

# 开元仪器 (300338)

证券研究报告

2017年02月13日

## 开元仪器：收到定增批文，加速完善职教生态

### 收到定增批文，职教布局顺利推进。

2月9日，公司公告，收到证监会出具的《关于核准长沙开元仪器股份有限公司向江勇等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，公司于16年12月15日公告非公开事项获证监会有条件通过，同时公司公告重组委审核意见的回复，就民促法对恒企+中大英才的影响进行了说明，恒企在申请注册经营性民办培训机构方面具有丰富经验，未来将积极应对政策变化，现阶段民促法没有对恒企及中大英才正常经验造成影响。

### 恒企+中大英才利润维持高速增长，协同效应逐步显现。

自收购以来，一方面，恒企扎实推进两大基础建设（线下网点+线上云网校），通过产融结合叠加优质内容，坚持教材内容研发至上，依靠口碑效应及强大的连锁管理能力保持30%左右的利润增速；同时开设成人自考，探索2B服务寻找利润增量；另一方面，中大英才发挥线上流量优势（百度+移动端+PC端），凭借中大网校、准题库、中大云校三大产品线重构职教线上生态，未来将扩展新品类，从考证辅导向技能培训转化。此外，与恒企的协同效应逐步显现，中大英才在为恒企线上线下导流的同时加速恒企内容数字化建设，最终实现共赢。

### 进军职业教育领域，分享政策红利及万亿市场空间。

目前，公司已明确转型方向，致力于打造线上线下一体的职教体系，成为国内第一梯队的产业运营集团。通过收购恒企教育+中大英才，一方面助力公司实现职业教育板块战略布局，加快实传统主业转型升级，同时增厚业绩，具体来看，职业教育作为我国教育体系的重要组成部分，近几年政策红利规模性爆发，未来将形成财政拨款与社会资本相补充、学校与企业深度合作的终身制职业教育体系，预期到2020年职业教育市场规模或将达到1.24万亿元。恒企教育和中大英才受益职业教育行业增长，未来将为公司带来新的业绩增长点，增强盈利能力（标的资产16-18年承诺业绩分别为0.95亿、1.24亿、1.65亿元）；另一方面，线上线下共同发展，恒企+中大英才深度协同，两家公司在职业教育细分赛道具备较强竞争力，本次收购后公司将充分整合二者业务，利用恒企与中大师资在教研、课程开发、实践结合等方面探索线上线下融合的深度合作，充分发挥协同作用。

### 给予买入评级。

公司原主业为提供燃料智能化管理系统解决方案及智能煤质检测仪器设备销售，本次交易完成后，公司主业将新增教育培训业务，正式迈入职业教育市场。一方面，通过积极发展第二主业，战略布局教育培训产业，为今后逐步建立职业教育培训服务平台奠定重要基础；另一方面，培育新的利润增长点，两家公司在职业教育细分赛道具备较强竞争力，助力公司分享职业教育市场增长红利，显著增强盈利能力。综上，我们预计2016-18年EPS为0.02元、0.48元、0.66元，对应PE为1307倍、48倍、35倍。

### 风险提示：业绩增长低于预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	307.39	282.48	290.95	912.64	1,114.01
增长率(%)	8.86	(8.10)	3.00	213.67	22.06
EBITDA(百万元)	53.52	7.04	4.91	198.48	276.52
净利润(百万元)	48.94	3.79	4.45	161.73	225.79
增长率(%)	2.35	(92.25)	17.20	3,537.64	39.61
EPS(元/股)	0.19	0.02	0.02	0.48	0.66
市盈率(P/E)	118.74	1,531.84	1,307.05	48.48	34.72
市净率(P/B)	7.67	7.74	7.80	8.57	7.75
市销率(P/S)	18.90	20.57	19.97	8.59	7.04
EV/EBITDA	30.87	628.12	1,141.47	42.94	28.00

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/仪器仪表
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.06元
目标价格	33.14元
上次目标价	33.14元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	252.00
流通A股股本(百万股)	168.35
A股总市值(百万元)	5,811.12
流通A股市值(百万元)	3,882.24
每股净资产(元)	3.00
资产负债率(%)	18.41
一年内最高/最低(元)	27.90/11.20

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**张璐芳** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517020001  
zhanglufang@tfzq.com

**孙海洋** 联系人  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《开元仪器-公司点评:定增有条件过会，职教龙头正式起航！》2016-12-18
- 《开元仪器-季报点评:归母净利润同比增长406.61%，联手恒企+中大英才搭建职教体系》2016-10-28
- 《开元仪器-公司深度研究:线上线下同步布局，财会职教龙头崛起！》2016-09-05

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	263.98	159.39	179.98	73.01	89.12	营业收入	307.39	282.48	290.95	912.64	1,114.01
应收账款	210.44	244.22	161.29	1,096.50	438.81	营业成本	142.68	149.86	152.90	326.95	374.06
预付账款	13.58	6.91	12.87	32.65	17.90	营业税金及附加	3.38	3.04	2.91	9.13	11.14
存货	104.74	142.73	72.57	405.06	125.61	营业费用	52.73	50.69	52.21	148.76	178.24
其他	10.36	29.84	13.88	73.06	44.13	管理费用	63.15	73.79	76.01	229.07	276.27
<b>流动资产合计</b>	<b>603.11</b>	<b>583.09</b>	<b>440.59</b>	<b>1,680.28</b>	<b>715.57</b>	财务费用	(6.05)	(3.56)	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.72	16.54	14.00	15.00	15.18
固定资产	144.68	222.77	252.37	295.69	334.26	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	72.29	36.93	58.16	82.89	79.74	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	45.31	46.32	43.51	40.70	37.89	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.39	41.96	38.65	38.19	39.17	<b>营业利润</b>	<b>45.79</b>	<b>(7.87)</b>	<b>(7.07)</b>	<b>183.73</b>	<b>259.12</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>275.68</b>	<b>347.98</b>	<b>392.69</b>	<b>457.48</b>	<b>491.05</b>	营业外收入	12.27	13.07	12.84	12.73	12.88
<b>资产总计</b>	<b>878.78</b>	<b>931.07</b>	<b>833.27</b>	<b>2,137.76</b>	<b>1,206.62</b>	营业外支出	0.74	0.42	0.50	9.00	9.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	625.17	23.31	<b>利润总额</b>	<b>57.32</b>	<b>4.78</b>	<b>5.27</b>	<b>187.46</b>	<b>263.00</b>
应付账款	39.33	65.63	21.17	173.57	58.82	所得税	9.44	2.92	0.87	28.12	39.45
其他	71.93	103.13	56.65	257.11	106.53	<b>净利润</b>	<b>47.89</b>	<b>1.85</b>	<b>4.40</b>	<b>159.34</b>	<b>223.55</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>111.26</b>	<b>168.77</b>	<b>77.82</b>	<b>1,055.85</b>	<b>188.66</b>	少数股东损益	(1.05)	(1.94)	(0.04)	(2.39)	(2.24)
长期借款	0.00	0.00	0.00	158.36	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>48.94</b>	<b>3.79</b>	<b>4.45</b>	<b>161.73</b>	<b>225.79</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.19	0.02	0.02	0.48	0.66
其他	2.19	2.36	1.52	2.02	1.97						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.19</b>	<b>2.36</b>	<b>1.52</b>	<b>160.38</b>	<b>1.97</b>						
<b>负债合计</b>	<b>113.45</b>	<b>171.12</b>	<b>79.33</b>	<b>1,216.23</b>	<b>190.63</b>						
少数股东权益	7.66	9.15	9.11	6.76	4.57	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
股本	126.00	252.00	252.00	340.00	340.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	412.28	286.28	286.28	286.28	286.28	营业收入	8.86%	-8.10%	3.00%	213.67%	22.06%
留存收益	625.68	490.87	492.83	574.78	671.43	营业利润	8.30%	-117.19%	-10.17%	-2697.97%	41.03%
其他	(406.29)	(278.35)	(286.28)	(286.28)	(286.28)	归属于母公司净利润	2.35%	-92.25%	17.20%	3537.64%	39.61%
<b>股东权益合计</b>	<b>765.33</b>	<b>759.95</b>	<b>753.94</b>	<b>921.53</b>	<b>1,016.00</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>878.78</b>	<b>931.07</b>	<b>833.27</b>	<b>2,137.76</b>	<b>1,206.62</b>	毛利率	53.58%	46.95%	47.45%	64.18%	66.42%
						净利率	15.92%	1.34%	1.53%	17.72%	20.27%
						ROE	6.46%	0.51%	0.60%	17.68%	22.32%
						ROIC	8.05%	-0.90%	-1.05%	28.96%	13.79%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	12.91%	18.38%	9.52%	56.89%	15.80%
						净负债率	-29.46%	-19.81%	1.56%	-10.92%	35.40%
						流动比率	5.42	3.46	5.66	1.59	3.79
						速动比率	4.48	2.61	4.73	1.21	3.13
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.54	1.24	1.44	1.45	1.45
						存货周转率	3.26	2.28	2.70	3.82	4.20
						总资产周转率	0.36	0.31	0.33	0.61	0.67
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.19	0.02	0.02	0.48	0.66
						每股经营现金流	0.14	-0.08	0.36	-3.25	3.79
						每股净资产	3.01	2.98	2.96	2.69	2.97
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	118.74	1,531.84	1,307.05	48.48	34.72
						市净率	7.67	7.74	7.80	8.57	7.75
						EV/EBITDA	30.87	628.12	1,141.47	42.94	28.00
						EV/EBIT	41.57	-386.87	-792.63	46.39	29.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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。

### 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门、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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com