

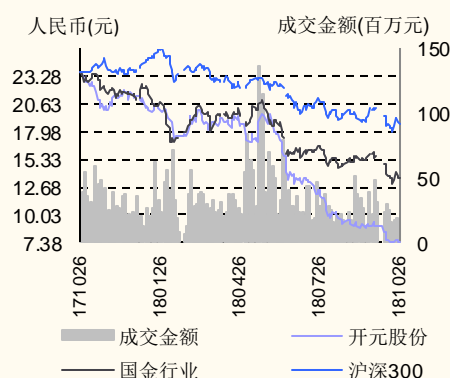
开元股份 (300338.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.48 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	188.12
总市值 (百万元)	2,581.93
年内股价最高最低 (元)	23.58/7.38
沪深 300 指数	3173.64



开元股份 18Q3 点评: 前三季度营收同增 68%, 职教业务利润同增 13%

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.023	0.471	0.439	0.579	0.745
每股净资产 (元)	3.00	6.21	6.63	7.21	7.97
每股经营性现金流 (元)	0.13	0.97	0.36	0.72	0.83
市盈率 (倍)	1,094.98	45.57	17.04	12.93	10.04
净利润增长率 (%)	55.31%	2617.09%	-5.37%	31.84%	28.74%
净资产收益率 (%)	0.78%	7.59%	6.73%	8.15%	9.50%
总股本 (百万股)	252.00	339.62	345.18	345.18	345.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 开元股份发布 2018 年三季报, 2018 年 Q1-Q3 实现营收 9.81 亿元, +68%YOY, 归母净利润 1.02 亿元, -7%YOY, 2018Q3 单季实现营收 3.83 亿元, +41%YOY, 归母净利润 3657 万元, -32%YOY。

经营分析

- 恒企教育&中大英才 2017 年 3 月 1 日开始并表, 职业教育业务进一步推进, 2018Q1-Q3 贡献 86%营收。营收增速快的原因在于职业教育业务赛道增加、培训业务产品增加以及学员增加所致, 归母净利润下降的原因在于制造业业务 (仪器仪表业务) 营收下降、子公司股权处置、资产清理等影响。2018Q1-Q3 职业教育业务实现营收合计 8.47 亿元, +110%YOY, 占总营收的 86%, 职业教育业务的净利润较上年同期增长 13.99%。职业教育业务利润增速低于收入增速是由于随着营收的快速增长, 运营费用也相应增加, 且受到新增股权激励费用、IT 培训业较大亏损等综合影响。
- 毛利率提升, 归母净利率下降, 销售费用率提高, 管理费用率降低。2018 年 Q1-Q3, 开元股份毛利率为 72%/+5pct; 销售费用率为 27%/+10pct, 主要由于营业收入增长影响销售费用同步增长, 且推广费等增速较快影响所致; 管理费用率为 22%/-2pct; 归母净利率为 10%/-8pct。
- 持续整合现有制造业业务。报告期内, 全资子公司开元平方于 2018 年 8 月 5 日将持有冶联科技的股权转让给董彬先生。从 2018 年 8 月起, 冶联科技不再纳入公司合并会计报表范围。全资子公司开元机电业务已完全并入开元股份, 报告期内对开元机电的相关资产进行清理, 预计本年度完成开元机电的税务注销手续。冶联科技和开元机电 2017 年均为亏损状态。

投资建议

- 我们预计 2018-2020 年归母净利润为 1.51/2.00/2.57 亿元, 对应 PE17/13/10x, 6 月 21 日, 公司董事会会议决议在当对制造业业务整合完成后, 启动对开元股份的业务重组, 剥离效益不良的业务与子公司, 公司治理结构持续优化, 业务有望纯化, 未来公司或成为纯教育业务公司, 全力发展教育业务, 值得期待。目标价 9.35 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 如果职教业绩未达预期, 存商誉减值风险; 职教行业竞争加剧; 公司制造业业务整合及整体业务重组计划仍存不确定性等风险。

相关报告

1. 《开元股份发布 18H1 业绩: 营收同比增长 91%, 教育业务业绩持续...》, 2018.9.10
2. 《开元股份: 拟整合剥离传统主业, 教育业务纯化正式启动-开元股份...》, 2018.6.21
3. 《开元股份发布 18Q1 业绩: 单季度实现营收 2.36 亿, 教育业务...》, 2018.4.25
4. 《开元股份 2017 年报点评: 职教业务顺利推进, 稳步增长, 利润贡献...》, 2018.4.20
5. 《开元股份三季报: 单季度实现净利润 0.54 亿, 教育业务业绩持续兑现...》, 2017.10.27

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	282	341	981	1,158	1,375	1,645	货币资金	159	177	376	392	588	842
增长率		20.7%	187.7%	18.1%	18.7%	19.6%	应收款项	273	288	400	433	507	606
主营业务成本	-150	-198	-344	-374	-427	-495	存货	143	111	93	111	129	163
%销售收入	53.1%	57.9%	35.0%	32.3%	31.0%	30.1%	其他流动资产	8	15	156	58	66	76
毛利	133	143	637	785	948	1,150	流动资产	583	591	1,025	993	1,289	1,687
%销售收入	46.9%	42.1%	65.0%	67.7%	69.0%	69.9%	%总资产	62.6%	61.3%	34.0%	33.6%	39.8%	46.6%
营业税金及附加	-3	-6	-11	-12	-12	-16	长期投资	20	25	52	80	79	79
%销售收入	1.1%	1.9%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	固定资产	260	275	314	314	313	311
营业费用	-51	-48	-170	-316	-374	-441	%总资产	27.9%	28.5%	10.4%	10.6%	9.7%	8.6%
%销售收入	17.9%	14.0%	17.3%	27.3%	27.2%	26.8%	无形资产	56	53	1,601	1,567	1,557	1,543
管理费用	-74	-81	-228	-243	-289	-345	非流动资产	348	373	1,991	1,961	1,949	1,932
%销售收入	26.1%	23.9%	23.2%	21.0%	21.0%	21.0%	%总资产	37.4%	38.7%	66.0%	66.4%	60.2%	53.4%
息税前利润 (EBIT)	5	8	229	214	273	347	资产总计	931	964	3,016	2,955	3,239	3,619
%销售收入	1.8%	2.3%	23.3%	18.4%	19.9%	21.1%	短期借款	0	20	70	17	0	0
财务费用	4	1	-20	1	4	8	应付款项	133	147	668	503	576	667
%销售收入	-1.3%	-0.3%	2.0%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	其他流动负债	36	33	97	113	133	156
资产减值损失	-17	-17	-18	-3	-1	-1	流动负债	169	200	835	633	709	824
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	36	36	36	36
投资收益	0	0	4	0	0	0	其他长期负债	2	2	7	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a.	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	171	202	878	669	745	860
营业利润	-8	-8	209	211	277	355	普通股股东权益	751	756	2,110	2,250	2,450	2,707
营业利润率	n.a.	n.a.	21.3%	18.2%	20.1%	21.6%	少数股东权益	9	7	28	35	43	52
营业外收支	13	14	1	0	0	0	负债股东权益合计	931	964	3,016	2,955	3,239	3,619
税前利润	5	6	210	211	277	355	比率分析						
利润率	1.7%	1.6%	21.4%	18.2%	20.1%	21.6%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-3	-2	-43	-53	-69	-89	每股指标						
所得税率	61.2%	30.4%	20.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.015	0.023	0.471	0.439	0.579	0.745
净利润	2	4	167	158	208	266	每股净资产	2.979	2.998	6.211	6.626	7.214	7.971
少数股东损益	-2	-2	7	7	8	9	每股经营现金净流	-0.084	0.132	0.968	0.358	0.719	0.827
归属于母公司的净利润	4	6	160	151	200	257	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	1.3%	1.7%	16.3%	13.1%	14.5%	15.6%	回报率						
							净资产收益率	0.51%	0.78%	7.59%	6.73%	8.15%	9.50%
							总资产收益率	0.41%	0.61%	5.31%	5.13%	6.17%	7.10%
							投入资本收益率	0.26%	0.71%	8.11%	6.85%	8.10%	9.32%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-8.10%	20.69%	187.67%	18.12%	18.71%	19.59%
							EBIT增长率	-88.78%	56.67%	2763.89%	-6.65%	27.82%	27.17%
							净利润增长率	-92.25%	55.31%	2617.09%	-5.37%	31.84%	28.74%
							总资产增长率	5.95%	3.58%	212.69%	-2.03%	9.61%	11.76%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	276.0	253.2	109.3	110.0	110.0	110.0
							存货周转天数	301.4	234.6	108.5	108.0	110.0	120.0
							应付账款周转天数	95.0	104.8	130.7	140.0	130.0	120.0
							固定资产周转天数	287.8	278.6	112.7	94.2	78.0	63.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-20.97%	-20.60%	-12.61%	-14.85%	-22.13%	-29.22%
							EBIT利息保障倍数	-1.4	-8.7	11.5	-194.9	-61.5	-42.2
							资产负债率	18.38%	20.92%	29.11%	22.64%	23.01%	23.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	5	17
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	2	3
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	0.00	1.00	1.57	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

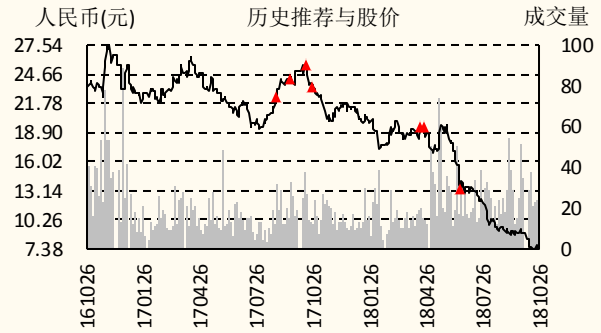
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-28	买入	23.48	29.50~29.50
2	2016-12-16	买入	26.51	29.50~29.50
3	2017-01-25	买入	22.16	29.50~29.50
4	2017-02-10	买入	23.14	29.50~29.50
5	2017-03-29	买入	25.59	29.50~29.50
6	2017-04-19	买入	25.55	29.50~29.50
7	2017-05-11	买入	23.20	29.50~29.50
8	2017-07-14	买入	21.25	29.50~29.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH