

开元股份 (300338)

证券研究报告

2017年05月10日

恒企创始人大宗受让公司 3.31% 股份，提高对赌业绩延长对赌期彰显坚定信心

恒企创始人大宗受让公司 3.31% 股份，提高对赌业绩延长对赌期

5月10日，公司公告，恒企教育创始人江勇先生拟通过大宗交易受让公司董事长、实控人罗建文先生所持公司 1125 万股（占总 3.31%）。增持资金由增持人江勇先生与其一致行动人江胜先生自筹取得；受让期间为自本公告之日起 3 个交易日后的 30 个交易日内；江勇及其一致行动人拟通过万泰华瑞七号私募基金、万泰华瑞八号私募基金等四个基金账户增持公司股份。本次交易后江勇及其一致行动人持有公司股份由 11% 增至 14.31%；罗建文及其一致行动人由 45.66% 变为 42.35%。

同时，双方约定 17-19 年恒企业绩对赌分别为 1.5 亿、2 亿、2.5 亿，合计不低于 6 亿元（较原 17-18 年对赌 1.04 亿、1.35 亿大幅增长 44.2%、48.1%，同时延长对赌期至 19 年）。本次大宗受让一方面有利于理顺公司股权关系，优化治理结构，大力拓展职业教育规模；另一方面大幅提升对赌业绩展现公司管理层对未来发展的坚定信心。

恒企+中大英才扎实经营快速成长，职教龙头长期成长可期

公司借力恒企+中大英才打造国内职教第一梯队产业运营集团，三四线城市消费升级背景下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，第一、恒企稳步推进网点扩张，目前拥有 240 家左右（不含多迪），年底包含多迪或突破 300 家，网点稳步拓展为生源增长打下坚实基础；同时收购多迪剩余 42% 股权进一步完善 IT 培训板块布局，多迪 16 年实现净利 1804 万，同比增长 345%。未来多迪将借鉴恒企优秀的管理连锁运营经验加快校区扩张，提升盈利能力；第二、恒企与中大英才协。效应逐步显现，目前转化率近 5%，双方互惠互利，在增加恒企获客渠道，降低获客成本的同时增厚中大英才利润；第三、公司申请 4.6 亿元银行综合授信或预示公司将加大资本投入深入布局教育板块，提高财务杠杆与资金运营效率。17Q1（教培淡季）恒企单月并表营收 4243.21 万元，归母净利 1163.67 万元；中大英才并表营收 487.98 万元，归母净利 138.75 万元，未来依靠内容升级+网点扩张实现增长，同时与中大协同或进一步显现。

上调盈利预测，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。恒企网点快速扩张，客单价稳步提升，与中大英才协调效应逐步显现，我们上调 17-19 年 EPS 到 0.59 元、0.78 元、0.96 元；当前股价对于 PE 为 40x、30x、24x。

风险提示：恒企及中大英才业绩不及预期

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	263.76	346.32	448.65
净利润(百万元)	3.79	5.89	199.65	265.48	326.96
增长率(%)	(92.25)	55.31	3,288.73	32.97	23.16
EPS(元/股)	0.01	0.02	0.59	0.78	0.96
市盈率(P/E)	2,076.99	1,337.35	39.46	29.68	24.10
市净率(P/B)	10.49	10.43	8.44	7.54	6.61
市销率(P/S)	27.89	23.11	8.13	6.14	4.84
EV/EBITDA	628.12	486.74	32.46	22.97	19.89

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	23.20 元
目标价格	33.5 元
上次目标价	33.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	339.62
流通 A 股股本(百万股)	168.53
A 股总市值(百万元)	7,879.18
流通 A 股市值(百万元)	3,909.89
每股净资产(元)	5.95
资产负债率(%)	20.67
一年内最高/最低(元)	27.90/17.83

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-季报点评:Q1 业绩同比增 430%，变更公司名称收购多迪剩余股权，职教龙头稳步成长》2017-04-19
- 《开元仪器-年报点评报告:归母净利润增长 55.31%，价值成长龙头受益三四线消费升级》2017-03-28
- 《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

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	651.36	223.69	1,069.74
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	1,049.16	603.83	1,614.78
长期借款	0.00	0.00	145.85	0.00	154.36
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	148.12	2.29	156.62
负债合计	171.12	201.75	1,197.28	606.12	1,771.40
少数股东权益	9.15	7.14	5.27	1.41	(1.76)
股本	252.00	252.00	339.62	339.62	339.62
资本公积	286.28	286.28	286.28	286.28	286.28
留存收益	490.87	494.24	594.19	705.68	852.17
其他	(278.35)	(276.99)	(286.28)	(286.28)	(286.28)
股东权益合计	759.95	762.68	939.07	1,046.70	1,190.03
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	199.65	265.48	326.96
折旧摊销	18.68	21.90	15.68	18.18	20.68
财务费用	(2.32)	0.68	26.67	33.93	48.22
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	(1.98)	(3.92)	(3.24)
经营活动现金流	(21.06)	33.42	(768.89)	866.54	(694.20)
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	797.22	223.69	1,224.09
股权融资	5.50	2.28	51.66	(33.93)	(48.22)
其他	(18.54)	(6.81)	(119.61)	(951.14)	(404.09)
筹资活动现金流	(13.04)	15.48	729.27	(761.38)	771.78
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	15.50	19.25	24.42
营业费用	50.69	47.67	136.62	207.89	271.87
管理费用	73.79	81.39	214.13	287.45	371.18
财务费用	(3.56)	(0.92)	26.67	33.93	48.22
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)	221.41	294.22	379.75
营业外收入	13.07	14.31	11.80	15.50	10.10
营业外支出	0.42	0.79	0.65	2.00	9.00
利润总额	4.78	5.59	232.56	307.72	380.85
所得税	2.92	1.70	34.88	46.16	57.13
净利润	1.85	3.89	197.67	261.56	323.73
少数股东损益	(1.94)	(2.00)	(1.98)	(3.92)	(3.24)
归属于母公司净利润	3.79	5.89	199.65	265.48	326.96
每股收益(元)	0.01	0.02	0.59	0.78	0.96

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%	-2891.44%	32.88%	29.07%
归属于母公司净利润	-92.25%	55.31%	3288.73%	32.97%	23.16%
获利能力					
毛利率	46.95%	42.05%	64.85%	66.84%	68.23%
净利率	1.34%	1.73%	20.61%	20.69%	20.08%
ROE	0.51%	0.78%	21.38%	25.40%	27.43%
ROIC	-0.90%	-1.09%	38.00%	17.26%	32.41%
偿债能力					
资产负债率	18.38%	20.92%	56.04%	36.67%	59.82%
净负债率	-19.81%	1.54%	0.49%	30.82%	23.51%
流动比率	3.46	2.96	1.65	1.95	1.52
速动比率	2.61	2.41	1.29	1.55	1.22
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	0.59	0.78	0.96
每股经营现金流	-0.06	0.10	-2.26	2.55	-2.04
每股净资产	2.21	2.22	2.75	3.08	3.51
估值比率					
市盈率	2,076.99	1,337.35	39.46	29.68	24.10
市净率	10.49	10.43	8.44	7.54	6.61
EV/EBITDA	628.12	486.74	32.46	22.97	19.89
EV/EBIT	-386.87	-706.05	34.51	24.25	20.86

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