

开元仪器 (300338.SZ)

教育行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市场价格(人民币): 26.51元
 目标价格(人民币): 29.50-29.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	168.35
总市值(百万元)	6,680.52
年内股价最高最低(元)	27.58/11.47
沪深300指数	3340.43

相关报告

- 《三季报: 传统业务回暖营收净利双增, 重组恒企教育&中大英才收购...》, 2016.10.29
- 《重组事项收到证监会反馈, 反馈主要涉及经营细节, 过会风险减小》, 2016.10.20
- 《开元仪器: 收购恒企教育&中大英才, 打造“培训+实训+就业”一...》, 2016.07

并购重组恒企教育&中大英才事项过会, A股职教龙头或可期

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.388	0.015	0.064	0.437	0.563
每股净资产(元)	5.97	2.95	3.01	6.44	7.01
每股经营性现金流(元)	0.29	-0.08	0.49	0.61	0.47
市盈率(倍)	39.21	1,215.64	306.43	44.62	34.58
行业优化市盈率(倍)	38.70	60.78	60.76	60.76	60.76
净利润增长率(%)	2.35%	-92.25%	322.30%	825.50%	29.04%
净资产收益率(%)	6.51%	0.51%	2.11%	6.78%	8.04%
总股本(百万股)	126.00	252.00	252.00	339.62	339.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **并购重组事项顺利过会, A股职教龙头地位有望确立。**公司拟以12亿元对价收购知名会计&IT职业培训机构恒企教育100%股权, 以1.82亿元对价收购知名在线教育平台中大英才70%股权, 切入职业教育领域。经证监会审核, 公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项获得有条件通过。
- **职业教育行业发展潜力巨大, 存快速扩张基础。**职业教育市场潜力巨大, 市场规模超8500亿, 多项政策推动。目前职业教育供给仍显不足, 发展空间巨大, 创新模式值得关注。职业教育的特点包括目标导向、学员主动性强、对地域、教师依赖较小、互联网教育渗透率高等, 决定了其未来具快速发展扩张的可能性。
- **民促法三审正式通过, 开元仪器未来扩张有据可依。**民促法修法的核心是民办教育机构的营利性和非营利性的分类管理, 主要是针对学校资产而言。对于开元仪器等培训机构来说, 民促法正式通过是较为纯粹的利好, 未来扩张有据可依。
- **恒企教育打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务。**“培训+实训+就业”的特色一体化职业教育服务切实解决学校学习与就业岗位需求不匹配的痛点。恒企教育原股东承诺16年扣非净利润不低于0.8亿元, 16、17扣非净利润合计不低于1.84亿元, 16、17、18合计扣非净利润不低于3.19亿元, 而其2016年1-7月已实现净利润0.44亿元, 大概率完成业绩承诺。
- **中大英才: 知名线上教育平台, 或与恒企形成线上线下协同。**中大英才旗下拥有知名在线教育平台“中大网校”, 培训覆盖门类齐全, 服务体系科学完善, 或与恒企教育形成线上线下融合, 显现协同效应。中大英才原股东承诺, 16年扣非净利润不低于0.15亿元, 16、17扣非净利润合计不低于0.35亿, 16、17、18合计扣非净利润不低于0.65亿。

投资建议

- **“教育+仪器”双元业务模式启航, 给予买入评级。**我们认为公司将形成“教育+仪器”的双元业务模式, 打造“线上+线下”, “培训+就业一体化”的职业教育平台, 盈利能力显著增强。给予买入评级。

估值

- 我们给予公司29.50元目标价。预计收购2017年完成, 预测2017、2018年EPS分别为0.44元、0.56元, 对应PE60x、47x。

风险提示

- 增发收购事项为有条件通过, 目前尚未收到正式批文。

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1. 并购重组恒企教育&中大英才正式过会，A股职教龙头或可期！	4
1.1 并购重组事项过会，A股职教龙头地位有望确立	4
1.2 拟收购恒企教育&中大英才两教育公司，切入职业教育领域	4
2. 职业教育行业：发展潜力巨大，模式创新值得关注	4
2.1 职业教育行业需求旺盛，供给端模式尚需完善	4
2.2 多重因素驱动职业教育大发展	5
2.3 民促法三审正式通过，或将迎来教育资产证券化的大潮	6
3. 恒企教育：立足会计&IT培训，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务体系	7
3.1 恒企教育：职业教育知名企业，立足会计培训，拓展IT&学历服务等多领域职业教育服务	7
3.2 恒企教育会计培训：培训&管理体系优秀，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务	7
3.3 恒企IT培训：多迪“五步流程”打造专业IT人才培训体系	8
3.4 恒企教育财务业绩：有望持续价量齐升，业绩稳步提升	8
4. 中大英才：多领域在线教育知名品牌	9
5. 切入职教领域，开元仪器“教育+仪器”双元业务启航	12
5.1 切入职教领域，“教育+仪器”双元业务启航	12
5.2 职业教育平台雏形初现，持续整合未来或显现协同效应	12
6. 投资建议	13

图表目录

图表 1：2020 年，职业教育市场规模或突破 8500 亿元	5
图表 2：职业教育市场规模测算	5
图表 3：多项政策支持职业教育领域大发展	6
图表 4：恒企教育的业务范围包括会计培训&IT培训等	7
图表 5：恒企教育“培训+实训+就业”一体化流程	8
图表 6：恒企IT培训服务流程五阶段	8
图表 7：恒企教育网点持续拓展	9
图表 8：恒企会计&IT培训网点容量	9
图表 9：恒企教育 2016 年 1-7 月营收超过 2.1 亿	9
图表 10：恒企教育 2016 年 1-7 月净利润超过 0.44 亿	9

图表 11: 中大英才四大类业务	10
图表 12: 中大网校培训课程覆盖超过 100 种考试培训	10
图表 13: 中大英才拥有优秀的在线课程销售体系	11
图表 14: 中大英才学员数增长迅速	11
图表 15: 中大英才毛利率, 净利率较高	11
图表 16: 中大英才营收增长迅速	12
图表 17: 中大英才净利表现突出	12

1. 并购重组恒企教育&中大英才事项过会，A股职教龙头或可期！

1.1 并购重组事项过会，A股职教龙头地位有望确立

- 公司于2016年12月15日收到中国证监会的通知，经中国证监会上市公司并购重组委员会审核，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项获得有条件通过。公司A股职教龙头地位有望确立。

1.2 收购恒企教育&中大英才两教育公司，切入职业教育领域

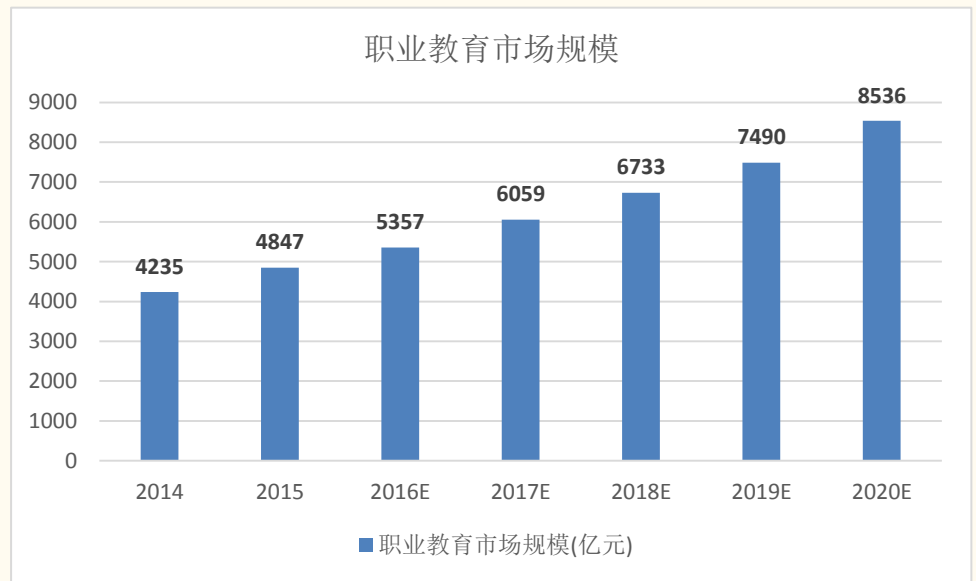
- **13.83 亿收购，进军职业教育领域。**2016年8月16日，公司发布公告，将以发行股份和现金收购相结合的方式收购职业教育公司恒企教育及中大英才，切入职业教育领域。
- **①购买恒企教育 100%的股权。**拟向江勇等人购买恒企教育 100%的股权，总对价 12 亿元，其中以 14.62 元/股发行 4924.76 万股，股份支付对价 7.2 亿元，现金支付对价 4.8 亿元。恒企教育原股东承诺 2016 年扣非净利润不低于 0.8 亿元，2016、17 扣非净利润合计不低于 1.84 亿元，2016、17、18 合计扣非净利润不低于 3.19 亿元。即按照最低限度，恒企教育 2016、17、18 年将分别实现 0.8 亿，1.04 亿，1.35 亿净利润。
- **②购买中大英才 70%的股权。**向中大瑞泽购买中大英才 70%的股权，总对价 1.82 亿元，其中以 14.62 元/股发行 622.43 万股，股份支付对价 0.91 亿元，现金支付对价同为 0.91 亿元。中大英才原股东承诺，2016 年扣非净利润不低于 0.15 亿元，2016、17 扣非净利润合计不低于 0.35 亿，2016、17、18 合计扣非净利润不低于 0.65 亿。即按照最低限度，中大英才 2016、17、18 年将分别实现 0.15 亿，0.20 亿，0.30 亿净利润。
- **③募集配套资金 4.7 亿元。**向江勇等 4 人以 14.62 元/股，发行不超过 3214.77 万股，募集配套资金不超过 4.7 亿元，用于支付本次重组现金对价及中介机构费用。本次交易前，公司股本为 2.52 亿股，交易后股本为 3.39 亿股（考虑募集配套资金）。

2. 职业教育行业：发展潜力巨大，模式创新值得关注

2.1 职业教育行业需求旺盛，供给端模式尚需完善

- 开元仪器切入领域为职业教育领域。职业教育本身市场空间较大，未来随着需求的进一步扩大以及资本证券化的放开，市场规模将进一步扩大，我们预计，至 2020 年，职业教育市场规模将超过 8500 亿元。
- 根据《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，至 2020 年，学历职业教育（中等职业教育、专科职业教育）在校生将达到 3830 万人，其中中等职业教育 2350 万人，专科职业教育 1480 万人，而非学历职业教育（继续教育）参与人次将达到 3.5 亿人次。以中等职业教育人均年费用 3200 元，高等职业教育人均年费用 5300 元，非学历职业培训人次费用 2000 元/次计算。至 2020 年，职业教育市场规模将达到 2350 万人*3200 元/年+1480 万人*5300 元/年+35000 万人次*2000/人次=约 8500 亿元。

图表 1: 2020 年, 职业教育市场规模或突破 8500 亿元



来源: 中国统计年鉴, 教育统计公报, 国金证券研究所

图表 2: 职业教育市场规模测算

	中等职业教 育(万人)	中等职业教育人均 年费用(元/年)	高等职业教 育(万人)	高等职业教育人均 年费用(元/年)	非学历职业 教育(万人)	非学历职业教育人 均年费用(元/年)	职业教育市 场规模(亿 元)
2014	1755	1950	1006.6	3900	28000	1250	4235
2015	1656	2100	1390	4200	29000	1350	4847
2016E	1700	2300	1400	4400	30000	1450	5357
2017E	1800	2500	1410	4600	31000	1600	6059
2018E	1950	2700	1420	4800	32500	1700	6733
2019E	2100	3000	1450	5100	34000	1800	7490
2020E	2350	3200	1480	5300	35000	2000	8536

来源: 中国统计年鉴, 教育统计公报, 国金证券研究所

- 职业教育需求旺盛, 但供给端尚需完善, 创新模式值得关注。一方面, 职业教育企业的标准化、规范性和规模化还在成长过程当中, 另一方面, 创新的职业教育模式层出不穷, 我们认为, 未来职业教育的供给模式将会进一步多元化, 解决细分领域的痛点。

2.2 多重因素驱动职业教育大发展

- 就业市场多重因素驱动职业教育大发展。就业市场因素主要有以下四点: 待业人数逐年攀升, 结构性失业导致技术型人才供不应求, “最难就业季”催生职业教育需求, 职业教育就业情况良好。
- 政策持续发酵指引职业教育发展。近年来, 国家层面对于职业教育的发展高度重视, 出台了多项政策支持职业教育发展, 尤其是 2014 年以来《现代职业教育体系建设规划(2014-2020)》, 《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》等政策的发布, 以纲领性政策的形式, 切实推进整个职业教育行业发展。职业教育关系到一个国家的人才储备、产业结构和发展竞争力, 是国家层面重点关注的问题, 未来有望持续出台配套政策和落地指引, 推动职业教育长期发展。

图表 3: 多项政策支持职业教育领域大发展

政策	时间	要点
《关于大力推进职业教育改革与发展的决定》	2002 年 8 月	严格实施就业准入制度, 加强职业教育与劳动就业的联系; 多渠道筹集资金, 增加职业教育经费投入。
《关于大力发展职业教育的决定》	2005 年 1 月	以就业为导向, 提高职业院校办学水平和质量; 重视发展面向农村的职业教育, 提高广大农民的职业技能和转移就业能力。
《教育部关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革的发展意见》	2010 年 8 月	明确推进建立和完善“双证书”制度, 实现学历证书与职业资格证书对接, 鼓励企业全面参与教育教学各个环节。
《高技能人才队伍建设中长期规划(2010-2020)》	2011 年 7 月	规划提出, 我国将以实施国家高技能人才振兴计划为龙头, 加大高技能人才培训力度。
《关于积极推进高校职业教育考试招生制度的知道意见》	2013 年	指出今后专科层次的高等职业学校要逐步扩大中职学校毕业生招生比例, 本科学校要逐步扩大面向高职学校和中职学校学习比例。同时逐步扩大面向在职人员的招生比例。
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013 年 11 月	明确提出要深化教育领域综合改革, 加快现代职业教育体系建设。
《关于加快发展现代职业教育的决定》	2014 年 5 月	采取试点推动、示范引领等方式, 引导一批普通本科高校向应用型高校转型, 重点举办本科职业教育,
《现代职业教育体系建设规划(2014-2020)》	2014 年 6 月	鼓励企业去办或参与举办职业院校, 到 2020 年, 大中型企业参与职业教育办学的比例达到 80% 以上。
《深化职业教育教学改革 全面提高人才培养质量的若干意见》	2015 年 7 月	(1) 加快产教深度融合; (2) 校企共建、联合培养、协同育人; (3) 发挥集团办学的优势
《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	2015 年 7 月	(1) 提高集团化办学参与进度; (2) 提升集团的服务能力; (3) 发展面向实业的教育集团
《职业院校管理水平提升行动计划》	2015 年 9 月	(1) 逐步完善现代学校制度; (2) 完善质量评价和保障体系
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	2015 年 11 月	(1) 建立现代职业教育体系; (2) 推进产教融合、校企合作; (3) 推进教育信息化, 发展远程教育

来源: 国金证券研究所

■ **职业教育内在特点助力职教公司快速发展扩张。主要体现在:**

- ① 职业教育民办率高、资产证券化空间大。
- ② 学员支付意愿强, 职业教育本身投资回报较快。
- ③ 技能导向, 可复制扩张性强。
- ④ 在线教育理念渗透较好, 存在线上扩张基础。

2.3 民促法三审正式通过, 或将迎来教育资产证券化的大潮

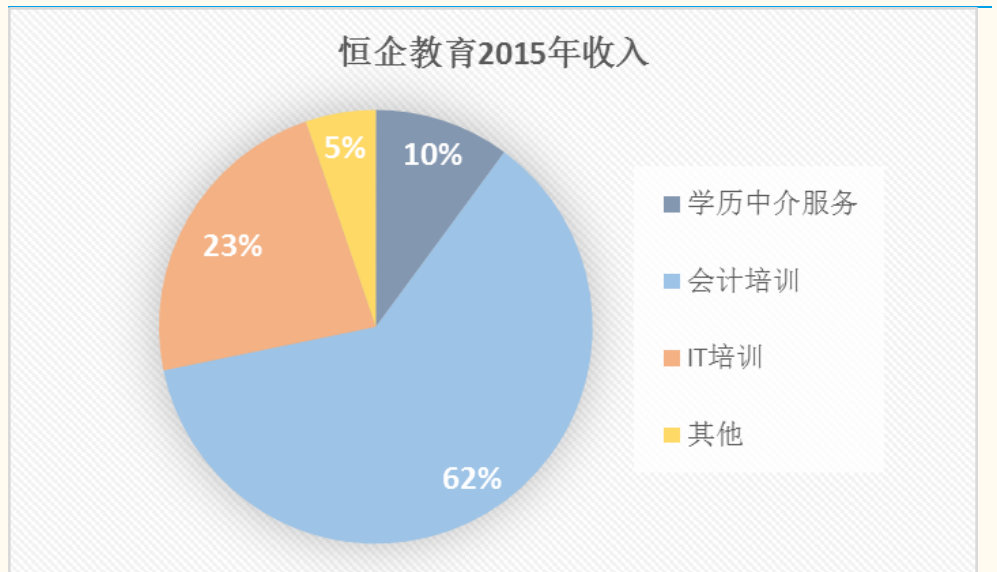
- 本次民促法修法的核心是: 民办教育机构的营利性和非营利性的分类管理。其对于教育资产证券化的主要意义在于: 明确了教育资产的权属关系, 消除了教育资产证券化的障碍, 未来教育或将迎来教育资产证券化的大潮, 越来越多的教育资产或将登陆资本市场。
- **开元仪器是培训资产, 未来扩张有据可依。**民促法修法通过, 监管机构有法可依。开元仪器增发收购恒企教育&中大英才事项顺利过会, 营利性&非营利性分类管理主要是针对学校资产而言的。而对于培训机构来说, 目前大部分民办培训机构本身就是登记在工商部门的, 本次民促法正式通过, 对已登记在工商部门的民办培训机构可认为是较为纯粹的利好。
- 民促法本次通过, 对于这些教育机构来说, 可选择登记为营利性教育机构, 消除资产证券化障碍, 但另一方面, 其所承受的税务, 土地等优惠会相应减少, 办学成本也会有所提高。总体来说, 对幼儿园、民办高校等盈利能力强、且缺乏整合和资本推动的行业来说, 是一波整合的机会, 在整合中或将出现规模较大的龙头企业, 也会出现分化, 优秀的公司会更加突出, 建议关注。

3、恒企教育：立足会计&IT 培训，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务体系

3.1 恒企教育：职业教育知名企业，立足会计培训，拓展 IT&学历服务等多领域职业教育服务

- 恒企教育成立于 2002 年，十余年来不断扩展规模，实现跨区域发展，分支机构遍布在十余个省份，已成为规模和影响力最大的全国性职业教育培训连锁机构之一。
- 恒企教育主营业务为线上线下结合的职业教育培训，培训范围包括会计培训、IT 培训（多迪科技）、学历中介服务等职业教育领域。其中会计培训是其最核心的业务，占收入比 62%，IT 培训收入占比 23%，其他收入包括学历中介服务占比共 15%。

图表 4：恒企教育的业务范围包括会计培训&IT 培训等



来源：公司公告，国金证券研究所

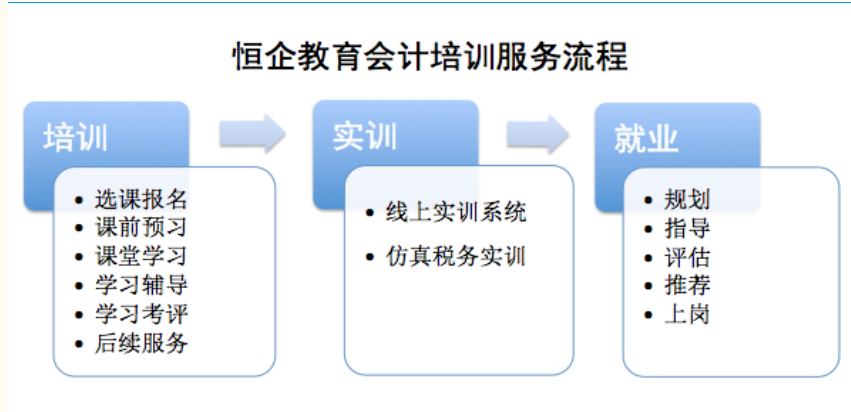
- 恒企教育从创立之初，就是以就业为导向，强调培养学员的实操技能，并提供诸多就业服务如优化简历、找实习、组织招聘会、甚至推荐工作等。其提供的职业教育服务具有相当强的实用性和针对性。

3.2 恒企教育会计培训：培训&管理体系优秀，打造“培训+实训+就业”一体化职业教育服务

- 恒企会计培训最早成立于 2002 年，深耕领域十余年，打造了全国性知名会计培训品牌。集教学、教研、培训、实训为一体，在全国拥有 200 余个校区，提供专业的会计培训服务，包括实务培训、考证培训等多方面的培训。采取线上线下结合、培训实训结合的模式，提供高质量的会计培训服务，品牌优势突出。
- “线上+线下”特色教学体系提升教学效率。在扎实线下会计培训的基础上，恒企会计积极拓展线上教学业务。恒企教育于 2013 年启动信息化建设,持续上线了 NC 财务系统、NCHR 系统、NC 业务系统(包括招生模块,教务模块,学历模块)、题库系统、实训系统、会答系统、BI 系统。恒企在线教育系统利用互联网技术，为其学员提供全面的在线教育服务和线上线下结合教学服务，包括职业规划，在线教学，答疑服务，考试题库、移动学习等。
- “培训+就业”一体化服务解决痛点。恒企教育会计培训采取“培训+实训+就业”的服务流程,提供选课到上岗的一条龙服务，并科学规划学习流程，真正帮助学员学以致用。切实解决普遍存在的找工作难的痛点。持续优化流程，创新业务加强就业服务。恒企教育提供的就业服务包括：职业规划、个人测评、面试&简历等指导，组织企业招聘会，人才定向输送等多个方

面。此外，恒企教育积极创新，推出新的高端职业教育产品“猎才计划”，目前与恒企建立人才合作关系的企业已超过 30000 家，人才需求旺盛。

图表 5：恒企教育“培训+实训+就业”一体化流程



来源：公司公告，恒企官网，国金证券研究所

- **管理体系优秀，保证健康扩张长期发展。**在保证优秀的教学质量的同时，恒企也同时致力于搭建优秀的管理体系。恒企教育的直营校区的组织管理采用矩阵管理方式，即在行政管理流程上，形成了两种纵向结构：一是“会计培训的总公司--子公司”二个层级纵向结构（子公司和经营网点的行政层级为同一层），二是“会计培训的总公司--分公司”二个层级纵向结构（分公司和经营网点的行政层级为同一层）。在此管理方式下，恒企教育通过构建“简单化、系统化、标准化、信息化”连锁机制，来确保总部与子公司、分公司上下协同运作。

3.3 恒企 IT 培训：多迪“五步流程”打造专业 IT 人才培养体系

- 恒企教育提供的 IT 培训服务业务由其控股子公司多迪科技提供，打造“多迪 IT 培训”品牌，建立了标准的 IT 人才培养流程，包括五个阶段：①预科阶段，②基础阶段，③定向培养阶段，④后续服务，⑤企业阶段。

图表 6：恒企 IT 培训服务流程五阶段



来源：公司公告，国金证券研究所

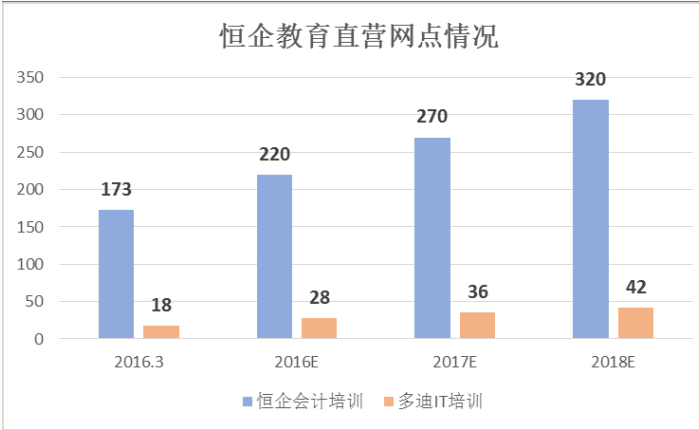
- 恒企 IT 培训以“实训+实习+猎头服务”的路径，在 PHP、JAVA 等 IT 课程培训的基础上，拓展特色“找实习+猎头推荐”业务，帮助学员找到心仪的实习机会，有效提升学员就业力。

3.4 恒企教育财务业绩：有望持续价量齐升，业绩稳步提升

- **网点&学员数量有望持续高速增长。**2015 年恒企教育全年会计培训学员数量超过了 7.4 万人次，IT 培训学员数量超过 0.37 万人次。恒企会计培训将以每年超过 50 家的速度进行扩张，而多迪 IT 培训将以每年 6-10 家的速度进行扩张，学员数量有望持续增长。

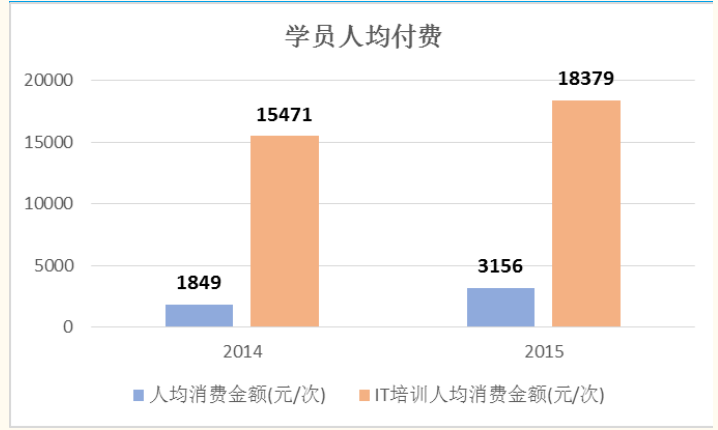
- **学费仍存较大提升空间。**恒企会计培训 2015 年学员人均付费已超过 3000 元，我们认为，目前会计培训学员人均付费仍处于较低水平，恒企会计培训教育大部分课程为 5000 元以上的中高端课程，未来人均价格有望达到 5000 元以上。而 2015 年，多迪 IT 培训学员人均价格已超过 18000 元，仍存上升空间。

图表 7：恒企教育网点持续拓展



来源：公司公告，国金证券研究所

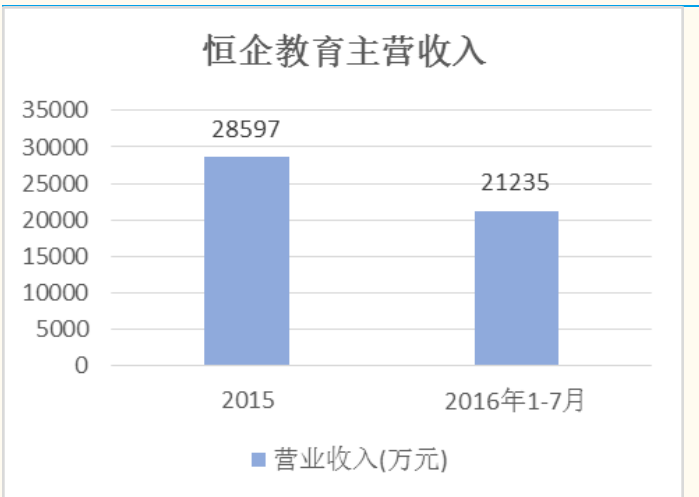
图表 8：恒企会计&IT 培训网点容量



来源：公司公告，国金证券研究所

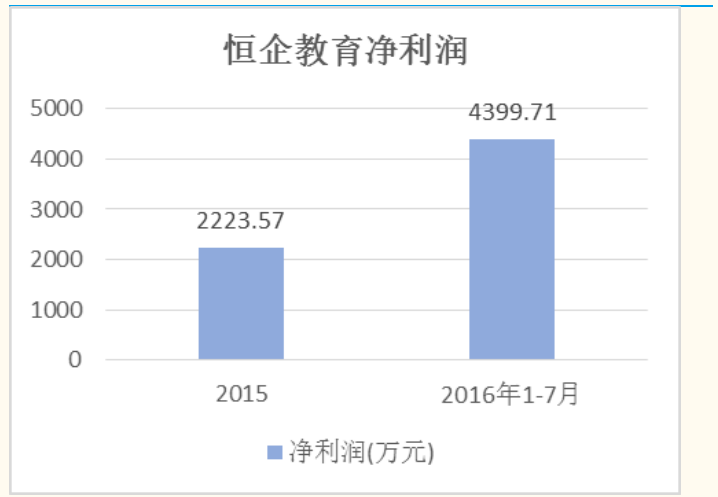
- **旗下网点运营渐稳定，业绩增长迅速。**为了之后收购的顺利完成，2015 年之前，恒企教育旗下网点经历了一定的工商变更登记的手续。2016 年以来，恒企教育旗下的网点运营渐稳定，根据收购方案中提供的未经审计的数据，2016 年 1-7 月，恒企教育主营收入已超过 2.1 亿元，净利润已达 0.44 亿，完成业绩承诺的可能性较大。随着恒企教育网点经营的进一步稳定，叠加学员数的内生增长和学费的增长，业绩有望持续迅速增长。

图表 9：恒企教育 2016 年 1-7 月营收超过 2.1 亿



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：恒企教育 2016 年 1-7 月净利润超过 0.44 亿



来源：公司公告，国金证券研究所

- 此外，恒企教育的毛利率水平较高，达到 70%，这决定其扩张有助于业绩持续增长，2016 年 1-7 月，恒企教育净利率水平约为 21%，未来随着其网点经营的进一步稳定，净利率有望持续提高至 25% 以上。

4. 中大英才：多领域在线教育知名品牌

- 中大英才成立于 2010 年 3 月，主营业务为互联网职业教育考试培训、职业技能培训和图书销售，旗下拥有“中大网校”等知名线上培训品牌。
- 中大英才拥有四大类业务。中大英才凭借对互联网商务发展的洞察力、独有的模式、先进的经营理念以及强大的资源优势，一直紧跟行业的商务发

展，打造了中国职业教育增值信息和商务平台，提供的服务主要包括在线课程培训、图书销售、学习卡销售和媒体广告四大类。

图表 11：中大英才四大类业务



来源：公司公告，国金证券研究所

- **旗下知名品牌中大网校。**中大英才打造了中国最大的职业教育增值信息和商务平台之一“中大网校”，下辖近百家专业培训网站。**中大网校在线培训课程覆盖超过 100 种考试培训。**中大英才提供的在线职业培训课程包括自制及第三方提供两种类型，共涉及工程类（30）、财会类（18）、资格类（9）、医药类（23）、外语外贸类（22）等 100 多种培训考试课程科目。

图表 12：中大网校培训课程覆盖超过 100 种考试培训



来源：国金证券研究所

- **在线培训业务销售体系优秀。**中大英才拥有优秀的在线课程销售体系，课程研发之后，在主站&移动平台&第三方平台&代理商平台上线，通过 SEM, 新媒体（公司旗下拥有众多超过 20 个专业垂直领域新媒体运营号）等多种方式进行营销推广，在顾客购买学习后，跟进售后服务，确保顾客满意。

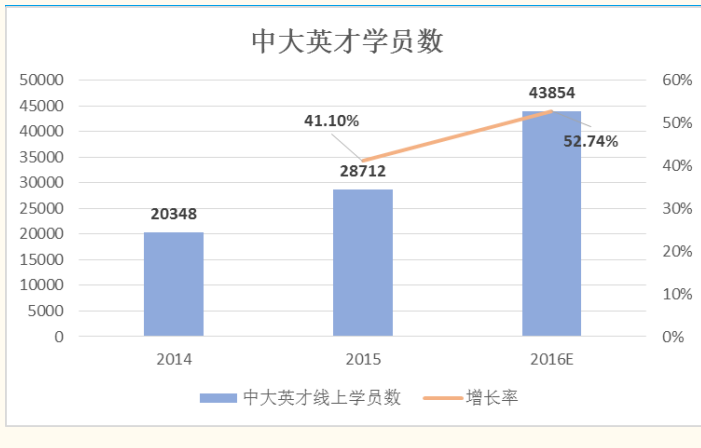
图表 13：中大英才拥有优秀的在线课程销售体系



来源：公司公告，国金证券研究所

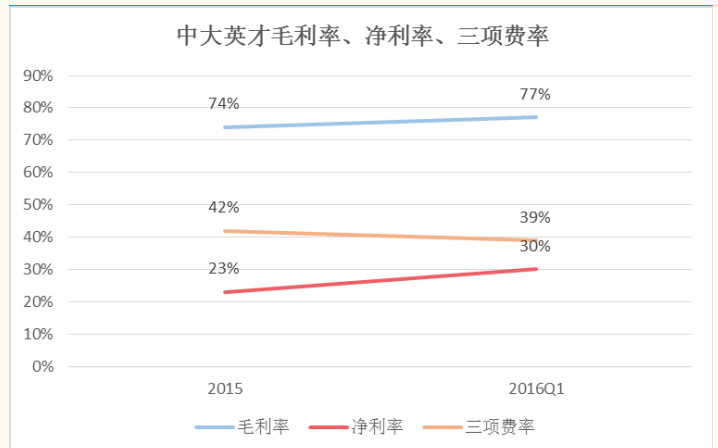
- **学员规模持续扩大，毛利率&净利率水平较高。**中大英才报告期内发展迅速，付费用户数量由 2014 年的 20348 人迅速增长到 2015 年的 28712 人。2016 年度，1-7 月用户数量已经达到了 35648 人，预计 2016 年底学员数将达到 44000 人，从而形成一定的规模效应。受益于在线教育模式的特色，中大英才毛利率、净利率水平较高，其毛利率保持在 70% 以上且呈现上升趋势，而其 2016 年 Q1 净利率达到 30%。此外，中大英才聘请师资录制在线课程，采取的是项目制的师资薪酬制度。根据考试项目的考试人数和预计招生人数来聘请相应的师资，师资费的议定严格遵守预算，加之师资储备相对雄厚，多年来一直与师资团队保持了良好的合作关系，这些都有利于中大英才降低师资成本，也是其毛利率水平较高的原因之一。

图表 14：中大英才学员数增长迅速



来源：公司公告，国金证券研究所

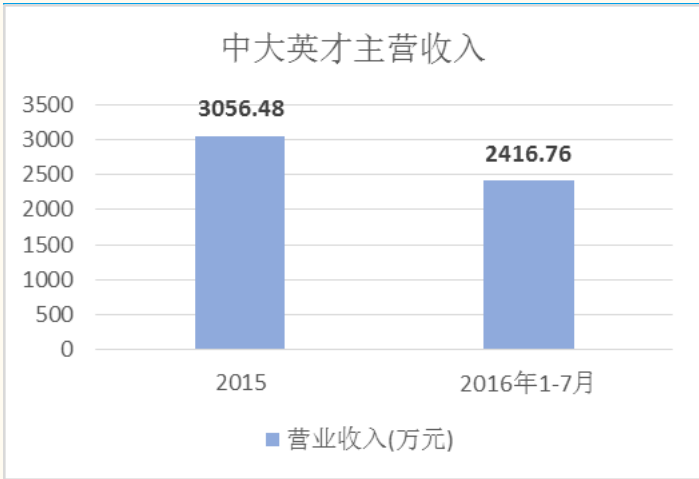
图表 15：中大英才毛利率，净利率较高



来源：公司公告，国金证券研究所

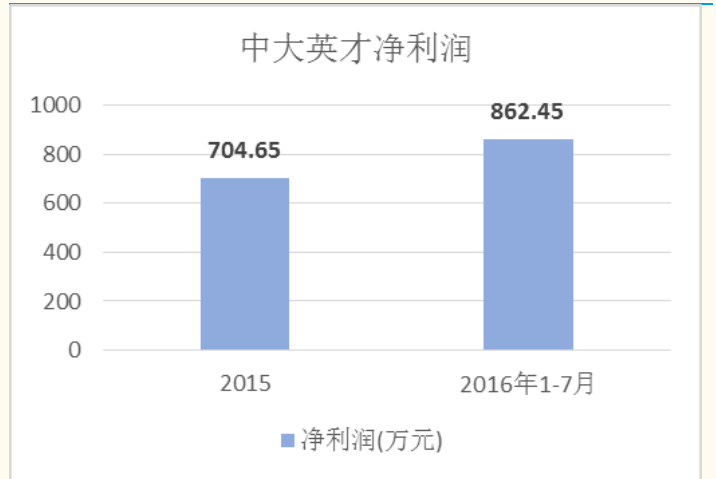
- **营收快速提升，净利增长迅速。**受益于学员的迅速增长及课程的持续丰富，中大英才营收实现了快速提升，根据公司披露的未经审计的数据，2016年1-7月，中大英才收入已超过2400万元，达到2015年全年的80%，预计2016年全年营收将同比增长50%以上。而其净利率也不断提高，净利增长迅速，2016年1-7月，实现净利润862万元，已超过2015年全年净利润，预计2016年全年净利润将超过1500万元，大概率达成业绩承诺。

图表 16：中大英才营收增长迅速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：中大英才净利表现突出



来源：公司公告，国金证券研究所

5. 切入职教领域，开元仪器“教育+仪器”双元业务启航

5.1 切入职教领域，“教育+仪器”双元业务启航

- 开元仪器以提供燃料智能化管理系统解决方案、智能煤质检测仪器设备为主营业务，是中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、燃料智能化装备的制造与维护厂商之一。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。面对宏观形势与市场状况，公司努力巩固自身传统业务的同时，积极筹备新业务拓展战略。职业教育培训行业作为目前正在高速发展的新兴行业，随着政策与市场需求的继续利好，具有广阔的市场前景。同时，公司通过并购优质职业教育培训企业，也有助于充分利用上市公司平台优势，打造职业教育连锁品牌。
- 通过本次收购，公司将切入职业教育领域。未来公司或将持续拓展教育业务，形成“仪器+职业教育”的双主业格局，有效增强公司的盈利能力和抗风险能力。交易完成后，恒企教育将成为公司的全资子公司，中大英才将成为公司的控股子公司，均纳入合并报表范围。公司盈利能力将大幅度提升、可持续发展能力增强。

5.2 职业教育平台雏形初现，持续整合未来或显现协同效应

- **职业教育平台雏形初现，未来或将借助平台持续加强品牌效应。**通过收购恒企教育&中大英才，公司职业教育大平台雏形已经渐渐显现。恒企教育和中大英才都是细分领域的知名品牌，资产质量高，公司或将在现有优质品牌的基础上，发挥上市公司平台的作用进行整合，在有效提升盈利能力的同时，进一步打造职教大平台，进一步发挥品牌效应。
- **持续整合未来或显现协同效应。**恒企教育&中大英才所处的职业教育行业具有良好的发展前景，且在各自的细分领域均具有较强的竞争力。恒企教育主业为线下实务培训和就业服务，线下直营网点多达200多家，且仍处快速扩张中，具有流量入口效应和较好的变现渠道，而中大英才主要业务为线上培训，涉足范围较广，用户覆盖范围较大。未来开元仪器有望借助

上市公司平台持续整合，两家标的公司优势互补，深度融合，形成线上线下协同效应，有效促进公司职业教育业务发展。

6.投资建议

我们认为

- ①职业教育需求广泛，市场空间广阔，市场空间超过 8000 亿，就业难+国家政策推动职业教育持续增长，民促法三审正式通过，或将迎来教育资产证券化大潮。但目前职业教育供给端还处成长期，职业教育企业有待进一步规范、标准化、规模化。
- ②收购恒企教育&中大英才顺利过会，A 股职教龙头地位有望确立。未来或借助上市公司平台持续整合，打造职业教育大平台，进一步加强品牌影响力。
- ③恒企教育为会计&IT 培训知名企业，品牌实力强，全国拥有 200 余线下校区，其“培训+实训+就业”的特色一体化职业教育服务切实解决学校学习与就业岗位需求不匹配的痛点。恒企教育教学体系优秀，教研实力强大，管理水平突出，具备持续快速扩张的基础。盈利能力强，按照最低业绩承诺限度，恒企教育 2016、17、18 年将分别实现 0.8 亿，1.04 亿，1.35 亿净利润，而其 2016 年 1-7 月已实现净利润 0.44 亿元，大概率完成业绩承诺。
- ④中大英才旗下拥有知名在线教育平台“中大网校”，培训覆盖门类齐全，服务体系科学完善，未来或与恒企教育形成线上线下融合，显示出协同效应。按照最低业绩承诺，中大英才 2016、17、18 年将分别实现 0.15 亿，0.20 亿，0.30 亿净利润。而中大英才 2016 年 1-7 月已实现净利润 0.09 亿元，大概率完成业绩承诺。
- ⑤并购完成后，公司“教育+仪器”的双元业务发展模式启航，盈利能力和抗风险能力明显增强，我们给予公司 29.50 元目标价。预计收购 2017 年完成，预测 2017、2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.56 元，对应 PE60x、47x。

风险提示：重组事项仍需等待正式批文

附录：三张报表预测摘要

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
主营业务收入	282	307	282	280	953	1,158	货币资金	318	264	159	161	270	361
增长率		8.9%	-8.1%	-0.9%	240.5%	21.5%	应收款项	199	218	273	231	508	618
主营业务成本	-133	-143	-150	-146	-338	-398	存货	84	105	143	112	139	163
%销售收入	47.2%	46.4%	53.1%	52.0%	35.4%	34.3%	其他流动资产	8	16	8	17	36	42
毛利	149	165	133	134	616	761	流动资产	609	603	583	521	953	1,183
%销售收入	52.8%	53.6%	46.9%	48.0%	64.6%	65.7%	%总资产	72.8%	68.6%	62.6%	54.4%	34.8%	39.3%
营业税金及附加	-4	-3	-3	-2	-8	-9	长期投资	0	0	20	21	20	20
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	175	217	260	351	385	414
营业费用	-48	-53	-51	-39	-153	-185	%总资产	20.9%	24.7%	27.9%	36.7%	14.0%	13.8%
%销售收入	17.0%	17.2%	17.9%	14.0%	16.0%	16.0%	无形资产	44	54	56	63	1,380	1,388
管理费用	-59	-63	-74	-76	-248	-301	非流动资产	228	276	348	437	1,787	1,824
%销售收入	21.0%	20.5%	26.1%	27.0%	26.0%	26.0%	%总资产	27.2%	31.4%	37.4%	45.6%	65.2%	60.7%
息税前利润 (EBIT)	38	45	5	17	208	265	资产总计	837	879	931	957	2,740	3,007
%销售收入	13.5%	14.8%	1.8%	6.2%	21.8%	22.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	8	6	4	-1	-15	-15	应付款项	63	79	133	150	451	508
%销售收入	-2.8%	-2.0%	-1.3%	0.4%	1.6%	1.3%	其他流动负债	29	32	36	29	82	99
资产减值损失	-4	-6	-17	0	0	0	流动负债	92	111	169	179	533	608
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	8	10	10	10	10
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	96	119	179	189	543	619
营业利润	42	46	-8	16	193	250	普通股股东权益	739	752	743	759	2,188	2,379
营业利润率	15.0%	14.9%	n.a	5.8%	20.2%	21.6%	少数股东权益	2	8	9	9	9	9
营业外收支	13	12	13	5	5	5	负债股东权益合计	837	879	931	957	2,740	3,007
税前利润	55	57	5	21	198	255	比率分析						
利润率	19.5%	18.6%	1.7%	7.6%	20.7%	22.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-9	-3	-5	-49	-64	每股指标						
所得税率	14.8%	16.5%	61.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.531	0.388	0.015	0.064	0.437	0.563
净利润	47	48	2	16	148	191	每股净资产	8.208	5.966	2.948	3.011	6.443	7.006
少数股东损益	-1	-1	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.301	0.287	-0.084	0.487	0.609	0.469
归属于母公司的净利润	48	49	4	16	148	191	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	16.9%	15.9%	1.3%	5.7%	15.6%	16.5%	回报率						
							净资产收益率	6.47%	6.51%	0.51%	2.11%	6.78%	8.04%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.71%	5.57%	0.41%	1.67%	5.41%	6.36%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	4.37%	4.95%	0.26%	1.67%	7.06%	8.28%
净利润	47	48	2	16	148	191	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-6.44%	8.86%	-8.10%	-0.88%	240.50%	21.51%
非现金支出	15	20	35	26	33	38	EBIT 增长率	-39.05%	19.01%	-88.78%	240.25%	1096.35%	27.64%
非经营收益	-8	-5	-10	5	-5	-5	净利润增长率	-17.31%	2.35%	-92.25%	322.30%	825.50%	29.04%
营运资金变动	-27	-26	-49	75	31	-65	总资产增长率	3.62%	5.00%	5.95%	2.83%	186.21%	9.75%
经营活动现金净流	27	36	-21	123	207	159	资产管理能力						
资本开支	-73	-52	-47	-121	-1,378	-70	应收账款周转天数	219.0	222.5	276.0	256.8	150.0	150.0
投资	7	-2	-30	-1	0	0	存货周转天数	228.1	241.5	301.4	280.9	150.0	150.0
其他	79	59	160	0	0	0	应付账款周转天数	63.0	69.9	95.0	85.1	88.9	86.9
投资活动现金净流	14	5	83	-122	-1,378	-70	固定资产周转天数	184.1	171.8	287.8	388.7	121.3	104.3
股权募资	3	0	0	0	1,281	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	-42.85%	-34.76%	-21.20%	-20.92%	-12.31%	-15.06%
其他	-30	-43	-13	0	0	0	EBIT 利息保障倍数	-4.9	-7.5	-1.4	17.4	13.8	17.7
筹资活动现金净流	-27	-43	-13	0	1,281	1	资产负债率	11.47%	13.59%	19.23%	19.78%	19.81%	20.58%
现金净流量	14	-2	49	1	110	90							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD