

文化长城 (300089)

证券研究报告

2017年09月21日

收购翡翠教育 100%股权，深度构建职教综合服务产业链

发股+现金收购翡翠教育 100%股权

9月20日，公司公告拟通过发股(以14.93元/股发行0.55亿股，作价8.21亿元)+支付现金(7.53亿元)收购翡翠教育100%股权(作价15.75亿元，对应17年承诺业绩17.5xPE)。同时，公司拟向不超过5名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过7.83亿元，主要用于支付本次交易中购买资产的现金对价等。此次交易完成后，翡翠教育将成为公司的全资子公司。翡翠教育2017-2019年业绩承诺分别为不低于0.9亿元、1.17亿元和1.52亿元。本次交易完成后，不考虑配套融资，蔡廷祥、吴淡珠将持有上市公司32.31%的股份，仍为公司的实际控制人。公司原有艺术陶瓷业务规模总体呈下滑态势，公司一方面巩固原有陶瓷业务稳定发展，一方面积极谋求教育行业的外延式发展机会，2016年公司对联讯教育及智游臻龙进行了股权收购

翡翠教育是一家专注于科技互联网及数字娱乐领域的综合职教集团

翡翠教育是一家以实战型IT人才培养为核心的集团化教育机构。通过自主IT课程开发，翡翠教育专注于移动互联网及数字游戏动漫等领域的IT职业教育培训，专业内容包括移动互联网、艺术设计、程序开发等六大板块。翡翠教育控股子公司昊育信息从事教育信息化相关业务，主要为中小学及职业院校提供整体解决方案，包括校园信息化基础建设、智慧课堂等产品的设计、开发及实施。此外，翡翠教育还与国内多家高等院校、职业院校、IT企业保持良好的合作关系，为高校毕业生和社会学员提供技能培训、就业推荐等多项服务。财务方面：翡翠教育2015、2016及17年1-4月，翡翠教育营收分别为0.73亿元，2.92亿元，0.8亿元

打造“在校学生—职场新人—职场专业人士”的各阶段成长链条

第一、在校阶段—以教育信息技术为入口；第二、在校学生至职场新人过渡阶段—深入职业技能及综合素质提升；第三、职场新人向专业人士过渡阶段—将IT职业技术、企业综合人才服务业务相结合

维持盈利预测，给予买入评级

翡翠教育是一家以实战型IT人才培养为核心的集团化教育机构，专注于移动互联网及数字游戏动漫等领域的IT职业教育培训。本次收购将进一步落实公司职教战略，为用户打造“在校学生—职场新人—职场专业人士”的各阶段成长链条。假设翡翠教育18年开始并表，暂不考虑募配及暂不考虑本次增发，我们预计公司17-19年EPS分别为0.25元、0.33元、0.41元，对应PE分别为59x、44x、36x。

风险提示：定增进展低于预期)

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	108.91	145.38	176.80
增长率(%)	47.46	1,004.09	(20.39)	33.48	21.62
EPS(元/股)	0.03	0.31	0.25	0.33	0.41
市盈率(P/E)	523.93	47.45	59.61	44.65	36.72
市净率(P/B)	8.12	3.69	3.52	3.31	3.08
市销率(P/S)	14.59	14.35	10.36	8.92	8.31
EV/EBITDA	235.33	48.33	42.69	32.51	27.60

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	14.93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)	267.58
A股总市值(百万元)	6,500.26
流通A股市值(百万元)	4,000.28
每股净资产(元)	4.06
资产负债率(%)	34.20
一年内最高/最低(元)	19.18/14.00

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-年报点评报告: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》2017-04-11
- 《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

发股+现金收购翡翠教育 100%股权，9月20日，公司公告，拟通过发股（以 14.93 元/股发行 0.55 亿股，作价 8.21 亿元）+支付现金（7.53 亿元）收购翡翠教育 100%股权（作价 15.75 亿元，对应 17 年承诺业绩 17.5xPE）。同时，公司拟向不超过 5 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 7.83 亿元，主要用于支付本次交易中购买资产的现金对价等。此次交易完成后，翡翠教育将成为公司的全资子公司。**翡翠教育 2017-2019 年业绩承诺分别为不低于 0.9 亿元、1.17 亿元和 1.52 亿元。**

表 1：公司拟通过发股（14.93 元/股发行 5.5 亿股，作价 8.21 亿元）+支付现金（7.53 亿元）收购翡翠教育 100%股权

交易对方	持股比 例	现金对价（亿元）		股票对价（亿元）			合计金额
		金额	占比	金额	占比	股份数（万股）	
新余智趣	24.12%	3.29	20.89%				3.29
安卓易科技	18.44%	1.34	8.52%	1.72	10.95%	1,155	3.06
御泓投资	18.20%	0.91	5.76%	2.12	13.45%	1,418	3.03
嘉兴卓智	9.95%			1.65	10.50%	1,108	1.65
新余信公	6.49%	0.32	2.06%	0.76	4.80%	506	1.08
新余卓趣	6.14%	0.31	1.94%	0.71	4.54%	479	1.02
普方达	4.14%	0.21	1.31%	0.48	3.06%	323	0.69
新余创思	2.76%	0.14	0.88%	0.32	2.04%	215	0.46
纳隆德	2.49%	0.12	0.79%	0.29	1.84%		0.41
木槿 1 号资 管计划	2.49%	0.34	2.15%			194	0.34
共昇 1 号资 管计划	1.24%	0.17	1.08%				0.17
朱慧欣	1.24%	0.17	1.08%				0.17
新余邦得	0.90%	0.05	0.28%	0.1	0.66%	70	0.15
天津钰美瑞	0.77%	0.13	0.82%				0.13
虹佳龙文化	0.31%			0.05	0.33%	35	0.05
御景投资	0.31%	0.04	0.27%				0.04
合计	100.00%	7.54	47.83%	8.2	52.17%	5503	15.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司拟向不超过 5 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 7.83 亿元

项目	拟投入募集资金(亿元)
支付本次交易现金对价	7.53
本次交易中介机构相关费用	0.3
合计	7.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次交易前上市公司实际控制人蔡廷祥、吴淡珠共持有上市公司 36.41%的股份；**本次交易完成后，不考虑配套融资，蔡廷祥、吴淡珠将持有上市公司 32.31%的股份，仍为公司的实际控制人。**本次交易前后上市公司的实际控制人均为蔡廷祥、吴淡珠，本次交易不会导致上市公司实际控制人发生变更。

图 1：本次交易完成后，不考虑配套融资，蔡廷祥、吴淡珠将持有上市公司 32.31%的股份，仍为公司的实际控制人

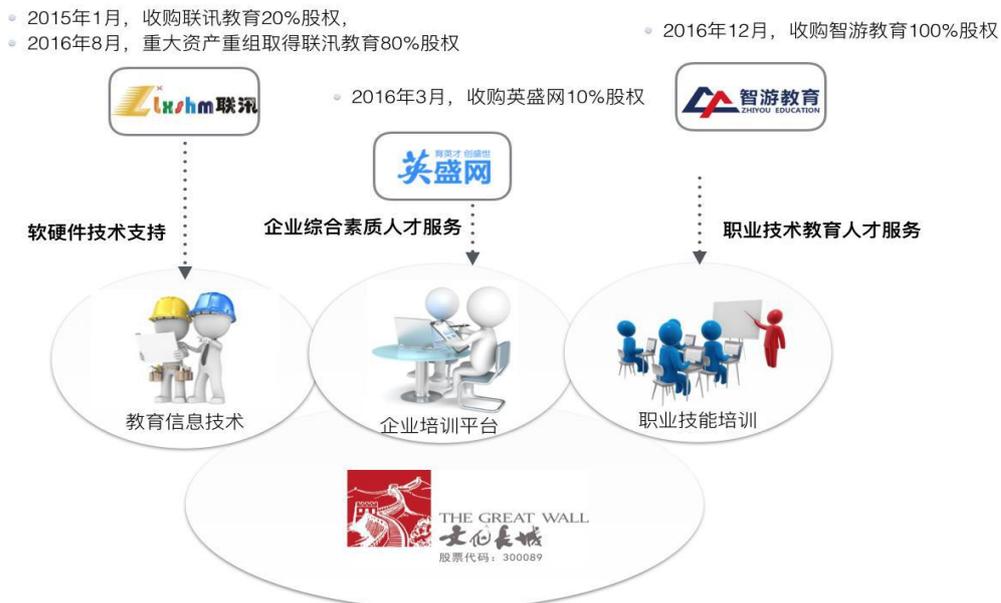


资料来源：公司公告，天风证券研究所

文化长城主营业务包括教育信息化服务、职业教育培训以及创意艺术陶瓷的研发设计、生产和销售。公司成立于 1996 年，致力于创意艺术陶瓷的研发设计、生产和销售。近年来，受宏观经济以及陶瓷产业增长乏力等因素的影响，陶瓷产业增长速度持续放缓，规模扩张势头显著减弱。公司原有艺术陶瓷业务的利润规模总体也呈下滑态势，公司一方面巩固原有陶瓷业务稳定发展，一方面积极谋求教育行业的外延式发展机会，增加利润增长点。

2016 年公司对联讯教育及智游臻龙进行了股权收购，上述两个公司现已成为公司全资子公司，其中联讯教育主要从事教育信息化服务，智游臻龙主要从事 IT 职业教育培训。同时，文化长城参与发起设立新余智趣资产管理合伙企业（有限合伙），成为教育基金的有限合伙人。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，文化长城还将通过投资、并购等多种手段，进一步选择符合公司长期发展战略的教育相关领域资产，深入实施教育产业战略。

图 2：公司一方面巩固原有陶瓷业务稳定发展，一方面积极谋求教育行业的外延式发展机会，增加利润增长点



资料来源：公司公告，天风证券研究所

职业教育是与基础教育、高等教育和成人教育地位平行的四大教育类型之一，职业教育可分为学历职业教育和非学历职业教育。学历职业教育主要以政府为主导，受政府政策法律的颁布与完善驱动发展。我国学历教育体系建设还不完善，目前主要存在初等职业教育、中等职业教育、高等职业教育三个级别，未来随着政策法律的颁布实施会实现硕博职业教育级别，实现学历职业教育体系日臻完善。非学历职业教育以民办教育为主，步入快速发展轨道。近年来在互联网和资本辅助下步入快速发展轨道。互联网方面，传统机构通过互联网手段拓展渠道或辅助线下教学，增加生源同时提高教学质量。从在线教育项目分类来看，职业教育内容及服务是在在线教育项目密集分布的区域。随着互联网浪潮兴起，IT类技术人员供不应求，IT类技术培训逐渐成为职业技能培训中占比较大的细分领域。

我国高校毕业生持续增长，就业竞争加剧。近两年来，我国宏观经济增速放缓，维持在低于7%的水平，2016年GDP增速6.7%。根据教育部数据，2004年-2014年，我国普通高校本硕博学生、成人高校、网络本科合计毕业生从349万人增长到775万人。此外，我国留学归国工作学生人数也在近几年大幅增加。经济增速放缓和毕业生规模扩大加剧了我国就业竞争压力。

图 3：职业教育可分为学历职业教育和非学历职业教育



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 4：毕业生人数及增速



资料来源：教育部，天风证券研究所

职业非学历教育发展前景广阔，细分子行业 IT 职业培训高速发展，一方面，根据智研咨询发布的《2016-2022 年中国职业教育行业市场深度调研及投资前景分析报告》，2015 年我国非学历职业教育规模为 3,106 亿元，同比增长 16.4%；受益于付费意愿强，互联网技术带来的产品标准化提升，非学历教育行业将进一步加速增长，预计 2020 年市场规模达到 9,859 亿元，2016-2020 年收入的年均复合增长率为 21.3%，发展前景广阔。另一方面，数字中国《2015 中国 IT 产业发展报告》数据显示，2015 年 IT 行业共有企业 38,222 家，产业收入达到 15.4 万亿元，同比增长 10.3%，行业体量持续扩大带动 IT 类人才需求的增长，传统行业急需 IT 复合型人才与相关培训。受益于行业快速发展与较大的岗位缺口，定位于帮助计算机专业相关大学生提升实践能力，帮助学生实现跨入 IT 行业愿望的培训市场规模有望在未来继续保持快速增长。

随着国家及社会各届人士对职业教育的日益重视，传统教育机构、互联网巨头和初创企业迎着政策东风纷纷进入该行业领域进行布局，我国教育培训行业竞争格局呈现以下特点：

● 由多元型、单纯项目型向专业细分综合型发展

多元型即产品多元化，课程种类多样，专业细分综合型是指在专注在一或几个专业行业领域内，课程项目覆盖全面，产品链相对丰富、综合的教育机构。经过行业发展与整合，部分细分领域已经有领导企业脱颖而出。在各子领域内已经形成了相对稳定的业内领导者的格局，行业集中度趋于增加。

● 由区域型向连锁型过渡，逐渐形成规模型发展

拥有成熟的赢利模式和品牌知名度的教育企业借以多年积累的资金或引进外部投资，就可以在短期内迅速扩张企业规模，并购、整合同类职业教育培训院校，由区域型教育企业蜕变成全国性连锁教育企业，继而形成规模化发展格局。

● 口碑良好的教育机构将会得到更多的发展机会

近年来，随着互联网、移动终端、影视后期、游戏设计、室内设计等行业的高速发展，相关行业对具有数字艺术技能人员的需求快速增加，数字艺术教育行业将保持快速发展，市场竞争进一步加剧。鉴于机构众多，学员可选择范围较广，为了降低学习风险，学员未来将越来越关注培训机构的口碑、教学质量及培训效果，从而集中选择具有优势的品牌培训机构，形成强者更强的良性局面。

翡翠教育是一家专注于科技互联网及数字娱乐领域的综合职教集团，翡翠教育是一家以实战型 IT 人才培养为核心的集团化教育机构。通过自主 IT 课程开发，翡翠教育专注于移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训，专业内容包括移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六大板块，下设前端开发、安卓应用开发、IOS 平台开发、影视特效设计、游戏特效设计、网络创业与营销等学科近 20 项。

翡翠教育控股子公司昊育信息从事教育信息化相关业务，主要为中小学及职业院校提供整体解决方案，包括校园信息化基础建设、智慧课堂等产品的设计、开发及实施。同时，昊育信息结合自身在职业教育领域的经验积累，为中小学及职业院校提供拓展型、研(探)究型的创新教育应用及配套服务。

此外，翡翠教育还与国内多家高等院校、职业院校、IT 企业保持良好的合作关系，为高校毕业生、社会学员提供技能培训、就业推荐等多项服务。

图 5：翡翠教育课程体系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

翡翠教育通过各课程实操指导结合基础知识讲解的模式进行 IT 课程培训。截至 2017 年 4 月末，翡翠教育培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等全国 29 个城市。翡翠教育与多家 IT 企业保持合作关系，在学员培训完成后，翡翠教育将根据学员的情况进行就业辅导，并免费提供就业推荐服务。就其培训流程来看：

● 招生

主要通过招生宣传、网络推广、校园推广等方式获得生源，并通过向大学宣讲、职业院校开设讲座、进行项目辅导、项目实训等方式，让学生可以参加课程试听，深入了解教学。

校区建设，形成了一套较为完善的，适合自身业务特点的可行性操作方法，将综合考虑学校所在城市的人口流动量、城市规模、大学数量等因素进行选址。此外还会对校区校长进行培训。

● 授课

打破了固定、枯燥的知识序列，将学科知识转化为具体的商业案例，并划分为数个任务，以学习碎片化的基础理论知识视频，结合项目经理进行辅助互动实践相结合，把理论知识第一时间转化为实践，为符合企业岗位发展及规范设计而成。具体总结为以下三大特点：**基础知识讲解+实操指导培训；教师与项目经理（助教）相结合；任务式驱动。**

教学管理：采用了云端加密、模块化管理、设立教学质量经理岗位的方式确保教学质量。此外整体校区还采用信息系统管理，实时收录在校学员、考勤、教师、课表时长进度、就业单位等等信息，做到线下部门管理，在线系统管控的双轨模式。

教师管理：以 IT 课程培训为主，聘用老师来源于游戏公司、互联网公司等企业，具有丰富 IT 实战经验。建立了以绩效考核为核心的薪酬方案，教师薪资包括“基本工资+授课课酬+教学指标考核奖金”等部分。

图 6：翡翠聘用老师来源于游戏公司、互联网公司等企业，具有丰富 IT 实战经验



单老师 影视后期首席讲师

10年资深行业经验，参与国家级项目数十个，参与国家体育馆伦敦奥运会展示宣传片、国家知识产权局专利委员会新logo发布会视频以及央视.....

授课风格：

10年资深行业经验，参与国家级项目数十个，参与国家体育馆伦敦奥运会展示宣传片、国家知识产权局专利委员会新logo发布会视频以及央



杨老师 PHP开发首席讲师

8年B/S系统结构设计与开发经验, 曾任职搜狐PHP开发核心管理工作, 精通BASIC/JAVA/PHP三种语言

授课风格：

8年B/S系统结构设计与开发经验, 曾任职搜狐PHP开发核心管理工作, 精通BASIC/JAVA/PHP三种语言



闫鹏 Java开发项目经理

12年Java开发从业经验, 翡翠集团骨灰级领导, 曾任华为Java系统开发管理人员, 经验丰富

授课风格：

12年Java开发从业经验, 翡翠集团骨灰级领导 曾任华为Java系统开发管理人员, 经验丰富

资料来源：公司公告，天风证券研究所

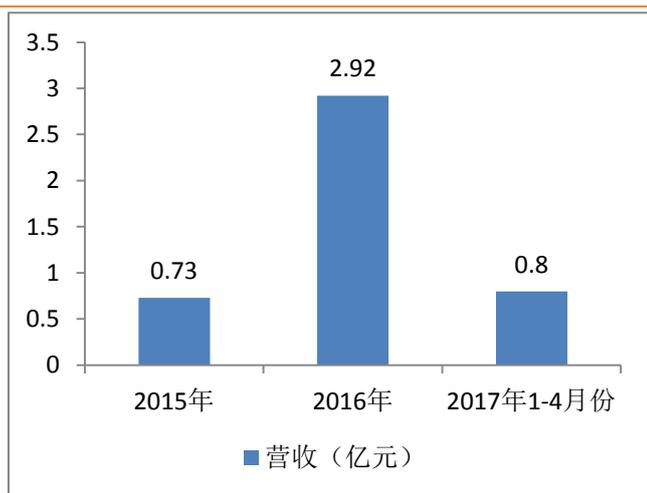
财务方面： 2015、2016 及 17 年 1-4 月，翡翠教育营收分别为 0.73 亿元，2.92 亿元，0.8 亿元，具体来看：

培训收入分别为 6965.26 万、1.93 亿、0.54 亿，营收大幅增长主要系：**第一**、课程研发能力强，课程实用性强且有效解决就业需求，翡翠教育专注于 IT 职业教育培训，项目经验丰富、科技研发能力较强。**第二**、加强业务布局，扩大业务规模。2016 年，翡翠教育在南京、南宁、济南、南昌等省会城市、重要城市新设教学中心，并在原有教学中心基础上新设校区，以进一步强化公司的业务布局，加大服务范围的覆盖。

教育系统集成业务收入分别为 0 万、8146.70 万和 587.55 万，2016 年翡翠教育收购昊育信息 51% 股权。随着翡翠教育与昊育信息在教育培训、教育信息化两方面资源的共享及优势互补，该项业务未来将稳步增加，为公司做出持续、稳定的盈利贡献。17 年 1-4 月系统集成收入规模相对较小主要系大型院校建设项目开展具有一定季节性。教育系统集成业务需经过方案审查、立项批复、招投标、合同签订等严格的流程，一般为年初制定预算计划，下半年对已实施项目进行验收。

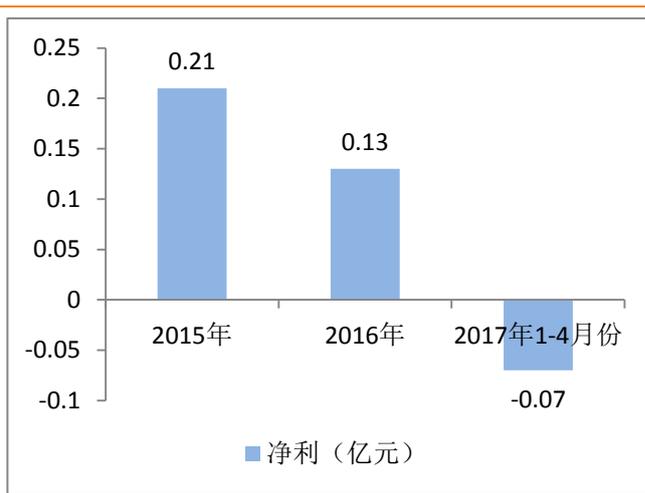
教育软件开发销售收入分别为 335.78 万、1635.68 万和 1935.94 万，教育软件开发收入主要为包括教育及其他系统软件的定制化开发，以及通过外购硬件，并嵌入定制化开发软件后销售硬件形成等形成的业务收入。2015 年翡翠教育教育软件开发收入主要为翡翠下属子公司完美空间的软件开发业务形成的收入，2016 年、2017 年 1-4 月份软件开发收入主要来自昊育信息。昊育信息依靠自身的研发能力，以及与翡翠教育的资源共享及市场优势的互补。

图 7：翡翠教育 2016 年营收 2.92 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：翡翠教育 2016 年净利 0.13 亿元

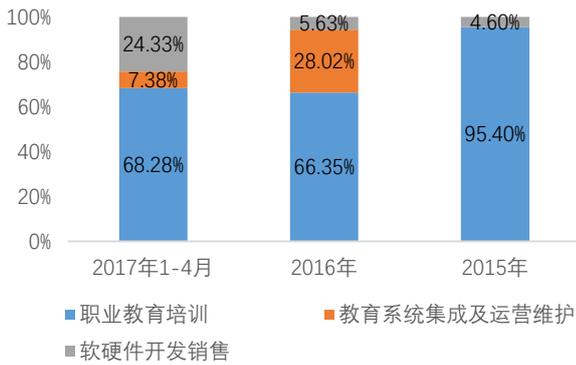


资料来源：公司公告，天风证券研究所

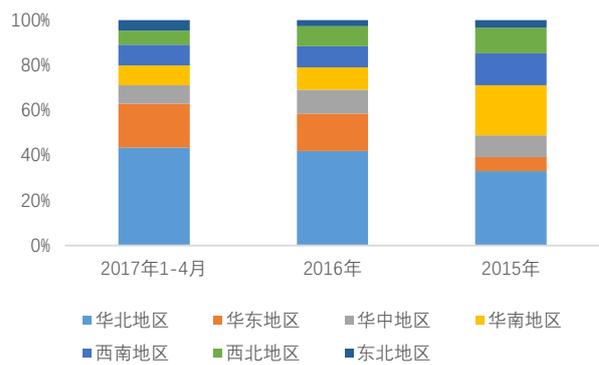
翡翠教育收入主要来源于华北、华东和华南地区。截至 2017 年 4 月末，翡翠教育培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等全国 29 个城市。翡翠教育与多家 IT 企业保持合作关系，在学员培训完成后，翡翠教育将根据学员的情况进行就业辅导，并免费提供就业推荐服务。

图 9：培训收入占比情况

图 10：翡翠教育在全国各地区布局比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所



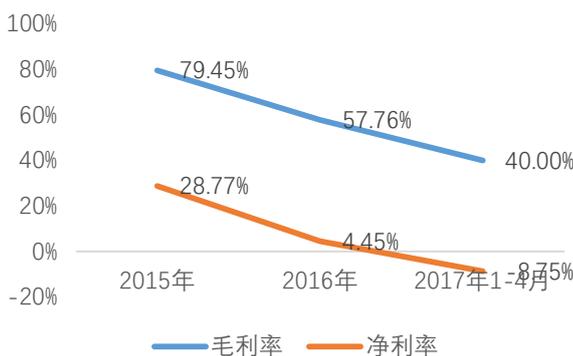
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017年1-4月，翡翠教育毛利率40%，其中2015、2016及17年1-4月，职业教育培训业务毛利率分别为79.22%、72.68%和48.65%，毛利率下降主要系：1、教师人员成本上升，一方面为满足不断扩大的学员规模，翡翠吸收更加优秀讲师；另一方面，对讲师薪酬待遇进行了上调。翡翠于16年计提年终奖，其中教师年终奖533.02万，导致2016年毛利率较15年有所下降；2、2016年校区快速增长，新校区仍处于培育周期，满座率相对较低。2017年1-4月，翡翠教育毛利率较低主要系春节等假期因素影响1-4月课程进度，而员工薪酬、校区租赁费等固定成本照常发生。2016年、2017年1-4月，教育系统集成毛利率分别为29.04%和39.25%。

2015、2016及2017年1-4月翡翠教育期间费用率分别为55.65%、48.63%和49.81%，剔除股份支付后的期间费用占营业收入比重分别为38.49%、29.85%和49.81%；翡翠教育于2016年新增教育信息化相关业务，其销售费用及管理费用投入相对较小，因此期间费用占比有所降低。

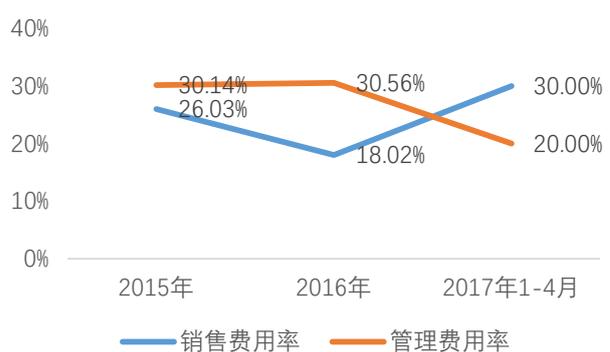
2017年1-4月，翡翠教育期间费用率提升主要系教培行业、教育信息化相关业务季节性因素影响，导致该期间营业收入相对较小，而校区运营所需的销售费用、管理费用仍正常支出以及教育信息化业务拓展等业务的持续开拓所需销售费用和管理费用。

图 11：2017年1-4月，翡翠教育毛利率40%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2017年1-4月，翡翠教育期间费用率提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

打造“在校学生—职场新人—职场专业人士”的各阶段成长链条。具体来看：

第一、在校阶段—以教育信息技术为入口：硬件技术方面，文化长城以“教育信息化平台”为入口，并结合本次并购标的翡翠教育控股子公司昊育信息在硬件、系统、内容端的资源，间接实现职业院校学生用户的导流。本次交易完成后，翡翠教育将通过联讯教育、昊育信息的B2B业务积累大量的学生、老师和学校“用户群体”，通过对接雇主企业输送

人才积累企业用户群体，从而具备了搭建校企平台的基础。

第二、在校学生至职场新人过渡阶段—深入职业技能及综合素质提升：线下教育机构智游臻龙与本次并购的标的公司翡翠教育主要从事 IT 职业培训业务。两家公司在校区区域分布与课程内容上形成优势互补。在 IT 内容端及教育培训方面为文化长城的战略布局夯实基础。同时，翡翠教育将开始布局高校，翡翠教育的子公司昊育信息为多家职业院校提供硬件、系统、内容等，间接实现职业院校学生用户的导流。翡翠教育将进一步深化 IT 培训、教育信息化、校企合作等多块业务相互结合和补充。

第三、职场新人向专业人士过渡阶段—将 IT 职业技术、企业综合人才服务业务相结合：职场新人向专业人士过渡阶段，文化长城进一步拓宽 IT 职业教育培训的培训人群，同时，文化长城与英盛网的合作，利用英盛网的在线教育平台及丰富职业培训内容资源，面向所有职场人士，提供视频课程的直播和录播。着力于弥补国民教育中职场“岗位胜任能力”缺失的短板，为用户提升岗位胜任能力，解决工作中遇到的实际难题，提升新兴技术人才的整体综合素养。

维持盈利预测，给予买入评级，翡翠教育是一家以实战型 IT 人才培养为核心的集团化教育机构，专注于移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训。本次收购将进一步落实公司职教战略，为用户打造“在校学生—职场新人—职场专业人士”的各阶段成长链条。假设翡翠教育 18 年开始并表，暂不考虑募配及暂不考虑本次增发，公司股本变为 4.35 亿股，我们预计公司 17-19 年净利分别为 1.08 亿、1.45 亿、1.76 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.33 元、0.41 元，对应 PE 分别为 59x、44x、36x。

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	148.04
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	658.08
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	2,269.40
短期借款	354.00	357.77	76.85	39.97	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	136.79	141.47	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	179.03	197.69	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	1,408.01	1,526.84	1,674.87
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	1,843.12	1,961.93	2,109.93
负债和股东权益总	1,189.15	2,454.86	2,022.15	2,159.63	2,269.40

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12.39	136.76	108.91	145.38	176.80
折旧摊销	30.30	28.99	17.13	19.48	21.88
财务费用	19.91	19.26	11.49	2.66	0.30
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	(12.91)	145.86	204.24
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	88.85	55.97	21.33
股权融资	(0.63)	823.73	(11.49)	(2.66)	(0.30)
其他	(364.64)	(777.50)	(508.41)	(115.40)	(84.74)
筹资活动现金流	(11.27)	530.00	(431.04)	(62.09)	(63.71)
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	89.80

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	11.49	2.66	0.30
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	123.86	176.96	207.76
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	128.12	171.01	207.97
所得税	(0.31)	6.67	19.22	25.65	31.20
净利润	12.39	136.76	108.90	145.36	176.77
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	108.91	145.38	176.80
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%	-12.23%	42.87%	17.41%
归属于母公司净利润	47.46%	1004.09%	-20.39%	33.48%	21.62%
获利能力					
毛利率	28.06%	36.06%	39.37%	41.59%	43.18%
净利率	2.78%	30.24%	17.39%	19.97%	22.64%
ROE	1.55%	7.78%	5.91%	7.41%	8.38%
ROIC	1.00%	16.37%	6.91%	8.21%	9.10%
偿债能力					
资产负债率	32.79%	28.35%	8.85%	9.15%	7.03%
净负债率	-37.16%	-14.20%	-18.90%	2.04%	3.96%
流动比率	1.53	2.03	3.65	4.08	7.79
速动比率	1.29	1.81	2.70	3.11	6.14
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	4.24	4.51	4.85
估值比率					
市盈率	523.93	47.45	59.61	44.65	36.72
市净率	8.12	3.69	3.52	3.31	3.08
EV/EBITDA	235.33	48.33	42.69	32.51	27.60
EV/EBIT	809.70	55.37	48.09	36.04	30.51

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 37 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
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com