

调研点评报告
开元仪器 (300338)
仪器仪表 III
进军会计教育，打破发展天花板
报告日期: 2016-09-20

评级: **推荐**
 上次评级: 无

目标价: **21.43~25.32**
 上次预测: 无

当前价格 (元)	18.85
52 周价格区间 (元)	8.6-20.2
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)	16833.36
公司网址	www.chs5e.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
开元仪器	3.57	3.57	99.47
上证综指	-2.64	4.89	-2.32

财富证券研究发展中心
杜杨

(0731)84779566

duyang@cfzq.com

S0530514070001

相关研究报告:

预测指标 (不含并购资产)	2015A	2016E	2017E
营业收入	282.48	310.73	357.34
增长率 (%)	-8.10%	10.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	3.79	7.48	14.28
增长率 (%)	-92.25%	97.15%	90.88%
每股收益 (EPS)	0.015	0.030	0.057
P/E	1307.31	663.11	347.40

资料来源: 财富证券

事件: 近期我们实地调研了开元仪器, 与公司高管就公司收购项目情况进行了沟通。

投资要点

- 传统业务有望重回正轨:** 14 年以来, 公司传统业务下滑, 净利润从 5000 万以上下降到 15 年的 400 万左右。主要因为公司 13 年开始进入燃料智能化领域, 全新领域投入较大, 同时叠加这两年传统业务因为经济的不景气, 导致业绩下滑较大。但经过几年的努力, 燃料智能化业务开始逐步走上正轨, 16 年上半年该业务营收同比增加 100%, 带动整体营收同比增长 39%, 净利润约 500 万, 同比增长 44%。说明公司传统业务已经逐步回到正轨。
- 收购教育资产质地较好:** 公司本次按 14.62 元/股收购两项教育类资产: 12 亿收购恒企教育 100% 股份, 1.82 亿收购中大英才 70% 股份。公司同时配套 4.7 亿现金, 主要认购人来自恒企教育。我们预计完成收购和配套募资后, 总股本将从 2.52 亿股变为 3.396 亿股, 增加 34.76%; 同时, 收购的两家公司承诺业绩为 16~18 年, 9050 万, 1.18 亿和 1.56 亿。
- 承诺业绩实现可行性高:** 恒企教育承诺业绩为 16~18 年, 8000, 10400, 13520 万; 中大英才承诺业绩 16~18 年, 1500, 2000, 3000 万。市场对于恒企教育的承诺业绩存在担忧, 因为恒企教育 2014 年和 2015 年净利润仅为 -457.32 万元、2223.57 万元。我们认为, 上海恒企 (即被收购主体) 虽然是 2013 年才注册成立的机构, 但它的基础并非 0。上海恒企教育的前身, 恒企教育 (以广州恒企为主) 已有 14 年的历史。13, 14 年的时候, 恒企教育就已有上 100 个校区。而现在报表上看到上海恒企快速的从 0 发展到 180 个学校, 实际上是不断关闭恒企教育原有校区, 同时又注册上海恒企的子公司, 将原有学生、教师、资产、社会关系等转移到上海恒企的过程。所以, 恒企教育的业绩承诺有可行性。根据公司披露的最新数据, 1~7 月份, 上海恒企已经实现 4380 万净利润。我们认为, 今年达到 8000 万将是大概率事件。

➤ **过会概率较大：**

- 前期，盛通股份、保龄宝等收购教育类资产终止或过会被否，有部分原因是这些教育类资产中包含非经营性资产，虽然民促法修法箭在弦上，但在修法之前，市场担忧公司过会概率较小。
- 我们认为，公司过会概率较大。一方面，公司没有非经营性资产过会问题；按照《上海市经营性民办培训机构登记暂行办法》以及《上海市经营性民办培训机构管理暂行办法》，公司作为教育培训类机构，可以注册成经营性法人。所以，公司于2013年在上海建立总部，逐步将原有恒企教育旗下非经营性法人的校区，成功通过工商注册，注册成为了经营性法人。另一方面，公司业绩的可实现性较好，所以，公司过会的可能性较大。

➤ **有望独占会计赛道数年：**我们预计会计职业培训市场规模约100亿，市场极度分散。作为行业龙头的恒企教育，公司16年预计营收3~4亿，仅占市场规模的3~4%。一旦公司顺利过会，公司将独占会计类培训的赛道一段时间（其他较大规模的教育培训机构要全体转为经营性法人需要几年的时间），有利于公司利用资本力量加快内生发展和外延整合。

➤ **业绩预测：**

- 我们预计公司传统业务将逐年好转，16年、17年净利润分别为748万和1428万；
- 预计公司收购的恒企教育和中大英才将完成承诺业绩，考虑到完成收购的正常流程，预计标的业绩在16年将无法并表，假设17、18年完全并表，预计所收购的两家公司将在17~18年分别贡献1.18亿和1.56亿净利润。
- 总体来看，在17年两家公司顺利并表的情况下，预计公司16~17年净利润为0.078亿和1.323亿。

➤ **投资建议：**在不考虑并购的情况下，预计16年、17年净利润分别为748万和1428万，eps分别为0.030元和0.057元。而如果考虑17年并购完全并表，根据对赌测算，我们预计公司16~17年净利润为0.078亿和1.323亿，对应增发后3.396亿股的eps为0.023元和0.389元，当前股价19.48元对应17年eps为50.08倍。目前A股教育类上市公司17年普遍估值在55倍以上。我们给予公司合理估值区间为17年55~65倍估值，合理市值区间为72.76~85.99亿元。给与公司17年目标价为21.42~25.32元。首次给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**不过会风险，业绩不达预期。

图表 1: 利润表 (不含并购资产)

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	307.39	282.48	310.73	357.34
减: 营业成本	142.68	149.86	170.90	192.96
营业税金及附加	3.38	3.04	3.34	3.84
营业费用	52.73	50.69	54.00	62.10
管理费用	63.15	73.79	80.79	89.33
财务费用	-6.05	-3.56	-3.91	-3.83
资产减值损失	5.72	16.54	8.66	8.66
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.79	-7.87	-3.06	4.27
加: 其他非经营损益	11.53	12.65	12.34	12.34
利润总额	57.32	4.78	9.28	16.61
减: 所得税	9.44	2.92	1.85	2.49
净利润	47.89	1.85	7.43	14.12
减: 少数股东损益	-1.05	-1.94	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	48.94	3.79	7.48	14.28

资料来源: 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438