

# 开元仪器 (300338)

## 线上线下同步布局，财会职教龙头崛起！

行业名称	机械设备
投资建议	买入
当前价格:	20.2元
目标价格:	24.24元

### 投资要点:

#### 定增+现金方式购买恒企教育及中大英才

公司拟以定增+现金方式购买恒企教育100%股权和中大英才70%股权；同时拟向江勇、前海开源源开元弈方定增 41 号资产管理计划、道基晨瀚、道基晨富4名特定投资者募配4.7亿元（14.62元/股），用于支付重组现金及中介费用。

#### 恒企教育：立足中小企业会计+IT培训市场，领先连锁职教培训机构

恒企教育创立于2002年，主要提供会计和IT培训服务，其中①会计培训：为学员提供个性化会计培训，通过“直营+加盟”方式在全国进行连锁化扩展；②IT培训：提供培训项目、培训指导和就业服务，并进行全国连锁化扩展。2014/15/16年1-7月分别实现收入2239.3万/2.9亿/2.1亿；净利-429.4万/2108.8万/4383.7万。

#### 中大英才：完整在线职业教育服务体系供应商，与恒企协同效应进一步显现

中大英才专注职业考试培训、职业技能培训等在线培训业务及图书销售，通过中大网校网站及为学员提供相关行业资讯、咨询、交互式学习及服务，在职业教育领域拥有用户与流量的领先优势。2014/15/16年1-7月分别实现收入2050.47万/3056.5万/2416.8万；净利305.9万/704.7万/862.5万。

#### 给予买入评级

鉴于公司技术水平的不断完善，预计公司2016-2018年将保持3%的增速，毛利率缓慢下降。假设恒企教育及中大英才于2017年开始并表，则预计公司2016-2018年营业收入分别为2.91亿元、9.50亿元和11.48亿元；归母净利分别为445万元、1.51亿元和2.00亿元。我们预计2016-18年EPS为0.02元、0.44元、0.59元，对应PE为1145倍、46倍、34倍。

#### 风险提示

定增进展低于预期。

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	252/168
流通 A 股市值（百万元）	3,400
每股净资产（元）	2.99
资产负债率（%）	15.87
一年内最高/最低（元）	21.59/8.16

### 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、《开元仪器（300338）\机械设备行业》  
 2016.09.01

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	307.39	282.48	290.95	950.75	1,148.34
增长率（%）	8.86%	-8.10%	3.00%	226.77%	20.78%
EBITDA（百万元）	53.52	7.04	4.91	189.73	253.18
净利润（百万元）	48.94	3.79	4.45	150.55	200.91
增长率（%）	2.35%	-92.25%	17.20%	3,286.30%	33.44%
EPS（元/股）	0.19	0.02	0.02	0.44	0.59
市盈率（P/E）	104.02	1,341.86	1,144.94	45.62	34.19
市净率（P/B）	6.72	6.78	6.83	7.55	6.90
EV/EBITDA	30.87	628.12	994.71	40.10	26.79

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

## 正文目录

1. 发展职业教育，布局第二主业 .....	4
1.1 定增+现金方式购买恒企教育及中大英才 .....	4
1.2 煤质分析仪器龙头企业，系统化解方案供应商 .....	6
2. 职业培训市场：线下线上同步推进，行业集中度不断提升 .....	8
2.1 政策红利规模性爆发，职业教育迎来发展机遇 .....	8
2.2 中小企业快速发展奠定需求基础，非学历职业教育市场规模持续扩大 .....	10
2.3 行业集中度逐步提升，品牌化格局初步形成 .....	11
2.4 职业教育接力在线教育，在线职业培训发展前景良好 .....	12
3. 恒企教育：立足中小企业会计+IT 培训市场，领先连锁职教培训机构 .....	15
3.1 专注中低端会计+IT 培训，注重实践能力提升 .....	15
3.2 营收净利高速增长，会计与 IT 培训业务收入占比达 89.2% .....	18
4. 中大英才：完整在线职业教育服务体系供应商，与恒企协同效应逐步显现 .....	19
4.1. 专注在线职业教育培训，构建完整职教体系 .....	20
4.2. 营收净利双增，在线培训业务占比 91.57% .....	23
5. 盈利预测与估值 .....	24

## 图表目录

图表 1: 定增+现金购买两标的的具体情况 .....	4
图表 2: 募集配套资金具体情况 .....	5
图表 3: 两标的公司承诺未来净利润 (亿元) .....	5
图表 4: 交易前后股权结构变化图 .....	6
图表 5: 开元仪器重点产品示例 .....	6
图表 6: 开元仪器量热仪系列产品 .....	6
图表 7: 2015 年实现营收 2.82 亿元，-8.10% YoY .....	7
图表 8: 2015 年归母净利 379.35 万元，-92.25% YoY .....	7
图表 9: 毛利率、期间费用率、净利率情况 .....	8
图表 10: 开元仪器三项费用变化情况 .....	8
图表 11: 15-64 岁劳动人口比例自 11 年开始呈下降 .....	8
图表 12: 教育程度较低的农民工人数逐年增加 (亿人) .....	8
图表 13: 财政性教育经费/GDP 比重近年来稳步增长 .....	9
图表 14: 财政性教育经费占比逐年提高 .....	9
图表 15: 公共财政职业教育支出情况 .....	10
图表 16: 职业教育公共支出占教育总财政支出比重回升 .....	10
图表 17: 2014-2020 我国非学历职业教育市场规模 .....	10
图表 18: 2014-2020 我国非学历职业教育市场规模 .....	11
图表 19: 近年来我国培训机构数量变化情况 .....	12
图表 20: 职业培训市场领先品牌 .....	12
图表 21: 互联网教育市场细分领域份额 .....	13
图表 22: 互联网教育市场细分领域投资情况 .....	13
图表 23: 互联网学习对网民的渗透率 .....	14
图表 24: 互联网学习用户年龄分布 .....	14
图表 25: 在线职业培训领先品牌 .....	14

图表 26: 恒企教育会计培训服务业务流程图.....	16
图表 27: 恒企教育近两年半的会计培训业务直营校区学员的人均消费金额.....	16
图表 28: 恒企教育 IT 培训服务业务流程图.....	17
图表 29: 2014 年及 2016 年 7 月恒企教育自营及加盟校区.....	18
图表 30: 恒企教育 2014 年至 2016 年 7 月直营校区收入情况、学员数量及单个课时营业收入的变化情况.....	18
图表 31: 单位学员人均消费金额的大幅上升营业收入的变化情况.....	18
图表 32: 恒企教育营业收入变化情况.....	19
图表 33: 恒企教育归母净利变化情况.....	19
图表 34: 恒企教育毛利率逐年上升.....	19
图表 35: 会计培训与 IT 培训业务收入占比达 89.2%.....	19
图表 36: 中大英才在线培训课程业务流程图.....	20
图表 37: 中大英才图书销售业务流程图.....	21
图表 38: 中大英才基础平台主要结构.....	21
图表 39: 报告期内 CRM 客户成交率.....	22
图表 40: 中大英才 2014 年、2015 年实际及 2016 年预测在线课程总学员人数.....	22
图表 41: 中大英才近两年半的营业收入情况.....	23
图表 42: 中大英才近两年半的净利润情况.....	23
图表 43: 中大英才各年度毛利率变化.....	24
图表 44: 在线培训业务占比 91.57%.....	24
图表 45: 开元仪器盈利预测.....	24

## 1. 发展职业教育，布局第二主业

### 1.1 定增+现金方式购买恒企教育及中大英才

**定增+现金方式购买恒企教育及中大英才。**公司拟以定增+现金方式购买恒企教育 100% 股权（作价 12 亿元，其中现金支付 40%，总计 4.8 亿元，以 14.62 元发行 4924.8 万股，总计 7.2 亿元）和中大英才 70% 股权（作价 1.82 亿元，其中现金支付 50%，总计 9100 万，以 14.62 元/股发行 622.4 万股，总计 9100 万）；同时拟向江勇、前海开源源开元弈方定增 41 号资产管理计划、道基晨瀚、道基晨富 4 名特定投资者募配 4.7 亿元（14.62 元/股），用于支付重组现金及中介费用。

图表 1：定增+现金购买两标的的具体情况

标的资产	交易对方	持有标的资产 股权比例	支付方式		
			现金对价(亿 元)	股票对价 (亿元)	股票数量(亿股)
恒企教育 100% 股权	江勇	30.99%	1.19	2.53	0.17
	冯仁华	15.46%	0.64	1.21	0.08
	广发信德	7.88%	0.57	0.38	0.03
	江胜	7.70%	0.29	0.63	0.04
	道基金兴	7.00%	0.34	0.5	0.03
	张小金	5.68%	0.22	0.46	0.03
	李星余	5.68%	0.17	0.51	0.03
	繆子以诺	5.00%	0.24	0.36	0.02
	广州恒莹	4.50%	0.22	0.32	0.02
	王立霞	2.00%	0.24	-	-
	道基晨富	2.00%	0.1	0.14	0.01
	和睿砺	2.00%	0.24	-	-
	珠海庞大	2.00%	0.1	0.14	0.01
	和君商学	1.00%	0.12	-	-
	王碧荣	1.00%	0.12	-	-
珠海康远	0.12%	0.01	0.01	0	
小计		100.00%	4.8	7.2	0.49
中大英才 70% 股权	中大瑞泽	80.00%	0.91	0.91	0.06
合计			5.71	8.11	0.55

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 2: 募集配套资金具体情况

认购对象	认购金额 (亿元)	认购股数 (亿元股)
江勇	2.30	0.16
前海开源开元弈方定增 41 号资产管理计划	2.10	0.14
道基晨瀚	0.15	0.01
道基晨富	0.15	0.01
合计	4.70	0.32

来源: 公司公告, 天风证券研究所

恒企教育承诺 2016 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 0.8 亿元, 2016-17 年扣除非经常性损益后的净利润合计不低于 1.84 亿元, 16-18 年扣除非经常性损益后的净利润合计不低于 3.19 亿元; 中大英才承诺 2016 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 0.15 亿元, 16-17 年合计不低于 0.35 亿元, 16-18 年合计不低于 0.65 亿元。若业绩不达标, 两公司补偿义务人将按约定补偿, 充分彰显两家标的公司高管对其公司未来发展信心。

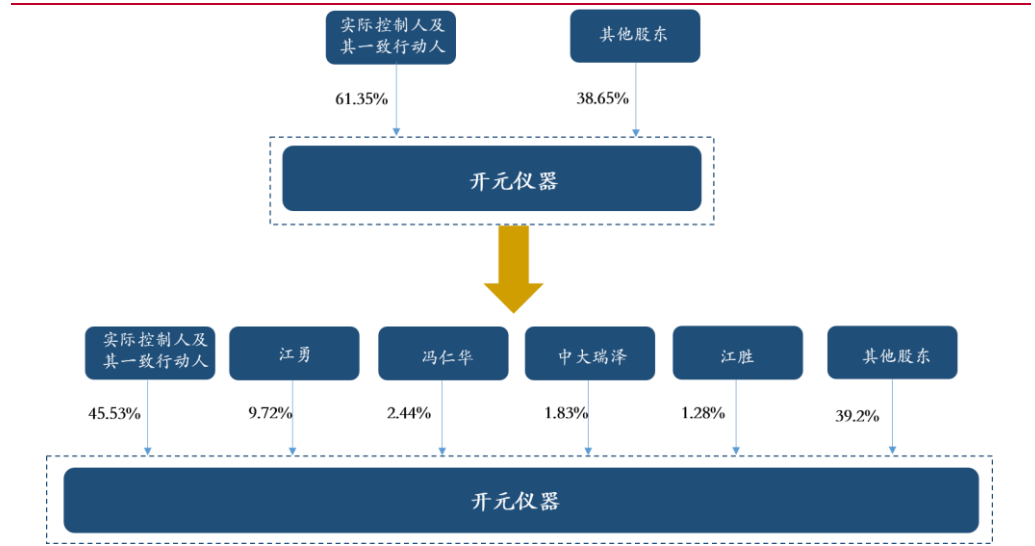
图表 3: 两标的公司承诺未来净利润 (亿元)

公司	2016	2016-2017	2016-2018
恒企教育	0.80	1.84	3.19
中大英才	0.15	0.35	0.65

来源: 公司公告, 天风证券研究所

**交易前后实际控制人不变。**本次交易前, 罗建文为上市公司控股股东, 持有公司 25.89% 的股权, 罗建文与罗旭东、罗华东为父子关系, 三人合计持有开元仪器 61.35% 的股权为上市公司实际控制人。交易完成后, 公司总股本将增加至 3.40 亿股, 罗建文将持有公司 19.21% 股权, 仍为上市公司控股股东, 罗建文、罗旭东、罗华东父子合计将持有公司 45.53% 的股权, 仍为上市公司实际控制人。

图表 4: 交易前后股权结构变化图



来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 1.2 煤质分析仪器龙头企业, 系统化解方案供应商

开元仪器前身为成立于 2000 年的长沙开元仪器有限公司, 2010 年变更为股份有限公司, 并于 2012 年 7 月 26 日在深交所上市。公司是我国煤质检测仪器设备领域的龙头企业, 是国内唯一一家同时具有煤质采样、制样、化验仪器设备规模生产能力的企业, 产品涉及煤质化验仪器、煤质采样设备和煤质制样设备。公司专注于煤质检测仪器设备的研发、生产和销售, 依托深厚的技术积淀形成了化验仪器为主、采制化综合发展的产品布局。

公司自成立以来通过持续的自主创新、提高产品品质和专业的技术支持服务, 在国内煤质检测领域的高端客户群中建立了良好的品牌知名度。目前公司共拥有采制化三大门类、十几种系列、上百种型号的产品, 产品广泛应用于火电、煤炭、钢铁等企业, 以及勘探、质监、环保等部门。

图表 5: 开元仪器重点产品示例



来源: 百度图片, 天风证券研究所

图表 6: 开元仪器量热仪系列产品



来源: 百度图片, 天风证券研究所

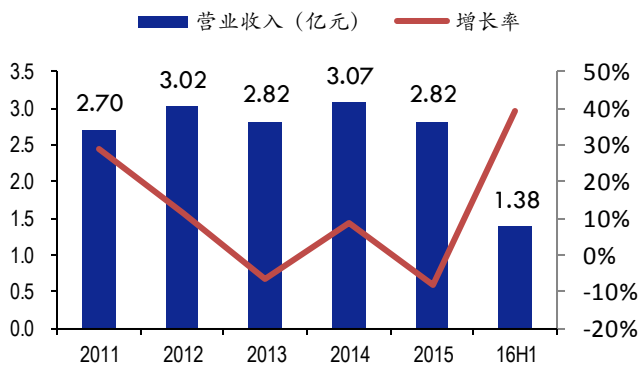


**以煤炭为主的能源结构短期难改**，虽然在供给侧改革下煤炭行业持续下行，根据《2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年全国原煤产量完成37.5亿吨，同比减少3.3%，然而由于我国“富煤、贫油、少气”的能源禀赋结构，目前煤炭在能源结构中的基础性地位不会被替代。煤炭价值的判断依赖煤炭质量的检测，国内的能源结构保证了公司的发展空间。

**财务方面**，近几年，受宏观经济周期波动以及煤质检测仪器行业激烈竞争的影响，公司营业收入及盈利水平波动较大。公司年报显示，2012年至2016H1公司营收分别为3.02亿元、2.82亿元、3.07亿元、2.82亿元、1.38亿元，归母净利润为分别为5782.35万元、4781.43万元、4893.79万元、379.35万元、504.27万元。

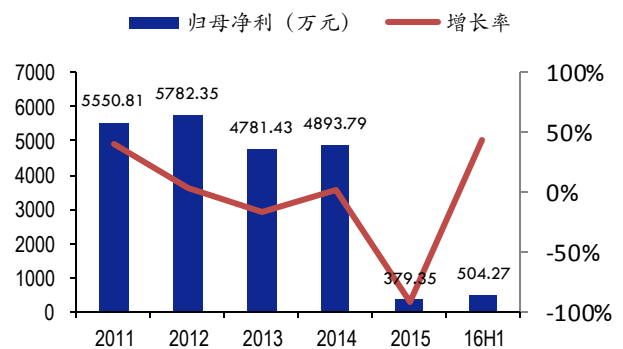
**2015年公司营收净利双线下滑**，全年实现营收2.82亿元，同比减少8.10%，主要原因系受宏观经济影响，煤炭销量与价格持续低位运行减少公司相关产品的市场需求，加之行业竞争进一步加剧导致销售数量和销售价格下降；归母净利379.35万元，同比减少92.25%，主要原因受燃料智能化订单交付和施工周期较长、招标竞价激烈以及检测分析仪器需求下滑影响。

图表 7: 2015 年实现营收 2.82 亿元, -8.10% YoY



来源: Wind, 天风证券研究所

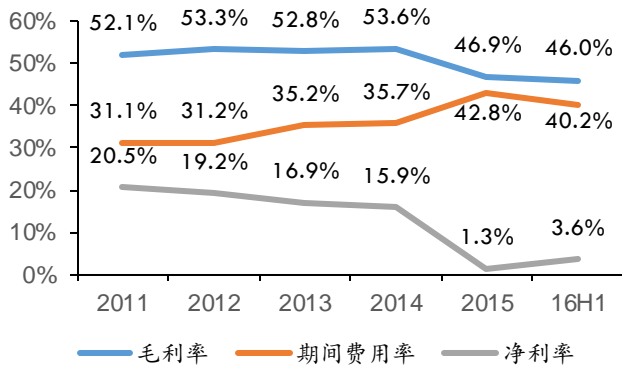
图表 8: 2015 年归母净利 379.35 万元, -92.25% YoY



来源: Wind, 天风证券研究所

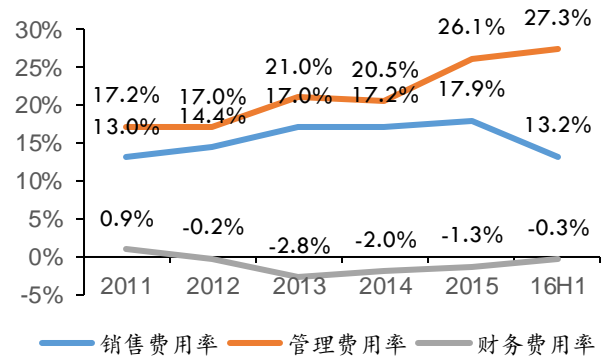
**毛利率下降，期间费用率上升**。公司公告显示，2014年至2016H1的毛利率分别为53.58%、46.95%、46.03%，净利率分别为15.58%、0.66%、3.18%，期间费用率分别为35.73%、42.81%、40.21%，其中2015年公司毛利率同比大幅下降6.63个百分点，净利率同比下降14.92个百分点，期间费用率同比上升7.08个百分点，公司盈利水平下降主要系市场需求减少以及行业竞争加剧导致销售价格和数量减少，期间费用率上升主要系公司研发费用、人工成本增加等因素。

图表 9: 毛利率、期间费用率、净利率情况



来源: Wind, 天风证券研究所

图表 10: 开元仪器三项费用变化情况



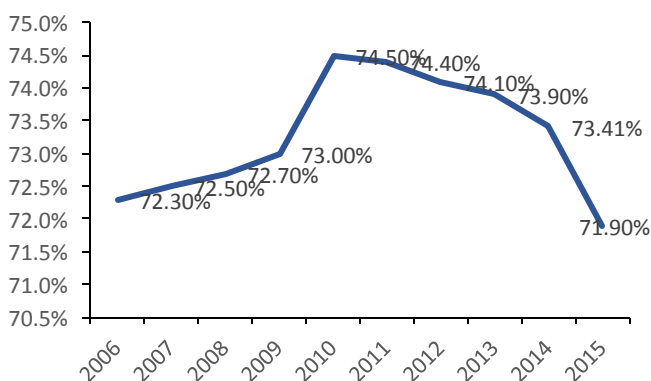
来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 职业培训市场: 线上线下同步推进, 行业集中度不断提升

### 2.1 政策红利规模性爆发, 职业教育迎来发展机遇

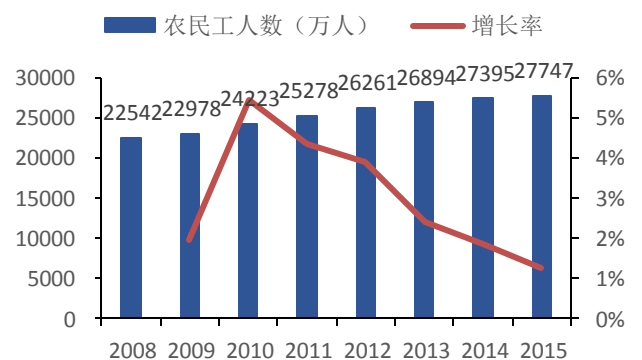
在新生儿人数下降, 老龄化现象持续严峻的背景下, 自 2011 年起我国 15-64 岁劳动人口数量逐步下降, 至 14 年已降至 9.30 亿, 劳动人口比例也从 11 年最高值 74.40% 之后下降至 13 年的 73.91%。与此同时, 我国正处于产业转型升级的过程当中, 数量型人口红利转而形成质量型人口红利的意义愈发重要, 劳动力要素作用提升将成为驱动创新创业, 形成经济发展的新引擎。教育能通过培训可以为大量的低端劳动力人口带来相对更多的工作机会, 同时也能为中高端劳动力带来更大的成长空间, 是人口红利由数量向质量转型的重中之重。

图表 11: 15-64 岁劳动人口比例自 11 年开始呈下降



来源: Wind, 天风证券研究所

图表 12: 教育程度较低的农民工人数逐年增加 (亿人)



来源: Wind, 天风证券研究所

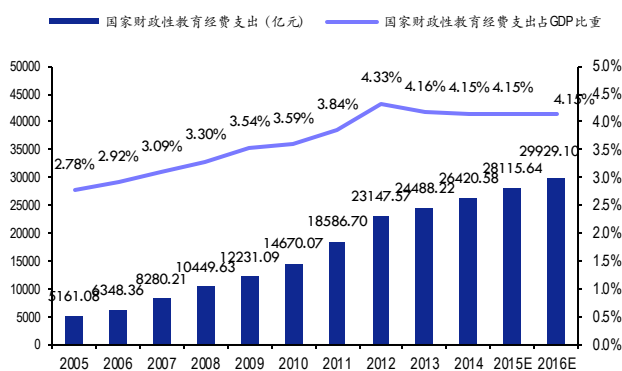
自 14 年以来, 国家对职业教育的重视达到空前程度。14 年 5 月, 国务院印发《关于加快发展现代职业教育的规定》, 目标到 2020 年, 中等职业教育在校生达 2,350 万人, 专科职业教育在校生达 1,480 万人, 本科职业教育学生达一定规模, 从业人员



继续教育达 3.5 亿人次，首次明确职业教育发展目标；**14 年 6 月**，国务院颁布《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，提出两步走战略，2015 年初步形成现代职业教育体系框架，2020 年基本建成中国特色现代职业教育体系；**15 年 3 月**，李克强两会工作报告中指出全面推进现代职业教育体系建设，将职业教育推向另一个高潮；**15 年 6 月**，教育部发布《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》；此外，政府相继推出一系列方针政策鼓励职业教育发展：推进建立和完善“双证书”制度，实现学历证书与职业资格证书对接，打通了技术人才攻读高等学位的上升通道；鼓励民间资本介入职业教育行业等。

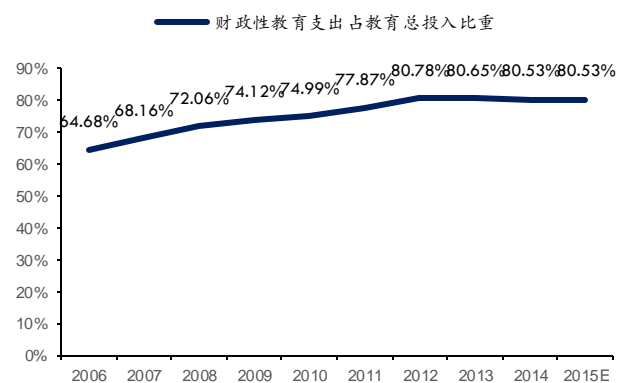
国家教育投入稳步提升，非学历职业教育市场规模持续扩大，财政性教育经费占 GDP 比重达 4.15%。在财政投入方面，国家财政性教育经费持续增长，由 2010 年的 1.47 万亿元增长至 2014 年的 2.64 万亿元，CAGR 为 15.85%；其占 GDP 比重由 2010 年的 3.66%增长至 2014 年的 4.15%，体现了国家对教育领域的重视程度不断提高。从构成上看，国家财政是教育经费的主要来源（其他来源包括民办学校办学经费、社会捐赠经费及事业收入等），2014 年占比达到 80.53%。

图表 13: 财政性教育经费/GDP 比重近年来稳步增长



来源：公司公告，天风证券研究所

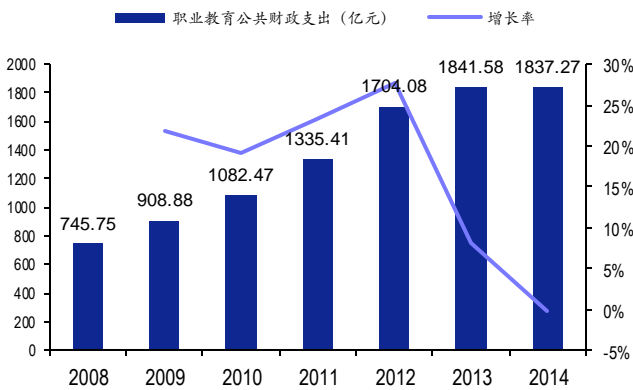
图表 14: 财政性教育经费占比逐年提高



来源：公司公告，天风证券研究所

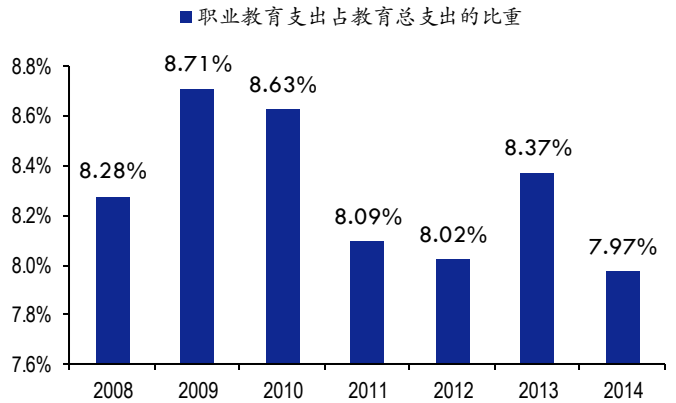
根据财政部相关统计，2014 年，全国公共财政支出中职业教育支出为 1837 亿元，2013 年为 1842 亿元，2008-2014 年年复合增速为 16.22%，低于同期教育整体公共财政支出 16.94%的复合增速。职业教育公共支出占教育总公共支出比重有所回升。

图表 15: 公共财政职业教育支出情况



来源: 公司公告, 天风证券研究所

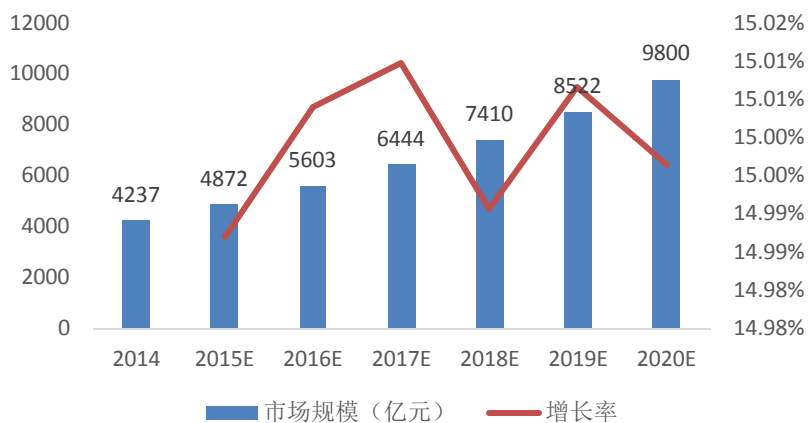
图表 16: 职业教育公共支出占教育总财政支出比重回升



来源: 公司公告, 天风证券研究所

**非学历职业教育市场规模持续扩大。**非学历职业教育(教育培训行业)包括专业认证考试培训、职业技能培训等,主要针对在校中专与大学生、社会失业人员与就业困难人员和在职员工等群体。伴随居民家庭可支配收入与教育意识的不断提升,行业下游基数不断增长,为市场发展奠定坚实需求基础。根据《国务院关于加快发展现代职业教育的规定》提出的目标预测,该细分市场规模将由14年的4237亿元增长至20年的9800亿元,在总体教育市场中的占比由14年的25.4%扩大至31%,年均复合增速超15%。

图表 17: 2014-2020 我国非学历职业教育市场规模



来源: 公司公告, 天风证券研究所

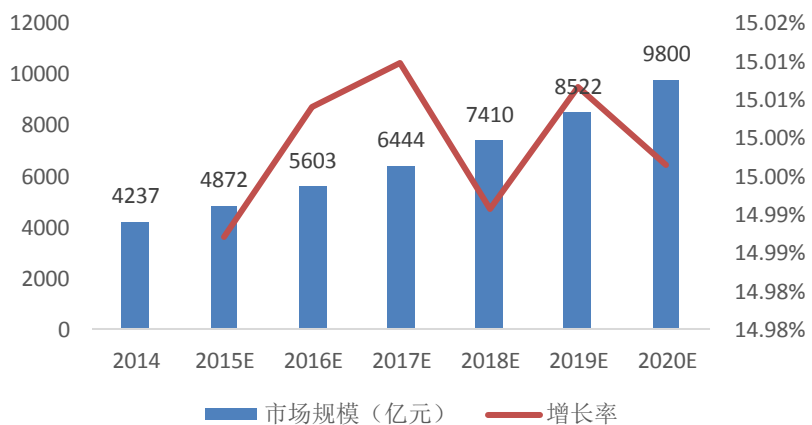
## 2.2 中小企业快速发展奠定需求基础, 非学历职业教育市场规模持续扩大

**中小企业数量庞大, 成为就业主渠道。**为激发经济活力、创造就业岗位, 国家层面对中小企业的发展一直给予高度重视, 密集出台一系列政策措施, 陆续取消并调整一批行政审批项目, 引导金融机构加大信贷支持力度, 并给予税收优惠等。在友好的

发展环境下，中小企业规模快速增长。工信部数据显示，截至 2015 年末，全国工商登记中小企业超 2000 万家，个体工商户超 5400 万户，占我国企业总数 99%以上，对 GDP 贡献超 60%，对税收贡献超 50%，提供近 70%的进出口贸易额，创造 80%左右的城镇就业岗位，在国民经济和社会发展中起到举足轻重的作用。在经济转型升级的浪潮下，中小企业对于人才的素质要求也日益提高，进而催生对非学历职业教育的巨大需求。中小企业作为中低端职业培训的主要 B 端服务对象，其规模数量的快速增长或将成为行业重要驱动力。

非学历职业教育市场规模持续扩大。非学历职业教育（教育培训行业）包括专业认证考试培训、职业技能培训等，主要针对在校中专与大学生、社会失业人员与就业困难人员和在职员工等群体。伴随居民家庭可支配收入与教育意识的不断提升，行业下游基数不断增长，为市场发展奠定坚实需求基础。根据《国务院关于加快发展现代职业教育的规定》提出的目标预测，非学历职业教育市场规模将由 14 年的 4237 亿元增长至 20 年的 9800 亿元，在总体教育市场中的占比由 14 年的 25.4%扩大至 31%，年均复合增速超 15%。

图表 18: 2014-2020 我国非学历职业教育市场规模



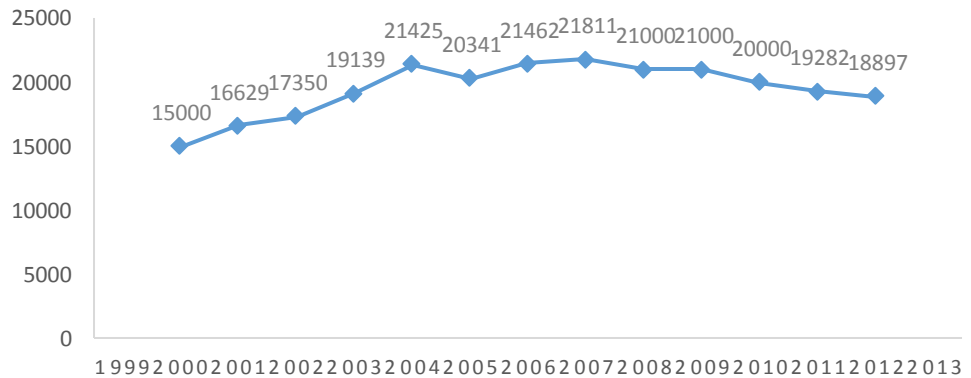
来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3 行业集中度逐步提升，品牌化格局初步形成

伴随国家对职业教育的日益重视及教育培训市场的进一步开放，传统教育机构、互联网巨头和初创企业纷纷进入该领域布局，市场竞争不断加剧。其中，大型机构凭借品牌效应、规模效应占据主导地位，并不断推出个性化、针对性产品，以获取更多客源，进一步扩大市场份额；而诸多小型机构由于产品单一、同质化竞争激烈，师资、市场开发资金缺乏等因素，市场空间被不断压缩。职业培训机构数量呈下降趋势，行业集中度不断提升，IT 教育、公务员考试、财会与金融以及建筑等子领域已形成相

对稳定的业内领导者格局。

图表 19: 近年来我国培训机构数量变化情况



来源: Wind, 天风证券研究所

**会计职业培训行业:** 根据 IDC 统计, 会计职业培训市场份额由 2010 年的 25 亿元增长至 2013 年的 35 亿元, CAGR 达 11.6%, 并预计到 2017 将达到 51 亿元的市场规模。而恒企教育的主要竞争对手基本是当地规模较小的培训机构, 全国性竞争对手相对较少, 较为典型的领先品牌包括中华会计网校、仁和会计教育等。

**IT 职业培训行业:** 根据 IDC 统计, IT 职业培训市场份额由 2010 年的 53 亿元增长至 2013 年的 77 亿元, CAGR 达 13.7%, 并预计到 2017 将达到 120 亿元的市场规模。IT 职业培训行业同样显示出高度分散的特点, 恒企教育的主要竞争对手是达内科技 (TEDU), 其 2013 年市场份额达 8.3%。

图表 20: 职业培训市场领先品牌

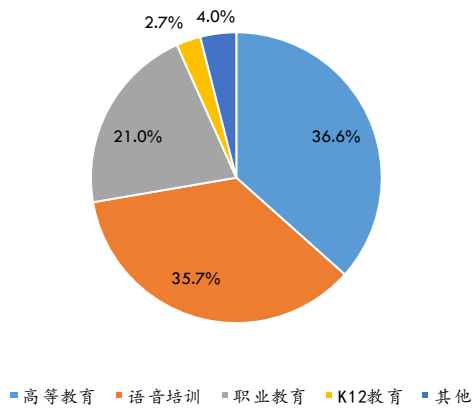
机构名称	规模与实力	主营业务	竞争地位
仁和会计	国内老牌会计培训机构, 拥有 200 余所校区, 规模较大	专注于会计培训业务, 从基础会计到中高级均全面覆盖。	恒企最大的竞争对手, 各方面都很相似, 规模相当
中华会计网校	正保远程教育 (美国纽交所上市公司, 股票代码: DL) 旗下知名主打品牌网站之一, 国际四大会计师事务所员工的网上培训基地, 拥有注册学员数百万	会计/税务/证券/公务员等考证业务	会计考证领域的在线教育龙头企业, 与恒企教育主营业务暂不重叠
达内教育	综合型的职业培训机构, 全国知名, 在业界已具备相当的品牌影响力, 已于 2014 年在纳斯达克上市, 在全国 33 个城市拥有 103 家学习中心	以 IT 培训为主, 2013 年达内教育占领 IT 培训 8.3% 的市场份额, 列第一名。近一两年开始涉足会计培训, 主要通过网络直播教学。	目前刚涉及会计培训, 未来的潜在竞争对手

来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2.4 职业教育接力在线教育, 在线职业培训发展前景良好

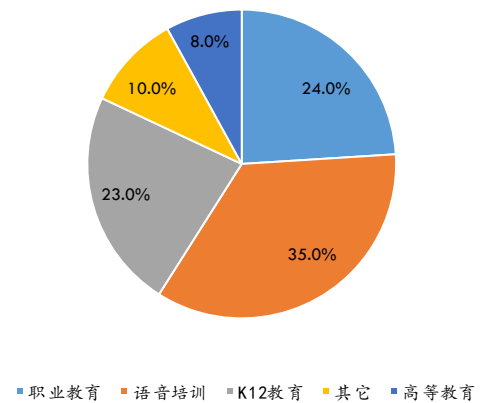
在互联网+的推动下，在线教育市场迎来快速发展，为教育培训由线下逐步向线上转移提供可能。同时，伴随居民生活水平的提高以及对教育重视程度的提升，终端消费者对教育产品的内容、种类、更新速度及服务的广度和宽度等都提出了更高的要求，使得教育培训行业必须不断加大在技术创新、产品创新、体验创新等方面的投入，以更好满足下游客户的需求。从市场份额来看，15年职业教育占总体在线教育市场35.7%，位列第二；从投资情况来看，职业教育投资比例达24%，位列第二，是行业发展的重中之重；从年龄分布来看，互联网学习用户中18-35岁人群达56%，年轻职场人士是互联网学习的第一大人群，近七成用户通过互联网学习满足工作需要和个人兴趣爱好。据相关统计，当前我国在线职业培训渗透率仅有10%，预计17年渗透率将达20%。另据统计局就业人员数据，15年就业人员约7.8亿人，需接受职业培训的用户约2亿人，鉴于职场人员有提升工作能力的意愿和足够的购买力，在线职业培训将拥有良好发展前景。

图表 21: 互联网教育市场细分领域份额



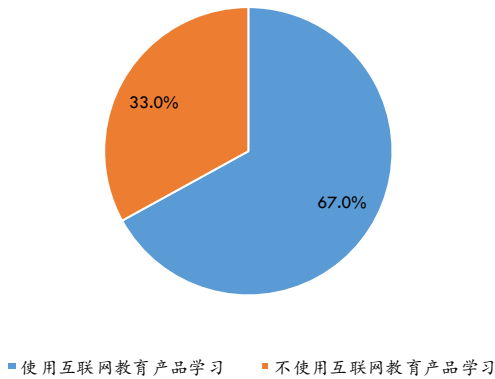
来源：百度教育行业研究，天风证券研究所

图表 22: 互联网教育市场细分领域投资情况



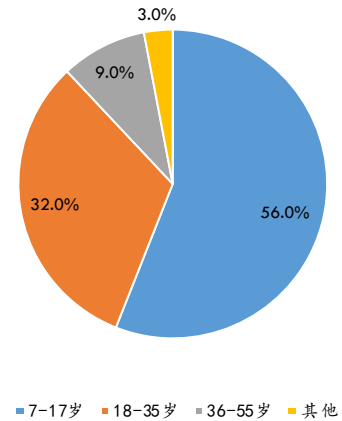
来源：百度教育行业研究，天风证券研究所

图表 23: 互联网学习对网民的渗透率



来源: 百度教育大数据, 天风证券研究所

图表 24: 互联网学习用户年龄分布



来源: 百度教育大数据, 天风证券研究所

马太效应凸显, 强者恒强, 从发展历程来看, 在线教育培训大体经历了远程教育平台、培训机构转战线上、互联网公司涉足在线教育培训三个阶段。在这一发展过程中, 在线教育培训的形式和内容越来越多样化, 便利程度也不断提高。在职业培训方面, 部分领域专业授课师资相对贫乏, 通过在线教育即可覆盖所需求地区和相关领域。大型品牌凭借对上游人力资源及衍生出的知识成果等优质稀缺资源的占领, 以及长期以来积累的流量资源与口碑效应, 市场地位不断提升, 行业领先品牌包括正保教育、邢帅学院、尚德机构、新东方在线、中大英才等。

图表 25: 在线职业培训领先品牌

机构名称	机构基本情况	主营业务	竞争地位
正保教育	正保远程教育(美国纽交所上市公司, 股票代码: DL)旗下知名主打品牌网站“中华会计网校”, 国际四大会计师事务所员工的网上培训基地, 拥有注册学员数百万	会计/税务/证券等考证业务	会计考证领域的在线教育龙头企业, 与中大英才会计培训业务有重叠
邢帅学院	邢帅学院始创于 2008 年, 专注于在线技能培训, 目前已完成近百万学员的技能培训。	邢帅学院的课程内容涵盖广泛, 主要开设平面设计、网页制作、影视后期、三维建筑、三维动画、电子商务等课程, 致力于打造一个大型网络课堂	主要为设计领域的在线课程, 与中大英才的主营业务并不重叠
尚德机构	尚德机构成立于 2001 年 3 月。尚德机构在北京、上海、广州、深圳、杭州、南京等 17 个大中城市成立了至少 17 所分校, 培训的学员超过百万人	培训课程和服务范围包括资格认证、技能培训、就业服务等	主要为学历教育和人力资源培训, 职业教育业务量占比较小
新东方在线	新东方在线是由新东方集团全资创办官方网校, 是国内首批专业在线教育网站之一, 依托新东方强大师资力量与教学资源, 为广大学员提供最卓越的在线学习解决方案	课程服务涵盖考研、托福、雅思、外教口语、中学、四六级等类别。致力于为广大用户提供个性化、互动化、智能化的在线学习体验。	主要为语言类、出国类在线培训, 与中大英才主营业务重叠度不高



环球网校	环球网校成立于2003年，13年来始终处于稳健发展的状态，现为美国纳斯达克上市企业欢聚时代（NASDAQ:YY）旗下品牌	环球网校拥有建工、财经、医卫、外语、职业资格、学历及酷客学院等七大类上百个考试项目的网络辅导课程	环球网校主营职业教育培训，渠道代理商网络较为完善，在建筑工程类培训业务中为中大英才的主要竞争对手
------	--	--	--

来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 恒企教育：立足中小企业会计+IT 培训市场，领先连锁职教培训机构

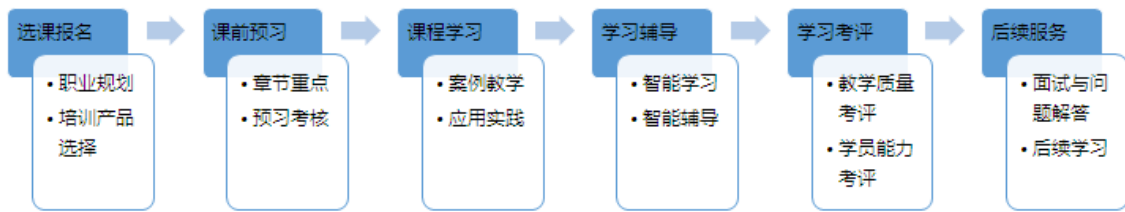
本次收购标的恒企教育成立于2013年12月，主要提供会计培训服务和IT培训服务，此外公司还提供学历中介、网络视频卡销售等业务。截止16年3月，恒企在100多个城市设立了173个直营校区；在30个城市设立了34个加盟校区；控股子公司多迪科技在多个城市设立了18个直营校区。

#### 3.1 专注中低端会计+IT 培训，注重实践能力提升

##### ● 会计培训业务

“直营+加盟”方式全国连锁化扩展，案例教学提高会计实践能力。恒企教育的会计培训业务的盈利主要基于为学员提供个性化会计培训产品，获取培训费用，并通过“直营校区+加盟校区”方式，在全国范围内进行连锁化扩展。加盟校区根据合同约定缴纳咨询服务费，同时加盟校区每月按照销售回款额的5%缴纳品牌管理费。会计培训服务业务流程分为选课报名、课前预习、课程教学、学习辅导、考核评价、后续服务等六个阶段。在教学上采用案例教学提升会计实践能力，公司以典型案例项目贯穿的方式，在1-5个月内以一个典型的企业为案例，将一个企业的财务部所有做账和管账（财务管理）的工作全部串联起来，通过场景、游戏、沙盘、翻转课堂、学员动手等授课方式应用于教学，再通过恒企的“实训系统平台”让学员掌握各行各业的会计运用与实践。

图表 26: 恒企教育会计培训服务业务流程图



来源：公司公告，天风证券研究所

会计培训业务的直营校区、报名学员数量、人均培训费用均快速增长。恒企教育 2015 年的校区数量比 2014 年增长了 440.63%，报名学员数量增长了 330.05%，收取的会计培训费增长了 633.98%，会计培训费收入增幅远高于学员数量增幅的原因在于恒企教育产品单价增长较快。2016 年学员在恒企的人均消费金额仍呈现上升趋势，因此，恒企教育产品单价的增长也是其实现业绩承诺的有力保障。

2016 年上半年恒企教育新增 6 家直营校区（已取得分公司营业执照的校区），正在申请营业执照的校区为 10 家。根据恒企教育的历史经营情况及未来经营规划，预计恒企教育 2016 年将新增 50 个直营校区、2017 年新增 50 个直营校区、2018 年新增 50 个直营校区、2019 年新增 20 个直营校区、2020 年新增 15 个直营校区、2021 年新增 10 个直营校区。未来随着恒企对三四线城市的战略布点，线下规模将持续扩张，恒企市占率将不断提升。恒企在中低端会计培训市场影响力与品牌知名度有望进一步提升，进而分享市场增长红利提升盈利能力。

图表 27: 恒企教育近两年半的会计培训业务直营校区学员的人均消费金额

年度	报名人次	会计培训费 (万元)	人均消费 (元)
2014	17,230	3,185.58	1,848.86
2015	74,098	23,381.48	3,155.48
2016 (1-3 月)	16,704	62,95.66	3,768.96
2016 (4-7 月)	27,638	10,620.04	3,842.55

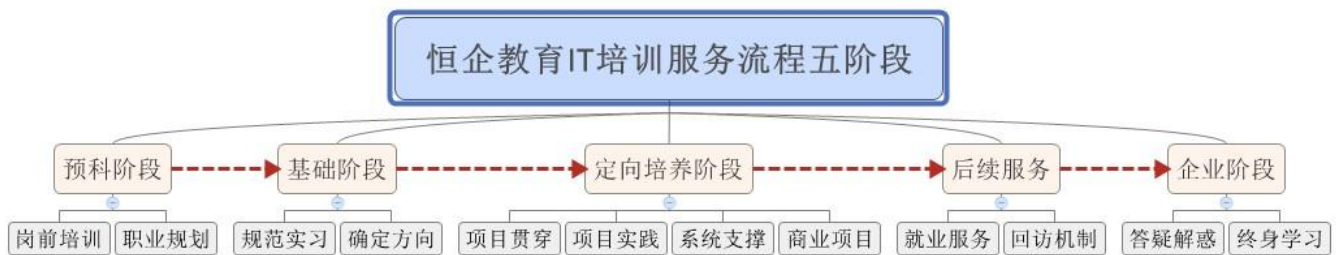
来源公司公告：天风证券研究所

### ● IT 培训业务

培训业务+就业服务双管齐下，以就业为导向注重实践能力提升。恒企教育的 IT 培训业务主要由其控股子公司多迪科技提供。其盈利主要基于为学员提供培训项目、培训指导和就业服务，获取培训指导和就业服务费用，并通过在全国范围内进行连锁化扩展。IT 培训业务分为五个阶段，以就业为导向注重实践能力提升：①预科阶段：帮助学员进行正确的职业规划及引导，并根据学员的兴趣爱好和职业规划初定培训方

向。②基础阶段：培养兴趣、规范培训过程、试学感兴趣培训方向并最终确定培训方向。③定向培养阶段：半天企业内训、半天带薪培训的全日制模式规范化管理学员，循序渐进强化技能。全程分四个步骤，将 5~6 个商业级项目进行全程贯穿分析讲解，确保项目完成质量和培训质量。④后续服务阶段：学员通过求职平台“无忧网才”填写简历，并有专业团队专注为学员提供及时的就业和猎头服务。⑤企业工作阶段：公司配备专业的技术答疑团队，提供 7\*12 小时在线即时答疑服务。

图表 28：恒企教育 IT 培训服务业务流程图



来源：公司公告，天风证券研究所

**IT 培训直营校区数量扩张速度加快。**多迪科技被恒企教育收购后借鉴恒企教育快速扩张校区的管理经验也加快了校区数量扩张的速度，2015 年校区数量达到 18 家，比 2014 年的 9 家增长了 100%。预计多迪科技 2016 年新增 10 个提供 IT 培训的直营校区，其中特殊城市增加 2 个，其余一般城市增加 8 个；2017 年特殊城市不再增加校区，一般城市增加 6 个校区；2018 年一般城市增加 4 个校区；2019 年一般城市增加 2 个校区。预计未来几年恒企教育的 IT 培训业务亦将保持较高速度的发展，成为恒企教育实现其业绩承诺的重要支撑。

● **多渠道开展学历中介业务、网络视频卡及学习工具销售，提升业绩增长**

**学历中介业务**是指与合作大学通过公司的各分公司网点作为他们的招生点，各大学院根据合同约定按比例分成给恒企教育，这部分收入确认为学历中介收入。**网络视频卡的销售和学习工具销售业务**是公司通过研发标准化的网络视频课程或学习工具等产品及服务，借助网络渠道或线下分公司渠道进行销售。学历中介与网络视频卡销售等业务占公司毛利的 18.6%有效提升公司业绩。

**培训人数及客单价持续增长**，截至 2016 年 7 月，恒企教育共有 199 个直营校区，加盟校区 39 个；2015 年会计培训培训学员达 7.41 万人次，IT 培训学员 3725 人次；2016 年 1-7 月合计培训人次 4.73 万；人均收入从 2014 年的 1848.86 元提高至 2015 年 3155.48 元，而恒企管理会计学院人均收费已提高至 1.58 万元（截至 8 月末年内招生 270 人），未来将保持良好增长态势。预计 2016-2018 年将每年新增 50 个直营校区。

图表 29: 2014 年及 2016 年 7 月恒企教育自营及加盟校区

校区类型		2016年1-7月	2015年	2014年
自营校区	期末数量	199	191	41
	新设数量	8	150	32
	关闭数量	0	0	0
加盟校区	期末数量	39	40	0
	新设数量	0	54	0
	关闭数量	1	14	0

来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 30: 恒企教育 2014 年至 2016 年 7 月直营校区收入情况、学员数量及单个课时营业收入的变化情况

项目	2016年4-7月	2016年1-3月	2015年	2014年
会计培训 (万元)	9,179.51	5,487.94	17,702.06	1,565.29
IT培训 (万元)	2,674.92	1,412.00	6,657.81	674
课时相关收入小计 (万元)	11,854.43	6,899.94	24,359.87	2,239.28
学员数量 (万人)	2.97	1.76	7.78	1.87
课时消耗总数 (万小时)	447.67	260.72	976.27	125.84
单位课时营业收入 (元)	26.48	26.47	24.95	17.79

来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 31: 单位学员人均消费金额的大幅上升营业收入的变化情况

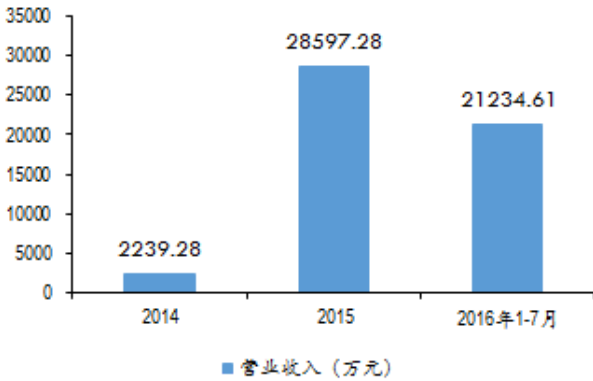
	2015年	2014年
人均消费金额 (元/人次)	3,155.48	1,848.86
IT培训人均消费金额 (元/人次)	18,379.00	15,471.00

来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.2 营收净利高速增长, 会计与 IT 培训业务收入占比达 89.2%

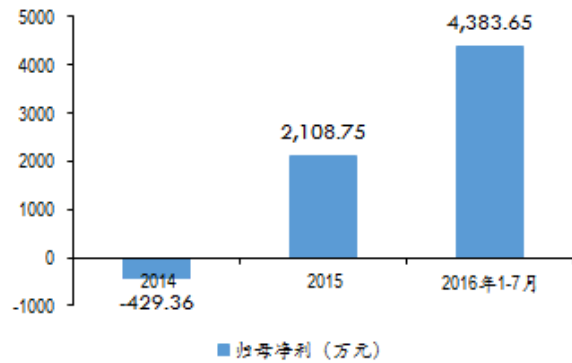
营收净利高速增长。恒企教育 2016 年 1-7 月实现营收 21234.61 万, 归母净利 4383.65 万元, 相比 2015 年增长 107.88%。从历史经营数据比较看, 恒企教育正处于高速成长期, 未来一段时间恒企教育仍将保持较快的成长速度。

图表 32: 恒企教育营业收入变化情况



来源: 公司公告, 天风证券研究所

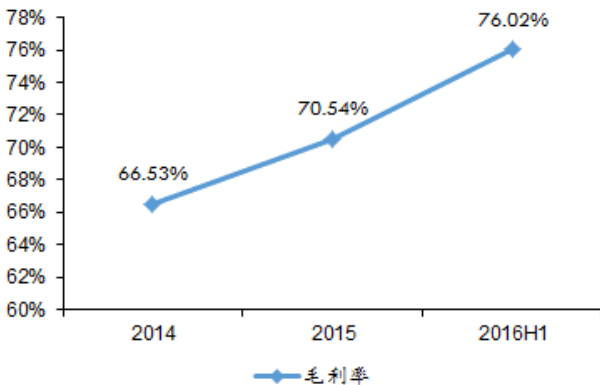
图表 33: 恒企教育归母净利润变化情况



来源: 公司公告, 天风证券研究所

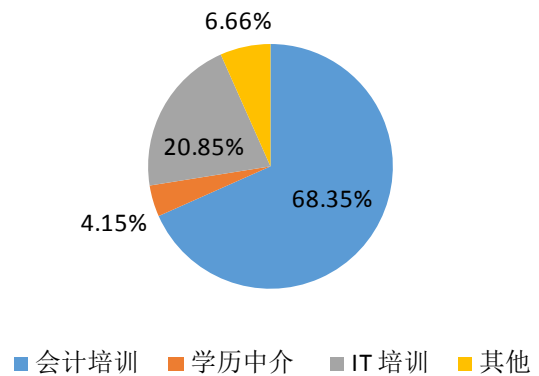
会计与IT培训业务收入占比达**89.2%**。2016年上半年公司综合毛利率76.02%，较2015年增长4.01个百分点。分业务板块及从收入构成看，培训业务实现营收12337.94万元（占比68.35%），毛利率76.40%；IT培训业务收入1201.40万元（占比20.85%），毛利率74.01%。此外，学历中介收入、其他业务收入占比分别为4.15%和6.66%，毛利率则各自为88.61%、70.57%。

图表 34: 恒企教育毛利率逐年上升



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 35: 会计培训与IT培训业务收入占比达89.2%



来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### 4、中大英才：完整在线职业教育服务体系供应商，与恒企协同效应逐步显现

中大英才成立于2010年三月，专注职业考试培训、职业技能培训等在线培训业务及图书销售，通过中大网校网站及业务系统为学员提供相关行业资讯、咨询、交互



式学习及服务，目前积累了上千万职业资格人群用户，数百万的会员用户，在职业教育领域拥有用户与流量的领先优势。

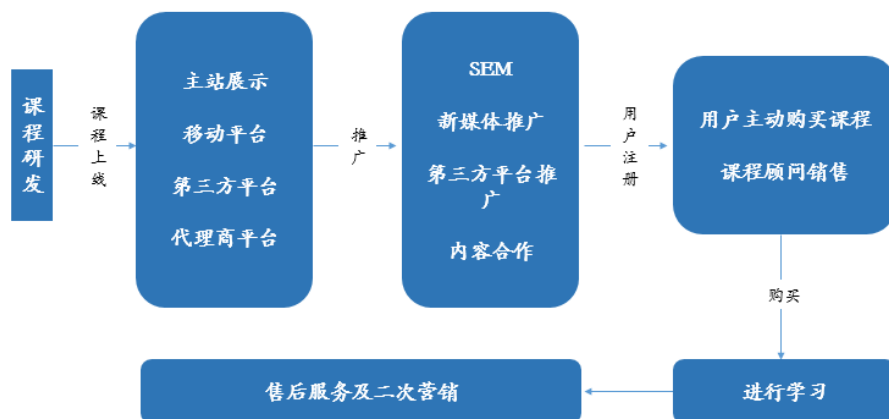
#### 4.1. 专注在线职业教育培训，构建完整职教体系

中大英才主要业务为在线课程培训、图书销售、学习卡销售、媒体广告。具体来看：

##### ● 在线课程培训

覆盖领域包括建筑工程、财经金融、医药卫生、职业资格等，具体可分为自制及第三方课程。其中自制课程由中大英才教研团队与专兼职教师制作相应职业培训课程，并上传至中大英才网站及网络课堂合作方，学员购买课程后可在下一次所买课程对应的资格考试开始前通过 PC 端、手机 app 观看课程。第三方课程中大英才以合作分成形式获得第三方合作网校课程的开课权，用户浏览中大网校网站时，下单并支付购买课程。

图表 36: 中大英才在线培训课程业务流程图



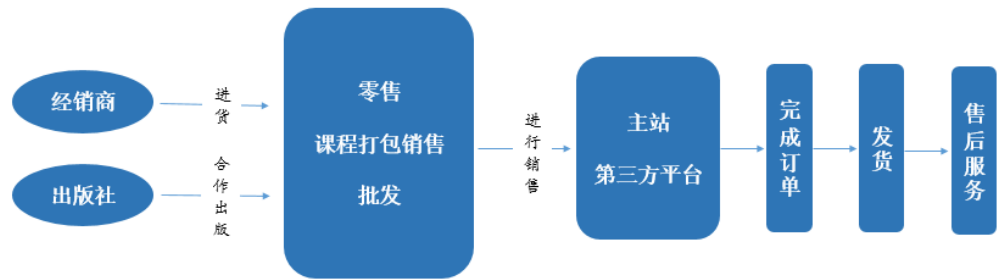
来源：天风证券研究所整理

##### ● 图书业务

主要为职业考试相关的考试辅导书籍及考试教材，考试教材由中大英才向出版社采购，以零售和随课程赠送的方式提供给学员。辅导书为向出版社采购，以零售和随课程打包的方式通过中大英才网站及合作平台销售。



图表 37: 中大英才图书销售业务流程图



来源：天风证券研究所整理

### ● 学习卡

中大英才制作固定金额的学习卡，代理商以一定折扣向中大英才购买学习卡并自行销售。用户获得学习卡后，可登陆中大网校网站充值并在学习卡面额内选择课程。

### ● 广告业务

具体分为广告联盟及课件联盟，其中广告联盟方面，在中大英才网站展示百度等第三方网站的广告代码，由第三方按照 CPC 方式支付广告收入分成。课件联盟中，在中大网校网站展示第三方的课件代码，用户点击并购买课件后，由第三方按照 CPS 方式支付收入分成。

图表 38: 中大英才基础平台主要结构



来源：公司公告，天风证券研究所

多维提升核心竞争力，构建完整在线职业教育体系。第一、技术优势：中大英才创立的教学平台，拥有独立的技术研发团队，搭建 Bright 学习平台、开发平台、

代理商平台、营销平台、报表系统等完整的信息化体系，保证整体业务稳定、高效运行；**第二、用户及流量优势：**通过多种渠道推动公司产品及业务发展，一方面通过与百度、阿里、腾讯、360、搜狗等互联网机构的合作积累了优质合作关系和人脉资源，积累丰富的稀缺资源，确保 PC、M 端的精准用户导入，另一方面通过与出版社、书商等合作，利用图书资源有效推广网校视频课程，并通过自编辅导书获取了部分考试类项目相对优质、精准的用户资源。**在职业教育领域拥有大量用户及流量优势。**；**第三、完整在线职业教育体系：**中大英才以先进的信息技术为基础，覆盖各类职称考试类别，拥有录播、直播、图书、题库等完整的体系化教学手段，构建从流量入口到变现至售后服务均有布局的完整在线职业教育服务体系。

**在学生人数方面，**中大英才 2015 年学员数量为 2.87 万人次、较 2014 年的 2.03 万人次大幅增长 41.1%，主要系中大英才此前在销售方面投入主要在线下合作商区域推广和资源合作方面，在用户终端销售方面并未建立专门的销售团队，2016 年第 1 季度已经逐步建立销售跟踪团队，来对中大英才客户资源库进行回访跟踪、促进销售。2016 年 1-7 月，中大英才付费学员数量已达 3.56 万人，超过 2015 年全年人数，销售跟踪团队较大幅度的提高了 CRM 的客户成交率。

**图表 39: 报告期内 CRM 客户成交率**

2014 年	2015 年	2016 年第 1-3 月
4.5%	6.9%	14.21%

来源：公司公告，天风证券研究所

**图表 40: 中大英才 2014 年、2015 年实际及 2016 年预测在线课程总学员人数**

2014	2015	2016 年 (预测)
20,348	28,712	43,854
增长率	41.10%	52.74%

来源：公司公告，天风证券研究所

**新业务带来新的业绩增长点。**学历代招生业务为评估基准日后新增业务，即中大英才以第三方（学校）的合作方代理招生，由中大英才统一将学费按照分成比例结算给第三方，剩余部分即收益。目前已与部分院校签订合作协议，并开始代理招生，产生收益。此外，**直播业务 2016 年 3 月份已经启动**，通过进驻第三方平台，直播相关课程学习产生招生，由第三方平台扣除管理费用后，将招生费用定期结算给中大英才。中大英才在 2016 年新拓展的学历代招生业务、直播业务也将为中大英才在未来贡献收入，成为中大英才实现其业绩承诺的有力保障。

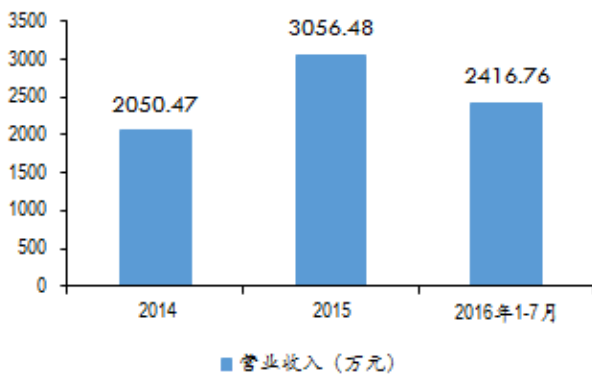
此外，未来中大英才与恒企的协同效应将进一步显现，具体来看，第一，中大

英才主要是线上的资格考试培训，有包括会计、建筑、安全、证券、医学等在内的细分赛道，每年网站上有 2000-3000 万的访问 IP，600-700 万注册用户，其中 20%-25% 属于财务会计类的，这部分人群（约 140 万）考完证书后会有实操的需求，通过对接到恒企，进而带动恒企业绩提升；**第二**，在线教育很宽，但深度不够，通过引用恒企内容研发的体系，帮助中大打造优化教育内容，从而提高竞争力；**第三**，中大覆盖科目广，为恒企在线下拓展赛道提供流量支撑。中大把所有职业资格考试打通，所有注册会员题库免费做，学员会根据做题情况选择相应课程，因此题库起到增强流量的粘度和转化率的作用。

#### 4.2. 营收净利双增，在线培训业务占比 91.57%

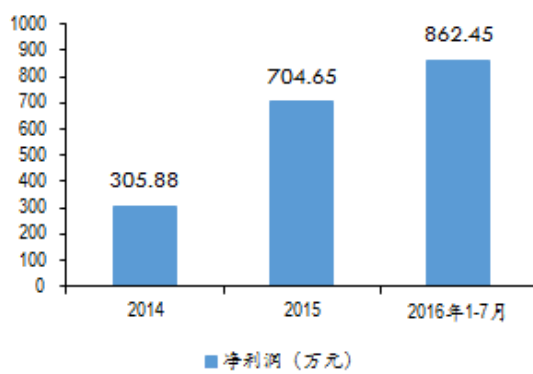
**营收净利双增。**中大英才利用其丰富的教育行业经验及优质的用户流量入口，建立起稳定良好的经营关系，近年来营收业绩稳步增长。2014 年、2015 年、2016 年 1-7 月分别实现营业收入 2050.47 万、3056.48 万、2416.76 万，净利润分别为 305.88 万、704.65 万以及 862.45 万元。从历史经营数据看，中大英才正处于高速成长期，未来一段时间中大英才仍将保持较快的成长速度。

图表 41: 中大英才近两年半的营业收入情况



来源：公司公告，天风证券研究所

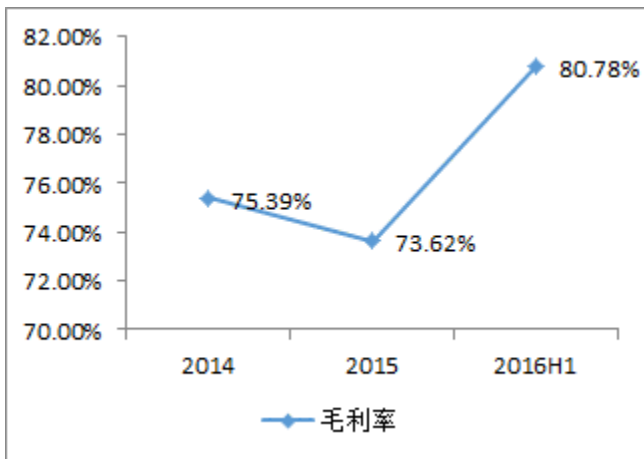
图表 42: 中大英才近两年半的净利润情况



来源：公司公告，天风证券研究所

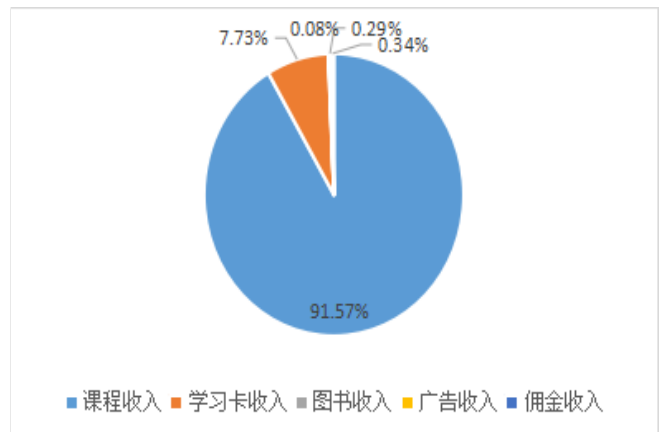
**在线培训业务占比 91.57%，带动营收业绩增长。**中大英才 2016 年上半年综合毛利率 80.78%，较 2015 年增长 7.16%。从业务收入占比来看，2016 年上半年在线培训业务实现营收 1772.52 万元，占比 91.57%，构成了中大英才主要营收来源，图书、学习卡、广告、佣金分别占比 7.73%、0.08%、0.29%、0.34%。

图表 43: 中大英才各年度毛利率变化



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 44: 在线培训业务占比 91.57%



来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

近年来受宏观经济周期波动以及煤质检测仪器行业激烈竞争的影响, 公司业绩波动较大。但鉴于中国以煤炭为主的能源消费结构仍未改变, 经济形势趋于稳定, 公司技术水平的不断完善, 预计公司 2016-2018 年将保持 3% 的增速, 毛利率缓慢下降, 分别为 47.45%、47.35%、47.25%、47.15%。

图表 45: 开元仪器盈利预测

单位: 万元		2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
原主业	营收	30739.05	28247.87	29095.31	29968.17	30867.21	31793.23
	增长率		-8.10%	3%	3%	3%	3%
	毛利率	53.58%	46.95%	47.45%	47.35%	47.25%	47.15%
恒企教育	营业收入	2239.3	28597.28	35559.66	45614.22	57391.79	66043.39
	营业成本	749.45	8424.07	9097.5	11336.87	13980.13	16381.59
	毛利率	66.53%	70.54%	74.42%	75.15%	75.64%	75.20%
中大英才	营业收入	2050.5	3056.5	4615.47	6445.99	8438.48	10212.39
	营业成本	504.54	806.23	1025.54	1391.50	1752.36	2071.60
	毛利率	75.39%	73.62%	77.78%	78.41%	79.23%	79.71%
合计	营收	30739.05	28247.87	29095.31	82028.38	96697.48	108049.01
	增长率		-8.10%	3.00%	181.93%	17.88%	11.74%
	毛利率	53.58%	46.95%	47.45%	65.25%	66.89%	67.37%

来源: 公司公告, 天风证券研究所

**给予买入评级。**公司原主业为提供燃料智能化管理系统解决方案及智能煤质检测仪器设备销售, 近几年营收下滑业绩承压, 本次交易完成后, 公司主业将新增教育培训业务, 正式迈入职业教育市场。一方面, 通过积极发展第二主业, 战略布局教育培训产业, 为今后逐步建立职业教育培训服务平台奠定重要基础; 另一方面, 培育新

的利润增长点，两家公司在职业教育细分赛道具备较强竞争力，助力公司分享职业教育市场增长红利，显著增强盈利能力。综上，假设恒企教育及中大英才于 2017 年开始并表，则预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 2.91 亿元、9.50 亿元和 11.48 亿元；归母净利分别为 445 万元、1.51 亿元和 2.00 亿元。我们预计 2016-18 年 EPS 为 0.02 元、0.44 元、0.59 元，对应 PE 为 1145 倍、46 倍、34 倍。

**图表 46: 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	263.98	159.39	179.98	76.06	91.87	营业收入	307.39	282.48	290.95	950.75	1,148.34
应收账款	210.44	244.22	161.29	1,149.02	433.61	营业成本	142.68	149.86	152.90	331.03	378.33
预付账款	13.58	6.91	12.87	33.21	17.91	营业税金及附加	3.38	3.04	2.91	9.51	11.48
存货	104.74	142.73	72.57	411.01	125.73	营业费用	52.73	50.69	52.21	170.18	206.70
其他	10.36	29.84	13.88	76.56	44.14	管理费用	63.15	73.79	76.01	250.05	300.86
<b>流动资产合计</b>	<b>603.11</b>	<b>583.09</b>	<b>440.59</b>	<b>1,745.86</b>	<b>713.25</b>	财务费用	-6.05	-3.56	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.72	16.54	14.00	15.00	15.18
固定资产	144.68	222.77	252.37	295.69	334.26	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	72.29	36.93	58.16	82.89	79.74	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	45.31	46.32	43.51	40.70	37.89	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.39	41.96	38.65	38.19	39.17	<b>营业利润</b>	<b>45.79</b>	<b>-7.87</b>	<b>-7.07</b>	<b>174.98</b>	<b>235.78</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>275.68</b>	<b>347.98</b>	<b>392.69</b>	<b>457.48</b>	<b>491.05</b>	营业外收入	12.27	13.07	12.84	12.73	12.88
<b>资产总计</b>	<b>878.78</b>	<b>931.07</b>	<b>833.27</b>	<b>2,203.34</b>	<b>1,204.31</b>	营业外支出	0.74	0.42	0.50	9.00	9.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	671.73	37.69	<b>利润总额</b>	<b>57.32</b>	<b>4.78</b>	<b>5.27</b>	<b>178.71</b>	<b>239.66</b>
应付账款	39.33	65.63	21.17	175.99	59.05	所得税	9.44	2.92	0.87	30.38	40.74
其他	71.93	103.13	56.65	266.18	105.52	<b>净利润</b>	<b>47.89</b>	<b>1.85</b>	<b>4.40</b>	<b>148.33</b>	<b>198.92</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>111.26</b>	<b>168.77</b>	<b>77.82</b>	<b>1,113.91</b>	<b>202.25</b>	少数股东损益	-1.05	-1.94	-0.04	-2.22	-1.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	171.37	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>48.94</b>	<b>3.79</b>	<b>4.45</b>	<b>150.55</b>	<b>200.91</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.19	0.02	0.02	0.44	0.59
其他	2.19	2.36	1.52	2.02	1.97						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.19</b>	<b>2.36</b>	<b>1.52</b>	<b>173.40</b>	<b>1.97</b>						
<b>负债合计</b>	<b>113.45</b>	<b>171.12</b>	<b>79.33</b>	<b>1,287.31</b>	<b>204.22</b>						
少数股东权益	7.66	9.15	9.11	6.92	4.97	<b>主要财务比率</b>					
股本	126.00	252.00	252.00	340.00	340.00		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
资本公积	412.28	286.28	286.28	286.28	286.28	<b>成长能力</b>					
留存收益	625.68	490.87	492.83	569.12	655.11	营业收入	8.86%	-8.10%	3.00%	226.77%	20.78%
其他	-406.29	-278.35	-286.28	-286.28	-286.28	营业利润	8.30%	-117.19%	-10.17%	-2,574.28%	34.74%
<b>股东权益合计</b>	<b>765.33</b>	<b>759.95</b>	<b>753.94</b>	<b>916.03</b>	<b>1,000.09</b>	归属于母公司净利润	2.35%	-92.25%	17.20%	3,286.30%	33.44%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>878.78</b>	<b>931.07</b>	<b>833.27</b>	<b>2,203.34</b>	<b>1,204.31</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	53.58%	46.95%	47.45%	65.18%	67.05%
						净利率	15.92%	1.34%	1.53%	15.84%	17.50%
						ROE	6.46%	0.51%	0.60%	16.56%	20.19%
						ROIC	8.05%	-0.90%	-1.05%	26.93%	11.87%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	12.91%	18.38%	9.52%	58.43%	16.96%
						净负债率	-29.46%	-19.81%	1.56%	-10.99%	36.81%
						流动比率	5.42	3.46	5.66	1.57	3.53
						速动比率	4.48	2.61	4.73	1.20	2.90
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.54	1.24	1.44	1.45	1.45
						存货周转率	3.26	2.28	2.70	3.93	4.28
						总资产周转率	0.36	0.31	0.33	0.63	0.67
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.19	0.02	0.02	0.44	0.59
						每股经营现金流	0.14	-0.08	0.36	-3.50	3.91
						每股净资产	3.01	2.98	2.96	2.67	2.93
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	104.02	1,341.86	1,144.94	45.62	34.19
						市净率	6.72	6.78	6.83	7.55	6.90
						EV/EBITDA	30.87	628.12	994.71	40.10	26.79
						EV/EBIT	41.57	-386.87	-690.72	43.48	28.77

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)