

日期: 2017年03月30日

行业: 教育



主业重回正增长, 教育并表增强盈利可期

分析师 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116060005

基本数据 (2017.3.29)

报告日股价 (元)	25.36
12mth A 股价格区间 (元)	15.69/27.58
总股本 (百万股)	339.62
无限售 A 股/总股本	49.60%
流通市值 (亿元)	41.78
每股净资产 (元)	3.00
PBR (X)	8.46

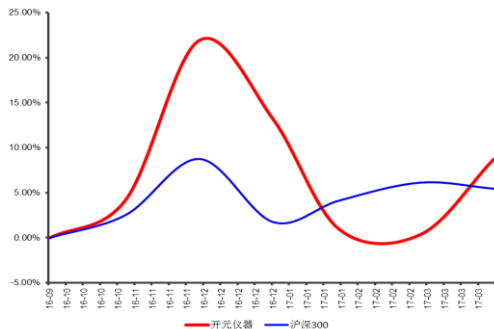
主要股东 (2016)

罗建文	25.89%
罗华东	17.83%
罗旭东	17.81%
社保基金 113 组合	4.39%
汇添富国企创新增长	2.17%

收入结构 (2016)

检测分析仪器	35.91%
燃料智能化产品	41.96%
配件及其他	22.13%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布 2016 年年报, 2016 年实现营业收入 3.41 亿元, 同比增长 20.69%; 实现归属净利润 589.16 万元, 同比增长 55.31%, EPS 为 0.02 元。公司拟每 10 股派发现金红利 0.1 元。

■ 事项点评

营收重回正增长, 燃料智能化产品同比增长 36.16%

公司 2016 年营收同比增长 20.69%, 扭转 2015 年下滑态势 (-8.10%), 重回正增长轨道, 主要系燃料智能化业务增长较快。分产品看, 检测分析仪器、燃料智能化产品、配件及其他分别实现收入 1.22/1.43/0.75 亿元, 同比增长 1.90%/36.16%/31.72%。燃料智能化产品营收占比首次超过检测分析仪器, 达到 41.96%, 较去年同期提升 4.77pp。检测分析仪器国内市场趋于稳定, 公司销量基本平稳, 但因竞争加剧使产品售价下降, 毛利率同比下滑 1.32pp。受益于火电行业对燃料智能化管理投资力度加大, 公司获得的 EPC 项目订单增加 (2016 年共 17 个), 但投标竞价激烈且施工中临时需求和技术增项较多, 毛利率同比下滑 3.38pp。此外, 配件及其他业务的毛利率同比下降 6.05pp。报告期内, 公司综合毛利率为 42.05%, 同比下降 4.90pp, 降幅较 2015 年收窄 1.73pp。

期间费用增速低于营收增速, 期间费用率降至 37.59%

报告期内, 公司期间费用合计 1.28 亿元, 同比增长 5.97%, 期间费用率下降 5.22pp 至 37.59%。其中, 销售费用率、管理费用率分别为 13.98%、23.87%, 同比下降 3.96pp、2.25pp。销售费用 4766.93 万元, 同比下降 5.96%, 主要系总部签订合同比重增加减少日常销售费用, 且 EPC 项目增加减少现场销售人员降低人工成本。管理费用 8139.28 万元, 同比增长 10.30%, 主要系研发投入和固定资产折旧增加、实施重大资产重组增加中介咨询费等。

净利率小幅回升, 教育标的完成对赌, 2017Q1 盈利大幅增长

公司 2016 年归母净利润同比增长 55.31%, 净利率小幅回升 0.39pp 至 1.73%。公司 2016 年转型职业教育, 收购恒企教育和中大英才, 报告期内分别实现扣非净利润 8327.20 万元和 1602.67 万元, 完成业绩对赌。恒企和英才于 2017 年 3 月实现并表, 推动 2017Q1 归属净利润大幅增长, 盈利区间为 1190.81 万元-1262.25 万元, 同比增长 400%-430%。

恒企教育: 完善产品梯队&拓展新赛道+标准化校区复制与扩建

2016 年恒企教育实现营收 3.82 亿元, 同比增长 33.45%; 实现归属净利润 8432.94 万元, 同比增长 22.10%, 毛利率提升 5.32pp 至 75.86%, 费用控制有效使得净利率大幅提升 14.72pp 至 22.10%。毛利率上升主要系恒企开班类型更多偏向于高层级高单价的班级, 且推出了更高层级的猎才计划等课程 (2016 年启动猎才计划, 2017 年全新升级上市)。分业务看, 会计培训/IT 培训/学历中介分别实现营收 2.47 亿元 (+39.52%)、6899.86 万元 (+3.64%)、4336.50 万元 (+50.57%)。未

来恒企将完善会计实操&IT 技能培训业务低端、中端、高端的产品梯队，并开拓财经类技能培训、互联网人才培训、艺术设计培训等新赛道；同时推动标准化校区的复制与扩建，建设华南、华东、华中、华北、西南 5 大管理学院，争取 3 年内在全国省会城市地级市完成 500 家学校、5 年内 1000 家学校的网点覆盖与布局。目前恒企全国校区超过 200 家，覆盖 21 个省市。

中大英才：扩产培训科目、实现录播+直播+题库的深度覆盖

2016 年中大英才实现营收 4292.15 万元，同比增长 40.45%；实现净利润 1560.71 万元，同比增长 121.42%，毛利率、净利率分别为 74.74%、36.37%。其中，在线课程收入 3192.66 万元，同比增长 16.41%，2016 年新增直播课程收入 456.90 万元。未来，英才一方面将扩产培训科目数量，另一方面实现录播+直播+题库的深度覆盖，打造“资讯+在线学习+考证培训+图书销售+广告运营”一体的在线职教平台。

■ 投资建议

考虑恒企教育和中大英才 2017 年并表增厚公司业绩，预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.59 元，以 3 月 29 日收盘价 25.36 元/股计算，对应的动态市盈率分别为 56.16 倍、42.72 倍。公司致力于打造成为一个集智能制造、教育培训、产业投资为一体的综合性控股集团公司，我们认为：（1）公司传统煤质检测分析仪器有望利用一带一路政策扩大出口，并利用品牌效应将盈利领域延伸至食品检测、环保检测等新领域。燃料智能化市场需求扩大，公司因较早对智能化管理系统进行研发投入，中标数量逐年提升，营收大幅增长，但缺乏项目管理、流程管理等经验，目前尚未盈利，2017 年公司将采取有效措施降本增效，有望实现燃料智能化业务盈利。（2）进军职业教育领域，携手线上&线下职教龙头，打开成长空间。公司职业教育目前已形成“线上资格考证培训+线下实操技能培训+学历教育与服务”的完整人才培养与输出模式，未来将重点围绕两类核心用户——全国 4 亿（18-35 岁）潜在学员用户和 7000 万企业用户，扎实推进两“网”工程建设——全国“百城千校”的线下职业教育基础设施网络和千万注册用户的在线职业教育互联网平台。恒企和英才线上线下融合可以相互导流，具有较强的业务协同性，同时恒企进一步推广猎才计划有望继续提高客单价水平，预计职业教育将贡献公司 80% 左右的业绩。我们看好公司转型职业教育的发展潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

收购整合风险、校区扩张不及预期、传统业务竞争加剧风险、政策风险、高新技术企业认证风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	340.92	890.51	1160.70	1524.89
年增长率	20.69%	161.21%	30.34%	31.38%
归属于母公司的净利润	5.89	153.37	201.63	258.93
年增长率	55.31%	2503.84%	31.47%	28.42%
每股收益 (元)	0.02	0.45	0.59	0.76
PE (X)	1462.27	56.16	42.72	33.26

注：有关指标按最新股本摊薄（股价为 2017/3/29 收盘价）

■ 附表
附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	282.48	340.92	890.51	1160.70	1524.89
二、营业总成本	290.36	348.83	725.14	938.04	1234.82
营业成本	149.86	197.56	371.96	488.46	645.36
营业税金及附加	3.04	6.31	9.80	12.77	16.77
销售费用	50.69	47.67	124.67	150.89	198.24
管理费用	73.79	81.39	204.82	272.76	362.92
财务费用	-3.56	-0.92	0.89	1.16	1.52
资产减值损失	16.54	16.82	13.00	12.00	10.00
三、其他经营收益	0.00	-0.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.03	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	-7.87	-7.93	165.38	222.66	290.07
加: 营业外收入	13.07	14.31	13.50	13.00	13.00
减: 营业外支出	0.42	0.79	0.80	0.80	0.80
五、利润总额	4.78	5.59	178.08	234.86	302.27
减: 所得税	2.92	1.7	26.71	35.23	45.34
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	1.85	3.89	151.37	199.63	256.93
减: 少数股东损益	-1.94	-2.00	-2.00	-2.00	-2.00
归属于母公司所有者的净利润	3.79	5.89	153.37	201.63	258.93
七、摊薄每股收益 (元)	0.01	0.02	0.45	0.59	0.76

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。