



2017年04月11日

增持

当前价：16.17元

中小市值研究组

分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

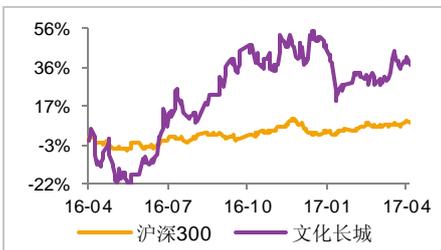
研究助理：徐鸿飞

电话：010-64408919
邮箱：xuhongfei@lxsec.com

研究助理：谢海音

电话：010-64408703
邮箱：xiehaiyin@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	452.4	626.6	695.0	756.0
(+/-)	2%	39%	11%	9%
净利润	137	120	158	189
(+/-)	1004%	-12%	32%	20%
EPS(元)	0.35	0.28	0.36	0.43
P/E	52.60	58.5	44.5	37.2

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《文化长城(300089)事件点评_3亿收购智游臻龙,教育版图如虎添翼》2016-10-13

文化长城(300089.SZ)

【联讯中小盘年报点评】文化长城：外延并购大幅提升业绩，加速构建教育产业生态圈

投资要点

◇ 事件：

公司4月11日公告，2016年度公司实现营业收入4.52亿元，同比增长1.68%；实现归属上市公司股东净利润1.37亿元，同比增长1004.09%；扣非后净利润4105.38万元，同比增长425.05%；基本每股收益0.35元，同比增长1066.67%。公司拟以434,800,140为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.25元（含税）。

此前公司发布一季度业绩预告，公司预计归属上市公司股东净利润为571.2万元-714万元，同比增长20%-50%。

◇ 联讯教育、智游臻龙并表，业绩大幅提升

自公司确定“陶瓷+教育”两大主业并重的发展战略以来，公司通过外延式并购，在教育领域取得一系列成绩。公司2015年收购联讯教育20%股权；2016年，公司完成收购联讯教育剩余80%股权，联讯教育成为公司全资子公司。从2016年8月起，联讯教育全部并表，向公司贡献净利润3749.15万元。由于公司此前持有联讯教育20%股权增值，公司获得股权投资收益9600万元，占利润总额66.93%。同时，公司于2016年12月完成对智游臻龙的收购，智游臻龙向公司贡献净利润74.10万元。

报告期内，公司教学系统集成业务、教育培训行业、软件开发和技术服务业务营业收入分别为6874.89万元、437.59万元、511.03万元，共计实现毛利6032万元，占主营业务毛利的37%。

◇ 陶瓷业务持续疲软，公司加大研发投入力度

受陶瓷行业需求整体下滑拖累，公司陶瓷业务收入降幅扩大。2016年度，公司陶瓷制品销售量2633.16万只，同比下降32.9%；库存量238.74万只，同比增加29.56%；陶瓷类产品营业收入3.52亿元，同比下降16.97%，营业成本2.53亿元，同比下降16.03%，毛利率28.22%，较上年同期下降0.8个百分点。

为应对陶瓷产业下行的现状，公司加大研发投入力度，在陶瓷生产、工艺、原料等方面取得多项进展。2016年，公司研发投入金额同比增长60.9%；研发人员占比达到14.48%，较上年提升5.17个百分点。

◇ 整合资产，深化“陶瓷+教育”双主业格局

为进一步实现双主业发展格局，公司内生与外延并举。对内，公司加强节能降耗、开拓市场，加大创新力度来稳定陶瓷业务发展。公司通过转让子公司长城绿色瓷艺来补充流动资金，收缩在陶瓷业务上的战线，降低由该公司所致的投资风险，更符合公司深化教育布局的战略需求。对外，公司收购联讯



教育与智游臻龙，并参与认购新余智趣教育产业基金，强化公司对教育资产并购的能力，加长投资触角。2017年1月，公司向新余智趣追加投资5000万元。在监管部门收紧再融资政策的情况下，产业基金将成为重要杠杆，撬动公司推行外延式发展教育产业的大战略。

◇ 估值与投资建议

我们认为，在陶瓷行业市场需求下滑，竞争加剧的大环境下，公司陶瓷业务发展仍面临诸多困难，销售难有起色；联讯教育与智游臻龙并表，将为公司输入强劲的发展动力，将成为公司重要的利润来源。未来，看点还是在于公司对教育资产的吸收与整合能力，在保持原有业务稳定增长的基础上，加强业务模式的异地输出，并投资更多的教育资产，完善教育布局。

若不考虑长城绿色瓷艺股权转让价款1.83亿元对业绩的影响，预计2017-2019年，公司营业收入为6.27/6.95/7.56亿元，EPS为0.28/0.36/0.43元，对应4月11日收盘价，PE分别为59x/45x/37x；如果假设公司能在2017年度顺利完成股权转让与工商登记变更，EPS为0.70/0.36/0.43元。我们认为，公司外延式发展教育业务态度积极，更多优质资产注入可期。给予“增持”评级。

◇ 风险提示

并购标的业绩承诺不及预期；教育资产整合与投资风险；绿色瓷艺股权转让进度低于预期。

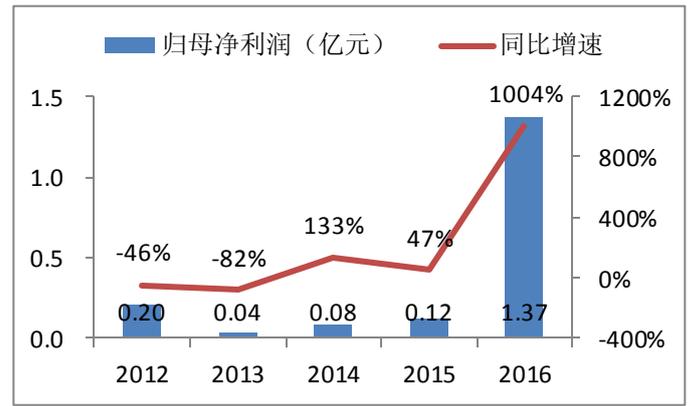


图表1: 营业收入及增速



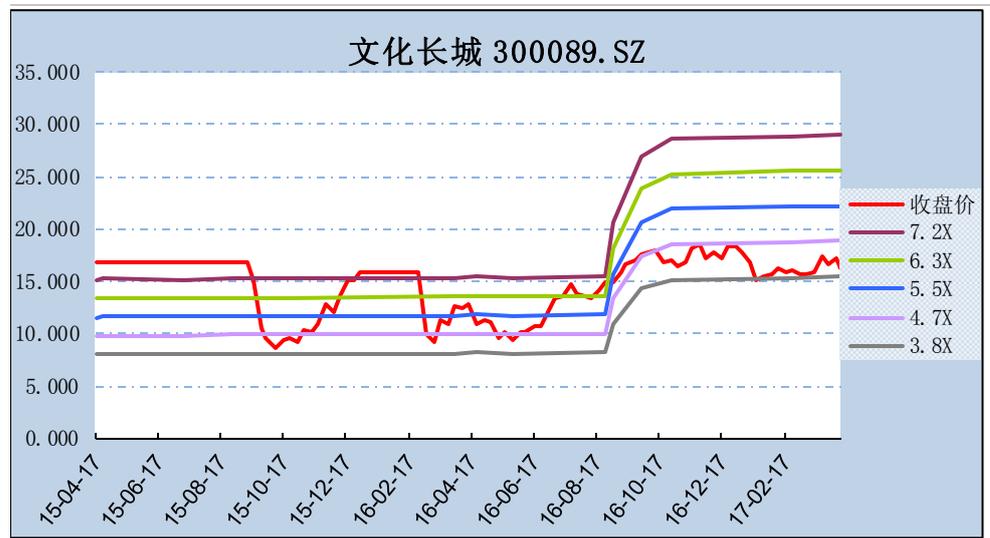
资料来源: Wind, 联讯证券

图表2: 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表3: 公司 PB Band 图



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	973	1281	1596	1926	经营活动现金流	153	212	235	255
现金	561	800	1063	1346	净利润	137	120	158	189
应收账款	227	275	306	332	折旧摊销	29	22	26	26
其它应收款	33	21	24	26	财务费用	19	5	5	4
预付账款	26	23	25	27	投资损失	-96	0	0	0
存货	106	136	151	164	营运资金变动	287	398	441	480
其他	20	25	28	31	其它	-223	-333	-395	-443
非流动资产	1482	1456	1430	1404	投资活动现金流	-437	26	26	26
长期投资	108	108	108	108	资本支出	936	-4	0	0
固定资产	188	162	136	110	长期投资	2	0	0	0
无形资产	1168	1168	1168	1168	其他	-501	-22	-26	-26
其他	18	18	18	18	筹资活动现金流	530	0	0	0
资产总计	2455	2737	3026	3330	短期借款	4	0	0	0
流动负债	480	476	481	485	长期借款	90	0	0	0
短期借款	358	358	358	358	其他	436	0	0	0
应付账款	35	30	33	36	汇率损失	2	2	2	2
其他	87	89	90	92	现金净增加额	247	239	263	283
非流动负债	216	216	216	216	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	90	90	90	90	成长能力				
其他	126	126	126	126	营业收入	1.7%	38.5%	10.9%	8.8%
负债合计	696	693	698	702	营业利润	1996.7%	-1.2%	27.0%	19.2%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	1004.1%	-12.2%	31.5%	19.6%
归属母公司股东权益	1759	2044	2328	2627	获利能力				
负债和股东权益	2455	2737	3026	3330	毛利率	36.1%	47.9%	51.1%	54.0%
					净利率	30.2%	19.2%	22.7%	25.0%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	10.7%	6.3%	7.2%	7.6%
营业收入	452	627	695	756	ROIC	7.8%	6.3%	7.0%	7.5%
营业成本	289	326	340	348	偿债能力				
营业税金及附加	6	6	7	8	资产负债率	28.4%	25.3%	23.1%	21.1%
营业费用	39	68	78	90	净负债比率	21.2%	18.0%	16.1%	14.6%
管理费用	61	78	86	93	流动比率	202.8%	269.0%	331.7%	396.7%
财务费用	2	5	5	4	速动比率	176.6%	235.1%	294.5%	356.6%
资产减值损失	9	3	3	3	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.25	0.23	0.21
投资净收益	96	0	0	0	应收账款周转率	2.18	2.49	2.39	2.37
营业利润	141	139	177	211	应付账款周转率	17.97	19.30	22.16	21.96
营业外收入	5	4	4	4	每股指标(元)				
营业外支出	2	1	1	1	每股收益	0.35	0.28	0.36	0.43
利润总额	143	143	180	214	每股经营现金	0.35	0.49	0.54	0.59
所得税	7	22	22	25	每股净资产	4.04	4.70	5.35	6.04
净利润	137	120	158	189	估值比率				
少数股东损益	0	0	0	0	P/E	52.60	58.52	44.50	37.22
归属母公司净利润	137	120	158	189	P/B	4.55	3.44	3.02	2.68
EBITDA	190	170	211	244	EV/EBITDA	44.54	44.04	35.51	30.68
EPS（元）	0.35	0.28	0.36	0.43					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com