	291.6	274.7	292.9	226.1	200.8	179.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	9.28%	13.89%	1.58%	0.18%	-7.89%	-25.51%
							EBIT利息保障倍数	3.4	2.2	6.1	11.8	19.2	366.2
							资产负债率	45.39%	47.51%	50.65%	51.72%	47.67%	44.47%

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	3	3	15
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.17

来源：朝阳永续

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。

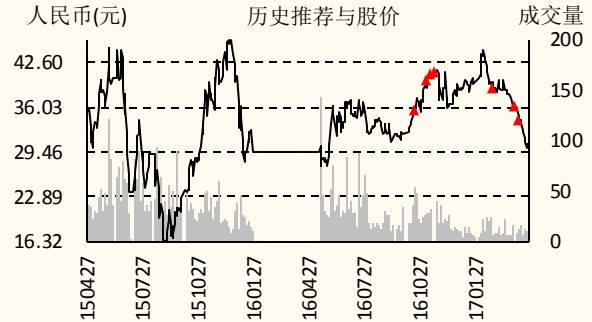
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-20	买入	35.01	44.87~44.87
2	2016-10-23	买入	35.35	44.87~44.87
3	2016-11-10	买入	39.00	44.87~44.87
4	2016-11-15	买入	40.30	50.00~50.00
5	2016-11-24	买入	41.06	50.00~50.00
6	2017-02-28	买入	38.82	50.00~50.00
7	2017-04-05	买入	36.10	50.00~50.00
8	2017-04-12	买入	33.44	50.00~50.00

来源：国金证券研究所



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