

2016年09月26日

公司研究

评级：增持（维持）

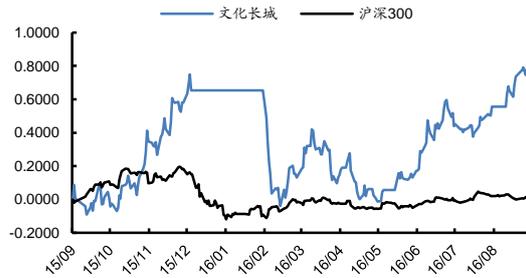
研究所

证券分析师： 孔令峰 S0350512090003
010-68366838 konglf@ghzq.com.cn
联系人： 朱芸 S0350115020010
010-88576686-801 zhuy03@ghzq.com.cn

收购资产及募集配套资金完成，转型开幕开启

——文化长城（300089）跟踪点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
文化长城	19.1	58.2	63.0
沪深300	-1.0	6.5	1.4

市场数据

2016/09/26

当前价格（元）	17.09
52周价格区间（元）	8.53 - 17.47
总市值（百万）	7430.73
流通市值（百万）	4260.28
总股本（万股）	43480.01
流通股（万股）	24928.50
日均成交额（百万）	203.35
近一月换手（%）	75.62

相关报告

《文化长城（300089）事件点评：主业业绩符合预期，转型教育稳步推进》——2016-07-18

《文化长城（300089）年报点评：传统主业发展放缓，转型教育稳步推进（增持）*计算机行业*孔令峰》——2016-04-05

《文化长城（300089）公告点评：+收购联讯教育，教育布局稳步推进（增持）*计算机行业*孔令峰》——2016-03-06

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：

- 收购资产及募集配套资金超预期完成** 公司9月23日发布公告称：新增发行股份3298万股，每股定增价14.99元，股票上市时间2016年9月28日。本次定增价格相比最低定增价格12.66元/股高出18%，较高定增价体现了投资者对公司的信心，且公告显示本次定增除公司股东、大型机构外有意向的询价机构多达75家，充分表现市场对公司本次定增的认可，对公司后续发展前景的看好。本次收购体现了公司布局教育领域的决心，公司在公告中表示会进一步选择符合公司长期发展战略的教育相关领域资产，快速实现文化长城教育产业的战略布局。我们看好公司未来转型发展。
- 外延收购联讯教育科技，打造业绩增长新动力** 本次交易完成后，联讯教育将成为公司全资子公司，是公司战略转型教育战略的重要举措，代表了公司布局教育行业的坚定决心，打造公司业绩增长新动力。联讯教育在教育信息化领域具有明显优势，深耕教育行业多年，在行业中已形成良好的品牌知名度，其共有四大业务：教育运营服务、教育系统集成、软件开发及技术服务、电子产品销售，各项业务发展顺利，其中教育运营服务盈利模式明确，已经形成一定用户量、教育系统集成业务也已经有成熟落地项目、软件开发及技术服务、电子产品销售业务的市场拓展进展顺利。在教育和科技加速融合的大背景下我们认为联讯教育完成业绩承诺将是大概率事件。
- 盈利预测和投资评级：维持增持评级** 公司持续布局教育产业的思路坚定，本次定增体现市场对其发展前景看好，本次发行前总股本3.7亿股，配套融资完成后总股本4.3亿股，对应当前市值73亿。预测公司2016-2018年EPS分别为0.09、0.21、0.28元，当前股价对应市盈率估值分别为188、80、62倍。
- 风险提示：** 1) 收购不及预期风险； 2) 市场竞争加剧风险；

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	445	564	728	828
增长率(%)	-1%	27%	29%	14%
净利润(百万元)	12	40	93	120
增长率(%)	47%	219%	135%	29%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.09	0.21	0.28
ROE(%)	1.55%	2.35%	5.31%	6.50%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

1、 收购资产及募集配套资金超预期完成

公司 9 月 23 日发布公告称：新增发行股份 3298 万股，每股定增价 14.99 元，股票上市时间 2016 年 9 月 28 日。本次募集资金用于购买联讯教育 80% 的股权，交易完成后，联讯教育将成为公司全资子公司。

高定增价体现投资者对公司信心：公告显示，根据本次募集配套资金的定价原则，本次发行价格不低于发行期首日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十，即不低于 12.66 元/股，根据申购情况，最终定增价确认为 14.99 元/股，本次定增价格相比最低定增价格 12.66 元/股高出 18%，较高定增价体现了投资者对公司业绩的信心。

众多询价机构显示市场对公司定增认可，看好公司发展方向：公告显示本次定增投资者名单除公司前 20 名股东、20 家证券投资基金管理公司、10 家证券公司、5 家保险机构投资者之外，还包括对公司定增有认购意向的 75 家投资者，这也直接促成了本次较高的定增价格。充分说明市场对公司选择教育领域进行外延方向十分看好，对公司未来投资价值充分认可。

本次收购是公司在互联网教育领域的重要布局，有利于将文化长城作为上市公司在资金及管理方面的优势和联讯教育在教育领域的业务优势相结合，提升公司整体盈利水平，实现业务多元化发展。并且本次收购体现了公司布局教育领域的决心，公司在本次公告中表示会进一步选择符合公司长期发展战略的教育相关领域资产，快速实现文化长城教育产业的战略布局。我们看好公司未来转型发展。

2、 外延收购联讯教育科技，打造业绩增长新动力

此次收购是公司继续转型教育产业迈出的重要一步，公司可通过“联讯教育信息化平台”为入口，构建闭环教育产业生态圈。在教育和科技融合逐渐加深的背景下，此次收购将为公司带来新的利润增长点，打造业绩增长新动力。

联讯教育是行业领先的教育信息化服务提供商，具有多家的教育信息化服务经验，主营业务涵盖教育信息化领域四大模块：教育运营服务、教育系统集成、软件开发及技术服务、电子产品销售。经过多年发展，公司综合应用移动通信、物联网、互联网、云计算、大数据等新技术，已建成国内较为完善的教育信息化平台，为 K12 教育、职业教育提供教育信息化服务，同时为职业院校实训室提供综合解决方案。先后成为广东电信、广西电信等基础运营商校园业务省级合作伙伴，微信公众号“教育云服务平台”已覆盖华南、华中、华东等多个省份公司。产品模式多样，覆盖各类终端系统（PC 端、IOS 和 Android 手机应用客户端、普通手机等），使用范围广，兼容性强，拓展了校园管理服务种类，提高了管理效率。

表 1: 联讯教育主要服务和产品

服务类型	服务内容	服务对象	具体产品
教育运营服务	面向中小学校及职业院校投资校园信息服务软硬件系统, 构建信息化服务平台; 同时, 运营商借助联讯教育所提供的电子学生卡, 为有需求的学生用户办理校内通讯套餐	中小学校、职业院校	教育资源公共服务平台、教育管理公共服务平台、班班通、人人通、微信公众号, 及相关的软硬件系统
教育系统集成	针对职业院校对技能实训室建设的实际需求, 进行实训室综合解决方案的设计、研发、实施和维护	职业院校	实训室综合解决方案及配套软硬件设备、定制化校园信息系统
软件开发及服务	教育及其他系统软件的定制化开发, 以及其他安装、维护、培训等业务	教育类、信息类公司	教育管理相关系统, 包括新生报名软件、高校师资管理、学校后勤保障、考试信息管理等多个种类和模块
电子产品销售	销售与信息化服务过程相关的电子产品	信息类公司	手机、电脑、存储器、服务器等

资料来源: 公司公告 国海证券研究所

联讯教育在教育信息化领域优势明显, 深耕教育行业多年, 在行业中已形成良好的品牌知名度。具有自主研发设计 IT 技术优势和教育行业专业知识优势, 能够准确地理解用户教育信息化服务需求, 具备将服务需求转化为信息产品和进行系统开发、功能升级的技术实现能力, 开发出有针对性的服务产品; 同时联讯教育的信息化服务平台服务领域广泛, 产品包括教育资源公共服务平台、班班通、人人通等, 涉及教育不同阶段, 能够长期、持续保持用户的黏性。并且顺应行业发展趋势, 计划推出联讯教育云服务平台, 联讯教育已通过可复制的业务推广模式, 不断扩大业务覆盖区域、用户规模。目前其教育信息化平台已经覆盖 250 多所学校, 30 多万用户。

联讯教育在教育运营方面目前主要有两种盈利模式, 一个是通过一次性出售教育平台软硬件进行收费, 另一方面, 运营商借助联讯教育的电子学生卡为学生办理校内通讯套餐, 联讯教育可进行收入分成。未来伴随公司客户规模进一步扩大, 用户数据进一步丰富, 公司可在教育平台上尝试多种商业模式。教育系统集成业务方面, 联讯教育已经完成并正在多所职业院校的实验室综合建设项目, 包括粤德合作阳江职业教育与培训基地、广东供销社直属两校利用德国促进贷款建设项目等国际项目。软件开发及技术服务业务和电子产品销售业务也在努力拓展市场渠道过程中, 基于公司业务顺利发展, 伴随着教育科技迅速的发展, 我们认为联讯教育承诺业绩 2016 年度、2017 年度、2018 年度合并报表归属于母公司股东的净利润分别不低于 6,000 万元、7,800 万元和 10,000 万元完成将是大概率事件。

3、盈利预测与评级

维持增持评级, 公司持续布局教育产业的思路坚定, 本次定增体现市场对其发展前景看好, 本次发行前总股本 3.7 亿股, 配套融资完成后总股本 4.3 亿股, 对应

当前市值 73 亿。预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.09、0.21、0.28 元，当前股价对应市盈率估值分别为 188、80、62 倍。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	445	564	728	828
增长率(%)	-1%	27%	29%	14%
净利润（百万元）	12	40	93	120
增长率(%)	47%	219%	135%	29%
摊薄每股收益（元）	0.08	0.09	0.21	0.28
ROE(%)	1.55%	2.35%	5.31%	6.50%

4、风险提示

- 1) 收购不及预期风险;
- 2) 市场竞争加剧风险;

表 1: 文化长城盈利预测表

证券代码:	300089.SZ				股价:	17.09				投资评级:	增持				日期:	2016/09/26			
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	2%	2%	5%	7%	EPS	0.08	0.09	0.21	0.28										
毛利率	28%	28%	28%	28%	BVPS	5.33	3.87	4.03	4.24										
期间费率	23%	25%	20%	15%	估值														
销售净利率	3%	7%	13%	14%	P/E	206.90	187.97	79.87	61.95										
成长能力					P/B	3.21	4.42	4.24	4.03										
收入增长率	-1%	27%	29%	14%	P/S	5.76	13.17	10.21	8.98										
利润增长率	47%	219%	135%	29%															
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E										
总资产周转率	0.37	0.28	0.34	0.37	营业收入	445	564	728	828										
应收账款周转率	2.27	2.14	2.08	2.02	营业成本	320	405	524	598										
存货周转率	3.51	3.51	3.51	3.51	营业税金及附加	4	5	6	7										
偿债能力					销售费用	40	45	42	40										
资产负债率	33%	18%	17%	17%	管理费用	58	56	56	56										
流动比	1.53	3.37	3.46	3.62	财务费用	1	16	10	10										
速动比	1.29	3.05	3.05	3.17	其他费用 / (-收入)	(17)	0	0	0										
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	7	39	91	117										
现金及现金等价物	286	797	739	742	营业外净收支	5	0	0	0										
应收款项	196	264	350	409	利润总额	12	39	91	117										
存货净额	91	117	151	172	所得税费用	(0)	(1)	(2)	(3)										
其他流动资产	23	32	42	48	净利润	12	40	93	120										
流动资产合计	596	1210	1282	1372	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	158	167	174	180	归属于母公司净利润	12	40	93	120										
在建工程	1	1	3	6	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E										
无形资产及其他	292	292	293	294	经营活动现金流	62	(4)	17	85										
长期股权投资	106	106	106	106	净利润	12	40	93	120										
资产总计	1189	2042	2124	2224	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	354	304	304	304	折旧摊销	18	41	42	44										
应付款项	15	31	38	44	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	12	16	20	23	营运资金变动	32	(84)	(118)	(78)										
其他流动负债	9	9	9	9	投资活动现金流	(98)	(239)	(9)	(8)										
流动负债合计	390	359	371	379	资本支出	10	(9)	(9)	(8)										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(75)	0	0	0										
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(33)	(230)	0	0										
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	547	794	(23)	(29)										
负债合计	390	359	371	379	债务融资	14	(50)	0	0										
股本	150	435	435	435	权益融资	0	854	0	0										
股东权益	799	1683	1754	1845	其它	533	(10)	(23)	(29)										
负债和股东权益总计	1189	2042	2124	2224	现金净增加额	511	552	(15)	48										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【计算机组介绍】

孔令峰，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、客观地出具报告。

朱芸，北京大学经济社会学方向硕士，从事计算机行业研究。

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

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。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

孔令峰，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。