

文化长城 (300089)

强烈推荐

行业：文化传媒

收购联讯教育，转型迈出关键一步

事件：近日证监会受理文化长城的重大资产重组申请。资产重组的内容为：
(1)以增发+现金购买联讯教育 80%股权，交易作价 5.76 亿，40%现金支付，60%股份支付，发行价 32.23 元/股；(2)向不超过 5 名投资者发行股份募集 4.945 亿配套资金，2.3 亿用于支付交易对价，2.47 亿用于补充流动资金。

投资要点：

- ✦ **联讯教育是立足广东市场的教育信息化服务提供商。**公司已自主研发设计教育信息化服务应用设备，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，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。13/14/15 年 1-10 月净利润为 508.5/116.64/1,660.79 万 (14 年员工股权激励产生 839.4 万成本影响了业绩)，承诺 15-18 年净利润为 0.25/0.6/0.78/1 亿。
- ✦ **教育板块持续布局，转型坚定。**自 2015 年 1 月开始，公司明确提出了“艺术陶瓷+教育”双主业的战略定位，进行了包括收购教育信息化服务商联讯教育、投资 IT 教育公司慧科教育、与天津优势资本联合成立首期规模 20 亿的教育产业并购基金等布局，收购联讯教育使得后续的教育布局具备了软硬件支持，也有助于提升公司教育领域的资本运作能力以及管理水平，预计公司后续将围绕教育产业持续布局。
- ✦ **首次覆盖，强烈推荐。**预计传统业务 16、17 年同比增长 10%，净利润分别为 1157 万/1273 万，若联讯教育完成对赌业绩，则公司 16/17 年备考利润为 0.72 亿，0.91 亿。假设配套融资发行价为 32.23 元/股则总股本增至 1.76 亿，当前市值为 48 亿，16/17 年 PE 为 67/53 倍。参考历史数据，给予传统业务市值 20 亿，给予教育板块 16 年 70 倍 PE，则公司合理市值为 62 亿，目标价为 35.23 元。公司目前股价低于收购资产发行价 32.23 元/股，具备安全边际。
- ✦ **风险提示：**资产重组审批不顺利风险，联讯教育业绩下滑等风险。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	449	444	594	641
收入同比(%)	8%	-1%	34%	8%
归属母公司净利润	8	11	72	91
净利润同比(%)	133%	25%	582%	27%
毛利率(%)	28.7%	29.0%	36.7%	39.5%
ROE(%)	1.1%	1.3%	4.3%	5.2%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.41	0.52
P/E	488.24	390.24	67.16	52.89
P/B	5.19	5.14	2.89	2.74
EV/EBITDA	81	91	33	28

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 35.23

当前股价： 27.35

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	150
流通股本(百万股)	87
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	24
成交量(百万股)	5.36
成交额(百万元)	144.19

股价表现



相关报告

一、交易方案：5.76 亿收购联讯教育 80% 股权，募集配套资金 4.95 亿

公司本次以发行股份及支付现金方式购买联讯教育 80% 股权，交易作价 5.76 亿，标的公司承诺 15-18 年实现净利润 0.25/0.6/0.78/1 亿，16 年市盈率为 12 倍。其中 40% 的交易金额以现金支付，60% 以发行股份的方式支付，发行价格为 32.23 元/股。

表 1 联讯教育净利润

	2015e	2016e	2017e	2018e
净利润 (万)	2500	6000	7800	10000

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 2 发行股份及支付现金购买资产交易方案

交易对方	持股比例	支付方式—现金对价		支付方式—股票对价			合计金额
		金额 (万)	占比	金额 (万)	占比	股份数	
许高镭	42.56%	-	-	30,643.20	53.20%	9,507,663	30,643.20
许高云	18.24%	13,132.80	22.80%	-	-	-	13,132.80
李东英	7.20%	5,184.00	9.00%	-	-	-	5,184.00
雷凡	4.00%	2,880.00	5.00%	-	-	-	2,880.00
彭辉	0.80%	576.00	1.00%	-	-	-	576.00
商融投资	7.20%	1,267.20	2.20%	3,916.80	6.80%	1,215,265	5,184.00
合计	80.00%	23,040.00	40.00%	34,560.00	60.00%	10,722,928	57,600.00

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

当标的公司无法完成业绩承诺时，通过以下方式进行补偿：首先以许高镭因本次发行而持有的文化长城股份进行补偿；许高镭持有的公司股份不足以补偿时，以商融投资因本次发行而持有的股份补偿；仍不足以补偿的，由许高云、雷凡、彭辉、李东英、商融投资以其获得的现金对价为限，以现金方式进行补充补偿。

同时，文化长城拟向不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 49,450 万元，占拟本次收购交易对价的 85.85%，发行价格以询价决定。若本次配套融资不成功，文化长城将自行筹措资金支付现金对价。

表 3 募集资金用途

项目	拟投入募集资金 (万)
支付本次交易现金对价	23,040
本次交易中介机构相关费用	1,686.7
补充标的公司和上市公司流动资金	24,723.3
合计	49,450

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

本次交易完成后，不考虑配套融资，蔡廷祥、吴淡珠将持有上市公司 39.39% 的股份，仍为公司的实际控制人，许高镭持股 5.92% 的股权。

表 4 公司股权结构

股东名称	本次交易前	本次交易后 (不考虑配套融资)
------	-------	-----------------

	持股数 (万)	股权比例	持股数 (万)	股权比例
蔡廷祥	5737.5	38.25%	5737.5	35.70%
吴淡珠	594	3.96%	594	3.69%
其它股东	8668.5	57.79%	8668.5	53.93%
许高镛	-	-	950.7663	5.92%
商融投资	-	-	121.5265	0.76%
合计	15000	100.00%	16072.2928	100.00%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、联讯教育：立足广东市场的教育信息化服务商

联讯教育是主要立足于广东市场，面向 K12 及职业教育领域的教育信息化服务提供商，主要客户来自广东地区的运营商以及教育机构。联讯教育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，联讯教育为中职、技工等职业院校提供职业教育实训室综合解决方案（覆盖工业设计、数控加工、模具制造、等热门领域），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。

业绩增长较快。联讯教育报告期内营业收入分别为 7,605.57 万元、10,057.25 万元和 5,924.76 万元，2014 年较 2013 年增长 32.24%；归属于母公司的净利润分别为 508.51 万元、116.64 万元和 1,645.88 万元，2014 年业绩下滑主要是由于确认股份支付费用的影响，除去该部分影响联讯教育 2014 年净利润较 2013 年增长 88.01%。

业绩增长来自业务结构的优化。公司综合毛利率从 2013 年的 24.32% 提升至 2015 年 1-10 月的 53.54%，主要因为盈利能力较高的教育集成项目、教育运营服务、软件开发及技术服务的业务占比逐年攀升，毛利较低的电子产品销售业务占比将逐渐减小。2015 年 1-10 月，教育集成服务营收占比 34.03%，毛利 65.02，教育运营服务营收占比 16.06，毛利 84.06%，软件开发服务营收占比 11.79%，毛利 91.08%。**其中，教育集成业务在手订单充足：**受益于职业市场发展对教育集成的需求增加，公司订单充足。截至 2016 年 2 月 20 日，标的公司教育集成业务的在手大额订单为 894.73 万欧元的广东省供销社直属两校利用德国促进贷款建设项目、296.97 万元的阳江职业技术学院设备采购合同、2015 年 12 月与广东省阳江市教育学会签署的规模为 8,000 万元投资规模的阳江市平安校园建设项目。此外，联讯教育还与广东省人社厅、南海技术师范学院等机构保持持续业务往来，并与广东省人力资源和社会保障厅职业技能鉴定指导南海中心建立了战略合作关系。**教育运营服务业务与运营商合作，盈利较有保障：**公司客户主要是 K12 教育中小学校及职业院校，通过中国电信等运营商或代理商获取学校客户资源，按照合同约定定期获取分成收入。该项业务目前已经从拓展期进入盈利增长期，逐渐回收成本，预期将保持较强的盈利能力。

政策东风助力三通两平台建设，教育信息化市场广阔。教育部发布的《教育信息化十年发展规划(2011-2020 年)》中提出建立教育经费投入保障体系，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。2016 年预测 GDP 为 72.1 万亿，财政性教育经费 GDP 占比按 4.2% 估计，则教育信息化投入将达 2422.6 亿元。联讯

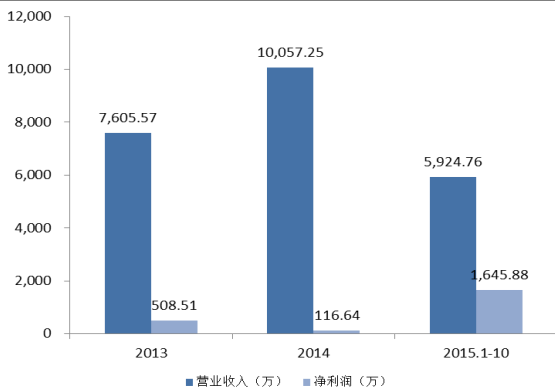
教育主要面向的广东市场对教育信息化建设更加重视，提出教育信息化建设经费占比不低于 10%，广东省 2016 年预估 GDP 为 72876.7 亿，则广东省教育信息化投入将近 306.1 亿元。

表 5 联讯教育提供的服务

服务类型	服务内容	服务对象	具体产品	服务类型	服务内容
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和职业院校	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	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
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	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
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	包括手机、电脑、存储器、服务器等	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

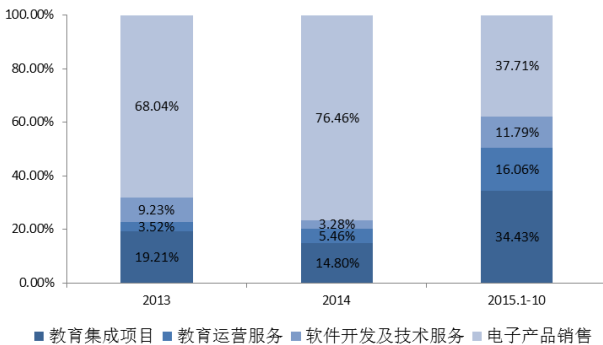
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 1 联讯教育营收及净利润



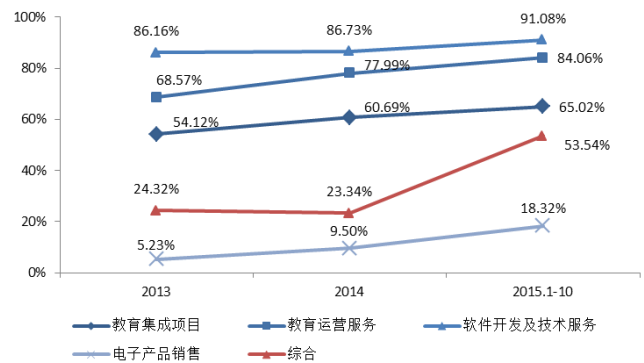
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 联讯教育业务结构



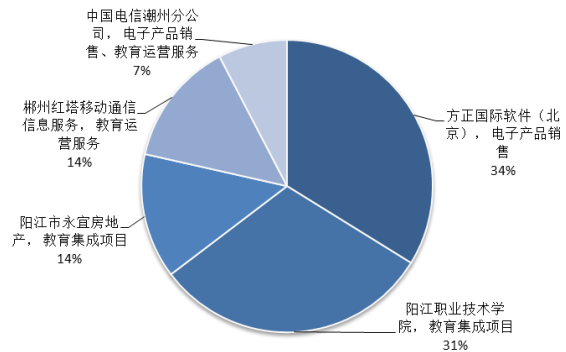
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 联讯教育毛利率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 联讯 2015 年 1-10 月客户结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

三、教育板块持续布局，转型坚定

公司原为艺术陶瓷行业领先企业，由于海外需求疲软，国内消费习惯尚未养成，艺术陶瓷发展放缓。自 2015 年 1 月开始，公司决定向教育行业转型，明确提出了“艺术陶瓷+教育”双主业的战略定位，迄今为止已经进行了以下布局：

- 2015.01 参股联讯教育，以 4000 万元获得 20% 股权；
- 2015.09，拟以 10 亿元收购水晶球教育 100% 股权，募集 5.28 亿元配套资金，但由于二级市场股价波动及交易双方就交易方案的修改未能达成一致，此项资产重组终止；
- 2015.10，以 2500 万元投资 IT 职业教育提供商慧科教育 1.5% 股权；
- 2015.10 与天津优势创投拟联合成立并购基金，首期暂定规模 20 亿，主要投向在线教育等方向。

此次公告拟收购联讯教育 80% 股权，联讯教育将成为文化长城的全资子公司。我们认为，公司此次涉足教育信息化，使得后续的教育布局具备了联讯教育的软硬件支持，另外此次收购也有助于提升公司教育领域的资本运作能力以及管理水平，预计公司后续将借助上市公司的资本运作平台，围绕教育产业持续布局。

四、盈利预测及投资评级

传统业务：2014 年营收 44861 万，归母净利润 840 万，2015 年营收 44388 万，归母净利润 1052 万，同比增长 25%。预计传统业务 16、17 年同比增长 10%，净利润分别为 1157 万，1273 万。教育业务：联讯教育承诺 15-18 净利润 0.25/0.6/0.78/1 亿。假设联讯教育 16 年并表，则公司 16/17 年备考利润为 0.72 亿，0.91 亿。

投资评级：收购完成后公司股本增厚至 1.61 亿股，若配套融资的定增价为 32.23 元/股，则配套融资完成后公司股本增至 1.76 亿，以 3 月 22 日收盘价 27.35 计算，当前市值为 48 亿，16/17 年 PE 为 67 倍，53 倍。参考公司历史数据，我们认为传统业务板块的合理市值为 20 亿；参考教育标的估值水平，给予教育板块 16 年 70 倍 PE，则合理市值为 42 亿。公司合理市值为 62 亿，目标价为 35.23 元。公司目前股价低于收购资产发行价 32.23 元/股，具备安全边际。首次覆盖，强烈推荐。

五、风险提示

资产重组审批不顺利风险：本次交易尚需履行相应的决策和审批程序方可完成，包括但不限于公司关于本次交易的股东大会审议通过、中国证监会对本次交易的核准等，上述审批事项能否顺利完成以及完成时间，均存在不确定性。

联讯教育面临技术创新、业绩下滑等风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	641	666	872	1021
现金	330	358	438	564
应收账款	177	155	242	261
其它应收款	5	6	12	12
预付账款	6	19	23	23
存货	95	100	118	121
其他	28	28	40	40
非流动资产	522	530	1132	1126
长期投资	31	31	31	31
固定资产	167	158	160	160
无形资产	299	300	306	311
其他	25	40	635	623
资产总计	1163	1196	2004	2147
流动负债	373	398	337	388
短期借款	340	367	300	350
应付账款	14	13	16	17
其他	20	18	21	22
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	373	398	337	388
少数股东权益	0	0	0	0
股本	150	150	176	176
资本公积	486	486	1258	1258
留存收益	154	161	233	324
归属母公司股东权益	790	797	1667	1758
负债和股东权益	1163	1196	2004	2147

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	44	35	3	115
净利润	8	11	72	91
折旧摊销	28	25	26	27
财务费用	13	12	13	9
投资损失	7	3	0	0
营运资金变动	-20	14	-109	-13
其它	8	-30	1	1
投资活动现金流	-205	-19	-641	-31
资本支出	2	0	15	10
长期投资	-23	0	0	0
其他	-226	-19	-626	-21
筹资活动现金流	81	11	719	41
短期借款	100	27	-67	50
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	26	0
资本公积增加	0	0	772	0
其他	-19	-15	-13	-9
现金净增加额	-80	27	81	125

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	449	444	594	641
营业成本	320	315	376	388
营业税金及附加	4	4	4	5
营业费用	42	43	45	52
管理费用	52	52	66	74
财务费用	13	12	13	9
资产减值损失	1	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-7	-3	0	0
营业利润	9	8	84	107
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	14	14	89	112
所得税	6	3	17	21
净利润	8	11	72	91
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	8	11	72	91
EBITDA	50	45	122	143
EPS (元)	0.06	0.07	0.41	0.52

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	8.0%	-1.1%	33.9%	7.9%
营业利润	177.5	-11.1%	904.7	28.6%
归属于母公司净利润	133.4	25.1%	582.0	27.0%
获利能力				
毛利率	28.7%	29.0%	36.7%	39.5%
净利率	1.9%	2.4%	12.1%	14.2%
ROE	1.1%	1.3%	4.3%	5.2%
ROIC	1.7%	2.1%	5.5%	6.6%
偿债能力				
资产负债率	32.1%	33.3%	16.8%	18.1%
净负债比率	91.03	91.98	88.98	90.13
流动比率	1.72	1.67	2.59	2.63
速动比率	1.46	1.42	2.23	2.31
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.38	0.37	0.31
应收账款周转率	2	3	3	2
应付账款周转率	14.44	23.22	25.46	23.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.07	0.41	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.23	0.02	0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.27	5.32	9.47	9.99
估值比率				
P/E	488.24	390.24	67.16	52.89
P/B	5.19	5.14	2.89	2.74
EV/EBITDA	81	91	33	28

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434