

公司研究/中报点评

2017年08月18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): 12.59
合理价格区间(元): 14.35~16.4

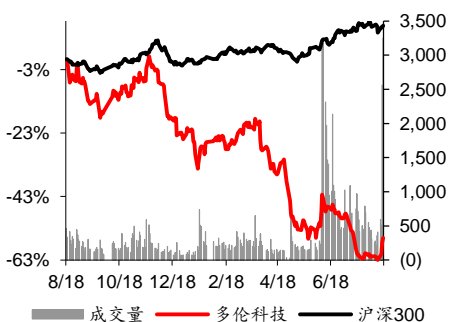
高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

吴日晖 021-28972095
联系人 wurihui@htsc.com

相关研究

- 1《多伦科技(603528,买入): 驾考标准修订, 行业迎系统升级机遇》2017.08
- 2《多伦科技(603528,买入): 线上线下结合, 驾培业务进展超预期》2017.03
- 3《多伦科技(603528,买入): 多伦学车沧州落地, 新业务超预期》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

业绩略低于预期, 驾培业务进展顺利

多伦科技(603528)

业绩同比下滑 61.62%, 略低于预期

多伦科技 8 月 17 日晚间发布 2017 年中报, 公司于 2017 年上半年实现营业收入为 2.66 亿元, 较上年同期减 37.27%; 实现归属于母公司所有者的净利润为 6581.76 万元, 较上年同期减 61.62%, 业绩略低于预期。其中, 二季度实现归母净利润 4591 万元, 较去年二季度下滑 42.77%, 下滑趋势较一季度有所缓解。

传统驾考业务下滑明显, 驾考新规落地有望带来升级改造增量市场

公司中报业绩出现下滑主要因为驾考这个周期性行业增速放缓, 同行公司已于 2016 年便已显示此趋势。考虑到政策持续推动行业服务升级, 驾考驾培行业持续向智能化升级等因素, 行业未来依旧具有长期可持续性的增长空间。公司已积极调整, 保持新增考场建设的市场份额领先, 在部分地区增速明显, 如上海新建的科目三考场中, 公司取得了近 80% 的业务。此外, 驾考新标准已经落地, 将于 10 月 1 日起正式实施, 还有两个月准备时间, 因为是在以前系统基础上的升级改造, 预计新规的执行将在较短时间内落地, 预计将在今年四季度及明年上半年对公司业绩产生较大贡献。

驾培业务进展顺利, 有望逐步贡献业绩

多伦科技积极引领拓展驾培业务, 通过行业大会、培训授课等方式推广全新驾培理念, 在江苏、山东等多地精准推广, 并通过打造智慧驾培区域体验中心的模式打造多伦学车区域示范标杆, 不断加大市场培育力度和市场拓展速度, 成效显著: 目前已与全国近 200 所驾校实现业务合作, 区域覆盖 19 个省及直辖市, 租赁机器人智能教练和 3D 实景场地模拟器产品近千余套, 租赁车载计时培训终端产品已超过 6000 套, 扎实的产品推广将有望逐步贡献业绩, 填补驾考业务下滑的缺口。

加大研发投入, 积极布局图像识别等技术在驾考驾培领域的新应用

公司上半年管理费用同比增长 18.41%, 主要是因为研发支出投入了 2791 万元, 较上年同期增长 62%。公司积极布局人工智能等六大核心技术, 目前已经完成了基于图像识别的辅助驾驶、图像识别等新技术在驾驶人考试和培训领域的应用研究, 通过引领行业发展强化标杆示范效果带来的先发优势, 保障公司未来长期可持续性的增长, 并为切入辅助驾驶等相关领域打下坚实的技术基础。

维持买入评级

考虑到公司中报业绩略低于预期, 我们下调公司盈利预测, 预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.53 亿元, 2.53 亿元以及 3.31 亿元, EPS 为 0.25 元, 0.41 元, 0.53 元, 对应当前股价 PE 为 51 倍, 31 倍, 24 倍。考虑到行业估值目前为 49 倍, 公司作为行业龙头应有部分溢价, 并且新业务进展顺利, 有望逐渐贡献利润, 我们认为公司对应 2018 年业绩合理估值在 35-40 倍, 对应目标价为 14.35 元-16.4 元, 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)	620.04
流通 A 股 (百万股)	187.59
52 周内股价区间 (元)	10.58-88.10
总市值 (百万元)	7,806
总资产 (百万元)	1,794
每股净资产 (元)	2.14

资料来源: 公司公告

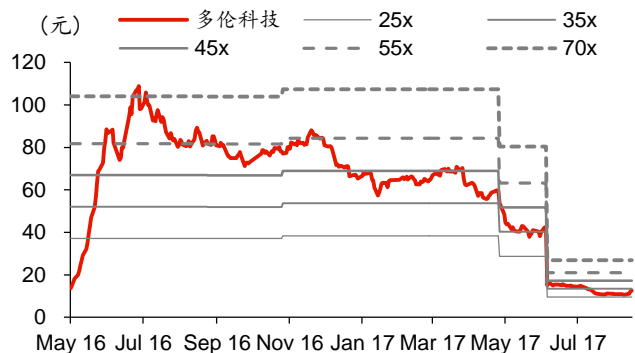
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	733.04	832.16	577.83	881.57	1,038
+/-%	10.64	13.52	(30.56)	52.57	17.70
归属母公司净利润 (百万元)	304.96	308.80	153.48	253.39	330.81
+/-%	16.17	1.26	(50.30)	65.10	30.56
EPS (元, 最新摊薄)	1.97	1.49	0.25	0.41	0.53
PE (倍)	6.40	8.43	50.86	30.81	23.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

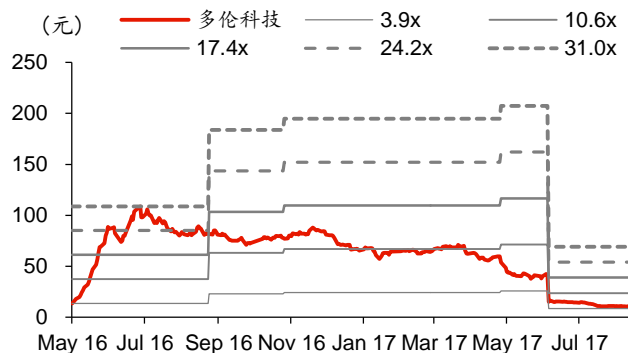
PE/PB - Bands

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,204	1,678	1,609	2,055	2,492
现金	563.82	887.38	967.12	1,194	1,512
应收账款	256.70	341.79	284.16	390.43	461.65
其他应收账款	14.07	14.26	9.90	15.11	17.78
预付账款	9.67	6.72	4.73	7.20	8.23
存货	358.24	286.09	201.40	306.11	349.94
其他流动资产	1.50	141.76	141.76	141.76	141.76
非流动资产	190.78	232.01	207.34	183.14	157.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	126.44	146.63	138.82	122.50	101.93
无形资产	30.71	30.58	33.08	33.78	34.78
其他非流动资产	33.63	54.81	35.43	26.86	21.26
资产总计	1,395	1,910	1,816	2,238	2,650
流动负债	740.93	526.37	383.56	551.20	632.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	95.39	134.07	90.34	138.47	158.80
其他流动负债	645.54	392.30	293.22	412.73	473.50
非流动负债	16.55	18.03	17.12	17.33	17.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.55	18.03	17.12	17.33	17.38
负债合计	757.48	544.40	400.68	568.53	649.68
少数股东权益	1.74	1.44	1.44	1.44	1.44
股本	155.00	206.68	620.04	620.04	620.04
资本公积	3.97	372.08	165.40	165.40	165.40
留存公积	476.60	785.40	628.86	882.25	1,213
归属母公司股	635.57	1,364	1,414	1,668	1,999
负债和股东权益	1,395	1,910	1,816	2,238	2,650

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	253.05	98.65	197.74	244.69	341.59
净利润	305.13	308.50	153.48	253.39	330.81
折旧摊销	20.99	23.00	23.99	25.53	26.29
财务费用	(7.05)	(8.46)	10.00	15.00	20.00
投资损失	0.00	(0.99)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(89.49)	(254.37)	79.04	(97.12)	(43.31)
其他经营现金	23.47	30.96	(68.77)	47.88	7.80
投资活动现金	(32.57)	(196.39)	(4.65)	(2.89)	(3.21)
资本支出	32.45	57.72	0.00	0.00	0.00
长期投资	(0.12)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(0.25)	(138.67)	(4.65)	(2.89)	(3.21)
筹资活动现金	(94.17)	420.25	(113.34)	(15.00)	(20.00)
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	51.68	413.36	0.00	0.00
资本公积增加	0.10	368.11	(206.68)	0.00	0.00
其他筹资现金	(94.26)	0.46	(320.02)	(15.00)	(20.00)
现金净增加额	126.32	322.51	79.75	226.79	318.38

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	733.04	832.16	577.83	881.57	1,038
营业成本	254.67	329.29	231.82	352.34	402.79
营业税金及附加	12.67	11.52	8.67	11.46	11.41
营业费用	62.34	50.00	52.00	70.55	77.82
管理费用	70.67	97.50	92.45	132.24	134.89
财务费用	(7.05)	(8.46)	10.00	15.00	20.00
资产减值损失	19.44	24.22	30.00	30.00	30.00
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	0.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	320.31	329.07	152.89	269.98	360.73
营业外收入	41.72	36.15	30.00	30.00	30.00
营业外支出	0.20	3.64	3.00	3.00	3.00
利润总额	361.83	361.58	179.89	296.98	387.73
所得税	56.69	53.08	26.41	43.60	56.92
净利润	305.13	308.50	153.48	253.39	330.81
少数股东损益	0.17	(0.29)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
归属母公司净利润	304.96	308.80	153.48	253.39	330.81
EBITDA	334.25	343.61	186.88	310.52	407.02
EPS (元)	1.97	1.49	0.25	0.41	0.53

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.64	13.52	(30.56)	52.57	17.70
营业利润	17.95	2.74	(53.54)	76.59	33.61
归属母公司净利润	16.17	1.26	(50.30)	65.10	30.56
获利能力 (%)					
毛利率	65.26	60.43	59.88	60.03	61.18
净利率	41.60	37.11	26.56	28.74	31.88
ROE	47.98	22.64	10.85	15.19	16.55
ROIC	528.34	69.09	37.41	62.08	81.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.31	28.50	22.06	25.41	24.52
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.63	3.19	4.20	3.73	3.94
速动比率	1.13	2.62	3.65	3.15	3.37
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.50	0.31	0.43	0.42
应收账款周转率	2.50	2.33	1.67	2.46	2.20
应付账款周转率	2.79	2.87	2.07	3.08	2.71
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.50	0.25	0.41	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.16	0.32	0.39	0.55
每股净资产(最新摊薄)	1.03	2.20	2.28	2.69	3.22
估值比率					
PE (倍)	6.40	8.43	50.86	30.81	23.60
PB (倍)	3.07	1.91	5.52	4.68	3.91
EV_EBITDA (倍)	20.69	20.13	37.00	22.27	16.99

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