

开元股份 (300338)

证券研究报告

2017年09月22日

粤民投首次举牌，引战投加速产融结合

罗华东分别向共青城禾元投资管理合伙企业、昌都市高腾企管公司以 21.47 元/股转让其所持 5.02%股份，合计转让 10.04%。

9月21日，公司公告，公司股东罗华东因其自身资金安排需要于17年9月21日分别与共青城禾元投资管理合伙企业(有限合伙)、昌都市高腾企管公司签署股份转让协议，罗华东向两家公司分别转让其所持开元股份 1703.40 万股股份（占总 5.02%）以及由此所衍生的所有股东权益，减持均价 21.47 元/股。本次转让前，罗华东持股 13.23%，与罗建文、罗旭东直接持股合计 42.35%，系公司实控人；本次转让后罗华东持有 1086.30 万股，占总 3.20%。

粤民投首次二级市场举牌，教育产业理解深刻，未来或进一步推动公司教育板块产融结合

广东民营投资股份有限公司（粤民投）持有昌都市高腾企业管理公司 99.9%股份，粤民投系广东首个民营企业联合投资综合平台，发起股东包括美的控股、星河湾、碧桂园等 16 家广东民企。共青城禾元投资管理合伙企业成立于 17 年 9 月 13 日，企查查显示其大股东为凡帆、朱小静等自然人。本次转让后，实控人罗氏家族持股由 42.35%变为 32.31%，通过引入粤民投、共青城禾元投资进一步优化股权结构，公司未来在立足恒企+中大英才优质内生基础上，或借助粤民投的产业背景持续夯实职教板块，进军中国职教第一梯队。

恒企“新连锁”体系建设构建职教护城河，深度绑定激发强劲活力

具体来看，第一、在财经、IT、设计、室内设计四个专业领域建立多产品梯队成长体系课程，加快产业赛道拓展和产业布局完善，推动内容研发,拓展教育产业链上下游相关项目；第二、连锁经营及扩张能力已得到初步验证，五环布局”终端教育设施；第三、16 年在线教育订单不足 500 万元，17 年上半年在线教育订单已经达到 5000 万元，预计全年达到 1 亿左右；与中大英才协同效应进一步显现；中大英才：拥有从流量入口、变现至售后服务的完整布局，通过深度开发准题库系统，一方面积极应对相关职业资格评定考试的影响；另一方面发展图书业务，同比实现较大规模增长。此前恒企创始人大宗受让公司 3.31%股份同时大幅提高业绩对赌；公司副总增持 0.032%，充分彰显核心高管对公司发展的强大信心。

维持盈利预测，给予买入评级

恒企+中大英才作为全国性职业教育连锁品牌，在行业趋势向好背景下，一方面基于全国终端节点设施建设和互联网教育平台设施建设，一方面借助产融结合，加大内容研发力度，实现“跨赛道、多赛道”的平台化运作,有望成为中国职业教育市场第一梯队企业。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.51 元、0.70 元、0.87 元；当前股价对于 PE 为 48 倍、35 倍、28 倍，维持买入评级。

风险提示：恒企网点扩张进度低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	282.48	340.92	982.11	1,185.72	1,394.29
增长率(%)	(8.10)	20.69	188.07	20.73	17.59
EBITDA(百万元)	7.04	12.84	236.39	309.08	401.37
净利润(百万元)	3.79	5.89	174.50	236.73	295.61
增长率(%)	(92.25)	55.31	2,861.87	35.66	24.87
EPS(元/股)	0.01	0.02	0.51	0.70	0.87
市盈率(P/E)	2,190.69	1,410.56	47.62	35.11	28.11
市净率(P/B)	11.07	11.00	9.02	8.14	7.21
市销率(P/S)	29.42	24.38	8.46	7.01	5.96
EV/EBITDA	628.12	486.74	38.28	26.61	22.99

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	24.47 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)	169.05
A 股总市值(百万元)	8,310.49
流通 A 股市值(百万元)	4,136.71
每股净资产(元)	6.07
资产负债率(%)	21.00
一年内最高/最低(元)	27.90/19.07

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

- 《开元股份-半年报点评:恒企、中大并表致业绩+992.8%，“新连锁”体系构建职教护城河》 2017-08-28
- 《开元股份-公司点评:高管增持 10.86 万股彰显发展信心，职教白马长期成长可期》 2017-06-25
- 《开元股份-公司点评: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》 2017-05-11

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	78.57	94.86	111.54
应收账款	244.22	268.48	1,175.66	570.17	1,482.75
预付账款	6.91	12.80	35.85	13.47	40.22
存货	142.73	111.24	422.89	164.32	490.02
其他	29.84	21.79	90.75	63.20	116.08
流动资产合计	583.09	591.46	1,803.71	906.02	2,240.61
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	2,213.39	1,379.71	2,744.29
短期借款	0.00	20.00	694.72	51.08	912.01
应付账款	65.63	101.54	157.41	143.82	204.75
其他	103.13	77.98	272.93	159.83	307.90
流动负债合计	168.77	199.51	1,125.06	354.73	1,424.66
长期借款	0.00	0.00	159.35	0.00	165.09
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	161.61	2.29	167.35
负债合计	171.12	201.75	1,286.67	357.01	1,592.02
少数股东权益	9.15	7.14	5.50	2.06	(0.80)
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	581.60	681.01	813.46
其他	(278.35)	(276.99)	(286.28)	(286.28)	(286.28)
股东权益合计	759.95	762.68	926.72	1,022.69	1,152.28
负债和股东权益总	931.07	964.43	2,213.39	1,379.71	2,744.29

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1.85	3.89	174.50	236.73	295.61
折旧摊销	18.68	21.90	15.68	18.18	20.68
财务费用	(2.32)	0.68	28.60	30.02	37.46
投资损失	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
营运资金变动	(47.97)	(18.97)	(1,052.35)	785.12	(1,109.60)
其它	8.70	25.89	(1.73)	(3.50)	(2.93)
经营活动现金流	(21.06)	33.42	(835.29)	1,066.56	(758.77)
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	854.06	51.08	1,077.10
股权融资	5.50	2.28	49.73	(30.02)	(37.46)
其他	(18.54)	(6.81)	(107.06)	(991.32)	(214.18)
筹资活动现金流	(13.04)	15.48	796.73	(970.26)	825.46
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	(98.57)	16.29	16.69

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	982.11	1,185.72	1,394.29
营业成本	149.86	197.56	376.15	404.33	458.72
营业税金及附加	3.04	6.31	15.71	17.79	20.91
营业费用	50.69	47.67	138.48	192.09	224.48
管理费用	73.79	81.39	217.05	265.60	294.19
财务费用	(3.56)	(0.92)	28.60	30.02	37.46
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)	192.11	260.89	343.23
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	203.26	274.39	344.33
所得税	2.92	1.70	30.49	41.16	51.65
净利润	1.85	3.89	172.77	233.23	292.68
少数股东损益	(1.94)	(2.00)	(1.73)	(3.50)	(2.93)
归属于母公司净利润	3.79	5.89	174.50	236.73	295.61
每股收益(元)	0.01	0.02	0.51	0.70	0.87

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.10%	20.69%	188.07%	20.73%	17.59%
营业利润	-117.19%	0.75%	-2522.11%	35.80%	31.56%
归属于母公司净利润	-92.25%	55.31%	2861.87%	35.66%	24.87%
获利能力					
毛利率	46.95%	42.05%	61.70%	65.90%	67.10%
净利率	1.34%	1.73%	17.77%	19.96%	21.20%
ROE	0.51%	0.78%	18.94%	23.19%	25.64%
ROIC	-0.90%	-1.09%	33.81%	14.90%	34.66%
偿债能力					
资产负债率	18.38%	20.92%	58.13%	25.88%	58.01%
净负债率	-19.81%	1.54%	0.50%	34.62%	18.32%
流动比率	3.46	2.96	1.60	2.55	1.57
速动比率	2.61	2.41	1.23	2.09	1.23
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	3.68	4.04	4.26
总资产周转率	0.31	0.36	0.62	0.66	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.02	0.51	0.70	0.87
每股经营现金流	-0.06	0.10	-2.46	3.14	-2.23
每股净资产	2.21	2.22	2.71	3.01	3.40
估值比率					
市盈率	2,190.69	1,410.56	47.62	35.11	28.11
市净率	11.07	11.00	9.02	8.14	7.21
EV/EBITDA	628.12	486.74	38.28	26.61	22.99
EV/EBIT	-386.87	-706.05	41.00	28.27	24.24

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 37 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