

2016年09月05日

公司研究

评级: 买入 (维持)

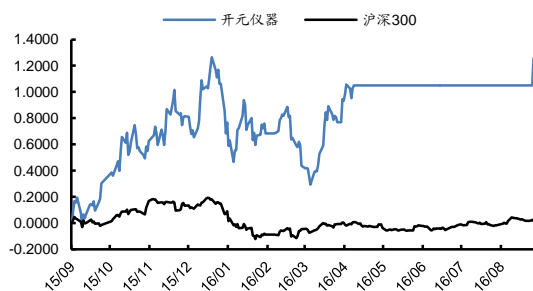
研究所

证券分析师: 冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn
联系人: 朱芸 S0350115020010
010-88576686-801 zhuy03@ghzq.com.cn

收购优质教育资产，打造职业教育龙头

——开元仪器（300338）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
开元仪器	10.9	10.9	141.6
沪深300	3.5	3.9	-1.5

市场数据

2016/09/05

当前价格(元)	20.20
52周价格区间(元)	8.55 - 21.59
总市值(百万)	5090.40
流通市值(百万)	3400.34
总股本(万股)	25200.00
流通股(万股)	16856.77
日均成交额(百万)	83.18
近一月换手(%)	22.80

相关报告

《开元仪器（300338）公司点评：煤质检测前景看好，外延拓展值得期待（买入）*机械行业*冯胜》——2016-02-17

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点:

- 在线职业教育高速发展，会计等细分领域更具发展潜力。**职业教育市场广阔，政策扶持力度大。职业教育培训线上化趋势明显，市场规模加速增长，未来教育科技深度融合是大势所趋。具体到细分领域，由于会计教育呈现企业刚性需求大、非持证会计人员众多、考证需求大、培训市场还未成熟的特点，因此未来发展更具潜力。
- 公司布局线上教育平台及线下会计等细分领域，协同效应显著。**公司收购中大英才和恒企教育，正式进军非学历职业教育领域。恒企教育立足会计实操培训，业务向IT等领域拓展，打造智能教育平台，业绩呈现高速增长。中大英才是线上优质教育平台，形成了以服务职业考证为中心的全生态环境，极具竞争力。线上平台能够发挥流量优势为线下培训提供增量客户，并支持线下业务的跨领域扩张，未来协同效应显著。公司有望发展成为A股职业教育龙头。
- 公司作价12亿元收购恒企教育100%股权。**标的公司承诺2016年产生的扣除非经常性损益后的净利润不低于8,000万，2016年和2017年度产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于18,400万，2016年、2017年和2018年度恒企教育所产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于31,920万元。
- 公司作价1.82亿元收购中大英才70%股份。**标的公司承诺2016年所产生的扣除非经常性损益后的净利润不低于1,500万，2016年和2017年度所产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于3,500万，2016年、2017年和2018年度所产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于6,500万元。
- 维持买入评级，目标价28元。**公司将进入“煤质检测+教育”双主业发展阶段。在不考虑并购恒企教育与中大英才的前提下，预计2016-18年归母净利润分别为0.15、0.51和1.03亿元，对应EPS分别为0.06、0.20和0.41元。在考虑并购的前提下，假设标的公司2017年1月1日开始并表，预计2016-18年归母净利润为0.15、1.82和2.73亿元，对应EPS分别为0.06、0.54和0.82元；根据教育行业A股上市公司的平均估值水平，2017年给予开元仪器52倍的PE，对应目标价28元，维持“买入”评级。

- **风险提示:** (1) 收购标的业绩不达预期风险; (2) 市场竞争加剧风险; (3) 收购资产及定增事项实施的不确定性风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	282	379	536	709
增长率(%)	-8%	34%	41%	32%
净利润(百万元)	4	15	51	103
增长率(%)	-92%	294%	243%	101%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.06	0.20	0.41
ROE(%)	0.50%	1.95%	6.44%	12.01%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所(暂不考虑此次增发及收购的影响)

内容目录

1、 在线职业教育高速发展，会计等细分领域更具发展潜力	5
1.1、 非学历职业教育市场广阔，市场属性助其地位提升	5
1.2、 在线职业教育发展迅速，科技和教育结合大势所趋	6
1.3、 会计等细分领域需求巨大，更具发展潜力	8
2、 收购优质教育资产，打造职业教育龙头股.....	9
2.1、 公司布局职业教育，收购恒企教育、中大英才	9
2.2、 恒企教育：立足会计培训，业务模式跨行业拓展能力强	10
2.3、 中大英才：线上教育优质平台，打造职业考证服务全流程生态	13
2.4、 并购标的协同效应显著，有望相互促进发展	15
3、 盈利预测与评级	16
3.1、 不考虑收购标的的盈利预测	16
3.1、 考虑收购教育标的后的盈利预测	17
4、 风险提示	18

图表目录

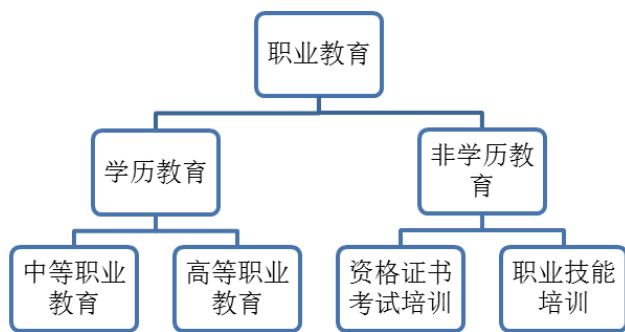
图 1: 职业教育分类	5
图 2: 非学历职业教育市场规模	5
图 3: 2016 年中国在线教育各细分市场份额	7
图 4: 2014 年中国在线职业教育各细分市场份额	7
图 5: 2013-2018 年中国在线职业教育市场规模	7
图 6: 2013-2018 年在线职业教育用户规模	7
图 7: 会计中级职称考试一次性通过率与三门科目各自的通过率	8
图 8: 恒企教育近两年及一期经营情况	12
图 9: 恒企教育六大会计神器	13
图 10: 恒企教育 IT 服务流程五阶段示意图	13
图 11: 中大英才近两年及一期经营情况	14
图 12: 中大网校全阶段覆盖职业资格考试	15
图 13: 中大网校培训类别	16
表 1: 2010 年之后关于职业教育的国家扶持政策	6
表 2: 知名会计培训机构比较	9
表 3: 收购标的特点介绍	10
表 4: 公司收购恒企教育具体方案	11
表 5: 公司募集配套资金具体方案	11
表 6: 公司收购中大英才具体方案	14
表 7: 公司盈利及估值预测 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)	17
表 8: 公司盈利及估值预测 (考虑本次发行股份摊薄因素及并购恒企教育与中大英才的影响)	17
表 9: A 股教育类上市公司平均估值水平一览表 (最新股价按照 2016 年 8 月 31 日收盘价确定)	17
表 10: 开元仪器盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)	19

1、在线职业教育高速发展，会计等细分领域更具发展潜力

1.1、非学历职业教育市场广阔，市场属性助其地位提升

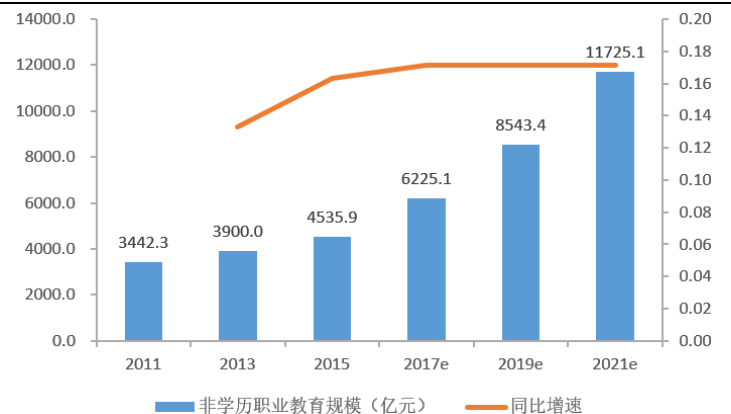
根据我国在 1996 年颁布的《职业教育法》规定，职业教育可分为学历教育和非学历教育。学历教育包括中等、高等职业教育；非学历教育包括职业资格证书培训和职业技能培训。伴随近年教育改革兴起及部分教育培训公司上市，职业非学历市场规模不断扩大，根据智研咨询相关统计数据，2015 年我国职业非学历教育规模 3106 亿元，同比增长 16.4%。受益于经济发展，学习型社会的建立，学员付费意愿逐步增强，预计非学历职业教育市场规模将加速增长。

图 1：职业教育分类



资料来源：国海证券研究所

图 2：非学历职业教育市场规模



资料来源：智研咨询、国海证券研究所

非学历教育办学主体是民营企业，来自政府的经费及政策扶持力度较小，因此凸显其市场属性。相比正规学历教育机构，非学历教育培训机构有两大特点 1.对教育市场需求及特点了解更加深入。由于其市场属性，非学历教育培训机构需要紧跟教育市场需求，推出合适的课程，并且需要根据学员的需求提供多样化、定制化的课程，只有紧跟市场需求，以学员为中心，才能不被市场淘汰。2.顺应行业发展趋势，讲求经济效益。经营层面，非学历职业教育培训机构的宣传、管理体制、企业转型扩张均需要符合行业趋势，遵循市场规律，借助市场力量，以谋求进一步发展。3.非学历教育更符合泛在教育、终身学习的社会需求。非学历教育可以为职场人士提供丰富的学习材料，及方便的学习途径，使离开院校的职场人士能够根据需求随时学习职业相关知识，对民众提升职业技能，适应职业发展需求，培养终身学习理念有重要作用。基于以上特点，非学历教育培训成为我国职业教育发展的重要推动力量，国家政策对其的扶持力度也逐渐加大。

非学历职业教育地位提升，政策扶持力度加大。2014 年 6 月，国务院出台的《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》中明确提出了职业院校培训在校生（折合数）与学历职业教育在校生的比例在 2012 年、2015 年、2020 年要分别达到 14%，

20%，30%。教育部等六部委在同一时期出台的《现代职业教育体系建设规划2014-2020年》中提出要鼓励企业举办或参与举办职业院校，到2020年，大中型企业参与职业教育办学的比例达到80%以上。

表 1：2010 年之后关于职业教育的国家扶持政策

时间	部门	政策	主要内容
2010年7月	国务院	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》	调动行业企业的积极性。建立健全政府主导、行业指导、企业参与的办学机制，制定促进校企合作办学法规，推进校企合作制度化。完善就业准入制度，执行“先培训、后就业”“先培训、后上岗”的规定。
2011年6月	教育部	《教育部关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革发展的意见》	推进产教结合与校企一体办学，实现专业与产业、企业、岗位对接；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的对接；推进构建人才培养立交桥，实现职业教育与终身学习对接。
2012年3月	教育部	《教育信息化十年发展规划2011-2020年》	大力发展远程职业教育培训，共享优质数字教育资源，支撑职业教育面向人人、面向社会。
2014年6月	国务院	《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》	到2020年，形成适应发展需求、产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通，体现终身教育理念，具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系；总体保持中等职业学校和普通高中招生规模大体相当，高等职业教育规模占高等教育的一半以上，总体教育结构更加合理。到2020年，从业人员继续教育达到3.5亿人次。
2014年6月	教育部、发改委、财政部、人力资源保障部、农业部、国务院扶贫办	《现代职业教育体系建设规划2014-2020年》	到2020年，形成适应发展需求、产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通，体现终身教育理念，具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系；鼓励企业举办或参与举办职业院校，到2020年，大中型企业参与职业教育办学的比例达到80%以上。

资料来源：国务院、教育部等政府网站；国海证券研究所

通过梳理国家相关政策，可以发现国家对非学历职业教育的政策鼓励主要集中在以下几个方面：

- 1) 鼓励社会力量投资兴办职业教育，探索发展股份制、混合所有制职业院校；
- 2) 推动校企共建、发挥集团化办学优势、推动校企联合招生、培养；
- 3) 推行“双证书”制度，将相关课程考试考核与职业技能鉴定合并进行体系；
- 4) 到2020年，基本建成“人人皆学、处处能学、时时可学”、与国家教育现代化发展目标相适应的教育信息化，基本实现各级各类学校宽带网络全覆盖与网络教学环境建设。

1.2、在线职业教育发展迅速，科技和教育结合大势所趋

从非学历职业教育行业发展整体来看，伴随互联网发展，整个行业线上化特点明显。同时结合美国教育行业发展特点，未来教育和互联网等技术的融合乃大势所趋。

根据易观智库 2016 年的统计数据，职业教育在在线教育市场中占比高达 30.2%，仅次于高等教育。用户以成年人为主，目的性明确，主动性强，付费意愿高，市场潜力广阔。在线职业教育领域种类繁多，目前外语培训、IT 技能培训、会计培训等、

公务员考试培训等课程需求较高。

图 3: 2016 年中国在线教育各细分市场份额

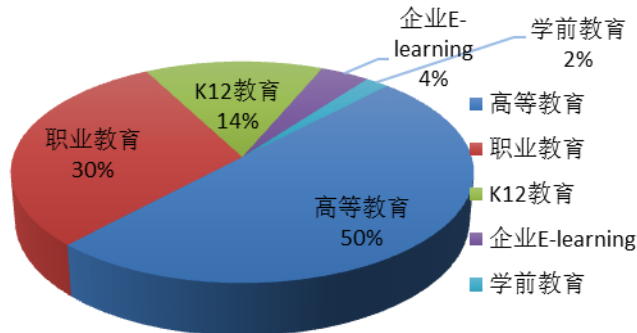
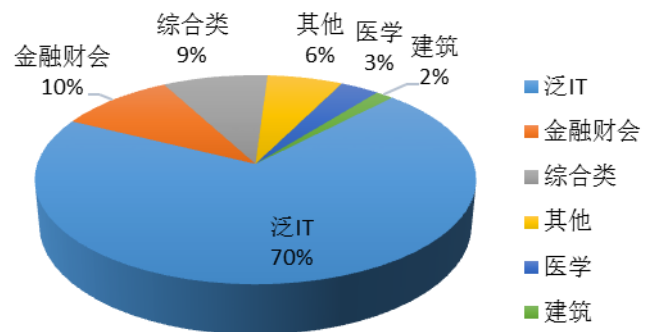


图 4: 2014 年中国在线职业教育各细分市场份额



资料来源: 易观智库、国海证券研究所

资料来源: 易观智库、国海证券研究所

同时艾瑞咨询数据显示, 2014 年中国职业在线教育市场规模为 257 亿元, 同比增长 18.1%。预计未来几年将保持 20% 左右的速度增长, 到 2018 年达到 515.5 亿元。2014 年中国在线职业教育用户规模为 2092.5 万人, 同比增长 16%, 预计未来几年将保持 20% 的速度增长, 到 2018 年达到 4033.1 万人。

图 5: 2013-2018 年中国在线职业教育市场规模

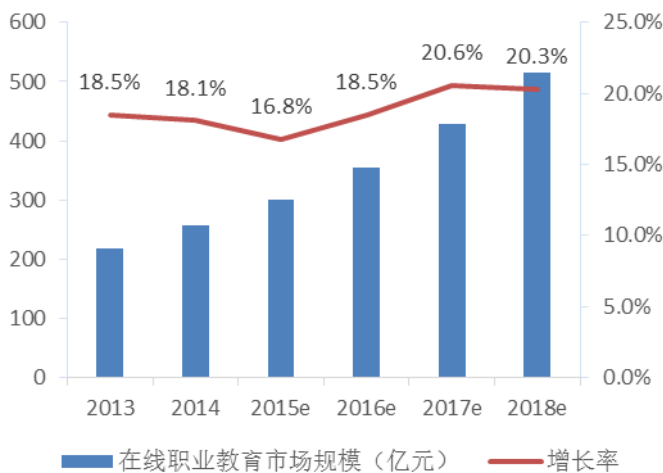


图 6: 2013-2018 年在线职业教育用户规模



资料来源: 艾瑞咨询、国海证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询、国海证券研究所

对比国外教育行业发展, 可以发现教育和互联网等科技的融合是大势所趋, 未来融合将会进一步加深。以美国为例, 可以发现, 美国目前教育科技企业发展迅速, 各类教育科技企业迅速涌现, 如提供 IT 技能培训的视频网站 Lynda, 语言学习软件 Duolingo 等, 这些企业利用新科技将教育内容更好的呈现, 提供更好的学习体验, 获得市场极大认可, Lynda 被以 15 亿美元高价收购, Duolingo 估值目前已经达到 4.7 亿美元。可以预计, 国内职业教育市场未来也将进一步加深和科技的融合, 线上教育作为一种典型形态也将受到市场追捧。

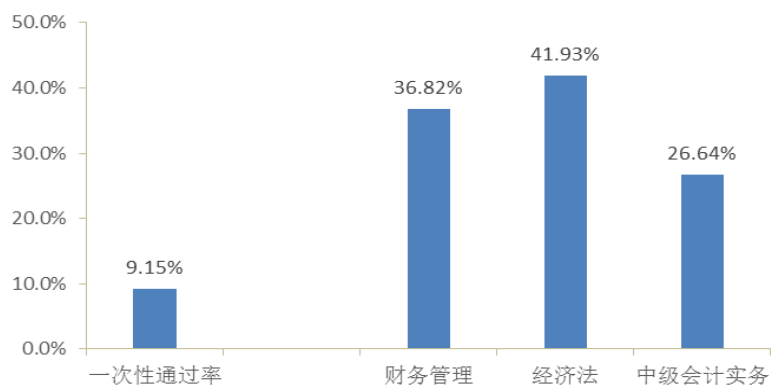
1.3、会计等细分领域需求巨大，更具发展潜力

具体非学历职业教育细分领域，会计职业教育培训市场体现出 1. 会计从业人员刚需大，政策扶持力度强；2. 资格考试通过率低，培训机构生源充足；3. 培训机构众多，行业内尚无垄断巨头出现的特点。未来发展潜力巨大。

会计从业人员刚需大，政策扶持力度强。我国企事业单位众多，根据国家统计局统计，截至 2015 年底，国内共有 1061 万余家企业，对于会计从业人员的刚性需求相对稳定。国家也出台了相应的扶持政策来鼓励和发展会计行业。2010 年 6 月 6 日，经党中央、国务院批准颁布实施《国家中长期人才发展规划纲要》，将财会人才列为经济社会发展重点领域的急需紧缺专门人才。同年 9 月，财政部颁布的《(2010-2020) 会计行业中长期人才发展规划》《会计人才规划》指出，“要推动实现会计领军人才培养与会计专业技术职称（职务）制度、会计专业学位教育制度的有机衔接”即培养造就规模宏大、结构优化、高素质的专业会计人才队伍。

资格考试通过率低，培训机构生源充足。会计从业中含量较高的证件有两种——会计从业资格证书、注册会计师资格证。会计从业资格证书是从事会计工作必备的要求和条件，是证明能够从事会计工作的唯一合法凭证。据财政部会计司数据统计，截至 2014 年底，累计有 515.6 万人通过全国会计专业技术资格考试取得了资格证书，其中，初级 348.3 万人，中级 153.5 万人，高级 13.8 万人。这与实际从业人员数目差距还很大，考证需求足够大。而且会计从业资格考试的通过率并不高，根据财政部会计资格评价中心研究处数据统计显示，2014 年会计中级职称考试各科目合格率在 26.64%至 41.93%之间，其中：《财务管理》通过率为 36.82%，《经济法》的通过率为 41.93%，《中级会计实务》通过率为 26.64%。一次性通过率为 9.15%。由此可见，考证人员对于培训机构的需求不会小，培训机构的生源会比较充足。

图 7：会计中级职称考试一次性通过率与三门科目各自的通过率



资料来源：财政部会计资格评价中心、国海证券研究所

会计培训机构种类繁多，尚无垄断巨头出现。会计培训机构众多，每家都有各自的独特的教育方法，目前尚未出现有垄断地位的企业。其中相对最著名的几家会计培训机构包括达内会计学院、仁和会计教育、恒企教育、中华会计网、高顿财经等。

目前众多高校中会计人才培养教学多是“纸上谈兵”：现代教育技术手段应用不多，实验室建设与实践基地建设严重滞后，产学研结合不够紧密。课程设置上反映信息化的课程还开得不多，创新能力的培养力度不大。因此，会计专业学生的实践操作能力相对薄弱，而从事实操培训的校外教育机构则在某种程度上弥补了这方面的不足。恒企教育的特色就是注重会计实践操作培训，使学员不但能运用理论知识来应对资格考试，还能在实习和工作中具有直接动手操作能力。

表 2: 知名会计培训机构比较

公司名称	公司特点
达内会计学院	1.美国上市公司旗下全资子公司，国内专业从事总账会计、中级会计职称、CPA 培训的教育机构； 2.师资力量雄厚，聘用的老师多是10年以上财务或会计从业人员； 3.依托数万家合作企业为学生推荐就业。
仁和会计教育	1.成立于2002年，全国200所直营校区； 2.教学产品方面，开设了考证系列、实战系列、职业系列等多个系列课程，适合不同层次的会计学生。
恒企教育	1.以实战型会计人才培养为核心； 2.根据学员需求，开设了考证类、职称类、推荐就业、包就业等多种班型，适合不同层次的学员学习。
中华会计网	目前国内大型会计远程教育网站龙头企业，课程内容及资料沉淀较多。
高顿财经	全球知名的财经职业资格认证考试培训，旗下认证资格包括：ACCA、CIMA、USCPA、CFA、CMA、FRM、CPA、会计职称等。

资料来源：达内会计学院、仁和会计教育、恒企教育、中华会计网、高顿财经、国海证券研究所

2、收购优质教育资产，打造职业教育龙头股

2.1、公司布局职业教育，收购恒企教育、中大英才

公司在巩固加强公司煤质检测与燃料智能化管理业务领域的基础上，重点关注教育领域发展机遇，早先就已经参股长沙博容教育科技有限公司，今年4月15日公司宣布停牌进行重大资产重组，8月17日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》，根据公告，公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买恒企教育100%的股权，交易金额为120,000万元；以发行股份及支付现金相结合的方式购买中大英才70%的股权，交易金额为18,200万元；同时募集配套资金不超过47,000万元。公司本次收购的两个标的在职业教育方面均具有较强竞争力，是公司迎合未来教育行业发展趋势做出的重大布局，有望成为公司未来业绩新的利润增长点。

表 3: 收购标的特点介绍

公司名称	中大英才	恒企教育
业务布局	覆盖会计、建筑、医疗等多领域职业教育培训。	专注于会计行业，以会计实操为培训核心。
教学模式	线上远程教育为主，采取课程录播、直播等形式。	线下培训为主，教师面对面培训。
公司特色	线上教育覆盖职业考试全阶段、覆盖培训领域广、网校联盟方式宣传、	覆盖职业考试到就业推荐全过程、打造智能教育平台、
行业地位	“十佳网络远程教育机构”、“十佳职业培训机构”	行业前列、会计实操证全国报名与考试中心试点单位。

资料来源：中大英才官网、恒企教育官网、国海证券研究所

恒企教育是国内会计培训行业内领先的教育培训企业，专注于实战型会计人才培养，采用自主研发课程教材，以会计人员终身职业教育为目标，目前已经在全国设立 200 多所分公司。在维护好线下校区同时恒企教育迅速响应行业需求，搭建智能教育平台，符合教育科技发展大趋势。公司对此标的收购，加深了公司在教育领域布局的深度，建立了公司在会计职业教育细分领域的优势地位，同时恒企教育成功推出的智能教育产品也将为公司未来发展教育领域业务提供宝贵经验。

中大英才旗下主要资产中大网校专注远程教育，覆盖多领域职业培训，将互联网与教育完美结合，打造了极具影响力的在线教育平台，而在线教育作为教育科技的初级形态，未来有望和云计算、大数据、VR 等科技深度融合，公司此次收购为未来打造教育科技领先平台打下良好基础，未来发展速度有望获得提升。

2.2、恒企教育：立足会计培训，业务模式跨行业拓展能力强

恒企教育股东拟通过双重方式持有上市公司股权，与上市公司利益深度绑定。根据公司公告，公司拟向特定对象江勇等 7 名自然人及广发信德等 9 家机构以发行股份及支付现金相结合的方式购买其合计持有的恒企教育 100% 股权，其中以现金方式支付恒企教育交易对价的 40%，总计 48,000 万元；以发行股份的方式支付恒企教育交易对价的 60%，总计 72,000 万元，总计发行股份数为 49,247,601 股。此外，公司拟向江勇、前海开源开元弈方定增 41 号资产管理计划、道基晨灞和道基晨富等 4 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过 47,000 万元，用于支付本次重组现金对价及中介机构费用，其中，江勇、道基晨富为恒企教育前十大股东，本次交易前分别持有恒企教育股权比例为 30.99% 和 2%。根据本次交易方案，恒企教育股东能够实现对上市公司的双重持股，将对双方合作产生积极影响。

表 4: 公司收购恒企教育具体方案

标的资产	交易对方	持有标的资产股权比例	对价 (元)	现金对价 (元)	股票对价 (元)	股票数量 (股)
恒企教育 100% 股权	江勇	30.992%	371,904,247.19	119,361,830.64	252,542,416.55	17,273,763
	冯仁华	15.458%	185,496,093.55	64,198,437.42	121,297,656.13	8,296,693
	广发信德	7.880%	94,559,949.46	56,735,969.67	37,823,979.79	2,587,139
	江胜	7.700%	92,400,084.24	28,960,033.70	63,440,050.54	4,339,264
	道基金兴	7.000%	83,999,978.40	33,599,991.36	50,399,987.04	3,447,331
	张小金	5.675%	68,100,081.81	22,240,032.72	45,860,049.09	3,136,802
	李星余	5.675%	68,100,081.81	17,240,032.72	50,860,049.09	3,478,799
	繆子以诺	5.000%	59,999,676.00	23,999,870.40	35,999,805.60	2,462,367
	广州恒莹	4.500%	54,000,005.40	21,600,002.16	32,400,003.24	2,216,142
	王立霞	2.000%	24,000,032.40	24,000,032.40	-	
	道基晨富	2.000%	24,000,032.40	9,600,012.96	14,400,019.44	984,953
	和睿砺	2.000%	24,000,032.40	24,000,032.40	-	
	珠海庞大	2.000%	24,000,032.40	9,600,012.96	14,400,019.44	984,953
	和君商学	1.000%	11,999,881.20	11,999,881.20	-	
	王碧荣	1.000%	11,999,881.20	11,999,881.20	-	
	珠海康远	0.120%	1,439,910.14	863,946.09	575,964.05	39,395
合计		100%	1,200,000,000	480,000,000	720,000,000	49,247,601

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 5: 公司募集配套资金具体方案

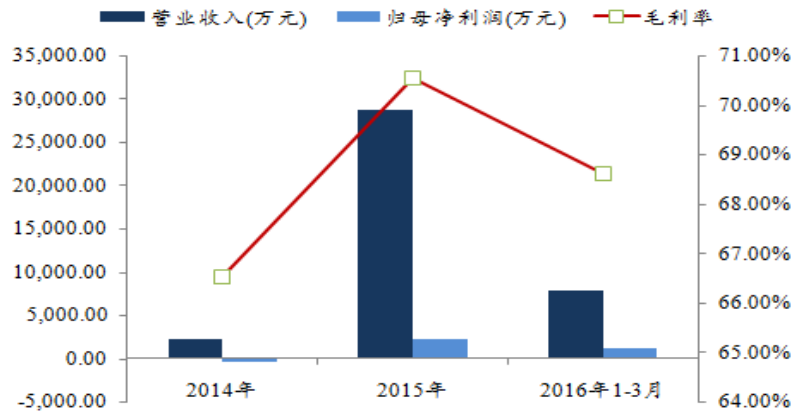
认购方名称	本次认购股数 (股)	认购金额 (万元)	认购比例	占发行后总股本比例	锁定期 (月)	与上市公司的关系
江勇	15,731,874	23,000	48.94%	4.63%	36	无关联关系
前海开源开元弈方定增 41 号资产管理计划	14,363,885	21,000	44.68%	4.23%	36	无关联关系
道基晨瀚	1,025,991	1,500	3.19%	0.30%	36	无关联关系
道基晨富	1,025,991	1,500	3.19%	0.30%	36	无关联关系
合计	32,147,741	47,000	100.00%	9.46%		

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

恒企教育业绩高速增长, 并表后将显著增厚公司利润。2015 年恒企教育实现营业收入 2.86 亿元, 较 2014 年同比增长 12.77 倍; 同期实现归母净利润 2018 万元, 业绩处于高速增长态势。根据公司公告, 恒企教育承诺 2016 年产生的扣除非经常性损益后的净利润不低于 8,000 万, 2016 年和 2017 年度产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于 18,400 万, 2016 年、2017 年和 2018 年度恒企教育所产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于 31,920 万元。公司 2015 年归母净

利润仅为 379 万元，通过对恒企教育进行并表，业绩将得到大幅增厚。此外，根据公司与恒企教育部分股东签署的《业绩补偿协议》，如果恒企教育 2016 年、2017 年、2018 年三个会计年度当期实现扣非净利润超过当期承诺扣非净利润，公司将恒企教育管理团队进行业绩奖励。计算公式为：业绩奖励=（当期实现扣非净利润 - 当期承诺扣非净利润）× 25%。公司通过业绩奖励方式能有效调动恒企教育管理层积极性，促使其超额完成业绩承诺。

图 8：恒企教育近两年及一期经营情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

恒企教育会计教育独具特色，智能科技助力公司业务水平提升。恒企教育于 2002 年成立，主要从事财经类职业培训及相关服务，包括财务类（会计基础等）培训，财务咨询，信息技术咨询等。目前公司累计员工 2000 多名，全国分公司 200 多所，与全国包括“211”、“985”高校在内的 30 多所高校建立校企合作关系，同时与大量政府机构与企业保持委培合作关系。成功搭建了会计人员终身职业教育平台。恒企教育在行业内排名处于前列，特色突出，优势明显。公司目前在行业内具备两大竞争优势：

（一）专注实操会计教育。由于会计行业职业培训需求大，所以行业参与者众多，2013 年，在国内推出实操会计证的背景下，恒企教育迅速调整专注于会计实操培训，从中小型工商会计、集团公司会计到上市公司会计，根据客户需求提供针对性培训，目前，恒企教育已经成为实操会计证的全国报名与考试中心试点单位。

（二）结合先进技术，搭建智能教育平台。恒企教育在发展过程中不仅紧跟国内会计培训导向，同时也迅速紧跟教育方式变革，在教育与科技加速融合的背景下推出智能教育平台，平台包括“六大会计神器”，1. 大数据学习系统：准确记录学员学习行为，方便学员查看自身学习数据，有助于学员进行自我约束及学习规划；2. 智能考试系统：包含智能错题推送、高频考题反复练习等功能，帮助学员迅速掌握知识点；3. 线上直播平台：实现学员和专家面对面授课，在线随时随地听课；4. 会答 APP：实现在线答疑，3 分钟响应，24 小时服务；5. 仿真税务实训系统：全国唯一可以学习与国家税务同步软件的平台。包括增值税防伪开票、发票网上认证等九大系统；6. 线上实训系统：包括 10 大行业账实训，能够随时随地利用零碎时间

练习。这些产品和互联网，移动终端、大数据等技术紧密结合，带动恒企教育教学方式及教学质量提升至新的高度。

图 9：恒企教育六大会计神器



资料来源：恒企教育官网、国海证券研究所

“规模化” + “集约化” 优势明显，IT 培训业务有望成为恒企教育未来业绩亮点。恒企教育的 IT 培训主要包括预科、基础、定向培养、后续服务、企业五大阶段，业务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。恒企教育通过发挥原有会计教育领域的优势，一方面能够在全国范围内进行 IT 培训服务的连锁化扩展，通过品牌效应从而带来收入的规模化优势，另一方面也能够取得连锁经营带来的成本集约化优势。2015 年恒企教育 IT 培训业务实现营业收入 6657.81 万元，较 2014 年增长近 10 倍，占总营收比重为 23.28%。随着新开校区数量的不断增加，IT 培训业务的规模化优势将愈加明显，有望成为恒企教育未来的业绩亮点。

图 10：恒企教育 IT 服务流程五阶段示意图



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.3、中大英才：线上教育优质平台，打造职业考证服务全流程生态

公司收购中大英才 70% 股份，业务向线上教育延伸。根据公告，公司拟向特定对象

中大瑞泽以发行股份及支付现金相结合的方式购买其持有的中大英才 70% 股权，其中以现金方式支付中大英才交易对价的 50%，总计 9,100 万元；以发行股份的方式支付中大英才交易对价的 50%，总计 9,100 万元，总计发行股份数为 6,224,350 股。

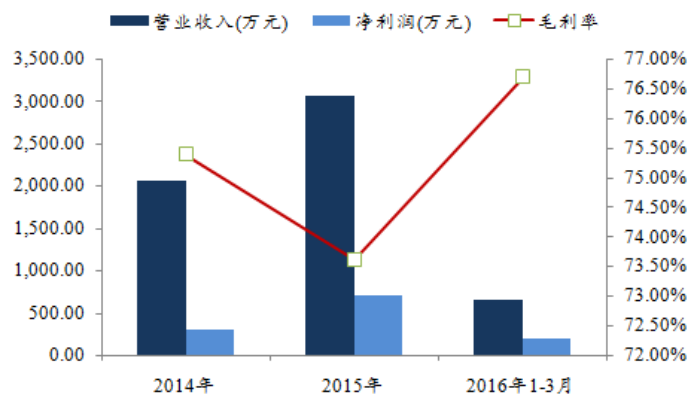
表 6: 公司收购中大英才具体方案

标的资产	交易对方	持有标的资产股权比例	对价(元)	现金对价(元)	股票对价(元)	股票数量(股)
中大英才 70% 股权	中大瑞泽	80%	182,000,000	91,000,000	91,000,000	6,224,350

资料来源：公司公告、国海证券研究所

中大英才业绩稳步增长，2016 年业绩承诺为 1500 万元。中大英才 2015 年实现营业收入和净利润分别为 3056 万元和 704 万元，较 2014 年同比增长 49.06% 和 230.37%。公司近三年来毛利率皆在 75% 左右，处于业内较高水平。根据公司公告，中大英才承诺 2016 年所产生的扣除非经常性损益后的净利润不低于 1,500 万，2016 年和 2017 年度所产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于 3,500 万，2016 年、2017 年和 2018 年度所产生的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于 6,500 万元，预计并表后将大幅提高公司业绩。此外，公司与中大英才股东及实际控制人亦签订了《业绩补偿协议》，补偿方案与恒企教育一致。

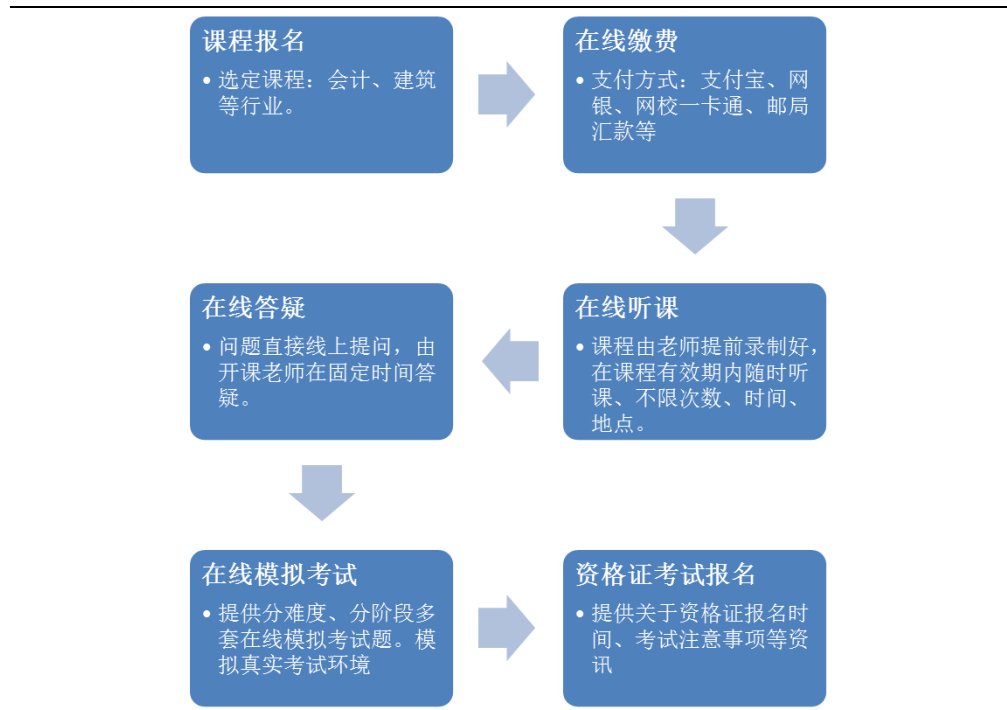
图 11: 中大英才近两年及一期经营情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

专注远程线上教育，服务覆盖职业考试全阶段。中大英才成立于 2010 年，位于北京中关村。旗下中大网校被评为十佳网络远程教育机构和十佳职业培训机构。中大网校专注于做职业资格考试在线远程教育，网站提供从课程报名、课程缴费、听课、答疑、模拟考试、考试报名等职业考试全阶段一站式服务，并且所有服务均在线上完成。中大网校具有强大的师资团队，其中有博士，研究生导师，教授，高校名师等顶级专业人士。课程采用录播形式，有利于学生随时随地进行听课，不受时间空间限制，学生可以随时在线提问，既可以由教师在固定时间解答，也可以通过网站提供的考试知道平台由网友回答。同时课程设置多样，既有单科班、全科班还有全程强化班、点题预测班，课程之外还提供图书资料购买、在线模拟考试、资格考试资讯信息等服务，整个网校已经打造了以职业资格考试为中心的全生态环境，极具竞争力。

图 12: 中大网校全阶段覆盖职业资格考试



资料来源：中大网校官网、国海证券研究所

行业内具备优势，进一步发展仍需资金投入。目前职业在线教育行业格局还不稳定，没有出现绝对优势企业，根据网校点评网统计，职业网校排名前两位的分别为中大网校、环球网校，以环球网校为例进行对比，中大网校有以下几点优势（1）中大网校宣传采用网校联盟的方式，网络宣传低成本，精准宣传优势明显。即任何网站均可以申请成为中大网校招生联盟合作伙伴，选取合适的招生广告代码添加到网站醒目位置，一旦有学员通过网站注册，系统会记录下学员的选课、付费等信息，并按月将学费分成支付给联盟成员网站。（2）中大网校网站群比较庞大，除了网站主站之外，还有 100 个左右的小站，这些小站专注于单个职业培训项目比如经济师考试、社会工作师考试等，覆盖领域极为全面。但是面对行业内课程设置、网站服务功能趋于同质化的现象，中大网校如果想进一步发展，建立行业内绝对优势，就需要加大宣传力度，提高市场渗透率，占有优质师资，引入新科技和教育融合，建立市场份额及业务的竞争壁垒，这些均需要资金支持，相比环球网校背靠纳斯达克上市企业欢聚时代，开元仪器的收购举措，有望为中大网校今后的发展提供了有力资金支持，其未来发展可期。

2.4、并购标的协同效应显著，有望相互促进发展

线上平台能够发挥流量优势为线下培训提供增量客户。中大英才和恒企教育分属于线上和线下教育培训领域，线上教育培训存在着流量高、收费低的特点，而线下教育培训则流量较低，但收费更高。公司通过同时收购线上和线下教育培训标的，未来有望将线上培训平台的流量向线下培训进行渗透，实现线下培训的客户量增长，从而产生协同效应。当前，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，赢得了大量的客户基础。据中大英才官网统计，截止今年 8 月 17 日，中大

网校共拥有 20.15 万名学员，若每年向线下培训的渗透率为 10%，按照当前恒企教育 5000 元/人的收费标准测算，则中大英才的流量渗透每年将为恒企教育贡献超过 1 亿元的业绩。

线上平台能够利用经验优势实现线下培训的业务扩张。目前恒企教育的线下教育培训业务主要集中于会计培训和 IT 培训，培训业务相对较为单一。公司公告数据显示，2015 年恒企教育会计培训业务和 IT 培训业务营收占公司总营收比重为 61.90% 和 23.28%。随着非学历职业教育地位不断提升，外语培训、工程培训等非学历职业教育培训的需求亦将持续增加，有望成为恒企教育业务扩张的潜在对象。中大英才和恒企教育同属于职业教育培训领域的优质标的，且中大英才作为线上教育培训平台在培训业务上具备广度优势，当前业务在工程类培训、财会类培训、医药类培训、外语类培训等领域皆有所涉及，未来有望为恒企教育的培训业务扩张提供经验借鉴。

图 13：中大网校培训类别



资料来源：中大网校官网、国海证券研究所

教育与科技的融合带来长远发展空间。恒企教育建立了智能教育平台；而中大英才的在线教育在教育科技的典型形态。未来，更多的科技元素将融入教育环节；通过收购这两个标的公司，能够为开元仪器探索现代教育的科技手段提供经验和素材，相互之间具有很强的借鉴意义。

3、盈利预测与评级

3.1、不考虑收购标的的盈利预测

公司煤质检测业务以创新驱动发展，坚持实施精品战略。公司自主研发的燃料智能化管理系统能够有效适应电力智能化生产方向，目前业绩正处于爆发式增长阶段。此外，公司通过技术引进方式研制在线煤质分析系统，技术已能达到国际领先水平，未来有望实现收入和利润的快速增长。在不考虑并购恒企教育与中大英才的前提下，预计 2016-2018 年公司归母净利润分别为 0.15、0.51 和 1.03 亿元，对应 EPS 分别为 0.06、0.20 和 0.41 元每股，按照 9 月 2 日收盘价 20.20 元计算，对应 PE 分别为 340、99 和 49 倍。

表 7: 公司盈利及估值预测 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	282	379	536	709
增长率 (%)	-8%	34%	41%	32%
净利润 (百万元)	4	15	51	103
增长率 (%)	-92%	294%	243%	101%
摊薄每股收益 (元)	0.02	0.06	0.20	0.41
ROE (%)	0.50%	1.95%	6.44%	12.01%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

3.1、考虑收购教育标的后的盈利预测

在考虑并购恒企教育与中大英才的前提下, 根据标的公司的承诺净利润, 假设标的公司 2017 年 1 月 1 日开始并表, 预计 2016-18 年公司归母净利润分别为 0.15、1.82 和 2.73 亿元, 对应 EPS 分别为 0.06、0.54 和 0.82 元每股, 按照 9 月 2 日收盘价 20.20 元计算, 对应 PE 分别为 340、38 和 25 倍。

表 8: 公司盈利及估值预测 (考虑本次发行股份摊薄因素及并购恒企教育与中大英才的影响)

年份	2016E	2017E	2018E
净利润 (百万元, 不考虑 AVmax)	15	51	103
恒企教育承诺净利润 (百万元)	80	104	135
恒企教育并表的净利润 (百万元)	0	104	135
中大英才承诺净利润 (百万元)	15	20	30
中大英才并表的净利润 (百万元)	0	10	15
合计净利润 (百万元)	15	165	253
股本 (百万, 不考虑增发)	252	252	252
增发股本 (百万)	0	55	55
股本合计 (百万)	252	307	307
EPS	0.06	0.54	0.82

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

维持“买入”评级, 给予目标价 28 元。目前 A 股市场转型教育的标的较多, 公司是进军职业教育的纯正标的, 且收购资产的成长爆发力强, 协同效应突出; 同时, 标的公司股东将自身利益与上市公司深度绑定, 显示了对于共同发展的强烈信心。根据教育行业 A 股上市公司的平均估值水平, 2017 年给予开元仪器 52 倍的 PE, 对应目标价 28 元, 维持“买入”评级。

表 9: A 股教育类上市公司平均估值水平一览表 (最新股价按照 2016 年 8 月 31 日收盘价确定)

序号	公司	股票代码	最新股价	市值(亿元)	PE(2016)	PE(2017)	PE(2018)
1	文化长城	300089	14.87	59.75	105.01	75.41	64.34
2	全通教育	300359	26.85	170.17	68.30	40.93	26.59
3	和晶科技	300279	46.79	75.02	66.23	47.62	36.21
4	中国高科	600730	13.30	78.03	15.20	60.05	57.63
5	立思辰	300010	19.43	169.18	64.79	47.56	34.49
6	新南洋	600661	29.05	75.26	87.24	64.80	47.43
7	勤上光电	002638	9.38	87.86	90.54	54.73	44.45
8	洪涛股份	002325	9.50	114.18	27.07	21.85	18.73
行业平均PE					65.55	51.62	41.23

资料来源: Wind、国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 收购标的业绩不达预期风险;
- 2) 煤质检测行业市场竞争加剧风险。
- 3) 收购资产及定增事项实施的不确定性风险。

表 10: 开元仪器盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	300338.SZ				股价:	20.20	投资评级:	买入	日期:	2016/09/05
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	0.50%	1.95%	6%	12%	EPS	0.02	0.06	0.20	0.41	
毛利率	47%	44%	47%	49%	BVPS	2.98	3.04	3.24	3.65	
期间费率	44%	41%	40%	38%	估值					
销售净利率	1%	4%	10%	15%	P/E	1341.86	340.16	99.05	49.32	
成长能力					P/B	6.78	6.65	6.23	5.53	
收入增长率	-8%	34%	41%	32%	P/S	18.02	13.42	9.50	7.18	
利润增长率	-92%	294%	243%	101%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.30	0.38	0.48	0.57	营业收入	282	379	536	709	
应收账款周转率	1.04	1.21	1.57	1.80	营业成本	150	214	286	362	
存货周转率	1.05	1.05	1.47	1.68	营业税金及附加	3	4	6	8	
偿债能力					销售费用	51	56	75	100	
资产负债率	18%	23%	28%	31%	管理费用	74	98	134	167	
流动比	3.46	2.87	2.54	2.42	财务费用	(4)	(1)	(2)	(3)	
速动比	2.61	1.97	1.90	1.86	其他费用 / (-收入)	(17)	(10)	(14)	(14)	
					营业利润	(8)	(2)	23	61	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	13	12	11	11	
现金及现金等价物	159	115	210	285	利润总额	5	10	34	72	
应收款项	273	314	341	393	所得税费用	3	2	5	11	
存货净额	143	207	198	221	净利润	2	9	29	61	
其他流动资产	8	26	37	42	少数股东损益	(2)	(6)	(22)	(42)	
流动资产合计	583	663	786	941	归属于母公司净利润	4	15	51	103	
固定资产	223	227	225	219						
在建工程	37	27	17	12	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	46	48	45	41	经营活动现金流	(21)	(167)	(84)	(122)	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	2	9	29	61	
资产总计	931	1002	1110	1250	少数股东权益	(2)	(6)	(22)	(42)	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	18	16	16	16	
应付款项	70	102	136	173	公允价值变动	0	1	0	0	
预收帐款	47	60	80	97	营运资金变动	(39)	(186)	(107)	(158)	
其他流动负债	52	69	93	119	投资活动现金流	83	11	11	11	
流动负债合计	169	231	310	388	资本支出	(43)	6	11	11	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	2	2	2	2	其他	126	5	0	0	
长期负债合计	2	2	2	2	筹资活动现金流	(106)	0	0	0	
负债合计	171	234	312	391	债务融资	0	0	0	0	
股本	252	252	252	252	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	760	769	798	859	其它	(106)	0	0	0	
负债和股东权益总计	931	1002	1110	1250	现金净增加额	(44)	(156)	(72)	(111)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

【计算机组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

朱芸，北京大学经济社会学方向硕士，从事计算机行业研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

朱帅，香港中文大学金融学工商管理硕士，5年证券行业相关研究经验。现从事机械军工行业研究，重点覆盖轨道交通装备、高端机床及自动化设备、油田服务装备、冷链产业等领域。

【分析师承诺】

冯胜，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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。