

文化长城 (300089)

全资收购水晶球教育，助力二次腾飞 暂不评级

投资要点

事件：

长城集团拟以发行股份及支付现金的方式收购交易对方合计持有的水晶球教育 100% 股权。其中以现金支付 30,000.00 万元，剩余 70,000.00 万元以发行股份的方式支付。同时，长城集团拟向汇泉投资、德邨 62 号、德邨 63 号及德邨 64 号共计 4 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，用以支付本次交易的现金对价、中介机构费用、补充流动资金及偿还银行贷款，拟募集配套资金的数额为 52,800.00 万元，不超过拟购买资产交易价格的 100%。

点评：

■ **外需疲弱，行业竞争激烈，陶瓷主业增长乏力：**公司陶瓷产品以外销为主，海外营收占比达 89%。金融危机后，外围经济需求不振，整体陶瓷行业出口有所下降。此外，陶瓷行业进入门槛较低，艺术陶瓷市场竞争愈发激烈，行业呈现低价倾销等不良竞争迹象，公司毛利率近几年有下滑迹象。为打开国内销售渠道，公司新开门店，扩大销售团队，增加运营资金，期间费用大增，净利率承压。

■ **在线教育行业空间巨大，政策催化行业快速成长：**我国教育呈现整体提供不足，城乡差距较大等特点。中国教育市场规模保守估计在 1 万亿左右，预计未来将继续保持 15% 的复合增长率。教育部着力布局未来 10 年教育信息化事业，利好政策频现。在线教育行业充分受益政策红利，增速快于传统教育，预计 2015 年市场规模至少达到 1200 亿元，未来三年有望保持 20% 的增速。

■ **水晶球教育专注智慧校园整体解决方案，盈利能力强劲，有望保持高速发展。**水晶球教育利用人机交互领域核心技术，为学校等教育行业客户提供智慧校园软硬件产品或整体解决方案，政策受益明显。公司营收保持快速增长，2014 年同比增长 60% 以上，2015 年 1-4 月同比增长 107%。此外，水晶球教育坚持自主创新，产品在业界形成了良好的知名度，具有较强的议价能力；同时项目管理能力逐步增强，研发进度掌控合理，整体毛利率逐步提高至 49.25%。

■ **做大做强在线教育产业链，打造公司第二增长极。**水晶球教育将利用现有产品和渠道优势，拓展新产品，全国规模化复制经营。同时，水晶球教育拟打造云教育平台，为长城集团提供整体的教育应用开发环境，作为长城集团未来教育信息化发展的基础云平台；另一方面，拟将业务触角延伸至互联网教育，拓展校园之外的线上用户。此外，公司将进行外延式扩张，以水晶球教育、联讯教育的现有业务为基础，通过收购方式逐步涉足教育信息化中的互联网平台、内容等子领域，完善公司教育信息化的产业链并形成协同效应。

■ **盈利预测：**水晶球教育 2015-2017 年业绩承诺分别为 7500 万、9750 万、12675 万，收购后公司盈利能力大幅提升。在线教育行业空间大，增长速度快，公司转型信心坚定。未来公司将以水晶球教育、联讯教育为基础，以外延并购方式做大做强产业链。公司停牌期间经历了市场大幅调整，复牌后补跌不可避免，但暴跌有可能提供合适买点，暂不给予评级，建议积极关注。

■ **风险提示：**并购事项审批不通过；水晶球教育营收不达预期。

2015 年 9 月 23 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

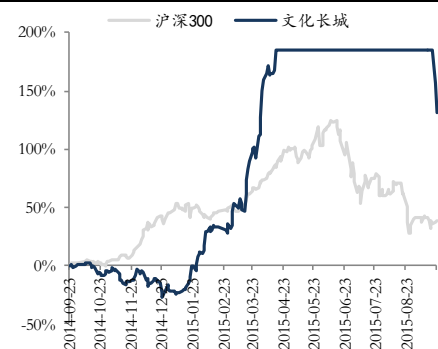
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	27.54
一年最低价/最高价	10.81/36.85
市净率	5.19
流通市值 (亿)	26.47

基础数据

每股净资产	5.30
资产负债率	31.62
总股本 (百万股)	150.00
流通股 A 股 (百万股)	86.51

1. 事件：长城集团全资收购水晶球教育

长城集团拟以发行股份及支付现金的方式收购交易对方合计持有的水晶球教育 100% 股权。其中以现金支付 30,000.00 万元，剩余 70,000.00 万元以发行股份的方式支付。同时，长城集团拟向汇泉投资、德邨 62 号、德邨 63 号及德邨 64 号共计 4 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，用以支付本次交易的现金对价、中介机构费用、补充流动资金及偿还银行贷款，拟募集配套资金的数额为 52,800.00 万元，不超过拟购买资产交易价格的 100%。

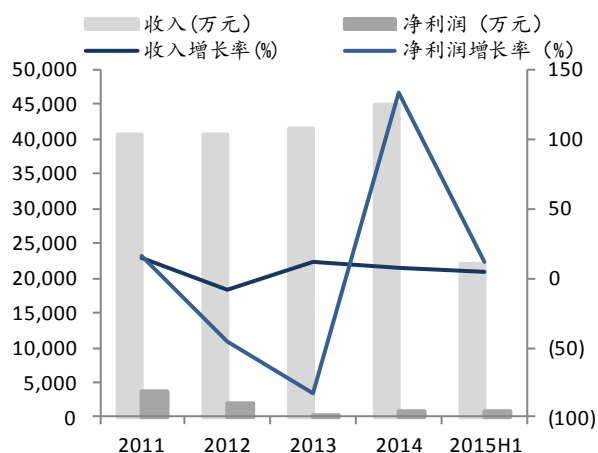
2. 点评

2.1. 外需疲弱，行业竞争激烈，主营增长乏力

外围经济疲弱，外需不振。公司是国内艺术陶瓷行业龙头企业。公司产品以外销为主，海外营收占比达 89%。金融危机后，外围经济需求不振，整体陶瓷行业出口有所下降。公司国内经销商渠道布局较晚，出口转内销放量尚需时日。公司营收增速从 2011 年的 14.23% 下降至 2015 年上半年的 3.96%。

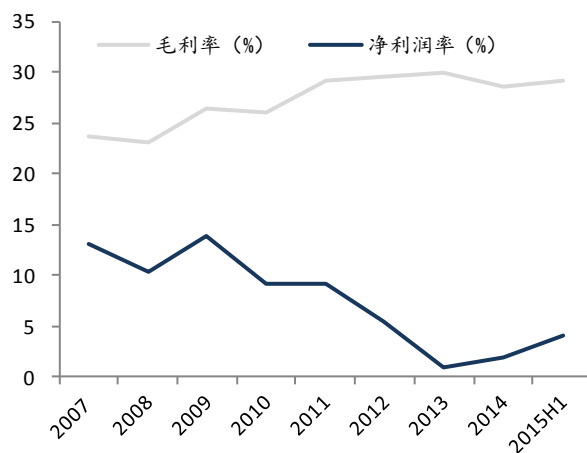
行业竞争激烈，业绩承压。陶瓷行业进入门槛较低，企业数量众多。2012 年末、2013 年末和 2014 年末，园林、陈设艺术及其他陶瓷制品制造企业数量分别为 176 家、273 家和 427 家，呈快速增长趋势。艺术陶瓷市场竞争愈发激烈，行业呈现竞争无序、低价倾销等不良发展迹象，公司毛利率近几年有下滑迹象。为打开国内销售渠道，公司新开多家直营店及联营店并增加了销售团队规模，同时公司为了保证经营活动所需资金增加了短期借款，导致期间费用大幅增加，净利率承压。

图表 1：公司营收和净利润情况



资料来源：WIND，东吴证券研究所

图表 2：公司毛利率与净利率情况

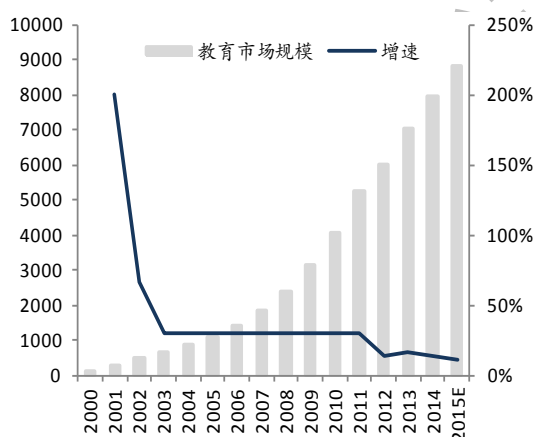


资料来源：WIND，东吴证券研究所

2.2. 收购水晶球教育，布局第二主业

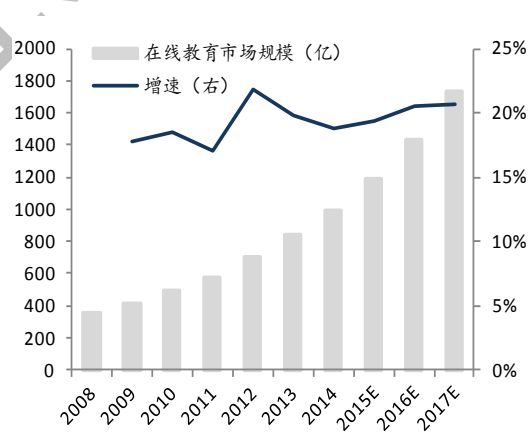
在线教育行业空间巨大，政策催化行业快速成长。教育是经济增长的长期动力，我国教育服务主要由政府提供。目前呈现整体提供不足，城乡差距较大等特点。我国学龄人口中接受各类收费教育培训的比例大约在20%一下，远低于韩国（45%）等发达国家。中国教育市场规模保守估计在1万亿左右，预计将继续保持15%的复合增长率。在线教育相比传统教育具有成本低、方便快捷、学习效率高等特点，因此2012年教育部印发《教育信息化十年发展规划（2011-2020年）》着力布局未来10年教育信息化。此后，教育部每年都会制定年度教育信息化工作要点。在线教育行业充分受益政策红利，行业空间迅速打开，预计2015年市场规模至少达到1200亿元，未来三年保持20%的增速。

图表 3: 中国教育培训市场规模



资料来源：《2014年中国教育市场发展报告》，东吴证券研究所

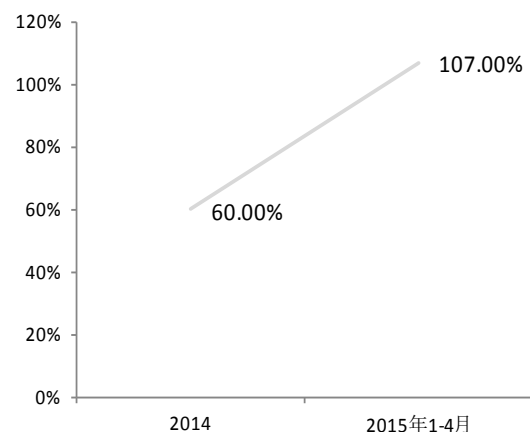
图表 4: 在线教育市场规模



资料来源：《2014年中国教育市场发展报告》，东吴证券研究所

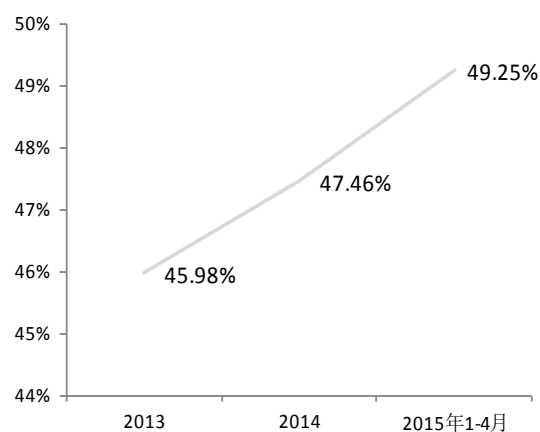
水晶球教育专注智慧校园整体解决方案，盈利能力强劲，有望保持高速发展。在线教育产业链分为软硬件供应商、内容提供商、平台运营商和整体解决方案提供商。现阶段，教育信息化的首要任务是“三通两平台”的建设。“三通两平台”建设需要学校进行智慧校园建设，铺设相关的硬件基础设施，实现互联网的接通、多媒体教学环境的建设，并构建包括教学、教务管理、学生管理等功能的集成平台。水晶球教育利用其在人机交互领域的核心技术，为学校等教育行业客户提供相关智慧校园软硬件产品或整体解决方案，政策受益明显。公司营收保持快速增长，2014年同比增长60%以上，2015年1-4月同比增长107%。此外，水晶球教育坚持自主创新，产品在业界形成了良好的口碑和知名度，具有较强的议价能力；同时项目管理能力逐步增强，研发进度掌控合理，整体毛利率逐步提高至49.25%。

图表 5: 水晶球教育营收增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 水晶球教育毛利率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

做大做强在线教育产业链, 打造公司第二增长极。水晶球教育未来将以人机交互技术为基础, 在原有教育信息化应用产品的基础上开发新产品, 实现现有市场的纵深发展; 充分利用现有软硬件产品在研发设计、市场营销等方面的竞争优势, 开拓全国市场, 通过多产品系列所产生的协同性和流程设计的可复制性实现业务的规模效应。同时, 水晶球教育拟打造云教育平台, 为长城集团提供整体的教育应用开发环境, 作为长城集团未来教育信息化发展的基础云平台; 另一方面, 拟将业务触角延伸至互联网教育, 拓展校园之外的线上用户。面向终端用户提供平台运营服务, 建立多样化、可持续的商业模式。此外, 公司将积极、有序、理性地进行外延式扩张, 以水晶球教育、联讯教育的现有教育业务为基础, 通过收购方式逐步涉足教育信息化中的互联网平台、内容等子领域, 完善公司教育信息化的产业链并形成协同效应。

3. 盈利预测

水晶球教育 2015-2017 年业绩承诺分别为 7500 万、9750 万、12675 万, 收购后公司盈利能力大幅提升。在线教育行业空间大, 增长速度快, 公司转型信心坚定。未来公司将以水晶球教育、联讯教育为基础, 以外延并购方式做大做强产业链。公司停牌期间经历了市场大幅调整, 复牌后补跌不可避免, 但暴跌有可能提供合适买点, 暂不给予评级, 建议积极关注。

4. 风险提示

并购事项存在不确定性; 水晶球教育营收不达预期

图表 7: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	641.4	682.6	1638.0	1767.7	营业收入	448.6	466.4	862.3	994.4
现金	330.5	348.3	1047.4	1090.9	营业成本	319.9	331.1	547.1	626.4
应收款项	182.0	191.7	378.0	435.9	营业税金及附加	4.1	4.3	7.3	8.5
存货	95.1	99.8	149.9	171.6	营业费用	42.2	39.2	47.3	59.7
其他	33.8	42.9	62.7	69.3	管理费用	57.5	67.6	130.3	147.5
非流动资产	521.9	505.4	1476.6	1543.5	财务费用	13.1	17.0	2.8	-4.4
长期股权投资	31.4	31.4	70.6	70.6	投资净收益	-6.9	0.0	-0.5	1.0
固定资产	168.8	167.3	283.5	368.6	其他	4.4	14.9	13.2	13.2
无形资产	298.8	283.9	346.6	328.3	营业利润	9.4	22.1	140.1	171.0
其他	22.8	22.8	775.9	775.9	营业外净收支	5.1	-2.0	8.0	8.0
资产总计	1163.4	1188.1	3114.6	3311.2	利润总额	14.5	20.1	148.1	179.0
流动负债	373.2	386.8	934.5	1023.7	所得税费用	6.1	3.0	29.6	35.8
短期借款	340.0	350.0	350.0	350.0	少数股东损益	0.0	0.6	4.1	5.0
应付账款	13.7	18.1	89.9	103.0	归属母公司净利润	8.4	16.5	114.4	138.2
其他	19.5	18.6	494.6	570.8	EBIT	30.6	39.1	148.4	170.6
非流动负债	0.3	0.3	10.7	10.7	EBITDA	47.1	65.6	182.4	210.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
其他	0.3	0.3	10.7	10.7	每股收益(元)	0.06	0.11	0.57	0.69
负债总计	373.5	387.1	945.2	1034.4	每股净资产(元)	5.27	5.34	10.75	11.27
少数股东权益	0.0	0.4	3.1	6.8	发行在外股份(百万股)	150.0	150.0	201.4	201.4
归属母公司股东权益	789.9	800.6	2166.4	2270.0	ROIC(%)	1.7%	3.1%	6.6%	7.5%
负债和股东权益总计	1163.4	1188.1	3114.6	3311.2	ROE(%)	1.1%	2.1%	5.3%	6.1%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	27.8%	28.1%	35.7%	36.2%
经营活动现金流	44.0	24.0	276.8	190.8	EBIT Margin(%)	6.8%	8.4%	17.2%	17.2%
投资活动现金流	-205.4	-10.4	-109.7	-112.8	销售净利率(%)	1.9%	3.5%	13.3%	13.9%
筹资活动现金流	81.3	4.2	516.5	-34.6	资产负债率(%)	32.1%	32.6%	30.3%	31.2%
现金净增加额	-79.7	17.8	683.6	43.4	收入增长率(%)	8.0%	4.0%	84.9%	15.3%
折旧和摊销	16.5	26.5	34.0	40.1	净利润增长率(%)	133.4%	96.4%	593.0%	20.8%
资本开支	-43.9	-10.4	-109.8	-112.8	P/E	491.63	250.3	48.5	40.14
营运资本变动	24.7	-19.5	120.4	3.7	P/B	5.22	5.16	2.56	2.44
企业自由现金流	27.7	29.9	163.3	67.6	EV/EBITDA	95.56	68.86	32.96	28.94

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

