

文化长城 (300089)

——一定增获批，战略布局教育信息化行业

行业名称	轻工制造
投资建议	买入
当前价格:	15.24元
目标价格:	18.29元

投资要点:

➢ 发行股份+支付现金购买联讯教育80%股权获证监会核准

7月19日，公司公告，收到证监会关于非公开发行股票核准批复。公司交易方案为：

①收购资产：以发行股份+支付现金方式购买，资产作价5.76亿，现金支付40%，增发支付60%（12.89元/股发行2681万股，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

联讯教育主要业务为综合应用移动通信、互联网、云计算等新技术，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。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。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。

➢ 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研发制造，近年来积极寻求转型战略。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，①实现艺术陶瓷+教育产业“双轮驱动”；②以“联讯教育信息化平台”为入口，夯实教育产业生态圈建设；③开启新一轮教育产业投资布局。

➢ 给予“买入”评级

公司成功实现“双轮驱动”双主业模式转变，本次购买联讯教育80%股权并募集配套资金，将推动教育信息化行业战略布局，逐步构建文化长城教育产业生态圈。假设本次定增2016年完成，公司总股本变为4.02亿股，预计公司16-18年EPS分别为0.10元、0.16元、0.19元，对应当前股价PE分别为146倍、94倍、79倍。

➢ 风险提示：新业务开展情况不达预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	448.61	444.93	509.62	645.49	704.92
增长率(%)	8.00%	-0.82%	14.54%	26.66%	9.21%
EBITDA(百万元)	38.93	25.34	65.33	96.00	114.04
净利润(百万元)	8.40	12.39	41.69	64.52	77.63
增长率(%)	133.43%	47.46%	236.46%	54.77%	20.32%
EPS(元/股)	0.02	0.03	0.10	0.16	0.19
市盈率(P/E)	677.02	459.14	146.21	94.47	78.52
市净率(P/B)	7.20	7.12	5.62	5.39	5.12
EV/EBITDA	43.85	235.33	90.71	62.53	52.35

数据来源：公司公告，天风证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	375/216
流通A股市值(百万元)	3,296
每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	32.79
一年内最高/最低(元)	43.30/9.15

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号：s1110516060001
 电话：
 邮箱：liuzm@sh.tfzq.com

相关报告



报告信息

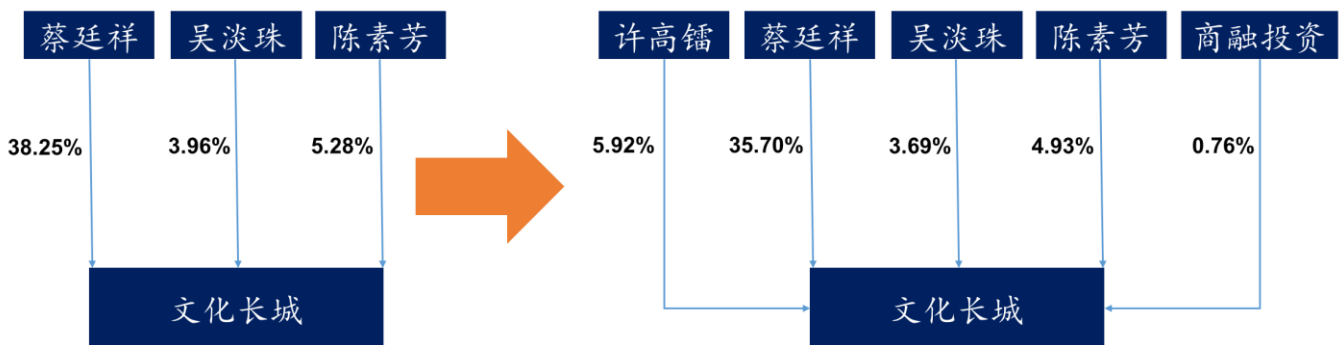
发行股份+支付现金购买联讯教育 80%股权获证监会核准，7月19日，公司公告，收到证监会关于非公开发行股票的核准批复。公司交易方案为：①收购资产：以发行股份+支付现金方式购买，资产作价 5.76 亿，现金支付 40%（合计 2.30 亿），增发支付 60%（12.89 元/股发行 2681.15 万股，总价 3.46 亿）；②募集配套资金：向 5 名特定投资者募集总金额 4.95 亿（用于支付本次交易对价 2.30 亿及补充流动资金 2.47 亿）。联讯教育 2015/16/17/18 年业绩承诺分别为 2500 万/6000 万/7800 万/1 亿。

图表 1: 募集配套资金用途

序号	项目	拟投入募集资金(万元)
1	支付本次交易现金对价	23,040.00
2	本次交易中介机构相关费用	1,686.70
3	补充标的公司和上市公司流动资金	24,723.30
合计		49,450.00

来源：天风证券研究所

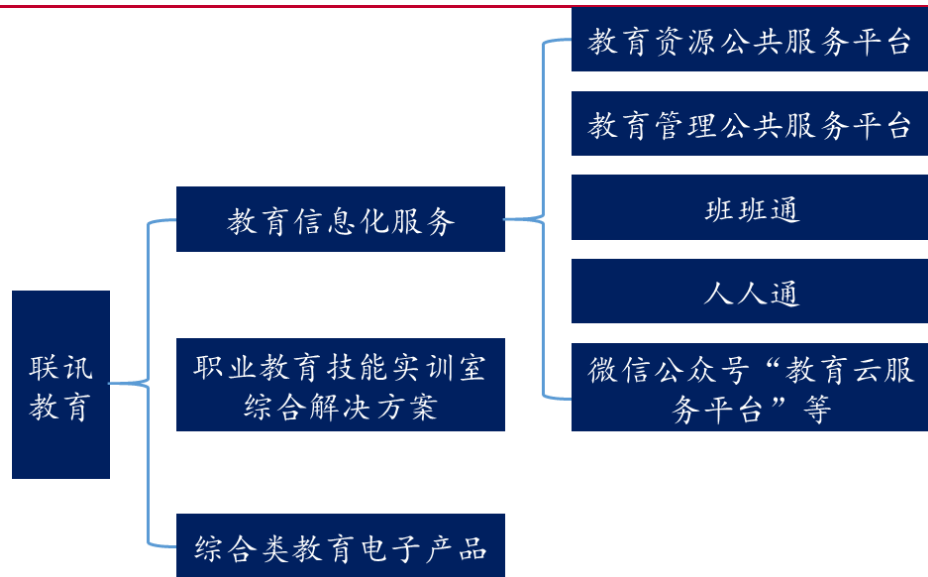
图表 2: 定增前后公司股权变化图



来源：公司公告，天风证券研究所

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、互联网、云计算等新技术，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，经过多年发展联讯已建成国内较为完善的 K12 教育和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**，联讯教育通过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员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。

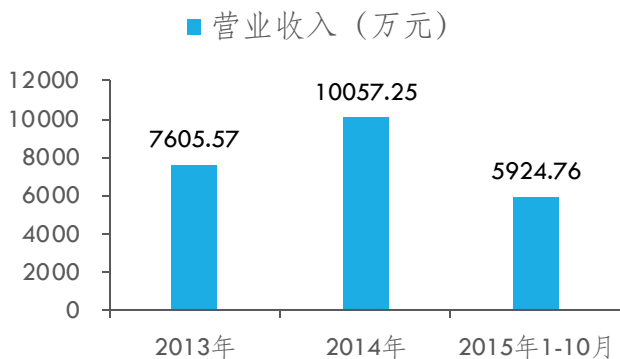
图表 3: 联讯教育为行业领先的教育信息化服务提供商



来源：公司公告，天风证券研究所

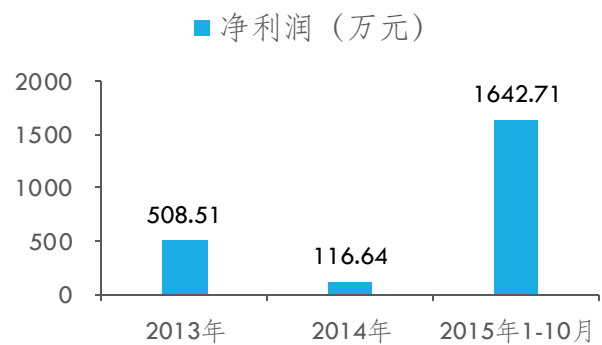
财务方面，联讯教育 2013/14/15 年 1-10 月营收分别为 7605.57 万/1.01 亿/5924.76 万，归母净利分别为 508.51 万/116.64 万/1645.88 万（14 年确认股份支付费用 839.4 万，除去该部分影响，联讯教育 14 年净利同比增长 88.01%）。2015 年联讯教育 100% 股权对应 PE 为 12 倍，低于可比同行上市公司交易案例 17.08 倍的平均市盈率。

图表 5: 2015 年 1-10 月联讯营收 5924.76 万元



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 6: 2015 年 1-10 月联讯归母净利 1642.71 万元



来源：天风证券研究所

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将由单一的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公司的管理水平、资本运作能力推动教育产业布局，全面公司提升综合竞争力；**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。

给予“买入”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。本次购买联讯教育 80%股权并募集配套资金，将推动教育信息化行业战略布局，逐步构建文化长城教育产业生态圈。假设本次定增 2016 年完成，公司总股本变为 4.02 亿股，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.10 元、0.15 元、0.18 元，对应当前股价 PE 分别为 146 倍、94 倍、79 倍。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	330.47	285.72	134.13	56.08	93.07	营业收入	448.61	444.93	509.62	645.49	704.92
应收账款	182.03	195.63	214.52	278.32	259.90	营业成本	319.94	320.08	347.22	395.30	417.50
预付账款	6.30	16.47	3.72	18.27	7.46	营业税金及附加	4.12	3.61	4.08	5.39	5.94
存货	95.11	91.23	119.87	115.84	137.02	营业费用	42.16	39.75	45.87	66.74	74.57
其他	27.52	6.91	26.19	20.14	17.74	管理费用	51.78	57.59	61.15	98.76	111.85
流动资产合计	641.42	595.96	498.43	488.65	515.19	财务费用	13.05	0.63	3.62	2.61	2.03
长期股权投资	31.40	106.00	106.00	106.00	106.00	资产减值损失	1.26	1.74	2.01	1.67	1.81
固定资产	167.03	158.23	173.08	207.83	241.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1.82	1.05	36.63	69.98	71.99	投资净收益	-6.95	-14.81	0.00	0.00	0.00
无形资产	298.84	292.30	285.82	279.35	272.87	其他	13.90	29.61	0.00	0.00	0.00
其他	22.85	35.61	28.44	27.63	27.24	营业利润	9.35	6.73	45.66	75.01	91.23
非流动资产合计	521.94	593.19	629.97	690.77	719.60	营业外收入	5.33	7.72	7.37	6.80	7.30
资产总计	1,163.36	1,189.15	1,128.40	1,179.42	1,234.80	营业外支出	0.21	2.37	0.92	1.17	1.49
短期借款	340.00	354.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	14.47	12.08	52.11	80.65	97.03
应付账款	16.03	18.83	32.05	21.60	32.84	所得税	6.07	-0.31	10.42	16.13	19.41
其他	17.15	17.06	11.77	25.91	10.79	净利润	8.40	12.39	41.69	64.52	77.63
流动负债合计	373.18	389.89	43.82	47.51	43.63	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	8.40	12.39	41.69	64.52	77.63
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.02	0.03	0.10	0.16	0.19
其他	0.31	0.00	0.15	0.15	0.10						
非流动负债合计	0.31	0.00	0.15	0.15	0.10						
负债合计	373.49	389.89	43.98	47.66	43.73						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
股本	150.00	150.00	401.80	401.80	401.80		2014	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	485.89	485.89	485.89	485.89	485.89	成长能力					
留存收益	639.87	649.26	682.62	729.96	789.26	营业收入	8.00%	-0.82%	14.54%	26.66%	9.21%
其他	-485.89	-485.89	-485.89	-485.89	-485.89	营业利润	177.50%	-28.03%	578.51%	64.27%	21.61%
股东权益合计	789.87	799.26	1,084.42	1,131.76	1,191.06	归属于母公司净利润	133.43%	47.46%	236.46%	54.77%	20.32%
负债和股东权益总计	1,163.36	1,189.15	1,128.40	1,179.42	1,234.80	获利能力					
						毛利率	28.68%	28.06%	31.87%	38.76%	40.77%
						净利率	1.87%	2.78%	8.18%	10.00%	11.01%
						ROE	1.06%	1.55%	3.84%	5.70%	6.52%
						ROIC	2.25%	1.00%	4.74%	6.78%	7.18%
						偿债能力					
						资产负债率	32.10%	32.79%	3.90%	4.04%	3.54%
						净负债率	-46.19%	-37.16%	-23.04%	-7.97%	-0.71%
						流动比率	1.72	1.53	11.37	10.29	11.81
						速动比率	1.46	1.29	8.64	7.85	8.67
						营运能力					
						应收账款周转率	2.49	2.36	2.49	2.62	2.62
						存货周转率	4.68	4.78	4.83	5.48	5.58
						总资产周转率	0.40	0.38	0.44	0.56	0.58
						每股指标(元)					
						每股收益	0.02	0.03	0.10	0.16	0.19
						每股经营现金流	0.12	0.17	0.08	0.06	0.28
						每股净资产	2.11	2.13	2.70	2.82	2.96
						估值比率					
						市盈率	677.02	459.14	146.21	94.47	78.52
						市净率	7.20	7.12	5.62	5.39	5.12
						EV/EBITDA	43.85	235.33	90.71	62.53	52.35
						EV/EBIT	76.19	809.70	120.24	77.33	64.01

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)