

文化长城 (300089)

证券研究报告

2017年04月11日

联讯并表致 16 年归母净利大幅增长 1004.09%，持续完善教育产业布局

营收同比增长 1.68%；归母净利增长 1004.09%

公司披露年报，16 年实现营收 4.52 亿元，同比增长 1.68%；归母净利 1.37 亿元，同比增长 1004.09%；EPS 为 0.35 元。扣非后归母净利 0.41 亿元，同比增长 425.05%。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税）。16 年 2 月公司发行股份+支付现金购买联讯教育 80% 股权，完成其 100% 股权收购，8 月后全部并表；同时公司 15 年持有的联讯 20% 股权增值，影响利润约 9450 万。此外，本期公司以支付现金方式收购河南智游臻龙教育科技 100% 股权。此前，公司公告预计 17Q1 归母净利 571.2 万—714 万，同比增长 20%-50%；主要系联讯教育和河南智游臻龙教育公司并表所致。

广东联讯教育+智游臻龙并表，原陶瓷主业承压；毛利率增加 8.0 个百分点，期间费用率同比增加 0.48 个百分点。

分行业来看，陶瓷行业收入 3.52 亿（占比 77.92%），同比减少 16.97%；教学系统集成行业收入 0.69 亿，（占比 15.20%）；教育培训行业收入 0.04 亿；软件开发和技术服务行业收入 0.05 亿元；教学系统集成，教育培训，软件开发和技术服务均为并表联讯和智游臻龙的新增业务；电子产品销售行业收入 0.2 亿元；其他行业收入 0.02 亿元。分地区来看，中国内地收入 1.61 亿元（占比 35.65%），同比增长 107.60%；境外（含香港）营业收入 2.91 亿元，（占比 64.35%）。2016 年公司毛利率为 36.06%，同比增加 8 个百分点，其中，陶瓷行业毛利率 28.2%，同比减少 0.8 个百分点；教学系统集成行业毛利率 77.15%。16 年期间费用率为 22.60%，同比增加 0.48 个百分点。公司本期费用略有上升；费用率升高幅度小于毛利率升高，致使公司净利率同比大幅增加 27.45 个百分点至 30.23%。

完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈

公司陶瓷产品主业近几年平稳发展，此前购联讯教育+智游臻龙开启教育产业布局。具体来看，①实现艺术陶瓷+教育产业“双轮驱动”；②完善职业教育版图，夯实教育产业生态圈建设；③开启新一轮教育产业投资；未来公司将通过投资、并购等多种手段，进一步选择符合长期发展的教育相关领域资产，快速实现文化长城教育产业生态圈的战略布局。

给予“买入”评级

公司已由单一的陶瓷业务向艺术陶瓷业务+教育信息化业务“双轮驱动”双主业模式转变，或将形成“传统文化”与“新文化”协同发展局面。购买联讯+智游臻龙将完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元、0.41 元，PE 分别为 67x、50x、41x。

风险提示：收购标的业绩增长不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	444.93	452.39	626.36	728.04	780.75
增长率(%)	(0.82)	1.68	38.45	16.23	7.24
EBITDA(百万元)	25.34	163.69	152.48	199.09	229.94
净利润(百万元)	12.39	136.80	108.97	145.62	177.04
增长率(%)	47.46	1,004.09	(20.34)	33.63	21.57
EPS(元/股)	0.03	0.31	0.25	0.33	0.41
市盈率(P/E)	589.20	53.37	66.99	50.13	41.24
市净率(P/B)	9.13	4.15	3.96	3.71	3.43
市销率(P/S)	16.41	16.14	11.66	10.03	9.35
EV/EBITDA	235.33	48.33	47.97	36.53	31.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.79 元
目标价格	21.54 元
上次目标价	21.54 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	434.80
流通 A 股股本(百万股)	263.03
A 股总市值(百万元)	7,300.29
流通 A 股市值(百万元)	4,416.30
每股净资产(元)	4.04
资产负债率(%)	28.35
一年内最高/最低(元)	32.39/9.15

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

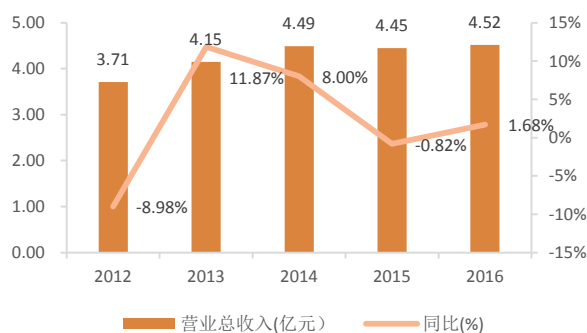
相关报告

- 《文化长城-公司点评:收购智游臻龙完善职业教育版图，逐步构建教育产业生态圈》 2016-10-14
- 《文化长城-半年报点评:中报点评：主业承压，教育产业布局持续落地》 2016-08-25
- 《文化长城-公司点评:定增获批，战略布局教育信息化行业》 2016-07-22

营收同比增长 1.68%；归母净利增长 1004.09%。公司披露年报，16 年实现营收 4.52 亿元，同比增长 1.68%；归母净利 1.37 亿元，同比增长 1004.09%；EPS 为 0.35 元。扣非后归母净利 0.41 亿元，同比增长 425.05%。其中，4Q16 实现营收 1.17 亿元，同比增加 24.60%（Q1-3 同比增速分别为-14.68%、-5.10%、5.36%）；4Q 归母净利润 0.27 亿元，同比增加 1241.71%（Q1-3 同比增速分别为-7.72%、52%、8493.22%）。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税）。16 年 2 月公司发行股份+支付现金购买联讯教育 80%股权，完成其 100%股权收购；联讯于 16 年 8 月完成工商变更，**公司 16 年前三季度业绩合并联讯 1-7 月净利的 20%，8 月后全部并表；同时公司 15 年持有的联讯 20%股权增值，影响利润约 9450 万。**此外，本期公司以支付现金方式收购河南智游臻龙教育科技 100%股权。

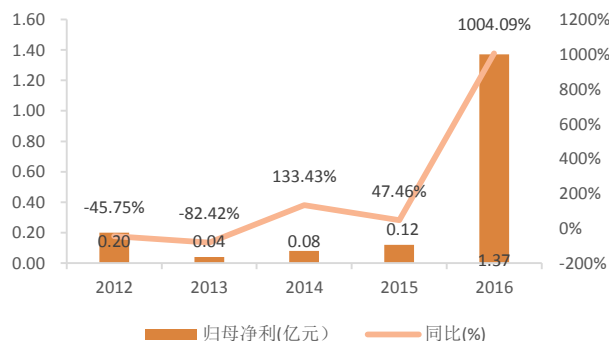
17Q1 归母净利同比增长 20-50%，此前，公司公告 17Q1 业绩预告，预计 17Q1 归母净利 571.2 万—714 万，同比增长 20%-50%；主要系广东联讯教育和河南智游臻龙教育公司并表所致。

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

广东联讯教育+智游臻龙并表，原陶瓷主业承压。16 年实现营收 4.52 亿元，同比增长 1.68%。**分行业来看**，陶瓷行业收入 3.52 亿（占比 77.92%），同比减少 16.97%；教学系统集成行业收入 0.69 亿，（占比 15.20%）；教育培训行业收入 0.04 亿，（占比 0.97%）；软件开发和技术服务行业收入 0.05 亿元（占比 1.13%）；教学系统集成，教育培训，软件开发和技术服务均为并表广东联讯教育和河南智游臻龙教育公司带来的新增业务；电子产品销售行业收入 0.2 亿元（占比 4.43%），同比增长 3.12%；其他行业收入 0.02 亿元（占比 0.36%），同比增长 68.30%。**分地区来看**，中国内地收入 1.61 亿元（占比 35.65%），同比增长 107.60%；境外（含香港）营业收入 2.91 亿元，（占比 64.35%），同比减少 20.73%。

图 3：2016 年营收分行业占比

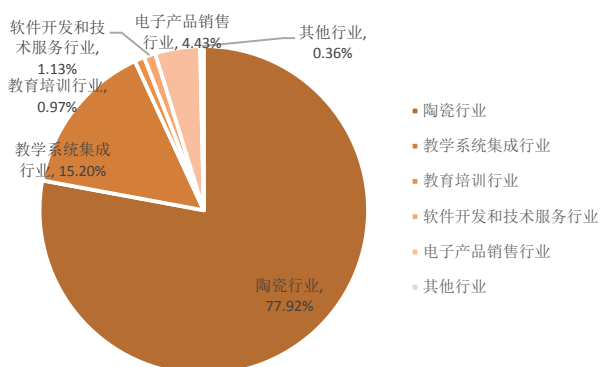
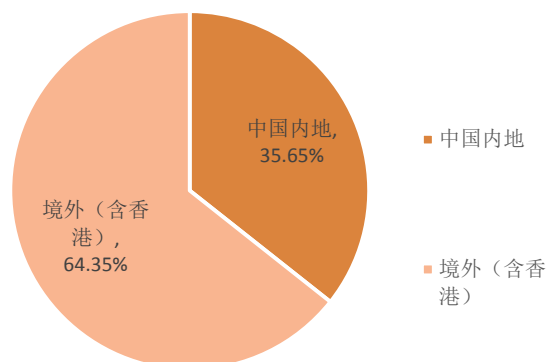


图 4：2016 年营收分地区占比

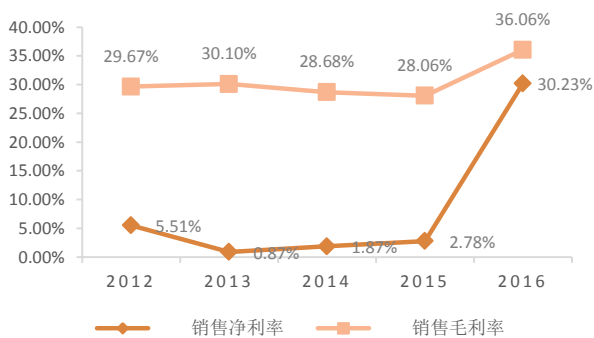


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

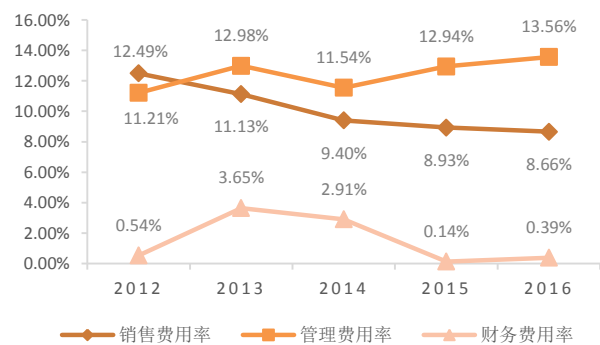
毛利率增加 8.0 个百分点，期间费用率同比增加 0.48 个百分点。2016 年公司毛利率为 36.06%，同比增加 8 个百分点，其中，陶瓷行业毛利率 28.2%，同比减少 0.8 个百分点，系外销经济环境整体恶化，陶瓷行业竞争日趋激烈所致；教学系统集成行业毛利率 77.15%，本年度收购两家教育企业带来毛利率增长。16 年期间费用率为 22.60%，同比增加 0.48 个百分点。公司本期费用略有上升，销售费用率 8.66%，同比减少 0.27 个百分点，主要由于公司进一步加强费用控制；管理费用率 13.56%，同比增加 0.62 个百分点，主要是公司继续加大研发投入所致；财务费用率 0.39%，同增加 0.25 个百分点，主要是 2016 年汇率浮动大，以致汇兑损益变化大所致。费用率升高幅度小于毛利率升高，致使公司净利率同比大幅增加 27.45 个百分点至 30.23%。

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

完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈，公司陶瓷产品主业近几年平稳发展，此前购联讯教育+智游臻龙开启教育产业布局。具体来看，①**实现艺术陶瓷+教育产业“双轮驱动”**；公司目前主业已由单一的艺术陶瓷业务向艺术陶瓷业务+教育产业“双轮驱动”双主业模式转变；②**完善职业教育版图，夯实教育产业生态圈建设**，一方面以“联讯教育（业内领先的教育信息化服务提供商）信息化平台”为入口，夯实教育产业生态圈（其 16-18 年业绩对赌分别为 6000 万/7800 万/1 亿）；另一方面借助智游臻龙（深耕软件研发和技术培训业务）在互联网领域，尤其是专业等细分领域的职业培训经验和实力，完善线上线下教育产业的发展布局（其 16-19 年业绩对赌分别为 1600 万/2500 万/3250 万/4225 万。）；③**开启新一轮教育产业投资**，公司已发起设立新余智趣资产管理合伙企业并认购份额，教育基金主要围绕教育产业，特别是职业教育等领域进行股权投资。未来公司将通过投资、并购等多种手段，进一步选择符合长期发展的教育相关领域资产，快速实现文化长城教育产业生态圈的战略布局。

给予“买入”评级。公司已由单一的陶瓷业务向艺术陶瓷业务+教育信息化业务“双轮驱动”双主业模式转变，或将形成“传统文化”与“新文化”协同发展局面。购买联讯+智游臻龙将完善职业教育版图，逐步构建文化长城教育产业生态圈。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元、0.41 元，PE 分别为 67x、50x、41x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	285.72	560.62	50.11	58.24	164.86
应收账款	195.63	260.10	295.22	329.95	340.48
预付账款	16.47	26.12	6.29	36.76	12.60
存货	91.23	105.58	130.05	136.85	139.03
其他	6.91	20.34	18.26	15.17	17.93
流动资产合计	595.96	972.76	499.92	576.98	674.89
长期股权投资	106.00	107.93	107.93	107.93	107.93
固定资产	158.23	186.29	201.97	237.37	271.60
在建工程	1.05	2.09	37.25	70.35	72.21
无形资产	292.30	300.68	292.70	284.72	276.74
其他	35.61	885.11	882.38	882.27	882.83
非流动资产合计	593.19	1,482.09	1,522.23	1,582.64	1,611.32
资产总计	1,189.15	2,454.86	2,022.15	2,159.63	2,286.21
短期借款	354.00	357.77	73.92	31.69	0.00
应付账款	18.83	46.20	21.01	49.23	32.37
其他	17.06	75.61	38.92	52.28	52.14
流动负债合计	389.89	479.58	133.85	133.19	84.51
长期借款	0.00	90.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	126.42	42.24	56.22	74.96
非流动负债合计	0.00	216.42	42.24	56.22	74.96
负债合计	389.89	696.00	176.09	189.41	159.47
少数股东权益	0.00	0.32	0.31	0.29	0.26
股本	150.00	434.80	434.80	434.80	434.80
资本公积	485.89	1,026.57	1,026.57	1,026.57	1,026.57
留存收益	649.26	1,323.74	1,410.95	1,535.12	1,691.68
其他	(485.89)	(1,026.57)	(1,026.57)	(1,026.57)	(1,026.57)
股东权益合计	799.26	1,758.86	1,846.06	1,970.22	2,126.75
负债和股东权益总	1,189.15	2,454.86	2,022.15	2,159.63	2,286.21

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12.39	136.76	108.97	145.62	177.04
折旧摊销	30.30	28.99	17.13	19.48	21.88
财务费用	19.91	19.26	11.42	2.37	0.02
投资损失	14.81	(96.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(20.15)	187.53	(150.44)	(21.64)	5.28
其它	5.03	(123.68)	(0.01)	(0.02)	(0.03)
经营活动现金流	62.29	152.85	(12.92)	145.81	204.20
资本支出	76.76	801.23	144.18	66.02	31.26
长期投资	74.59	1.93	0.00	0.00	0.00
其他	(249.37)	(1,240.36)	(210.73)	(141.66)	(81.99)
投资活动现金流	(98.02)	(437.19)	(66.55)	(75.63)	(50.73)
债权融资	354.00	483.77	85.92	47.69	21.33
股权融资	(0.63)	823.73	(11.42)	(2.37)	(0.02)
其他	(364.64)	(777.50)	(505.53)	(107.36)	(68.16)
筹资活动现金流	(11.27)	530.00	(431.03)	(62.04)	(46.85)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(47.00)	245.66	(510.51)	8.13	106.62

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	444.93	452.39	626.36	728.04	780.75
营业成本	320.08	289.27	379.78	425.24	443.63
营业税金及附加	3.61	6.40	5.01	6.06	6.52
营业费用	39.75	39.16	48.86	56.06	58.56
管理费用	57.59	61.33	53.24	58.97	61.68
财务费用	0.63	1.75	11.42	2.37	0.02
资产减值损失	1.74	9.38	4.12	2.10	2.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(14.81)	96.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.61	(192.00)	(0.00)	0.00	(0.00)
营业利润	6.73	141.11	123.93	177.25	208.03
营业外收入	7.72	4.57	5.87	6.05	5.50
营业外支出	2.37	2.25	1.61	12.00	5.29
利润总额	12.08	143.43	128.19	171.30	208.24
所得税	(0.31)	6.67	19.23	25.70	31.24
净利润	12.39	136.76	108.96	145.61	177.01
少数股东损益	0.00	(0.04)	(0.01)	(0.02)	(0.03)
归属于母公司净利润	12.39	136.80	108.97	145.62	177.04
每股收益(元)	0.03	0.31	0.25	0.33	0.41

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-0.82%	1.68%	38.45%	16.23%	7.24%
营业利润	-28.03%	1996.71%	-12.17%	43.02%	17.37%
归属于母公司净利润	47.46%	1004.09%	-20.34%	33.63%	21.57%
获利能力					
毛利率	28.06%	36.06%	39.37%	41.59%	43.18%
净利率	2.78%	30.24%	17.40%	20.00%	22.68%
ROE	1.55%	7.78%	5.90%	7.39%	8.33%
ROIC	1.00%	16.37%	6.91%	8.21%	9.10%
偿债能力					
资产负债率	32.79%	28.35%	8.71%	8.77%	6.98%
净负债率	-37.16%	-14.20%	-18.87%	2.03%	3.93%
流动比率	1.53	2.03	3.73	4.33	7.99
速动比率	1.29	1.81	2.76	3.30	6.34
营运能力					
应收账款周转率	2.36	1.99	2.26	2.33	2.33
存货周转率	4.78	4.60	5.32	5.46	5.66
总资产周转率	0.38	0.25	0.28	0.35	0.35
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.31	0.25	0.33	0.41
每股经营现金流	0.14	0.35	-0.03	0.34	0.47
每股净资产	1.84	4.04	4.25	4.53	4.89
估值比率					
市盈率	589.20	53.37	66.99	50.13	41.24
市净率	9.13	4.15	3.96	3.71	3.43
EV/EBITDA	235.33	48.33	47.97	36.53	31.05
EV/EBIT	809.70	55.37	54.05	40.49	34.31

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