

开元仪器 (300338)

证券研究报告

2017年03月28日

归母净利润增长 55.31%，价值成长龙头受益三四线消费升级

营收同比增长 20.69%；归母净利润增长 55.31%。公司披露年报，16 年实现营收 3.41 亿元，同比增长 20.69%；归母净利润 0.06 亿元，同比增长 55.31%；扣非后归母净利润 0.04 亿元，同比增长 149.79%；EPS 为 0.02 元。其中，4Q16 实现营收 1.35 亿元，同比下降 1.98%（Q1-3 同比增速分别为 25.52%、55.74%、48.82%）；归母净利润-0.01 亿元，同比下降 116.66%（Q1-3 同比增速分别为 25.25%、65.3%、132.21%）。营收增加主要系燃料智能化管理系统产品整体市场需求增加。16 年公司发行股份+支付现金分别收购恒企教育 100%股权及中大英才 70%股权，16 年恒企教育与中大英才扣非净利润分别为 8327.20 万元、1602.67 万元。

产品收入均呈向上趋势，国内市场营收略有增长。分产品来看，检测分析仪器收入 1.22 亿元（占比 35.91%），同比增长 1.90%；燃料智能化产品收入 1.43 亿元（占比 41.96%），同比增长 36.16%，增幅较大主要系燃煤火力发电企业持续加大对燃料智能化管理系统的投资力，市场需求增加所致；配件及其它收入 0.75 亿元（占比 22.13%），同比增长 31.74%。分地区来看，国内收入 3.25 亿元（占比 95.47%），同比增长 23.03%；国外收入 0.15 亿元（占比 4.53%），同比下降 3.35%，由此来看公司主要布局国内市场。

毛利率减少 4.90 个百分点，期间费用率同比减少 5.22 个百分点。2016 年公司毛利率为 42.05%，同比减少 4.90 个百分点，其中，检测分析仪器毛利率为 60.38%，同比减少 1.32 个百分点，主要系需求竞争加剧，公司产品售价同比下降导致；燃料智能化产品毛利率 34.95%，同比减少 3.38 个百分点，主要系投标竞价激烈，施工过程中的临时需求和技术增项较多导致；配件及其他毛利率 25.79%，同比减少 6.05 个百分点，主要系属代购进平出的业务量增加导致。16 年期间费用率为 37.59%，同比减少 5.22 个百分点。其中，销售费用率 13.98%，同比减少 3.97 个百分点；管理费用率 23.87%，同比减少 2.25 个百分点；财务费用率-0.27%，同比增加 0.99 个百分点。费用率降幅大于毛利率，致使公司净利率同比增长 0.48 个百分点 1.14%。

借力恒企+中大英才打造国内职教第一梯队产业运营集团，公司积极完成从线上资格考证培训、线下职业技能培训到职业学历教育服务三位一体的业务布局。三四线城市消费升级将成为 17 年大消费产业的重要领域与催化剂，公司作为线下会计培训龙头，深耕各级城市，有望受益消费升级所带来的培训需求上升。

维持盈利预测，给予买入评级，公司原主业为销售燃料智能化管理系统产品、智能煤质检测仪器设备等，16 年完成恒企教育+中大英才收购，积极构建从线上资格考证培训、线下职业技能培训到职业学历教育服务三位一体的业务布局，打造国内职教第一梯队产业运营集团。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.56 元、0.73 元、0.89 元，对应 PE 分别为 46、35、29。

风险提示：业绩增长低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	282.48	340.92	968.91	1,283.27	1,627.96
增长率(%)	(8.10)	20.69	184.20	32.44	26.86
EBITDA(百万元)	7.04	12.84	229.85	305.26	380.27
净利润(百万元)	3.79	5.89	188.97	249.69	302.96
增长率(%)	(92.25)	55.31	3,107.46	32.13	21.34
EPS(元/股)	0.01	0.02	0.56	0.73	0.89
市盈率(P/E)	2,290.96	1,475.12	46.04	34.85	28.72
市净率(P/B)	11.58	11.50	9.01	7.67	6.34
市销率(P/S)	30.77	25.49	8.98	6.78	5.34
EV/EBITDA	628.12	486.74	40.68	28.47	25.15

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	25.59 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)	339.62
流通 A 股股本(百万股)	168.46
A 股总市值(百万元)	8,690.87
流通 A 股市值(百万元)	4,310.88
每股净资产(元)	3.00
资产负债率(%)	18.41
一年内最高/最低(元)	27.90/15.31

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

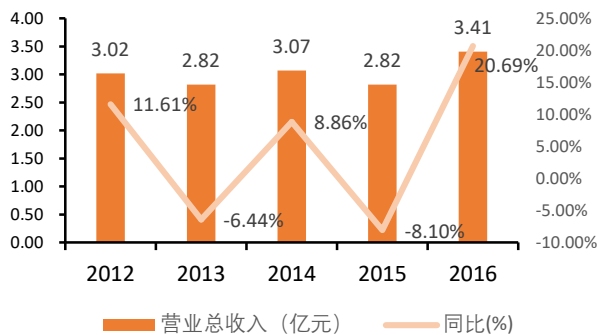
相关报告

- 《开元仪器-公司点评:归母净利润同比增长 61.82%，恒企+中大英才协同发力》 2017-02-28
- 《开元仪器-公司点评:开元仪器：收到定增批文，加速完善职教生态》 2017-02-14
- 《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

营收同比增长 20.69%；归母净利增长 55.31%。公司披露年报，16 年实现营收 3.41 亿元，同比增长 20.69%；归母净利 0.06 亿元，同比增长 55.31%；扣非后归母净利 0.04 亿元，同比增长 149.79%；EPS 为 0.02 元。其中，4Q16 实现营收 1.35 亿元，同比下降 1.98%（Q1-3 同比增速分别为 25.52%、55.74%、48.82%）；归母净利-0.01 亿元，同比下降 116.66%（Q1-3 同比增速分别为 25.25%、65.3%、132.21%）。**营收增加主要系燃料智能化管理系统产品整体市场需求增加。16 年公司发行股份+支付现金分别收购恒企教育 100%股权及中大英才 70%股权，16 年恒企教育与中大英才扣非净利润分别为 8327.20 万元、1602.67 万元。**

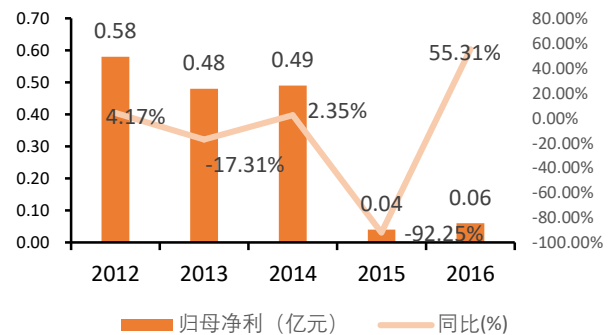
同时公司公告 17Q1 业绩预告，预计实现归母净利 1190.81 万 - 1262.25 万，同比增长 400%-430%，主要系 17 年 3 月恒企+中大英才并表范所致；仪器仪表业务 17Q1 利润同比下降主要系部分子公司暂按 25%税率预提企业所得税及燃料智能化 EPC 项目完工验收速度放缓所致，公司预计制造业板块 17 年盈利水平达到 4000 万元。

图 1: 2012-2016 年营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

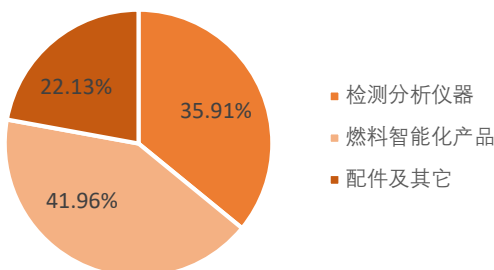
图 2: 2012-2016 归母净利及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

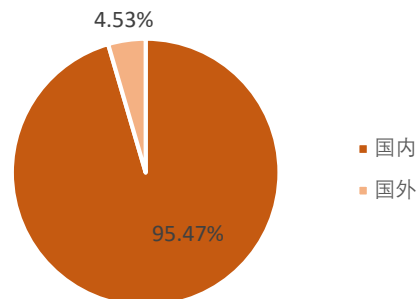
产品收入均呈向上趋势，国内市场营收略有增长。分产品来看，检测分析仪器收入 1.22 亿元（占比 35.91%），同比增长 1.90%；燃料智能化产品收入 1.43 亿元（占比 41.96%），同比增长 36.16%，增幅较大主要系燃煤火力发电企业持续加大对燃料智能化管理系统的投资力，市场需求增加所致；配件及其它收入 0.75 亿元（占比 22.13%），同比增长 31.74%。**分地区来看，国内收入 3.25 亿元（占比 95.47%），同比增长 23.03%；国外收入 0.15 亿元（占比 4.53%），同比下降 3.35%，由此来看公司主要布局国内市场。**

图 3: 2016 年营收分产品占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4: 2016 年营收分地区占比

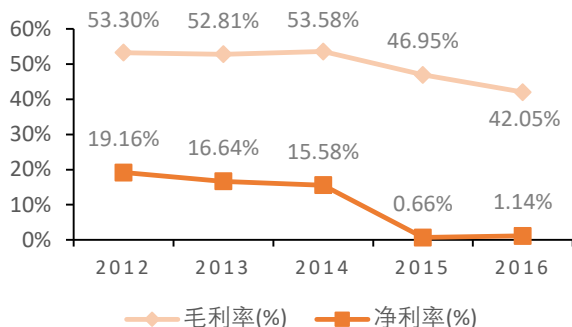


资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率减少 4.90 个百分点，期间费用率同比减少 5.22 个百分点。2016 年公司毛利率为 42.05%，同比减少 4.90 个百分点，其中，检测分析仪器毛利率为 60.38%，同比减少 1.32 个百分点，主要系需求竞争加剧，公司产品售价同比下降导致；燃料智能化产品毛利率 34.95%，同比减少 3.38 个百分点，主要系投标竞价激烈，施工过程中的临时

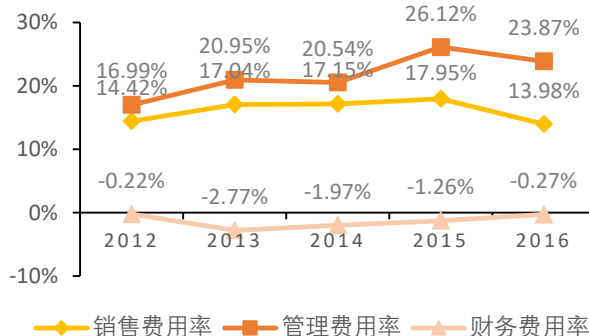
需求和技术增项较多导致；配件及其他毛利率 25.79%，同比减少 6.05 个百分点，主要系属代购进平出的业务量增加导致。16 年期间费用率为 37.59%，同比减少 5.22 个百分点。其中，销售费用率 13.98%，同比减少 3.97 个百分点，主要系由公司总部集中谈判、签订合同的比重增加，日常的销售费用有所减少；随着燃料智能化 EPC 项目产品结构比重增加，各区域现场的销售人员有所减少，人工成本同比有所减少。管理费用率 23.87%，同比减少 2.25 个百分点，但绝对值增加 759.99 万元，主要系为提升产品性能和信息化水平，公司增加了研发投入；房屋建筑物等固定资产增加影响折旧费用增加；公司实施重大资产重组，中介咨询等费用增加；财务费用率-0.27%，同比增加 0.99 个百分点，主要系报告期内募投资金产生的利息收入减少、及短期贷款产生的利息支出增加。费用率降幅大于毛利率，致使公司净利率同比增长 0.48 个百分点 1.14%。

图 5：2012-2016 年公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

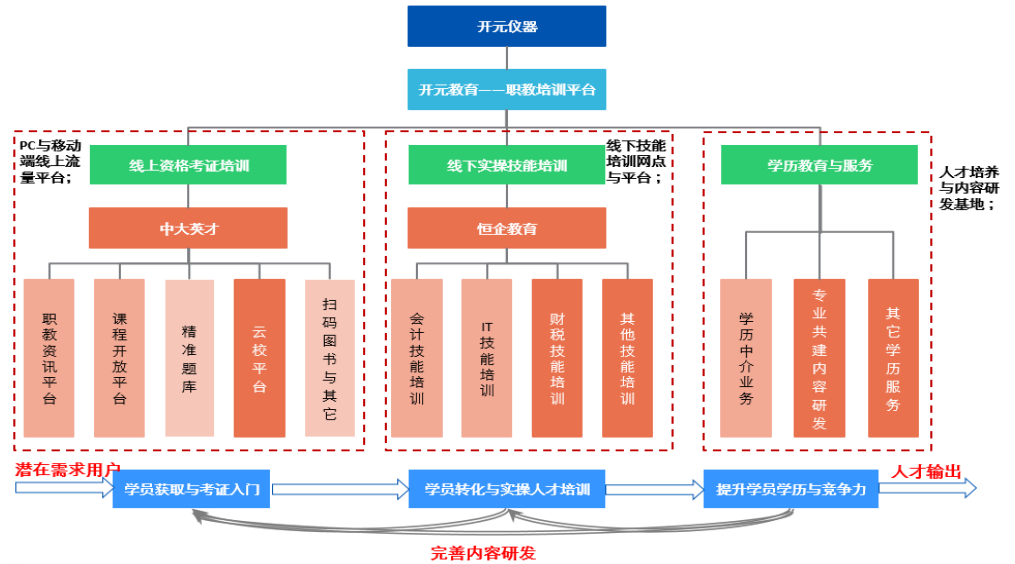
图 6：2012-2016 年公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

借力恒企+中大英才打造国内职教第一梯队产业运营集团，公司积极完成从线上资格考证培训、线下职业技能培训到职业学历教育服务三位一体的业务布局。三四线城市消费升级将成为 17 年大消费产业的重要领域与催化剂，公司作为线下会计培训龙头，深耕各级城市，有望受益消费升级所带来的培训需求上升。具体来看，**恒企教育：立足会计实操&IT 技能培训优势**，一方面加强标准化内容研发，丰富现有会计实操&IT 技能培训业务从低端、中端与高端的产品梯队，逐步推出其他诸如互联网人才培养、艺术设计培训类等新赛道产品；**另一方面**推进标准化校区复制与扩建，在全国建设华南、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城市完成 500 家学校、5 年内完成 1000 家学校的网点覆盖与布局；最后完善“培训+实训+就业”一体化职业教育服务体系，打造为中国职业技能实操培训领军品牌。**中大英才：深耕线上职业资格考证培训**，一方面深化内容研发，扩产培训科目数量，提升教学产品质量，实现注册用户数+付费客单价的双双快速提升；**另一方面**加大技术研发，实现录播+直播+题库的深度覆盖，深度挖掘客户需求，提高注册用户数与付费转化率；打造“资讯+在线学习+考证培训+图书销售+广告运营”一体的纯粹在线职教平台，为中国在线职业教育领先品牌。此外，原主业方面，继续完善和发展燃煤智能化工程项目，抓好国电的回头看项目和向入炉配煤掺烧方向深入发展。

图 7：收购恒企、中大英才



资料来源：天风证券研究所

维持盈利预测，给予买入评级，公司原主业为销售燃料智能化管理系统产品、智能煤质检测仪器设备等，16 年完成恒企教育+中大英才收购，积极构建从线上资格考证培训、线下职业技能培训到职业学历教育服务三位一体的业务布局，打造国内职教第一梯队产业运营集团。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.56 元、0.73 元、0.89 元，对应 PE 分别为 46、35、29。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	159.39	177.14	77.51	102.66	130.24
应收账款	244.22	268.48	1,156.25	733.21	1,663.77
预付账款	6.91	12.80	31.25	20.66	39.88
存货	142.73	111.24	372.37	245.62	492.20
其他	29.84	21.79	89.29	76.99	131.66
流动资产合计	583.09	591.46	1,726.67	1,179.14	2,457.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	222.77	260.22	277.60	312.47	344.84
在建工程	36.93	15.05	45.03	75.02	75.01
无形资产	46.32	43.18	40.14	37.10	34.06
其他	41.96	54.52	46.91	49.09	49.76
非流动资产合计	347.98	372.97	409.68	473.68	503.68
资产总计	931.07	964.43	2,136.35	1,652.82	2,961.43
短期借款	0.00	20.00	612.47	134.68	873.36
应付账款	65.63	101.54	132.92	184.10	208.94
其他	103.13	77.98	264.88	196.04	336.10
流动负债合计	168.77	199.51	1,010.27	514.82	1,418.41
长期借款	0.00	0.00	153.30	0.00	168.75
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.36	2.24	2.26	2.29	2.26
非流动负债合计	2.36	2.24	155.56	2.29	171.01
负债合计	171.12	201.75	1,165.83	517.11	1,589.42
少数股东权益	9.15	7.14	5.37	1.74	(1.19)
股本	252.00	252.00	340.00	340.00	340.00
资本公积	286.28	286.28	286.28	286.28	286.28
留存收益	490.87	494.24	625.15	793.98	1,033.20
其他	(278.35)	(276.99)	(286.28)	(286.28)	(286.28)
股东权益合计	759.95	762.68	970.52	1,135.71	1,372.01
负债和股东权益总	931.07	964.43	2,136.35	1,652.82	2,961.43

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1.85	3.89	188.97	249.69	302.96
折旧摊销	18.68	21.90	15.68	18.18	20.68
财务费用	(2.32)	0.68	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
营运资金变动	(47.97)	(18.97)	(1,008.92)	552.86	(1,086.83)
其它	8.70	25.89	(1.87)	(3.69)	(3.00)
经营活动现金流	(21.06)	33.42	(806.13)	817.05	(766.18)
资本支出	62.93	34.25	59.97	79.98	50.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.30	(64.76)	(119.98)	(159.99)	(100.03)
投资活动现金流	83.23	(30.52)	(60.01)	(80.01)	(50.01)
债权融资	0.00	20.00	765.77	134.68	1,042.11
股权融资	5.50	2.28	78.71	0.00	0.00
其他	(18.54)	(6.81)	(77.97)	(846.57)	(198.35)
筹资活动现金流	(13.04)	15.48	766.51	(711.89)	843.76
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	49.12	18.37	(99.63)	25.15	27.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	282.48	340.92	968.91	1,283.27	1,627.96
营业成本	149.86	197.56	340.57	425.53	517.25
营业税金及附加	3.04	6.31	18.41	23.10	27.68
营业费用	50.69	47.67	138.55	209.17	271.87
管理费用	73.79	81.39	243.20	323.38	436.29
财务费用	(3.56)	(0.92)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	16.54	16.82	14.00	15.00	15.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
其他	0.00	0.05	0.02	0.02	0.02
营业利润	(7.87)	(7.93)	214.17	287.08	359.60
营业外收入	13.07	14.31	6.60	11.33	2.30
营业外支出	0.42	0.79	0.65	9.00	9.00
利润总额	4.78	5.59	220.12	289.41	352.90
所得税	2.92	1.70	33.02	43.41	52.93
净利润	1.85	3.89	187.10	246.00	299.96
少数股东损益	(1.94)	(2.00)	(1.87)	(3.69)	(3.00)
归属于母公司净利润	3.79	5.89	188.97	249.69	302.96
每股收益(元)	0.01	0.02	0.56	0.73	0.89

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.10%	20.69%	184.20%	32.44%	26.86%
营业利润	-117.19%	0.75%	-2800.16%	34.04%	25.26%
归属于母公司净利润	-92.25%	55.31%	3107.46%	32.13%	21.34%
获利能力					
毛利率	46.95%	42.05%	64.85%	66.84%	68.23%
净利率	1.34%	1.73%	19.50%	19.46%	18.61%
ROE	0.51%	0.78%	19.58%	22.02%	22.06%
ROIC	-0.90%	-1.09%	32.81%	15.10%	27.23%
偿债能力					
资产负债率	18.38%	20.92%	54.57%	31.29%	53.67%
净负债率	-19.81%	1.54%	0.48%	28.40%	20.39%
流动比率	3.46	2.96	1.71	2.29	1.73
速动比率	2.61	2.41	1.34	1.81	1.39
营运能力					
应收账款周转率	1.24	1.33	1.36	1.36	1.36
存货周转率	2.28	2.68	4.01	4.15	4.41
总资产周转率	0.31	0.36	0.62	0.68	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.02	0.56	0.73	0.89
每股经营现金流	-0.06	0.10	-2.37	2.41	-2.26
每股净资产	2.21	2.22	2.84	3.34	4.04
估值比率					
市盈率	2,290.96	1,475.12	46.04	34.85	28.72
市净率	11.58	11.50	9.01	7.67	6.34
EV/EBITDA	628.12	486.74	40.68	28.47	25.15
EV/EBIT	-386.87	-706.05	43.66	30.27	26.60

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