

终止重大资产重组，自有资金收购醍醐兄弟 进军教育直播蓝海

——松发股份（603268）事件点评

2017 年 5 月 25 日

推荐/维持

松发股份

事件点评

姓名	分析师：杨若木	执业证书编号：S1480510120014
	Email: yangrm@dxzq.net.cn	
姓名	分析师：洪一	执业证书编号：S1480516110001
	Email: hongyi@dxzq.net.cn	

事件：

公司于 2017 年 5 月 24 日发布公告称，终止对创显科教和金商祺的重大资产重组事项，并于 2017 年 5 月 25 日发布公告称，拟以自筹资金收购北京醍醐兄弟科技发展有限公司 51% 股权，交易金额为 22,950 万元。

财务指标预测：

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	290.88	351.36	606.28	700.53	776.23
增长率（%）	-5.23%	20.79%	72.55%	15.55%	10.81%
归母净利润（百万元）	36.89	39.11	66.70	87.77	109.08
增长率（%）	-24.26%	9.43%	83.44%	40.41%	25.16%
净资产收益率（%）	6.89%	6.91%	10.91%	13.09%	14.65%
每股收益（元）	0.45	0.44	0.76	1.00	1.24
PE	108.93	111.41	64.67	49.15	39.55
PB	8.06	7.62	7.06	6.43	5.79

观点：

- **陶瓷主业稳健，产能扩张助力主业业绩提升。**公司 2016 实现营业收入 35,135.95 万元，同比增加 20.79%；实现归属于母公司股东的净利润 3,910.89 万元，同比增加 6.02%。为推动公司主业发展，公司于 2016 年度 1) 加大精品瓷国内市场的推广力度，建设精品日用陶瓷生活体验馆；2) 积极利用“互联网+”，在主流电商平台设立官方旗舰店，结合线上线下体验活动，拓宽新型渠道以加强产品渗透率；3) 公司陶瓷主业在优化产品结构的同时，通过并购潮州市联骏陶瓷有限公司 80% 的股权、募投包括骨质瓷在内的日用瓷生产线实现产能扩张。公司募投新建 600 万件骨质瓷生产车间和 1700 万件日用瓷生产车间，将创新设计生产工艺，在扩张产能的同时提升产品附加值以优化产品结构，保证公司主业稳健增长。
- **增持明师显决心，终止教育信息化标的重大资产重组。**公司旗下的广东松发创赢产业基金于 2017 年 3 月 20 日以自有资金 81,016,200 元受让明师教育 10.13% 的股权。目前共持有明师教育 13.98% 的股权。

明师教育盈利能力强，成长性优。公司深耕教育行业十余年，华南地区品牌优势凸显，广州排名第二，市场份额约为 16%。截至 2016 年 7 月拥有 70 个教学点，教学点学生达到 20356 人。2016 上半年公司实现营业收入 13,696.85 万元，同比增长 24.77%，归母净利润 955.68 万元，同比增长 95.50%。增资明师教育，未来有望拓展在 K12 课外辅导领域的业务布局，增资明师标志着公司新利润增长点的拓展方向基本确立。

同时，2017 年公司拟收购新三板公司创显科教及金商祺。创显科教是一家产学研结合的“软件+硬件+服务”综合教育公司，主要从事学前教育、K12 教育和职业教育的智慧教育云平台、智能教学终端和智慧教育增值服务产品的研发、生产、销售和运营。金商祺同样是一家坚持科学与教育融合的教育信息化综合解决方案提供商。由于停牌期间证券市场发生重大变化，双方对交易条款未能达成一致意见，最终终止本次重大资产重组。我们认为，公司转型教育的决心一直坚定，在当前市场环境下终止教育信息化标的的重组，显示了公司对教育产业长远战略布局的考虑。

- **坚持“陶瓷制造业+教育行业”双轮驱动，收购醍醐兄弟切入在线直播教育。**公司坚定了“陶瓷制造业+教育行业”双轮驱动的战略发展目标，在两次重组受挫后，又一次出击发展前景广阔的在线直播教育市场。公司于 2017 年 5 月 25 日发布公告称，拟以自筹资金 22,950 万元收购北京醍醐兄弟科技发展有限公司 51% 股权。醍醐兄弟是一家互联网教育直播云和虚拟教育网络运营商，主要为线上教育机构提供在线教育直播技术服务及音视频互动直播服务，主要客户包括少儿英语在线教育企业 VIPKID，大学生考试在线培训企业考虫网、在线公务员培训机构腰果公考等新兴在线教育机构。其中，VIPKID 作为线上教育细分市场的巨头，已完成 C 轮 1 亿美金的融资，目前拥有学员超过 80 万名，在册北美外教超过 10,000 名。松发股份收购醍醐兄弟后，将正式切入直播教育蓝海市场，为公司带来新的盈利增长点。

醍醐兄弟 2016 年营业收入和净利润分别为 2,435.89 万元、68.75 万元，2017 年 1 月-3 月营收和净利润分别为 935.78 万元、380.05 万元。醍醐兄弟承诺 2017 年至 2020 年实现的净利润分别不低于 2500 万元、3250 万元、4225 万元、5225 万元。

- **盈利预测和投资评级：**公司未来将坚持“陶瓷制造业+教育行业”双轮驱动，收购醍醐兄弟后，将正式切入直播教育蓝海市场，为公司带来新的盈利增长点。我们预计公司 2017 到 2019 年的每股收益为 0.76 元、1.00 元和 1.24 元。维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**并购整合不如预期，教育直播市场竞争激烈，陶瓷主业订单下滑。

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	470	455	555	622	689	营业收入	291	351	606	701	776
货币资金	207	186	121	140	165	营业成本	200	242	380	403	428
应收账款	100	112	193	223	247	营业税金及附加	3	7	12	14	15
其他应收款	14	32	55	63	70	营业费用	16	31	61	77	85
预付款项	6	16	16	16	16	管理费用	32	35	67	84	93
存货	80	101	159	169	179	财务费用	-5	-4	1	1	1
其他流动资产	52	6	6	6	6	资产减值损失	1.61	-1.28	-1.28	-1.28	-1.28
非流动资产合	172	415	359	333	307	公允价值变动收	-0.33	-0.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.48	5.25	0.00	0.00	0.00
固定资产	110.32	208.14	198.43	178.81	159.18	营业利润	45	47	88	124	155
无形资产	44	75	68	61	55	营业外收入	5.22	4.14	4.14	4.14	4.14
其他非流动资	3	11	0	0	0	营业外支出	4.99	2.51	2.51	2.51	2.51
资产总计	642	870	914	955	996	利润总额	45	49	89	125	157
流动负债合计	101	209	209	174	121	所得税	8	8	15	22	27
短期借款	80	102	91	55	0	净利润	37	40	74	104	130
应付账款	8	19	29	30	32	少数股东损益	0	1	7	16	21
预收款项	5	6	6	6	6	归属母公司净利	37	39	67	88	109
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	94	132	116	151	182
非流动负债合	5	64	55	55	55	EPS (元)	0.45	0.44	0.76	1.00	1.24
长期借款	0	42	42	42	42	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	106	273	264	230	176	成长能力					
少数股东权益	0	32	39	55	75	营业收入增长	-5.23%	20.79%	72.55%	15.55%	10.81%
实收资本(或股	88	88	88	88	88	营业利润增长	-15.35%	5.24%	86.33%	41.16%	25.49%
资本公积	243	243	243	243	243	归属于母公司净	70.56%	31.58%	70.56%	31.58%	24.28%
未分配利润	186	214	223	235	251	获利能力					
归属母公司股	535	566	611	671	744	毛利率(%)	31.33%	31.18%	37.33%	42.53%	44.88%
负债和所有者	642	870	914	955	996	净利率(%)	12.65%	11.46%	12.18%	14.80%	16.72%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	0.41%	5.75%	4.49%	7.30%	9.19%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.89%	6.91%	10.91%	13.09%	14.65%
经营活动现金	4	74	-61	83	115	偿债能力					
净利润	37	40	74	104	130	资产负债率(%)	17%	31%	29%	24%	18%
折旧摊销	53.80	88.46	0.00	19.63	19.63	流动比率	4.63	2.18	2.66	3.57	5.70
财务费用	-5	-4	1	1	1	速动比率	3.84	1.69	1.90	2.60	4.22
应付帐款的变	0	0	-81	-30	-24	营运能力					
预收帐款的变	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.46	0.68	0.75	0.80
投资活动现金	-85	-115	30	1	1	应收账款周转率	3	3	4	3	3
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	40.69	26.58	25.64	23.66	24.71
长期股权投资	0	0	17	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	2	5	0	0	0	每股收益(最新摊	0.45	0.44	0.76	1.00	1.24
筹资活动现金	232	14	-33	-65	-91	每股净现金流(最	1.72	-0.32	-0.73	0.21	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.08	6.43	6.95	7.62	8.46
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	22	0	0	0	0	P/E	108.93	111.41	64.67	49.15	39.55
资本公积增加	196	0	0	0	0	P/B	8.06	7.62	7.06	6.43	5.79
现金净增加额	151	-28	-64	19	25	EV/EBITDA	44.74	32.45	37.39	28.29	23.05

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2 年新三板投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注教育、新三板领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。