

# 文化长城 (300089)

## 中报点评：主业承压，教育产业布局持续落地

|       |        |
|-------|--------|
| 行业名称  | 轻工制造   |
| 投资建议  | 买入     |
| 当前价格: | 14.39元 |
| 目标价格: | 17.27元 |

### 投资要点:

#### ➢ 营收减少10.23%，归母净利增长18.54%

公司发布半年报，16H1实现营收1.99亿元，同比减少10.23%；归母净利1091.32万元，同比增长18.54%；扣非后归母净利1037.75万元，同比增长6.20%，EPS为0.03元。国内陶瓷行业竞争加剧，报告期内公司基本经营情况稳定，销售业务保持稳定。公司实现利润总额12,06.10万元，较上年同期上升26.82%。

#### ➢ 原主业营收承压

报告期内公司实现营收1.99亿元，同比减少10.23%，主要系国内市场竞争加剧，外销经济环境整体的恶化，陶瓷企业对于国内市场的争夺日趋激烈。分行业来看，陶瓷类产品收入1.94亿元，同比减少12.39%。

#### ➢ 毛利率小幅下降，净利率有所上升

16H1公司综合毛利率为27.80%，同比减少1.44个百分点。其中，陶瓷类产品毛利率28.48%，同比减少0.78个百分点。报告期内，期间费用率22.12%，同比减少0.13个百分点。其中，销售费用率7.24%，同比减少0.89个百分点；管理费用率13.46%，同比增加3.02个百分点；财务费用率1.42%，比减少2.26个百分点。受资产减值损失减少及投资收益增加影响，报告期内公司净利率同比增加1.33个百分点。

#### ➢ 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。具体来看，第一、实现艺术陶瓷+教育产业“双轮驱动”；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；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。

#### ➢ 维持买入评级

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。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139倍、90倍、74倍，维持买入评级。

#### ➢ 风险提示：教育布局进展不及预期

### 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)   | 3,113      |
| 每股净资产 (元)      | 2.15       |
| 资产负债率 (%)      | 33.66      |
| 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

孙海洋 联系人

电话:

邮箱: sunhy@sh.tfzq.com

### 相关报告

1、《长城集团 (300089) 轻工制造行业》

2016.07.22

| 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)    | 642.21  | 435.53 | 138.70  | 89.61  | 74.48  |
| 市净率 (P/B)    | 6.83    | 6.75   | 5.33    | 5.11   | 4.85   |
| EV/EBITDA    | 43.85   | 235.33 | 85.91   | 59.26  | 49.60  |

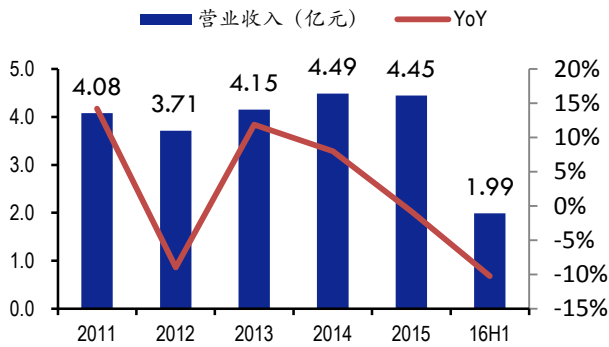
数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

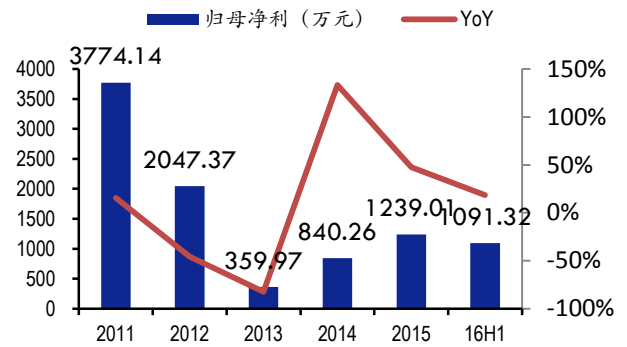
营收减少 10.23%，归母净利增长 18.54%。公司发布半年报，16H1 实现营收 1.99 亿元，同比减少 10.23%；归母净利 1091.32 万元，同比增长 18.54%；扣非后归母净利 1037.75 万元，同比增长 6.20%，EPS 为 0.03 元。国内陶瓷行业竞争加剧，报告期内公司基本经营情况稳定，销售业务保持稳定。公司实现利润总额 12,06.10 万元，较上年同期上升 26.82%。

图表 1: 2011-2016H1 公司营收及增长率



来源：公司公告，天风证券研究所

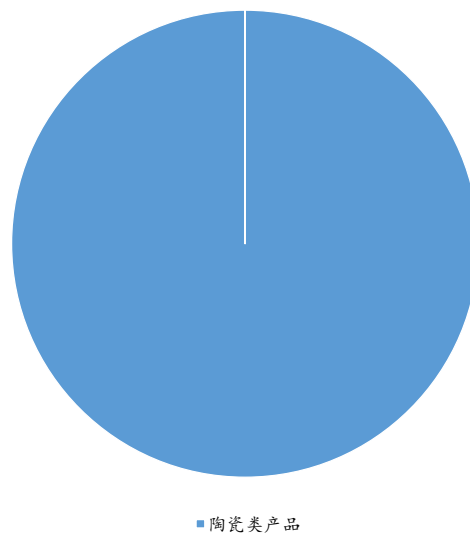
图表 2: 2011-2016H1 公司归母净利及增长率



来源：公司公告，天风证券研究所

原主业营收承压。报告期内公司实现营收 1.99 亿元，同比减少 10.23%，主要系国内市场竞争加剧，外销经济环境整体的恶化，陶瓷企业对于国内市场的争夺日趋激烈。分行业来看，陶瓷类产品收入 1.94 亿元，同比减少 12.39%。

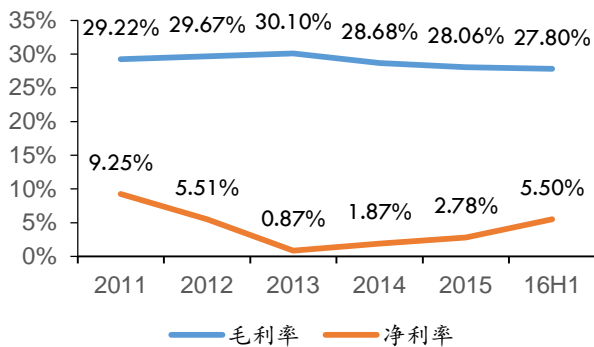
图表 3: 公司业务构成情况-分行业



来源：公司公告，天风证券研究所

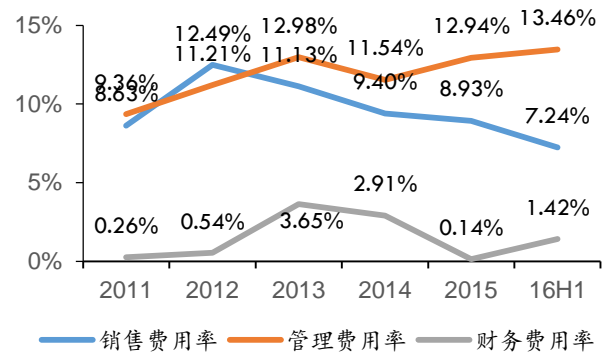
毛利率小幅下降，净利率有所上升。16H1 公司综合毛利率为 27.80%，同比减少 1.44 个百分点，主要系原材料价格上涨、劳动力成本上涨等。其中，陶瓷类产品毛利率 28.48%，同比减少 0.78 个百分点。报告期内，期间费用率 22.12%，同比减少 0.13 个百分点。其中，销售费用率 7.24%，同比减少 0.89 个百分点，主要系展览费用、职工薪酬、折旧摊销减少；管理费用率 13.46%，同比增加 3.02 个百分点，主要系研发投入增加；财务费用率 1.42%，比减少 2.26 个百分点，主要由于汇率变化影响所致。受资产减值损失减少及投资收益增加影响，报告期内公司净利率同比增加 1.33 个百分点。

图表 4: 2011-2016H1 公司毛利率与净利率



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 5: 2011-2016H1 公司期间费用率



来源：公司公告，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，收购完成后，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**，收购联讯教育不仅为公司注入优质资产，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。

**维持买入评级。**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，暂不考虑配套融资，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 139 倍、90 倍、74 倍，维持买入评级。

**图表 6: 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       |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>641.42</b>   | <b>595.96</b>   | <b>498.43</b>   | <b>488.65</b>   | <b>515.19</b>   | 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           | <b>营业利润</b>      | <b>9.35</b>  | <b>6.73</b>  | <b>45.66</b> | <b>75.01</b> | <b>91.23</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>521.94</b>   | <b>593.19</b>   | <b>629.97</b>   | <b>690.77</b>   | <b>719.60</b>   | 营业外收入            | 5.33         | 7.72         | 7.37         | 6.80         | 7.30         |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,163.36</b> | <b>1,189.15</b> | <b>1,128.40</b> | <b>1,179.42</b> | <b>1,234.80</b> | 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            | <b>利润总额</b>      | <b>14.47</b> | <b>12.08</b> | <b>52.11</b> | <b>80.65</b> | <b>97.03</b> |
| 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           | <b>净利润</b>       | <b>8.40</b>  | <b>12.39</b> | <b>41.69</b> | <b>64.52</b> | <b>77.63</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>373.18</b>   | <b>389.89</b>   | <b>43.82</b>    | <b>47.51</b>    | <b>43.63</b>    | 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            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>8.40</b>  | <b>12.39</b> | <b>41.69</b> | <b>64.52</b> | <b>77.63</b> |
| 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            | <b>主要财务比率</b>    |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>0.31</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.15</b>     | <b>0.15</b>     | <b>0.10</b>     |                  | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>373.49</b>   | <b>389.89</b>   | <b>43.98</b>    | <b>47.66</b>    | <b>43.73</b>    | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业收入             | 8.00%        | -0.82%       | 14.54%       | 26.66%       | 9.21%        |
| 股本               | 150.00          | 150.00          | 401.80          | 401.80          | 401.80          | 营业利润             | 177.50%      | -28.03%      | 578.51%      | 64.27%       | 21.61%       |
| 资本公积             | 485.89          | 485.89          | 485.89          | 485.89          | 485.89          | 归属于母公司净利润        | 133.43%      | 47.46%       | 236.46%      | 54.77%       | 20.32%       |
| 留存收益             | 639.87          | 649.26          | 682.62          | 729.96          | 789.26          | <b>获利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | -485.89         | -485.89         | -485.89         | -485.89         | -485.89         | 毛利率              | 28.68%       | 28.06%       | 31.87%       | 38.76%       | 40.77%       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>789.87</b>   | <b>799.26</b>   | <b>1,084.42</b> | <b>1,131.76</b> | <b>1,191.06</b> | 净利率              | 1.87%        | 2.78%        | 8.18%        | 10.00%       | 11.01%       |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1,163.36</b> | <b>1,189.15</b> | <b>1,128.40</b> | <b>1,179.42</b> | <b>1,234.80</b> | ROE              | 1.06%        | 1.55%        | 3.84%        | 5.70%        | 6.52%        |
| <b>现金流量表</b>     |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 2.25%        | 1.00%        | 4.74%        | 6.78%        | 7.18%        |
| 单位:百万元           | 2014            | 2015            | 2016E           | 2017E           | 2018E           | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 净利润              | 8.40            | 12.39           | 41.69           | 64.52           | 77.63           | 资产负债率            | 32.10%       | 32.79%       | 3.90%        | 4.04%        | 3.54%        |
| 折旧摊销             | 27.86           | 30.30           | 16.05           | 18.38           | 20.78           | 净负债率             | -46.19%      | -37.16%      | -23.04%      | -7.97%       | -0.71%       |
| 财务费用             | 19.73           | 19.91           | 3.62            | 2.61            | 2.03            | 流动比率             | 1.72         | 1.53         | 11.37        | 10.29        | 11.81        |
| 投资损失             | 6.95            | 14.81           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 速动比率             | 1.46         | 1.29         | 8.64         | 7.85         | 8.67         |
| 营运资金变动           | 12.07           | -20.15          | -32.25          | -61.59          | 3.27            | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其它               | -31.00          | 5.03            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 应收账款周转率          | 2.49         | 2.36         | 2.49         | 2.62         | 2.62         |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>44.01</b>    | <b>62.29</b>    | <b>29.11</b>    | <b>23.93</b>    | <b>103.71</b>   | 存货周转率            | 4.68         | 4.78         | 4.83         | 5.48         | 5.58         |
| 资本支出             | 213.34          | 76.76           | 59.85           | 80.00           | 50.05           | 总资产周转率           | 0.40         | 0.38         | 0.44         | 0.56         | 0.58         |
| 长期投资             | 31.40           | 74.59           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>每股指标(元)</b>   |              |              |              |              |              |
| 其他               | -450.15         | -249.37         | -126.39         | -162.18         | -96.41          | 每股收益             | 0.02         | 0.03         | 0.10         | 0.16         | 0.19         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>-205.41</b>  | <b>-98.02</b>   | <b>-66.55</b>   | <b>-82.18</b>   | <b>-46.36</b>   | 每股经营现金流          | 0.12         | 0.17         | 0.08         | 0.06         | 0.28         |
| 债权融资             | 340.00          | 354.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 每股净资产            | 2.11         | 2.13         | 2.70         | 2.82         | 2.96         |
| 股权融资             | -13.05          | -0.63           | 248.18          | -2.61           | -2.03           | <b>估值比率</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | -245.64         | -364.64         | -362.33         | -17.18          | -18.32          | 市盈率              | 642.21       | 435.53       | 138.70       | 89.61        | 74.48        |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>81.31</b>    | <b>-11.27</b>   | <b>-114.15</b>  | <b>-19.79</b>   | <b>-20.36</b>   | 市净率              | 6.83         | 6.75         | 5.33         | 5.11         | 4.85         |
| 汇率变动影响           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EV/EBITDA        | 43.85        | 235.33       | 85.91        | 59.26        | 49.60        |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>-80.09</b>   | <b>-47.00</b>   | <b>-151.59</b>  | <b>-78.05</b>   | <b>36.99</b>    | EV/EBIT          | 76.19        | 809.70       | 113.88       | 73.30        | 60.65        |

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、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) |