

开元仪器(300338.SZ)

燃料智能化迎曙光, 职业教育铸造新盈利模式

买入 买入 前次 增持

目标价(元): 30

分析师

联系人

王晔

张欣

S0740516060001

021-20315191

021-20315165

wangxian@r.qlzq.com.cn

zhangxin@r.qlzq.com.cn

2017年01月25日

基本状况

总股本(百万股)	252
流通股本(百万股)	168
市价(元)	22.16
市值(百万)	5,584
流通市值(万元)	3,731

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	307.39	282.48	317.16	938.26	1,319.97
营业收入增长	8.86%	-8.10%	12.28%	195.83%	40.68%
归母净利润(百万元)	48.94	3.79	6.16	154.56	188.95
净利润增长率	2.35%	-92.25%	62.41%	2408.6%	22.25%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.02	0.02	0.46	0.56
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	39.21	1,215.64	960.38	51.59	42.20
PEG	16.69	—	15.39	0.02	1.90
每股净资产(元)	6.01	2.98	2.99	6.44	6.98
每股现金流量	0.29	-0.08	0.78	-0.11	0.30
净资产收益率	6.46%	0.51%	0.82%	7.07%	7.97%
市净率	2.53	6.14	7.84	3.65	3.36
总股本(百万股)	126.00	252.00	252.00	339.62	339.62

备注: 市场预测假设 17 年收购标的完成并表

投资要点

■ 事件: 公司 1 月 24 晚公布 2016 年度业绩预告。

■ 全年业绩在 588-701 万之间, 同比增长 55-85%。公司发布 2016 年全年业绩预告, 全年业绩区间在 588-701 万之间, 同比增长 55-85%, 对应 EPS 在 0.023-0.027 元/股。传统燃料业务的回暖主要由于燃煤电厂落实国家关于能源改革相关要求, 进一步加快了燃料智能化的改造, 导致公司获取的燃料智能化 EPC 订单及完工收入同比增长 80+, 但由于燃料智能化产品收入比重上升, 影响综合毛利率同比有所下降; 另一方面公司继续加大智能检测仪器研发投入导致管理费用增加, 公司传统燃料智能化随着前期研发的投入我们预计 2016 年将实现盈亏平衡点, 并维持 17 年订单超预期, 18 年订单确认收入大爆发。

■ 公司在职业教育竞争铸造具有竞争的盈利模式。公司收购恒企教育和中大英才切入职业教育新成长方向, 双标的将形成“内容+技术+平台”协同效应, 同时公司在商业模式打通“**前端获客成本优势+中端实操培训+后端辅助就业**”一体化服务能力:

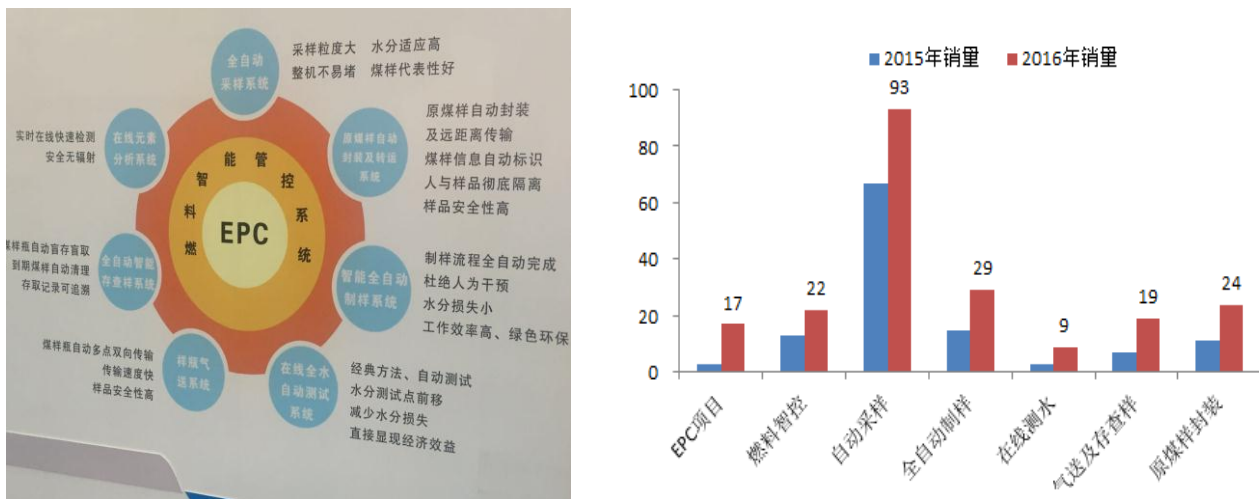
- 恒企未来培训上客户从 C 端学生到 B 端企业培训(目前北汽、交通银行等)、生态上从网上到网下基础设施打造, 跨行业复制模式 是公司成长两大新引擎; 校区拓展依靠口碑+连锁化经营能力, 未来增长 30% 增长率不成问题;
- 中大英才主要有在线教育, 依托 BAT 流量是优势, 未来靠大数据提供个性化精准指导, 现在技术团队已经入驻恒企, 恒企将享受在线教育对效率质量的提升(线上转化率从不到 1% 提高到了最近的 5%);

■ 民办教育法细则出台, 盈利模式将成为核心竞争力。2017 年 1 月 18 日关于国务院、教育部等多个部门对民办教育促进法提出的“一个意见两个细则”我们认为是对民办教育促进法三审后的更明确的政策、法律背

书支持，民办教育在 2017 年借助多种渠道进入资本市场是必然趋势（包括被动型转型和主动性协同扩张），教育资产供给端的扩张将使教育资产有供不应求逐渐走向平衡，同时教育资产的稀缺性下降将使得一级市场教育标的估值溢价以及二级教育标的估值和业绩带来重重考验，届时我们认为商业模式的创新将是在营利性民办教育跑马圈地的核心竞争力和持久考验点，**开元仪器“前端获客成本优势+中端实操培训+后端辅助就业”一体化商业模式且具备口碑+连锁化经营能力的优势将会在教育竞争中脱颖而出。**

- **盈利预测及投资建议：**基于公司在传统主业在 17/18 年的的回暖，看好公司在收购教育标的恒企教育和中大英才教育后打造的“前端获客成本优势+中端实操培训+后端辅助就业”一体化商业模式，假设 17 年标的并表且承诺利润兑现，我们预计公司 2016-2018 年营收 3.17、9.38、13.19 亿，同比增长 12.28%、195.83%、40.68%；归母净利润为 0.06、1.54、1.88 亿，同比增长 62.41%、2408.67%、22.25%，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.46 元和 0.56 元，维持目标价位为 30 元，对应于 2017 年 PE 65 x，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**业务整合风险，职业教育竞争加剧风险

图表 1：公司燃料智能化 2016 年部分成绩



来源：中泰证券研究所

图表 2：公司盈利预测
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	282	307	282	317	938	1,320
增长率	-6.44%	8.9%	-8.1%	12.3%	195.8%	40.7%
营业成本	-133	-143	-150	-180	-368	-555
%销售收入	47.2%	46.4%	53.1%	56.7%	39.2%	42.0%
毛利	149	165	133	137	571	765
%销售收入	52.8%	53.6%	46.9%	43.3%	60.8%	58.0%
营业税金及附加	-4	-3	-3	-3	-8	-11
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-48	-53	-51	-48	-143	-198
%销售收入	17.0%	17.2%	17.9%	15.0%	15.2%	15.0%
管理费用	-59	-63	-74	-85	-239	-330
%销售收入	21.0%	20.5%	26.1%	26.8%	25.5%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	38	45	5	2	181	227
%销售收入	13.5%	14.8%	1.8%	0.7%	19.3%	17.2%
财务费用	8	6	4	1	1	1
%销售收入	-2.8%	-2.0%	-1.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-4	-6	-17	-9	-4	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	—	0.0%	0.0%
营业利润	42	46	-8	-6	178	222
营业利润率	15.0%	14.9%	-2.8%	-2.0%	18.9%	16.8%
营业外收支	13	12	13	12	12	12
税前利润	55	57	5	6	190	234
利润率	19.5%	18.6%	1.7%	1.9%	20.3%	17.7%
所得税	-8	-9	-3	-1	-29	-35
所得税率	14.8%	16.5%	61.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	47	48	2	5	162	199
少数股东损益	-1	-1	-2	-1	7	10
归属于母公司的净利润	47.81	48.94	3.79	6.16	154.56	188.95
净利率	16.9%	15.9%	1.3%	1.9%	16.5%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	47	48	2	5	162	199
少数股东损益	0	0	0	-1	7	10
非现金支出	15	20	35	30	29	35
非经营收益	-8	-5	-10	-12	-12	-12
营运资金变动	-27	-26	-49	173	-215	-121
经营活动现金净流	27.0807	36	-21	195	-29	111
资本开支	73	52	47	19	1,393	68
投资	7	-2	-30	-17	0	0
其他	79	59	160	0	0	0
投资活动现金净流	14	5	83	-35	-1,393	-68
股权募资	3	0	0	0	1,281	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-30	-43	-13	0	-3	-3
筹资活动现金净流	-27	-43	-13	0	1,278	-3
现金净流量	14	-2	49	160	-144	40

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	318	264	159	320	169	199
应收款项	199	218	273	165	494	695
存货	84	105	143	94	232	350
其他流动资产	8	16	8	8	23	35
流动资产	609	603	583	588	919	1,278
%总资产	72.8%	68.6%	62.6%	61.1%	34.3%	41.4%
长期投资	0	0	20	37	37	37
固定资产	175	217	260	272	331	367
%总资产	20.9%	24.7%	27.9%	28.2%	12.4%	11.9%
无形资产	44	54	56	55	1,376	1,391
非流动资产	228	276	348	375	1,756	1,806
%总资产	27.2%	31.4%	37.4%	38.9%	65.7%	58.6%
资产总计	837	879	931	963	2,674	3,085
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	63	79	133	170	404	591
其他流动负债	29	32	36	28	66	94
流动负债	92	111	169	198	470	685
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2	2	2	2	2
负债	92	113	171	200	472	687
普通股股东权益	743	758	751	754	2,187	2,372
少数股东权益	2	8	9	8	15	25
负债股东权益合计	837	879	931	963	2,674	3,085

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.531	0.388	0.015	0.024	0.455	0.556
每股净资产(元)	8.252	6.013	2.979	2.994	6.438	6.985
每股经营现金净流(元)	0.301	0.287	-0.084	0.779	-0.107	0.296
每股股利(元)	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	6.44%	6.46%	0.51%	0.82%	7.07%	7.97%
总资产收益率	5.71%	5.57%	0.41%	0.64%	5.78%	6.13%
投入资本收益率	7.62%	7.58%	0.34%	0.46%	7.72%	8.91%
增长率						
营业总收入增长率	-6.44%	8.86%	-8.10%	12.28%	195.83%	40.68%
EBIT增长率	-39.05%	19.01%	-88.78%	-57.37%	8238.37%	25.02%
净利润增长率	-17.31%	2.35%	-92.25%	62.41%	2408.67%	22.25%
总资产增长率	3.37%	5.00%	5.95%	3.39%	177.79%	15.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	219.0	222.5	276.0	134.0	134.0	134.0
存货周转天数	228.2	241.5	301.4	190.0	230.0	230.0
应付账款周转天数	63.0	69.9	95.0	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	163.9	170.4	237.4	256.3	91.9	72.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.63%	-34.49%	-20.97%	-41.98%	-7.69%	-8.30%
EBIT利息保障倍数	-4.9	-7.5	-1.4	-2.6	-204.1	-298.9
资产负债率	11.00%	12.91%	18.38%	20.79%	17.67%	22.28%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。