

主业延伸物联网稳步成长，入股+合作推进教育布局

2017.11.08

强烈推荐

（维持）

传媒行业

肖明亮(分析师)

电话：020-88832290
 邮箱：xiaoml@gzgzhs.com.cn
 执业编号：A1310517070001

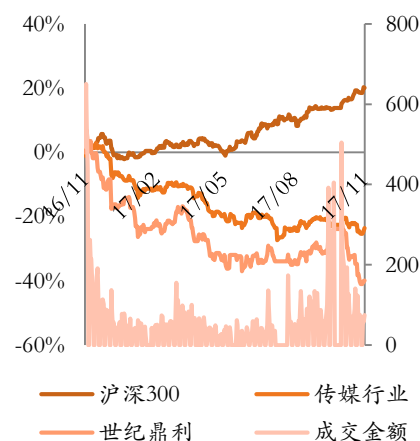
事件：广证恒生传媒教育团队于2017年11月07日对世纪鼎利进行调研，特此整理公司基本面情况、调研纪要及归纳核心观点供投资者参考。

核心观点：

- **通信主业：网优主业维稳可控，收购一芯智能享受物联网行业成长红利。**公司是国内领先的网络优化服务商，17H1 主业营收同比减少12%，整体维持在可控范围。公司作价6.6亿元收购工业机器人装备、RFID产品、物联网行业解决方案标的一芯智能，2016-2019 年对赌业绩为3500万元、5000万元、6000万元、8000万元，随着物联网订单需求的提升，一芯智能加大在物联网领域布局，同时往交通、安防、环保、银行等多领域布局扩充营收点，考虑季节性影响下半年为业绩集中体现期，一芯有望贡献可观业绩。
- **教育板块：教学产品横向扩充持续完善职教生态，入股学校绑定利益加速鼎利学院项目推进。**公司通过收购中外合作财经类教育标的上海美都，有望使公司从传统理工科产品扩充文理结合的综合教学产品体系，目前在上海拥有1所学校，1000名学生，后续将往广东、西南地区推进布局。公司目前拥有各类学院21家，其中17家开始招生教学，合计在校人数11000人。公司后续将通过对合作院校先投资入股后合作方式进行鼎利学院布局，有望在绑定利益的基础上加快推进鼎利学院扩张，同时在民促法细则完善后资本化运作不断丰富条件下，有望获得投资收益。
- **教育板块布局稳步推进，业绩贡献可期。**公司从2015年起大力布局鼎利学院，从2016年开始招生，学院通常需要2-3年的满座率爬坡期，随着鼎利学院数量的持续推进以及学院满座率的提升，公司教育板块业绩有望逐步体现。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司17-19年归母净利润1.78、2.29、2.81亿元，摊薄EPS为0.33、0.43、0.52元，对应当前股价27、22、17倍PE。考虑公司主业往物联网延伸有望充分享受行业成长红利，长期看鼎利学院数量推进+满座率提升贡献业绩，我们长期看好公司成长，维持**强烈推荐**评级。

风险提示：物联网业务成长低于预期、教育布局不达预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	735.69	1026.49	1294.46	1629.96
同比(%)	5.70%	39.53%	26.11%	25.92%
归母净利润	119.94	178.90	228.74	281.06
同比(%)	4.81%	49.16%	27.86%	22.87%
毛利率(%)	45.53%	46.48%	46.29%	46.39%
ROE(%)	5.68%	7.17%	7.82%	8.97%
每股收益(元)	0.22	0.33	0.43	0.52
P/E	38.06	27.46	21.48	17.48
P/B	2.13	1.74	1.63	1.51
EV/EBITDA	11.10	13.39	10.31	8.03

公司股价走势

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
世纪鼎利	-21.1	-9.5	-9.1
传媒行业	-1.4	-0.4	-4.8
沪深300	5.5	8.5	20.5

公司基本资料

总市值(亿元)	51.3
总股本(亿股)	5.6
流通股比例	59.3%
资产负债率	13.1%
大股东	叶滨
大股东持股比例	21.0%

相关报告

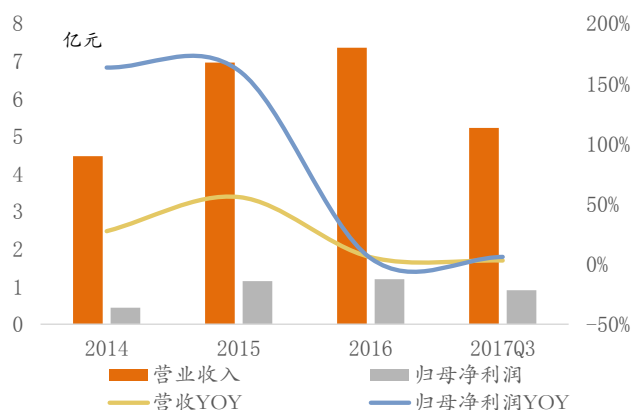
* 广证恒生传媒行业-世纪鼎利（300050）公司事件点评：外延扩充教学产品，持续推进职教布局-20170926

公司基本面梳理：

一、基本情况

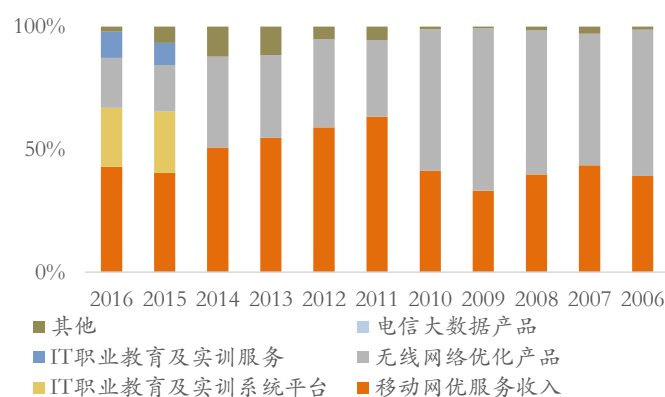
公司成立于 2001 年，是无线通信领域市场上最大的测量测试仪表提供商、国内规模最大的无线网络服务提供商之一和国内最成熟的无线网络端到端解决方案提供商。2017 年前三季度实现营收 5.2 亿元，同比增长 0.03%，归母净利润为 0.9 亿元，同比增长 5.93%；其中公司教育类营收规模约占整体营收 1/3；2017 年前三季度整体毛利率为 44.4%，同比 2016 年下降 1.1pct。

图表 1 公司近年营收和归母净利润及其增速



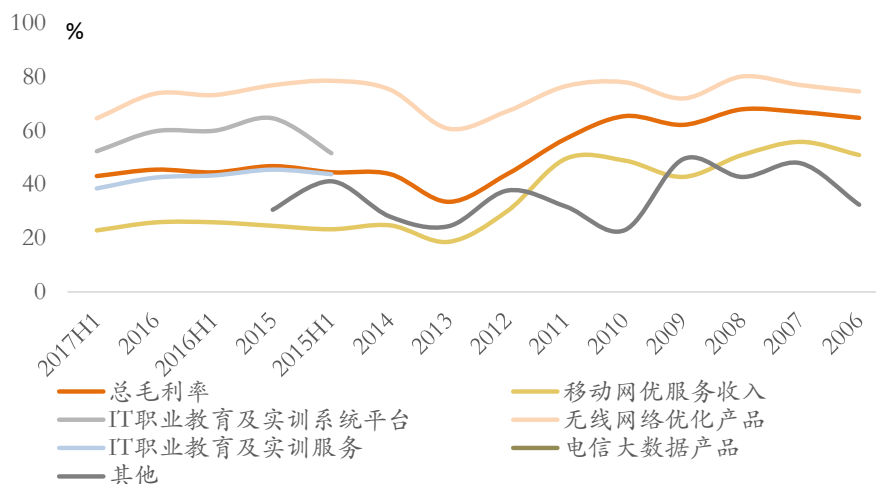
资料来源：公司公告、广证恒生

图表 2 近年公司业务收入拆分



资料来源：公司公告、广证恒生

图表 3 公司近年产品毛利率情况



资料来源：公司公告、广证恒生

二、主要收购标的

1. 智翔信息——IT 产学结合

公司于 2014 年作价 6.25 亿元收购智翔信息 100% 股权，其中现金 17.8%+股权 82.2%，定增除权后价格为 7.58 元/股，形成商誉 3.15 亿元，2014-2016 年实现归母净利润为 4588 万元、5829 万元、7031 万元，PE12 倍，目前已过对赌期。智翔信息是一家为 IT 职业教育行业提供实训系统及服务的专

业化企业，主营业务板块包括（1）IT 职业教育实训系统的研发、销售和相关配套与衍生服务；（2）IT 项目外包服务（产学结合）。

◆ 鼎利学院 1.0

2015 年，公司对智翔信息增资 2.13 亿元用于鼎利学院 1.0 的项目建设，用于鼎利职业学院的建设及运营工作，构建以鼎利学院为基础的职业教育生态圈。基本商业运营模式为与职业院校合作建立院中院，学校主要提供场地，公司提供教育内容，学费进行一定比例分成，目前拥有大小学鼎利学院 1.0 近 20 家，学生超过 1 万人。由于鼎利学院前期投入较大，业绩回报期较长，待学生满座率提升以后（开课招生 3 年后），才有较可观的业绩体现。

图表 4 鼎利学院 1.0 项目投资规划

时间	投资金额	用途
2015	1.03 亿	主要用于对原有 2 所鼎利学院扩大投资、新设 1 所鼎利学院和 1 所政府就业型基地。其中，基础建设预计投入 6,000 万元（其中，2,000 万投资延续到 2016 年），仿真实训设备预计投入 3,500 万元，铺底流动资金投入 800 万元。
2016	1.1 亿	主要用于 5 所鼎利学院建设及运营，其中，基础建设预计投入 6,000 万元，仿真实训设备预计投入 4,000 万元，铺底流动资金预计投入 1,000 万元。

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 5 鼎利学院 1.0 项目投资经济效益分析

	时间	阶段	预计累计收入	累计
第一阶段	持续两年	投资建设期	1500-1800 万	亏损 400-500 万
第二阶段	第 3-8 年	投资回收期	4-6 亿	利润 1.4-2.0 亿
第三阶段	第 9 年起	稳定增长期	14-16 亿	利润 5-7 亿

资料来源：公司公告、广证恒生

◆ 鼎利学院 2.0

2016 年，公司投资 2.8 亿元建立鼎利学院 2.0 项目中德国际学院，用于 3 所鼎利中德国际学院的设立和运营，往中外合作办学方向发展。中德国际学院在课程设置、教育环境等方面均优于鼎利学院 1.0，因此收费也相对较贵。

图表 6 鼎利学院 2.0 项目投资建设内容

序号	工程/项目	投资金额 (人民币 /万元)	运营 周期	预计开 始招收 时间	招生计划	实训服务费
1	(西南地区) 某鼎利中德国际学院 A	7,636	2016-2032 年	2017	软件技术、计算机网络技术、通讯技术、电子商务、电子信息工程、机械制造与自动化、轨道交通等老专业的招生计划为： 2016 级 1100 人，2017 年之后不低于 1300 人；并计划于 2017 年新增工业	老专业和新专业的生均实训服务费分别为 7,500 元/人和 10,000 元/人。



					机器人、汽车等专业方向，新专业的招生计划为每届不低于 700 人。到 2019 年末，鼎利学院的在校生人数将不低于 6000 人。	
2	(西南地区) 某鼎利中德国际学院 B	11,455	2016-2037 年	2017	主要围绕“互联网+”、智能制造、下一代汽车等专业方向培养人才。首届（2017 年）招生人数为 1000 人，后根据实际情况逐渐增至 1500 人；到 2021 年末在校生人数将不低于 4500 人	生均实训服务费保持在 12,480 元/人
3	(华南地区) 某鼎利中德国际学院	8,909	2016-2037 年	2017	围绕软件技术、计算机网络技术、计算机应用技术、电气自动化技术、物联网应用技术、移动通信技术等专业方向每年招生人数不低于 550 人，到 2021 年末在校生规模可达到 2200 人。	首届 2017 级为专科生，生均实训服务费为 12,000 元/人。若 2018 级以后高校的招生层次变为本科，生均实训服务费将很可能上涨至 20,000 元/人。

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 7 鼎利学院 2.0 项目投资回报分析

阶段	时间	主要任务	介绍
第一阶段	2016-2017 年	投资建设期及运营初期	预计累计收入 2,600 余万元人民币
第二阶段	此后的五年	投资回报期	该期间内，三所中德国际学院的招生规模逐步扩大、生均实训服务费有所上涨、中外合作办学项目有望开展。
第三阶段	自第八年（2023）开始	稳定增长期	整体项目年营业收入保持在人民币 14,000 万元左右，年毛利率和净利率分别稳定在 59%和 45%上下
总计	三所鼎利中德国际学院预计从第六年起，在校生规模将稳定在 12700 人左右。项目的实施可为国家累计培养近七万名的高质量人才，为世纪鼎利累计创造近 30 亿元实训服务收入和累计超过 12 亿元的净利润。		

资料来源：公司公告、广证恒生

◆ 鼎利学院后续发展思路：

公司过去通过与院校业务合作方式进行推进，在项目推进、分成比例等方面受到较大阻力，降低了公司在教育板块推进的效率；后续将围绕与优秀的名字院校先投资入股后合作方式进行业务布局，通过入股有望绑定双方利益，加快鼎利学院推进进度。

2. 一芯智能——物联网服务提供商

公司 2016 年作价 6.6 亿元收购一芯智能 100% 股权，其中现金 30%+股权 70%，发股购买资产价格 12.03 元/股，配套融资不超过 1.33 亿元，发股价格为 12.68 元/股，标的 2016-2019 年业绩承诺为 3500 万元、5000 万元、6000 万元、8000 万元，PE 为 19 倍，形成 5.97 亿元商誉。一芯智能是国内领先的基于 RFID 技术的工业机器人装备、RFID 产品、物联网行业解决方案的产品与服务提供商。一芯智能提供的产品和服务可分为三大板块，即工业机器人装备、RFID 产品和物联网行业解决方案。

目前，一芯智能在工厂智能化改造、物联网行业解决方案获得较大突破。一芯智能的工厂智能化改造方案获得了国内厂商的大额订单。一芯智能研发生产的读写设备及后台系统成功开拓了东南亚地区等海外市场，并实现批量销售。同时，一芯智能为交通、安防、环保、银行等领域提供物联网行业解决方案，创造了新的盈利增长点。考虑一芯智能业绩集中体现在下半年，公司有望充分享受物联网所带来的机会以及在消化大额订单下带来的业绩提升。

图表 8 一芯智能物联网业务营收快速增长

项目	2016 年 1-9 月		2015 年度		2014 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
工业机器人装备	1,143.11	13.55%	1,292.97	40.57%	1,249.26	45.92%
RFID 产品	3,133.55	37.15%	1,678.84	52.67%	1,471.40	54.08%
物联网行业解决方案	4,157.16	49.29%	215.56	6.76%	-	0.00%
合计	8,433.82	100.00%	3,187.36	100.00%	2,720.67	100.00%

资料来源：公司公告、广证恒生

3. 佳诺明德——新兴技术职业培训+人力资源服务

公司于 2017 年投资 2350 万元收购佳诺明德 55.7% 股权，佳诺明德 2017-2019 年业绩承诺为 400 万元、600 万元、1000 万元，形成 1572 万元商誉。佳诺明德主要提供大学生职业教育及人力资源服务。1) 在大学生职业教育领域，佳诺明德主要面向新兴科技类或技术含量高的职位方向做培训，比如 VR/AR 培训班、中国银行就业培训班、Oracle 培训班等，后续有望进一步丰富产品线，增设人工智能、Java 和云计算等热门专业方向。2) 佳诺明德下设北京佳诺明德人力资源有限公司专门负责人力资源相关业务。业务内容主要以校园小猎头、招聘流程化外包（RPO）为主。通过收购佳诺明德，有望延伸公司职教产业链，完善公司职教生态布局。

4. 上海美都——中外合作财经类专业培训

公司于 2017 年作出资 3.6 亿元现金收购上海美都 100%，2017-2020 年业绩承诺为 2500 万元、3000 万元、3600 万元以及 4200 万元，形成 3.45 亿元商誉。上海美都是一家提供国际课程教育服务及高端金融类课程为主要业务的教育公司，在国内设立 4 个招生办公室，直接覆盖 700 多所中学的招生通道，是 AIA（国际会计师公会）官方除北京和广州外大陆地区唯一认可的代表处，拥有 AIA 中文及英文课程的独家授权；同时，上海美都还拥有英国 EduQual 大陆地区独家课程授权，提供以会计金融和工商管理方向的高等教育课程体系，衔接海外大学的本科、硕士学历，并通过不同的升学

模式与多种课程计划。目前在上海拥有一所学校，在校人数 1000 人，后续计划在广东、西南地区继续扩张校区。

调研纪要（QA）：

时间：2017 年 11 月 7 日

地点：珠海公司总部大楼

出席领导：公司副总、董秘许总

教育板块运营情况：

Q:公司对教育板块发展的战略思考？

公司过去以与职业院校通过合作方式建立鼎利学院，由于前期投入较大，业绩将集中在项目落地后 2-3 年才体现。在项目推进方面，对于与民办职校合作来说学费分成比例要求较为严格，分成比例普遍较低；对于公办学校的项目推进，学费分成比例往往在 8 成以上，公司希望同当地政府建立 PPP 项目，由于流程较为缓慢，部分细节问题需要 1 个月时间完成，导致公司在职教合作院校推进中受较大阻力。公司目前转换思路，通过向民办学校投资的模式，先入股后合作加深双方利益绑定，同时预期在民促法细则出来后，学校若改成营利性学院可能会有盈利，以及有望通过投资优质学校待其在海外上市后获一定的投资收益。公司在合作中不会签排他协议，一般股权比例不会超过 10%，对于优秀的公司公司希望股权拿多一些。

Q:四川工业科技学院情况？

该项目是公司在改变发展战略后的首个学院合作项目，投资额 1.2 亿元，未来将建设两个学院一个是鼎利学院、一个综合学院。

Q:公司目前教育板块发展进度？

公司已与高校合作设立鼎利学院 9 所，中德学院 3 所，加上一些 9 所小鼎利学院（即规模较小，学生人数较少的合作院校）等共计已开设 21 所鼎利学院，其中 17 所鼎利学院开始招生，在校学生合计 11000 人左右。营收规模同比去年会有小幅提升，但是不会有太大业绩体现，还需要多些沉淀。从长期来看，16-18 年还是投入期，19 年之后随着学生人数的逐渐提升、运营的成熟业绩体现更加明显。

Q:上海美都项目收购背景？

定位于做财会类国际培训产品，目前在上海拥有 1 家学校拥有 1000 名学生，后续计划在广东、西南地区继续开校，公司后续可以把财经类课程放到鼎利学院里面，从工科衍生至文科，丰富教学产品，此后将通过 3+1、3+2 等项目模式，把学生送到国外去交流。

Q:佳诺明德运营情况？

公司今年开始尝试做培训服务，但是较难扩展。

Q:教育拓展资金来源？

目前公司现金已不多，后续可能通过可转债、非公开、基金等方式进行融资。

Q:智翔信息对赌到期后的稳定性以及减值风险？

对于智翔来说：1）管理团队比较年轻，教育行业希望继续有积累，上市公司可以提供平台，所以对团队还是有吸引力的；2）股权激励就是围绕着智翔信息来做的；3）教育标的的并购，就是希望有更多的资源来支撑他们来把教育事业做大做强。公司年底会对智翔做减值测试，但从目前数值情况来看，问题不大。

主业运营部分：

Q:网络优化主业情况？

单块业绩维持在去年水平，起伏不会太大。由于集团层面摊了较多的费用（包括股权激励、项目尽调、部分业务推广等）拉低了网优单块业绩水平。

Q:公司主业发展背景以及收购一芯的逻辑？

公司从13年其往4G业务大幅投入，但效果低于预期。后续对行业的发展以及公司的布局变得较为谨慎，倾向于购买一个可以与主业互补的成熟资产。一芯主要是做物联网服务的，业绩体量较大。公司收购一芯智能，更多的是从大的ICT产业角度出发，寻找公司传统通信主业延伸发展的机遇，对公司来说，一芯是公司ICT业务板块的组成是通信领域的延伸，目前内部整合可控，业绩集中体现在下半年，有望贡献可观收益。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1345	2015	2197	2407	营业收入	736	1026	1294	1630
现金	751	1565	1654	1792	营业成本	401	549	695	874
应收账款	482	316	333	398	营业税金及附加	7	10	13	16
其它应收款	28	37	40	35	营业费用	56	82	104	130
预付账款	10	7	8	9	管理费用	166	205	259	326
存货	67	80	156	166	财务费用	-17	-14	-21	-23
其他	5	10	7	7	资产减值损失	16	20	18	19
非流动资产	1135	1213	1226	1215	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	98	105	113	投资净收益	-2	-1	-1	-1
固定资产	79	120	141	145	营业利润	103	173	226	286
无形资产	159	175	147	124	营业外收入	29	28	29	29
其他	880	820	833	834	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2480	3229	3424	3622	利润总额	132	201	254	315
流动负债	309	372	393	352	所得税	12	23	26	34
短期借款	55	55	55	55	净利润	120	178	228	280
应付账款	126	50	60	60	少数股东损益	0	-1	-1	-1
其他	128	267	278	237	归属母公司净利润	120	179	229	281
非流动负债	17	18	18	18	EBITDA	199	255	322	397
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	0.22	0.33	0.43	0.52
其他	17	18	18	18					
负债合计	326	390	411	370	主要财务比率				
少数股东权益	9	8	7	7	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	499	537	537	537	成长能力				
资本公积	1162	1654	1654	1654	营业收入增长率	5.7%	39.5%	26.1%	25.9%
留存收益	486	640	815	1056	营业利润增长率	-3.8%	68.3%	30.4%	26.7%
归属母公司股东权益	2146	2830	3005	3246	归属于母公司净利润增长率	4.8%	49.2%	27.9%	22.9%
负债和股东权益	2480	3229	3424	3622	获利能力				
					毛利率	45.5%	46.5%	46.3%	46.4%
现金流量表					净利率	16.3%	17.4%	17.6%	17.2%
					ROE	5.7%	7.2%	7.8%	9.0%
单位:百万元					ROIC	5.1%	5.7%	6.8%	7.9%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力				
经营活动现金流	241	474	211	243	资产负债率	13.1%	12.1%	12.0%	10.2%
净利润	120	179	229	281	净负债比率	16.88%	14.10%	13.39%	14.88%
折旧摊销	74	68	89	105	流动比率	4.35	5.42	5.60	6.84
财务费用	-17	-14	-21	-23	速动比率	4.13	5.20	5.20	6.37
投资损失	2	1	1	1	营运能力				
营运资金变动	26	210	-79	-115	总资产周转率	0.30	0.36	0.39	0.46
其它	36	31	-7	-6	应收账款周转率	1.49	2.57	3.99	4.46
投资活动现金流	-331	-181	-88	-88	应付账款周转率	4.05	6.23	12.64	14.56
资本支出	-369	-40	-70	-55	每股指标（元）				
长期投资	12	-71	-9	-10	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.33	0.43	0.52
其他	26	-69	-9	-23	每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.88	0.39	0.45
筹资活动现金流	-119	522	-34	-17	每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.27	5.60	6.05
短期借款	-81	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	38.06	27.46	21.48	17.48
普通股本增加	249	38	0	0	P/B	2.13	1.74	1.63	1.51
资本公积金增加	-249	492	0	0	EV/EBITDA	11.10	13.39	10.31	8.03
其他	-38	-9	-34	-17					
现金净增加额	-209	815	89	138					

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq_a@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张舒	(86)13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。