

文化长城 (300089)

强烈推荐

行业：文化传媒

并购 IT 培训商智游臻龙，剥离亏损资产，教育布局加速

文化长城拟现金收购 IT 培训商智游臻龙 100% 股权，这是继设立职业教育产业基金后，在职业教育领域的关键一步；公司拟以 1.83 亿元的价格转让河南瓷艺，有助于回笼资金聚焦教育业务。

投资要点：

- ✦ **现金收购 IT 培训商智游臻龙 100% 股权，职业教育布局走出关键一步。** 智游臻龙以研发起家延伸至 IT 教育培训领域，是国内最早开展移动互联网专业人才培养的教育机构之一。标的公司总部位于郑州，已与郑州大学、河南大学等超过 30 所高等院校合作建立就业基地，并已在安徽、河北、山东、山西、陕西、湖北、江苏、福建、南昌、四川等省市设立分校。智游臻龙原股东承诺 16-19 年实现净利润为 600/2500/3250/4225 万元。IT 培训是职业培训市场需求最大的细分领域，此次收购为职业教育布局迈出扎实的一步。
- ✦ **剥离亏损的河南瓷艺，回笼资金并聚焦教育业务。** 此次处置的河南瓷艺 2015 年账面亏损 1079 万元，转让价格为 1.83 亿元，用于补充公司经营的流动资金，也有助于公司聚焦行业景气度更高的教育业务。
- ✦ **拟非公开发行 3.5 亿公司债券，进一步拓宽融资渠道。** 公司董事会于 9 月 28 日审议通过了非公开发行公司债券的议案，拟分期发行规模不超过 3.5 亿元，其中首期规模不超过 2 亿元，超额配售规模不超过 1.5 亿元，债券期限不超过 3 年，拟用于偿还短期借款，调整债务结构以及补充公司营运资金，此次发债有利于拓宽融资渠道。
- ✦ **剑指综合性教育集团，教育布局预计将持续推进。** 15 年 1 月伊始，公司就提出了“艺术陶瓷+教育”双主业的战略定位，15 年年报中提出将通过投资并购等选择相关资产，构建教育产业生态圈的战略蓝图，与天津优势资本联合成立首期规模 20 亿的教育产业并购基金，设立规模 1 亿的职业教育产业基金，已经完成对教育信息化厂商联讯教育的收购，拟收购 IT 培训商智游臻龙，剥离亏损的传统业务资产，战略落地不断加速。我们认为公司后续将继续以职业教育为着眼点，以持续的资本运作和业务整合为手段，构建综合性教育集团。
- ✦ **维持强烈推荐。** 预计传统业务未来三年维持稳定，联讯教育与智游臻龙完成对赌业绩对赌，则 16/17/18 年备考利润为 0.91/1.26/1.55 亿。当前股价对应 16/17/18 年 PE 为 83.35/60.23/48.83 倍，考虑到当前教育行业估值普遍较高，以及公司正处在转型初期，有较强烈的持续布局预期，给予 17 年 73 倍 PE，目标价 21.17 元。
- ✦ **风险提示：** 外延布局不及预期风险，标的未完成业绩对赌风险，民办教育管理政策改革不及预期风险。

作者

署名人：张镞

S0960511020006
0755-82026705
zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016
0755-82026823
linqixian@china-invs.cn

参与人：宫尧

S0960116080090
0755-88320860
gongyao@china-invs.cn

参与人：李磊

0755-88320847

lilei@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 21.17

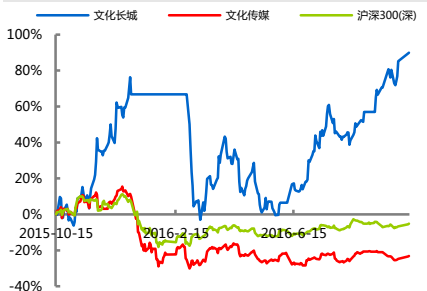
当前股价： 17.45

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	435
流通股本(百万股)	249
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	44
成交量(百万股)	6.24
成交额(百万元)	109.97

股价表现



相关报告

- 《文化长城-并购联讯教育获证监会通过，6 月民促法有望三读形成利好》 2016-06-12
- 《文化长城-投资 5000 万参投职业教育产业基金，教育生态圈布局提速》 2016-04-05
- 《文化长城-业绩略超预期，高送转带来短期催化剂，期待 16 年教育布局逐步落地》 2016-03-28

主要财务指标

《文化长城-收购联讯教育，转型迈出关键一步》2016-03-27

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	445	674	766	858
收入同比(%)	-1%	52%	14%	12%
归属母公司净利润	12	91	126	155
净利润同比(%)	47%	635%	38%	23%
毛利率(%)	28.1%	37.1%	39.6%	41.3%
ROE(%)	1.6%	6.7%	8.4%	9.4%
每股收益(元)	0.08	0.21	0.29	0.36
P/E	211.26	83.35	60.23	48.83
P/B	3.27	5.55	5.08	4.60
EV/EBITDA	200	54	42	35

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	596	833	1033	1257
现金	286	491	652	837
应收账款	188	195	222	250
其它应收款	8	10	11	13
预付账款	16	13	14	15
存货	91	96	104	114
其他	7	29	29	29
非流动资产	593	1237	1232	1221
长期投资	106	100	100	100
固定资产	158	158	159	158
无形资产	292	296	300	304
其他	37	683	673	659
资产总计	1189	2070	2265	2478
流动负债	390	384	452	510
短期借款	354	300	350	400
应付账款	15	34	37	40
其他	21	50	65	70
非流动负债	0	320	320	320
长期借款	0	0	0	0
其他	0	320	320	320
负债合计	390	704	772	830
少数股东权益	0	0	0	0
股本	150	435	435	435
资本公积	486	680	680	680
留存收益	163	251	377	533
归属母公司股东权益	799	1366	1492	1648
负债和股东权益	1189	2070	2265	2478

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	62	139	145	162
净利润	12	91	126	155
折旧摊销	30	29	30	31
财务费用	1	1	-1	-5
投资损失	15	3	0	0
营运资金变动	-18	53	-10	-20
其它	22	-38	1	0
投资活动现金流	-98	-675	-37	-32
资本支出	3	10	15	10
长期投资	-95	-31	0	0
其他	-190	-696	-22	-22
筹资活动现金流	-11	741	53	55
短期借款	14	-54	50	50
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	285	0	0
资本公积增加	0	194	0	0
其他	-25	316	3	5
现金净增加额	-45	205	161	184

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	445	674	766	858
营业成本	320	424	463	504
营业税金及附加	4	4	4	5
营业费用	40	47	52	58
管理费用	58	84	93	105
财务费用	1	1	-1	-5
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-15	-3	0	0
营业利润	7	109	152	189
营业外收入	8	5	5	5
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	12	114	157	194
所得税	-0	23	31	39
净利润	12	91	126	155
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	12	91	126	155
EBITDA	38	139	181	215
EPS (元)	0.08	0.21	0.29	0.36

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-0.8%	51.5%	13.6%	12.0%
营业利润	-28.0%	1516.4	40.1%	24.1%
归属于母公司净利润	47.5%	634.7	38.4%	23.3%
获利能力				
毛利率	28.1%	37.1%	39.6%	41.3%
净利率	2.8%	13.5%	16.4%	18.1%
ROE	1.6%	6.7%	8.4%	9.4%
ROIC	1.0%	6.6%	9.0%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	32.8%	34.0%	34.1%	33.5%
净负债比率	90.79	42.63	45.31	48.17
流动比率	1.53	2.17	2.28	2.46
速动比率	1.29	1.92	2.05	2.24
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.41	0.35	0.36
应收账款周转率	2	3	4	4
应付账款周转率	22.20	17.28	13.05	13.03
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.21	0.29	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.32	0.33	0.37
每股净资产(最新摊薄)	5.33	3.14	3.43	3.79
估值比率				
P/E	211.26	83.35	60.23	48.83
P/B	3.27	5.55	5.08	4.60
EV/EBITDA	200	54	42	35

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-06-12	《文化长城-并购联讯教育获证监会通过，6月民促法有望三读形成利好》
2016-04-05	《文化长城-投资5000万参投职业教育产业基金，教育生态圈布局提速》
2016-03-28	《文化长城-业绩略超预期，高送转带来短期催化剂，期待16年教育布局逐步落地》
2016-03-27	《文化长城-收购联讯教育，转型迈出关键一步》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

- 张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
- 林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。
- 官尧,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学经济学学士,香港科技大学硕士。
- 李磊,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434