

## 开元仪器(300338.SZ)

### 重组进军职业教育，双引擎开启新成长

 评级：**买入**

首次

 目标价(元)：**24.49**

分析师

联系人

王晔

张欣

S0740516060001

021-20315165

wangxian@r.qlzq.com.c

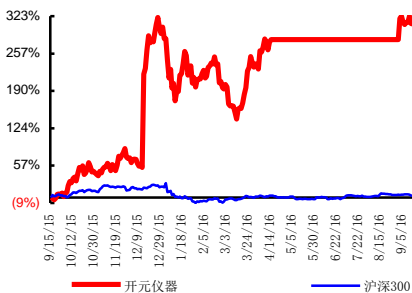
zhangxin@r.qlzq.com.cn

2016年09月14日

#### 基本状况

总股本(百万股)	252
流通股本(百万股)	168
市价(元)	19.56
市值(百万元)	4,929
流通市值(百万元)	3,293

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018
营业收入(百万元)	307.39	282.48	305.19	891.67	1,200.36
营业收入增速	8.86%	-8.10%	8.04%	192.17%	34.62%
归母净利润	48.94	3.79	12.92	151.20	186.65
净利润增长率	2.35%	-92.25%	240.46%	1070.6%	23.44%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.02	0.05	0.45	0.55
前次预测每股收益(元)	---	---	---	---	---
市场预测每股收益(元)	---	---	---	---	---
市盈率(倍)	39.21	1,215.64	355.11	40.88	33.12
PEG	16.69	—	1.48	0.04	1.41
每股净资产(元)	6.01	2.98	3.02	6.45	6.99
每股现金流量	0.29	-0.08	0.81	-0.08	0.35
净资产收益率	6.46%	0.51%	1.70%	6.90%	7.86%
市净率	2.53	6.14	6.03	2.82	2.60
总股本(百万股)	126.00	252.00	2 2.00	339.62	339.62

备注：市场预测假设 17 年收购标的完成并表

#### 投资要点

- 传统主业下滑明显，切入职业教育寻找新引擎。**(1) 公司 2012 年上市是煤炭检测仪器设备产业化水平最高、技术水平最先进、产品品种最齐全的龙头企业，也是国内唯一一家同时具有煤质采、制、化仪器设备规模生产能力的企业，(2) 14 年切入燃料智能化管理领域，目前国内 EPC 能力第一梯队，最新中报营收同比增长 117.81%，比例由最初的 8.4% 提高到 42.75% 至第一主业，随着投入研发技术的逐步成熟，我们根据预测燃料智能化系统 17 年订单有望加快，18 年迎来爆发；(3) 受煤炭产业增长业绩乏力以及燃料智能化系统短期无法贡献业绩，公司 8 月 17 日公告拟以 14.62 元/股购买恒企教育 100% 股份（作价 12 亿）、中大英才 70% 股权（作价 1.82 亿），交易拟收购标的涉足会计、IT 培训+在线职业教育，且 16/17/18 年净利承诺合计不低于 0.95/1.24/1.65 亿，复合增速 80.41%，综合毛利率 66%-76%，此次教育标的落地迅速、成长性和盈利能力突出，显出公司较强的决心和眼光。
- 职业教育新式蓝海，细分领域垂直化+在线化为发展方向。**无论是一级市场 2016 年上半年互联网教育 87 起融资 55150 万美金还是二级市场主业表现低迷的企业如煤炭、印刷、装修等大多选择教育标的（估值约 200 亿），教育板块融资及资产证券化急速升温是不争的事实，短期来看，民进促进法年底前三审大概率会通过，职业教育板块中的民办教育将由于本身资产证券化最低受益于盈利模式将迈入合法化、清晰化、规范化，另一方面职业教育异于幼教、K12 等教育不同在于受教者的刚需和强支付，需求驱动使得职业教育 16 年约为 3137 亿是教育中的第二大板块，且我们预测未来职业教育机构在竞争脱颖而出的将是细分专业领域中的龙头如拥有垂直产业链一站式（内容+技术+平台+服务等）大品牌大规模在线教育机构（市场分散脆弱、有能力主导行业发展），他们在完成原始用户的积累后，更易思考如何实现流量变现、在线化、社交化、电商化、O2O 等创新模式的转型和升级。
- 双教育标的各具优势，“内容+平台”协同效应显著。**(1) 拟收购标的在各自细分领域均具有品牌优势：

恒企教育是行业内较具规模和影响力的 O2O 会计和 IT 培训职业教育培训一站式、全方位的连锁机构领军品牌，2015 年营收 2.86 亿元，同比增长 1177%，主要是校区数量（直营 41 增至 191，加盟 9 增至 40）和学员数量+ARPU 值 3843 元大幅增长（20%）；标的中大英才主要提供在线课程培训，2015 年中大英才营业收入 3056.48 万元，同比增长 49%，主要受益于 BAT 第三方平台产品流量巨大收入，且公司在线职业教育体系“端口+平台+图书+题库服务”的产业链完整性优势。（2）我们认为公司除了拟收购教育标的盈利能力和成长能力外，双教育标的协同效应同样值得期待，恒企教育和中大英通过并入上市公司平台，各自的品牌优势、专业优势、资源优势、数据优势、地域优势将形成有效协同，并形成上市公司中教育领域稀缺的“专业培训+在线教育”具有代表性和竞争性的“内容+技术+平台”教学模式。

- **盈利预测：**基于公司在传统主业煤质检测的龙头地位，以及燃料智能化系统营收比例的增加和未来两年的爆发，看好公司拟收购标的恒企教育和中大英才教育在各自细分市场领域的竞争力以及“职业培训+在线教育”的协同效应，假设 17 年标的并表且承诺利润兑现，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.05 元、0.45 元和 0.55 元，业绩增速为 240.46%、1070.68%、23.44%，对应 PE 分别为 355x、41x 和 33x。
- **分部估值及投资建议：**假设 17 年标的并表且承诺利润兑现，对于传统业务煤质设备、燃料智能化系统以及拟收购标的恒企教育、中大教育 2017 年归属母公司净利润分别为 0.23、0.26、0.89、0.13，分别给予 45x、64x 和 55x、55x 估值，分别对应 10.43、16.47、48.95、7.32 亿估值，总市值 83.16 亿，目标价位为 24.49 元，对应于 2017 年 PE 55 x，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**增发收购未过会风险；标的估值风险；业务整合风险；职业教育竞争加剧风险

## 内容目录

<b>传统主业下滑明显，切入职业教育找新引擎</b> .....	<b>- 5 -</b>
煤炭下滑叠加燃料智能化投入较大，公司业绩亟需新增长点.....	- 5 -
重组收购职业教育，高成长和盈利可期.....	- 6 -
<b>职业教育新式蓝海，细分领域垂直化+在线化为发展方向</b> .....	<b>- 8 -</b>
政策红利叠加消费升级，教育行业资产证券化加速.....	- 8 -
职业教育市场空间第二，短期民进促进法影响最大.....	- 10 -
职业教育为需求驱动型增长，细分领域垂直化+在线化为发展方向.....	- 11 -
<b>双教育标的各具优势，“内容+平台”协同效应显著</b> .....	<b>- 13 -</b>
恒企教育：会计+IT 热门领域龙头，校区扩张+ARPU 值攀升增厚业绩.....	- 13 -
中大英才：巨大流量优势，布局在线教育完整产业链.....	- 15 -
教育新引擎开启新成长，标的业务互补协同作用明显.....	- 17 -
<b>盈利预测及投资建议</b> .....	<b>- 18 -</b>
分业务盈利增长预测.....	- 18 -
投资建议.....	- 19 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 20 -</b>

图表目录

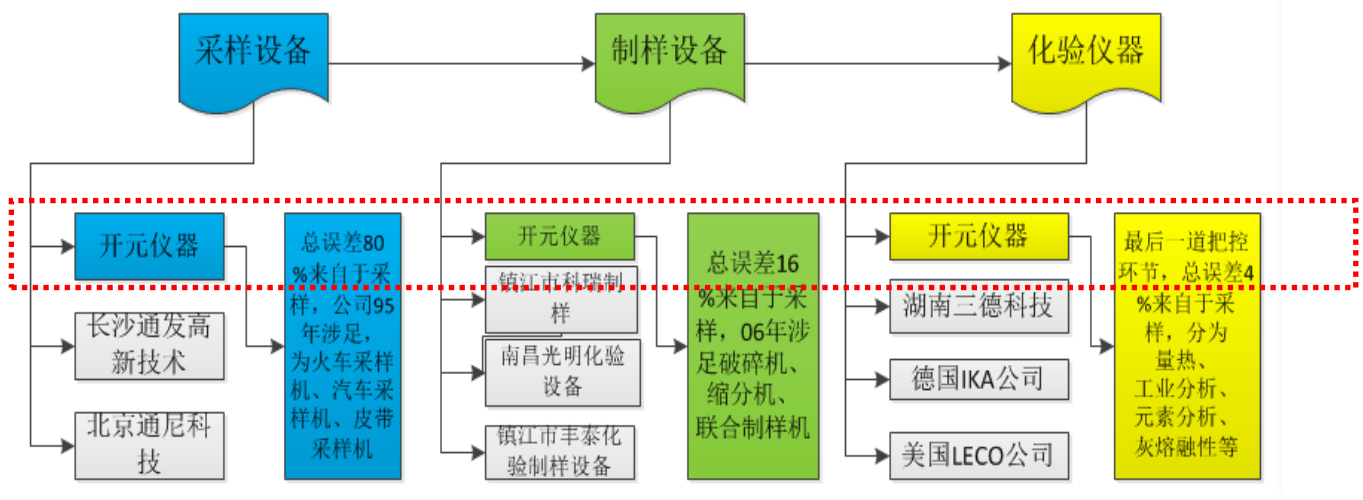
图表 1: 煤炭检测产业链及公司产品定位 .....	- 5 -
图表 2: 近 2 年来煤炭价格指数走势 .....	- 6 -
图表 3: 公司近五年营收、业绩及同步增速 .....	- 6 -
图表 4: 拟收购标的业绩承诺显示较高成长性 .....	- 7 -
图表 5: 发行股份及募集资金后股权结构图 .....	- 7 -
图表 6: 近一年来教育行业重大政策 .....	- 8 -
图表 7: 城镇居民人均教育比例提升 .....	- 9 -
图表 8: 2016 年 H1 互联网教育行业融资情况 .....	- 9 -
图表 9: 2015 年以来 A 股上市公司并购教育行业一览 .....	- 9 -
图表 10: 教育行业重点细分行业及相关个股 .....	- 10 -
图表 11: 教育行业细分市场规规模占比 .....	- 10 -
图表 12: 民进教育法进程一览 .....	- 11 -
图表 13: 职业教育培训需求分类 .....	- 11 -
图表 14: 不同行业受教育者的培训目的 .....	- 11 -
图表 15: 职业培训教育相关产品模式示例 .....	- 12 -
图表 16: 公司营收和净利润情况 .....	- 13 -
图表 17: 公司 15 年营收结构组成 .....	- 13 -
图表 18: 恒企教育直营、加盟校区扩张情况 .....	- 14 -
图表 19: 恒企教育盈利收入和 ARPU 值 .....	- 14 -
图表 20: 公司收入和净利润情况 .....	- 15 -
图表 21: 公司 15 年营收结构组成 .....	- 15 -
图表 22: 公司自有平台和第三方平台贡献人均收入 .....	- 16 -
图表 23: 在线教育产业链条 .....	- 16 -
图表 24: 收购完成后业务结构组成 .....	- 17 -
图表 25: 业绩增长预测业务拆分 .....	- 18 -
图表 26: 可比公司盈利预测与估值比较 (Wind 一致性预测) .....	- 19 -
图表 27: 公司 2017 年分项业务估值 .....	- 19 -
图表 28: 公司盈利预测 (假设 17 年收购标的完成并表) .....	- 20 -

## 传统主业下滑明显，切入职业教育找新引擎

煤炭下滑叠加燃料智能化投入较大，公司业绩亟需新增长点

- **“煤质检测仪器设备龙头企业：公司 2012 年上市以来专注于煤质检测仪器设备的研发、生产和销售，主要产品覆盖煤质检测仪器设备中的采样设备、制样设备、化验仪器、部分在线检测装备和供燃料智能化管理系统化解决方案。公司是我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、物联网的制造与维护厂商之一。”**
  - 煤炭检测仪器设备行业龙头企业，是国内唯一一家同时具有煤质采、制、化仪器设备规模生产能力的企业；
  - 在煤质化验仪器领域，公司是目前主要生产厂商中进入行业时间最早、产品线最丰富、服务客户最多、在用仪器设备最多的企业；
  - 公司在煤质化验仪器领域市场占有率达到了行业第一位，在煤质采、制样设备领域，达到了行业第三位。

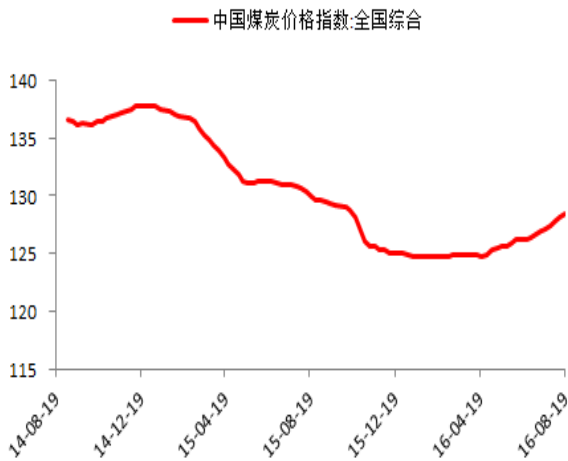
图表 1：煤炭检测产业链及公司产品定位



来源：中泰证券研究所

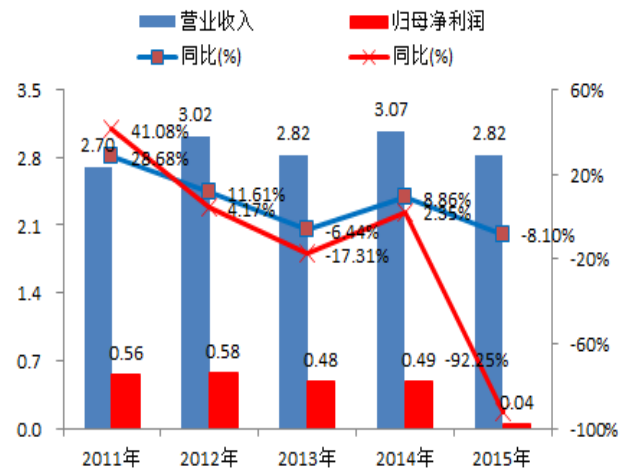
- **煤炭供需同比双降拖累主业增长：煤质化验仪器是保证煤炭产品的质量得到准确计量并被充分利用的有效手段，被誉为煤炭领域的‘电表’，广泛应用于煤炭的勘探、生产、贸易、运输、存储、参配、使用及质量监督抽查等环节，近年来，受宏观经济以及煤炭产业增长乏力等因素的影响，公司营业收入呈下滑态势，利润亦伴随营业收入出现大幅下滑，公司管理层考虑为公司股东创造更大的价值，积极寻找战略发展的突破点，力求发掘新的利润增长点，为公司可持续发展奠定基础。**
  - **产量方面：**2016 年上半年，全国煤炭产量连续下降，全国规模以上煤炭企业原煤产量 16.3 亿吨，同比减少 1.75 亿吨，下降 9.7%；
  - **消费方面：**煤炭消费继续减少，全国煤炭消费量在 2014 年下降 2.9%，2015 年下降 3.7%的基础上，测算今年上半年消费 18.1 亿吨，同比减少 8800 万吨，下降 4.6%。

图表 2：近 2 年来煤炭价格指数走势



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司近五年营收、业绩及同步增速



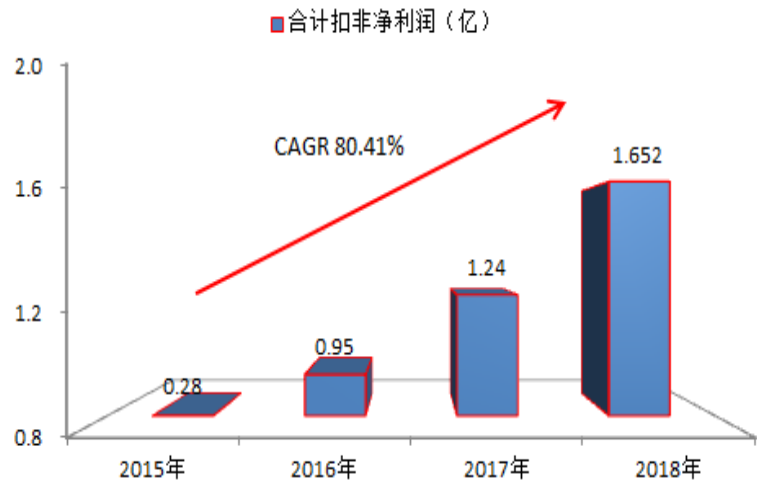
来源：中泰证券研究所

- 燃料智能化前期投入较大，增长迅速有望 18 年迎来爆发。**公司 14 年切入燃料智能化管理领域，经过 2 年多的研发与孕育，公司已经拥有燃料智能化工程总承包资质和强大的实施能力，且增加了燃料智能化产品的新型品种，能够全面满足以燃煤电厂为代表的耗煤企业加大对燃料智能化管理的需求，半年报营业收入同比增长 117.81%，营收比例由最初的 8.4% 提高到 42.75% 至第一主业，增长迅速，但鉴于公司前期投入过多，我们预计此项业务今年有望扭亏为盈，明年订单大幅上升，后年迎来行业成长爆发。公司未来将继续保持引领行业发展的龙头地位，力争成为全球煤质“在线检测+燃料智能化系统+化验仪器”的知名企业。

#### 重组收购职业教育，高成长和盈利可期

- 重组进军职业教育培训市场，显著提高业绩活性。**2016 年 8 月 17 日，公司披露重组草案报告，拟向江勇、广发信德、中大瑞泽等以 14.62 元/股发行股份及支付现金方式购买恒企教育 100% 股份（作价 12 亿）、中大英才 70% 股权（作价 1.82 亿），同时以 14.62 元/股向江勇、前海开源等募集配套资金 4.7 亿元。交易拟收购标的涉足会计、IT、在线职业考试、职业技能培训和图书销售业务，且 16/17/18 年净利合计不低于 0.95/1.24/1.65 亿，增速 237.67%/30.6%/33.04%，复合增速 80.41%，综合毛利率 66%-76%，显示出较高的成长性和盈利能力，增厚公司业绩明显。

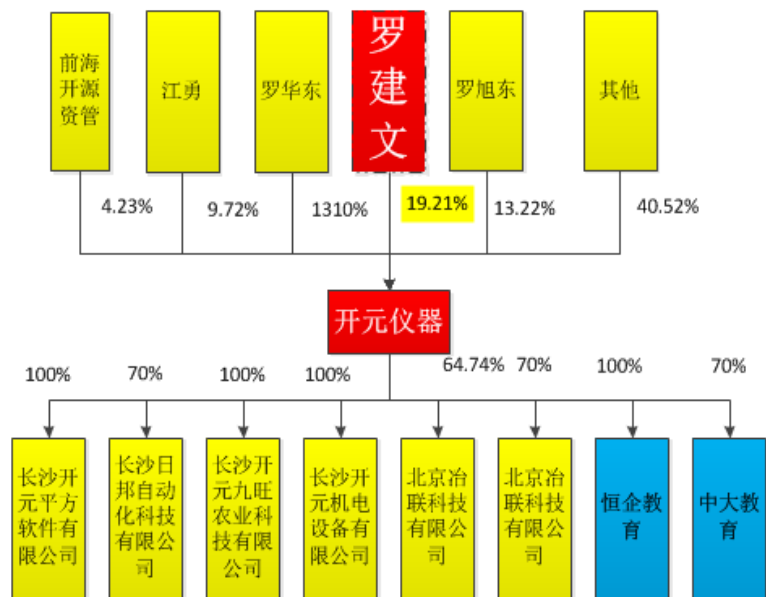
图表 4：拟收购标的业绩承诺显示较高成长性



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **实际控制人不变，相关产品引领行业标准。**公司实际控制人为公司创始人、董事长且是国产汉字电脑量热仪的创始者、中国仪器仪表行业协会实验室仪器分会副理事长、中国节能协会第六届理事会理事，公司截止到 2015 年年底参与起草的国家或行业标准有近二十项，相关产品在行业里具有一定的权威性和引领性。

图表 5：发行股份及募集资金后股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 职业教育新式蓝海，细分领域垂直化+在线化为发展方向

### 政策红利叠加消费升级，教育行业资产证券化加速

- 政策持续加码教育，细分市场空间打开：**教育行业是一项规模宏大的产业，教育是民族振兴的根本，其对未来经济形态的塑造起着重要的影响作用，我国历年来都颁布对教育相关政策，从政策补贴、引导、规范、细节执行等角度加大对教育产业的保护，习近平总书记屡次强调教育优先发展的重要战略地位。我们统计了近一年多的教育行业密集出台的政策，无论是学前、在线等细分领域，国家政策都有针对性纲领，从政策趋势和频次看，教育的营业模式、盈利模式和技术模式都将面对巨大的发展变革，教育行业巨大市场化空间逐步打开。

**图表 6：近一年来教育行业重大政策**

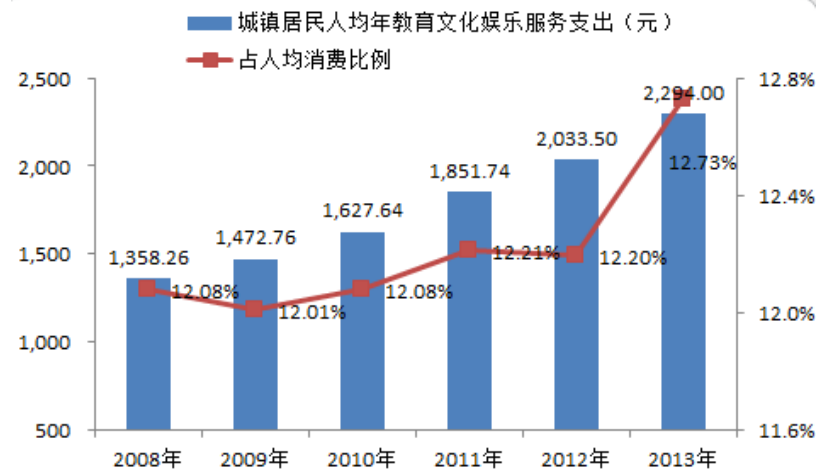
时间	文件	颁布部委	政策内容	相关领域
2016年7月3日	《幼儿园工作规程》	教育部	推进学前教育改革国家实验区建设，完善普惠性幼儿园发展机制。	学前教育
2016年6月17日	《教育信息化“十三五”规划》	教育部	通过推动高校建设并向社会开放在线课程，扩大高校优质教育资源受益面等	在线教育
2016年4月29日	《关于 好新时期教育对外开放工作的若干意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	加快留学事业发展，提高留学教育质量等	职业教育、国际教育
2016/4/18日	《民办学校分类登记实施细则》、《营利性民办学校监督管理实施细则》	中央全面深化改革领导小组	实施分类管理，可破解民办学校的身份尴尬；营利性学校有望通过股权激励等吸引更多优秀教师加入；	民办教，K12/职业
2016年2月25日	《职业教育法》修订草案已起草完成	教育部	进一步明确职业教育的法律地位、体系架构、基本制度、条件保障、统筹协调等关键问题，	职业教育
2016年2月19日	《2016年教育信息化工作要点》	教育部	加快推进中小学“宽带网络校校通”等	在线教育
2015年12月22日	《教育法律一揽子修正案草案》	全国人大常委会	增加了学前教育、职业教育、继续教育、终教 的法律规定和评估体系	学前教育、职业教育等
2015年10月19日	《高等职业教育创新发展行动计划(2015-20 8年)》	教育部	启动高职专业教学标准研制工作。出台职业教育校企合作促进办法。	职业教育
2015年9月17日	《关于“十三五”期间全面推进教育信 化工作的指导意见(征求意见稿)》	教育部	提出规 教育基础数据的管理,推动数据的开放、共享。	教育信息化
2015年9月1日	《民办教育促进法》修正案	第十二届全国人大常委会	提出“民办学校一律为非营利性学校”改 民办学校可以自主选择登记为非营利性或营利性法人”。	民办教育
2015.6.30	《关于深化推进职业 育集团化办学的意见》	教育部	支持建设一批示范性骨干职业教育集团	职业教育
2015年3月1日	《政府工作报告》	国务院	“互联网+”上升至国家战略， 线教育市场空 打开	在线教育

来源：中泰证券研究所



- **消费端升级，人均教育支出比例增加：**我国家庭历来重视教育，且随着居民收入的提升以及二胎政策的放开，大大刺激教育端的需求增加，如2008 城镇家庭人均教育支出为 1358.26 元，占家庭人均消费支出的比例为 12.08%，2013 年城镇居民家庭人均教育支出为 2294.50 元，文教消费的支出占 12.73%，复合增长 11%。

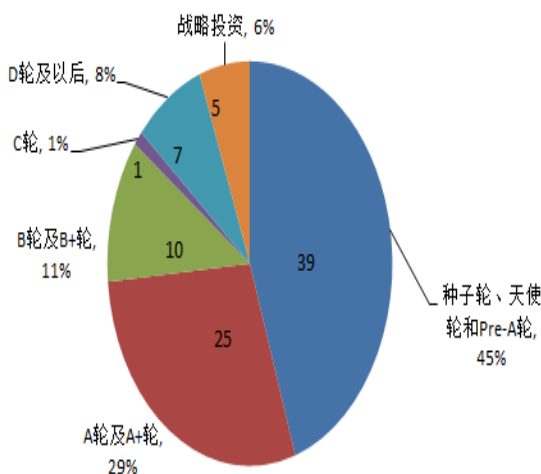
**图表 7：城镇居民人均教育比例提升**



来源：Wind，中泰证券研究所

- **教育板块融资及资产证券化急速升温。**2013 年之前 A 股市场鲜有上市公司涉足教育产业，2014 年初 IPO 的全通教育首次登陆 A 股，最近 1 年来在 IPO 之外无论从一级市场还是二级市场越来越多的教育资产通过融资或上市公司的并购重组进入资本市场：一级市场来看，2016 年上半年互联网教育行业共发生了 87 起融资事件，融资总额超 55150 万美金，45% 的项目多集中在种子轮、天使轮、Pre-A 轮三个早期轮次；从二级市场来看，主业表现低迷的企业如煤炭、印刷、装修等大多数选择教育标的且是涉及职业教育、在线教育某一细分领域作为转型方向，共计发生企业估值约 200 亿。

**图表 8：2016 年 H1 互联网教育行业融资情况**



来源：IT 桔子，亿欧网，中泰证券研究所

**图表 9：2015 年以来 A 股上市公司并购教育行业一览**

收购日期	公司	原有主业	收购标的及估值	领域
2016年8月	开元仪器	煤质仪器	拟12亿恒企教育，1.82亿中大英才	职业教育
2016年7月	四通股份	家居生活陶瓷	拟45亿元收购启行教育100%股权	国际教育
2016年7月	汇冠股份	触摸屏	8.06亿恒峰信息	职业教育
2016年5月	科大讯飞	软件和信息 技术	4.96亿北京乐知行软件	教育信息化
2016年2月	文化长城	艺术陶瓷	10亿水晶球教育，5.76亿联讯教育控	在线教育
2016年1月	勤上光电	LED照明方案	拟20亿收购龙文教育科技	K12
2015年12月	秀强股份	玻璃深加工	2.14亿至人教育，3.5亿徐幼集团控股	幼儿教育
2015年12月	紫光学大	物业和设备 租赁	拟以23亿元收购中概股学大教育	K12 在线教育
2015年12月	电光科技	防爆电器设备	0.75亿收购雅力科技，0.55亿收购乐迪网络	国际教育，在线
2015年9月	全通教育	移动通信和 互联网技术	11.1亿继教网、西安习悦，3840万赛尔互联24%股权	在线教育
2015年9月	威创股份	电子数据拼 接墙	5.2亿收购红缨教育100%股权；8.57亿收购金色摇篮100%股权	学前和在 线教育
2015年5月	中泰桥梁	桥梁钢结构	12亿元增资文凯兴	国际教育
2015年4月	拓维信息	系统集成和 软件	18.68亿，海云天、长征教育，龙星信息49%股权和诚长信息40%股权	在线教育
2015年4月	盛通股份	出版印刷	4.3亿乐博乐博机器人教育	K12、素 质教育
2015年3月	洪涛股份	装饰工程	2.35亿元收购跨考教育85%股权	职业教育

来源：中泰证券研究所

职业教育市场空间第二，短期民进促进法影响最大

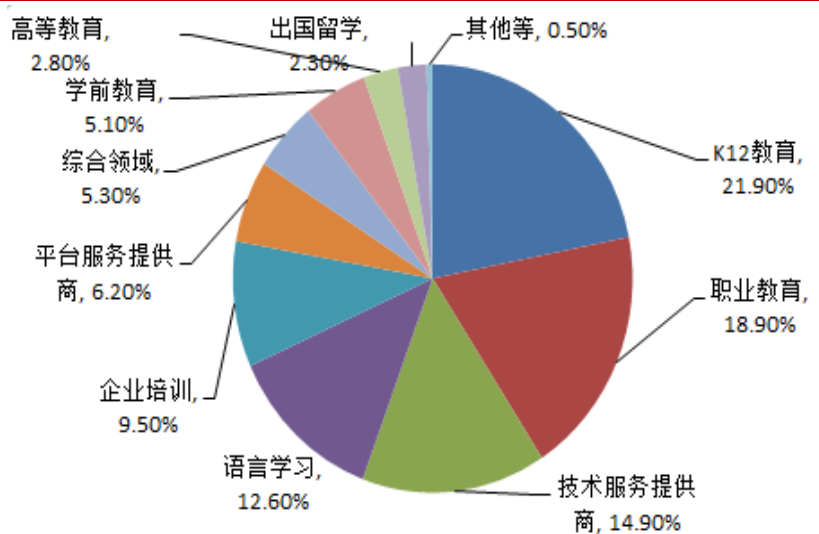
- 教育细分分类及发展现状和趋势：**根据智研咨询相关统计数据，2016年中国教育培训行业市场规模为1.66万亿，规模巨大且教育行业细分种类较多，从目前现状来看，K12和职业教育市场规模分别以3635亿、3137亿列前两位，教育行业中的技术服务商如信息服务、虚拟现实、教育培训数据分析等相关产业链公司市场规模值得重视。我们认为从未来的发展趋势上看，教育行业虽然市场空间巨大，但目前个别细分类别夸张严重、泡沫化现象出现，未来教育行业整体上整合大规模、大品牌为趋势。

图表 10：教育行业重点细分行业及相关个股

行业分类	行业定义	现状分析	发展趋势	个股
K12	5-12 岁的基础教育阶段	刚性需求。孩子成长的不可逆性带来试错成本极高，家庭对于教育价格不敏感	家长看重品牌大、环境好，目前高度分散，预计行业整合速 细分市场空间最大	盛通股份，新南洋、勤上光电
学前教育	0-6 岁的儿童	收益二胎发展迅速，目前缺少政策等无标准化	未来学前教育融合素质或者艺术教育，相关规范有待出台	威创股份、和晶科技
职业教育	培养某种职业技能，如会计、IT 等	培训对象有针对性，需求刚性、理性有支付能力，盈利模式成熟	先天分散，且比较集中在北京、上海等国际化大城市	开元仪器，新南洋、中国高科、洪涛股份
在线教育	通过信息科技和互联网技术进行内容传播和快速学习	解决教育资源分布不均衡，处于起步阶段	未来二线城市渗透率提升 间巨大	全通教育、拓维信息
留学服务(培训+中介)	语言类等出国考证类培训	受益国际融合和教育观念升级，但留学服务相对成熟	留学人口数量趋于减缓，后续空间有限	新东方
国际学校	超越国家之上的全球范围内的教育	主要是富裕阶层以及高净值人群收入人群，学费贵。毛利率高	门槛高，市场集中度低，持续扩张状态	四通股份、枫叶教育、中泰桥梁

来源：中泰证券研究所

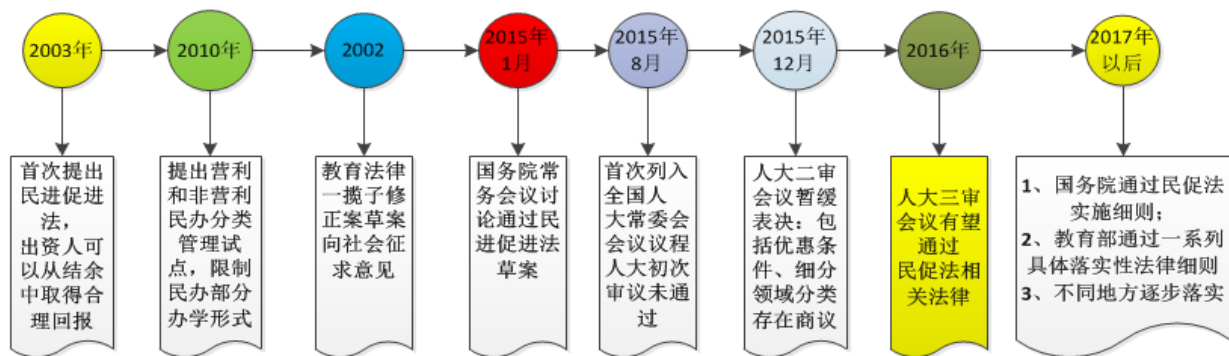
图表 11：教育行业细分市场占比



来源：互联网教育研究院，中泰证券研究所

- **短期看民进教育法三审落地激发职业教育企业更多活力。**2014 年以来，国家对于职业教育空前重视，相继推出一系列方针政策鼓励教育产业快速发展，其中《民办教育促进法》前两次提审均未通过，争议的焦点集中在土地、税收、预留发展金等配套制度的优惠政策，2016 年《民办教育促进法》有望经全国人大常委三审通过，我们认为届时将是民办教育历史上最重要的改革之一：民办教育企业盈利模式将迈入合法化、清晰化、规范化，而以民办属性最为强烈的职业非学历教育显著受益，这也激励职业教育机构抢筹进入资本市场加快融资，上市、并购整合或将成为经营性民办教育壮大主旋律，整个教育板块或将激活价值重估。

图表 12：民进教育法进程一览

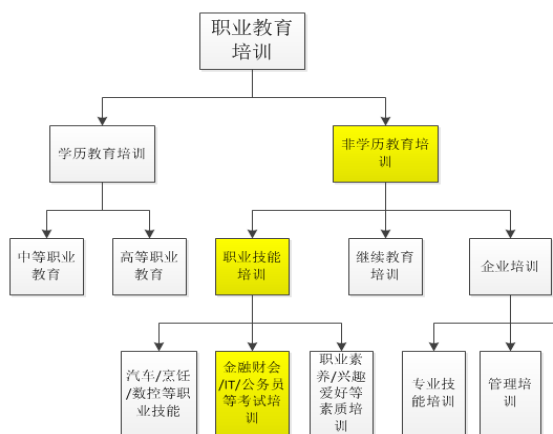


来源：中泰证券研究所

**职业教育为需求驱动型增长，细分领域垂直化+在线化为发展方向**

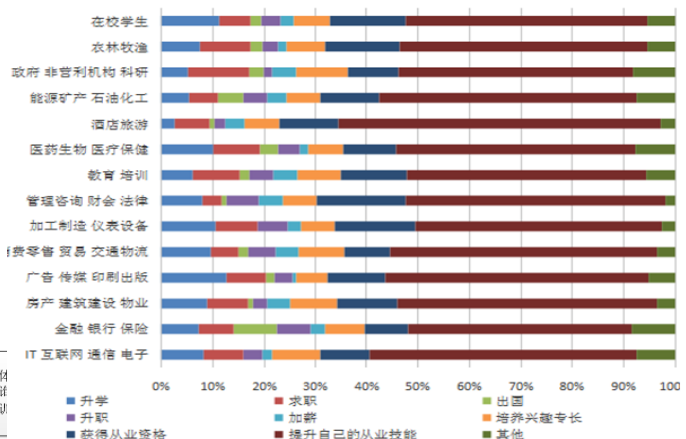
- **职业教育是教育中刚需最大，需求驱动型：**职业教育包括非学历职业教育与学历职业教育两个大类，学历职业教育多为政策推动市场化程度低，目前主要的市场还是集中在非学历职业教育培训，如资格认证考试培训、职业技能培训和企业培训，受教对象一般为在校学生或者社会在职人员，同 K12、幼教等不同的是，他们往往目标明确，多为考取证书或提高职业实际技能为目的（如 IT、CPA、司法、英语等），且购买人和使用者同一人，多为成人比较成熟，自主决策能力强，且有一定的支付能力，职业教育行业发展配合受教对象需求驱动动态发展。

图表 13：职业教育培训需求分类



来源：中泰证券研究所

图表 14：不同行业受教育者的培训目的



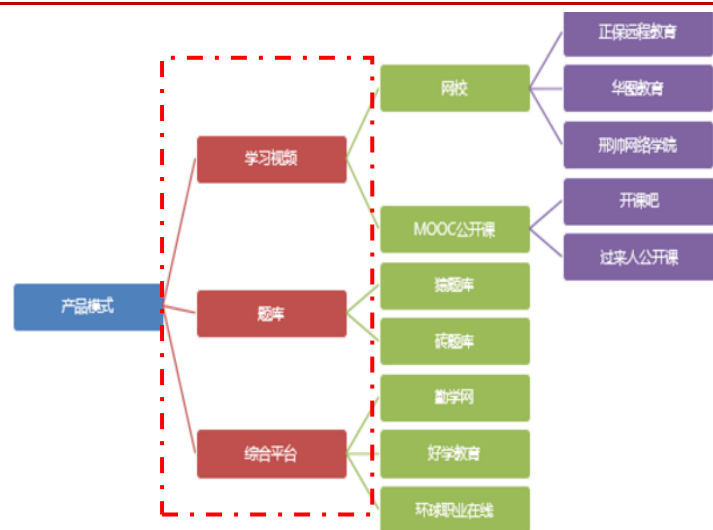
来源：搜狐教育，中泰证券研究所

■ **竞争激烈，大品牌大规模机构主导行业发展：**随着我国在线职业教育进入快速发展期，国内在线职业教育领域的竞争日趋激烈，同细分领域移动教育产品同质化竞争严重，小型机构由于师资、市场开发资金缺乏、品牌难以在短期形成，市场空间越来越小。并且因为教育培训业是先收费，后服务的赢利模式，所以较之其他行业具有与众不同的特色，即“轻资产，重品牌”，学员为了降低学习风险，往往会集中选择具有优势的教育培训机构品牌，从而形成强者更强，一家独大的良性局面。我们认为教育培训市场目前仍处于初级发展阶段，行业呈现出高度分散、标准缺失等特点，未来大品牌大规模机构将主导行业未来发展：

- 从政策引导角度，2015年7月颁布的《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》明确到2020年初步建成300个具有示范引领作用的骨干职业教育集团，建设一批中央企业、行业龙头企业牵头组建的职业教育集团。我们认为集团化、规模化有利于资源整合，并通过规模化实现市场影响力、资源最大利用化、成本集约化。
- 从行业发展角度，大品牌大规模公司盈利模式探索更早，发展的更成熟。我们认为大品牌公司在完成原始用户的积累后，更易思考如何实现流量变现、探索在线化、社交化、电商化、O2O等创新模式的转型和升级，推动职业教育行业发展，也是取得竞争优势的必经之路。

■ **多元型培训向专业细分垂直型龙头发展：**目前全国教育培训机构5万多家，大多应大众文化需求缺口而产生，包括美容、时尚、教育、语言、计算机、职业资格等等细分市场，从IT教育、公务员考试、财会与金融以及建筑等子领域的发展规律来看，我们认为未来职业教育培训机构一定是在某一细分领域实现单点突破的龙头，并且能够在产品链上下游覆盖全面，形成了相对稳定的业内领导者。如会计培训领域目前已经形成中华会计网校、仁和会计、恒企教育等，打造“学习视频+题库+平台服务+学习创新设备”全产业链资源整合。

**图表 15：职业培训教育相关产品模式示例**



来源：互联网教育研究院，中泰证券研究所

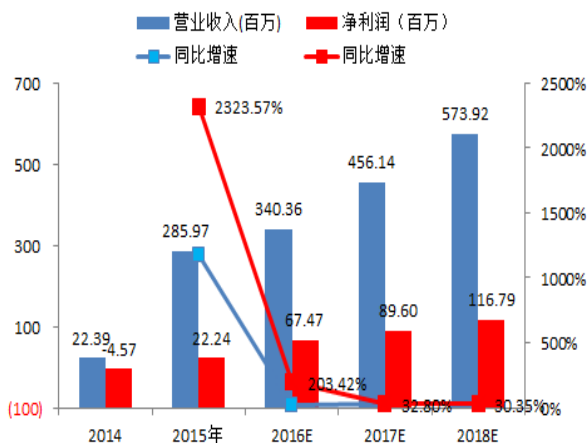
- **在线化是趋势，本质是大数据实现职业教育信息化：**我们认为目前教育领域存在的2个主要不容忽视的问题：教育资源的不公平和教育对象的同质化教育，而职业教育在线化、信息化是解决这两个问题的关键路径：
  - **一是教育资源的分布不均：**尤其是东西部、一二线、城市和农村等，在线化教育可以打破空间的束缚和信息的不对称，使教学资源得以高效配置。院校老师可以通过传统的线下面授和知识点详解，同时辅以线上教学，在线与学生沟通交流，针对学生的预习情况提前做好课堂内容安排和疑难解答、知识点回顾等，根据大数据分析的学生学习情况对课程进行管理，利用云计算，将课件等资料上传至云空间，让教育教学资源得到最大化共享，促进教育的公平。
  - **二是教育对象的差异性导致教学的同质化：**不同受教育对象的天赋、理解、学习程度等差异较大，但是很难认清自己的存在的问题或者及时针对性的改正，我们认为职业教育在线化、信息化的最终方向是获取C端用户的数据积累，利用大数据挖掘价值从而对不同个体受教育者提出针对性、个性化的教育，标准化教育重在推广，而因材施教才是最终归宿。

## 双教育标的各具优势，“内容+平台”协同效应显著

### 恒企教育：会计+IT热门领域龙头，校区扩张+ARPU值攀升增厚业绩

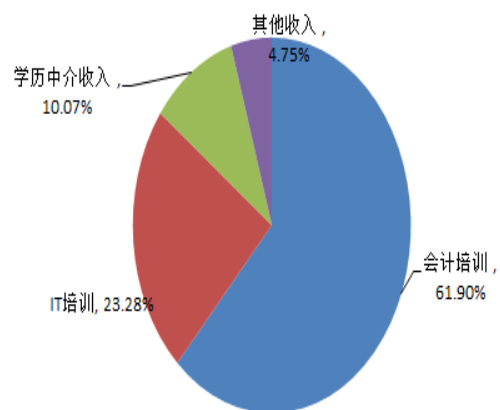
- **主要产品流程、和营收情况：**恒企教育品牌创立于2002年，是行业内较具规模和影响力的O2O会计和IT培训职业教育培训一站式、全方位的连锁机构领军品牌，主要提供会计培训服务和IT培训服务（多迪科技提供）、学历中介业务、视频卡业务。2015年，恒企教育实现营业收入2.86亿元，同比增长1177%，主要是校区数量（直营41增至191，加盟9增至40）+学员数量+ARPU值大幅增长所致，其中会计培训收入1.77亿元，同比增长1031%，IT培训收入6658万元，同比增长888%。从盈利情况看，会计培训毛利率超过70%，IT培训毛利率在54%左右，2015年，公司综合毛利率为70.5%。

图表 16：公司营收和净利润情况



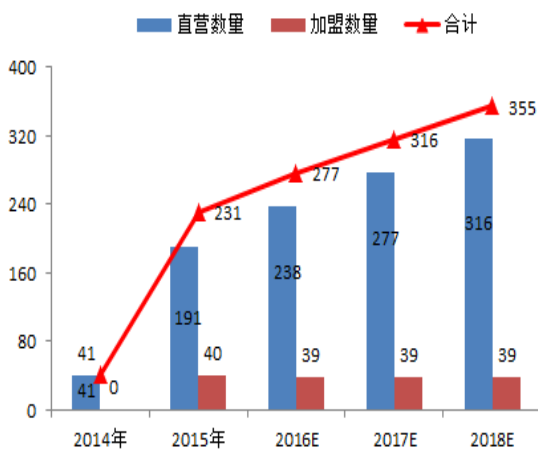
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：公司15年营收结构组成



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **品牌优势+O2O 模式优势:** 恒企教育具有较强的品牌优势, 2015 年全国校区会计从业资格证考试的平均通过率达 61.72%, 远高于全国的通过率水平, 2015 年培训会计学员数量达 74,098 人次 (2014 年为 17230 人次), IT 培训业务学员数量达 3,725 人次 (2014 年为 1515 人次)。同时 2015 年恒企教育开发了恒企在线 O2O 平台, 提供全方位 O2O 教学服务, 教学服务形式包括线下面授教学, 线上直播课堂、录播视频、音频、6 大智能化学习系统: 考试系统、实训系统、税务系统、大数据学习系统、会答 APP 答疑系统 IOS 和 android 端都已上线)和微信自媒体。
- **校区扩张+ARPU 值攀升增厚业绩:** 恒企教育单位课时营业收入和 ARPU 值都呈现上升趋势, 主要是开设课程单价较高的课程所致。15 年直营校区单位课时营业收入 24.95 元, 同比增长 40.2%, 加盟校区 25.68 元。15 年 ARPU 值达到 3155 元, 同比增长 70.7%, 其中 IT 培训 ARPU 值 1.84 万元, 同比增长 18.8%。随着业务的扩张, 教师数量相应提升, 15 年底拥有 983 位教师, 其中专职占比 58.29%, 兼职占比 41.71%。
  - **销售模式:** 公司形成了“直营为主, 加盟为辅”的非学历职业教育架构, 直营校区扩张迅速, 截至 2016 年 3 月末, 恒企教育在 100 多个城市设立了 173 个直营校区 (主要集中在华南广东、广西、四川、湖南以及华中河南等地区), 在 30 个城市设立了 34 个加盟校区 (主要集中在贵州、湖南等地区)。
  - **盈利模式:** (1) 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, IT 培训业务的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; 且都通过“直营校区+加盟校区”方式, 在全国范围内进行连锁化扩展, 一方面产生较好的品牌效应从而带来收入规模化优势。另一方面也获取连锁经营带来的成本集约化优势; (2) 学历中介业务是指与合作大学招生比例成; (3) 网络视频卡业务主要通过标准化的网络视频课程或学习工具。2015 年恒企教育对课程结构进行了优化升级, 同时校区的营销策略采取了主打高端 (价高) 课程的策略, 学员的人均消费金额大幅上升。

**图表 18: 恒企教育直营、加盟校区扩张情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 19: 恒企教育盈利收入和 ARPU 值**

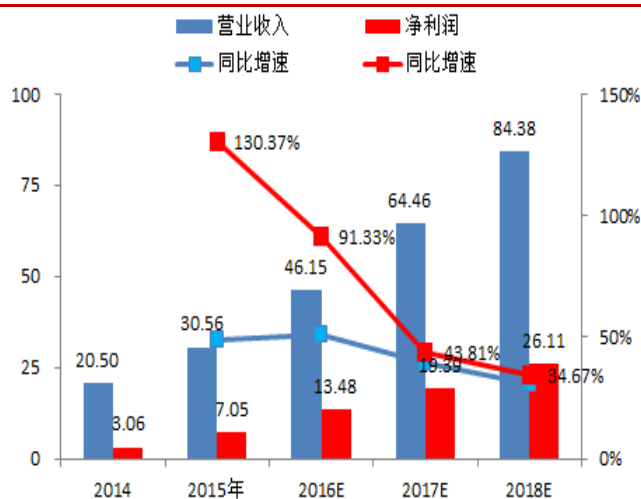
	2014年	2015年	2016年 1-3月	2016年 4-7月
直营校区学员 (万人)	1.87	7.78	1.76	2.97
直营校区单位课时营收 (元)	17.79	24.95	26.47	26.48
加盟校区学员 (万人)	--	1.16	0.26	0.44
加盟校区单位课时营收 (元)	----	25.68	27.43	27.34
<b>ARPU 值 (元/人次)</b>	<b>1849</b>	<b>3155</b>	<b>3769</b>	<b>3843</b>
<b>同比增长</b>		<b>70.67%</b>	<b>19.44%</b>	<b>21.77%</b>

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

中大英才：巨大流量优势，布局在线教育完整产业链

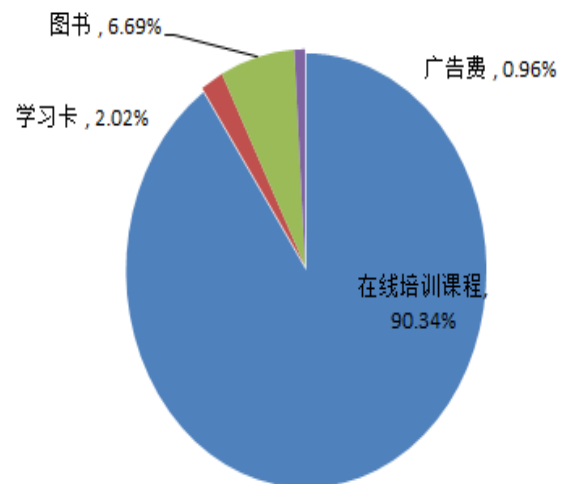
- **主要服务和营收情况：**中大英才成立于 2010 年 3 月，主要提供的服务包括在线课程培训、图书销售、学习卡销售、媒体广告。2015 年，中大英才实现营业收入 3056.48 万元，同比增长 49%，其中，主要收入来源在线课程培训业务增速显著，实现收入 2742.67 万元，同比增长 41%。从盈利能力看，在线课程培训毛利率维持在 75%左右，学习卡销售毛利率在 97%以上，2015 年公司综合毛利率 73.5%。
  - ✓ **在线培训课程：**涉及建筑工程（建造师）、金融、医药等领域，课程类型分为自制和第三方提供；
  - ✓ **图书销售：**主要是向出版社采购职业考试相关的考试辅导书籍及考试教材，以零售和随课程赠送打包的方式提供给学员；
  - ✓ **学习卡销售：**将固定金额的学习卡以一定折扣销售给代理商，用户向代理商购买后可以支付中大网校课程；
  - ✓ **广告业务：**分为广告联盟（CPC 方式）和课件联盟（CPS 方式），通过展示第三方的广告代码和课件代码拿取提成。

图表 20：公司收入和净利润情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 21：公司 15 年营收结构组成



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **中大英才具有强大的渠道流量资源：**公司 15 年付费用户 2.87 万人，同比增长 41.4%，主要受益于互联网巨头腾讯课堂、百度传课、微信平台、友赞提现等第三方平台流量导入大幅度增长，而对比自有平台 ARPU 值月 523 元，下降 52.28%，主要是营销策略的转变，推出诸多营销性质的低价或免费课程，以获取更多用户数据，为二次营销做准备，公司具体的渠道资源如下：
  - ✓ **线上与百度等互联网巨头建立了良好的合作关系，**拥有百度教育、百度阿拉丁、百度传课、百度文库、腾讯直播课堂、淘宝教育、360 搜索、神马搜索等持续流量入口；

图表 22：公司自有平台和第三方平台贡献人均收入

项目平台	2014 年			2015 年			2016 年 1-7 月			同比增长
	用户数量 (人)	付费数量 (人)	人均金额	用户数量 (人)	付费数量 (人)	人均金额	用户数量 (人)	付费数量 (人)	人均金额	
自有平台	26,956	20,235	961.91	27,836	21,958	1,096.95	15876	9,058	523.45	-52.28%
腾讯课堂	不适用			不适用	375	28.77	不适用	1,860	213.05	640.53%
百度传课				不适用	929	8.05	不适用	946	31.13	286.71%
微信平台	不适用			不适用	275	158.95	不适用	2,153	604.07	280.04%
友赞提现	不适用			不适用	25	98.9	不适用	6	210.93	113.28%
支付宝	不适用			不适用	2,519	951.99	不适用	7,453	1,211.92	27.30%
京东	不适用	113	413.71	不适用	346	382.6	不适用	125	459.76	20.17%
易宝平台	不适用			不适用	233	806.15	不适用	1,953	862.82	7.03%
天猫旗舰店				不适用	2,052	271.57	不适用	3,056	288.1	6.09%
财付通	不适用						不适用	8,505	489.22	首次
微商城	不适用						不适用	533	168.21	首次
合计		20,348		--	28,712			35,648		

来源：公司公告，中泰证券研究所

- ✓ 线下组建了自己的合作商队伍，通过部分考试项目报名审核进行现场宣传、举办考情分析会及合作出版图书中加带宣传页或学习卡、等方式进行推广；
- ✓ 与行业协会、行业机构拥有良好的合作关系，为多家企事业单位提供内部培训及资格考试定制培训的服务，也与众多政府部门、企事业单位建立了良好的合作关系，大客户订单逐年增长。
- **在线职业教育体系“端口+平台+图书+题库服务”完整性优势：**中大英才不仅在技术上有相对的完整性，包括从流量入口、变现至售后服务的完整布局，也包括各类平台的布局；既有职称考试类别的相对完整，又能做到录播、直播、图书、题库等体系化的完整，中大英才在深入化发展上有相对优势。

图表 23：在线教育产业链条



来源：中泰证券研究所

- **品牌优势：**中大英才拥有良好的企业形象，旗下的“中大网校”经过多年的发展和积累，在国内教育培训行业拥有较高的知名度和良好的口碑，用户认可度较高。同时，中大英才每年与大型机构、政府单位的合作也

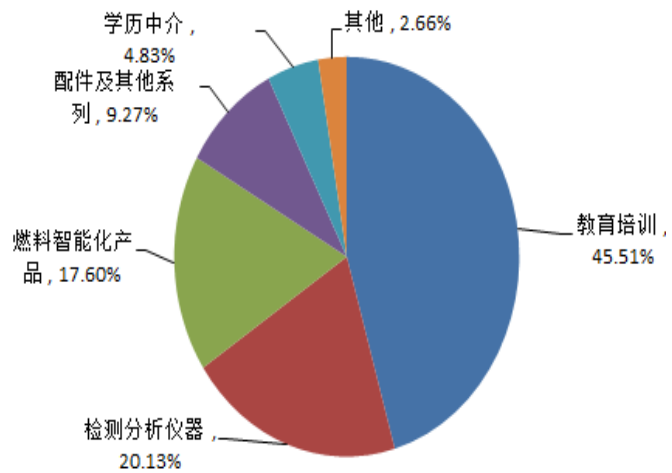


进一步推动了品牌的发展。

### 教育新引擎开启新成长，标的业务互补协同作用明显

- **教育成为第一大业务板块，盈利驱动能力增强。**上市公司原有主营业务为智能煤质检测仪器设备及提供燃料智能化管理系统解决方案，收购后将新增“教育培训”业务板块，且占比为 45.51%，为第一大业务板块，交易标的——恒企教育和中大英才都属于教育培训行业，受益于快速增长的市场规模及利好的行业政策，教育培训行业正处于高速发展阶段，新增业务毛利率水平较高，可有效提升上市公司的整体盈利水平。

**图表 24：收购完成后业务结构组成**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **收购标的有望打通“教育培训+在线职业教育”，实现内容+平台、技术等协同效应。**恒企教育和中大英才分别涉足教育培训产业的不同领域，且在各自的细分领域均具有较强的竞争力，通过并入上市公司平台进行资源整合，我们认为各自的品牌优势、专业优势、资源优势、数据优势、地域优势等有望形成教育领域中“面授培训+在线教育”具有代表性和竞争性的教学模式，协同价值值得想象。
  - **恒企教育借助中大英才在线教育技术，全面实施 O2O 战略：**恒企教育强大的终端和标准化的扩张，使得其在全国线下覆盖较多网点，利用中大英才在线教育的平台优势，依托大数据的教育资源、行业资源、渠道资源、就业资源优势，建立互联网大学，全面实施互联网 O2O 战略。
  - **中大英才借助恒企教育内容形成“技术+内容”双驱动发展模式：**中大英才有完善的线上业务，未来将通过中大英才的第三个品牌“中大云校”，与线下合作伙伴的资源整合，打造完整生态链，但目前“中大网校”拥有的在线培训课程的项目产品个数为 26 个，在职业资格类考试类目中所占比例尚小，在大部分单个项目中的渗透率相对较低，未来将会借助恒企教育在 IT 和会计等细分领域的内容优势和成熟模式，快速复制更多产品支撑移动平台和直播录播等其他业务。

## 盈利预测及投资建议

### 分业务盈利增长预测

**总营业收入：**公司拟收购恒企和中大英才教育尚需证监会最后通过，假设 17 年完成并表，我们预测未来三年 16/17/18 营收 305.19、891.67、1200.36（百万）；同比分别增长 8.79%、192.17%、34.62%，毛利率为 43.64%、61.64%、59.46%。

**A: 燃料智能化管理：**收益于燃煤电厂响应国家能源改革要求以及公司燃料智能化新型品种的投放，我们假设增长率为 40.00%、80.00%、120.00%，则预测 16/17/18 年营收 77.42、139.36、306.58 百万；同时假设毛利率分别为 40.00%、45.00%、42.00%。

**B: 煤质仪器及设备：**以煤炭为主的能源消费结构发生改变，煤炭消费需求处于稳定，我们假设增长率为 1.12% 1.73%、1.63%，则预测 16/17/18 年营收 227.77、231.71、235.48 百万，同时假设毛利率分别为 60.00%、50.00%、40.00%。

**C: 恒企教育：**受益于职业教育的成长空间和公司在 IT/金融的领先地位，假设承诺利润如实完成，则 16/17/18 年营收 340.36、456.14、573.92 百万，增长率为 56.62%、34.02%、25.82%，毛利率为 75.17%、75.15%、75.64%。

**D: 中大英才：**受益于在线教育的成长空间和公司在流量、产业链的优势，假设承诺利润如实完成，则 16/17/18 年营收 46.15、64.46、84.38 百万，增长率为 51.01%、39.66%、30.91%，毛利率为 77.78%、78.41%、79.23%。

图表 25：业绩增长预测业务拆分

盈利预测（百万）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入合计	278.09	303.88	280.54	305.19	891.67	1,200.36
增长率	-7.23%	9.27%	-7.68%	8.79%	192.17%	34.62%
综合毛利率	53.17%	53.49%	47.22%	43.64%	61.64%	59.46%
<b>分拆明细</b>						
<b>1、燃料管理系统</b>						
收入		26.02	55.3	77.42	139.36	306.58
增长率			112.53%	40.00%	80.00%	120.00%
毛利率		63.60%	49.35%	40.00%	45.00%	42.00%
<b>2、煤质设备、配件等</b>						
收入	278.09	277.86	225.24	227.77	231.71	235.48
增长率	-7.23%	-0.08%	-18.94%	1.12%	1.73%	1.63%
毛利率	53.17%	62.91%	62.42%	60.00%	50.00%	40.00%
<b>3、恒企教育</b>						
收入		15.65	217.31	340.36	456.14	573.92
增长率			1288.29%	56.62%	34.02%	25.82%
毛利率		76.83%	73.76%	75.17%	75.15%	75.64%
<b>4、中大教育</b>						
收入		20.50	30.56	46.15	64.46	84.38

增长率			49.06%	<b>51.01%</b>	<b>39.66%</b>	<b>30.91%</b>
毛利率		75.39%	73.62%	<b>77.78%</b>	<b>78.41%</b>	<b>79.23%</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

- 基于公司在传统主业煤质检测的龙头地位, 以及燃料智能化系统营收比例的增加, 看好公司拟收购标的恒企教育和中大英才教育在各自细分市场领域的竞争力以及“职业培训+在线教育”的协同效应, 假设 17 年标的并表且承诺利润兑现, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.05 元、0.45 元和 0.55 元, 业绩增速为 240.46%、1070.68%、23.44%, 对应 PE 分别为 355x、41x 和 33x。

### 投资建议

- 假设 17 年标的并表且承诺利润兑现, 对于传统业务煤质设备、燃料智能化系统以及拟收购标的恒企教育、中大教育 2017 年归属母公司净利润分别为 0.23、0.26、0.89、0.13, 分别给予 45x、64x 和 55x、55x 估值, 分别对应 10.43、16.47、48.95、7.32 亿估值, 总市值 83.16 亿, 目标价位为 24.49 元, 对应于 2017 年 PE 55 x, 首次覆盖, 给予公司“买入”的投资评级。

**图表 26: 可比公司盈利预测与估值比较 (Wind 一致性预测)**

领域	公司名称	证券代码	收盘价 (09-13)	EPS			PE			ROE (%)	市值 (亿)
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E		
仪器+ 燃料 系统	天瑞仪器	300165.SZ	11.30	0.20	0.17	0.21	56.50	68.36	54.22	3.06	52.2
	南华仪器	300417.SZ	41.35	0.81	0.50	0.67	51.18	82.60	61.38	11.84	33.7
	开元仪器	300338.SZ	19.56	0.02	0.13	0.37	1,295.36	151.75	52.84	0.50	49.3
	平均值			0.34	0.26	0.42	467.68	100.90	<b>56.15</b>	5.13	45.1
职业 教育	新开普	300248.SZ	23.19	0.21	0.32	0.43	110.43	72.15	53.79	8.98	72.3
	中国高科	600730.SH	12.66	0.22	0.87	0.22	57.55	14.47	57.16	5.07	74.3
	新南洋	600661.SH	28.08	0.23	0.33	0.45	121.03	84.32	62.64	7.21	72.7
	平均值			0.22	0.51	0.37	96.34	56.98	<b>57.86</b>	7.08	73.1
在线 教育	天喻信息	300205.SZ	14.78	0.02	0.17	0.29	906.75	85.68	51.21	0.63	63.6
	勤上光电	002638.SZ	9.08	0.06	0.11	0.18	151.33	81.88	50.30	0.93	85.1
	新南洋	600661.SH	28.08	0.23	0.33	0.45	121.03	84.32	62.64	7.21	72.7
	平均值			0.15	0.22	0.31	136.18	83.10	<b>56.47</b>	4.07	78.9

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 27: 公司 2017 年分项业务估值**

业务拆分	营业收入 (亿元)	净利润率	归属净利润 (亿元)	PE	总市值
仪表仪器及配件	2.31	10%	0.23	45	<b>10.43</b>
燃料智能化系统	1.39	18.46%	0.26	64	<b>16.47</b>
恒企教育	4.56	19.64%	0.89	55	<b>48.95</b>
中大教育	0.64	30.07%	0.13	55	<b>7.32</b>
总计 (亿元)	8.71	14.83%	1.51	55	<b>83.16</b>

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

- **增发收购未过会风险：**公司收购交易尚需取得股东大会批准及中国证监会的核准，过会以及核准时间均存在不确定性；
- **标的估值风险：**交易标的分别估值增值率 1,770%/11,292%，但若假设条件在经营期间内经济环境和产业政策及意外事件等诸多因素的变化可能出现资产的估值与实际不符；
- **业务整合不达预期风险：**标的资产职业教育培训行业与公司目前的煤质检测仪器设备产品业务领域不同，没有显著协同效应，可能因企业文化、技术水平、经营模式和管理方法等较大差异存在整合效果不达预期风险；
- **职业教育竞争加剧风险：**随着民进促进法的预期，越来越多的公司投资职业教育或完成资产证券化，将对公司切入教育方向产生较大的竞争。

**图表 28：公司盈利预测（假设 17 年收购标的完成并表）**

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>营业总收入</b>	<b>282</b>	<b>307</b>	<b>282</b>	<b>305</b>	<b>892</b>	<b>1,200</b>	货币资金	318	264	159	327	186	234
增长率	-6.44%	8.9%	-8.1%	8.0%	192.2%	34.6%	应收款项	199	218	273	159	470	632
营业成本	-133	-143	-150	-172	-342	-487	存货	84	105	143	90	216	307
%销售收入	47.2%	46.4%	53.1%	56.4%	38.4%	40.5%	其他流动资产	8	16	8	8	22	30
毛利	149	165	133	133	550	714	流动资产	609	603	583	584	893	1,204
%销售收入	52.8%	53.8%	46.9%	43.6%	61.6%	59.5%	%总资产	72.8%	68.6%	62.6%	60.9%	33.7%	40.0%
营业税金及附加	-4	-3	-3	-3	-8	-11	长期投资	0	0	20	37	37	37
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	175	217	260	272	331	367
营业费用	-48	-53	-51	-46	-136	-180	%总资产	20.9%	24.7%	27.9%	28.3%	12.5%	12.2%
%销售收入	17.0%	17.2%	17.9%	15.0%	15.2%	15.0%	无形资产	44	54	56	55	1,376	1,391
管理费用	-59	-63	-74	-76	-229	-300	非流动资产	228	276	348	375	1,756	1,806
%销售收入	21.0%	20.5%	26.1%	25.0%	25.7%	25.0%	%总资产	27.2%	31.4%	37.4%	39.1%	66.3%	60.0%
息税前利润（EBIT）	38	45	5	8	177	223	<b>资产总计</b>	<b>837</b>	<b>879</b>	<b>931</b>	<b>959</b>	<b>2,649</b>	<b>3,010</b>
%销售收入	13.5%	14.8%	1.8%	2.7%	19.8%	18.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	8	6	4	1	1	1	应付款项	63	79	133	162	380	526
%销售收入	-2.8%	-2.0%	-1.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	29	32	36	27	62	85
资产减值损失	-4	-6	-17	-9	-4	-5	流动负债	92	111	169	188	442	611
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	2	2	2	2	2
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	—	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>92</b>	<b>113</b>	<b>171</b>	<b>191</b>	<b>445</b>	<b>613</b>
营业利润	42	46	-8	0	174	219	<b>普通股股东权益</b>	<b>743</b>	<b>758</b>	<b>751</b>	<b>761</b>	<b>2,190</b>	<b>2,373</b>
营业利润率	15.0%	14.9%	-2.8%	0.1%	19.5%	18.2%	少数股东权益	2	8	9	7	14	24
营业外收支	13	12	13	12	12	12	<b>负债股东权益合计</b>	<b>837</b>	<b>879</b>	<b>931</b>	<b>959</b>	<b>2,649</b>	<b>3,010</b>
税前利润	55	57	5	13	186	231	<b>比率分析</b>						
利润率	19.5%	18.6%	1.7%	4.1%	20.9%	19.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-9	-3	-2	-28	-35	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.8%	16.5%	61.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.531	0.388	0.015	0.051	0.445	0.550
净利润	47	48	2	11	158	197	每股净资产(元)	8.252	6.013	2.979	3.021	6.448	6.988
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	7	10	每股经营现金净流(元)	0.301	0.287	-0.084	0.806	-0.079	0.352
归属于母公司的净利润	47.81	48.94	3.79	12.92	151.20	186.65	每股股利(元)	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010	0.010
净利率	16.9%	15.9%	1.3%	4.2%	17.0%	15.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.44%	6.46%	0.51%	1.70%	6.90%	7.86%
<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%	1.35%	5.71%	6.20%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	7.62%	7.58%	0.34%	1.76%	7.59%	8.91%
净利润	47	48	2	11	158	197	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	-2	7	10	营业总收入增长率	-6.44%	8.86%	-8.10%	8.04%	192.17%	34.62%
非现金支出	15	20	35	30	29	34	EBIT增长率	-39.05%	19.01%	-88.78%	64.03%	2013.34%	25.97%
非经营收益	-8	-5	-10	-12	-12	-12	净利润增长率	-17.31%	2.35%	-92.25%	240.46%	1070.68%	23.44%
营运资金变动	-27	-26	-49	175	-201	-98	总资产增长率	3.37%	5.00%	5.95%	2.98%	176.24%	13.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>27.0807</b>	<b>36</b>	<b>-21</b>	<b>201</b>	<b>-20</b>	<b>130</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	73	52	47	19	1,393	68	应收账款周转天数	219.0	222.5	276.0	134.0	134.0	134.0
投资	7	-2	-30	-17	0	0	存货周转天数	228.2	241.5	301.4	190.0	230.0	230.0
其他	79	59	160	0	0	0	应付账款周转天数	63.0	69.9	95.0	100.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>83</b>	<b>-35</b>	<b>-1,393</b>	<b>-68</b>	固定资产周转天数	163.9	170.4	237.4	266.3	96.7	79.6
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	0	净负债/股东权益	-42.63%	-34.49%	-20.97%	-42.57%	-8.43%	-9.78%
其他	-30	-43	-13	0	-3	-3	EBIT利息保障倍数	-4.9	-7.5	-1.4	-9.8	-197.1	-298.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>-43</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>1,278</b>	<b>-3</b>	资产负债率	11.00%	12.91%	18.38%	19.89%	16.79%	20.37%
<b>现金净流量</b>	<b>14</b>	<b>-2</b>	<b>49</b>	<b>165</b>	<b>-134</b>	<b>59</b>							

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**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%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%--+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。