

文化长城(300089)/教育

联讯、智游完成承诺，扣非净利润增70%

评级：买入(维持)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	435
流通股本(百万股)	266
市价(元)	8.28
市值(百万元)	3600
流通市值(百万元)	2216

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 收购翡翠教育过会，IT 职教再下一城
- 2 扣除去年股权增值影响，净利润增长显著
- 3 联讯、智游并表增厚净利润，职教布局拉开序幕

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	452	540	1214	1390	1520
增长率 yoy%	1.7	19.4	124.7	14.5	9.4
净利润	137	73	239	296	325
增长率 yoy%	1004.1	-46.3	224.9	24.1	9.8
每股收益(元)	0.23	0.13	0.41	0.51	0.56
每股现金流量	-0.53	-0.30	0.57	0.03	2.58
净资产收益率	7.8	4.0	6.6	7.6	7.7
P/E	35	66	20	16	15
PEG	0.0	-1.4	0.1	0.7	1.5
P/B	1.6	4.5	2.0	2.7	1.3

备注：股价使用 2018 年 4 月 20 日收盘价。

投资要点

- **事件：**2017 年公司实现营业收入 5.40 亿元、同增 19.39%，归母净利润 734 6.18 万元、同减 46.30%，扣非后净利润 6984.82 万元、同增 70.14%，每股收益 0.17 元。
- **点评：**
- 公司归母净利润同减 46.30%，而扣非后净利润同增 70.14%，主要是 16 年联讯教育 20% 股权增值确认投资收益 9449.73 万所致。另外，联讯教育从 2016 年 8 月开始并表，智游臻龙从 2016 年 12 月开始并表，两家公司 2017 年全年并表，因此还存在并表时间的差异。
- **联讯教育、智游臻龙完成承诺。**2017 年公司教育类收入 2.41 亿元、同增 145.6%。其中联讯教育贡献收入 1.37 亿元、净利润 8165.23 万元，2015~17 年合计实现净利润 1.71 亿元，完成 1.63 亿元的业绩承诺。智游臻龙贡献收入 872 8.06 万元、净利润 3301.80 万元，超额完成 2500 万元的业绩承诺。
- **翡翠教育 2018 年 3 月末过户，预计将从 4 月开始并表。**翡翠教育从事移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训，涉及 6 大板块近 20 项课程，培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等 29 个城市。业务协同效应看，智游臻龙与翡翠教育均从事 IT 职业培训，两者在校区分布、课程内容、课程研发方面协同效应显著；联讯教育与翡翠教育控股子公司昊育信息均从事教育信息化，具有高等院校和职业院校的流量入口作用。
- **财务费用增加致陶瓷业务亏损。**2017 年陶瓷业务收入 2.94 亿元、同减 16.52%，毛利率同增 2.68pct 至 30.90%。剔除联讯教育和智游臻龙，可得陶瓷业务亏损约 4121 万元，主要是汇兑损益及贷款利息支出增加带来财务费用增加所致。
- **投资建议：**联讯教育和智游臻龙完成业绩承诺，预计翡翠教育将于 2018 年 4 月开始并表，公司职业教育生态圈日臻完善。预计 2018/19/20 年净利润 2.39/2.98/3.29 亿元，假设发行股份购买资产及募集配套资金增加约 1.50 亿股股本，对应全面摊薄每股收益 0.41/0.51/0.56 元，停牌前股价对应估值 20x/16x/15x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**智游臻龙、翡翠教育学生人数、学费增长不达预期，造成业绩不达预期，进而带来商誉减值。

事件

- 2017 年公司实现营业收入 5.40 亿元、同增 19.39%，归母净利润 7346.18 万元、同减 46.30%，扣非后净利润 6984.82 万元、同增 70.14%，每股收益 0.17 元。

点评

- 公司归母净利润同减 46.30%，而扣非后净利润同增 70.14%，主要是 16 年联讯教育 20% 股权增值确认投资收益 9449.73 万所致。另外，联讯教育从 2016 年 8 月开始并表，智游臻龙从 2016 年 12 月开始并表，两家公司 2017 年全年并表，因此还存在并表时间的差异。
- **联讯教育、智游臻龙完成承诺。**2017 年公司教育类收入 2.41 亿元、同增 145.6%。其中联讯教育贡献收入 1.37 亿元、净利润 8165.23 万元，2015~17 年合计实现净利润 1.71 亿元，完成 1.63 亿元的业绩承诺。智游臻龙贡献收入 8728.06 万元、净利润 3301.80 万元，超额完成 2500 万元的业绩承诺。
- **翡翠教育 2018 年 3 月末过户，预计将从 4 月开始并表。**翡翠教育从事移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训，涉及 6 大板块近 20 项课程，培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等 29 个城市。业务协同效应看，智游臻龙与翡翠教育均从事 IT 职业培训，两者在校区分布、课程内容、课程研发方面协同效应显著；联讯教育与翡翠教育控股子公司昊育信息均从事教育信息化，具有高等院校和职业院校的流量入口作用。
- **财务费用增加致陶瓷业务亏损。**2017 年陶瓷业务收入 2.94 亿元、同减 16.52%，毛利率同增 2.68pct 至 30.90%。剔除联讯教育和智游臻龙，可得陶瓷业务亏损约 4121 万元，主要是汇兑损益及贷款利息支出增加带来财务费用增加所致。

图表 1：营业收入拆分及毛利率水平

业务拆分	2017 年营业收入 (万元)	营业收入 YoY	毛利率	毛利率同比增减(%)
陶瓷行业	29426	-16.52%	30.90%	2.68
教育系统集成及运营业务行业	11385	65.60%	80.13%	2.98
教育培训行业	6269	1332.73%	76.32%	8.42
软件开发和技术服务行业	3894	662.01%	86.88%	2.49
电子产品销售行业	2587	29.10%	9.55%	0.91

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **投资建议：**联讯教育和智游臻龙完成业绩承诺，预计翡翠教育将于 2018 年 4 月开始并表，公司职业教育生态圈日臻完善。预计 2018/19/20 年净利润 2.39/2.98/3.29 亿元，假设发行股份购买资产及募集配套资金增加约 1.50 亿股股本，对应全面摊薄每股收益 0.41/0.51/0.56 元，停牌前股价对应估值 20x/16x/15x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**智游臻龙、翡翠教育学生人数、学费增长不达预期，造成业绩不达预期，进而带来商誉减值。

图表 2: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F		2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入	452	540	1,214	1,390	1,520	货币资金	561	553	2,063	2,710	3,344
营业成本	289	272	569	642	707	存货	106	95	96	96	93
毛利率	36.06%	49.72%	53.14%	53.83%	53.49%	应收账款	227	182	185	187	191
营业税金及附加	6	7	10	11	11	其他流动资产	79	102	102	129	162
营业费用	39	47	157	181	195	流动资产	973	932	2,446	3,122	3,790
营业费用率	8.66%	8.65%	12.91%	13.02%	12.83%	固定资产	186	225	201	178	155
管理费用	61	76	159	171	182	长期股权投资	108	210	210	210	210
管理费用率	13.56%	14.07%	13.07%	12.34%	12.00%	无形资产	301	316	316	316	316
财务费用	2	53	6	-7	-7	其他长期资产	887	1,038	1,172	1,306	1,441
财务费用率	0.39%	9.82%	0.51%	-0.50%	-0.47%	非流动资产	1,482	1,788	1,899	2,010	2,121
投资收益	96	-6	0	0	0	资产总计	2,455	2,720	4,344	5,132	5,911
营业利润	141	86	316	395	436	短期借款	358	234	273	399	466
营业利润率	31.19%	15.90%	26.02%	28.43%	28.68%	应付账款	35	37	73	85	92
营业外收入	5	0	5	5	5	其他流动负债	87	99	173	556	965
营业外支出	2	2	2	2	2	流动负债	480	370	520	1,040	1,523
利润总额	143	84	318	398	439	长期负债	90	80	80	80	80
所得税	7	11	58	74	80	其他长期负债	126	449	105	108	111
所得税率	4.65%	12.78%	18.17%	18.59%	18.34%	非流动性负债	216	529	185	188	191
少数股东损益	0	0	22	28	33	负债合计	696	899	705	1,228	1,714
归属于母公司股东的净利润	137	73	239	296	325	股本	435	435	584	584	584
净利率	30.24%	13.60%	19.67%	21.30%	21.38%	资本公积	1,027	1,027	2,482	2,482	2,482
每股收益(元)(摊薄)	0.23	0.13	0.41	0.51	0.56	股东权益合计	1,759	1,822	3,639	3,904	4,197
						少数股东权益	0	0	22	50	84
						负债股东权益总计	2,455	2,720	4,344	5,132	5,911
						比率分析					
现金流量表 (百万元)							2016	2017	2018F	2019F	2020F
指标名称	2016	2017	2018F	2019F	2020F	增长率 (%)					
净利润	137	73	239	296	325	营业收入	1.7	19.4	124.7	14.5	9.4
少数股东损益	0	0	22	28	33	营业利润	1996.7	-39.1	267.5	25.1	10.3
折旧和摊销	29	28	23	23	23	净利润	1004.1	-46.3	224.9	24.1	9.8
营运资金变动	55	-30	105	362	379	利润率 (%)					
其他	-68	51	5	-8	-8	毛利率	36.1	49.7	53.1	53.8	53.5
经营现金流	153	122	394	701	753	EBIT Margin	12.4	25.6	26.3	27.7	27.9
资本支出	-4	-198	0	0	0	EBITDA Margin	18.8	30.8	28.3	29.4	29.5
投资收益	0	2	0	0	0	净利率	30.2	13.6	19.7	21.3	21.4
资产变卖	0	516	-130	-130	-130	回报率 (%)					
其他	-434	-611	0	0	0	净资产收益率	7.8	4.0	6.6	7.6	7.7
投资现金流	-437	-290	-130	-130	-130	总资产收益率	5.6	2.7	5.5	5.8	5.6
发行股票	480	0	1,605	0	0	其他 (%)					
负债变化	74	218	-305	128	69	资产负债率	28.4	33.0	16.2	23.9	29.0
股息支出	11	0	-48	-59	-65	所得税率	4.6	12.8	18.2	18.6	18.3
其他	-35	-34	-6	7	7	股利支付率	7.9	0.0	20.0	20.0	20.0
融资现金流	530	184	1,246	76	11						
现金净增加额	246	16	1,510	647	634						

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。