

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

联系人：朱芸 S0350115020010

微信公众平台订阅号：klfgongzhong

## 传统主业发展放缓，转型教育稳步推进

### ——文化长城（300089）2015 年报点评

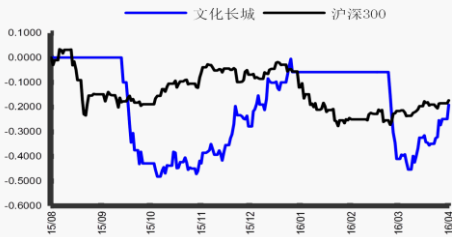
#### 事件：

- 3月29日公司发布年报，2015年营业收入4.45亿，同比减少0.82%，归母净利润1239万，同比增长47%，扣非归母净利润782万，同比增长93%。同时公司发布2015年度利润分配预案，每10股派发现金股利0.20元人民币（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增15股。
- 4月5日公司公告拟参与认购由新余田螺汇资本管理有限公司作为普通合伙人及管理人，发起设立新余智趣资产管理合伙企业的出资份额。教育基金规模为人民币1亿元，其中文化长城拟以自有资金出资人民币5,000万元，作为教育基金的有限合伙人。教育基金主要围绕教育产业，特别是职业教育等领域进行股权投资。

#### 点评：

**传统主业发展放缓。**2015年营业收入4.45亿，同比减少0.82%，归母净利润1239万，同比增长47%，扣非归母净利润782万，同比增长93%。净利润同比快速增长系三方面支持：受益于汇兑损益，2015年财务费用占比营收下降为0.1%，2014年为2.9%；所得税比例-2.6%，较2014年41.9%大幅降低；公司持股20%联讯教育贡献投资收益513万。去除非经常性因素，公司传统主业发展放缓；2015年公司首度尝试进军教育领域业绩表现出色，更加坚定公司转型教育信心；教育信息化+艺术陶瓷业务双主业将成为公司未来业绩成长的驱动双轮。公司发布2015年度利润分配预案，每10股派发现金股利0.20元人民币（含税），共计派发300万元（占全年净利润24%），以资本公积金向全体股东每10股转增15股，短期催化效应强烈。

**转型教育稳步推进，外延持续进展。**2016年将是公司全面布局教育的元年，公司增发股份继续收购联讯教育剩余80%股权的方案目前已被证监会受理，预计大概率1到2个月完成交易。联讯教育持续投入研发费用（占营业收入10%），使得公司在教育集成项目、教育运营服务等细分业务领域优势明显，毛利率远高于行业平均水平。2016-2018年承诺业绩分别为6000万元、7800万元和1亿元，业绩考核标准严格，按照方案补偿公式计算，若未达标则须补偿业



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
文化长城	37.2	-14.1	-13.0
沪深300	5.5	9.4	-24.9

#### 市场数据

2016/4/5

当前价格（元）	33.95
52周价格区间（元）	21.35-43.3
总市值（百万）	5092.50
流通市值（百万）	2936.96
总股本（万股）	15000.00
流通股（万股）	8650.83
日均成交额（百万）	321.77
近一月换手（%）	294.55

#### 相关报告

《文化长城（300089）：收购联讯教育，教育布局稳步推进》20160308

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过公司已发行股份的1%

绩差额的近 2.2 倍。例如 16 年净利润为 4000 万元，则须补偿近 4400 万。从行业发展、公司成长以及业绩补偿等多因素考虑，联讯教育完成业绩承诺的可能性很高。此外公司以 2500 万元参股投资了在线教育服务提供商慧科教育，与天津优势创业投资管理有限公司联合成立了规模 20 亿的教育产业并购基金，公司未来必将持续选择优质教育资产，逐步构建文化长城教育产业生态圈，夯实以“教育信息化平台”为入口的教育产业实力。今年 4 月 5 日公司再与新余田螺汇资本管理有限公司合资成立教育基金 1 亿元，其中公司出资 5000 万占比 50%，教育基金主要围绕教育产业，特别是职业教育等领域进行股权投资，公司的外延正持续进展。

**维持增持评级。**联讯教育收购完成后将增发股本 2600 万股，对照业绩承诺，2016 年-2018 年每股收益为 0.34 元、0.44 元、0.57 元。基于审慎原则，暂未考虑公司非公开发行因素的影响，预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.09、0.10、0.10 元，当前股价对应市盈率估值分别为 380.3、343.6、324.3 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧风险，公司相关事项推进不达预期的风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	445	444	439	430
增长率(%)	-1%	0%	-1%	-2%
净利润（百万元）	12	13	15	16
增长率(%)	47%	8%	11%	6%
摊薄每股收益（元）	0.08	0.09	0.10	0.10
ROE(%)	1.55%	1.65%	1.81%	1.89%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1、盈利预测

证券代码:		300089.SZ		股票价格:		33.95		投资评级:		增持		日期:		2016/4/5	
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>						
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>										
ROE	2%	2%	2%	2%	EPS	0.08	0.09	0.10	0.10						
毛利率	28%	30%	30%	30%	BVPS	5.33	5.40	5.47	5.55						
期间费率	23%	26%	27%	26%	<b>估值</b>										
销售净利率	3%	3%	3%	4%	P/E	411.01	380.29	343.63	324.33						
<b>成长能力</b>					P/B	6.37	6.29	6.21	6.12						
收入增长率	-1%	0%	-1%	-2%	P/S	11.45	11.47	11.60	11.84						
利润增长率	47%	8%	11%	6%											
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>						
总资产周转率	0.37	0.38	0.38	0.36	营业收入	445	444	439	430						
应收账款周转率	2.27	2.14	2.08	2.02	营业成本	320	310	309	302						
存货周转率	3.51	3.51	3.51	3.51	营业税金及附加	4	4	4	3						
<b>偿债能力</b>					销售费用	40	45	42	41						
资产负债率	33%	30%	30%	29%	管理费用	58	56	54	54						
流动比	1.53	1.60	1.60	1.61	财务费用	1	16	16	14						
速动比	1.29	1.34	1.34	1.36	其他费用/(-收入)	(17)	0	0	0						
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>						
现金及现金等价物	286	233	230	233	营业外净收支	5	0	0	0						
应收款项	196	207	211	213	<b>利润总额</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>						
存货净额	91	90	89	87	所得税费用	(0)	(0)	(0)	(0)						
其他流动资产	23	26	25	25	<b>净利润</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>16</b>						
<b>流动资产合计</b>	<b>596</b>	<b>556</b>	<b>556</b>	<b>558</b>	少数股东损益	0	0	0	0						
固定资产	158	167	174	180	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>16</b>						
在建工程	1	1	3	6	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>						
无形资产及其他	292	292	293	294	<b>经营活动现金流</b>	<b>62</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>60</b>						
长期股权投资	106	106	106	106	净利润	12	13	15	16						
<b>资产总计</b>	<b>1189</b>	<b>1158</b>	<b>1168</b>	<b>1179</b>	少数股东权益	0	0	0	0						
短期借款	354	304	304	304	折旧摊销	18	41	42	44						
应付款项	15	23	23	22	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	12	12	12	12	营运资金变动	32	(4)	(4)	0						
其他流动负债	9	9	9	9	<b>投资活动现金流</b>	<b>(98)</b>	<b>(9)</b>	<b>(9)</b>	<b>(8)</b>						
<b>流动负债合计</b>	<b>390</b>	<b>348</b>	<b>347</b>	<b>346</b>	资本支出	10	(9)	(9)	(8)						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(75)	0	0	0						
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(33)	0	0	0						
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(17)</b>	<b>(53)</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>						
<b>负债合计</b>	<b>390</b>	<b>348</b>	<b>347</b>	<b>346</b>	债务融资	14	(50)	0	0						
股本	150	150	150	150	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	799	809	821	833	其它	(31)	(3)	(4)	(4)						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1189</b>	<b>1158</b>	<b>1168</b>	<b>1179</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(52)</b>	<b>(12)</b>	<b>40</b>	<b>47</b>						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

孔令峰，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。