

职业教育拓展顺利，员工持股上下齐心

投资要点

- **事件：**公司发布公告，对非公开发行股票方案和相应员工持股计划进行调整。
- **收购一芯智能完善物联网布局，调整非公开发行方案不影响收购：**为提升公司通信业务整体盈利能力，公司拟作价约 6.7 亿元购买一芯智能 100% 股权，其中 70% 采取定向发行股份方式支付，发行价为 12.26 元/股；同时通过非公开发行股票募集配套资金用于支付现金对价，发行价为 12.68 元/股。

目前，公司对募集配套资金部分进行调整：1) 华夏人寿不再参与认购募集配套资金非公开发行的股份，广发资管（世纪鼎利 1 号定向资管计划）参与认购金额减少至约 1.33 亿元；2) 募集资金将全部用于支付一芯智能现金对价，原 RFID 芯片相关项目、物联网行业大数据项目等项目不再保留。公司此次调整不涉及交易对象、交易标的、交易价格的调整，也不增加募集配套资金金额，不构成重组方案重大调整，对收购一芯智能事宜影响不大。

一芯智能是国内领先的基于 RFID 技术的工业机器人、RFID 电子标签和物联网行业应用解决方案，具备较强的技术资源储备，可有效延伸公司通讯业务触角、拓展职业教育实训服务内容，产生较强的业务协同效应。标的公司承诺 2016-2019 年实现净利润不低于 3500 万、5000 万、6000 万和 8000 万元，2016 年实现扣非后归母净利润 3628 万元，超过业绩承诺。

- **调整员工持股计划，覆盖范围得到扩大。**公司对员工持股计划（股票来源为募集配套资金非公开发行股票，拟通过世纪鼎利 1 号定向资管计划认购）作出相应调整：1) 持股计划总份额和资金总额由“不超过 1.6 亿份和不超过 1.6 亿元”调整为“不超过 1.3297 亿份和 1.3297 亿元”；2) 非公开发行股票价格和数量分别调整为 12.68 元/股和不超过 1049 万股；3) 非董监高员工认购比例提升至 31.23%。而调整后的员工持股计划覆盖范围更大，有助于建立员工对公司经营管理的长效监督机制，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高公司员工的凝聚力和竞争力。
- **费用控制&政府补贴引起 2017Q1 业绩变动。**2017 年一季度，公司实现营业收入 1.7 亿元，同比减少 6.7%，归母净利润 3139 万元，同比增长 30.5%。在营业收入微降的情况下，公司 2017 年一季度实现了归母净利润的较快增长，发生这种现象的主要原因是 1) 销售费用同比减少 610 万元，降幅 36.2%；2) 受益于政府补贴收入增加导致报告期内共录得营业外收入 894 万元，同比增加 54%。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	735.69	904.49	1157.24	1569.55
增长率	5.70%	22.94%	27.94%	35.63%
归属母公司净利润 (百万元)	119.94	149.52	184.11	264.76
增长率	4.81%	24.66%	23.14%	43.80%
每股收益 EPS (元)	0.24	0.30	0.37	0.53
净资产收益率 ROE	5.58%	6.56%	7.57%	9.95%
PE	42	34	27	19
PB	2.34	2.21	2.07	1.89

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

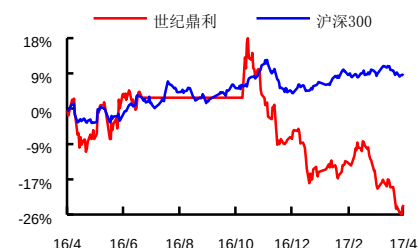
分析师: 朱芸

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)	4.99
流通 A 股(亿股)	3.31
52 周内股价区间(元)	10.11-28.6
总市值(亿元)	52.09
总资产(亿元)	25.15
每股净资产(元)	4.36

相关研究



- **通信服务订单丰厚，是公司业绩中坚。**通信服务是公司传统主业，面向通信运营商、系统设备商等提供专业的网络测试、优化、运维产品和服务，已发展成为无线通信领域最大的测量测试仪表提供商、国内规模最大的无线网络服务提供商。2016 年公司获得中国电信集团 2016 年仪表（手持式路测软件）采购的 50% 的份额，中标多地中国移动无线网专项优化服务、仪器仪表采购等项目，产销旺盛带动 2016 年通信服务业务实现营收 4.8 亿元，同比增长 4.7%，是公司业绩中坚力量。

- **鼎利学院顺利拓展，职业教育稳定增长。**2014 年，公司通过并购上海智翔信息涉足职业教育领域。智翔信息主营 IT 职业教育实训系统的研发、销售和相关配套与衍生服务，IT 项目外包服务（产学结合）等业务，并与国内院校共建共管开展鼎利学校业务。

1) 2016 年，公司合作设立了 10 家鼎利学院，并有 6 家鼎利学院顺利开展了新生招录工作，合计报到的鼎利学院学生共有 3200 余人，2017 年计划新建 15-20 家鼎利学院，在校生计划突破 2 万人；2) 引入德国职业教育先进经验，建设 3 家鼎利中德国际学院，2017 年招生不低于 3350 人，生均收费约 10248 元/人。鼎利学院定位 ICT，中德学院立足中外合作，形成差异化布局，随着招生规模和人均收费的提升，二者将有效提升职业教育业务规模和利润水平。

在线下拓展的同时，公司完成了在线教育平台“知新网”的开发。知新网是一个职业导向型在线教育平台，在功能上涵盖了在线学习、实训管理、评测鉴定和教务升级等内容，可以在教学活动标准化的基础上实现了优质教育资源在鼎利学院之间的共享，进一步提高教学的效率和效果。

2016 年公司职业教育业务稳健发展，实现营收 2.5 亿元，同比增长 7.7%，报告期内智翔信息完成归母净利润 7082 万元，实现业绩承诺。教育业务已成为公司重要的利润来源。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1.5 亿、1.8 亿和 2.6 亿元，对应的 EPS 分别为 0.30 元、0.37 元、0.53 元。公司双主业布局稳健，鼎利学院拓展顺利，未来业绩值得期待，我们给予公司 2017 年 40 倍 PE，对应目标价 12.00 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**通信服务业务订单减少的风险，鼎利学院扩张或不及预期的风险。

关键假设：

假设 1：与通信服务商保持良好合作关系，相关业务稳步增长；

假设 2：鼎利学院扩张顺利，带动职业教育业务实现较快增长。

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
通信服务	收入	465.2	507.0	537.4	569.7
	yoy	12.7%	9.0%	6.0%	6.0%
	成本	273.3	299.1	317.1	336.1
	毛利率	41.25%	41.0%	41.0%	41.0%
智翔信息	收入	254.8	293.0	328.2	367.6
	yoy	7.7%	15.0%	12.0%	12.0%
	成本	116.0	128.9	144.4	161.7
	毛利率	54.48%	56.0%	56.0%	56.0%
鼎利学院与中德学院	收入	-	95.0	285.0	627.0
	yoy	-	-	200.0%	120.0%
	成本	-	49.4	142.5	282.2
	毛利率	-	48.0%	50.0%	55.0%
其他	收入	15.7	9.4	6.6	5.3
	yoy	-66.2%	-40.0%	-30.0%	-20.0%
	成本	11.5	7.1	5.0	4.0
	毛利率	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	735.7	904.5	1157.2	1569.6
	yoy	5.7%	22.9%	27.9%	35.6%
	成本	400.7	484.6	608.9	784.0
	毛利率	45.5%	46.4%	47.4%	50.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	735.69	904.49	1157.24	1569.55	净利润	120.12	149.75	184.40	265.17
营业成本	400.71	484.55	608.95	783.96	折旧与摊销	74.18	104.85	162.42	231.65
营业税金及附加	7.45	8.40	11.04	15.13	财务费用	-16.91	0.84	12.30	31.55
销售费用	56.39	69.33	88.70	120.31	资产减值损失	16.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	166.31	204.47	261.61	354.81	经营营运资本变动	-191.95	-128.92	-118.39	-218.10
财务费用	-16.91	0.84	12.30	31.55	其他	238.49	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	16.30	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	240.25	126.51	242.72	309.27
投资收益	-2.49	0.00	0.00	0.00	资本支出	-19.64	-761.60	-761.60	-709.28
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-311.74	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-331.38	-761.60	-761.60	-709.28
营业利润	102.95	136.89	174.64	263.79	短期借款	-80.83	-1.59	586.35	509.61
其他非经营损益	29.42	28.11	28.55	28.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	132.37	165.01	203.19	292.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.24	15.26	18.79	27.02	支付股利	-37.42	-23.99	-29.90	-36.82
净利润	120.12	149.75	184.40	265.17	其他	-0.78	0.47	-12.30	-31.55
少数股东损益	0.19	0.23	0.28	0.41	筹资活动现金流净额	-119.03	-25.11	544.15	441.24
归属母公司股东净利润	119.94	149.52	184.11	264.76	现金流量净额	-210.26	-660.20	25.28	41.23
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	750.64	90.45	115.72	156.96	成长能力				
应收和预付款项	522.00	661.55	837.63	1138.89	销售收入增长率	5.70%	22.94%	27.94%	35.63%
存货	67.32	81.40	100.30	130.70	营业利润增长率	-3.79%	32.97%	27.58%	51.04%
其他流动资产	4.58	5.63	7.20	9.77	净利润增长率	5.07%	24.66%	23.14%	43.80%
长期股权投资	18.10	18.10	18.10	18.10	EBITDA 增长率	4.00%	51.40%	44.02%	50.84%
投资性房地产	8.61	8.61	8.61	8.61	获利能力				
固定资产和在建工程	205.14	920.02	1577.34	2113.10	毛利率	45.53%	46.43%	47.38%	50.05%
无形资产和开发支出	506.65	479.72	452.80	425.87	三费率	27.97%	30.36%	31.33%	32.28%
其他非流动资产	396.75	365.54	334.34	303.13	净利率	16.33%	16.56%	15.93%	16.89%
资产总计	2479.79	2631.03	3452.04	4305.12	ROE	5.58%	6.56%	7.57%	9.95%
短期借款	55.00	53.41	639.77	1149.38	ROA	4.84%	5.69%	5.34%	6.16%
应付和预收款项	243.80	267.37	344.27	454.83	ROIC	5.83%	6.80%	6.43%	7.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.78%	26.82%	30.19%	33.58%
其他负债	27.00	29.19	32.45	37.03	营运能力				
负债合计	325.80	349.98	1016.49	1641.23	总资产周转率	0.30	0.35	0.38	0.40
股本	498.91	498.91	498.91	498.91	固定资产周转率	8.34	3.26	1.60	1.29
资本公积	1161.63	1161.63	1161.63	1161.63	应收账款周转率	1.49	1.65	1.66	1.71
留存收益	485.83	611.36	765.57	993.51	存货周转率	5.01	6.52	6.63	6.70
归属母公司股东权益	2145.08	2271.91	2426.12	2654.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.76%	—	—	—
少数股东权益	8.91	9.14	9.43	9.84	资本结构				
股东权益合计	2153.99	2281.05	2435.55	2663.89	资产负债率	13.14%	13.30%	29.45%	38.12%
负债和股东权益合计	2479.79	2631.03	3452.04	4305.12	带息债务/总负债	16.88%	15.26%	62.94%	70.03%
					流动比率	4.35	2.52	1.06	0.88
					速动比率	4.13	2.27	0.96	0.80
					股利支付率	31.20%	16.04%	16.24%	13.91%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	160.22	242.58	349.36	526.99	每股收益	0.24	0.30	0.37	0.53
PE	42.06	33.74	27.40	19.05	每股净资产	4.32	4.57	4.88	5.34
PB	2.34	2.21	2.07	1.89	每股经营现金	0.48	0.25	0.49	0.62
PS	6.86	5.58	4.36	3.21	每股股利	0.07	0.05	0.06	0.07
EV/EBITDA	26.45	20.19	15.62	11.24					
股息率	0.74%	0.48%	0.59%	0.73%					

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