

文化长城 (300089)

收购智游臻龙完善职业教育版图，逐步构建教育产业生态圈

行业名称	轻工制造
投资建议	买入
当前价格:	17.85元
目标价格:	21.54元

投资要点:

➢ 3亿元购买智游臻龙100%股权

公司公告，与郑州源宏、郑州官原等签署《股权收购协议》，以支付现金的方式购买其持有的河南智游臻龙教育科技有限公司100%股权，标的作价3亿元。“智游臻龙”专注于为社会和企业培养优秀就业人才，深耕软件研发和技术培训业务，智游臻龙业绩承诺2016-19年利润分别为1600万、2500万、3250万和4225万。

➢ 我国职教仍面临旺盛需求，未来或加快行业并购整合力度

第一、技能培训意义显著，发展前景广阔；第二、行业走向成熟中部分机构被淘汰，未来更给能够提供优质教学、品牌影响力较大的培训机构带来发展良机；第三、行业正在进入品牌竞争时代，15年初国务院讨论通过部分教育法律修正草案，整合将成为推动行业成熟化的核心驱动力。

➢ 智游臻龙：深耕软件研发和技术培训，技术力量领先

智游臻龙以智游学校作为培训高端人才的基地，智游爱峰公司做外包、软件定制和技术服务。智游学校主营业务为高端IT培训，目前已成为全国有影响力的IT培训机构，在全国多个省份开设分校。课程研发模式：一方面由课程研发中心的老师独立自主进行课程改进，另一方面通过毕业学员面试过程中及工作当中的反馈来获得技术更新方向；销售模式：智游学校采取直营和合作相结合的招生模式。2016年1-6月营收1726.60万元，净利润356.35万元，毛利率26%，净利率23%。

➢ 完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈

公司陶瓷产品主业近几年平稳发展，此前公司定增收购广东联讯教育切入教育信息化领域，开启教育产业布局。具体来看，第一、实现艺术陶瓷+教育产业“双轮驱动”；第二、完善职业教育版图，夯实教育产业生态圈建设；第三、开启新一轮教育产业投资布局。

➢ 给与“买入”评级

公司本次购买智游臻龙100%股权，将完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈。考虑收购智游臻龙，我们上调公司盈利预测，预计公司16-18年EPS分别为0.11元、0.19元、0.26元，对应当前股价PE分别为168倍、92倍、68倍。

➢ 风险提示：收购标的业绩不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	448.61	444.93	555.82	700.94	771.45
增长率(%)	8.00%	-0.82%	24.92%	26.11%	10.06%
EBITDA(百万元)	38.93	25.34	66.72	124.08	152.13
净利润(百万元)	8.40	12.39	42.74	78.25	105.14
增长率(%)	133.43%	47.46%	244.95%	83.08%	34.37%
EPS(元/股)	0.02	0.03	0.11	0.19	0.26
市盈率(P/E)	923.66	626.40	167.81	91.66	68.22
市净率(P/B)	9.83	9.71	6.61	6.28	5.86
EV/EBITDA	43.85	235.33	105.76	57.04	46.55

数据来源：公司公告，天风证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	435/249
流通A股市值(百万元)	4,450
每股净资产(元)	2.15
资产负债率(%)	33.66
一年内最高/最低(元)	43.30/9.15

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

孙海洋 联系人
 电话:
 邮箱: sunhy@sh.tfzq.com

相关报告

- 《文化长城(300089)\轻工制造行业》
2016.08.25
- 《长城集团(300089)\轻工制造行业》
2016.07.22



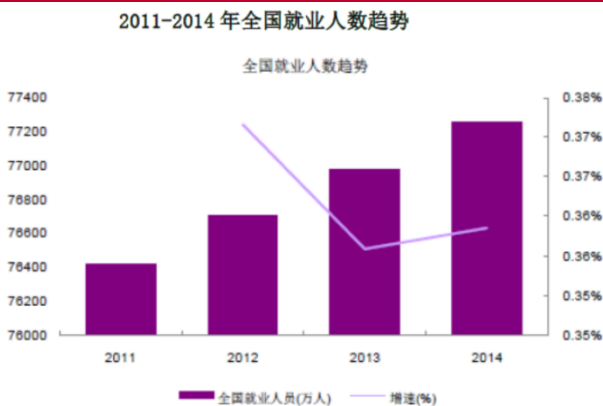
报告信息

3亿元购买智游臻龙100%股权，10月10日，公司公告，公司郑州源宏、郑州官原等签署《股权收购协议》，以支付现金的方式购买其持有的河南智游臻龙教育科技有限公司100%股权，标的作价3亿元。“智游臻龙”专注于为社会和企业培养优秀就业人才，深耕软件研发和技术培训业务，智游臻龙业绩承诺2016-19年利润分别为1600万、2500万、3250万和4225万。

我国职业教育市场仍面临旺盛需求，职业教育培训市场根据服务对象划分为面向个人的2C市场与面向企业机构的2B市场。职业教育培训目前需求及其旺盛，主要原因在于劳动力结构性供需失衡，**具体来看：(1)**在经济结构转型升级、城镇化及市场化程度提升的背景下，大中城市的就业竞争已趋于激烈；**(2)**对企业而言，中国产业结构的转型升级叠加国际竞争日益激烈，国内企业培训覆盖率与人均培训费用持续增长，但专业能力与从业素质较高的人才仍然十分短缺；**(3)**具体职位类别中，金融财会、IT认证、公务员类考试及教育培训在职业教育中需求空间最大。

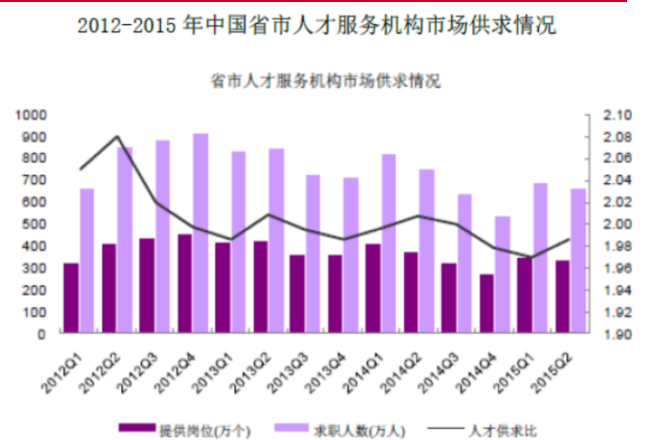
职业技能培训机构未来或将加快行业并购整合力度，以品牌竞争为主线，进入快速发展的轨道。具体来看：**第一、技能培训意义显著，发展前景广阔。**职业类考试认证与技能培训均为求职者提供了提升就业竞争力的培训服务；考试认证主要起到能力背书作用，而技能培训旨在提升就业者专业能力；**第二、行业走向成熟中部分机构被淘汰**，近几年培训机构数量呈平稳下降的趋势，教育培训行业的暴利时期已经结束，市场进入残酷的淘汰阶段，更给能够提供优质教学、品牌影响力较大的培训机构带来发展良机。**第三、行业正在进入品牌竞争时代**，15年初国务院讨论通过部分教育法律修正草案，一大批符合要求的教育机构有登录A股的可能。教育培训领域的投资并购加速，整合将成为推动行业成熟化的核心驱动力量。在职业教育技术培训市场，能够提供优质教学、品牌影响力较大的培训机构将迎来快速的发展机遇。

图表1: 我国就业人员总数约7.7亿人, 就业率稳定在96%左右



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表2: 2012年以来大中城市人才供求比在2:1左右



来源: 公司公告, 天风证券研究所

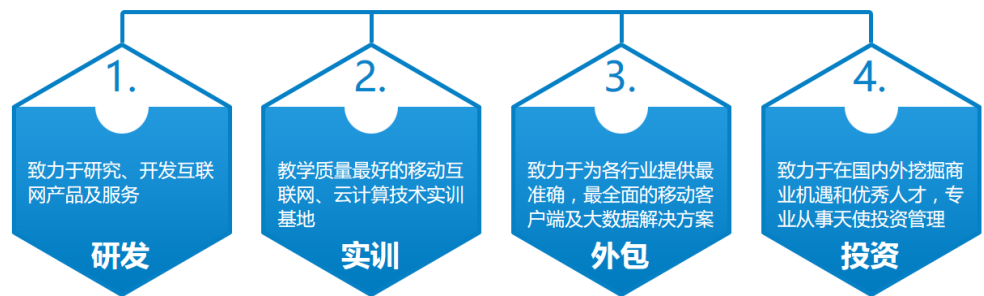
智游臻龙主要产品分为四大类: 互联网产品研发、互联网项目技术合作、互联

网项目投资、互联网人才输出。具体来看，

①**互联网产品研发**：自主研发适应于市场的互联网项目，目前正在自主研发的项目有：超构网（开发者社区），消防灭火终端；②**互联网项目技术合作**：具代表性的合作项目包括 a.河南思行合一有限公司----同行吧（服务大众生活的移动互联网拼车交友产品）；b.河南文化传播有限公司----戏缘（戏曲交流平台）合资产品（以弘扬中国戏曲文化为核心的手机软件。）③**互联网项目投资**：投资方向主要为移动互联网优秀项目，投资方式为股权投资。

④**互联网人才输出**：智游学校主营业务为高端 IT 培训，目前已成为全国有影响力的 IT 培训机构，在全国多个省份开设分校，与众多院校建立了良好的校企合作关系，已经培养上万名学员覆盖全国大部分知名的企业。**其运营模式与流程为**：**课程研发模式与流程**：IT 培训研发主要为课程内容的研发，智游专门设立了课程研发中心，由专人负责课程内容的研发。一方面课程研发中心的老师独立自主的结合技术发展方向进行课程改进；另一方面通过毕业学员面试过程中及工作当中的反馈来获得技术更新方向，进而由师资研发中心的研发人员研发出新的课程内容；**销售模式方面**：智游学校采取直营和合作相结合的招生模式。一方面，智游学校对重要地区采用总部投资，智游直营的方式来建立分校、自主招生，对于一些薄弱地区采用代理合作模式，合作方提供招生，智游提供师资的策略进行经营。公司拥有成熟的培训模式，从场地选址、招生渠道建立、师资储备、教学管理到就业处理等积累了丰富的经验，并有全国 10 个省市的教学点布局经验，已具备辐射全国市场的基础。

图表 3: 智游臻龙提供的服务体系



来源：天风证券研究所

智游臻龙以智游学校作为培训高端人才的基地，智游爱峰公司做外包、软件定制和技术服务。智游爱峰的技术项目可通过重新编排为智游教育提供技术更新能力；智游学校培训的高端人才可以为智游爱峰公司提供人才支撑。智游臻龙在互联网领域，尤其是专业等细分领域的培训质量在全国范围内名列前茅，同时具备拥有丰富的职业技能培训经验和实力，拥有完善的课程体系和丰富的教学管理经验。

图表 4: 智游教育的核心优势



来源：公司官网，天风证券研究所

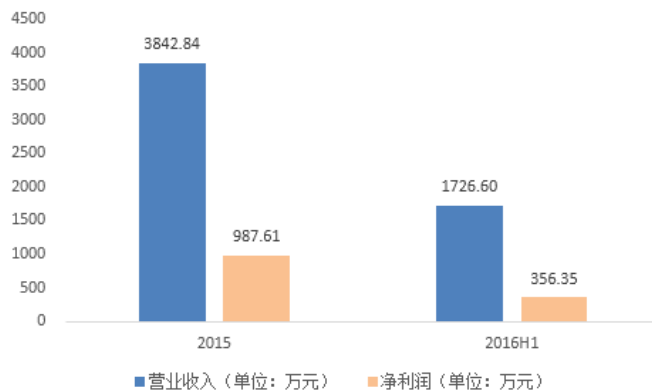
图表 5: 智游 8 大核心课程



来源：公司官网，天风证券研究所

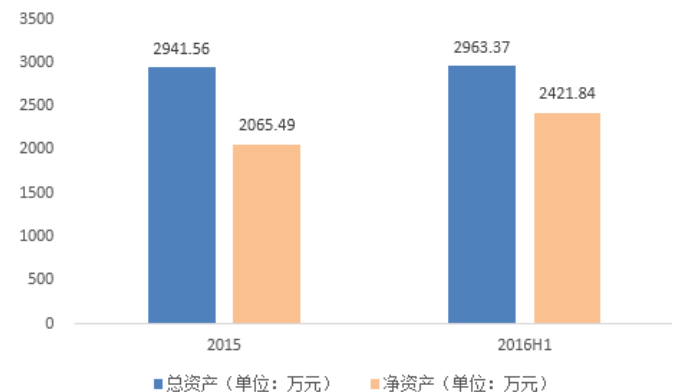
财务方面，截至 2016 年 6 月 30 日，智游臻龙总资产 2963.37 万元，净资产 2421.84 万元，2016 年 1-6 月营收 1726.60 万元，净利润 356.35 万元，毛利率 26%，净利率 23%。

图表 6: 2015、2016H1 智游臻龙营收与净利情况



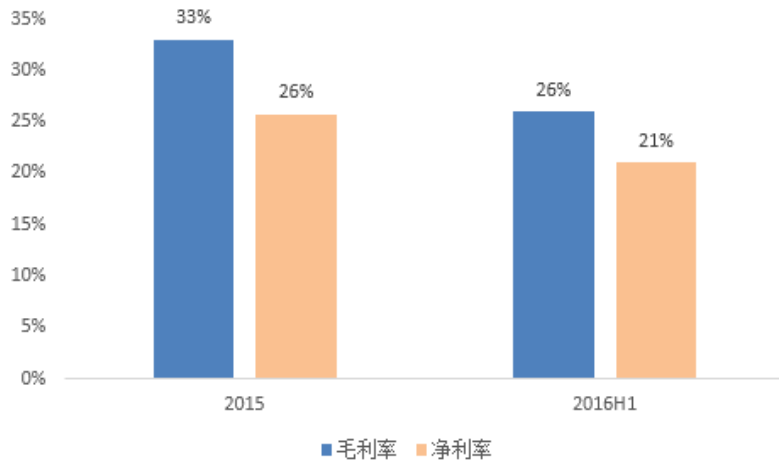
来源：公司公告，天风证券研究所

图表 7: 2015、2016H1 智游臻龙总资产与净资产



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 8: 2016H1 毛利率净利率分别为 26%，21%。



来源：公司公告，天风证券研究所

完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈，公司陶瓷产品主业近几年平稳发展，此前公司定增收购广东联讯教育切入教育信息化领域，开启教育产业布局。具体来看，**第一、实现艺术陶瓷+教育产业“双轮驱动”**，公司目前主业已由单一的艺术陶瓷业务向艺术陶瓷业务+教育产业“双轮驱动”双主业模式转变；**第二、完善职业教育版图，夯实教育产业生态圈建设**，本次收购完成后，公司将借助智游臻龙在互联网领域，尤其是专业等细分领域丰富的职业技能培训经验和实力，完善公司在教育领域，线上线下各行业完整产业链的发展和布局，进而推动战略转型；**第三、开启新一轮教育产业投资布局**，未来公司将通过投资、并购等多种手段，进一步选择符合长期发展的教育相关领域资产，快速实现文化长城教育产业生态圈的战略布局。

给予“买入”评级。公司已由单一的陶瓷业务向艺术陶瓷业务+教育信息化业务“双轮驱动”双主业模式转变，或将形成“传统文化”与“新文化”协同发展局面。本次购买智游臻龙 100% 股权，将完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.11 元、0.19 元、0.26 元，对应当前股价 PE 分别为 168 倍、92 倍、68 倍。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)