

2016年02月17日

文化长城 (300089.SZ)

定增收购联讯教育 80% 股权，战略布局教育信息化行业

■ **发行股份+支付现金购买联讯教育 80% 股权**，2月15日公告，公司拟向许高镭等6名联讯教育股东以增发+现金购买其80%股权，并募集配套资金。①发行股份+支付现金购买资产：资产作价5.76亿，现金支付40%（合计2.30亿），增发支付60%（32.23元/股发行1072.29万股）；②募集配套资金：向5名特定投资者募集4.95亿（用于支付本次交易对价2.30亿及补充流动资金2.47亿）。联讯教育2015/16/17/18年业绩承诺分别为2500万/6000万/7800万/1亿。

■ **联讯教育：行业领先的教育信息化服务提供商**，经过多年发展，联讯教育已建成国内较为完善的K12教育、职业教育信息化服务平台，具体来看：1、自主研发设计教育信息化服务应用设备，先后成为广东电信、广西电信等基础运营商校园业务省级合作伙伴，微信公众号“教育云服务平台”已覆盖华南、华中、华东等多个省份；2、为中职、技工等职业院校提供职业教育实训室综合解决方案，目前已完成并正在进行多所职业院校的实训室综合建设项目，包括粤德合作阳江职业教育与培训基地等。联讯教育2013/14/15年1-10月营收分别为7605.57万/1.01亿/5924.76万，归母净利分别为508.51万/116.64万/1645.88万。

■ **战略布局教育信息化行业，逐步构建文化长城教育产业生态圈**。第一、收购完成后公司主业由单一艺术陶瓷业务向艺术陶瓷业务+教育产业“双轮驱动”双主业模式转变；第二、以“联讯教育信息化平台”为入口，夯实教育产业生态圈建设，有利于依托联讯教育云服务平台的软硬件支持和教育领域的积累以及文化长城的管理水平、资本运作能力，全面提升公司综合竞争力；第三、开启新一轮教育产业投资布局，未来公司将通过投资、并购等多种手段，进一步选择符合长期发展的教育相关领域资产，快速实现文化长城教育产业生态圈的战略布局。

■ **上调盈利预测，维持买入-A评级**。公司已由单一的陶瓷业务向艺术陶瓷业务+教育信息化业务“双轮驱动”双主业模式转变，或将形成“传统文化”与“新文化”协同发展局面。假设本次定增2016年完成，暂不考虑配套融资，公司总股本变为1.61亿股，参考联讯教育业绩贡献，预计公司15-17年EPS分别为0.09元、0.48元、0.64元，对应当前股价PE分别为445倍、83倍、62倍。

■ **风险提示**：联讯教育面临技术创新、业绩下滑等风险

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	415.4	448.6	466.6	741.4	889.0
净利润	3.6	8.4	13.3	77.2	102.6
每股收益(元)	0.02	0.06	0.09	0.48	0.64
每股净资产(元)	5.21	5.27	5.34	5.45	5.95

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	1,647.2	705.7	444.7	82.5	62.1
市净率(倍)	7.6	7.5	7.4	7.3	6.6
净利润率	0.9%	1.9%	2.9%	10.4%	11.5%
净资产收益率	0.5%	1.1%	1.7%	8.8%	10.7%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
ROIC	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

其他轻工

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**47.00元**
股价(2016-02-16) **39.53元**

交易数据

总市值(百万元)	5,929.50
流通市值(百万元)	3,419.63
总股本(百万股)	150.00
流通股本(百万股)	86.51
12个月价格区间	18.82/42.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.21	69.63	77.13
绝对收益	0.0	50.88	102.19

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

张璐芳

报告联系人

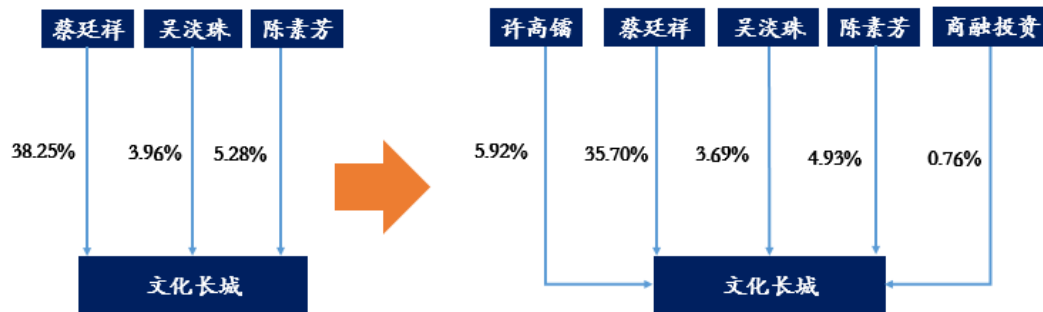
zhanglf2@essence.com.cn
021-68766135

相关报告

文化长城：收购水晶球教育，切入教育信息化产业 2015-09-29

发行股份+支付现金购买联讯教育 80%股权，2月15日，公司公告，公司拟向许高镭等6名联讯教育股东以增发+现金购买其80%股权，并募集配套资金。①收购资产：发行股份+支付现金购买资产：资产作价5.76亿，现金支付40%（合计2.30亿），增发支付60%（32.23元/股发行1072.29万股，总价3.46亿）；②募集配套资金：向5名特定投资者募集总金额4.95亿（用于用于支付本次交易对价2.30亿及补充流动资金2.47亿）。联讯教育2015/16/17/18年业绩承诺分别为2500万/6000万/7800万/1亿。

图 1：定增前后公司股权变化图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

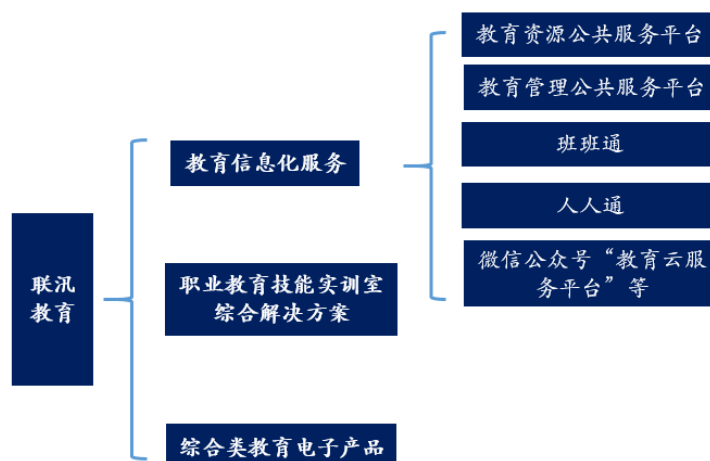
表 1：募集配套资金概用途

序号	项目	拟投入募集资金 (万元)
1	支付本次交易现金对价	23040
2	本次交易中中介机构相关费用	1686.7
3	补充标的公司和上市公司流动资金	24723.3
合计		49450

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

联讯教育：行业领先的教育信息化服务提供商，联讯教育主要业务为综合应用移动通信、物联网、互联网、云计算、大数据等新技术，为 K12 教育、职业教育提供教育信息化服务，同时为职业院校实训室提供综合解决方案。**联讯教育产品和服务主要集中在 K12 教育和职业教育两大细分领域**，经过多年发展联讯教育已建成国内较为完善的 K12 教育、职业教育信息化服务平台，在市场上具有较大影响力，**具体来看：1、K12 教育、职业教育的信息化服务**，联讯教育自主研发设计教育信息化服务应用设备，构建教育信息化服务平台，为 K12 教育、职业院校师生提供便捷高效的教育信息服务。先后成为广东电信、广西电信等基础运营商校园业务省级合作伙伴，微信公众号“教育云服务平台”已覆盖华南、华中、华东等多个省份；**2、职业教育实训室综合解决方案**，联讯教育为中职、技工等职业院校提供当前企业技术人才培养最需要的职业教育实训室综合解决方案（覆盖工业设计、数控加工、模具制造、等热门职业教育工种），目前已完成并正在进行多所职业院校的实训室综合建设项目，包括粤德合作阳江职业教育与培训基地等。

图 2：联讯教育为行业领先的教育信息化服务提供商



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

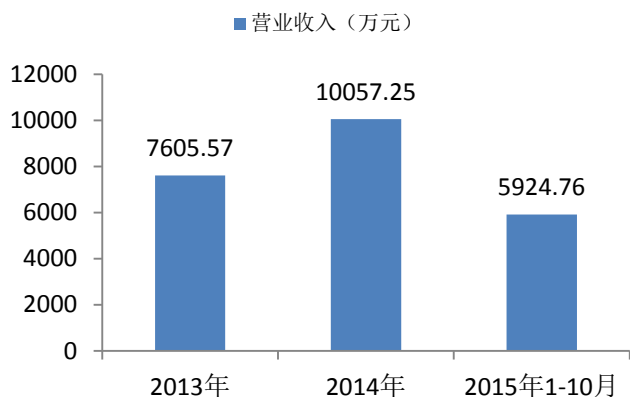
表 2：联讯教育主要产品或服务的用途

服务类型	服务内容	服务对象	具体产品
教育信息化服务	为中小学和职业院校提供“三通两平台”的教育信息化服务，同时对相关软硬件调试、数据割接、运行监控、后续维护等进行服务，并结合业务运营推广的实际需求进行功能性升级	K12 教育阶段的中小学校及职业院校	教育资源公共服务平台、教育管理公共服务平台、班班通、人人通、微信公众号
职业教育技能实训室综合解决方案	针对职业院校对技能实训室建设的实际需求，结合职业技能实际情况，进行实训室综合解决方案的设计、研发、实施和维护，满足职业院校对实训室的各项要求	职业院校	实训室综合解决方案及配套软硬件设备、定制化校园信息系统
综合类教育电子产品	销售与教育信息化服务过程相关的电子产品	K12 教育阶段的中小学校及职业院校	包括手机、电脑、存储器、服务器等

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

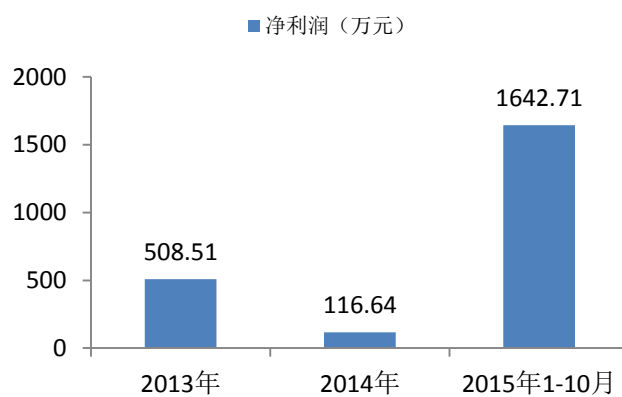
财务方面，联讯教育 2013/14/15 年 1-10 月营收分别为 7605.57 万/1.01 亿/5924.76 万，归母净利分别为 508.51 万/116.64 万/1645.88 万（14 年确认股份支付费用 839.4 万，若除去该部分影响，联讯教育 14 年净利同比增长 88.01%）。2015 年联讯教育 100% 股权对应 PE 为 12 倍，低于可比同行上市公司交易案例 17.08 倍的平均市盈率。

图 3：2015 年 1-10 月联讯营收 5924.76 万



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：2015 年 1-10 月联讯归母净利 1645.88 万



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

战略布局教育信息化行业，逐步构建文化长城教育产业生态圈，公司主业为陶瓷产品的研发制造，近年来积极寻求转型战略。15 年初，公司投资广东联讯教育切入教育信息化领域，本次交易完成后，联讯教育将成为文化长城全资子公司，公司正式涉足教育领域。具体来看，第一、实现艺术陶瓷+教育产业“双轮驱动”，收购完成后公司主业由单一艺术陶瓷业务向艺

术陶瓷业务+教育产业“双轮驱动”双主业模式转变；**第二、以“联讯教育信息化平台”为入口，夯实教育产业生态圈建设**，本次交易不仅给公司注入优质资产，也有利于依托联讯教育云服务平台的软硬件支持和教育领域的积累以及文化长城的管理水平、资本运作能力以及，全面提升公司综合竞争力；**第三、开启新一轮教育产业投资布局**，未来公司将通过投资、并购等多种手段，进一步选择符合长期发展的教育相关领域资产，快速实现文化长城教育产业生态圈的战略布局。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	415.4	448.6	466.6	741.4	889.0	成长性					
减:营业成本	290.4	319.9	333.6	473.8	559.7	营业收入增长率	11.9%	8.0%	4.0%	58.9%	19.9%
营业税费	3.3	4.1	4.2	6.7	8.2	营业利润增长率	-75.1%	177.5%	100.8%	426.7%	37.3%
销售费用	46.2	42.2	44.3	70.4	84.7	净利润增长率	-82.4%	133.4%	58.7%	478.8%	32.9%
管理费用	53.9	51.8	53.7	80.1	88.9	EBITDA 增长率	23.7%	23.7%	13.4%	176.9%	29.8%
财务费用	15.2	13.1	8.7	6.7	6.3	EBIT 增长率	19.2%	21.0%	22.6%	284.3%	34.5%
资产减值损失	3.0	1.3	1.0	1.8	1.3	NOPLAT 增长率	-46.7%	138.7%	58.4%	284.3%	34.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	59.9%	31.0%	-1.3%	36.9%	-15.7%
投资和汇兑收益	-	-6.9	-2.3	-3.1	-4.1	净资产增长率	0.5%	1.1%	1.5%	9.5%	9.2%
营业利润	3.4	9.4	18.8	98.9	135.7	利润率					
加:营业外净收支	8.9	5.1	-1.0	4.0	1.0	毛利率	30.1%	28.7%	28.5%	36.1%	37.0%
利润总额	12.2	14.5	17.8	102.9	136.7	营业利润率	0.8%	2.1%	4.0%	13.3%	15.3%
减:所得税	8.6	6.1	4.4	25.7	34.2	净利润率	0.9%	1.9%	2.9%	10.4%	11.5%
净利润	3.6	8.4	13.3	77.2	102.6	EBITDA/营业收入	7.6%	8.7%	9.5%	16.5%	17.9%
						EBIT/营业收入	4.5%	5.0%	5.9%	14.2%	16.0%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	115	119	125	74	58
货币资金	412.1	330.5	37.3	59.3	81.1	流动营业资本周转天数	214	214	202	200	197
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	691	552	385	254	255
应收账款	178.5	182.0	152.5	411.6	264.5	应收账款周转天数	137	145	129	137	137
应收票据	-	-	2.6	1.1	1.4	存货周转天数	81	77	81	72	70
预付账款	5.7	6.3	24.1	6.6	29.5	总资产周转天数	910	896	777	489	442
存货	96.4	95.1	113.6	181.3	163.3	投资资本周转天数	407	536	580	430	382
其他流动资产	42.4	27.5	25.7	31.9	28.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.5%	1.1%	1.7%	8.8%	10.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.3%	0.7%	1.6%	6.6%	10.1%
长期股权投资	-	31.4	31.4	31.4	31.4	ROIC	1.5%	2.3%	2.7%	10.6%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	128.5	167.0	157.6	148.2	138.7	销售费用率	11.1%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%
在建工程	4.2	1.8	1.8	1.8	1.8	管理费用率	13.0%	11.5%	11.5%	10.8%	10.0%
无形资产	169.4	298.8	291.6	284.3	277.1	财务费用率	3.6%	2.9%	1.9%	0.9%	0.7%
其他非流动资产	31.5	22.8	12.5	4.0	2.9	三费/营业收入	27.8%	23.8%	22.9%	21.2%	20.2%
资产总额	1,068.8	1,163.4	850.8	1,161.5	1,020.1	偿债能力					
短期债务	240.0	340.0	2.0	10.0	-	资产负债率	26.9%	32.1%	5.8%	24.4%	6.0%
应付账款	32.5	16.0	33.7	42.1	43.9	负债权益比	36.8%	47.3%	6.1%	32.4%	6.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.56	1.72	7.26	9.10	9.25
其他流动负债	14.7	17.1	13.3	24.0	17.6	速动比率	2.22	1.46	4.95	6.72	6.59
长期借款	-	-	-	207.7	-	利息保障倍数	1.22	1.72	3.16	15.75	22.60
其他非流动负债	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	分红指标					
负债总额	287.3	373.5	49.1	283.9	61.7	DPS(元)	-	0.02	0.01	0.08	0.13
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	35.7%	11.9%	15.9%	21.2%
股本	150.0	150.0	150.0	161.0	161.0	股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
留存收益	631.5	639.9	651.6	716.5	797.4						
股东权益	781.5	789.9	801.6	877.5	958.4						
						现金流量表					
							2013	2014	2015E	2016E	2017E
						净利润	3.6	8.4	13.3	77.2	102.6
						加:折旧和摊销	24.4	27.9	16.7	16.7	16.7
						资产减值准备	3.0	1.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	13.7	19.7	8.7	6.7	6.3
						投资损失	-	6.9	2.3	3.1	4.1
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-69.8	12.1	3.3	-284.1	144.8
						经营活动产生现金流量	8.3	44.0	44.3	-180.4	274.5
						投资活动产生现金流量	-211.7	-205.4	10.8	-5.3	-7.0
						融资活动产生现金流量	5.9	81.3	-348.3	207.7	-245.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.02	0.06	0.09	0.48	0.64
						BVPS(元)	5.21	5.27	5.34	5.45	5.95
						PE(X)	1,647.2	705.7	444.7	82.5	62.1
						PB(X)	7.6	7.5	7.4	7.3	6.6
						P/FCF	-30.8	-83.9	-18.8	376.6	140.5
						P/S	14.3	13.2	12.7	8.6	7.2
						EV/EBITDA	40.1	43.8	133.0	53.2	39.5
						CAGR(%)	177.8%	130.2%	-13.3%	177.8%	130.2%
						PEG	9.3	5.4	-33.4	0.5	0.5
						ROIC/WACC	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0
						REP	15.2	10.5	30.3	6.3	7.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034