

实施首次股份回购彰显信心，“职教培训+教育信息化”并举地处估值洼地

■公司发布公告称，2018年5月31日首次实施了回购股份。公司以集中竞价交易方式回购公司股份10.3万股，支付的总金额约101万元；本次回购的股份数量占公司目前总股本的比例为0.021%，最高成交价为9.79元/股，最低成交价为9.76元/股。5月18日公司曾发布公告称拟在二级市场以集中竞价交易方式回购股份，回购股份的价格为不超过人民币12元/股，拟回购资金总额不低于人民币6,000万元，不超过人民币1亿元。

■通过发行股份(52%)+现金支付(48%)方式，深度绑定教育团队与上市公司。①公司以通过发行股份(52%)+现金支付(48%)方式，购买翡翠教育100%股权，翡翠教育原管理团队(鲁志宏、庄严等)共持有上市公司约7%股权，教育团队与上市公司利益深度绑定；②公司成立教育事业部，聘任具有丰富行业经验的翡翠教育创始人鲁志宏为总经理、庄严为投资总监，有利于对各业务板块进行统一管理，提升板块间的协同效应。

■翡翠教育有望量价齐升。①翡翠教育18年将加速布网点布局，进一步提升学费，同时增设培训品类，预计将实现学生规模和利润的大幅增长；②IT职教培训赛道空间大增速高，可复制性强，龙头(翡翠教育)有望不断提升市占率：行业无地域区分，以就业为最终目标，可复制性强；以培训体系和师资为核心竞争力，公司具有完备并且反应迅速的培训体系，同时拥有成熟教师培养模式。

■教育信息化市场需求量大，联讯教育具有深厚行业资源，有望完成对赌业绩。①2018年国家财政性教育信息化投入规模约3000亿元，保障教育信息化市场需求；②联讯教育2017年以广东为核心辐射广西、江西、湖南、河北等十多个省份，超额完成承诺业绩，证明了公司业务拓展能力；③2018年联讯教育将持续优化业务结构，扩张业务范围，有望实现对赌业绩。

■处于估值洼地，股价与增发价格倒挂，管理层已开启回购。①公司以发行股份方式支付翡翠教育52%对价，发行价为14.9元，与当前股价严重倒挂；②5月19日公司已公告，开启集中竞价回购，体现管理层强烈信心。

■投资建议：翡翠教育已经于2018年4月开始并表，根据我们对各项业务的经营预测，预计公司2018-2020年收入分别10.24亿元/14.41亿元/16.06亿元，对应增速分别为89.6%、40.7%、11.5%；归母净利润分别为2.28亿元/3.54亿元/4.02亿元。截止2018年6月1日收盘，公司市值为49.03亿元人民币，对应2018年21xPE，行业平均为35xPE，

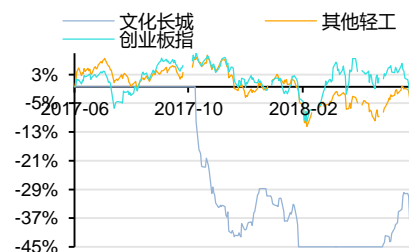
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**13.77元**
股价(2018-06-01) **10.01元**

交易数据

总市值(百万元)	4,903.27
流通市值(百万元)	2,664.15
总股本(百万股)	489.84
流通股本(百万股)	266.15
12个月价格区间	8.28/14.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.27	24.42	-30.85
绝对收益	19.17	20.89	-32.93

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

杜一帆

报告联系人

duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

文化长城：夯实“教育信息化+职业教育培训”布局，构建职业教育综合服务产业链/黄守宏	2018-05-21
文化长城：收购翡翠教育获有条件过会，职业教育综合服务产业链扎实推进/张龙	2017-12-29

远低于行业平均估值水平。给予 6 个月目标价 13.77 元，对应 2018 年 27xPE。

■风险提示：并购整合风险；经营管理风险；毛利率下降风险；政策不达预期风险

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	452.4	540.1	1,024.0	1,441.1	1,606.4
净利润	136.8	73.5	227.6	354.0	401.6
每股收益(元)	0.28	0.15	0.51	0.74	0.84
每股净资产(元)	3.59	3.72	4.54	5.03	5.82

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	35.8	66.7	19.8	13.5	11.9
市净率(倍)	2.8	2.7	2.2	2.0	1.7
净利润率	30.2%	13.6%	22.2%	24.6%	25.0%
净资产收益率	7.8%	4.0%	11.1%	14.8%	14.5%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
ROIC	16.4%	7.3%	14.4%	15.7%	18.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	452.4	540.1	1,024.0	1,441.1	1,606.4	成长性					
减:营业成本	289.3	271.6	402.3	575.2	641.1	营业收入增长率	1.7%	19.4%	89.6%	40.7%	11.5%
营业税费	6.4	7.4	12.3	19.1	20.9	营业利润增长率	1996.7%	-39.1%	277.6%	46.9%	12.0%
销售费用	39.2	46.7	118.9	175.0	196.9	净利润增长率	1004.1%	-46.3%	209.8%	55.6%	13.5%
管理费用	61.3	76.0	131.4	177.4	196.0	EBITDA 增长率	546.1%	-1.4%	138.5%	35.1%	11.0%
财务费用	1.8	53.1	34.9	17.8	17.8	EBIT 增长率	1840.2%	-6.0%	167.5%	37.6%	11.6%
资产减值损失	9.4	-1.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	1703.2%	-11.0%	112.8%	43.2%	12.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	100.1%	7.9%	31.4%	-5.3%	9.3%
投资和汇兑收益	96.0	-5.6	-	-	-	净资产增长率	120.1%	3.6%	12.2%	17.4%	15.8%
营业利润	141.1	85.9	324.4	476.6	533.8	利润率					
加:营业外净收支	2.3	-1.8	-	-	-	毛利率	36.1%	49.7%	60.7%	60.1%	60.1%
利润总额	143.4	84.1	324.4	476.6	533.8	营业利润率	31.2%	15.9%	31.7%	33.1%	33.2%
减:所得税	6.7	10.8	96.9	122.9	132.5	净利润率	30.2%	13.6%	22.2%	24.6%	25.0%
净利润	136.8	73.5	227.6	354.0	401.6	EBITDA/营业收入	36.2%	29.9%	37.6%	36.1%	35.9%
						EBIT/营业收入	31.6%	24.9%	35.1%	34.3%	34.3%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	137	137	76	50	42
货币资金	560.6	552.8	81.9	264.9	466.0	流动营业资本周转天数	239	202	197	201	198
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	624	635	346	279	315
应收账款	260.1	192.6	727.1	590.9	828.6	应收帐款周转天数	181	151	162	165	159
应收票据	-	2.4	0.8	2.1	2.2	存货周转天数	78	67	47	50	50
预付帐款	26.1	85.3	42.1	104.9	82.2	总资产周转天数	1,450	1,725	953	694	685
存货	105.6	95.2	173.2	226.9	222.4	投资资本周转天数	993	1,153	730	574	524
其他流动资产	20.3	3.9	10.4	11.6	8.6	投资回报率					
可供出售金融资产	12.0	13.0	16.7	13.9	14.5	ROE	7.8%	4.0%	11.1%	14.8%	14.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	2.7%	8.4%	12.4%	12.3%
长期股权投资	107.9	210.1	210.1	210.1	210.1	ROIC	16.4%	7.3%	14.4%	15.7%	18.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	186.3	224.7	209.2	193.8	178.4	销售费用率	8.7%	8.7%	11.6%	12.1%	12.3%
在建工程	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	管理费用率	13.6%	14.1%	12.8%	12.3%	12.2%
无形资产	300.7	315.6	305.3	295.0	284.6	财务费用率	0.4%	9.8%	3.4%	1.2%	1.1%
其他非流动资产	873.1	1,022.6	922.8	938.3	958.3	三费/营业收入	22.6%	32.5%	27.8%	25.7%	25.6%
资产总额	2,454.9	2,720.2	2,701.6	2,854.3	3,257.9	偿债能力					
短期债务	357.8	234.0	330.6	-	-	资产负债率	28.4%	33.0%	24.4%	15.9%	14.7%
应付帐款	46.2	39.0	47.8	96.9	70.1	负债权益比	39.6%	49.3%	32.2%	18.9%	17.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.03	2.52	2.22	6.03	8.93
其他流动负债	75.6	97.1	87.9	102.2	110.2	速动比率	1.81	2.26	1.85	4.89	7.69
长期借款	90.0	80.0	-	-	-	利息保障倍数	81.59	2.53	10.30	27.78	30.99
其他非流动负债	126.4	448.7	191.7	255.6	298.6	分红指标					
负债总额	696.0	898.7	658.1	454.7	479.0	DPS(元)	0.02	-	0.05	0.05	0.05
少数股东权益	0.3	0.4	0.3	0.0	-0.3	分红比率	7.9%	0.0%	10.7%	6.2%	5.6%
股本	434.8	434.8	450.2	477.3	477.3	股息收益率	0.2%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
留存收益	1,323.7	1,386.3	1,593.2	1,922.3	2,301.9						
股东权益	1,758.9	1,821.5	2,043.6	2,399.6	2,778.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	136.8	73.4	227.6	354.0	401.6	EPS(元)	0.28	0.15	0.51	0.74	0.84
加:折旧和摊销	29.0	28.0	25.8	25.8	25.8	BVPS(元)	3.59	3.72	4.54	5.03	5.82
资产减值准备	9.4	-1.5	-	-	-	PE(X)	35.8	66.7	19.8	13.5	11.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.7	2.2	2.0	1.7
财务费用	19.3	45.2	34.9	17.8	17.8	P/FCF	-8.7	31.9	-8.0	24.7	19.6
投资损失	-96.0	5.6	-	-	-	P/S	10.8	9.1	4.4	3.3	3.0
少数股东损益	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	EV/EBITDA	48.3	27.9	12.5	8.9	7.7
营运资金的变动	187.5	-155.5	-489.5	82.7	-253.1	CAGR(%)	37.3%	76.2%	163.8%	37.3%	76.2%
经营活动产生现金流量	152.8	121.8	-201.4	480.0	191.7	PEG	1.0	0.9	0.1	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-437.2	-289.9	-3.7	2.8	-0.6	ROIC/WACC	1.6	0.7	1.4	1.5	1.8
融资活动产生现金流量	530.0	184.3	-265.8	-299.8	10.0	REP	3.0	3.6	1.5	1.4	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034