

资源优势助力外延拓展, 智能教育生态圈初成

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2016年实现营业收入17亿元, 同比增长3.7%, 归母净利润1.3亿元, 同比大幅增长212.8%, 实现扭亏为盈。业绩变动的主要原因系1) 公司主营业务盈利水平快速增长; 2) 报告期内未计提大额商誉减值损失, 2015年收购旺鑫精密股权造成商誉减值损失约1.9亿元。
- **主营业务发展态势良好, 带动公司业绩扭亏为盈。** 报告期内, 公司各项主营业务稳步发展, 公司业绩实现扭亏为盈。
 - 1) 以旺鑫精密为主体的精密制造业务是公司营收主力, 营收占比高达81.2%。报告期内, 公司加大与国内外手机品牌合作力度, 目前已成为华为一级供应商, HTC、联想/摩托罗拉等公司的主供应商。同时, 旺鑫精密设立供应链管理部完善采购招标定价、推进精细化管理降低期间费用。2016年精密制造业务稳步发展, 实现营业收入13.8亿元, 同比增长4.1%。但由于全球手机市场增速放缓、上游原材料价格上涨, 2016年实现归母净利润1.1亿元, 低于业绩承诺2990万元, 业绩承诺完成率为78.6%。
 - 2) 国家教育信息化战略持续推进, 带动IWB市场需求快速增长。子公司广州华欣的红外触摸屏产品广泛应用于智能教育装备领域, 主要客户有希沃、SMART、夏普、创维等, 在国内IWB市场交互智能平板领域市场占有率超过60%。2016年, 广州华欣实现营收2.3亿元, 同比增长48.9%, 净利润6439万元, 同比大幅增加58.3%。
 - 3) 2016年12月, 公司完成对恒锋信息的收购事宜, 正式进入智能教育服务领域。恒锋信息深耕广东省教育信息化市场, 是区域教育信息化领军企业, 长期聚焦教学过程与个性化学习领域的软件研发, 自主研发从教务云平台到智慧学习全覆盖的软件体系, 颇受市场青睐。2017年3月, 恒锋信息中标东莞市慕课教育信息化工程项目, 涉及金额5676万元, 进一步印证公司较强的市场竞争力和区域影响力。恒锋信息2016年实现净利润5495万元, 业绩承诺完成率105.7%, 2017-2018年承诺实现净利润6500万、8100万元, 2017年1月开始并表, 将大幅提升公司盈利能力。
- **背靠和君集团, 资源禀赋优势显著。** 和君集团系公司控股股东和君商学大股东, 是国内领先的咨询、投资、教育集团, 在教育行业拥有显著人才、资本和资源优势, 将为公司带来丰富的项目资源, 助推“智能教育生态圈”发展战略的落地实施。
- **盈利预测与投资建议。** 根据最新数据, 我们对少数股东损益预测值进行调整, 预计公司2017-2019年归母净利润分别为2.0亿、2.1亿和2.5亿元, 未来三年复合增长率为25.9%, 对应的EPS分别为0.81元、0.88元、1.05元。通过分部估值估算公司对应市值为74.7亿元, 当前股本2.4亿股, 对应股价为31.17元/股, 相当于39倍估值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险, 承诺业绩或不能实现的风险, 业务拓展或不及预期的风险。

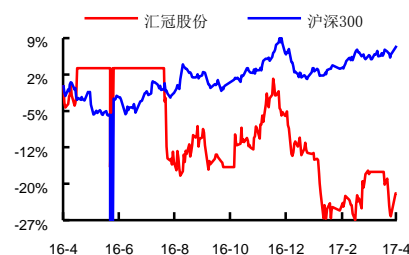
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1696.18	2093.02	2212.38	2348.68
增长率	3.70%	23.40%	5.70%	6.16%
归属母公司净利润(百万元)	125.70	195.00	210.40	250.69
增长率	212.77%	55.13%	7.90%	19.15%
每股收益EPS(元)	0.52	0.81	0.88	1.05
净资产收益率ROE	8.17%	10.61%	10.16%	10.58%
PE	51	33	30	26
PB	3.27	2.92	2.63	2.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517030001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.40
流通A股(亿股)	1.71
52周内股价区间(元)	24.86-35.25
总市值(亿元)	63.98
总资产(亿元)	32.56
每股净资产(元)	7.88

相关研究

1. 汇冠股份(300282): 转型智能教育, 业绩扭亏为盈 (2017-03-02)

关键假设：

假设 1：全球智能手机市场保持 1%增速，国产手机市场份额提升，公司与本土品牌保持良好合作关系以保障公司精密制造业务稳定增长，毛利率保持在 16.5%；

假设 2：教育信息化战略不发生变化，相关省市教育经费持续两位数增长，教育信息化经费占比不低于 8%，毛利率为 45%；

假设 3：恒峰信息跨区域拓展顺利实施，业绩快速增长，毛利率略有提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
精密制造	收入	1377.47	1,405.0	1,433.1	1,461.8
	yoy	4.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	1152.21	1,173.19	1,196.65	1,220.59
	毛利率	16.35%	16.5%	16.5%	16.5%
智能教育装备	收入	305.30	320.6	336.6	353.4
	yoy	-0.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	163.99	176.31	185.13	194.38
	毛利率	46.28%	45.0%	45.0%	45.0%
智能教育服务	收入	-	350.0	420.0	504.0
	yoy	-	-	20.00%	20.00%
	成本	-	224.00	268.80	302.40
	毛利率	-	36.00%	36.00%	40.00%
其他	收入	13.42	17.4	22.7	29.5
	yoy	237.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	2.44	13.95	18.14	23.58
	毛利率	81.85%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1,696.18	2,093.0	2,212.4	2,348.7
	yoy	3.70%	23.4%	5.7%	6.2%
	成本	1,318.64	1,587.45	1,668.72	1,740.95
	毛利率	22.26%	24.2%	24.6%	25.9%

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值：

公司主营业务分属不同行业，我们采用分部估值法进行预测。

1) 精密制造板块：

公司是智能终端精密结构件行业先进企业，相关标的有劲胜精密、长盈精密和立讯精密，2017 年 PE 均值为 29.64 倍，给予公司精密制造板块 30 倍估值。

表 2：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价（元）	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
300083.SZ	劲胜精密	9.02	0.09	0.27	0.40	103.80	33.69	22.48
300115.SZ	长盈精密	28.83	0.72	1.12	1.57	39.91	25.74	18.37
002475.SZ	立讯精密	25.40	0.57	0.86	1.09	44.94	29.50	23.35
	中值					44.94	29.50	22.48
	均值					62.88	29.64	21.40

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券（数据截至 2017.4.7）

2) 智能教育板块：

公司智能教育板块包括智能教育装备业务和智能教育服务业务。A 股相对应的上市公司有立思辰、全通教育、拓维信息、方直科技和科大讯飞等。参考可比公司 PE 均值，我们给予公司智能教育板块 51 倍估值。

表 3：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价（元）	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002230.SZ	科大讯飞	35.35	0.39	0.49	0.63	89.88	72.57	55.93
002261.SZ	拓维信息	11.76	0.24	0.29	0.38	49.43	40.34	31.26
300010.SZ	立思辰	16.12	0.32	0.45	0.57	49.92	35.61	28.45
300235.SZ	方直科技	24.37	0.16	0.35	0.45	155.42	70.45	54.69
300359.SZ	全通教育	16.69	0.30	0.49	0.71	55.76	33.73	23.55
	中值					55.76	40.34	31.26
	均值					80.08	50.54	38.78

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券（数据截至 2017.4.7）

表 4：公司整体估值

板块分类	2017 预计毛利润(百万元)	2017 预计净利润(百万元)	PE	市值(百万元)
精密制造板块	236.45	117.88	30	3536.40
智能教育板块	302.67	77.12	51	3933.12
合计				7469.52

数据来源：西南证券

通过分业务测算，我们估算公司 2016 年对应市值约 74.7 亿元，当前股本为 2.40 亿股，对应股价为 31.17 元/股，相当于约 39 倍估值，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1696.18	2093.02	2212.38	2348.68	净利润	159.75	232.14	247.53	288.15
营业成本	1318.64	1587.45	1668.72	1740.95	折旧与摊销	52.57	51.32	60.82	71.27
营业税金及附加	14.71	15.62	17.40	18.15	财务费用	2.13	2.58	8.55	9.55
销售费用	34.94	43.11	45.57	48.38	资产减值损失	7.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	145.38	179.40	189.63	201.31	经营营运资本变动	65.87	-168.73	-15.00	-20.55
财务费用	2.13	2.58	8.55	9.55	其他	-129.73	4.57	0.30	-0.03
资产减值损失	7.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	158.51	121.88	302.20	348.40
投资收益	4.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-686.83	-420.00	-400.00	-410.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	534.75	22.43	-3.24	-1.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-152.08	-397.57	-403.24	-411.98
营业利润	176.73	264.87	282.52	330.34	短期借款	41.32	126.26	121.52	86.77
其他非经营损益	10.50	8.24	8.68	8.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	187.23	273.10	291.21	339.00	股权融资	529.18	0.00	0.00	0.00
所得税	27.48	40.97	43.68	50.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	159.75	232.14	247.53	288.15	其他	-531.06	-2.65	-8.55	-9.55
少数股东损益	34.05	37.14	37.13	37.46	筹资活动现金流净额	39.44	123.61	112.98	77.22
归属母公司股东净利润	125.70	195.00	210.40	250.69	现金流量净额	51.05	-152.08	11.94	13.63
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	361.39	209.30	221.24	234.87	成长能力				
应收和预付款项	610.64	751.51	781.42	833.54	销售收入增长率	3.70%	23.40%	5.70%	6.16%
存货	317.55	377.72	396.99	414.41	营业利润增长率	352.05%	49.87%	6.67%	16.92%
其他流动资产	150.88	154.50	174.47	181.27	净利润增长率	288.83%	45.31%	6.63%	16.41%
长期股权投资	47.77	47.77	47.77	47.77	EBITDA 增长率	1250.56%	37.74%	10.39%	16.84%
投资性房地产	51.25	29.32	32.30	34.33	获利能力				
固定资产和在建工程	316.98	286.96	256.93	226.91	毛利率	22.26%	24.16%	24.57%	25.88%
无形资产和开发支出	1367.25	1767.11	2137.47	2507.38	三费率	10.76%	10.75%	11.02%	11.04%
其他非流动资产	32.30	30.65	29.74	28.55	净利率	9.42%	11.09%	11.19%	12.27%
资产总计	3256.01	3654.84	4078.34	4509.03	ROE	8.17%	10.61%	10.16%	10.58%
短期借款	170.85	297.12	418.64	505.41	ROA	4.91%	6.35%	6.07%	6.39%
应付和预收款项	811.48	995.43	1030.58	1069.18	ROIC	9.93%	10.57%	9.44%	9.65%
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	EBITDA/销售收入	13.64%	15.23%	15.91%	17.51%
其他负债	268.08	124.63	143.93	161.10	营运能力				
负债合计	1300.42	1467.18	1643.15	1785.69	总资产周转率	0.62	0.61	0.57	0.55
股本	239.63	239.63	239.63	239.63	固定资产周转率	5.39	6.95	8.16	9.75
资本公积	1570.97	1570.97	1570.97	1570.97	应收账款周转率	4.24	4.48	4.20	4.20
留存收益	77.60	272.60	483.00	733.69	存货周转率	5.04	4.54	4.26	4.24
归属母公司股东权益	1888.28	2083.21	2293.60	2544.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.38%	—	—	—
少数股东权益	67.31	104.45	141.58	179.04	资本结构				
股东权益合计	1955.59	2187.66	2435.19	2723.34	资产负债率	39.94%	40.14%	40.29%	39.60%
负债和股东权益合计	3256.01	3654.84	4078.34	4509.03	带息债务/总负债	16.98%	23.66%	28.52%	31.10%
					流动比率	1.16	1.06	0.99	0.96
					速动比率	0.91	0.79	0.74	0.72
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.81	0.88	1.05
					每股净资产	8.16	9.13	10.16	11.36
					每股经营现金	0.66	0.51	1.26	1.45
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	231.43	318.77	351.89	411.16					
PE	50.90	32.81	30.41	25.52					
PB	3.27	2.92	2.63	2.35					
PS	3.77	3.06	2.89	2.72					
EV/EBITDA	26.28	20.16	18.55	16.04					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn