

## 三盛和君，乘风而起

公司深度

◆ **三盛集团收购 20.98% 股权实现控股，汇冠股份开启发展新篇章。** 汇冠股份是全球领先的红外式触摸屏供应商之一，2014 年 9.84 亿元收购旺鑫精密 92% 股权进入电子行业，2016 年 8.06 亿元收购恒峰信息 100% 股权布局教育行业，形成“教育+电子”双主业。2017 年 12 月，三盛集团子公司卓丰投资 (1) 以 10 亿元从和君商学 (831930.OC) 收购汇冠股份 15% 股权；(2) 以 3 亿元从深圳福万方收购汇冠股份 5.98% 股权；(3) 接受和君商学 6.22% 的委托投票权；(4) 以 9.4 亿元受让旺鑫精密 92% 股权。交易方案完成后，三盛集团合计持有汇冠股份 20.98% 股权，拥有表决权比例为 27.2%，成为公司第一大股东。在剥离电子业务后，汇冠股份将聚焦教育行业。

◆ **三盛和君高管三方利益共绑，汇冠股份或将强势崛起。** 三盛集团已实现实业、地产、资本多元布局，并通过投资进入金融、大数据、家庭健康、教育和高端制造领域。三盛集团地产业务连续 4 年位列中国房地产百强，截止 2016 年，集团总资产超过 500 亿元，土地储备 1000 万方以上，2017 年销售目标约 230 亿元。一方面，和君商学仍持有公司 6.22% 股权，是国内商学培训机构第一品牌；另一方面，2018 年 1 月，汇冠股份发布针对高管的员工持股计划。三盛、和君和高管实现三方利益共绑，将共同助力汇冠在教育行业强势崛起。

◆ **学历教育服务业务：教育+地产渐成趋势，三盛有望大幅助力。** 地产企业布局教育行业渐成趋势：碧桂园拥有教育品牌“博实乐” (BEDU.N)，借力旗下楼盘实现轻资产扩张，并满足业主的刚性教育需求。三盛地产主要布局福建、环北京等优势地域，目前已在地产项目中引进了中加国际学校和福州时代中学三盛分校。三盛集团的地产和教育资源有望助力汇冠未来在教育服务领域深度布局。

◆ **教育信息化业务：政策红利，踏浪前行。** 由于政策利好持续，2017 年全国财政性教育信息化投入规模约 3000 亿元 (+10.0%)，广东地区财政教育信息化投入达 197 亿元 (+9.9%)。子公司恒峰信息在广东地区具备区域优势，2016-2018 年承诺业绩 5200、6500 和 8100 万元。三盛集团在福建的深厚政府资源积淀也将助力汇冠股份教育信息化业务的规模扩张。

◆ **业绩预测和估值指标。** 和君商学在教育产业积淀深厚，汇冠目前在手现金约 6 亿元，在不考虑未来外延并购的情况下，我们预计汇冠股份 2018~20 年净利润为 1.44、1.50、1.60 亿元，对应 18~20 年 EPS 为 0.58、0.60、0.64 元。考虑到三盛受让股权价为 24.83 元/股，A 股可比公司 18/19 年 PE 为 44x/31x。我们给予汇冠股份 25.00 元目标价 (18 年 PE 约 42x)，首次覆盖给予买入评级。

◆ **风险提示：** 经营管理风险、竞争加剧风险、业务拓展不及预期风险。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,696.18	1,298.95	778.07	792.86	819.81
营业收入增长率	3.70%	-23.42%	-40.10%	1.90%	3.40%
净利润(百万元)	125.70	22.28	144.43	150.44	159.74
净利润增长率	-212.77%	-82.28%	548.31%	4.16%	6.18%
EPS(元)	0.41	0.09	0.58	0.60	0.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.66%	0.94%	3.92%	3.93%	4.00%
P/E	35	200	31	30	28

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测 注：股价为 2018 年 4 月 12 日收盘价

## 买入 (首次)

当前价/目标价：17.83/25.00

目标期限：6 个月

### 分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-22169324

[kailiu@ebsec.com](mailto:kailiu@ebsec.com)

杨明辉 (执业证书编号：S0930518010002)

0755-23945524

[yangmh@ebsec.com](mailto:yangmh@ebsec.com)

### 联系人

冷玥

[lengyue@ebsec.com](mailto:lengyue@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：2.50

总市值(亿元)：44.4

一年最低/最高(元)：16.15/25.31

近 3 月换手率：37.23%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.20	5.40	-40.77
绝对	-0.22	-1.27	-28.73

### 相关研报

1. 三盛集团拟控股汇冠股份，与和君商学共同打造教育巨头——教育行业跨市场周报……………2017-12-04

## 投资要件

### 关键假设

本篇研究报告基于以下假设：（1）2018-2020 年触摸屏市场规模保持稳定，汇冠股份子公司华欣电子产品价格、销量、毛利率保持稳定；（2）2018-2020 年，教育信息化软件行业保持 10%左右行业增速，汇冠股份子公司恒峰信息收入增速达到 20%左右，毛利率水平保持稳定。

### 我们区别于市场的观点

我们区别于市场的观点：

（1）剥离旺鑫精密后，汇冠股份将聚焦教育行业，业务布局更加合理，盈利能力显著提升；

（2）三盛集团控股汇冠股份，将实现三盛集团、和君商学、汇冠股份高管团队三方的利益捆绑。三盛集团的房地产业务实力和资金实力、和君商学的产业运作能力将助力汇冠股份在教育行业快速崛起；

（3）在学历教育服务行业“教育+地产”的发展趋势下，三盛集团控股汇冠股份之后，有望利用自身的地产资源和资金积淀为汇冠股份未来的教育服务业务奠定坚实的基础。

### 股价上涨的催化因素

我们认为公司股价的上涨因素包括：

- （1）各个省份民促法配套实施细则的相继出台；
- （2）恒峰信息、华欣电子在其它省份取得跨区域的订单突破；
- （3）员工持股计划的实施落地；

（4）汇冠股份在和君商学、三盛集团的教育资源和资金支持下，在教育产业的外延式并购取得突破。

### 估值和目标价格

目前三盛集团、和君商学、汇冠高管已实现深度利益绑定。和君商学在教育产业积淀深厚，目前汇冠股份在手现金约 6 亿元，在不考虑未来外延并购的情况下，我们预计汇冠股份 2018~2020 年净利润为 1.44、1.50、1.60 亿元，对应 18~20 年 EPS 为 0.58、0.60、0.64 元。考虑到三盛受让股权价为 24.83 元/股，且目前 A 股教育可比公司 18/19 年 PE 为 44x/31x。我们给予汇冠股份 25.00 元目标价（18 年 PE 约 42x），首次覆盖给予买入评级。

### 投资风险

经营管理风险、竞争加剧风险、业务拓展不及预期风险。

## 目 录

1、 三盛控股汇冠，开启发展新章.....	6
1.1、 汇冠股份从触摸屏起步，布局教育信息化.....	6
1.2、 汇冠股份收入平稳增长，恒峰信息渐成盈利主力.....	7
1.3、 三盛集团控股汇冠股份并受让旺鑫精密，与和君商学共同发力教育产业.....	8
2、 三盛和君高管三方利益共绑，汇冠股份或将强势崛起.....	9
2.1、 三盛集团：实业地产资本多元布局，资金实力雄厚.....	9
2.1、 和君商学：内生外延双轮驱动，构建教育生态.....	12
2.2、 汇冠高管：员工持股草案公布，彰显汇冠发展信心.....	14
2.3、 剥离旺鑫，康庄大道.....	14
3、 学历教育服务业务：教育+地产渐成趋势，三盛有望大幅助力.....	15
3.1、 地产龙头聚焦教育产业，教育+地产成行业趋势.....	15
3.2、 三盛集团坐拥优质地产，携手和君实现资源整合.....	20
4、 教育信息化业务：政策红利，踏浪前行.....	23
4.1、 政策利好持续，教育信息化现千亿市场.....	23
4.2、 行业参与者众多，竞争格局分散.....	26
4.3、 区域优势显著，恒峰信息助汇冠扬帆远航.....	27
5、 盈利预测和投资评级.....	29
5.1、 汇冠股份盈利预测.....	29
5.2、 估值分析和投资评级.....	31
5.3、 估值结论和投资评级.....	33
6、 风险提示.....	33
附：汇冠股份募资情况及重大股权转让情况.....	34

## 图表目录

图 1：汇冠股份发展历程 .....	6
图 2：汇冠股份营业收入（单位：百万元） .....	7
图 3：汇冠股份净利润（单位：百万元） .....	7
图 4：汇冠股份 ROE（单位：%） .....	7
图 5：汇冠股份毛利率与净利率（单位：%） .....	7
图 6：汇冠股份各项业务营业收入（单位：百万元） .....	8
图 7：汇冠股份各项业务营业利润（单位：百万元） .....	8
图 8：汇冠股份各项业务毛利率（单位：%） .....	8
图 9：汇冠股份各子公司净利润（单位：百万元） .....	8
图 10：股权转让前汇冠股份股权结构 .....	9
图 11：股权转让完成后汇冠股份股权结构 .....	9
图 12：三盛集团产业布局 .....	9
图 13：三盛地产业务布局 .....	10
图 14：三盛地产部分项目展示 .....	10
图 15：伯恩物业服务情况展示 .....	11
图 16：伯恩物业营业收入（单位：百万元） .....	11
图 17：伯恩物业净利润（单位：百万元） .....	11
图 18：和君商学营业收入（单位：百万元） .....	13
图 19：和君商学净利润（单位：百万元） .....	13
图 20：我国企业管理培训市场规模（单位：亿元） .....	13
图 21：旺鑫精密营业收入（单位：百万元） .....	15
图 22：旺鑫精密净利润（单位：百万元） .....	15
图 23：精密制造业务毛利率与公司整体业务毛利率对比（单位：%） .....	15
图 24：万科教育全国布局 .....	16
图 25：万科 V-Learn 学习成长中心 .....	16
图 26：德英乐品牌下属万科双语学校 .....	17
图 27：万科梅沙书院 .....	18
图 28：博实乐业务 .....	18
图 29：博实乐毛利率水平（单位：%） .....	19
图 30：博实乐营业收入（单位：百万元） .....	20
图 31：博实乐净利润（单位：百万元） .....	20
图 32：三盛地产业务战略布局 .....	22
图 33：福州中加学校效果图 .....	22
图 34：福州时代中学三盛分校效果图 .....	22
图 35：三盛集团教育产业布局规划 .....	23
图 36：中国财政性教育支出及占 GDP 比重（单位：%） .....	25

图 37：中国教育信息化投入估算（单位：亿元） .....	25
图 38：教育信息化行业主要参与公司 .....	26
图 39：主要上市/挂牌企业教育信息化业务收入（单位：百万元） .....	26
图 40：“创课”机器人解决方案 .....	27
图 41：智慧课堂解决方案 .....	28
图 42：慕课系统解决方案 .....	28
图 43：广东省公共财政预算教育经费金额（单位：亿元） .....	29
图 44：广东省教育信息化投入（单位：亿元） .....	29
图 45：恒峰信息营业收入（单位：万元） .....	29
图 46：恒峰信息净利润（单位：万元） .....	29
表 1：三盛资本投资企业（截止至 2017 年 12 月 31 日） .....	12
表 2：汇冠股份首期员工持股计划情况 .....	14
表 3：德英乐品牌部分教育机构 .....	17
表 4：博实乐教育机构与碧桂园在建楼盘分布 .....	20
表 5：三盛集团已售及规划地产项目（截至 2017 年 12 月 31 日） .....	21
表 6：我国教育信息化行业产业发展政策 .....	24
表 7：汇冠股份收购恒峰信息情况 .....	27
表 8：汇冠股份各子公司 2016-2020 年收入预测（单位：百万元） .....	30
表 9：汇冠股份各子公司 2016-2020 年并表收入预测（单位：百万元） .....	30
表 10：汇冠股份主要子公司业绩承诺（单位：百万元） .....	30
表 11：汇冠股份各子公司 2016-2020 年净利润预测（单位：百万元） .....	30
表 12：汇冠股份各子公司 2016-2020 年并表净利润预测（单位：百万元） .....	31
表 13：汇冠 2018-2020 年盈利预测（单位：百万元） .....	31
表 14：A 股可比公司 PE 列表 .....	31
表 15：汇冠股份绝对估值关键假设 .....	32
表 16：汇冠股份 FCFE 估值结果 .....	32
表 17：敏感性测试结果 .....	32
表 18：估值结果汇总 .....	33
表 19：汇冠股份募资情况及重大股权转让情况 .....	34

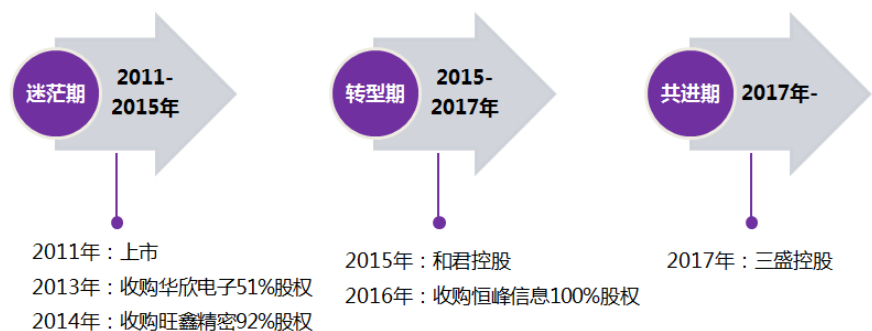
## 1、三盛控股汇冠，开启发展新章

### 1.1、汇冠股份从触摸屏起步，布局教育信息化

汇冠股份（300282.SZ）是全球领先的红外式触摸屏供应商之一，通过收购恒峰信息进入教育行业，布局教育信息化业务。汇冠股份拥有多项自主研发的触摸产品专利，其触摸产品包括红外触摸屏、光学触摸屏、交互式电子白板及配套智能教学软件，产品普遍具有响应速度快、稳定程度高、产品寿命长、免维护、无漂移等竞争优势。2016年，公司收购深耕教育软件开发十余年的恒峰信息 100% 股权，正式进军教育信息化行业。恒峰信息具备自主研发的教务云平台、智慧教室、智慧教研、智慧教学、智慧资源和工具到智慧学习全覆盖的软件体系。

汇冠股份上市以来，历经探索，确定了以教育行业为公司未来的发展方向。回顾汇冠股份的发展历程，公司历经了上市初期迷茫探索、和君入主谋求转型两个发展阶段之后，即将迎来三盛和君携手共进的发展新篇章。

图 1：汇冠股份发展历程



资料来源：光大证券研究所

**(1) 上市初期迷茫探索：2011年-2015年。** 汇冠股份于 2011 年 12 月 29 日在深交所上市，上市之初，公司以交互式电子产品为主营业务，全力发展电子精密件产品。2012 年，公司分别设立北京科加触控技术有限公司和台湾子公司，研发触摸屏产品；2013 年，公司收购华欣电子 51% 股权，华欣电子主营触摸屏的生产和销售，产品应用于教学用智能交互平板；2014 年，公司以对价 9.844 亿元（7.481 亿元股票+2.363 亿元现金）收购主营手机精密件的旺鑫精密 92% 股权，由此汇冠股份旗下产品包括精密器件、红外屏、光学屏、电子白板及软件等。旺鑫精密承诺 2014-2016 年扣非归母净利润为 0.95、1.15、1.4 亿元，但承诺期内实际实现扣非归母净利润为 0.51、0.83、1.1 亿元。

**(2) 和君入主谋求转型：2015-2017 年。** 2015 年 8 月 12 日，和君商学（831930.OC）与公司原控股股东西藏丹贝的股权转让完成，和君商学成为汇冠股份的控股股东。随着移动互联网红利的逐步消失，手机精密件制造等业务盈利能力下降：2017 年 1-9 月，旺鑫精密实现净利润约 3038 万元，同比减少约 5150 万元，同比下降约 63%，汇冠股份转型势在必行。在和君商学的助力下，汇冠股份确定市场潜力巨大的教育行业为公司未来的发展方向，并通过成功收购深耕教育信息化行业十余年的恒峰信息，为公司教育行

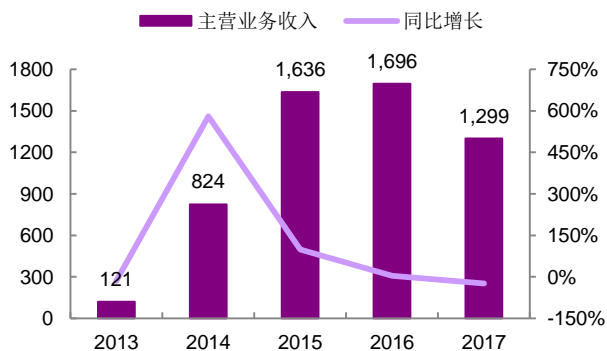
业转型奠定了良好基础。恒峰信息承诺 2016-2018 年扣非归母净利润不低于 0.52 亿元、0.65 亿元、0.81 亿元。

**(3) 三盛和君携手共进：2017 年-至今。**2017 年 10 月 25 日，汇冠股份公告其控股股东和君商学拟将持有的 15.00% 公司股权转让给三盛集团控股的卓丰投资并将持有的剩余 6.22% 公司股权所附的表决权不可撤销地委托给卓丰投资；同时，公司另一股东深圳福万方拟将其持有的 5.98% 股权转让给卓丰投资。转让完成后，三盛集团持有汇冠股份 20.98% 的股权（实际控制 27.2% 的表决权），成为汇冠股份的实际控制人，三盛和君将携手共进，助力汇冠股份开启发展新篇章。

## 1.2、汇冠股份收入平稳增长，恒峰信息渐成盈利主力

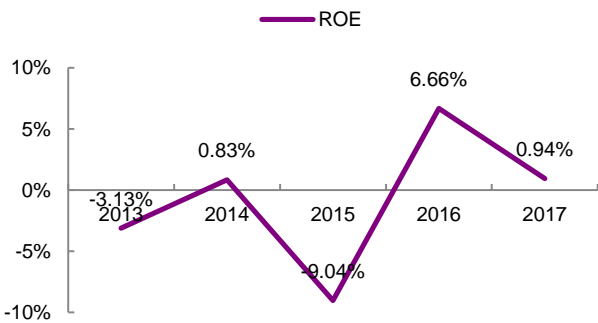
2016 年，汇冠股份主营业务收入稳定增长，盈利能力显著提升；2017 年，恒峰信息盈利能力改善迅速，成为汇冠股份盈利的主要力量。2016 年，汇冠股份主营业务收入 16.96 亿元，同比提升 3.70%；净利润 1.26 亿元，同比提升 212.77%，增速迅猛；ROE 达到 6.66%。2017 年，公司主营业务收入和净利润分别约 12.98 亿元（-23.42%）和 0.22 亿元（-82.28%）。公司收入和净利润下降主要因素为出售子公司旺鑫精密，仅 2017 年 1-6 月的收入和净利润参与并表；而恒峰信息发展势头良好，净利润同比增长 21%，成为公司盈利主力。

图 2：汇冠股份营业收入（单位：百万元）



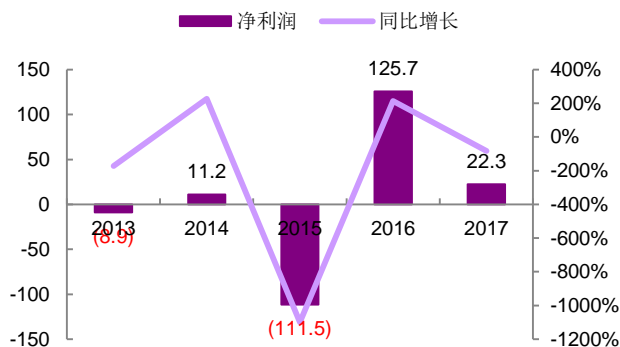
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：汇冠股份 ROE（单位：%）



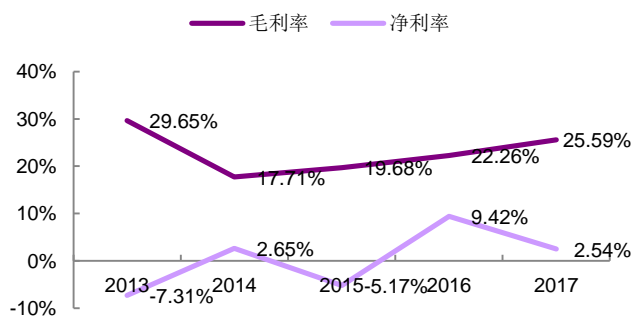
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：汇冠股份净利润（单位：百万元）



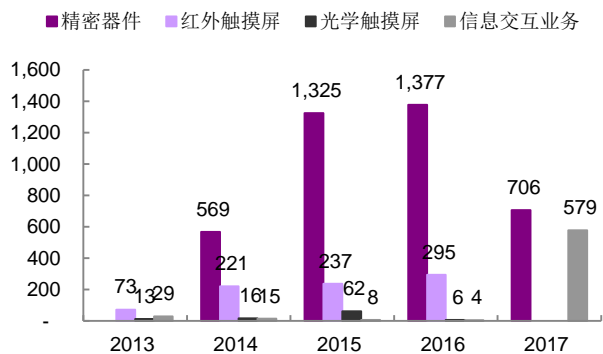
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：汇冠股份毛利率与净利率（单位：%）



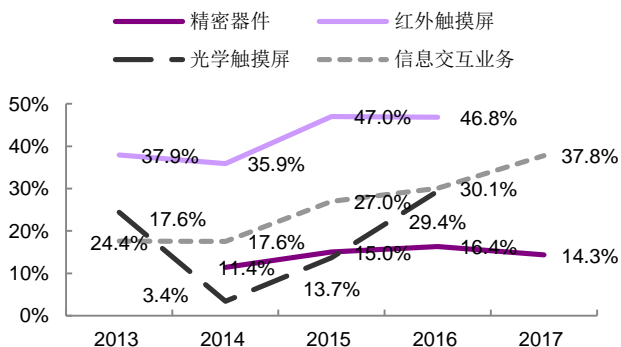
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：汇冠股份各项业务营业收入（单位：百万元）



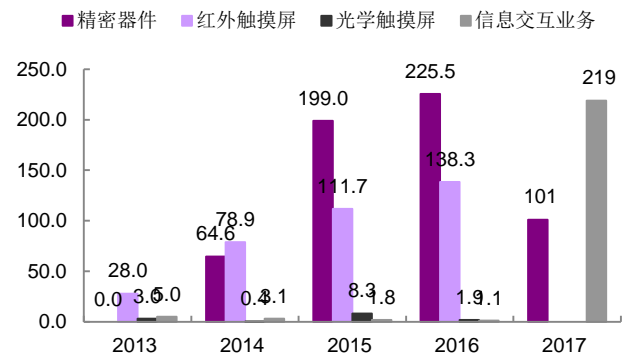
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 8：汇冠股份各项业务毛利率（单位：%）



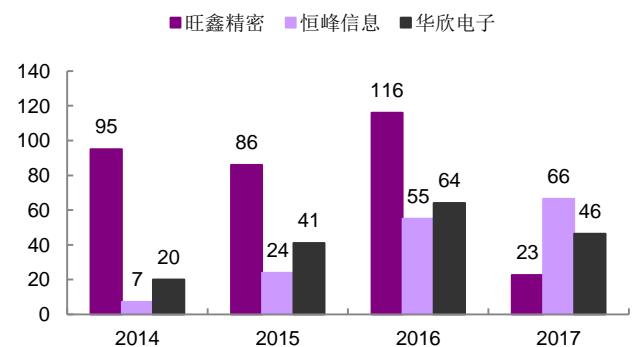
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 7：汇冠股份各项业务营业利润（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 9：汇冠股份各子公司净利润（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

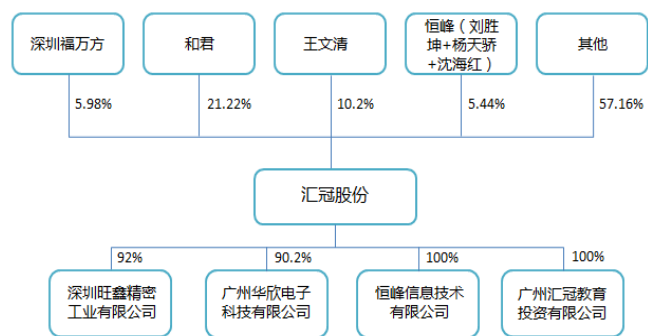
### 1.3、三盛集团控股汇冠股份并受让旺鑫精密，与和君商学共同发力教育产业

根据汇冠股份公告，三盛集团通过下属卓丰投资收购公司控制权，卓丰投资：（1）以 10 亿元从和君商学（831930.OC）收购汇冠股份 15% 股权；（2）以 3 亿元从深圳福万方收购汇冠股份 5.98% 股权；（3）接受和君商学所持有剩余 6.22% 公司股权的委托投票权；（4）交易方案完成后，卓丰投资合计表决权比例为 27.2%。2017 年 12 月 29 日，汇冠股份公告卓丰投资已完成收购和君商学、深圳福万方持有的汇冠股份股权，公司的实际控制人变更为三盛集团林荣滨先生和程璇女士。

同时，三盛集团受让公司所持有的旺鑫精密 92% 股权，汇冠股份成功剥离精密制造业务。根据汇冠股份公告，公司以 9.4 亿元现金对价将所持有的旺鑫精密 92% 股权转让给卓丰投资，转让完成后不再持有对旺鑫精密的投资。同时，汇冠股份以 5000 万元对价对外出售其持有的天科精密 47.19% 股权。两项股权转让实施完毕后，汇冠股份顺利完成对精密制造业务的剥离。据公司 2017 年 12 月 22 日发布的公告，公司已完成旺鑫精密的过户，目前已不再持有旺鑫精密的股权。

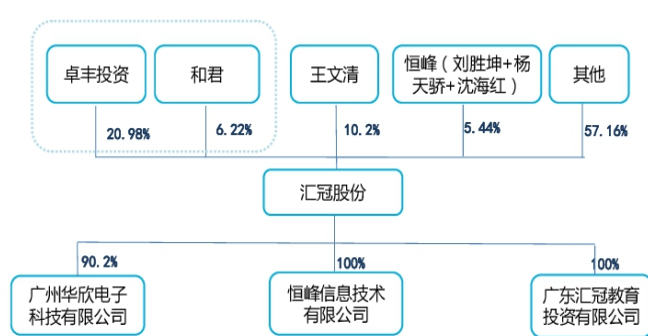


图 10：股权转让前汇冠股份股权结构



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 11：股权转让完成后汇冠股份股权结构



资料来源：公司公告、光大证券研究所

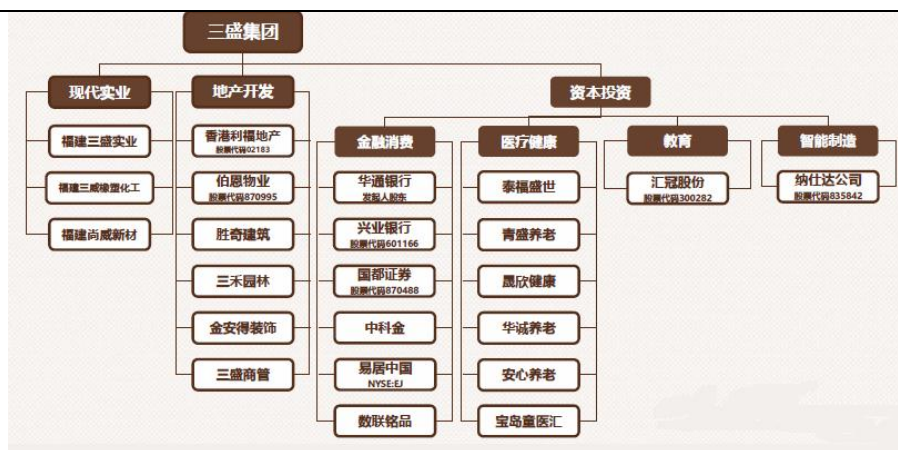
## 2、三盛和君高管三方利益共绑，汇冠股份或将强势崛起

### 2.1、三盛集团：实业地产资本多元布局，资金实力雄厚

#### 2.1.1、三盛集团实业起家，地产开发渐成规模，资本投资扩大布局

三盛集团成立于 1988 年，以发泡制造起家，已发展成为实业、地产、资本多元布局的综合性商业集团。目前，三盛集团的实业业务以发泡制造为主，兼营建筑装饰材料、汽车配件等。地产业务包括地产开发、物业服务、建筑装饰、商业运营，规模不断扩大，并通过控股香港利福地产，实现三盛控股（2183.HK）在港上市。资本投资业务已通过投资相关企业，涉足金融消费、医疗健康、教育、智能制造等领域。

图 12：三盛集团产业布局



资料来源：三盛集团官网、光大证券研究所

#### 2.1.2、三盛地产连续四年位列中国房地产百强，土地储备充足

三盛地产连续四年位列中国房地产百强，主要经营地产开发及地产投资，于 2017 年成功控股香港上市公司——利福地产（02183.HK）。三盛地产集团于纽约、香港、北京、福州、济南、青岛、成都、厦门、沈阳、哈尔滨等城市打造 39 个精品项目。地产板块下属伯恩物业（870995.OC）是中国物业服务 50 强，联合行业领先的三禾园林景观、纯家 U 装、金安得装饰、胜

奇建筑公司等聚势打造极具行业核心竞争力的“全生命周期”服务体系，服务三盛全国 50 万业主。截止至 2016 年底，三盛集团总资产超 500 亿元，开发总面积约 1500 万平方米，土地储备 1000 万方以上，货值达 1500 亿元；2016 年实现合约销售 151 亿元，2017H1 实现合约销售 98 亿元，位列全国品牌房企第 89 位。三盛地产计划 2017 年实现 230 亿元销售收入，在 2020 年实现 500 亿元销售规模。

图 13：三盛地产业务布局



资料来源：三盛地产官网、光大证券研究所

三盛地产旗下项目荣获国内外 30 余座重要奖项，位列“中国房地产住宅开发专业领先品牌价值十强”，其中百督府荣获亚洲十大豪宅、国际不动产大奖、中国鼎级独栋、闽商领袖家族专属之地；三盛·托斯卡纳获得联合国人居署全球生态宜居国际社区。

图 14：三盛地产部分项目展示



资料来源：三盛地产官网、光大证券研究所

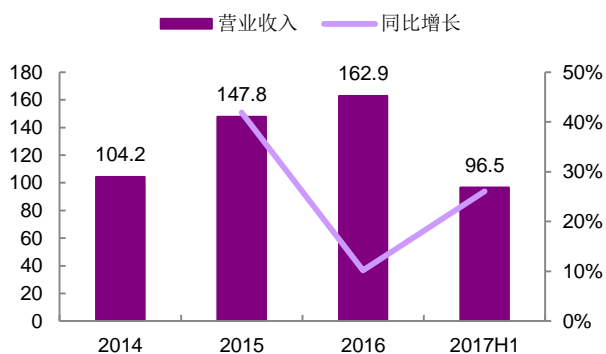
三盛地产旗下伯恩物业（870995.OC）是国家一级资质物业管理企业，成立于 2005 年，2017 年挂牌新三板，获得中国房地产协会颁发的“中国物业管理企业品牌价值 50 强”等多项荣誉。伯恩物业总公司设于福州，业务遍及福州、宁德、泉州、漳州、成都、扬州、青岛、北京、济南、厦门等全国十二大城市及下辖三个物业子公司。伯恩物业营业收入和净利润增长迅速，2016 年营业总收入 1.62 亿元，同比增长 10.19%；净利润 0.15 亿元，同比增长 48.88%。

图 15：伯恩物业服务情况展示



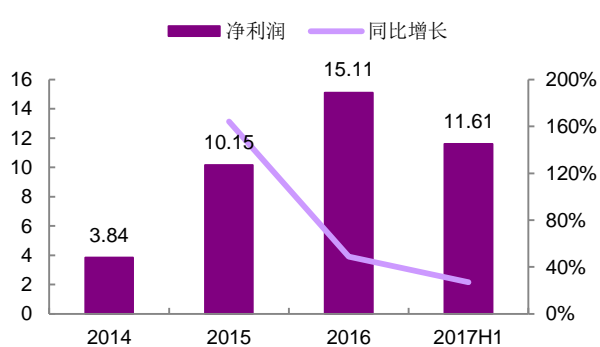
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 16：伯恩物业营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 17：伯恩物业净利润（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

### 2.1.3、三盛资本聚焦赋能投资，完善主业产业链并布局新产业

三盛资本负责三盛集团的投资业务，围绕三种投资类型，以赋能式投资为手段进行新产业布局、主业产业链完善和高效的财务投资。三盛资本的投资类型可概括为：（1）控股成熟型的被投资公司进入新产业；（2）控股与集团现有房地产业务有产业链关系的被投资企业及控股与新产业有生态系统关系的被投资企业；（3）参股中短期预期有较好财务表现的成熟公司及中长期有较高增值潜力的创业公司。

目前，三盛资本在夯实主业产业链的同时，已通过投资相关标的成功进入金融、大数据、家庭健康、教育和高端制造领域。

表 1：三盛资本投资企业（截止至 2017 年 12 月 31 日）

投资类型	投资企业	投资企业概况
控股成熟型的被投资公司	利福地产 (02183.HK)	主要经营物业开发及物业投资
	汇冠股份 (300282.SZ)	教育装备及教育智能化整体解决方案提供商
控股与主业有产业链关系或与进入的新产业有生态关系的企业	伯恩物业 (870995.OC)	国家一级资质物业管理企业、中国物业管理企业品牌价值 50 强企业
	金安得装饰	集室内设计、大型公建、地产精装、建筑外墙以及材料配送、售后服务为一体的综合性装饰公司
	纯家 U 装	提供设计规划与施工、材料和设备配置配送、软装等一站定制服务
	胜奇建设	集建筑施工、市政建设、装修装饰为一体的综合性公司
	三禾园林	集园林景观景观设计、园林景观工程施工、苗木供应、绿化养护管理，全产业链一体化经营的园林公司
	晟鑫健康	社区健康服务链融合平台
	泰福盛世	复旦大学医疗体系旗下健康管理咨询公司
	青鸟三盛	三盛集团携手山东青鸟软通公司打造的国内领先的智慧养老平台
	颐诚养老	集微型养老院、社区生活娱乐康复综合服务、居家生活服务于一体的社区养老企业
	安心养老	为失能失智人群提供先进的机构护理服务和居家护理服务的连锁养老机构
	宝岛童医汇	专注于少儿健康管理，打造中国家庭育儿健康平台
投资中短期预期有较好财务表现的成熟公司及中长期有较高增值潜力的创业公司	数联铭品	一家专注于服务于金融行业和政府机构的大数据综合服务提供商
	易居中国	轻资产地产
	华通银行	由三盛集团发起成立，以“线上业务为主，线下体验为辅”的互联网银行
	国都证券	多元化的金融服务平台
	中科金	专注于从事电子商务的高科技公司
	飞马旅	创业项目专业管理支持机构

资料来源：三盛集团官网、光大证券研究所

## 2.1、和君商学：内生外延双轮驱动，构建教育生态

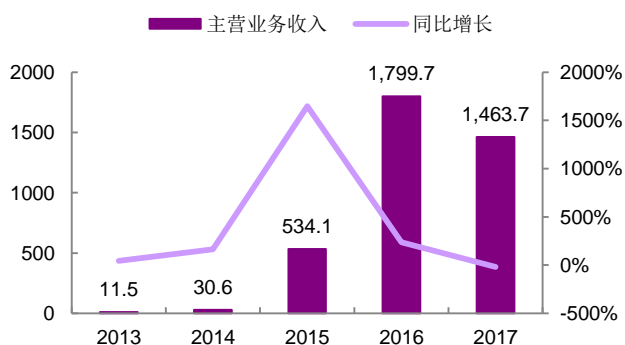
和君商学 (831930.OC) 成立于 2007 年，以企业高管能力培养课程和企业职员及在校学生商学培训课程为主要服务内容；2015 年 2 月 5 日，和君商学挂牌新三板。和君商学用互联网教育和 O2O 方式，聚焦管理培训和商学学习，以线下面授培训、线上网络培训相结合的模式，为企业和个人提供企业管理培训服务。2015 年，公司收购汇冠股份 23.08% 股权，完善业务布局，目前主营业务已涵盖商学教育及培训、职业教育与培训、管理培训、高等教育内容及教学管理服务、教材出版策划与发行、互联网教育、智能教育装备、教育信息化、教育服务及内容、精密制造等。

和君商学教育生态布局不断完整，深耕三大业务，逐步形成产业生态。

(1) 大商科范畴的商学教育，重点涵盖经济、管理、财会、税务、法律等专业方向及董秘、HRD、财务总监等岗位方向，产品包括企业家及高管培训、青年商学培训计划、企业人才培训、企业管理内训、企业大学、细分行业管理培训、财税类培训、司法考试培训及法律教育等；(2) 高校教育管理和高校师生服务，重点涵盖校企合作办学、专业共建、应用型转型、创新创业教育、师资培训、大学生职业生涯规划与职前教育和游学服务等，专注服务高等教育阶段的院校和师生群体；(3) 教育领域的公共需求，涵盖教材出版策划与发行、互联网教育在线平台及智能教育装备、智能教育服务等，可面向各教育阶段为各级各类院校及师生提供产品与服务。

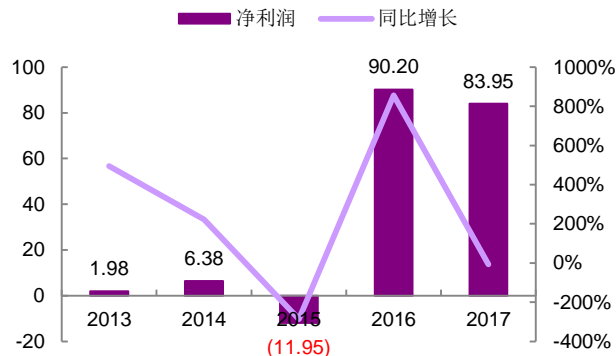
2017年，由于汇冠股份并表范围发生变化，导致和君商学业绩有所下降。2017年，和君商学实现主营业务收入14.64亿元，同比下降18.67%；实现净利润0.84亿元，同比下降6.93%。公司业绩下降的主要原因为子公司汇冠股份出售旺鑫精密全部股权，2017年旺鑫精密仅1-7月业绩参与公司利润表并表，且出售旺鑫精密的商誉减值损失影响公司净利润表现。新增合并恒峰信息全年数据，但由于恒峰信息全年业绩规模不及旺鑫精密2017年8-12月5业绩规模，导致和君商学2017年业绩有所下降。

图 18：和君商学营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

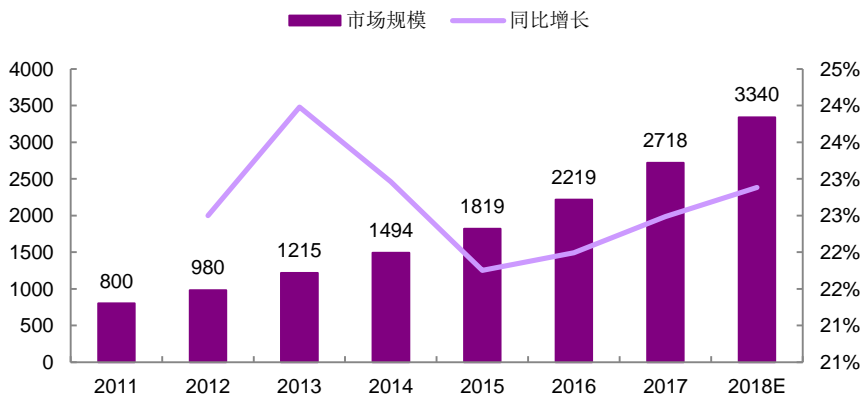
图 19：和君商学净利润（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

企业管理培训市场潜力巨大，产业生态并购整合蓄势待发，和君商学有望实现内生+外延双轮驱动发展。据智研咨询统计，2017年我国企业管理培训市场规模达到2700亿元，增长率22%；预计2018年将维持20%以上增速。目前我国企业管理培训市场格局分散，实力和规模较大的品牌更容易脱颖而出，获取较大的市场份额。和君商学背靠和君集团，现已形成以咨询为体、以商学和资本为两翼的“一体两翼”格局，咨询和资本可为商学提供实践真知和案例样本，商学亦可反哺优质人才与创新理论，达到业务间涵养互动，管理培训业务有着较大的提升空间。同时，和君商学有望继续通过外延投资并购整合优质教育内容、产品与服务提供商，完善教育生态布局，实现“内生+外延”双轮驱动发展。

图 20：我国企业管理培训市场规模（单位：亿元）



资料来源：智研咨询统计及预测、光大证券研究所

## 2.2、汇冠高管：员工持股草案公布，彰显汇冠发展信心

2018年1月6日，汇冠股份公告首期员工持股计划草案，计划面向在在职的董事、中高层管理人员、其他核心骨干员工等不超过20人开展员工持股计划，募集不超过5000万人民币的资金。持股计划的目的在于实现股东、公司和个人利益的一致，促进各方共同关注公司的长远发展。

表2：汇冠股份首期员工持股计划情况

项目	内容
参与对象	在在职的董事、中高层管理人员、其他核心骨干员工等不超过20人
资金来源	员工合法薪酬及法律、行政法规允许的其他方式，每份份额1元，单个员工必须认购1万份的整数倍份额
股票来源	通过信托计划从二级市场购买
计划募集资金	不超过人民币5000万元
涉及股票标的数量	员工认购出资不超过5000万元为信托计划次级份额，信托计划规模合计不超过10000万元。以2018年1月5日收盘价18.67元/股测算，集合信托计划所能购买的标的股票数量不超过535.62万股，即不超过公司现有股本总额的2.15%
存续期	存续期为集合资金信托计划产品正式成立之日起24个月，存续期最多延长不超过12个月
锁定期	12个月

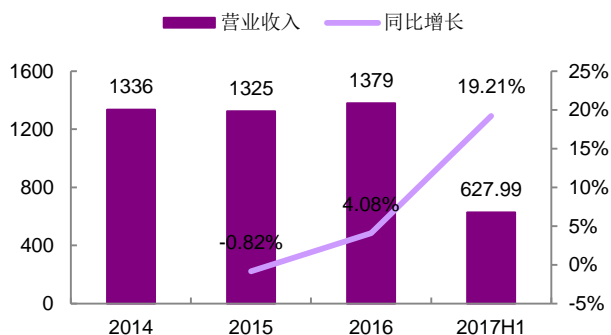
资料来源：公司公告、光大证券研究所

在汇冠股份业务布局教育信息化，加速业务拓展的关键时期，员工持股计划能够完善公司的员工激励机制，体现了公司对自身发展的信心。员工持股计划将有效调动管理者 and 公司员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，兼顾公司长期利益和近期利益，更灵活地吸引各种人才，从而更好地促进公司长期、持续、健康发展。员工凝聚力和竞争力得以提升，促进各方共同关注公司的长远发展，从而为股东带来更高效、更持久的回报。

## 2.3、剥离旺鑫，康庄大道

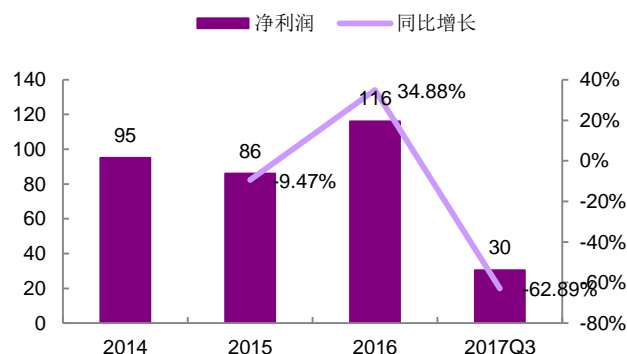
2017年12月4日，汇冠股份发布公告，公司股东大会审议通过了向卓丰投资出售持有的旺鑫精密92%股权的议案；2017年12月20日，出售事项已完成工商变更登记，公司不再持有旺鑫精密股权。旺鑫精密主营塑胶制品、手机精密件、磨具及五金制品等，2016年实现营业收入13.79亿元，同比增长4.08%；净利润1.16亿元，同比增长34.88%。然而随着旺鑫精密大客户新订单数量和质量持续低于预期，2017Q3，旺鑫精密净利润仅为0.31亿元，同比下降62.89%，同时由于汇冠股份已确定向教育行业转型的公司战略，预计旺鑫精密的精密制造业务将持续收缩。汇冠股份此次出售旺鑫精密股权，彻底剥离盈利能力下滑的精密制造业务，深度聚焦教育行业，未来的收入和利润将完全来自于教育行业。

图 21: 旺鑫精密营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

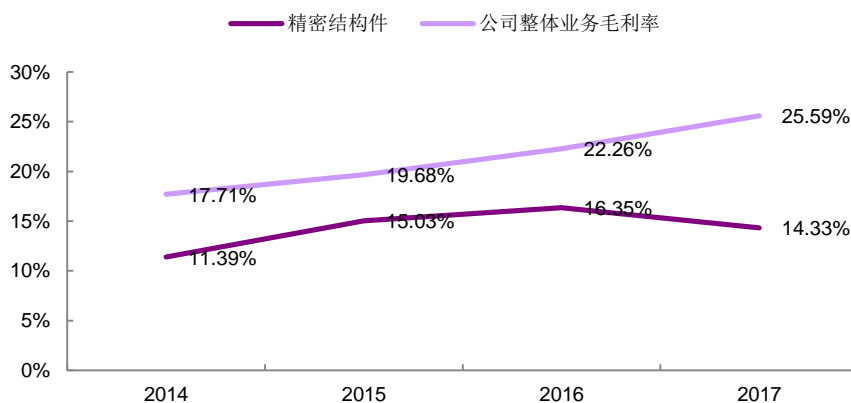
图 22: 旺鑫精密净利润 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

出售旺鑫精密 92% 股权后, 汇冠股份将聚焦教育行业, 盈利能力预计显著提升。由于精密制造业务毛利率 14.33% 显著低于汇冠股份整体毛利率 25.59%, 预计出售旺鑫精密后汇冠股份毛利率显著提升。同时汇冠股份出售旺鑫精密 92% 股权的交易价格为 9.4 亿元, 为公司带来充裕资金, 有望为未来的教育产业布局奠定坚实的基础。

图 23: 精密制造业务毛利率与公司整体业务毛利率对比 (单位: %)



资料来源: Wind、光大证券研究所

### 3、学历教育服务业务: 教育+地产渐成趋势, 三盛有望大幅助力

#### 3.1、地产龙头聚焦教育产业, 教育+地产成行业趋势

人口红利、消费升级使得社会对教育行业的关注度与日俱增, 具备资金实力和转型压力的地产企业也将向教育寻求新的增长点, 纷纷布局“教育+地产”。资金实力强的地产企业着眼教育综合体、社区学校运营、国际学校建设等方面, 实现业务转型, 谋求新的营收增长点。其中, 万科地产通过发布德英乐等多个教育品牌, 提供楼盘配套教育服务; 碧桂园则聚焦国际教育, 实现旗下地产项目与教育品牌博实乐的协同发展。

### 3.1.1、万科地产发布多个教育品牌，打造城市配套服务提供商

万科集团是中国最大的住宅开发企业，2016 年销售额达到 2405 亿元，土地储备 11934 万平方米。2015 年起，万科集团在北京、上海、深圳发布教育品牌，布局“教育+地产”。万科集团定位“城市配套服务商”，依托地产核心业务发展产办、商业、物流、教育、医养、长租公寓、城市更新等业务，而教育是万科城市配套服务中的重点环节，截至 2017 年 12 月 31 日，万科教育版图已经覆盖北京、上海、广深、中西部区域，并在北京、上海、广深地区分别推出教育品牌。

图 24：万科教育全国布局



资料来源：新浪财经、光大证券研究所

**北京地区：社区教育品牌 V-Learn。**2015 年 3 月，万科社区教育品牌 V-Learn 在北京落地实施，随即烟台、大连、太原、济南等归属于北京区域的城市也开始落地 V-Learn。V-Learn 目前的运营模式为，万科提供 V-Learn 学习成长中心的场地，引进优质培训机构，向万科小区的住户提供早教、素质教育及学科课外辅导等教育配套服务，旨在打造家门口的一站式优质素质教育资源。V-Learn 的短期目标是到 2018 年覆盖万科北京区域在建及已建成的 166 个社区。

图 25：万科 V-Learn 学习成长中心



资料来源：万科集团官网、光大证券研究所



**上海地区：教育品牌“德英乐”。**2017年5月20日，上海万科教育推出教育品牌“德英乐”。德英乐作为独立品牌，将协助整合万科旗下的教育资源，逐步成长为 K-12 全品类客户首选的教育服务商。德英乐涵盖全日制学校和培训机构两大产品线，实现体系教育与素质教育并驾齐驱。德英乐教育的体系教育机构主要为全日制学校，包含民办教育和与政府合作的公办教育；素质教育则主要指培训机构和营地教育。目前德英乐已有 120 余所素质教育机构建设投入运营，构建面向 2-18 岁人群的一站式教育服务平台。

**图 26：德英乐品牌下属万科双语学校**



资料来源：搜狐教育、光大证券研究所

**表 3：德英乐品牌部分教育机构**

性质	机构名称	成立时间
公办	万科实验幼儿园（张江校区）	2017
民办	闵行新虹幼儿托管点	2017
民办	闵行虹桥幼儿托管点	2017
民办	闵行万科幼儿园	2017
民办	浦东民办万科幼儿园	2017
公办	万科实验小学（滨江校区）	2016
公办	万科实验小学（张江校区）	2017
公办	马桥复旦万科实验中学	2015
民办	民办复旦万科实验学校	1996
民办	闵行万科双语学校	2016
民办	浦东民办万科学校	2017

资料来源：芥末堆、万科集团官网、光大证券研究所

**广深地区：教育集团“梅沙教育”。**2015年，万科在广深地区成立梅沙教育集团，旨在为 3-18 岁青少年儿童提供完整的教育解决方案，目前已包含全日制学校（含幼儿园）、社区学校、户外学校等模块。截止 2017 年，万科深圳梅沙教育在全国已拥有 10 余家全日制学校，7 大户外学校，以及 60 多所社区学校，计划到 2020 年，在全国实现超过 100 所优质学校。其中，社区学校主要根植于广深地区的各住宅区，而户外学校将提供以深度体验为主题的 专业周末营、冬夏令营。

图 27: 万科梅沙书院



资料来源：万科集团官网、光大证券研究所

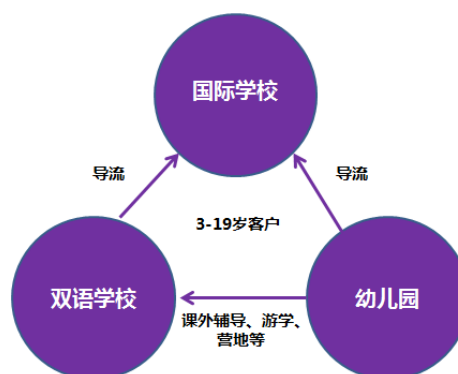
通过 V-Learn、德英乐、梅沙教育等品牌的协同效应，万科将从体制内学校、户外学校、社区营地、城市教育综合体四个方面发力教育生态建设。

(1) 体制内学校：已投资幼儿园 102 家，体制内学校 5 家，并自营 86 家社区教育空间。(2) 户外学校：已在全国建立了 9 大营地，涵盖帆船、赛艇、潜水、滑雪、攀岩、森林课程等国际授权课程。(3) 社区营地：依托万科的住宅社区，为社区内子女提供教育和托管业务。(4) 教育综合体：将教育培训、教育产业孵化、配套教育办公、国际公寓、以及教育配套商业及特色商业等业态联动，构建教育一体化综合实施，如万科建设的宁波芝士公园。

### 3.1.2、碧桂园聚焦国际教育，致力地产项目与教育品牌协同发展

碧桂园位列 2016 年“中国房地产百强企业”第三名，2016 年销售额约 3088 亿元，在全国 400 余个城镇布局地产项目，服务 300 余万业主。公司从 1993 年起涉足教育行业，拥有教育品牌“博实乐”，主营国际教育。碧桂园集团 1994 年在广东顺德成立首家碧桂园学校，开创了中国国际教育的先河。博实乐 (BEDU.N) 成立于 2014 年，2017 年已在全国 8 个省份拥有 62 所学校及幼儿园，包括国际学校 6 所，双语学校 16 所，幼儿园 40 所；同时在北京上海深圳等地拥有超过 16 家培训中心。博实乐旗下品牌包括圣博国际、伊莱英语等，业务涵盖海外游学、国内营地、教育科技。目前博实乐教育集团拥有超过 30,000 名在校生，逾 6,000 名教职工，其中有 300 多名是来自英、美、澳、加等国家外籍教师。

图 28: 博实乐业务

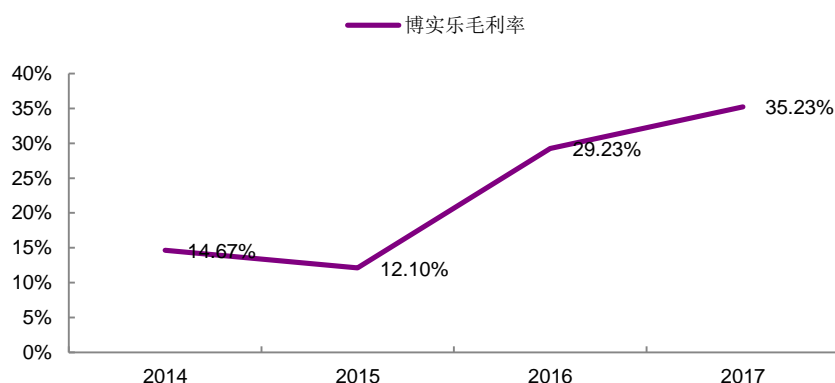


资料来源：博实乐官网、光大证券研究所

博实乐旗下的三类国际教育机构面向不同年龄、不同需求的客户，实现了对适龄人群的全面覆盖。（1）幼儿园业务面向 3-6 岁儿童，通常为双语环境，用户主要来自配套地产的业主；（2）国际学校面向 7-19 岁的学龄青少年，客户定位是计划高中或本科出国留学的适龄学生。学校设置 1-12 年级，几乎为纯英文教学环境，提供国际文凭组织授权的课程；（3）双语学校的目标客户是参加国内高考的中小學生，学校设置 1-9 年级，教学内容与公立学校教学大纲同步，但会更注重培养学生的英文水平。

博实乐的企业定位，与碧桂园的地产开发相得益彰：碧桂园的房产项目为博实乐旗下学校提供场地和设施，博实乐品牌得以轻资产快速扩张；而博实乐的优质教育资源也成为了吸引客户选择碧桂园楼盘的主要因素。依托碧桂园，博实乐采用轻资产模式实现扩张，业务稳步发展到全国 7 省共 52 所学校/幼儿园，毛利率也得以显著提升。博实乐目前的学校及培训机构既分布于北京、上海、深圳等一线城市，也覆盖河北、甘肃、湖北、湖南、贵州、安徽、江苏、广东等省份的二三线城市；碧桂园的楼盘也全面覆盖全国各地，在一二三线城市均有布局。尤其对于经济发展水平较落后、教育资源分布不均衡的地区来说，博实乐为碧桂园楼盘配备的优质教育机构能够满足住户子女教育的刚性需求，实现博实乐与碧桂园的资源协同。

图 29：博实乐毛利率水平（单位：%）



资料来源：Wind、光大证券研究所 注：博实乐 2017 财年对应 2016 年 9 月 1 日-2017 年 8 月 31 日

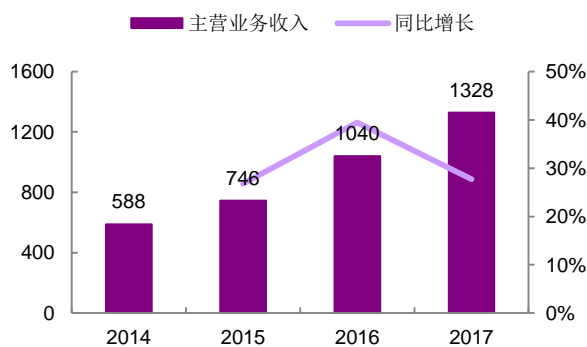
表 4：博实乐教育机构与碧桂园在建楼盘分布

省份	碧桂园在建楼盘数	博实乐学校数	博实乐培训机构数
北京市	7	0	5
上海市	8	0	8
深圳市	1	0	2
广州市	1	8	0
广东省（其他）	227	33	1
湖南省	63	4	0
湖北省	44	2	0
贵州省	22	2	0
甘肃省	9	2	0
河北省	15	2	0
安徽省	59	4	0
江苏省	86	5	0

资料来源：博实乐官网、碧桂园官网、光大证券研究所

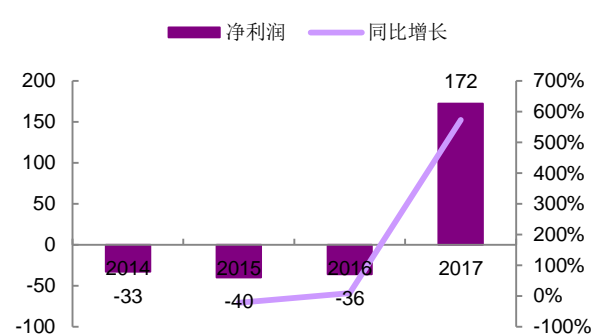
受益于碧桂园雄厚的地产业务实力及博实乐清晰的战略定位，博实乐业绩增长迅速，在校生数量显著提升。2017 财年，博实乐实现营业收入 13.3 亿元，同比增长 27.7%；实现归母净利润 1.72 亿元。截至 2017 年 8 月 31 日，博实乐在校生人数规模达到 3 万人，招生人数同比增长 15%。未来博实乐将继续发挥与碧桂园地产业务的协同作用，在全国开拓新市场，把学校网络扩展到中国其他地区，满足全国对优质民办教育的需求。

图 30：博实乐营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 31：博实乐净利润（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

### 3.2、三盛集团坐拥优质地产，携手和君实现资源整合

三盛集团地产业务主要布局在福建、环北京、长三角、西南和山东，其中山东省主要布局济南、青岛，西南地区主要布局重庆、成都，地产项目普遍分布在经济水平较发达、有发展潜力的地域。截至 2017 年 12 月 31 日，三盛地产土地储备包括福建泉州、宁德、长乐、福州等 6 个项目，合计可售面积 148 万平方米；正在开发项目则包括福建、成都、青岛、济南等地共计 11 个项目，累计实现销售额 307 亿元。

表 5：三盛集团已售及规划地产项目（截至 2017 年 12 月 31 日）

项目名称	项目地点	项目类型	项目状态
百督府（福州）	福州	别墅	在售
三盛·滨江国际	福州	住宅、商业、写字楼	在售
三盛·国际公园	福州	别墅、住宅、商业	在售
三盛·托斯卡纳	福州	别墅、住宅	在售
三盛·国际中心	福州	商业、写字楼	在售
三盛·璞悦湾	福州	住宅	在售
三盛·果岭生活	福州	住宅	售罄
三盛·巴厘岛	福州	住宅	售罄
三盛·中央公园	福州	住宅	售罄
三盛·丽景天成	福州	住宅	售罄
福州五四北杨廷地块	福州	住宅	规划
福州长乐营前地块	福州	住宅、商业	规划
平潭如意湖地块	福州	住宅、商业	规划
三盛·国际城（北京）	北京	别墅、住宅	在售
三盛·国际公园（济南）	济南	住宅	在售
济南章丘地块	济南	住宅	规划
三盛·国际海岸	青岛	别墅、住宅	在售
三盛·都会城	成都	住宅、商业	在售
三盛·翡丽山	成都	别墅	在售
三盛·国际广场（扬州）	扬州	住宅、商业、写字楼	在售
三盛·国际海岸（厦门）	厦门	别墅、住宅	在售
三盛·四季公园（泉州）	泉州	住宅	在售
三盛·温泉新都城	泉州	住宅	在售
三盛·中央公园（宁德）	宁德	住宅	在售
三盛·海德公园（宁德）	宁德	别墅、住宅	在售
三盛·璞悦湾（宁德）	宁德	住宅、商业	规划
三盛·榕御（漳州）	漳州	住宅	售罄
华东昆山地块	昆山	住宅、商业	规划

资料来源：三盛集团官网、光大证券研究所

三盛集团在楼盘建设之外，旗下的伯恩物业、金安得装饰、纯家 U 装、三盛园林、三盛商管均与楼盘起到了很好的协同作用，体现了三盛集团较强的资源协同整合能力。三盛地产的产业布局战略清晰，以地产项目建设为核心，满足业主居住和生活的基本需求，随着三盛地产项目建设进度的加快，伯恩物业等配套产业的盈利水平也显著提升。

图 32：三盛地产业务战略布局



资料来源：三盛集团官网、光大证券研究所

随着地产+教育成为行业趋势，三盛集团通过与领先教育机构合作，在福州三盛国际公园和福州保福路项目中，引进了中加国际学校和福州时代中学三盛分校。中加国际学校是首批通过国家教育部复核的中外合作办学机构，并被教育部指定为全国高中新课程改革全国联系校，学校也是教育部批准的全国首所中外合作双学籍、双学历高中，未来的中加国际学校将从幼儿园开始一直到高中，进行全系教育，由中加两国政府认可教师资格的高资质教师任教，共同执教。福州时代中学三盛分校采用剑桥大学式的英伦风格建造，校区不仅建有教学楼、实验楼、室外操场，还设有室内运动场所，包括球类、健身、舞蹈、排练琴房、报告厅等，助力升级学生的德智体美全面发展。

图 33：福州中加学校效果图



资料来源：福州中加学校官网、光大证券研究所

图 34：福州时代中学三盛分校效果图



资料来源：福州新闻网、光大证券研究所

三盛集团控股汇冠股份，使得汇冠股份成为了三盛集团教育布局的主战场，三盛集团的楼盘资源、学校资源、政府资源与和君商学的教育资源将能够实现有效整合。三盛集团未来将通过汇冠股份实现教育产业布局：（1）短期通过整合或联盟优质教育硬件生产商、教育软件服务提供商、教育信息化系统集成商等获取入口和数据；（2）整合或联盟优质教育内容提供商、教育服务提供商，提供精准化、个性化教育解决方案；（3）长期依托教育大数据，搭建教育内容、服务分发平台。而和君商学也在商学培训的基础上，布局校企合作办学、教育在线平台、智能教育装备以及智能教育服务等业务，

并具备多年的教育运营和管理经验。三盛集团与和君商学有望通过密切合作，实现双方资源的有效整合。

图 35：三盛集团教育产业布局规划



资料来源：三盛集团官网、光大证券研究所

## 4、教育信息化业务：政策红利，踏浪前行

### 4.1、政策利好持续，教育信息化现千亿市场

2010年起，国家制定和发布的多项促进教育信息化发展的政策，体现国家促进教育信息化水平提升的决心，为教育信息化行业带来的政策红利。从2010年至今，国家已制定和发布了多项促进教育信息化发展的重要政策。从2012年至今，每年的2~3月，教育部均制定当年的《教育信息化工作要点》，供各教育厅（教委）、部内各司局和各直属单位使用和执行。

表 6：我国教育信息化行业产业发展政策

年度	政策及措施	内容
2010 年 7 月	全国教育工作会议	胡锦涛强调“要以教育信息化带动教育现代化，把教育信息化纳入国家信息化发展整体战略”。
2011 年 8 月	《教育部办公厅关于成立教育信 息化领导小组的通知》	成立“教育部信息化领导小组”，下设教育信息化推进办公室，具体负责教育信 息化推进工作。
2012 年 1 月	《教育部关于开展教育信息化试 点工作的通知》	用 4 年左右时间，总体完成 100 个左右趋于试点和 1600 所左右学校试点。
2012 年 3 月	《教育信息化十年发展规划 (2011-2020 年)》	提出教育信息化带动教育现代化，破解制约我国教育发展的难题
2012 年 9 月	全国教育信息化工作电视电话会 议	刘延东同志在会上强调：“十二五”期间，要建设好“三通两平台”这个教育信 息化建设的核心目标与标志工程，并着重提出了教育信息化建设的六个方面的重点 工作。以这次会议为起点，教育信息化以“三通两平台”为标志的建设工程在全 国普遍实施。
2013 年 7 月	《关于进一步加强教育管理信 息化工作的通知》	明确教育信息化的建设目标：即建设教育管理信息系统，建成国建教育管理公共 服务平台，加强两级建设，推动五级应用，加大推进力度，保证经费投入
2014 年 3 月	教育部办公厅关于印发《2014 年 教育信息化工作要点》	对 2014 年教育信息化工作核心目标作出指示，主要包括完成 8.5 万所中西部中小 学宽带网络接入，探索建立系统推进基础性资源和个性化资源开发应用。全面完 成国家、省级教育信息化中心建设
2015 年 3 月	十二届全国人大三次会议	李克强总理在政府工作报告中首次提出“互联网+”行动计划。《报告》提出，要 制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代 制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企 业拓展国际市场。互联网+行动计划为教育信息化的进程开辟了新的思路和空间。
2016 年 1 月	第二次教育信息化工作会议	国务院副总理刘延东指出：要通过开放共享教育科技资源，为创客、众创等创新 活动提供支持；发挥市场作用、引导社会资本广泛参与，催生适合国情的教育信 息化新业态，培育新的经济增长点。促进传统教育与信息化教育的优势互补，鼓 励学校购买企业优质资源，引导教师应用网络空间开展备课授课、学习指导等教 学活动
2016 年 6 月	《教育信息化“十三五”规划》	要建立健全教师信息技术应用能力标准，将信息化教学能力培养纳入师范生培养 课程体系，列入高校和中小学办学水平评估、校长考评的指标体系，信息化教学 能力将纳入学校办学水平考评体系
2017 年 4 月	2017 年全国教育信息化工作会 议	提出积极引导产业界，与学校联合起来，开发适用、好用、易用的应用程序和工 具软件，为广大师生提供技术支撑和保障

资料来源：教育部、光大证券研究所

2017 年 2 月，《2017 年教育信息化工作要点》提出“以构建网络化、数字化、个性化、终身化的教育体系为发展方向，充分发挥教育信息化对教育现代化的支撑和引领作用为工作方向”。《2017 年教育信息化工作要点》列示了 2017 年教育信息化的重点工作，主要包括：

(1) 完善教育信息化基础环境建设。结合精准扶贫、宽带中国和贫困村信息化等工作，采取有线、无线、卫星等多种形式，加快推进农村学校互联网接入，进一步提升学校网络带宽，推进“无线校园”建设。发布中小学数字校园建设规范，继续开展中小学百所数字校园示范校项目。充分发挥地方与学校积极性与主动性，引导各级各类学校开展数字校园、智慧校园建设与应用。

(2) 推动教育资源公共服务体系建设与应用。实现国家平台与全部省级平台的互联互通，加快推进与主要企业平台的对接，试点推动基于统一身份认证的网络学习空间服务模式，提升公共服务体系协同服务水平，支持全国 200 万个以上的班级实现“优质资源班班通”，服务教师、学生、家长总量超过 7000 万人。

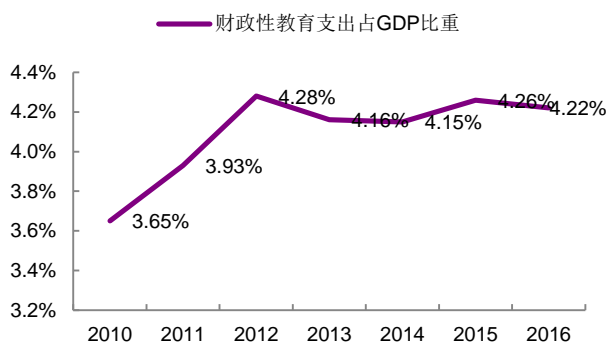


(3) **深化数字教育资源开发与应用。**配合实施网络扶智工程，深入推进“三个课堂”的应用，大力推广“优质学校带薄弱学校、优秀教师带普通教师”模式，将优质数字教育资源输送到教育薄弱地区，通过扩大优质教育资源覆盖面助力推进教育公平。完成4-6年级英语、科学、美术、音乐1个版本共计266学时数字教育资源建设，并将开发和整合的资源依据教学进度播发到农村中小学校免费使用。

(4) **加强网络学习空间应用广度与深度。**推进“网络学习空间人人通”专项培训，继续与中国电信、中国联通合作开展中小学校长、职业院校校长和骨干教师的培训，与中国移动联合启动中小学骨干教师培训，计划全年培训职业院校校长1000人、骨干教师2000人，中小学校长2000人、骨干教师5000人。

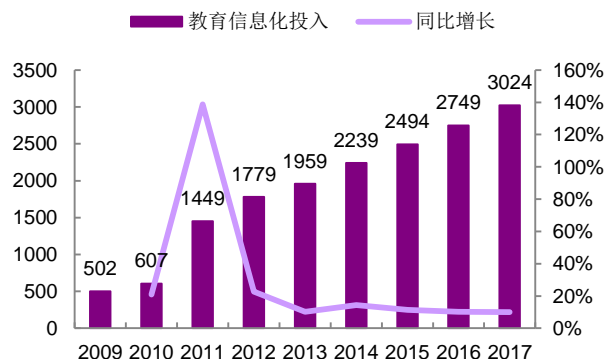
**B 端市场：在持续的政策利好下，我国的教育信息化投入逐年提升，2016年教育信息化市场达到千亿规模。**10余年以来，我国财政性教育经费支出占GDP的比重不断提高，从2005年的2.82%增长到2016年的4.22%。教育部2011年发布的《教育信息化十年发展规划》（征求意见稿）提出，各级政府在教育经费中按不低于8%的比例列支教育信息化经费；2012年正式发布的《教育信息化十年发展规划》则提出要在教育投入中加大对教育信息化的倾斜，保障教育信息化发展需求。根据我们对市场的抽样调研，目前各级政府在教育信息化方面纷纷加大投入，按照8%的投入比例简单估算，2017年国家财政性教育信息化投入规模约3000亿元。

图 36：中国财政性教育支出及占 GDP 比重（单位：%）



资料来源：中国统计年鉴、光大证券研究所

图 37：中国教育信息化投入估算（单位：亿元）



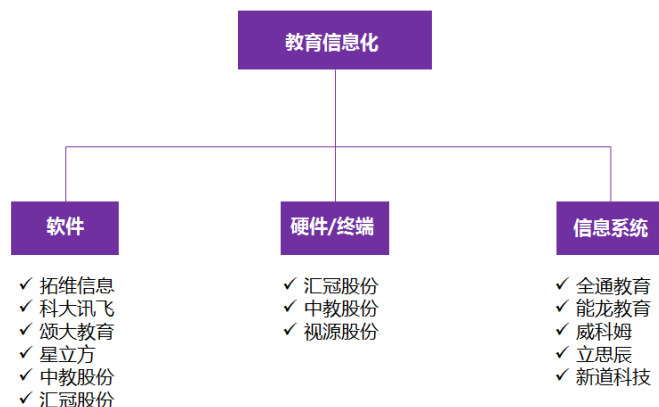
资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理估算

**C 端市场：由于政策红利持续，预计教育信息化市场规模将持续增长。**政府部门对教育信息化的持续关注，促进教育信息化领域财政性教育经费的支出的持续增长。同时，在校生教育信息化方面的投入也有望增加，扩大现有市场规模：根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要》的目标和规划，2020年我国中小学、中高等职业教育、高等教育的在校生目标分别为2.12亿人、3830万人、3300万人，我们按照未来每位在校生在体制内的年均内容、服务和终端的支出资金1000元、100元和100元的保守数字来计算，在校生个人投入带动的教育信息化市场空间预计约2200亿元。

## 4.2、行业参与者众多，竞争格局分散

教育信息化行业拥有众多的市场参与者。地方壁垒、资源垄断、教育标准的差异使得教育信息化市场整体呈现高度分散的特点。根据产业调研情况，目前从事教育信息化业务的公司约有数百家，针对学校的教育信息化行业的主要参与公司包括：（1）从事教育信息化软件业务的公司：拓维信息（收购海云天科技）、科大讯飞、颂大教育、星立方、中教股份、汇冠股份（收购恒峰信息）；（2）从事教育信息化硬件/终端业务的公司：汇冠股份、视源股份、中教股份；（3）从事教育信息化系统业务的公司：全通教育、能龙教育、威科姆、立思辰（收购康邦科技和敏特昭阳）、新道科技。

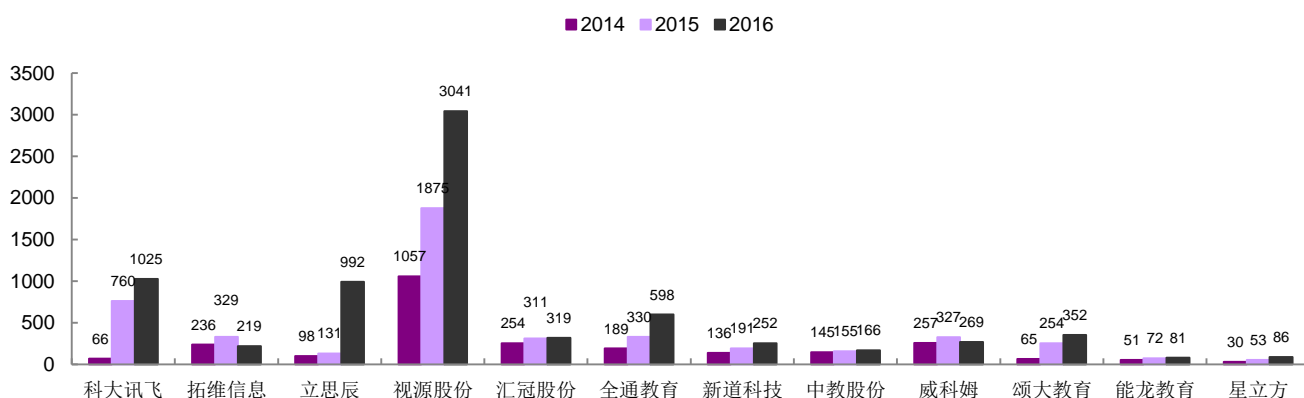
图 38：教育信息化行业主要参与公司



资料来源：光大证券研究所

教育信息化市场的竞争格局高度分散。目前教育信息化产业的上市/挂牌公司主要包括科大讯飞、拓维信息（收购海云天科技）、立思辰（收购康邦科技和敏特昭阳）、视源股份、汇冠股份、全通教育、新道科技、中教股份、威科姆、颂大教育、能龙教育和星立方，2016 年教育信息化业务营收共计约 74 亿元，在 2016 年市场规模约 2700 亿元的教育信息化市场中占比不足 3%。

图 39：主要上市/挂牌企业教育信息化业务收入（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

### 4.3、区域优势显著，恒峰信息助汇冠扬帆远航

2016年7月12日，汇冠股份发布公告以8.06亿元收购恒峰信息100%股权，正式涉足教育信息化业务。

表 7：汇冠股份收购恒峰信息情况

项目	内容
交易对方	刘胜坤、杨天骄、沈海红、何旭等 14 名自然人及云教投资、上海源美、中广影视、纳兴投资、杉华股权、杉华创业等 6 家机构
交易作价	8.06 亿元 其中：以发行股份方式向交易对方合计支付 56,420.00 万元，占交易对价的 70%；以现金方式向交易对方合计支付 24,180.00 万元，占交易对价的 30%。
发行价格	29.50 元/股
发行股份数量	19,125,416 股
标的资产	恒峰信息 100% 股权
业绩承诺	2016-2018 年扣非归母净利润分别不低于 5200 万元、6500 万元和 8100 万元
交易前后股权变化	交易完成前，和君商学直接持有汇冠股份 24.01% 的股份，为汇冠股份的控股股东；王明富持有和君集团 65% 的股权，和君集团持有和君商学 39.63% 的股权，王明富为公司实际控制人。 交易完成后，和君商学对上市公司的持股比例由交易前的 24.01% 变为 22.10%。虽然和君商学持股比例下降，但仍为公司控股股东，王明富仍为公司实际控制人

资料来源：公司公告、光大证券研究所

恒峰信息核心业务涵盖普教、职教、政企等行业的信息化软件平台开发、应用解决方案提供、系统咨询与系统运维服务等。恒峰信息主要提供 4 类教学信息化解决方案产品，包括：微课视频教研系统方案、“创课”机器人解决方案、智慧课堂解决方案、慕课系统解决方案。

(1) **微课视频教研系统方案**：用户可通过该系统观看教学视频，并支持评论索引功能，方便用户随时回看。系统还具备移动端，通过 APP 或关注公众号，就可以扫描二维码的方式进行知识点、关键题目的讲解推送，并保持与 PC 端的同步索引功能。

(2) **“创课”机器人解决方案**：针对高等院校、职业类院校的教学需求和机器人教学的实际操作经验，设计包括机器人包含拆装组合、机器人教学、教师-学生互动学习、故障设置及解决等模块，锻炼学生的动手能力，培养学生的机器人操作技能。

图 40：“创课”机器人解决方案



资料来源：恒峰信息官网、光大证券研究所

(3) **智慧课堂解决方案**：恒峰信息的主推的教育信息化应用平台，通过接入平板电脑、一体机等电子设备，结合微课程教学，老师可以视频、练

习的方式布置预习或复习等课后任务给学生，学生回到家可在家长指导下完成预习、复习、错题练习或自主学习等，实现课堂互动、直播、点播等多种教学模式，是一套专门面向教育主管单位、学校、培训机构和企业推出的学习管理、知识管理的课堂互动学习平台系统。

图 41：智慧课堂解决方案



资料来源：恒峰信息官网、光大证券研究所

(4) **慕课系统解决方案**：慕课系统通过整合开放教育资源，实现内容开放、教师开放、学生开放。目前慕课系统具备课程管理、教学管理、教学评价、服务管理、支付管理等功能。

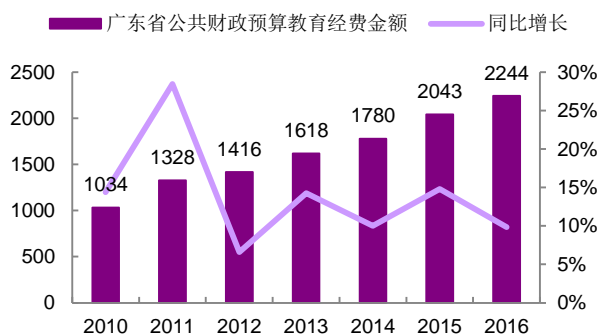
图 42：慕课系统解决方案



资料来源：恒峰信息官网、光大证券研究所

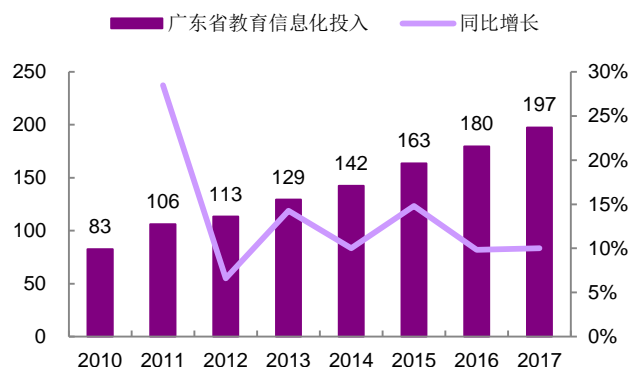
恒峰信息在广东地区具备区域优势，受益于广东省的教育信息化市场规模，且具备较强的区域品牌影响力。广东省是全国经济大省和教育大省，2016年公共财政预算教育经费金额已接近 2244 亿元，年增速 9.8%。按照《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》中明确教育信息化经费在各级政府教育经费中的比例不低于 8% 的标准计算，广东省的年教育信息化资金投入在 180 亿左右。恒峰信息目前已为广东省内外包括基础教育、职业教育、高等教育等院校提供了“三通两平台”智慧教育基础设施及“智慧课堂”等系列自主软件产品，累计服务基础教育学校 2,300 余所，年覆盖学生 250 万左右；累计服务职业教育院校 110 余所，年覆盖学生 130 万左右，业务领域较全面、用户规模较庞大，在广东省具有一定的品牌优势。

图 43: 广东省公共财政预算教育经费金额(单位:亿元)



资料来源: 教育部、光大证券研究所

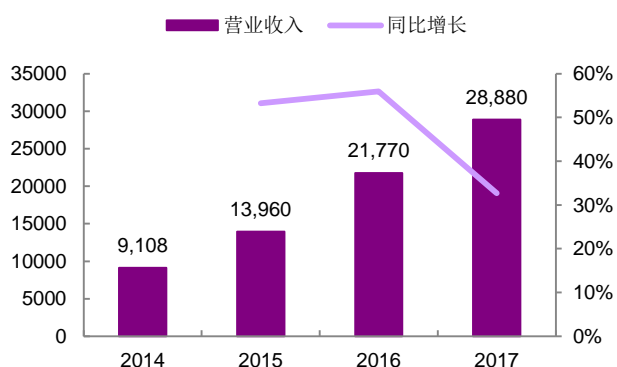
图 44: 广东省教育信息化投入(单位:亿元)



资料来源: 国家统计局、光大证券研究所估算

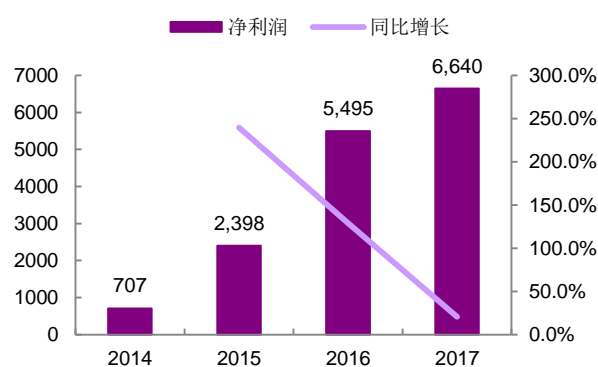
恒峰信息业绩增长迅速,成为汇冠股份营收主力,2017 年实现净利润约 6600 万元,同比增长 21%。恒峰信息承诺 2016-2018 年归母净利润不低于 5200 万元、6500 万元和 8100 万元。恒峰信息 2017 年实现净利润 6600 万元,业绩承诺完成率达 101.5%。

图 45: 恒峰信息营业收入(单位:万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 46: 恒峰信息净利润(单位:万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

在汇冠股份剥离旺鑫精密主攻教育领域后,恒峰信息不仅成为主要营收来源,更为汇冠带来了稳定的下游客户渠道,助力汇冠布局教育服务生态圈。恒峰信息的净利润水平提升显著,稳固了其在汇冠内部盈利主力的地位。同时,恒峰信息将帮助汇冠实现智能教育装备与教育信息化的有机结合,通过自身稳定的下游客户渠道,为汇冠股份销售智能终端设备、导入智能教育内容创造有利条件。同时,恒峰信息将为汇冠股份最终实现围绕教育装备、教育信息化、教育内容、教育场景等智能教育服务生态圈奠定基础。

## 5、盈利预测和投资评级

### 5.1、汇冠股份盈利预测

2017 年汇冠股份净利润同比下降 82.28%, 主要原因为: 1) 子公司旺鑫精密净利润大幅下滑; 2) 公司出售子公司旺鑫精密需计提 1.07 亿的商誉减值, 账面亏损约 0.71 亿元; 3) 拼接屏市场增速放缓, 导致子公司广州华欣净利润同比下降 27.7%, 减少约 1770 万元。

汇冠股份已于2017年12月22日完成对旺鑫精密剥离。2017年12月22日，汇冠股份公告已完成旺鑫精密92%股权转让，目前已不再持有旺鑫精密股权。2018年起，汇冠股份的营业收入将来源于恒峰信息、广州华欣、其他子公司和汇冠母公司。

**2018-2020年,预计公司收入和净利润将会出现显著增长,主要原因为:**

1) 子公司恒峰信息盈利水平提升,三盛集团在福建等地的政府资源优势,将有助于恒峰信息的区域拓展,预计恒峰信息将超额完成业绩承诺;2) 旺鑫精密成功剥离,由于其商誉减值对公司净利润带来的负面影响不复存在;3) 出售旺鑫精密将公司带来货币资金约9亿元,投资收益有望显著增加;4) 广州华欣作为教育信息化硬件厂商,受教育信息化设备行业发展速度放缓的影响,预计业务收入将有小幅下降。

**表 8: 汇冠股份各子公司 2016-2020 年收入预测 (单位: 百万元)**

子公司收入	2016	2017	2018E	2019E	2020E
旺鑫精密	1379.0	627.0	0.0	0.0	0.0
恒峰信息	221.8	288.8	375.4	380.0	384.0
广州华欣	227.0	234.5	218.0	203.0	186.0
其他子公司	63.0	75.0	85.0	90.0	100.0
汇冠母公司	50.7	19.5	100.0	120.0	150.0

资料来源:公司公告、光大证券研究所预测 注:旺鑫精密2014年7月-2017年12月起并表,恒峰信息自2017年1月1日起并表。

**表 9: 汇冠股份各子公司 2016-2020 年并表收入预测 (单位: 百万元)**

并表收入	2016	2017	2018E	2019E	2020E
旺鑫精密	1379.0	627.0	0.0	0.0	0.0
恒峰信息	0.0	288.8	375.4	380.0	384.0
广州华欣	227.0	234.5	218.0	203.0	186.0
其他子公司	63.0	75.0	85.0	90.0	100.0
汇冠母公司	50.7	19.5	100.0	120.0	150.0

资料来源:公司公告、光大证券研究所预测

**表 10: 汇冠股份主要子公司业绩承诺 (单位: 百万元)**

业绩承诺	2015	2016	2017E	2018E	2019E
旺鑫精密	115.0	140.0			
恒峰信息		52.0	65.0	81.0	

资料来源:公司公告、光大证券研究所

**表 11: 汇冠股份各子公司 2016-2020 年净利润预测 (单位: 百万元)**

子公司净利润	2016	2017	2018E	2019E	2020E
旺鑫精密	116.0	23.3	0.0	0.0	0.0
恒峰信息	55.0	66.4	82.0	83.0	83.0
广州华欣	64.0	46.3	41.0	40.0	37.0
其他子公司	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
汇冠母公司	-14.6	12.1	24.0	30.0	42.0

资料来源:公司公告、光大证券研究所预测

表 12: 汇冠股份各子公司 2016-2020 年并表净利润预测 (单位: 百万元)

并表净利润	2016	2017	2018E	2019E	2020E
旺鑫精密	106.7	21.4	0.0	0.0	0.0
恒峰信息		66.4	82.0	83.0	83.0
广州华欣	38.4	37.1	37.3	36.4	33.7
其他子公司	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
汇冠母公司	-14.6	12.1	24.0	30.0	42.0

资料来源: 公司公告、光大证券研究所预测 注: 2017 年, 旺鑫精密计提商誉减值影响合并报表净利润

我们经财务模型测算得出 2018~2020 年营业收入为 7.78、7.93、8.20 亿元, 2018~2020 年净利润为 1.44、1.50、1.60 亿元, 对应 18~20 年 EPS 为 0.58、0.60、0.64 元。

表 13: 汇冠 2018-2020 年盈利预测 (单位: 百万元)

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,696.18	1,298.95	778.07	792.86	819.81
营业收入增长率	3.70%	-23.42%	-40.10%	1.90%	3.40%
净利润(百万元)	125.70	22.28	144.43	150.44	159.74
净利润增长率	-212.77%	-82.28%	548.31%	4.16%	6.18%
EPS(元)	0.41	0.09	0.58	0.60	0.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.66%	0.94%	3.92%	3.93%	4.00%
P/E	35	199	31	30	28

资料来源: 公司公告、光大证券研究所预测

## 5.2、估值分析和投资评级

### 5.2.1、相对估值

目前三盛集团、和君商学、汇冠高管已实现深度利益绑定。和君商学在教育产业积淀深厚, 目前汇冠股份在手现金约 6 亿元, 在不考虑未来外延并购的情况下, 我们预计汇冠股份 2018~20 年营业收入为 7.78、7.93、8.20 亿元, 2018~20 年净利润为 1.44、1.50、1.60 亿元, 对应 18~20 年 EPS 为 0.58、0.60、0.64 元。结合公司的销售模式和业务范围, 我们选择了教育及企业信息化服务领域的 5 家 A 股上市公司作为估值参考。同时考虑到三盛受让股权价为 24.83 元/股, 且目前 A 股可比公司 18/19 年 PE 为 44x/31x。我们给予汇冠股份 25.00 元目标价 (18 年 PE 约 42x), 首次覆盖给予买入评级。

表 14: A 股可比公司 PE 列表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
视源股份	002841.SZ	348	85.46	1.83	1.74	2.37	3.27	47	49	36	26
佳发安泰	300559.SZ	44	60.50	1.09	1.02	1.45	1.99	56	59	42	30
银江股份	300020.SZ	76	11.57	0.23	0.24	0.32	0.42	50	48	36	28
万达信息	300168.SZ	177	17.17	0.23	0.3	0.37	0.63	75	57	46	27
卫宁健康	300253.SZ	194	12.05	0.58	0.15	0.2	0.27	21	80	60	45
平均								<b>50</b>	<b>59</b>	<b>44</b>	<b>31</b>
汇冠股份	300282.SZ	44	17.83	0.41	0.09	0.58	0.6	35	200	31	30

数据来源: Wind、光大证券研究所 注: 汇冠股份、视源股份数据为光大证券研究所预测, 其余为万得一致预测, 股价为 2018 年 4 月 12 日收盘价

### 5.2.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 5%；
- 2、税率：假设公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，预测公司未来税率为 30.00%。

**表 15：汇冠股份绝对估值关键假设**

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	5.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta$ (levered)	0.37
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	6.18%
税率	30.00%
Kd	2.80%
Ve	4104.17
Vd	88
目标资本结构	2.10%
WACC	6.11%

资料来源：光大证券研究所预测

**表 16：汇冠股份 FCFE 估值结果**

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	757.24	11.38%
第二阶段	114.23	1.72%
第三阶段（终值）	5782.66	86.90%
企业价值 AEV	6654.13	100.00%
加：非经营性净资产价值	(96.42)	-1.45%
减：少数股东权益（市值）	36.36	-0.55%
减：债务价值	87.87	-1.32%
总股本价值	6433.48	96.68%
股本（百万股）	249.54	
每股价值（元）	25.78	
PE（隐含）	44.54	
PE（动态）	30.75	

资料来源：光大证券研究所预测

**表 17：敏感性测试结果**

长期增长率	4.50%	5.00%	5.50%
WACC	5.61%	6.11%	6.61%
	26.99	47.15	65.58
	18.48	25.78	44.90
	14.03	17.66	24.56

资料来源：光大证券研究所预测



表 18: 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	25.78	14.03~65.58	贴现率 $\pm 0.5\%$ , 长期增长率 $\pm 0.5\%$
APV	25.31	13.52~68.93	贴现率 $\pm 0.5\%$ , 长期增长率 $\pm 0.5\%$

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值结果, 汇冠股份的估值区间为 25.31~25.78。

### 5.3、估值结论和投资评级

上述估值方法中, 相对估值法给予公司 2018 年 42 倍 PE, 对应股价为 25.00 元; 绝对估值法 FCFF 计算出公司股价为 25.78 元。综合两种估值方法, 我们给予公司目标价 25.00 元, 首次给予“买入”评级。

## 6、风险提示

**经营管理风险。**三盛集团对汇冠股份控股, 将对汇冠股份组织架构和管理模式进行调整, 存在影响汇冠股份短期管理效率和经营业绩的可能。同时, 汇冠股份拥有恒峰信息、华欣电子等多家子公司, 有一定的管理和整合难度, 存在因经营整合不当影响公司整体业绩表现的风险。

**竞争加剧风险。**公司的触摸屏、电子白板等教育信息化装备业务, 市场竞争较为激烈, 存在市场竞争加剧带来产品价格下降, 影响公司盈利能力的风险。

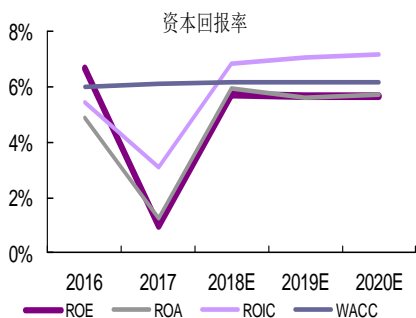
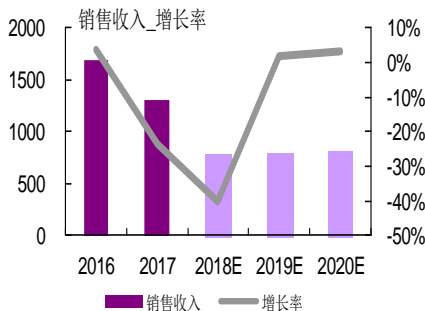
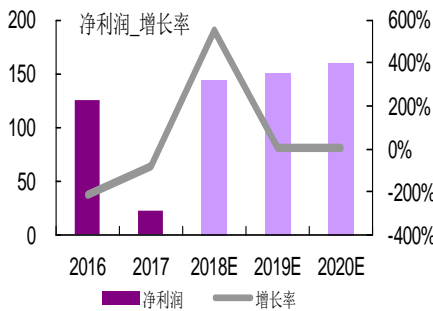
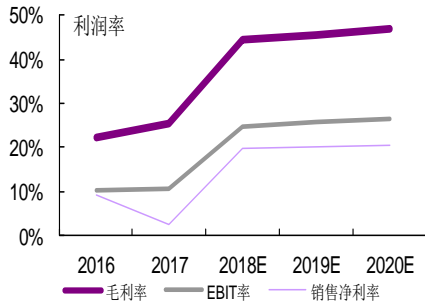
**业务拓展不及预期的风险。**剥离旺鑫精密后, 公司聚焦教育信息化行业, 将通过业务拓展完善教育信息化布局, 子公司恒峰信息计划开拓广西、海南、内蒙古等市场, 存在新市场拓展不及预期, 影响公司业绩表现的风险。

## 附：汇冠股份募资情况及重大股权转让情况

表 19：汇冠股份募资情况及重大股权转让情况

预案日	2014-01-15	2014-01-15	2016-07-12	2016-07-12	2017-10-25	2018-01-06
方案进度	实施	实施	实施	实施	实施	预案
方案目的	配套融资	融资收购资产	配套融资	融资收购资产	股权转让	员工持股
<b>基本资料</b>						
发行方式	定向增发	定向增发	定向增发	定向增发	协议转让	通过信托计划从二级市场购买
发行价格 (元/股)	20.12	19.13	28.30	29.50	受让股份平均价格 24.83 元/股, (其中受让和君商学股 权价格 26.72 元/股, 受让深圳福万方股权 价格 20.10 元/股)	
增发上市日收盘价	23.98	25.26	28.16	29.45		
自发行价涨跌幅 (%后复权)	85.34	94.93	-30.67	-33.49		
增发数量(万股)	1,630.88	3,910.84	1,826.86	1,912.54		
预计募集资金总额(亿元)	3.28	7.48	5.17	5.64		不超过 0.5
实际募集总额(亿元)	3.28	7.48	5.17	5.64		
其中: 资产募集金额 (亿元)		7.48		5.64		
其中: 货币募集金额 (亿元)	3.28		5.17			
发行费用(亿元)	0.22		0.18			
实际募资净额(亿元)	3.06	7.48	4.99	5.64		
发行对象	国华人寿 兴证资管 世纪力宏 汇添富基金 财通基金 华安基金	福万方实业 汇众成投资 王文清 陈乃雄 陈有贤	迎睿股权投资 中融基金 天弘基金 前海开源基金	刘胜坤、杨天骄等 14 名自然人 云教投资 上海源美 中广影视 纳兴投资、 杉华股权 杉华创业		董事、高级管理人员: 梁川、高飞、张辉、 海洋、徐楚、管红明 及不超过 14 名其他 员工
认购方式	现金	资产	现金	资产	现金	现金
发行折价率(%)	23.53	27.29	-26.91	-8.86		
实施价格相对基准价 格比例(%)	105.22	100.04	106.52	90.00		
预案价格相对基准价 格比例(%)	90.00	100.04	90.00	90.00		
是否控股股东认购	否	否	否	否		
大股东认购比例(%)						
锁定期	12 个月	福万方实业、汇众成 投资、王文清 36 个 月 陈有贤 12 个月	12 个月	刘胜坤、杨天骄、 沈海红 36 个月 其余对象 12 个月		12 个月

资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,696</b>	<b>1,299</b>	<b>778</b>	<b>793</b>	<b>820</b>
营业成本	1,319	967	433	433	435
折旧和摊销	53	38	49	51	53
营业税费	15	9	5	6	6
销售费用	35	41	39	40	45
管理费用	145	131	102	104	111
财务费用	2	15	-1	-8	-11
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	-71	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>177</b>	<b>52</b>	<b>197</b>	<b>219</b>	<b>234</b>
<b>利润总额</b>	<b>187</b>	<b>57</b>	<b>206</b>	<b>232</b>	<b>250</b>
少数股东损益	34	11	10	10	10
<b>归属母公司净利润</b>	<b>125.70</b>	<b>22.28</b>	<b>144.29</b>	<b>150.36</b>	<b>159.67</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>3,256</b>	<b>2,607</b>	<b>2,593</b>	<b>2,844</b>	<b>2,959</b>
流动资产	1,440	939	1,027	1,291	1,420
货币资金	361	616	893	1,158	1,285
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	425	206	120	122	127
应收票据	156	0	0	0	0
其他应收款	17	12	9	9	9
存货	318	37	-3	-6	-10
可供出售投资	3	19	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	48	5	5	5	5
固定资产	316	62	44	34	21
无形资产	92	77	68	60	53
<b>总负债</b>	<b>1,300</b>	<b>230</b>	<b>62</b>	<b>152</b>	<b>98</b>
无息负债	1,080	142	62	153	98
有息负债	221	88	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1,956</b>	<b>2,377</b>	<b>2,531</b>	<b>2,692</b>	<b>2,861</b>
股本	240	250	250	250	250
公积金	1,579	2,023	2,038	2,053	2,069
未分配利润	69	92	222	357	501
少数股东权益	67	12	22	32	42

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>159</b>	<b>-41</b>	<b>320</b>	<b>291</b>	<b>151</b>
净利润	126	22	144	150	160
折旧摊销	53	38	49	51	53
净营运资金增加	-13	-60	-427	-82	72
其他	-7	-41	554	172	-135
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-152</b>	<b>-90</b>	<b>48</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>
净资本支出	-85	-115	-33	-40	-40
长期投资变化	48	5	0	0	0
其他资产变化	-114	20	81	5	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>39</b>	<b>477</b>	<b>-91</b>	<b>8</b>	<b>11</b>
股本变化	10	10	0	0	0
债务净变化	41	-133	-88	0	0
无息负债变化	376	-938	-80	91	-55
<b>净现金流</b>	<b>51</b>	<b>339</b>	<b>277</b>	<b>265</b>	<b>127</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	3.70%	-23.42%	-40.10%	1.90%	3.40%
净利润增长率	-212.77%	-82.28%	547.64%	4.21%	6.19%
EBITDA 增长率	-1201.11%	-23.38%	38.31%	6.65%	5.47%
EBIT 增长率	-358.59%	-21.93%	40.49%	7.38%	5.71%
<b>估值指标</b>					
PE	35	200	31	30	28
PB	3	3	6	6	5
EV/EBITDA	23	27	17	15	14
EV/EBIT	30	34	21	19	17
EV/NOPLAT	35	59	28	27	26
EV/Sales	3	4	5	5	5
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	22.26%	25.59%	44.37%	45.41%	46.89%
EBITDA 率	13.39%	13.40%	30.94%	32.38%	33.03%
EBIT 率	10.29%	10.49%	24.61%	25.93%	26.51%
税前净利润率	11.04%	4.39%	26.44%	29.31%	30.43%
税后净利润率 (归属母公司)	7.41%	1.72%	18.54%	18.96%	19.48%
ROA	4.91%	1.26%	5.95%	5.64%	5.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.66%	0.94%	5.75%	5.65%	5.66%
经营性 ROIC	5.46%	3.07%	6.84%	7.08%	7.17%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.16	4.21	17.26	8.58	14.85
速动比率	0.91	4.04	17.30	8.62	14.95
归属母公司权益/有息债务	8.55	26.91	-	-	-
有形资产/有息债务	8.47	20.72	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.50	0.09	0.58	0.60	0.64
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.64	-0.16	1.28	1.17	0.60
每股自由现金流(FCFF)	0.55	0.31	2.38	0.96	0.38
每股净资产	7.57	9.48	10.05	10.66	11.30
每股销售收入	6.80	5.21	3.12	3.18	3.29

资料来源：光大证券、上市公司

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
丁梅		021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
徐又丰		021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
陈樑		021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部		谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	