

开元仪器 (300338.SZ)

教育/其它专用设备行业

评级: 买入 首次评级

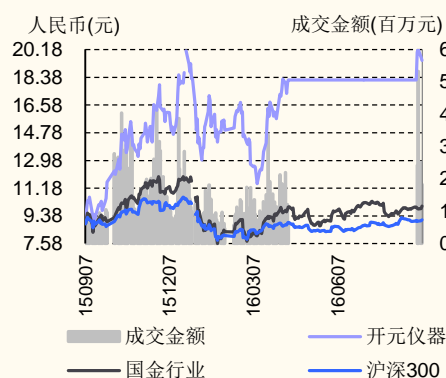
公司深度研究

市场价格(人民币): 19.67元  
 目标价格(人民币): 29.50-29.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 168.33  
 总市值(百万元) 4,908.96  
 年内股价最高最低(元) 20.20/8.60  
 沪深300指数 3342.63



## 收购恒企教育&amp;中大英才，打造“培训+实训+就业”一体化特色职教体系

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.388	0.015	0.064	0.437	0.563
每股净资产(元)	5.97	2.95	3.01	6.44	7.01
每股经营性现金流(元)	0.29	-0.08	0.49	0.61	0.47
市盈率(倍)	39.21	1,215.64	306.43	44.62	34.58
行业优化市盈率(倍)	38.70	60.78	60.76	60.76	60.76
净利润增长率(%)	2.35%	-92.25%	322.30%	825.50%	29.04%
净资产收益率(%)	6.51%	0.51%	2.11%	6.78%	8.04%
总股本(百万股)	126.00	252.00	252.00	339.62	339.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **拟并购恒企教育&中大英才，切入职业教育领域：**公司拟以12亿元对价收购知名会计&IT职业培训机构恒企教育100%股权，以1.82亿元对价收购知名在线教育平台中大英才70%股权，切入职业教育领域。
- **职业教育行业发展潜力巨大，存快速扩张基础：**职业教育市场潜力巨大，市场规模超8500亿，职业教育是国家重点发展的行业，多项政策推动。大学生就业难和结构性失业催生培训专业技能的职业教育快速发展。目前职业教育供给仍显不足，发展空间巨大，创新模式值得关注。职业教育的特点包括目标导向、学员主动性强、对地域、教师依赖较小、互联网教育渗透率高等，决定了其未来具有快速发展扩张的可能性。
- **恒企教育打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务。**“培训+实训+就业”的特色一体化职业教育服务切实解决学校学习与就业岗位需求不匹配的痛点。恒企教育教学体系优秀，教研实力强大，管理水平突出，具备持续快速扩张的基础，盈利能力强。恒企教育原股东承诺16年扣非净利润不低于0.8亿元，16、17扣非净利润合计不低于1.84亿元，16、17、18合计扣非净利润不低于3.19亿元，而其2016年1-7月已实现净利润0.44亿元，大概率完成业绩承诺。
- **中大英才：知名线上教育平台，或与恒企形成线上线下协同。**中大英才旗下拥有知名在线教育平台“中大网校”，培训覆盖门类齐全，服务体系科学完善，或与恒企教育形成线上线下融合，显现协同效应。中大英才原股东承诺，16年扣非净利润不低于0.15亿元，16、17扣非净利润合计不低于0.35亿元，16、17、18合计扣非净利润不低于0.65亿元。

## 投资建议

- **“教育+仪器”双元业务模式启航，给予买入评级。**我们认为公司将形成“教育+仪器”的双元业务模式，打造“线上+线下”，“培训+就业一体化”的职业教育平台，盈利能力显著增强。给予买入评级。

## 估值

- 我们给予公司29.50元目标价。预计收购2017年完成，预测2016-2018年EPS分别为0.06元、0.44元、0.56元，对应PE306x、45x、35x。

## 风险提示

- 增发收购事项过会仍有不确定性。

**吴劲草** 联系人  
 (8621)60753909  
 wujc@gjzq.com.cn

**魏立** 分析师 SAC执业编号: S1130516010008  
 (8621)60230244  
 weilil1@gjzq.com.cn

**潘贻立** 分析师 SAC执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

## 内容目录

1.收购恒企教育&中大英才，切入职业教育领域.....	4
1.1 拟收购两教育公司，切入职业教育领域.....	4
2.职业教育行业：发展潜力巨大，模式创新值得关注.....	4
2.1 职业教育行业需求旺盛，供给端模式尚需完善.....	4
2.2 就业市场多重因素驱动职业教育大发展.....	6
2.3 政策持续发酵指引职业教育发展.....	8
2.4 职业教育内在特点助力职教公司快速发展扩张.....	8
3、恒企教育：立足会计&IT 培训，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务体系.....	9
3.1 恒企教育：职业教育知名企业，立足会计培训，拓展 IT&学历服务等多领域职业教育服务.....	9
3.2 恒企教育会计培训：培训&管理体系优秀，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务.....	10
3.3 恒企 IT 培训：多迪“五步流程”打造专业 IT 人才培训体系.....	16
3.4 恒企教育财务业绩：有望持续价量齐升，业绩稳步提升.....	17
4.中大英才：多领域在线教育知名品牌.....	18
5.切入职教领域，开元仪器“教育+仪器”双元业务启航.....	23
5.1 增发收购两公司，实际控制权不发生改变.....	23
5.2 切入职教领域，“教育+仪器”双元业务启航.....	23
5.3 职业教育平台雏形初现，持续整合未来或显现协同效应.....	24
6.投资建议.....	24
7.风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：2020 年，职业教育市场规模或突破 8500 亿元.....	5
图表 2：职业教育市场规模测算.....	5
图表 3：职业教育细分领域.....	6
图表 4 中国待业人数持续攀升.....	6
图表 5：2010 年以来，中国就业市场求人倍率一直保持在 1 以上.....	7
图表 6：目前存在的失业很大一部分是结构性的.....	7
图表 7：学校学习的知识与所需技能不匹配.....	7
图表 8：多项政策支持职业教育领域大发展.....	8
图表 9：恒企教育经营十余年获得多项荣誉.....	9
图表 10：恒企教育的业务范围包括会计培训&IT 培训等.....	10
图表 11：针对不同阶段的学员，恒企教育将提供不同的课程以达到因材施教的效果.....	11
图表 12：从入门级、实务级，到精英级、管理级，恒企教育均提供相应的课程.....	

.....	11
图表 13: 恒企教育注重培养学员实战能力 .....	12
图表 14: 恒企配备电算化教室等实战场景 .....	12
图表 15: 恒企教育教研体系强大 .....	12
图表 16: 会答 APP 在线学习界面 .....	13
图表 17: 会答 APP 名师问答 .....	13
图表 18: 会答为恒企教育旗下在线教育 APP, 具有七大功能 .....	14
图表 19: 恒企教育“培训+实训+就业”一体化流程 .....	14
图表 20: 恒企推出高端职业教育产品“猎才计划”, 直接向企业输送人才 ....	15
图表 21: 恒企 IT 培训服务流程五阶段 .....	16
图表 22: 恒企 IT 培训扎实 PHP 等课程培训 .....	17
图表 23: 特色“找实习”服务加强学员就业力 .....	17
图表 24: 恒企教育网点持续拓展 .....	17
图表 25: 恒企会计&IT 培训网点容量 .....	17
图表 26: 恒企教育 2016 年 1-7 月营收超过 2.1 亿 .....	18
图表 27: 恒企教育 2016 年 1-7 月净利润超过 0.44 亿 .....	18
图表 28: 中大英才四大类业务 .....	19
图表 29: 中大网校是中国在线教育的知名品牌 .....	20
图表 30: 中大网校培训课程覆盖超过 100 种考试培训 .....	20
图表 31: 中大英才旗下 23 款移动学习 APP .....	21
图表 32: 中大英才拥有优秀的在线课程销售体系 .....	22
图表 33: 中大英才学员数增长迅速 .....	22
图表 34: 中大英才毛利率, 净利率较高 .....	22
图表 35: 中大英才营收增长迅速 .....	23
图表 36: 中大英才净利表现突出 .....	23
图表 37: 本次交易不会导致实际控制人变更 .....	23

## 1.收购恒企教育&中大英才，切入职业教育领域

### 1.1 拟收购两教育公司，切入职业教育领域

- **13.83 亿收购，进军职业教育领域。**2016 年 8 月 16 日，公司发布公告，将以发行股份和现金收购相结合的方式收购职业教育公司恒企教育及中大英才，切入职业教育领域。
- **①购买恒企教育 100%的股权。**拟向江勇等人购买恒企教育 100%的股权，总对价 12 亿元，其中以 14.62 元/股发行 4924.76 万股，股份支付对价 7.2 亿元，现金支付对价 4.8 亿元。恒企教育原股东承诺 2016 年扣非净利润不低于 0.8 亿元，2016、17 扣非净利润合计不低于 1.84 亿元，2016、17、18 合计扣非净利润不低于 3.19 亿元。即按照最低限度，恒企教育 2016、17、18 年将分别实现 0.8 亿，1.04 亿，1.35 亿净利润。
- **②购买中大英才 70%的股权。**向中大瑞泽购买中大英才 70%的股权，总对价 1.82 亿元，其中以 14.62 元/股发行 622.43 万股，股份支付对价 0.91 亿元，现金支付对价同为 0.91 亿元。中大英才原股东承诺，2016 年扣非净利润不低于 0.15 亿元，2016、17 扣非净利润合计不低于 0.35 亿，2016、17、18 合计扣非净利润不低于 0.65 亿。即按照最低限度，中大英才 2016、17、18 年将分别实现 0.15 亿，0.20 亿，0.30 亿净利润。
- **③募集配套资金 4.7 亿元。**向江勇等 4 人以 14.62 元/股，发行不超过 3214.77 万股，募集配套资金不超过 4.7 亿元，用于支付本次重组现金对价及中介机构费用。本次交易前，公司股本为 2.52 亿股，交易后股本为 3.39 亿股（考虑募集配套资金）。

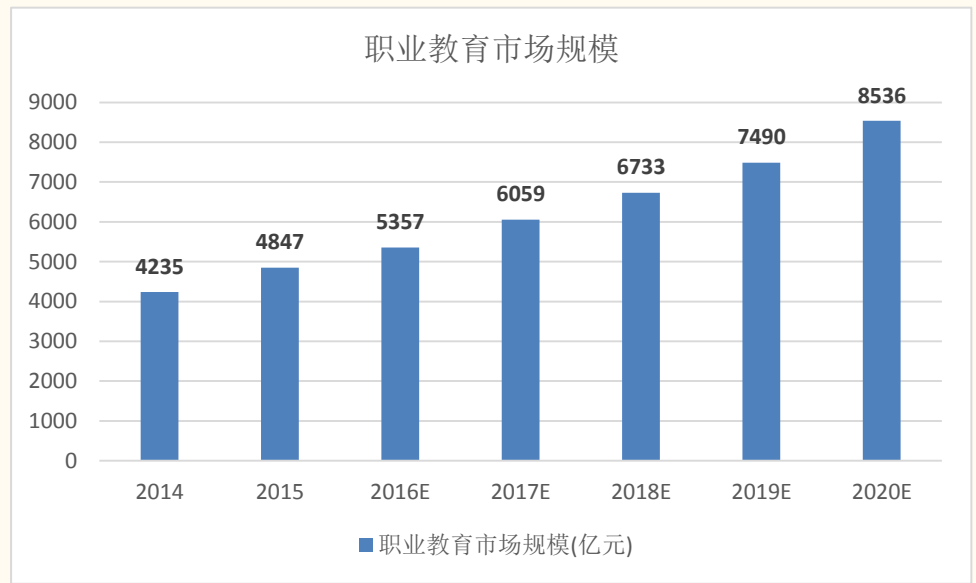
## 2.职业教育行业：发展潜力巨大，模式创新值得关注

### 2.1 职业教育行业需求旺盛，供给端模式尚需完善

#### 职业教育需求旺盛，市场空间巨大

- 开元仪器切入领域为职业教育领域。职业教育本身市场空间较大，未来随着需求的进一步扩大以及资本证券化的放开，市场规模将进一步扩大，我们预计，至 2020 年，职业教育市场规模将超过 8500 亿元。
- 根据《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，至 2020 年，学历职业教育（中等职业教育、专科职业教育）在校生将达到 3830 万人，其中中等职业教育 2350 万人，专科职业教育 1480 万人，而非学历职业教育（继续教育）参与人次将达到 3.5 亿人次。以中等职业教育人均年费用 3200 元，高等职业教育人均年费用 5300 元，非学历职业培训人次费用 2000 元/次计算。至 2020 年，职业教育市场规模将达到 2350 万人\*3200 元/年+1480 万人\*5300 元/年+35000 万人次\*2000/人次=约 8500 亿元。

图表 1: 2020 年, 职业教育市场规模或突破 8500 亿元



来源: 中国统计年鉴, 教育统计公报, 国金证券研究所

图表 2: 职业教育市场规模测算

	中等职业教育(万人)	中等职业教育人均年费用(元/年)	高等职业教育(万人)	高等职业教育人均年费用(元/年)	非学历职业教育(万人)	非学历职业教育人均年费用(元/年)	职业教育市场规模(亿元)
2014	1755	1950	1006.6	3900	28000	1250	4235
2015	1656	2100	1390	4200	29000	1350	4847
2016E	1700	2300	1400	4400	30000	1450	5357
2017E	1800	2500	1410	4600	31000	1600	6059
2018E	1950	2700	1420	4800	32500	1700	6733
2019E	2100	3000	1450	5100	34000	1800	7490
2020E	2350	3200	1480	5300	35000	2000	8536

来源: 中国统计年鉴, 教育统计公报, 国金证券研究所

### 职业教育供给端尚需完善, 创新模式值得关注

- 职业教育旨在为某一特定生产劳动提供职业技能培训, 大体上可以分为学历职业教育和非学历职业教育。而学历职业教育主要分为中等学历职业教育、高等学历职业教育等, 非学历职业教育主要是按照不同的教育方向分为汽修培训、会计培训、IT 培训等细分领域。非学历职业教育基本为民办机构完成, 而职业学历教育的民办率也较高, 存在较大资产证券化的空间。
- 职业教育需求旺盛, 但其供给端尚不完善, 还处成长期。一方面, 职业教育企业的标准化、规范性和规模化还在成长过程当中, 另一方面, 创新的职业教育模式层出不穷, 我们认为, 未来职业教育的供给模式将会进一步多元化, 解决细分领域的痛点。

图表 3：职业教育细分领域

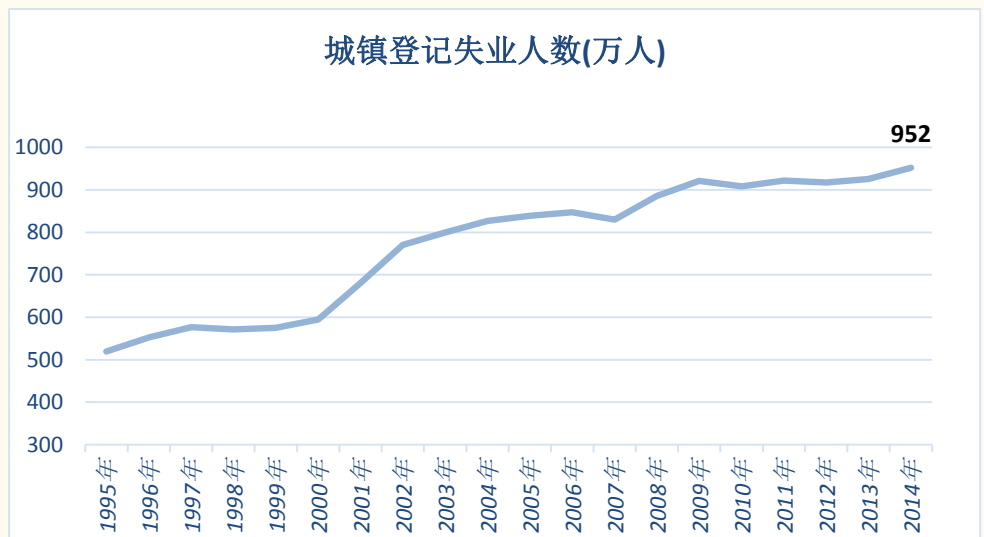


来源：国金证券研究所

## 2.2 就业市场多重因素驱动职业教育大发展

- ①待业人数逐年攀升：自 1995 年以来，中国城镇失业人口逐年增多，2014 年，城镇登记失业人口接近一千万人。20 年来，城镇人口登记失业率也从 2.9% 上升到 4.1%。中国国民的人均受教育年限远低于发达国家，失业人口中很大一部分人难以实现就业的原因为学历低且无一技之长。职业教育则为这些人群提供了技能岗位培训，将吸引大批待业人群参与培训，帮助待业人群实现就业。

图表 4 中国待业人数持续攀升

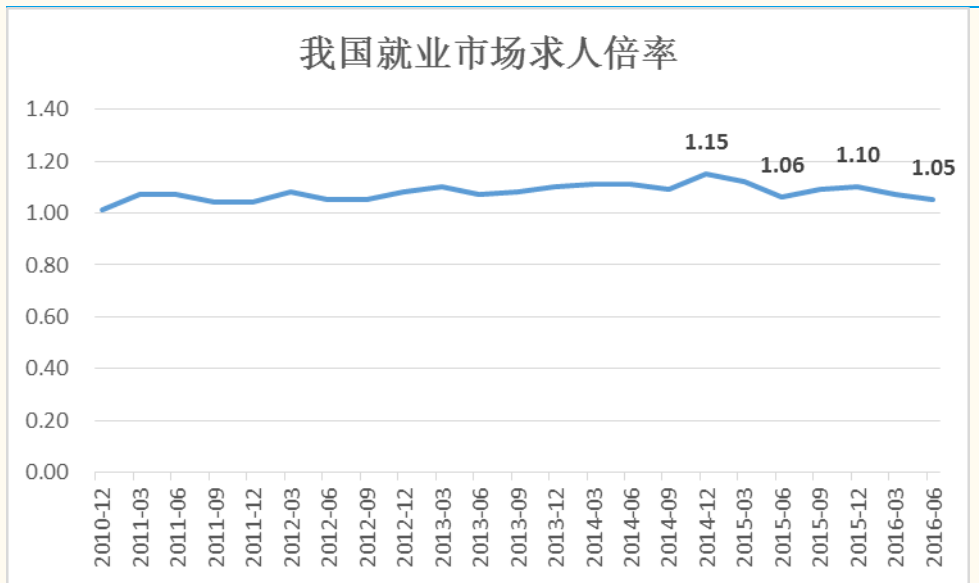


来源：国金证券研究所

- ②结构性失业导致技术型人才供不应求：虽然失业人口与日俱增，但市场的求人倍率（劳动力市场在一个统计周期内有效需求人数与有效求职人数之比）已经连续超过 20 个季度大于 1，至 2015 年年底，即目前中国的失业情况有很大一部分是结构性失业造成。很多情况下，学校所学的是通识知识，同实际工作岗位所需技能不匹配，而这也导致专业技术人才的供应

并不能达到市场的需求，未来职业教育将为 IT、会计等人才供不应求的岗位输送专业的技术人才。

图表 5：2010 年以来，中国就业市场求人倍率一直保持在 1 以上



来源：Wind，国金证券研究所

- ③ “最难就业季”催生职业教育需求：高校扩招以来，毕业生人数不断扩大，大学毕业生已经从 2000 年的不到 100 万人，扩张到了 2016 年的 770 万人，再创历史新高。而学校教授的内容同工作岗位的需求仍有较大出入，产生供需不匹配的问题，2016 年 7 月，大学毕业生们迎来了最难就业季。

图表 6：目前存在的失业很大一部分是结构性的



来源：国金证券研究所

图表 7：学校学习的知识与所需技能不匹配



来源：国金证券研究所

- ④ 职业教育就业情况良好：与之对比，中等职业学校的毕业生就业率长期维持在 95% 以上，即使在国际金融危机期间，就业率也高达 95.77%。根据教育部发布的数据，2015 年，全国中等职业学校毕业生人数为 515.47 万，就业人数为 496.42 万，就业率为 96.30%。毕业生对就业满意度表示“比较满意”“满意”“非常满意”的达到 84.12%。一些职业培训机构，如恒企教育的学员完成课程后的就业率也超过了 90%。良好的职业教育体系将很大程度上解决“学以致用”的问题，“最难就业季”催生出了职业教育发展机遇。

## 2.3 政策持续发酵指引职业教育发展

- 近年来，国家层面对于职业教育的发展高度重视，出台了多项政策支持职业教育发展，尤其是 2014 年以来《现代职业教育体系建设规划（2014-2020）》、《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》等政策的发布，以纲领性政策的形式，切实推进整个职业教育行业发展。李克强总理明确提出要加快发展现代职教，培养高素质劳动人才，多项政策的持续发酵，推动职业教育的发展。

图表 8：多项政策支持职业教育领域大发展

政策	时间	要点
《关于大力推进职业教育改革与发展的决定》	2002 年 8 月	严格实施就业准入制度，加强职业教育与劳动就业的联系；多渠道筹集资金，增加职业教育经费投入。
《关于大力发展职业教育的决定》	2005 年 1 月	以就业为导向，提高职业院校办学水平和质量；重视发展面向农村的职业教育，提高广大农民的职业技能和转移就业能力。
《教育部关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革的发展意见》	2010 年 8 月	明确推进建立和完善“双证书”制度，实现学历证书与职业资格证书对接，鼓励企业全面参与教育教学各个环节。
《高技能人才队伍建设中长期规划（2010-2020）》	2011 年 7 月	规划提出，我国将以实施国家高技能人才振兴计划为龙头，加大高技能人才培训力度。
《关于积极推进高校职业教育考试招生制度的知道意见》	2013 年	指出今后专科层次的高等职业学校要逐步扩大中职学校毕业生招生比例，本科学校要逐步扩大面向高职学校和中职学校学习比例。同时逐步扩大面向在职人员的招生比例。
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013 年 11 月	明确提出要深化教育领域综合改革，加快现代职业教育体系建设。
《关于加快发展现代职业教育的决定》	2014 年 5 月	采取试点推动、示范引领等方式，引导一批普通本科高校向应用型高校转型，重点举办本科职业教育，
《现代职业教育体系建设规划（2014-2020）》	2014 年 6 月	<b>鼓励企业去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。</b>
《深化职业教育教学改革 全面提高人才培养质量的若干意见》	2015 年 7 月	(1) 加快产教深度融合；(2) 校企共建、联合培养、协同育人；(3) 发挥集团办学的优势
《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	2015 年 7 月	(1) 提高集团化办学参与进度；(2) 提升集团的服务能力；(3) 发展面向实业的教育集团
《职业院校管理水平提升行动计划》	2015 年 9 月	(1) 逐步完善现代学校制度；(2) 完善质量评价和保障体系
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	2015 年 11 月	(1) 建立现代职业教育体系；(2) 推进产教融合、校企合作；(3) 推进教育信息化，发展远程教育

来源：国金证券研究所

- 我们认为，职业教育关系到一个国家的人才储备、产业结构和发展竞争力，是国家层面重点关注的问题，未来有望持续出台配套政策和落地指引，推动职业教育长期发展。

## 2.4 职业教育内在特点助力职教公司快速发展扩张

- 职业教育本身具有一些内在特点，而这些特点决定其具有快速发展扩张的基础
- ①**职业教育民办率高、资产证券化空间大**：“十三五”以来，中央多次强调职业教育的重要性，提出加快现代职业教育体系建设。同时，鼓励民间资本参与职业教育的建设，有望进一步促进民办职业教育规模的进一步扩大。目前职业教育民办化程度较高，存在较大的资产证券化空间。
- ②**学员支付意愿强**：搜狐教育发布的 2015 教育白皮书显示，教育类细分领域中，职业教育的关注度位列所有领域的第二位，其中主要以金融、财会、IT 等内容为热点。职业教育的学员大多有较强的支付能力，而职业教育本身投资回报较快，一个为期半年的会计培训课程很可能为学员带来一份收入不错的工作，因而优质职业教育的支付意愿相对较高。根据搜狐教育关于在线教育的调查显示，将近 50% 的受访者每学期愿意花费 2000 元以上来购买在线职业教育课程培训，12.66% 的受访者愿意花费 8000 元以上用于购买相关在线课程。



- ③技能导向，可复制扩张性强：职业教育的目标是教授职业相关技能，这就决定了其教育具有较强的导向性，学员本身热情也较高。而不同于 K12 教育的个体特异性，职业教育所涉及的教授范围技能往往范围更小，更专，基于这样的特点，职业教育中良好教学体系就具有更强的复制性，而也具备更好的异地扩张基础。
- ④在线教育理念渗透较好，存在线上扩张基础：在线化逐渐成为教育行业发展的一大不可逆转的趋势。而职业教育标准化程度相对高、受众主动性较强，适合与互联网结合，打造“互联网+”职业教育模式。早在 10 年前，在线网课等模式已经成为会计考证领域的主要学习模式，职业教育是最早渗入互联网理念的细分领域，本身对互联网学习的接受度较好，存在线上扩张的基础。易观国际 2016 年发布的研究报告显示，互联网职业教育的市场规模占整个互联网教育市场的 30.2%，属于占比最多的教育细分领域之一。在线教育的逐步普及，有效的解决了地域、师资、时间等问题，对于职业教育企业的规模扩大有着重要推动作用。
- 综上所述，我们认为职业教育本身存在的一些特点，包括目标导向、学员主动性较强，对地域、教师依赖较小、互联网教育渗透率高等，决定了其未来具有快速发展扩张的可能性。

### 3、恒企教育：立足会计&IT 培训，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务体系

#### 3.1 恒企教育：职业教育知名企业，立足会计培训，拓展 IT&学历服务等多领域职业教育服务

- 恒企教育成立于 2002 年，十余年来不断扩展规模，实现跨区域发展，分支机构遍布在广东、广西、上海、四川、湖南、河南等地区，同时覆盖了湖北、江西、江苏、云南、贵州、陕西、山东、安徽、海南、新疆、重庆等地区，已成为规模和影响力最大的全国性职业教育培训连锁机构之一。恒企教育凭借其优秀的教学质量和良好的经营体系，已获得多项荣誉，包腾讯网“十年最具价值职业教育品牌”，中国企业战略联盟“最具竞争力行业品牌”等。

图表 9：恒企教育经营十余年获得多项荣誉

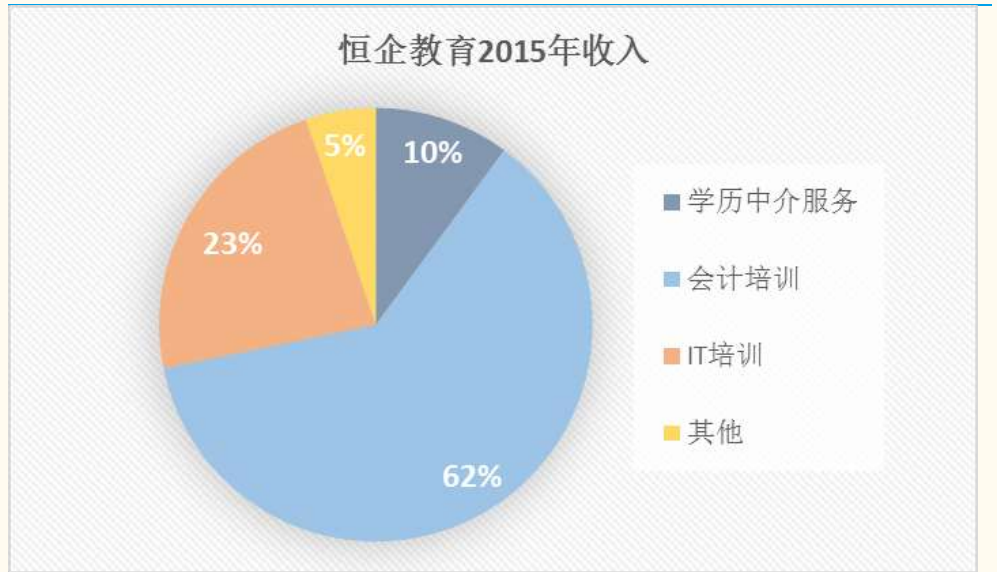


来源：国金证券研究所

- 恒企教育主营业务为线上线下结合的职业教育培训，培训范围包括会计培训、IT 培训（多迪科技）、学历中介服务等职业教育领域。其中会计培训是

其最核心的业务，占收入比 62%，IT 培训收入占比 23%，其他收入包括学历中介服务占比共 15%。

图表 10：恒企教育的业务范围包括会计培训&IT 培训等



来源：公司公告，国金证券研究所

- 恒企教育从创立之初，就是以就业为导向，强调培养学员的实操技能，并提供诸多就业服务如优化简历、找实习、组织招聘会、甚至推荐工作等。其提供的职业教育服务具有相当强的实用性和针对性。

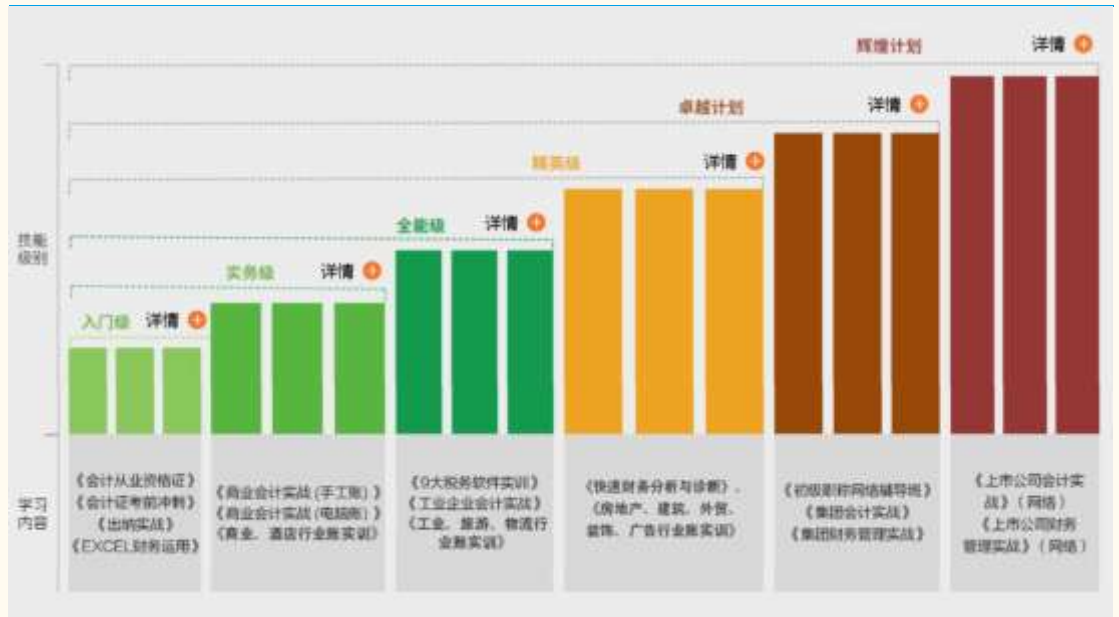
### 3.2 恒企教育会计培训：培训&管理体系优秀，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务

- 恒企会计培训最早成立于 2002 年，深耕领域十余年，打造了全国性知名会计培训品牌。集教学、教研、培训、实训为一体，在全国拥有 200 余个校区，提供专业的会计培训服务，包括实务培训、考证培训等多方面的培训。采取线上线下结合、培训实训结合的模式，提供高质量的会计培训服务，品牌优势突出。

#### 3.2.1 教学培训体系优秀，因材施教课程科学合理

- 恒企会计课程，以会计人员终身职业教育为目标，从中小型工商会计、集团公司会计到上市公司会计，从实操、证书到学历，根据学员不同基础提供一站式服务。

图表 11：针对不同阶段的学员，恒企教育将提供不同的课程以达到因材施教的效果



来源：国金证券研究所

- **因材施教，面向不同阶段学员的多元化课程。**恒企教育具有优秀的教学体系，针对不同阶段学员，提供不同程度课程，让从零基础学员，到已就职多年的财务工作人员，都能找到适合自己的课程，找到心仪的工作，并真正提升自身就业竞争力。提供多元化的课程选择，如卓越计划 120 课时/360 课时，即可选择只进行考证相关培训的课程，课时为 120 课时，而选择“考证+实训+就业推荐”一体化服务的课时为 360 课时。

图表 12：从入门级、实务级，到精英级、管理级，恒企教育均提供相应的课程

课程级别	入门级	实务级	全能级	精英级	卓越计划	辉煌计划
课程学时	37课时/111课时	57课时/171课时	74课时/222课时	84课时/252课时	120课时/360课时	133课时/399课时
获取证件	会计从业资格证	会计从业资格证	会计从业资格证	会计从业资格证+初级实操会计师职业能力证书	会计从业资格证+初级实操会计师职业能力证书+初级会计职称	会计从业资格证+初级实操会计师职业能力证书+初级会计职称
胜任岗位	企业出纳，会计文员	总账会计，主办会计，税务会计等	核算会计等，掌握财务管理知识，为以后晋升财务主管、经理等做好铺垫	岗位会计、主办会计、中小型企业财务主管	适合大中型企业岗位会计，胜任财务主管职务	适合大中型企业、上市公司岗位会计，胜任财务经理职务
适应行业	小型商业企业	典型的就业行业，如商业、餐饮、旅游等行业	胜任商业、酒店、餐饮、旅游、服务、物流、装饰、广告企业会计岗位	适合商业企业、服务企业、工业企业、房地产企业以及酒店、餐饮、旅游、服务、物流、装饰、广告等行业	适合大中型商业企业、服务企业、工业企业、房地产企业以及酒店、餐饮、旅游、服务、物流、装饰、广告等行业	适合大中型商业企业、服务企业、工业企业、房地产企业以及酒店、餐饮、旅游、服务、物流、装饰、广告等上市公司

来源：国金证券研究所

- **考证+实训，着重培养学员实战能力。**恒企会计培训并不仅仅是教授学生考证的知识，而是在保证考证的基础上，强调培养学员的实战能力，同时配备电算化教室等，让学生接触实体账、电子账等，同时穿插情景化的课堂教学，让教学更具趣味性，最终按照不同课程，让学生全面掌握财务会计

能力、预算管理能力和财务分析能力、绩效方案设计能力、成本核算能力、内部控制设计能力等多种实战能力。

图表 13: 恒企教育注重培养学员实战能力



来源: 国金证券研究所

图表 14: 恒企配备电算化教室等实战场景



来源: 国金证券研究所

- 课程教研能力突出。**恒企教育选定的课程教研研究课题是为了更好地掌握各财务会计课程的发展及变化趋势,为此恒企教育成立了四大研究院即会计考证研究院、会计上岗研究院、行业会计研究院、课程技术与服务研究院,人员架构上设立院长、主任、研究员三个级别,对会计培训的主要课程进行了长期、持续的跟踪和研究。每年对开发出来的各项会计课程,都会经过“三审三校”,确保准确无误。各研究院对研发出来的新课程,给全国校区老师进行多次培训,帮助校区一线老师能够掌握课程的发展趋势及重点内容。

图表 15: 恒企教育教研体系强大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2.2 “线上+线下”特色教学体系提升教学效率

- 在扎实线下会计培训的基础上,**恒企会计积极拓展线上教学业务。恒企教育于 2013 年启动信息化建设,持续上线了 NC 财务系统、NCHR 系统、NC 业务系统(包括招生模块,教务模块,学历模块)、题库系统、实训系统、会答系统、BI 系统。

- 恒企在线教育系统利用互联网技术，为其学员提供全面的在线教育服务和线上线下结合教学服务。包括**职业规划**：为学员制定学习和就业计划，**在线教学**：包括线上录播、直播，线下授课预约等多种服务，**答疑服务**：名师在线答疑，**考试题库**、**移动学习**等。

图表 16: 会答 APP 在线学习界面



来源：国金证券研究所

图表 17: 会答 APP 名师问答



来源：国金证券研究所

- 2015 年恒企教育开发了恒企在线教育平台,提供全方位在线教学服务,提供智能学情分析,促进学员自适应学习,并在移动互联网积极布局,开发上线了会答 APP (IOS 和 android 端都已上线)。会答 APP 是一款服务会计从业人员的真人答疑 APP, 并提供直播辅导、课程学习和教务管理,为学员提供高效学习价值。为了提升会计学员的考试通过率和从业实战经验,恒企教育下大力度开发了智能题库系统和行业实训系统,全面提升学员的考试通过率和岗位胜任能力。

图表 18：会答为恒企教育旗下在线教育 APP，具有七大功能

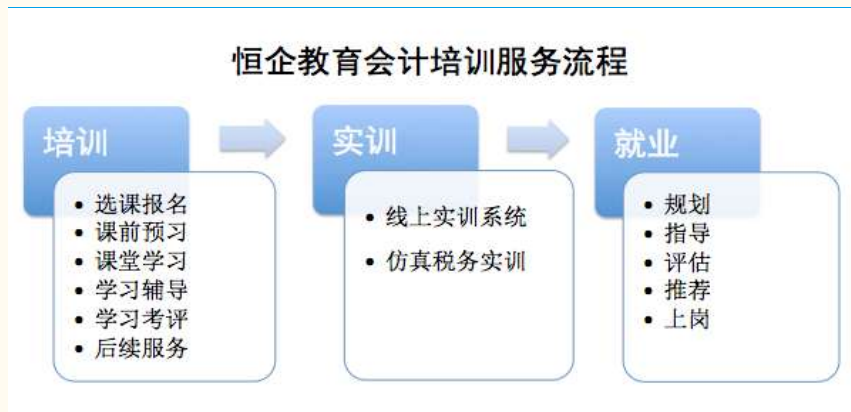


来源：国金证券研究所

### 3.2.3 “培训+就业”一体化服务解决痛点

- “培训+就业”一体化服务解决痛点。**恒企教育会计培训采取“培训+实训+就业”的服务流程,学员首先根据自己目前的会计基础与预期目标,选择对应学段修炼,针对性提高;在学习完基本知识后,逐步进入实战训练,在实际体验中学习,通过实践为日后顺利适应工作岗位做准备;学习完成后,由专业团队规划、指导、评估、推荐工作,并在上岗后免费答疑解惑,提供帮助。恒企提供选课到上岗的一条龙服务,并科学规划学习流程,真正帮助学员学以致用,学有所成,找到理想的工作。切实解决普遍存在的找工作难的痛点。

图表 19：恒企教育“培训+实训+就业”一体化流程



来源：公司公告，恒企官网，国金证券研究所

- **持续优化流程，创新业务加强就业服务。**在深耕会计培训及实训领域的同时，积极优化流程，创新模式，拓展就业服务业务。恒企教育提供的就业服务包括：**职业规划、个人测评、面试&简历等指导，组织企业招聘会，人才定向输送等多个方面。**2010年，恒企正式启动“万名会计精英培养计划”及“百所高校就业公益讲座”，并陆续与全国三十多所大学建立校企合作关系，走进高校为学生提供会计实操课程的全面培训，并与企业建立人才输送通道及定向委培合作关系。2012年，恒企做出了重要战略决策：自2012年7月起，全国相对成熟已有学员毕业的校区每月至少要举办一场会计专场招聘会，帮助学员就业及晋升的承诺落到实处。
- 此外，恒企教育积极创新，推出新的高端职业教育产品“猎才计划”，企业直接委托恒企按照真正所需的技能订制人才，恒企对学员进行4个月的脱产培训，入驻企业实习，学习完成后直接与企业进行协议就业。目前与恒企建立人才合作关系的企业已超过30000家，人才需求旺盛。

图表 20：恒企推出高端职业教育产品“猎才计划”，直接向企业输送人才



来源：国金证券研究所

### 3.2.4 管理体系优秀，保证健康扩张长期发展

- 在保证优秀的教学质量的同时，恒企也同时致力于搭建优秀的管理体系，保证企业健康扩张，长期发展。
- 恒企教育的直营校区的组织管理采用矩阵管理方式，即在行政管理流程上，形成了两种纵向结构：一是“会计培训的总公司--子公司”二个层级纵向结构（子公司和经营网点的行政层级为同一层），二是“会计培训的总公司--分公司”二个层级纵向结构（分公司和经营网点的行政层级为同一层）。在此管理方式下，恒企教育通过构建“简单化、系统化、标准化、信息化”连锁机制，来确保总部与子公司、分公司上下协同运作，能够发挥熟悉地区经营环境的优势，高效运营校区管理以及服务好学员。同时，在人事、财务、课程产品、互联网产品、信息技术、品牌运营、教学管理、客服、事业中心等职能部门管理则执行横向一体化管理，确保总部制定的各项职能部门工作标准得到落实。
- 恒企教育加盟校区：加盟校区为投资人设立的独立法人公司，与恒企教育签署《品牌许可使用合同》，全部独立核算，自负盈亏，恒企教育收取加盟费、加盟保证金及每月收取管理费。加盟校区运作按总部直营校区标准及要求执行，校区人员编制及组织架构与直营校区一样，校区运营接受总部校区事业中心的统一管理。
- 我们预计，未来恒企教育的发展也将保持良好的管控体系，并以管控更强的直营网点为主要拓展对象。

### 3.3 恒企 IT 培训：多迪“五步流程”打造专业 IT 人才培训体系

- 恒企教育提供的 IT 培训服务业务由其控股子公司多迪科技提供，打造“多迪 IT 培训”品牌，建立了标准的 IT 人才培训流程，包括五个阶段：①**预科阶段**，专业经理帮助学员进行正确的职业规划及引导，按企业实际要求进行学员培养和管理，并根据学员的兴趣爱好和职业规划初定培训方向，让学员有一个明确的职业发展方向。②**基础阶段**，主要培养兴趣、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**，在经历了前两个阶段后，学员对自身的定位已经有了一个评估，进入定向培养阶段。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，由浅入深循序渐进强化技能。课程约为 4 个月，每个月将 5~6 个商业级项目进行全程贯穿分析讲解，通过规范化的验收标准，确保项目完成质量和培训质量，并提供相应的线上和线下的验收系统和答疑系统，确保学员的实战能力切实提高。④**后续服务**，在完成课程后，学员通过多迪科技提供的专业招聘求职平台“无忧网才”填写简历，并有专业强大人力资源团队专注于学员提供及时的就业和猎头服务。⑤**企业阶段**，在学员进入企业工作后，多迪将配备专业的技术答疑团队，为学员提供 7\*12 小时在线即时答疑服务，贯彻终身学习的理念。

图表 21：恒企 IT 培训服务流程五阶段



来源：公司公告，国金证券研究所

- 恒企 IT 培训以“实训+实习+猎头服务”的路径，在 PHP、JAVA 等 IT 课程培训的基础上，拓展特色“找实习+猎头推荐”业务，帮助学员找到心仪的实习机会，有效提升学员就业力。



图表 22：恒企 IT 培训扎实 PHP 等课程培训



来源：国金证券研究所

图表 23：特色“找实习”服务加强学员就业力



来源：国金证券研究所

### 3.4 恒企教育财务业绩：有望持续价量齐升，业绩稳步提升

- **网点&学员数量有望持续高速增长。**2015 年恒企教育全年会计培训学员数量超过了 7.4 万人次，IT 培训学员数量超过 0.37 万人次，我们测算得到目前平均每个会计培训网点每年培训学员量约 450 人，每个 IT 培训网点每年培训学员数约 200 人。恒企会计培训将以每年超过 50 家的速度进行扩张，而多迪 IT 培训将以每年 6-10 家的速度进行扩张，学员数量有望持续增长。
- **学费仍存较大提升空间。**恒企会计培训 2015 年学员人均付费已超过 3000 元，我们认为，目前会计培训学员人均付费仍处于较低水平，恒企会计培训教育大部分课程为 5000 元以上的中高端课程，未来人均价格有望达到 5000 元以上。而 2015 年，多迪 IT 培训学员人均价格已超过 18000 元，仍存上升空间。

图表 24：恒企教育网点持续拓展



来源：公司公告，国金证券研究所

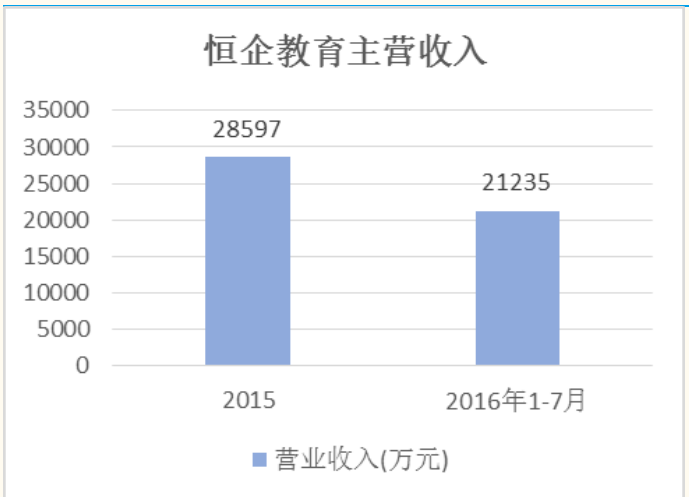
图表 25：恒企会计&IT 培训网点容量



来源：公司公告，国金证券研究所

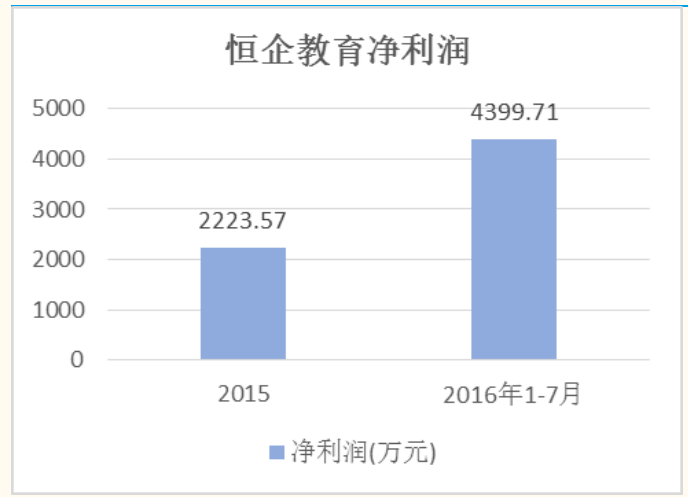
旗下网点运营渐稳定，业绩增长迅速。为了之后收购的顺利完成，2015 年之前，恒企教育旗下网点经历了一定的工商变更登记的手续。2016 年以来，恒企教育旗下的网点运营渐稳定，根据收购方案中提供的未经审计的数据，2016 年 1-7 月，恒企教育主营收入已超过 2.1 亿元，净利润已达 0.44 亿，完成业绩承诺的可能性较大。随着恒企教育网点经营的进一步稳定，叠加学员数的内生增长和学费的增长，业绩有望持续迅速增长。

图表 26: 恒企教育 2016 年 1-7 月营收超过 2.1 亿



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 恒企教育 2016 年 1-7 月净利润超过 0.44 亿



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 此外, 恒企教育的毛利率水平较高, 达到 70%, 这决定其扩张有助于业绩持续增长, 2016 年 1-7 月, 恒企教育净利率水平约为 21%, 未来随着其网点经营的进一步稳定, 净利率有望持续提高至 25% 以上。

#### 4. 中大英才: 多领域在线教育知名品牌

- 中大英才成立于 2010 年 3 月, 主营业务为互联网职业教育考试培训、职业技能培训和图书销售, 旗下拥有“中大网校”等知名线上培训品牌。
- 中大英才拥有四大类业务。中大英才凭借对互联网商务发展的洞察力、独有的模式、先进的经营理念以及强大的资源优势, 一直紧跟行业的商务发展, 打造了中国职业教育增值信息和商务平台, 提供的服务主要包括在线课程培训、图书销售、学习卡销售和媒体广告四大类。
  - ① 在线培训课程: 中大英才提供的在线职业培训课程包括自制及第三方提供两种类型, 中大英才拥有专业的教研团队与专业兼职老师, 制作优质网站自制课程, 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, 开设学习账户通过 PC 端、手机 APP 观看课程。此外, 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。
  - ② 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。
  - ③ 学习卡业务: 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。
  - ④ 广告业务: 广告联盟: 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: 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 28：中大英才四大类业务



来源：公司公告，国金证券研究所

- **旗下知名品牌中大网校。**中大英才打造了中国最大的职业教育增值信息和商务平台之一“中大网校”，下辖近百家专业培训网站，涉及建筑工程、财会税收、经济外贸、金融法律、外语学历、公务员类、职业资格类等各行各业的教育培训。以在线教育为主要模式，充分发挥人才、技术、服务、资源等方面的优势，为广大学员提供多方位的优质服务。在职称考试和职业资格类考试领域，中大网校凭借多年的教学经验，打造精品课程，帮助数十万考生顺利通过资格考试，取得了行业资格证书。

图表 29：中大网校是中国在线教育的知名品牌



来源：国金证券研究所

- 中大网校在线培训课程覆盖超过 100 种考试培训。中大英才提供的在线职业培训课程包括自制及第三方提供两种类型，共涉及工程类（30）、财会类（18）、资格类（9）、医药类（23）、外语外贸类（22）等 100 多种培训考试课程科目。

图表 30：中大网校培训课程覆盖超过 100 种考试培训



来源：国金证券研究所

- **中大英才旗下拥有超过 20 款移动学习 APP。**中大英才在基础 PC 端在线培训课程的基础上，积极拓展移动在线学习业务，旗下已拥有 23 款移动学习 APP，涉及多个学习板块。

**图表 31：中大英才旗下 23 款移动学习 APP**

中大英才 app	
1	中大网校(安卓)
2	中大网校(IOS)
3	中级审计师宝典
4	初级审计师宝典
5	初级统计师宝典
6	城市规划师宝典
7	测绘师考试宝典
8	一级计量师宝典
9	证券从业资格宝典
10	土地估价师宝典
11	报关员考试宝典
12	环保工程师宝典
13	化工工程师考试题库
14	注册公用设备工程师考试题库
15	二级结构注册工程师
16	一级结构工程师考试题库
17	监理工程师考试题库
18	一级建造师考试题库
19	税务师考试题库
20	计量师考试题库
21	二级建造师考试题库
22	广告师考试题库
23	环评师考试题库

来源：公司公告，国金证券研究所

- **在线培训业务销售体系优秀。**中大英才拥有优秀的在线课程销售体系，课程研发之后，在主站&移动平台&第三方平台&代理商平台上线，通过 SEM, 新媒体（公司旗下拥有众多超过 20 个专业垂直领域新媒体运营号）等多种方式进行营销推广，在顾客购买学习后，跟进售后服务，确保顾客满意。

图表 32：中大英才拥有优秀的在线课程销售体系



来源：公司公告，国金证券研究所

- **学员规模持续扩大，毛利率&净利率水平较高。**中大英才报告期内发展迅速，付费用户数量由 2014 年的 20348 人迅速增长到 2015 年的 28712 人。2016 年度，1-7 月用户数量已经达到了 35648 人，预计 2016 年底学员数将达到 44000 人，从而形成一定的规模效应。受益于在线教育模式的特色，中大英才毛利率、净利率水平较高，其毛利率保持在 70% 以上且呈现上升趋势，而其 2016 年 Q1 净利率达到 30%。此外，中大英才聘请师资录制在线课程，采取的是项目制的师资薪酬制度。根据考试项目的考试人数和预计招生人数来聘请相应的师资，师资费的议定严格遵守预算，加之师资储备相对雄厚，多年来一直与师资团队保持了良好的合作关系，这些都有利于中大英才降低师资成本，也是其毛利率水平较高的原因之一。

图表 33：中大英才学员数增长迅速



来源：公司公告，国金证券研究所

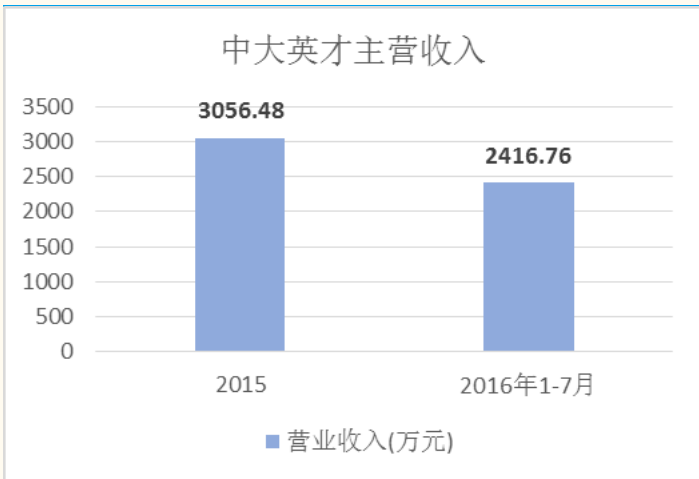
图表 34：中大英才毛利率，净利率较高



来源：公司公告，国金证券研究所

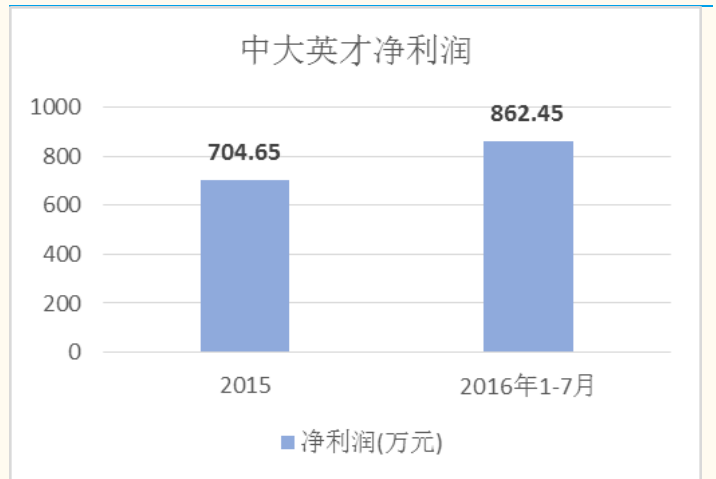
- **营收快速提升，净利增长迅速。**受益于学员的迅速增长及课程的持续丰富，中大英才营收实现了快速提升，根据公司披露的未经审计的数据，2016 年 1-7 月，中大英才收入已超过 2400 万元，达到 2015 年全年的 80%，预计 2016 年全年营收将同比增长 50% 以上。而其净利率也不断提高，净利增长迅速，2016 年 1-7 月，实现净利润 862 万元，已超过 2015 年全年净利润，预计 2016 年全年净利润将超过 1500 万元，大概率达成业绩承诺。

图表 35：中大英才营收增长迅速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：中大英才净利表现突出



来源：公司公告，国金证券研究所

## 5. 切入职教领域，开元仪器“教育+仪器”双元业务启航

### 5.1 增发收购两公司，实际控制权不发生改变

- 本次交易之前，罗建文为上市公司控股股东，持有 25.89% 的股份，罗建文与罗旭东、罗华东为父子关系，三人合计持有 61.35% 的股份，为实际控制人。根据交易方案，交易完成后，罗建文将持有公司 19.21% 的股份，仍为控股股东。罗旭东将持有 13.22% 的股份，罗华东将持有 13.10% 的股份，罗建文、罗旭东、罗华东父子合计将持有公司 45.53% 的股份，仍为实际控制人，故本次交易不会导致上市公司实际控制人变更。

图表 37：本次交易不会导致实际控制人变更



来源：公司公告，国金证券研究所

### 5.2 切入职教领域，“教育+仪器”双元业务启航

- 开元仪器以提供燃料智能化管理系统解决方案、智能煤质检测仪器设备为主营业务,是中国煤质检测领域产业化水平最高、技术水平最先进、产品品种最齐全的专业煤质分析仪器装备、燃料智能化装备的制造与维护厂商之一。近年来，受宏观经济以及煤炭产业增长乏力等因素的影响，公司营

业收入呈下滑态势，利润亦伴随营业收入出现大幅下滑。面对宏观形势与市场状况，公司努力巩固自身传统业务的同时，积极筹备新业务拓展战略。职业教育培训行业作为目前正在高速发展的新兴行业，随着政策与市场需求的继续利好，具有广阔的市场前景。同时，公司通过并购优质职业教育培训企业，也有助于充分利用上市公司平台优势，打造职业教育连锁品牌。

- 通过本次收购，公司将切入职业教育领域。未来公司或将持续拓展教育业务，形成“仪器+职业教育”的双主业格局，有效增强公司的盈利能力和抗风险能力。交易完成后，恒企教育将成为公司的全资子公司，中大英才将成为公司的控股子公司，均纳入合并报表范围。公司盈利能力将大幅度提升、可持续发展能力增强。

### 5.3 职业教育平台雏形初现，持续整合未来或显现协同效应

- **职业教育平台雏形初现，未来或将借助平台持续加强品牌效应。**通过收购恒企教育&中大英才，公司职业教育大平台雏形已经渐渐显现。恒企教育和中大英才都是细分领域的知名品牌，资产质量高，公司或将在现有优质品牌的基础上，发挥上市公司平台的作用进行整合，在有效提升盈利能力的同时，进一步打造职教大平台，进一步发挥品牌效应。
- **持续整合未来或显现协同效应。**恒企教育&中大英才所处的职业教育行业具有良好的发展前景，且在各自的细分领域均具有较强的竞争力。恒企教育主业为线下实务培训和就业服务，线下直营网点多达 200 多家，且仍处快速扩张中，具有流量入口效应和较好的变现渠道，而中大英才主要业务为线上培训，涉足范围较广，用户覆盖范围较大。未来开元仪器有望借助上市公司平台持续整合，两家标的公司优势互补，深度融合，形成线上线下协同效应，有效促进公司职业教育业务发展。

## 6. 投资建议

我们认为

- ①职业教育需求广泛，市场空间广阔，市场空间超过 8000 亿，就业难+国家政策推动职业教育持续增长，但目前职业教育供给端还处成长期，职业教育企业有待进一步规范、标准化、规模化。
- ②收购恒企教育&中大英才切入职业教育领域。未来或借助上市公司平台持续整合，打造职业教育大平台，进一步加强品牌影响力。
- ③恒企教育为会计&IT 培训知名企业，品牌实力强，全国拥有 200 余线下校区，其“培训+实训+就业”的特色一体化职业教育服务切实解决学校学习与就业岗位需求不匹配的痛点。恒企教育教学体系优秀，教研实力强大，管理水平突出，具备持续快速扩张的基础。盈利能力强，按照最低业绩承诺限度，恒企教育 2016、17、18 年将分别实现 0.8 亿，1.04 亿，1.35 亿净利润，而其 2016 年 1-7 月已实现净利润 0.44 亿元，大概率完成业绩承诺。
- ④中大英才旗下拥有知名在线教育平台“中大网校”，培训覆盖门类齐全，服务体系科学完善，未来或与恒企教育形成线上线下融合，显示出协同效应。按照最低业绩承诺，中大英才 2016、17、18 年将分别实现 0.15 亿，0.20 亿，0.30 亿净利润。而中大英才 2016 年 1-7 月已实现净利润 0.09 亿元，大概率完成业绩承诺。
- ⑤并购完成后，公司“教育+仪器”的双元业务发展模式启航，盈利能力和抗风险能力明显增强，我们给予公司 29.50 元目标价。预计收购 2017 年完成，预测 2016-2018 年 EPS 分别为 0.06 元、0.44 元、0.56 元，对应 PE306x、45x、35x。

## 7. 风险提示

增发收购事项过会仍有不确定性。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>282</b>	<b>307</b>	<b>282</b>	<b>280</b>	<b>953</b>	<b>1,158</b>	货币资金	318	264	159	161	270	361
增长率	8.9%	-8.1%	-0.9%	240.5%	21.5%		应收账款	199	218	273	231	508	618
主营业务成本	-133	-143	-150	-146	-338	-398	存货	84	105	143	112	139	163
%销售收入	47.2%	46.4%	53.1%	52.0%	35.4%	34.3%	其他流动资产	8	16	8	17	36	42
毛利	149	165	133	134	616	761	流动资产	609	603	583	521	953	1,183
%销售收入	52.8%	53.6%	46.9%	48.0%	64.6%	65.7%	%总资产	72.8%	68.6%	62.6%	54.4%	34.8%	39.3%
营业税金及附加	-4	-3	-3	-2	-8	-9	长期投资	0	0	20	21	20	20
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	固定投资	175	217	260	351	385	414
营业费用	-48	-53	-51	-39	-153	-185	%总资产	20.9%	24.7%	27.9%	36.7%	14.0%	13.8%
%销售收入	17.0%	17.2%	17.9%	14.0%	16.0%	16.0%	无形资产	44	54	56	63	1,380	1,388
管理费用	-59	-63	-74	-76	-248	-301	非流动资产	228	276	348	437	1,787	1,824
%销售收入	21.0%	20.5%	26.1%	27.0%	26.0%	26.0%	%总资产	27.2%	31.4%	37.4%	45.6%	65.2%	60.7%
息税前利润 (EBIT)	38	45	5	17	208	265	<b>资产总计</b>	<b>837</b>	<b>879</b>	<b>931</b>	<b>957</b>	<b>2,740</b>	<b>3,007</b>
%销售收入	13.5%	14.8%	1.8%	6.2%	21.8%	22.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	8	6	4	-1	-15	-15	应付款项	63	79	133	150	451	508
%销售收入	-2.8%	-2.0%	-1.3%	0.4%	1.6%	1.3%	其他流动负债	29	32	36	29	82	99
资产减值损失	-4	-6	-17	0	0	0	流动负债	92	111	169	179	533	608
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	8	10	10	10	10
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>96</b>	<b>119</b>	<b>179</b>	<b>189</b>	<b>543</b>	<b>619</b>
营业利润	42	46	-8	16	193	250	<b>普通股股东权益</b>	<b>739</b>	<b>752</b>	<b>743</b>	<b>759</b>	<b>2,188</b>	<b>2,379</b>
营业利润率	15.0%	14.9%	n.a	5.8%	20.2%	21.6%	少数股东权益	2	8	9	9	9	9
营业外收支	13	12	13	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>837</b>	<b>879</b>	<b>931</b>	<b>957</b>	<b>2,740</b>	<b>3,007</b>
税前利润	55	57	5	21	198	255	<b>比率分析</b>						
利润率	19.5%	18.6%	1.7%	7.6%	20.7%	22.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-9	-3	-5	-49	-64	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.8%	16.5%	61.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.531	0.388	0.015	0.064	0.437	0.563
净利润	47	48	2	16	148	191	每股净资产	8.208	5.966	2.948	3.011	6.443	7.006
少数股东损益	-1	-1	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.301	0.287	-0.084	0.487	0.609	0.469
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>148</b>	<b>191</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	16.9%	15.9%	1.3%	5.7%	15.6%	16.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.47%	6.51%	0.51%	2.11%	6.78%	8.04%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.71%	5.57%	0.41%	1.67%	5.41%	6.36%
							投入资本收益率	4.37%	4.95%	0.26%	1.67%	7.06%	8.28%
净利润	47	48	2	16	148	191	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-6.44%	8.86%	-8.10%	-0.88%	240.50%	21.51%
非现金支出	15	20	35	26	33	38	EBIT增长率	-39.05%	19.01%	-88.78%	240.25%	1096.35%	27.64%
非经营收益	-8	-5	-10	5	-5	-5	净利润增长率	-17.31%	2.35%	-92.25%	322.30%	825.50%	29.04%
营运资金变动	-27	-26	-49	75	31	-65	总资产增长率	3.62%	5.00%	5.95%	2.83%	186.21%	9.75%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>-21</b>	<b>123</b>	<b>207</b>	<b>159</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-73	-52	-47	-121	-1,378	-70	应收账款周转天数	219.0	222.5	276.0	256.8	150.0	150.0
投资	7	-2	-30	-1	0	0	存货周转天数	228.1	241.5	301.4	280.9	150.0	150.0
其他	79	59	160	0	0	0	应付账款周转天数	63.0	69.9	95.0	85.1	88.9	86.9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>83</b>	<b>-122</b>	<b>-1,378</b>	<b>-70</b>	固定资产周转天数	184.1	171.8	287.8	388.7	121.3	104.3
股权募资	3	0	0	0	1,281	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	-42.85%	-34.76%	-21.20%	-20.92%	-12.31%	-15.06%
其他	-30	-43	-13	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-4.9	-7.5	-1.4	17.4	13.8	17.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>-43</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>1,281</b>	<b>1</b>	资产负债率	11.47%	13.59%	19.23%	19.78%	19.81%	20.58%
<b>现金净流量</b>	<b>14</b>	<b>-2</b>	<b>49</b>	<b>1</b>	<b>110</b>	<b>90</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD