

电光科技 (002730)

防爆电器龙头企业，转型教育铿锵有力

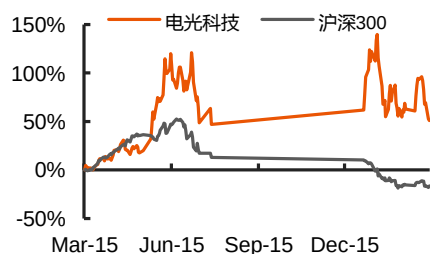
强烈推荐（首次）

现价：33.36 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.dianguang.com
大股东/持股	电光科技有限公司/51.14%
实际控制人/持股	石碎标/%
总股本(百万股)	147
流通 A 股(百万股)	47
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	48.93
流通 A 股市值(亿元)	15.57
每股净资产(元)	5.62
资产负债率(%)	34.40

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

苏多永 投资咨询资格编号
S1060515050001
SUDUOYONG627@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **防爆电器龙头企业**：公司前身是成立于 1993 年 6 月的集体所有制企业——乐清县电光防爆开关厂，经过 20 多年发展，公司成长为国内防爆安全领域龙头企业。公司主要从事防爆电器产品的研发、设计、生产和销售等业务，拥有矿用防爆电器完整的产品系列，在矿用防爆电器领域占有主导地位。公司下游客户主要为煤炭生产企业，包括神华集团、龙煤集团等大型煤企。近年来，煤炭行业景气度下滑，公司下游需求放缓，防爆电器业务受到一定程度的拖累，预计未来几年防爆电器业务处于低位徘徊。
- **战略转型教育产业，聚焦出国留学服务**：随着煤炭行业景气度下滑，公司防爆电器业务受到显著影响，公司积极谋划战略转型，打造公司第二主业。经过深入研究，公司将向教育产业转型，聚焦出国留学服务和在线教育。公司先后收购了中灵网络、雅力科技、乐迪科技、幽兰网络、纽班文化等教育标的，成功进入国际课程培训、出国服务和在线教育等细分领域。公司第二产业正在形成，根据雅力科技和乐迪科技的业绩承诺，2016 年分别为 1600 万元和 1000 万元，若能够实现承诺业绩，2016 年公司教育资产贡献的业绩预计占比将近 30%。
- **出国留学热度不减，千亿市场等待挖掘**：改革开放以来，我国出国留学人员不断增加，2014 年中国出国留学人员达到 45.98 万人，1978 年至今中国累计出国留学总人数达到 351.84 万人。中国留学行业产业规模已达到 2500 亿元，主要由留学中介、语言培训、留学学费、留学生活费等几部分构成。其中，留学生境外支出占比高达 85%，中国留学生学费、生活费总数约可达到 1500-2000 亿元；语言培训费用占比约 13%，如雅思、托福、SAT 等考前培训。据调查，留学考试培训的市场规模大约已达到 300 亿元。此外，多数留学生办理出国留学手续还会选择留学中介，留学中介服务费用占比约 2%，预计市场规模达到 50 亿元。
- **转型教育铿锵有力，优质项目陆续落地**：公司确定教育行业的转型方向后，

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	660	576	528	770	848
YoY(%)	-13.1	-12.8	-8.2	45.8	10.1
净利润(百万元)	62.8	53	54	94	120
YoY(%)	-18.9	-15.2	0.9	75.2	28.0
毛利率(%)	35.0	34.6	32.9	39.2	39.7
净利率(%)	9.5	9.2	10.2	12.2	14.2
ROE(%)	13.3	6.7	4.6	7.4	8.7
EPS(摊薄/元)	0.43	0.36	0.37	0.64	0.82
P/E(倍)	77.90	91.9	91.1	52.0	40.6
P/B(倍)	11.02	6.6	4.4	4.1	3.8

公司快速寻找优质项目，成功落地中灵网络、雅力科技、乐迪科技、幽兰网络等教育项目，转型教育铿锵有力。同时，为了更好地、更专业地寻找优质教育标的，公司也借助专业机构的力量，通过与上海千煌投资管理有限公司、上海勤学堂投资控股有限公司等专业机构发起成立总规模 5 亿元的教育产业基金——丰裕基金，并在较短时间内入股纽班文化，进入音乐培训等特色领域。

- **投资建议：**预计 2016-2017 年公司营业收入分别为 7.70 亿元和 8.48 亿元，分别同比增长 45.82% 和 10.13%；净利润分别为 0.94 亿元和 1.20 亿元，分别同比增长 75.2% 和 28.0%；EPS 分别为 0.64 元和 0.82 元，对应 2016 年 3 月 1 日收盘价 PE 分别为 52.01 倍和 40.62 倍。公司主业具有稳定增长能力，外延扩张带来公司业绩的大幅增长，战略转型教育提升公司的估值空间。我们看好在出国留学服务和在线教育领域的布局，首次覆盖并给予“强烈推荐”评级。对比中泰桥梁和银润投资，我们认为公司 2016 年合理估值区间为 80-100 倍 PE，对应的市值在 75-94 亿元，给予公司 48 元的目标价，对应发行后的市值约 75 亿元。
- **风险提示：**传统主业竞争加剧，外延扩张不达预期、并购资产整合风险、业绩不达预期风险等。

正文目录

一、	防爆电器制造商，转型教育正当时	6
1.1	历史沿革：从开关厂到防爆安全龙头企业	6
1.2	股东结构：家族成员控股	6
1.3	主营业务：矿用防爆电器，下游需求放缓	7
1.4	盈利能力：毛利率相对较高，净利率整体下滑	8
1.5	战略转型：聚焦教育产业，打造第二主业	9
二、	民办教育政策加码，市场需求十分强劲	9
2.1	教育投入持续增加，社会资本不断涌入	9
2.2	民办教育政策加码，营利性大势所趋	10
2.3	出国留学热度不减，千亿市场等待挖掘	11
2.4	在线教育崛起，高速增长可期	11
三、	转型教育铿锵有力，估值合理增速较高	12
3.1	转型方向明确，决策机制顺畅	12
3.2	转型教育铿锵有力，优质项目逐步落地	13
3.3	标的公司估值合理，业绩承诺增速很高	14
四、	聚焦出国留学服务，积极拓展在线教育	15
4.1	全资收购雅力科技，聚焦出国留学服务	15
4.2	增资控股中灵网络，布局 3D 在线教育	17
4.3	全资收购乐迪科技，持续加码在线教育	18
4.4	参股纽班文化，培育特色教育	19
五、	盈利预测与投资建议	20
5.1	盈利预测：外延助力高增长	20
5.2	公司估值：转型提升估值空间	21
5.3	投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级	22
5.4	风险提示	22

图表目录

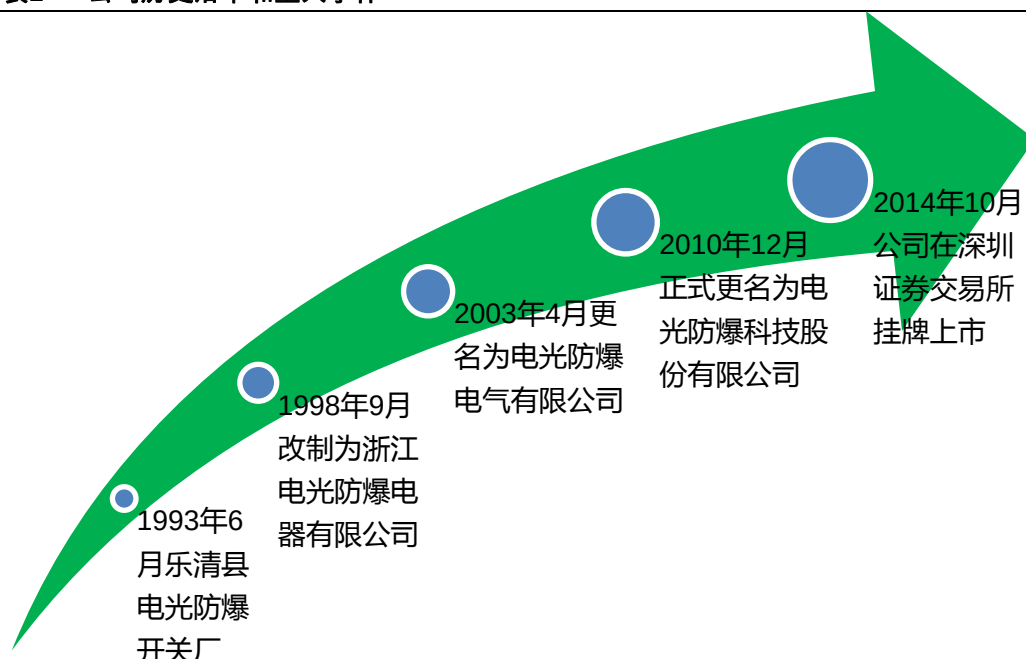
图表 1	公司历史沿革和重大事件	6
图表 2	公司股东结构示意图	7
图表 3	矿用防爆高压开关系列真空配电装置	7
图表 4	矿用防爆动力中心系列安全型动力中心	7
图表 5	2011-2015 年公司营业收入及增速（万元）	8
图表 6	2011-2015 年公司净利润及增速（万元）	8
图表 7	2011-2014 年公司各产品类别毛利率走势（%）	8
图表 8	2011-2015 年公司净利率和期间费用率（%）	8
图表 9	公司历史沿革和重大事件	9
图表 10	全国财政性教育经费及占 GDP 的比重（亿元）	10
图表 11	社会投资教育经费及增速（亿元）	10
图表 12	民办教育相关支持政策	10
图表 13	中国出国留学规模（万人）	11
图表 14	中国出国留学市场份额分布	11
图表 15	全球在线教育规模及预测（亿美元）	12
图表 16	我国在线教育规模及增速（亿元）	12
图表 17	公司战略转型的核心要素	12
图表 18	四因子研判“转型真英雄”的主要指标及评判标准	13
图表 19	公司转型教育产业的主要路径	14
图表 20	公司收购整体估值水平合理（单位：万元）	15
图表 21	雅力科技的业务结构	15
图表 22	雅力科技的业务结构	16
图表 23	增资控股中灵网络，布局 3D 在线教育	17
图表 24	中灵网络近期重大事件	17
图表 25	乐迪科技的业务结构	18
图表 26	乐迪科技的核心优势	19
图表 27	纽班文化的核心优势	20
图表 28	公司各业务板块盈利预测	21
图表 29	可比教育公司估值比较	21
图表 30	电光科技、中泰桥梁和银润投资的对比	22

一、 防爆电器制造商，转型教育正当时

1.1 历史沿革：从开关厂到防爆安全龙头企业

电光防爆科技股份有限公司（以下简称“电光科技”或公司）前身是成立于 1993 年 6 月的集体所有制企业——乐清县电光防爆开关厂，注册资本 89 万元；1998 年 9 月改制为有限责任公司——浙江电光防爆电器有限公司，注册资本增至 1030 万元；2003 年 4 月更名为电光防爆电气有限公司，同时石碎标等人对公司增资，注册资本增至 5168 万元；2006 年 3 月和 2010 年 8 月公司获得股东 2 次增资，注册资本增至 11000 万元；2010 年 12 月公司整体变更为股份公司；2014 年 10 月公司成功在深圳证券交易所挂牌上市，正式进军资本市场，2014 年 11 月公司注册资本增至 14667 万元。经过 20 多年发展，公司已经从一家开关厂发展成为提供矿用防爆电器产品的研发、设计、生产和销售提供商，成为国内防爆安全领域龙头企业。

图表1 公司历史沿革和重大事件

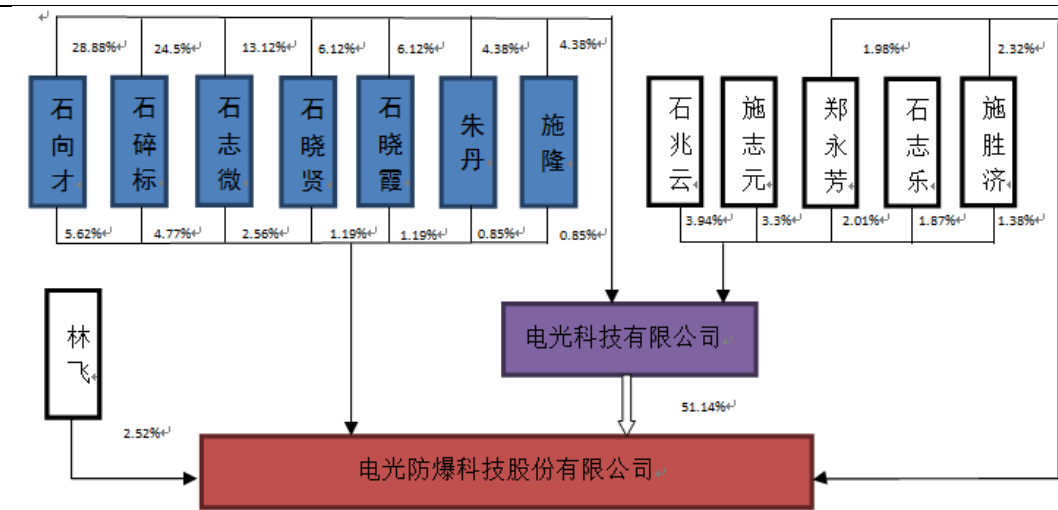


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 股东结构：家族成员控股

公司实际控制人为以石碎标、石向才父子为核心的家族成员，主要股东中石志微系石碎标长女，石晓霞系石碎标三女，石向才系石碎标长子，石晓贤系石碎标次子，朱丹系石碎标儿媳、石向才妻子，施隆系石碎标外孙、石志微长子。2011 年 2 月石碎标等 7 人签署《一致行动协议书》，凡涉及公司重大经营管理决策事项，各方将先行协商一致，在公司决策中保持一致行动。公司第一大股东为电光科技有限公司（以下简称“电光有限”或母公司），持股比例为 51.14%。电光有限主要由石碎标等 7 人控股，合计持股比例 68.18%；石兆云、施志元、郑永芳、石志乐、施胜济等 5 人合计持有电光有限 12.50%的股权，公司管理层和核心员工也持有电光有限的部分股权。石碎标等 7 人直接持有公司的股权合计为 17.07%，公司是典型的家族成员控股企业，并且持股比例很高，具有增发股份较大空间。

图表2 公司股东结构示意图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 主营业务：矿用防爆电器，下游需求放缓

公司主要从事矿用防爆电器设备的研发、设计、生产和销售，产品涉及软启动器类、高低压馈电开关类、变电站类和自动化系统类等，拥有矿用防爆电器完整的产品系列，在矿用防爆电器领域占有主导地位。公司拥有强劲的产品研发和制造能力，产品从最初的“空气合断”到“真空合断”，直到实现智能化网络控制，先后多次承担国家级火炬项目及省级重大科技攻关项目。凭借着完善的产品体系、先进的技术水平、可靠的产品质量以及不断提高的售后服务水准，公司产品得到了客户的认可与好评，产品广泛拥有矿山、石油化工、铁路军工、海洋航空、电力冶金等领域，主要用户为煤炭生产企业，包括神华集团、龙煤集团、平煤集团、淮南矿业、淮北矿业、扎煤集团、潞安集团、同煤集团等大型煤企。

图表3 矿用防爆高压开关系列真空配电装置



资料来源：公司网站、平安证券研究所

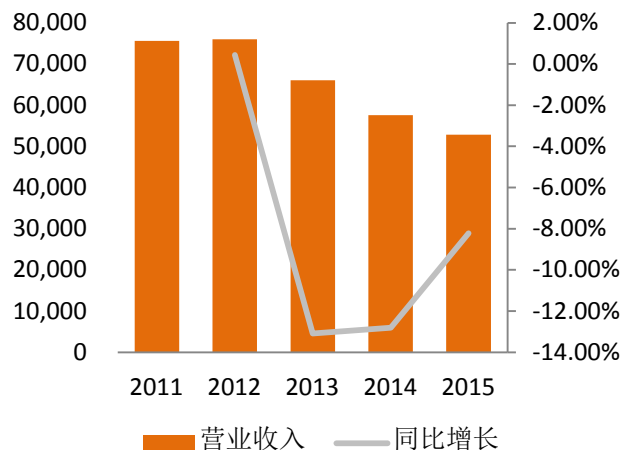
图表4 矿用防爆动力中心系列安全型动力中心



资料来源：公司网站、平安证券研究所

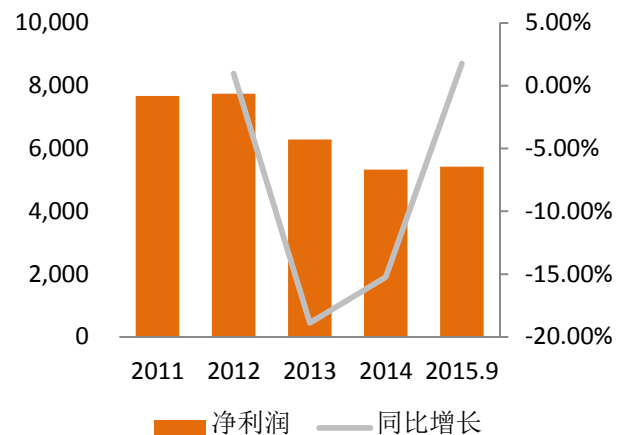
近几年，煤炭行业景气度持续下降，煤炭价格屡创新低，中小煤矿关停，矿用防爆电器产品需求下降，公司业务受到较大影响。2011-2014 年公司营业收入复合增速为-8.7%，2014 年营业收入 57564 万元，同比下降 12.81%；归属母公司股东净利润复合增速 11.45%，2014 年归属母公司股东净利润 5324 万元，同比下降 15.23%；2015 年公司业务延续可持续下滑态势，全年公司营业收入同比下降 8.22%，归属母公司股东净利润同比增长 1.75%，但扣非后的净利润同比下降 46.71%。

图表5 2011-2015 年公司营业收入及增速（万元）



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表6 2011-2015 年公司净利润及增速（万元）

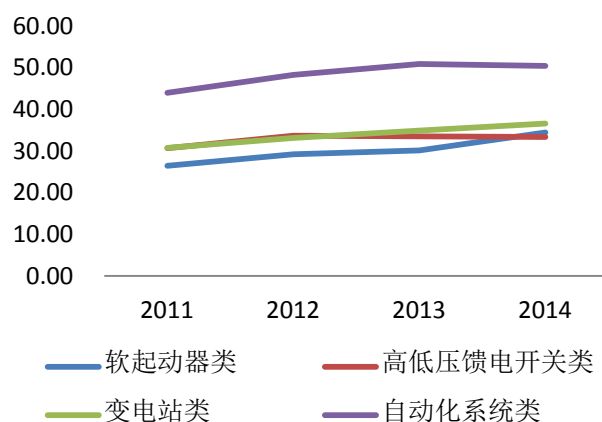


资料来源：WIND、平安证券研究所

1.4 盈利能力：毛利率相对较高，净利率整体下滑

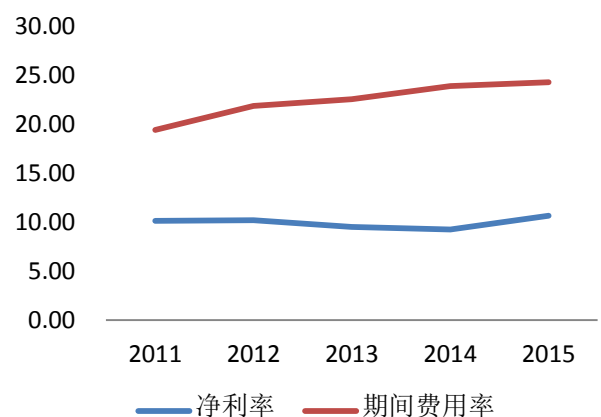
公司毛利率基本维持在 31%-35%之间，2014 年公司毛利率为 34.58%，公司毛利率相对较高。从各产品系列来看，除自动化系统类产品毛利率较高外，软启动器类、高低压馈电开关类、变电站类产品毛利率基本在 30%-35%之间，2014 年四大产品系列毛利率分别为 50.86%、30.17%、33.56%、34.87%。公司净利率整体呈下滑趋势，2011 年公司销售净利率 10.14%，2014 年回落到 9.25%。考虑到公司期间费用率呈上升趋势，我们预计公司净利率下滑趋势将延续。

图表7 2011-2014 年公司各产品类别毛利率走势 (%)



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表8 2011-2015 年公司净利率和期间费用率 (%)

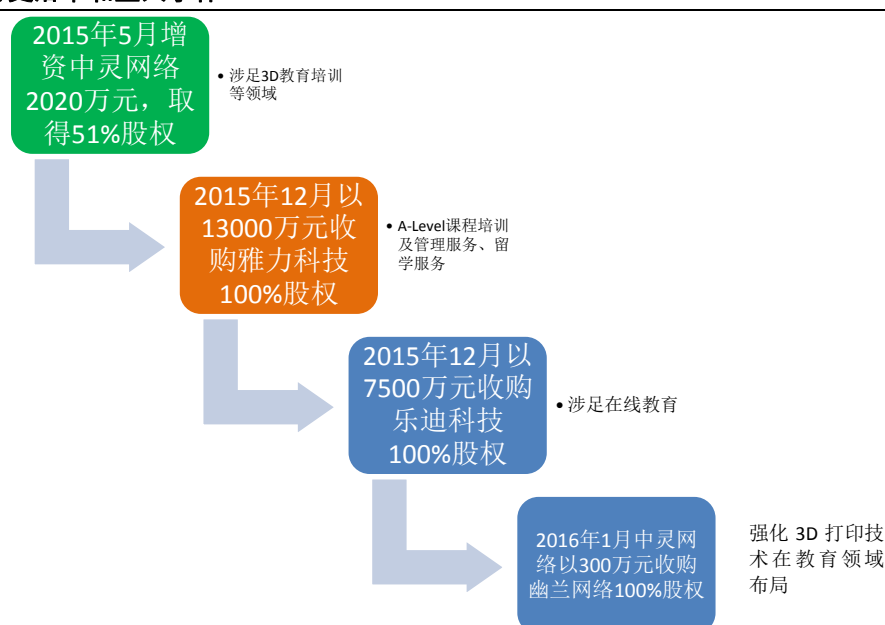


资料来源：WIND、平安证券研究所

1.5 战略转型：聚焦教育产业，打造第二主业

受煤炭行业景气度下滑影响，公司防爆电器业务受到冲击，为了应对困境、盘活资产、增强抗风险能力，公司积极谋划战略转型。经过公司管理层持续研究和深入分析，公司将积极转型教育，打造公司第二主业。2015年5月公司对温州中灵网络科技有限公司（以下简称“中灵网络”）增资2020万元，取得中灵股份51%的股权，涉足3D教育培训等领域。2015年12月公司签署发行股份及支付现金购买资产的框架协议，拟以13000万元价格收购上海雅力信息科技有限公司（以下简称“雅力科技”）100%的股权，拟以7500万元收购上海乐迪网络科技有限公司（以下简称“乐迪科技”）100%的股权，公司成功进入国际课程培训、出国服务和在线教育等细分领域，打造第二主业。2016年1月中灵网络以300万元收购北京深谷幽兰网络科技有限公司（以下简称“幽兰网络”）100%股权，增强了中灵股份的核心竞争力，强化公司用互联网3D打印技术在教育领域的战略布局。

图表9 公司历史沿革和重大事件



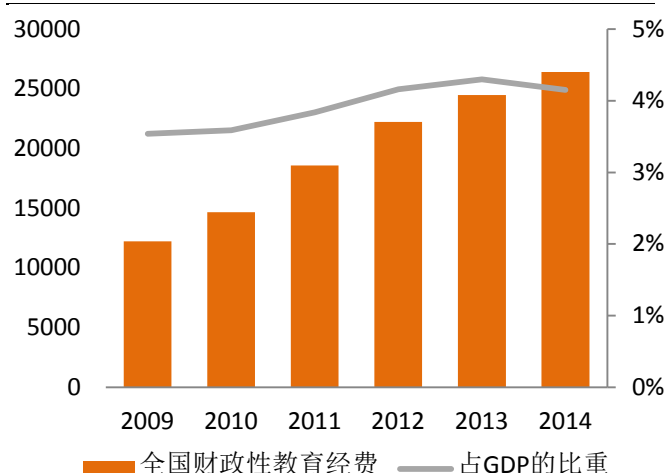
资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 民办教育政策加码，市场需求十分强劲

2.1 教育投入持续增加，社会资本不断涌入

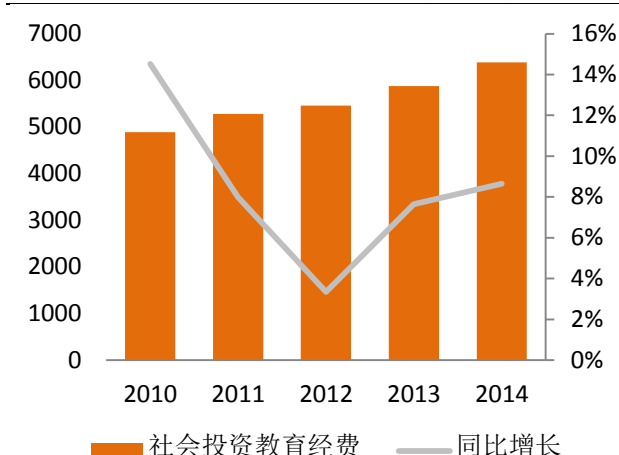
长期以来，我国教育体系一直依赖国家财政，2014 年我国教育经费总投入约 32806 亿元，同比增长 8.04%，占同期 GDP（63.61 亿元）的比重 4.15%。其中，国家财政性教育经费约为 26421 亿元，同比增长 7.89%，占同期公共财政支出（15.18 万亿元）的比重 14.87%。目前，我国财政收入增速放缓，单纯依靠财政投入发展教育越来越难，再加上国家鼓励社会资本进入教育产业，社会资本不断涌入教育行业，2014 年社会资本教育经费投入约 6385 亿元，同比增长 8.64%，增速加快。

图表10 全国财政性教育经费及占 GDP 的比重(亿元)



资料来源：教育部、平安证券研究所

图表11 社会投资教育经费及增速(亿元)

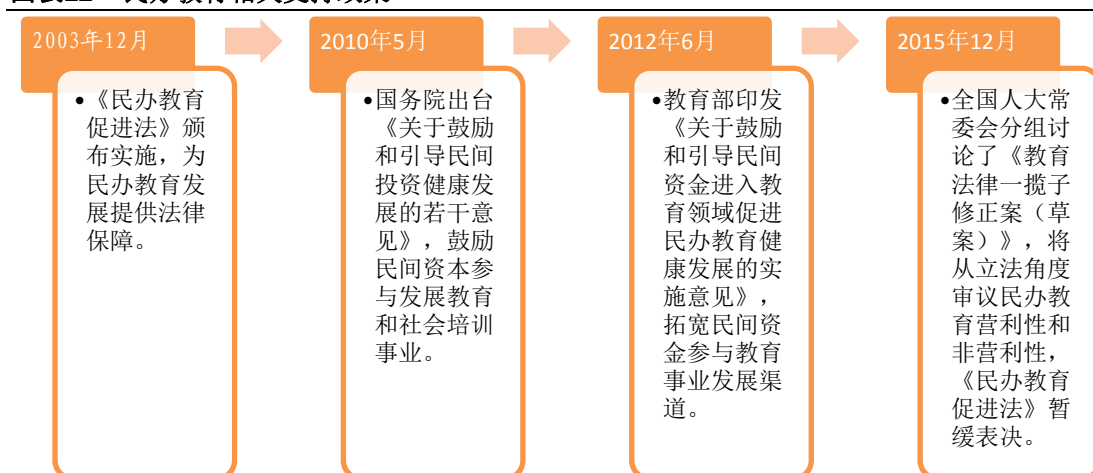


资料来源：教育部、平安证券研究所

2.2 民办教育政策加码，营利性大势所趋

民办教育行业存在的问题和发展的瓶颈主要包括：(1) 民办和公办法律地位不对等，表现在财政教育经费分配、税收优惠、教师职称评定、待遇等方面不对等；(2) 民办学校缺乏办学自主权，表现在不具备招生自主权、教学自主权、收费自主权等；(3) 非营利性民办非企业法人。为了鼓励社会办学和民办教育发展，国家政策逐步加码。2003年12月《民办教育促进法》颁布实施，为民办教育发展提供法律保障；2010年5月国务院出台《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，鼓励民间资本参与发展教育和社会培训事业；2012年6月教育部印发《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》，拓宽民间资金参与教育事业渠道；2015年12月全国人大常委会分组讨论了《教育法律一揽子修正案(草案)》，将从立法角度审议民办教育营利性和非营利性，虽然《民办教育促进法》暂缓表决，但民办教育机构选择营利性大势所趋。

图表12 民办教育相关支持政策

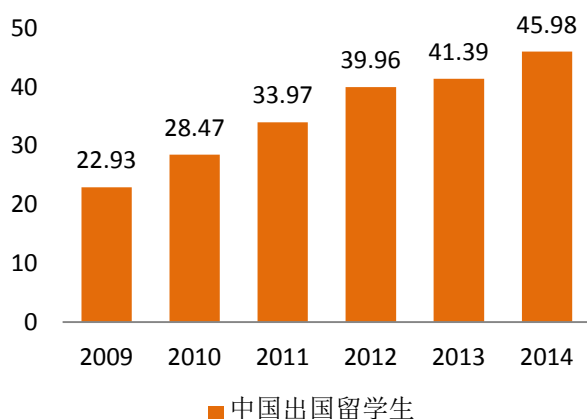


资料来源：教育部，平安证券研究所

2.3 出国留学热度不减，千亿市场等待挖掘

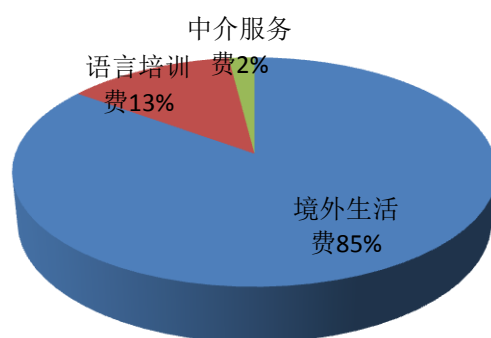
改革开放以来，我国出国留学人员不断增加，尤其是近 10 年，中国出国留学人数已经翻了两番，2014 年中国出国留学人员达到 45.98 万人，同比增长约 11%，1978 年至今中国累计出国留学总人数达到 351.84 万人。中国留学行业产业规模已达到 2500 亿元，主要由留学中介、语言培训、留学学费、留学生活费等几部分构成。其中，留学生境外支出占比高达 85%，美国私立大学学费约为 24-30 万元，公立大学学费约为 10-24 万元，中国留学生学费、生活费总数约可达到 1500-2000 亿元。语言培训费用占比约 13%，如雅思、托福、SAT 等考前培训。据调查，留学考试培训的市场规模大约已达到 300 亿元。此外，多数留学生办理出国留学手续还会选择留学中介，留学中介服务费用占比约 2%，预计市场规模达到 50 亿元。

图表13 中国出国留学规模（万人）



资料来源：中国教育在线，平安证券研究所

图表14 中国出国留学市场份额分布

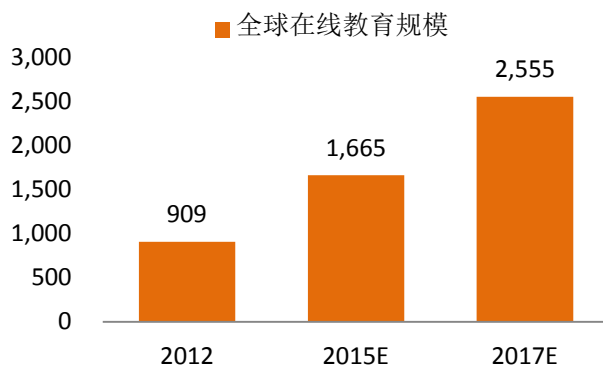


资料来源：中国教育在线，平安证券研究所

2.4 在线教育崛起，高速增长可期

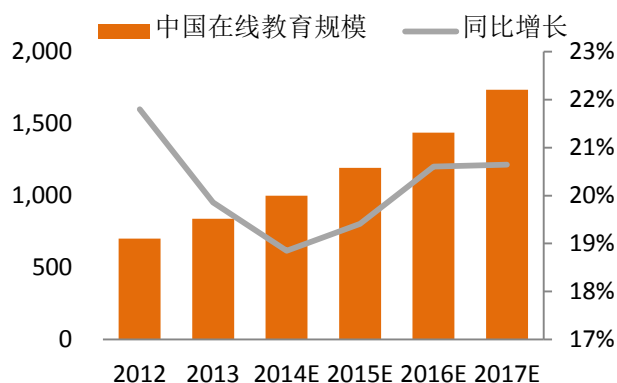
全球在线教育快速增长。根据 GSV 预计，2015 年和 2017 年全球教育市场规模分别 55087 亿美元和 63725 亿美元，全球在线教育市场规模分别达到 1665 亿美元和 2555 亿美元。从年均增长率来看，全球在线教育增速远高于全球教育市场增速，2012-2015 年全球在线教育市场年均增长率 22.35%，而全球教育市场增速仅 7.37%。中国在线教育增速一直维持较高的增长。根据艾瑞咨询数据，2013 年我国在线教育市场规模 839.7 亿元，同比增长 19.9%，学历教育、职业教育、语言培训是在线教育高速增长的主要动力，占比达到 75%以上。随着互联网的普及、用户习惯的形成和企业市场推广，在线教育用户有望保持 20%左右的增长，预计到 2017 年我国在线教育市场规模 1734 亿元。

图表15 全球在线教育规模及预测（亿美元）



资料来源：GSV、平安证券研究所

图表16 我国在线教育规模及增速（亿元）



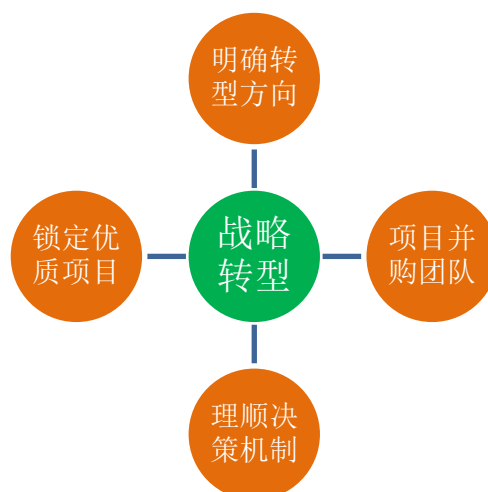
资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

三、 转型教育铿锵有力，估值合理增速较高

3.1 转型方向明确，决策机制顺畅

随着煤炭行业景气度日益下滑，公司矿用防爆电器产品需求日益下滑，业务规模逐步萎缩。为了扭转公司主业的颓势，增强公司持续盈利能力，公司积极寻求业务升级和拓展，成功收购了达得利电力设备有限公司(以下简称“达得利”)80%的股权和泰亿达电气有限公司(以下简称“泰亿达”)的80%的股权，有助于提升主业专用设备产品系列化、规模化、产业化，增强专用电气设备产品在国家电网、电力、通信及市政大型基础设施建设工程等不同行业延伸及渗透，2015年达得利和泰亿达合计贡献净利润1317万元。同时，公司积极进行战略转型，打造第二主业。经过公司管理层的持续研究和深入分析，公司明确提出战略转型教育行业，积极布局出国留学服务、英语精准在线教育、3D在线教育等细分教育市场，公司转型方向十分明确。公司决策机制顺畅，公司成立了以总裁石向才、董事叶忠松和董秘曹汉君为核心项目投资并购团队，不仅是项目考察人员，也是项目决策人员，有利于快速锁定优质项目。

图表17 公司战略转型的核心要素



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2016 年行业策略报告中，我们提出“四因子”法寻找“转型真英雄”，包括转型资本、转型决心、转型准备和转型路径，每个因子我们赋予 25% 的权重。根据我们的模型，我们认为公司具备“转型真英雄”潜质：(1) 大股东持股比例很高，石碎标等 7 人实际持有公司的股权达到 51.94%，具备至少 2 次发行股份的重大资产重组而不丧失控股权的实力；(2) 转型坚定战略明确，公司董事长对转型教育认可，对转型团队信任，决策主要由核心团队拍板；(3) 转型准备充分，各种制度已经建立，决策机制顺畅，董事长不会过多干预并购项目；(4) 采取外延扩张方式进行转型，公司快速锁定优质项目，通过增资扩股、发行股份、现金收购等方式入主中灵网络、雅力科技、乐迪科技、幽兰网络、纽班文化等教育标的。

图表18 四因子研判“转型真英雄”的主要指标及评判标准

因子	分值	主要指标	评判标准
转型资本	25	大股东所持股权 公司战略	是否能经历一次发行股份收购资产后保持大股东地位 战略可操做性和可执行性、战略的一贯性
转型决心	25	管理层想法 老板意志 专业团队	管理层思想先进性、对新事物的接纳性、对转型的态度 是否支持转型，对转型方向认可度，对转型团队的信任度 团队的专业性、团队的级别、团队的激励等
转型准备	25	制度建设 决策机制	投融资管理制度、风险控制制度、项目储备制度等 是否设立投委会，老板在投资决策中的地位 and 作用
转型路径	25	内生发展 外延扩张	人才储备情况、技术储备情况、项目储备情况 并购项目落地情况、整合情况、协调情况、业绩兑现情况
合计	100		

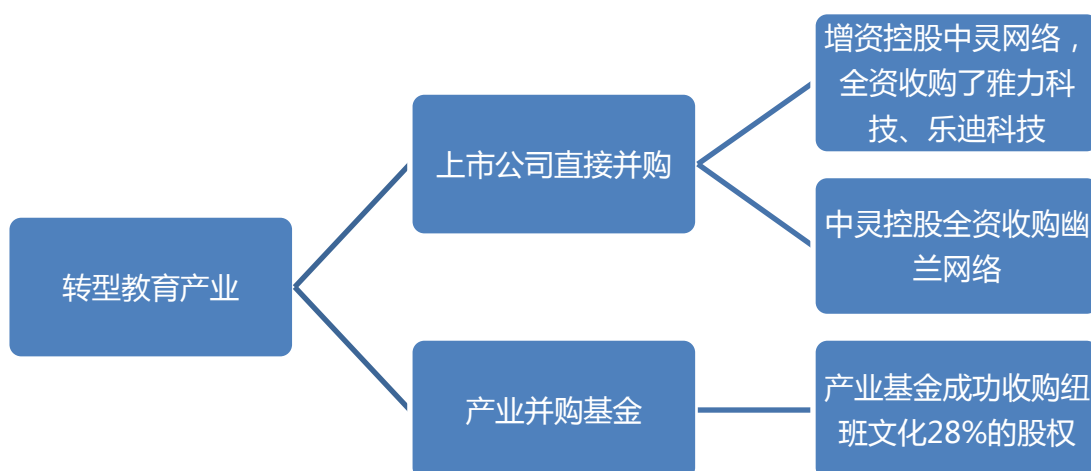
资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 转型教育铿锵有力，优质项目逐步落地

公司确定教育行业的转型方向后，公司快速寻找优质项目，成功增资控股中灵网络，全资收购了雅力科技、乐迪科技、幽兰网络，进入国际课程培训、出国服务、在线教育等教育细分产业，转型教育铿锵有力。同时，为了更好地、更专业地寻找优质教育标的，公司也借助专业机构的力量，通过与上海千煌投资管理有限公司、上海勤学堂投资控股有限公司等专业机构发起成立总规模 5 亿元的教育产业基金——乐清丰裕教育产业基金（以下简称“丰裕基金”）。2015 年 12 月 9 日公司通过丰裕

基金的相关议案，2016 年 1 月 7 日丰裕基金完成工商登记，2016 年 1 月 25 日丰裕基金取得上海纽班文化发展有限公司（以下简称“纽班文化”）28%的股份，公司优质项目逐步落地。

图表19 公司转型教育产业的主要路径



资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 标的公司估值合理，业绩承诺增速很高

公司收购整体估值较为合理，中灵网络估值为 2000 万元，公司通过增资 2020 万元取得其 51%的股权，中灵网络承诺 2016 年 3D 教育网络平台注册会员人数达到 70 万人以上。中灵网络以 310 万元收购了幽兰网络 100%股权，后者拥有全国机械行业最大的网络社区——机械社区(www.cmiw.cn)，会员人数达到 109 万人。公司通过发行股份及现金支付方式收购了雅力科技、乐迪科技的股权，收购价格分别是 13000 万元和 7500 万元，对应 2016 年承诺业绩的 PE 分别为 8.125 倍和 7.5 倍，估值合理。同时，收购标的业绩增速很高，雅力科技承诺 2016-2018 分别为 1600 万元、2900 万元和 4500 万元，2017-2018 年分别同比增长 81.25%、55.17%；乐迪科技承诺 2016-2018 分别为 1000 万元、1800 万元和 3200 万元，2017-2018 年分别同比增长 80%、77.78%。此外，公司还收购了达得利、泰亿达两家公司，2016-2018 年达得利业绩承诺分别为 2,200 万元、2,420 万元和 2,662 万元，2017-2018 年分别同比增长 10%、10%；泰亿达业绩承诺分别为 800 万元、880 万元和 968

万元，2017-2018 年分别同比增长 10%、10%。

图表20 公司收购整体估值水平合理（单位：万元）

标的公司	收购价格	收购比例	业绩承诺			动态 PE		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
中灵网络	2,020	51%						
雅力科技	13000	100%	1600	2900	4500	8.13	4.48	2.89
乐迪科技	7500	100%	1000	1800	3200	7.50	4.17	2.34
幽兰网络	310	100%						
纽班文化	1820	28%						
达得利	4,750	80%	2,200	2,420	2,662	2.16	1.96	1.78
泰亿达	5,250	80%	800	880	968	6.56	5.97	5.42
合计/平均	34,650		5,600	8,000	11,330	6.09	4.14	3.11

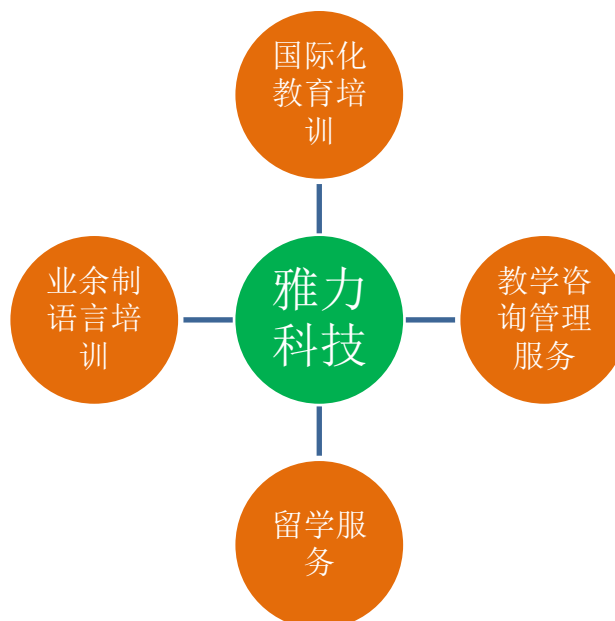
资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、 聚焦出国留学服务，积极拓展在线教育

4.1 全资收购雅力科技，聚焦出国留学服务

雅力科技主要从事国际化教育培训、教学咨询管理服务、留学服务等业务，2016 年将加大业余制语言培训业务开发。国际化教育服务主要为学生提供 A-level 等英语课程和美国教学课程培训，为目标客户（15-19 岁的青少年）提供为期 3 年的非学历全英文教育课程培训。雅力科技采用与国内高校合作的方式，共同开展国际化教育培训业务，合作院校提供教学场地、教学设施等多方面的教学辅助资源，雅力科技提供经课改研发后核心课程体系，包括 Powerschool（教务信息）系统管理、线上线下课程管理、学术质量监控等。教学咨询管理服务主要为学校提供教学管理、教学支持、教学评估等服务。雅力科技依托自身丰富的外语课程辅导培训及课程、学生管理经验，为合作院校提供教务信息系统管理、课程管理、学术学习质量监控等服务，协助其开发合适的教学课程、提供优质的课件服务，有效提高合作院校的英语课程教学和管理水平，提升各合作院校的外语类培训业务的管理。结合国际化教育和教学咨询管理服务，雅力科技同时为培训学员、合作院校及其他具有留学需求的人员提供深层次的留学咨询服务，雅力科技与海外院校建立良好合作关系，一方面为国内学员提供了更多留学选择，另一方面也能获取一定比例的佣金返还。

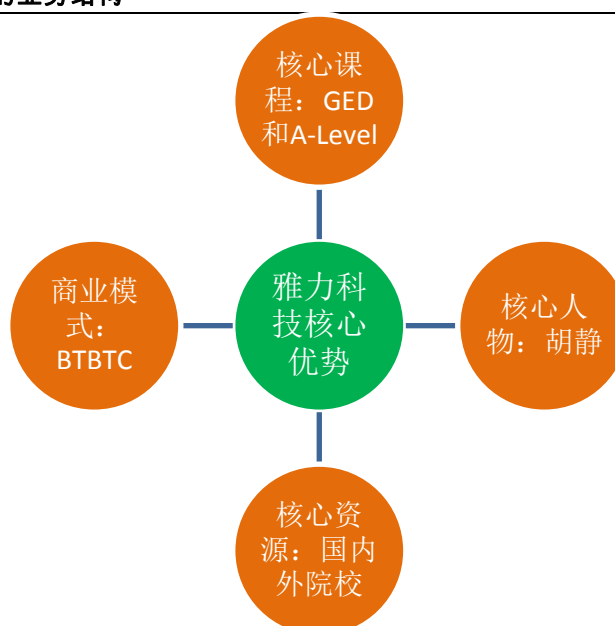
图表21 雅力科技的业务结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

雅力科技的核心课程包括 GED 课程和 A-Level 课程，采用培生集团原版教材，并根据教材内容、培训经验、学生特点进行培训研发，开发出一套合适的教学体系并应用于教学过程中，雅力科技自主研发的教学体系属于课堂教学及管理方法，不是出版、发行等行为。雅力科技的创始人之一——胡靖从事国际教育领域工作了十余年，主要是做对英课程，获“亚洲国际教育杰出华商人物”、“国际教育杰出贡献人物奖”、“中国经济人物”等称号，任职中华两岸企业发展协进会国际教育分会理事长，曾任职新加坡全球华人教育发展中心主任、英国知名大学亚太区总监，与多家海外院校建立了良好的合作关系，积累了丰富的教学资源。在国内，雅力科技通过开展与高校合作从事国际化教育培训业务，目前已与上海外国语大学、合肥工业大学等两所高校建立合作关系设立校点，学生数量和任职老师均呈现大幅增长态势。同时，雅力科技还向合作院校提供教学管理咨询服务，2015 年 1-11 月雅力科技共向 7 家合作院校的校点提供教学管理咨询服务。

图表22 雅力科技的业务结构

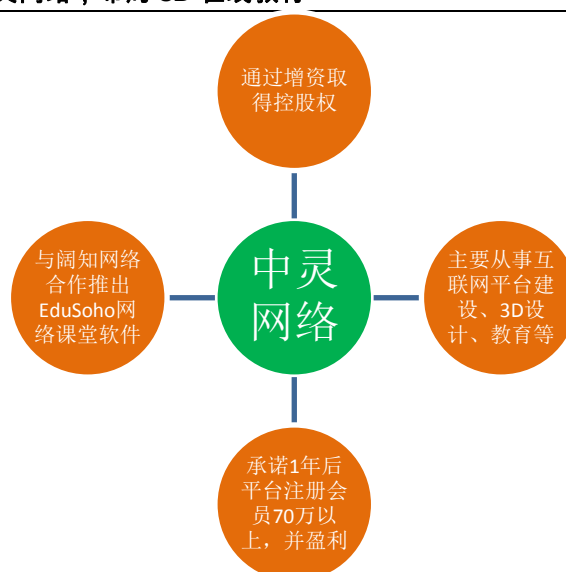


资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 增资控股中灵网络，布局 3D 在线教育

中灵网络成立于 2014 年 11 月，注册资本 100 万元，2015 年 5 月公司对中灵网络增资，增资完成后注册资本增至 204.08 万元，法人代表变更为施成杰。中灵网络主要从事 3D 设计师综合性互联网平台建设、3D 设计、教育等方面相关业务，包括线上和线下等业务。中灵网络原股东承诺，一年后其拥有的 3D 教育网络平台注册会员人数将达到 70 万人以上。公司将借助中灵网络的 3D 打印技术从产品研发、样机制作、用户培训、产品模型等方面切入在线教育领域。

图表23 增资控股中灵网络，布局 3D 在线教育



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2015 年 12 月中灵网络与杭州阔知网络科技有限公司（以下简称“阔知网络”）签署了《合作协议书》，中灵网络将推出 3D 打印技术相关领域在线教育视频以及移动端相关服务，阔知网络负责完成中灵网络 EduSoho 网络课堂云视频技术服务的交付、培训等工作。阔知网络是中国领先的在线教育服务基础提供商，专注于在线教育，致力于为所有人提供便捷的在线教学和学习工具。EduSoho 网络课堂软件是阔知网络出品的一款基于 PHP 技术的企业级在线教育网站建站系统，是个人、培训机构、学校及企业开展网络教学最有效率的软件，已成为功能最全面、服务最专业、使用人数最多的开源在线教育系统。2016 年 1 月中灵网络以 310 万元收购了幽兰网络 100% 股权，幽兰网络成立于 2000 年 9 月，主要从事技术开发、软件设计等业务，拥有全国机械行业最大的网络社区——机械社区（www.cmiw.cn），会员人数达到 109 万人。中灵网络成功收购幽兰网络后，将进一步加强中灵网络的核心竞争力，提升精诚网、UG 爱好者等 3D 世界网成为一个更专业、更全面的互联网平台，为公司用互联网 3D 打印技术在教育领域中战略布局提供更加结实的基础。

图表24 中灵网络近期重大事件

中灵网络与阔知网络 签署了EduSoho网络 课堂合作协议

- 中灵网络将推出3D打印技术相关领域在线教育视频以及移动端相关服务
- 阔知网络负责完成中灵网络EduSoho网络课堂云视频技术服务的交付、培训等工作

中灵网络收购幽兰网络，将全国机械行业最大的网络社区纳入旗下

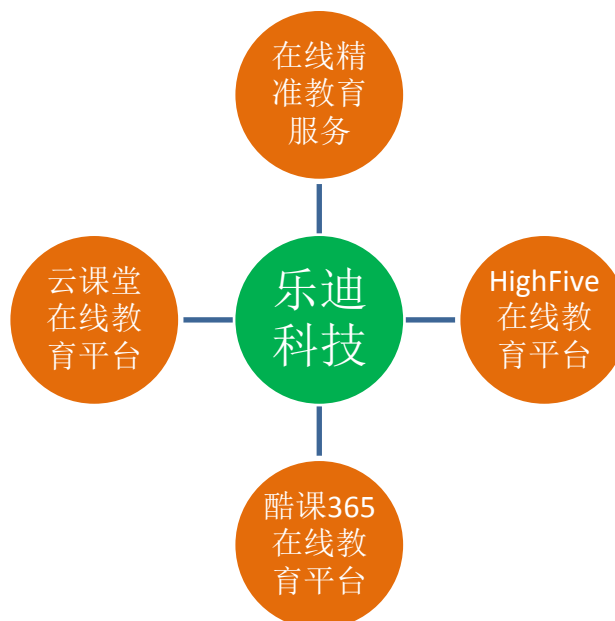
- 幽兰网络成立于2000年9月，主要从事技术开发、软件设计等业务，拥有全国机械行业最大的网络社区，会员人数达到109万人。
- 中灵网络成功收购幽兰网络后，将进一步加强中灵网络的核心竞争力，提升精诚网、UG爱好者等3D世界网成为一个更专业、更全面的互联网平台

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.3 全资收购乐迪科技，持续加码在线教育

乐迪科技主要为用户提供英语在线精准教育服务，提供全面的教育测评、学习训练、报告等，并通过大数据统计及分析为客户提供更精准的服务。乐迪科技主要通过 HighFive、酷课 365 及云课堂在线平台开展在线教育，其中 HighFive 主要供老师、学生进行英语教学使用，目前采用的主要内容为 Lead21 课程；酷客 365 主要采用寓教于乐的游戏类体验方式，帮助学生在线学习各类科学知识、完成在线测评等；云课堂则主要采用自行开发的游戏方式，帮助学生学习英语课程，内容目前主要来自于 Lead21 课程。乐迪科技产品以多种终端为载体，教师和学生通过账号登陆进入各自应用场景，教师的任务包括开课、作业布置、学生学习检测和查询数据统计及分析报告；学生的任务包括碎片化阅读，在线预复习，听力、词汇训练，每周完成一次作业及每周 1-2 次的测评。教学过程中产生的数据统计被存储在大数据平台，可用来帮助学校的教研员分析辖区教学情况，学生的作业、学习时间、时长及效果报告会被自动推送给家长，为中小学校及学生家长提供即时、便捷、高效的沟通互动服务，推动家庭教育和学校教育二者间的良性配合。

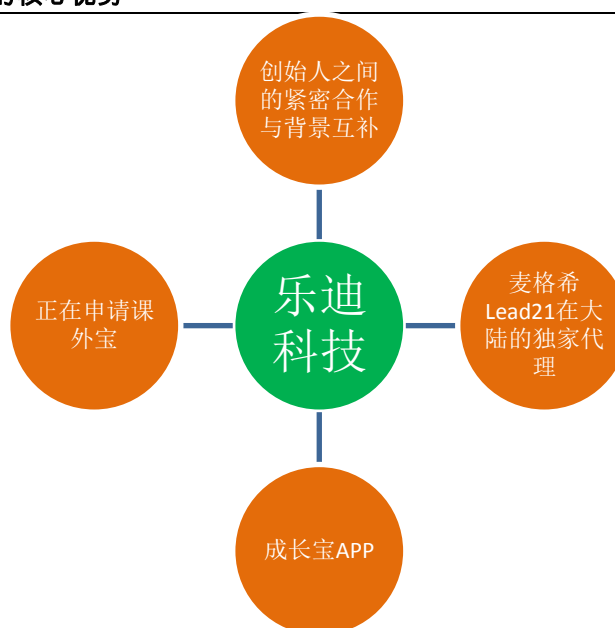
图表25 乐迪科技的业务结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

乐迪科技创始人郭继冬具有多年教育行业从业经验，对教育行业有着深刻认识；另一创始人张少东毕业于北京大学，在方正研究院任职多年研发工程师，具有丰富的网络业务规划经验和产品架构设计开发能力。乐迪科技在线平台所使用的麦格希 Lead21 在线服务已取得麦格希教育（新加坡）有限公司的技术许可，乐迪科技可以在中国（除香港和澳门）地区开发并向客户销售、许可客户使用及经销整合有麦格希 Lead21 的产品，乐迪科技开发的整合有麦格希产品的所有组件、程序或其他资产为乐迪科技的专有财产。目前，乐迪科技已经拥有成长宝 APP，正在开发申请课外宝 APP，拥有多个知名商标。乐迪科技创始人之间的紧密合作及背景互补，以及所从事的业务有助于乐迪科技以“互联网+教育”模式快速发展，有助于在线教育的快速发展。

图表26 乐迪科技的核心优势



资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.4 参股纽班文化，培育特色教育

2016 年 1 月公司旗下的丰裕基金向纽班文化增资 1820 万元，取得其 28% 的股权。纽班文化由著名歌手、音乐人胡彦斌创办，致力于打造中国在线音乐教育第一平台。纽班文化拥有亚洲顶级的歌手和乐手老师，声乐导师有胡彦斌、谭维维、王铮亮、郁可唯、丁当、袁娅维等著名歌手，乐手导师有 Chris Trzcinski、褚伟明、董音，制作人导师有刘卓、倪方来、彭飞、邱培荣、汪轶晔、赵兆等。纽班文化用百部视频教学以垂直和前沿的互联网视野，为声乐、器乐爱好者们带来专业的娱乐学习新体验；以技术和产品为核心，致力于帮助有音乐情怀的都市人群及声乐、器乐学习者，通过移动产品来服务声乐、器乐教学各个方面音乐专业知识。纽班文化拥有“牛班 NEW BAND”，其是一款以乐队形式为基础的音乐教育类 APP，通过明星老师视频教学，超强辅助系统配套练习，使业余音乐爱好者更容易学习、录制、分享音乐作品，组建属于自己的乐队。增资纽班文化符合公司教育产业发展方向，有助于培育特色教育培训业务，为公司带来新的利润增长点。

图表27 纽班文化的核心优势



资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：外延助力高增长

受煤炭行业景气度下滑影响，公司防爆电器业务受到冲击，营业收入和净利润增速均呈现显著下滑趋势，2015 年公司防爆电器业务净利润预计在 5000 万元左右，但扣非后净利润只有 3000 万元左右，预计 2016-2017 年防爆电器业务贡献的利润基本也在 3000-4000 万元之间，收购的达得利、泰亿达预计合计贡献业绩 3000-3500 万元，因此公司防爆电器业务和智能电表业务预计贡献业绩 6000-7500 万元之间，传统业务不会有很大增速。公司成功收购雅力科技和乐迪科技等标的，暂不考虑新的外延扩张，根据雅力科技和乐迪科技的业绩承诺，我们预计 2016 年公司教育板块贡献的备考业绩将达到 2000-3000 万元，占比接近 30%；预计 2017 年公司教育板块贡献的业绩将达到 4000-5000 万元，占比近 40% 以上。预计 2016-2017 年公司营业收入分别为 7.70 亿元和 8.48 亿元，分别同比增长 45.82% 和 10.13%；净利润分别为 0.94 亿元和 1.20 亿元，分别同比增长 75.2% 和 28.0%。

图表28 公司各业务板块盈利预测

净利润	2013	2014	2015.9	2015	2016	2017	2018
防爆电器	6,281	5,324	4,099	5,590	3,703	3,871	3,977
同比增长	-18.89%	-15.23%	-5.99%	5%	-33.76%	4.54%	2.74%
扣非后防爆电器	6,045	4,819	1,867	3,059	3,365	3,533	3,639
同比增长	-19.08%	-20.28%	-55.14%	-36.5%	10%	5%	3%
中灵网络				-100	10	100	500
雅力科技					1600	2900	4500
乐迪科技					1000	1800	3200
达得利					2,200	2,420	2,662
泰亿达					800	880	968
净利润预计合计	6,281	5,324	4,099	5,490	9,313	11,971	15,807

资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.2 公司估值：转型提升估值空间

预计 2016-2017 年公司的 EPS 分别为 0.64 元和 0.82 元，对应 2016 年 3 月 1 日收盘价 PE 分别为 52.01 倍和 40.62 倍，PB 分别为 4.10 倍和 3.76 倍。2016 年公司教育资产备考业绩占公司业绩预测的约 28%，预计 2017 年进一步提高至近 40%，预计到 2018 年公司教育资产贡献的业绩占比提高至 50%。根据 Wind 一致预期，中泰桥梁、银润投资、新南洋、全通教育等 9 家转型教育或教育类公司 2015-2017 年预测 PE 分别为 256.55 倍、67.70 倍和 44.82 倍，预测 PB 分别为 11.13 倍、5.92 倍和 5.06 倍；电光科技预测 PE 占均值的比重分别为 0.36、0.77 和 0.91，预测 PB 占均值的比重分别为 0.40、0.69、0.74。我们认为教育类公司或转型教育类公司估值水平较高，公司转型教育，聚焦出国留学服务和在线教育将提升公司的估值空间。

图表29 可比教育公司估值比较

证券代码	证券简称	3/1 收盘价	总市值	预测 PE			预测 PB		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017
002659.SZ	中泰桥梁	16.21	50.38	710.53	166.67	72.65	6.64	3.22	3.10
000526.SZ	银润投资	44.56	42.81	980.18	101.44	79.34	26.74	4.19	4.01
300359.SZ	全通教育	56.35	152.41	117.78	54.54	34.41	33.19	16.05	11.17
600661.SH	新南洋	25.81	69.10	88.55	62.86	41.65	9.36	8.30	7.50
600730.SH	中国高科	11.05	65.24	66.59	47.81	40.47	4.62	4.43	4.18
300160.SZ	秀强股份	32.32	63.94	94.79	58.41	45.22	5.61	5.15	4.66
002308.SZ	威创股份	14.00	119.49	88.99	58.46	45.20	5.52	4.20	3.99
300279.SZ	和晶科技	26.54	35.26	132.93	38.46	27.97	5.92	5.36	4.90
002325.SZ	洪涛股份	8.70	89.14	28.62	20.64	16.49	2.59	2.33	2.09
	均值	26.17	76.42	256.55	67.70	44.82	11.13	5.92	5.06
002730.SZ	电光科技	33.36	48.93	91.11	52.01	40.62	4.41	4.10	3.76
	电光科技占均值比重	1.29	0.64	0.36	0.77	0.91	0.40	0.69	0.74

资料来源：WIND、平安证券研究所

5.3 投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

公司主业具有稳定增长能力，外延扩张带来公司业绩的大幅增长，战略转型教育提升公司的估值空间。我们看好在出国留学服务和在线教育领域的布局，首次覆盖并给予“强烈推荐”评级。我们认为A股市场中，电光科技在出国留学服务和英语精准在线教育方面的转型与中泰桥梁、银润投资在国际学校和在线教育布局相似，三家公司具有明显的可比性。按照最新收盘价计算，银润投资价值最大，发行后总市值约170亿元；其次是中泰桥梁，发行后总市值约75亿元；电光科技市值最小，发行后总市值仅52亿元。我们认为公司2016年合理估值区间为80-100倍PE，对应的市值在75-94亿元，给予公司48元的目标价，对应发行后的市值约75亿元。

图表30 电光科技、中泰桥梁和银润投资的对比

公司	3/1 收盘价	发行前总股本	发行前总市值	发行价	本次发行股本	发行后总股本	发行后总市值
中泰桥梁	16.20	3.11	50.38	9.33	1.50	4.61	74.69
银润投资	44.50	0.96	42.80	19.13	2.88	3.84	170.74
中泰与银润均值	30.35	2.04	46.59	14.23	2.19	4.22	122.72
电光科技	33.36	1.47	49.04	38.46	0.09	1.56	52.13
电光科技/均值	1.10	0.72	1.05	2.70	0.04	0.37	0.42

资料来源：WIND、平安证券研究所

5.4 风险提示

传统主业竞争加剧，外延扩张不大预期、并购资产整合风险、业绩不达预期风险等。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
流动资产	885	949	1693	1483
现金	249	537	548	949
应收账款	333	276	640	353
其他应收款	10	7	20	10
预付账款	5	3	9	4
存货	138	110	223	142
其他流动资产	148	16	253	25
非流动资产	337	321	371	365
长期投资	0	0	0	0
固定资产	263	236	258	245
无形资产	67	78	92	99
其他非流动资产	7	6	21	21
资产总计	1222	1270	2064	1849
流动负债	425	439	788	459
短期借款	326	327	630	326
应付账款	57	56	94	70
其他流动负债	41	57	65	63
非流动负债	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	432	446	795	466
少数股东权益	0	0	0	0
股本	147	147	156	156
资本公积	355	701	701	701
留存收益	288	336	421	530
归属母公司股东权益	789	824	1268	1382
负债和股东权益	1222	1270	2064	1849

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
经营活动现金流	51	317	-533	765
净利润	53	54	94	120
折旧摊销	24	29	32	37
财务费用	20	17	28	23
投资损失	0	-20	0	0
营运资金变动	-47	237	-687	586
其他经营现金流	1	0	0	0
投资活动现金流	-70	7	-82	-31
资本支出	71	-16	50	-5
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-9	-32	-37
筹资活动现金流	249	-36	322	-29
短期借款	3	0	-1	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	37	0	9	0
资本公积增加	228	0	347	0
其他筹资现金流	-19	-36	-33	-29
现金净增加额	230	288	-293	705

利润表

单位：百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	576	528	770	848
营业成本	377	355	469	512
营业税金及附加	4	8	6	6
营业费用	42	40	59	60
管理费用	75	69	100	109
财务费用	20	17	28	23
资产减值损失	1	1	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	20	0	0
营业利润	57	60	107	138
营业外收入	6	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	62	63	111	142
所得税	9	9	17	21
净利润	53	54	94	120
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	54	94	120
EBITDA	99	101	156	185
EPS (元)	0.36	0.37	0.64	0.82

主要财务比率

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-12.8	-8.2	45.8	10.1
营业利润(%)	-20.4	4.5	79.8	28.8
归属于母公司净利润(%)	-15.2	0.9	75.2	28.0
获利能力				
毛利率(%)	34.6	32.9	39.2	39.7
净利率(%)	9.2	10.2	12.2	14.2
ROE(%)	6.7	4.6	7.4	8.7
ROIC(%)	5.7	4.0	5.5	7.3
偿债能力				
资产负债率(%)	35.4	35.1	38.5	25.2
净负债比率(%)	9.8	-17.8	6.5	-45.1
流动比率	2.1	2.2	2.1	3.2
速动比率	1.8	1.9	1.9	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.4
应收账款周转率	1.6	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.37	0.64	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	2.04	-3.42	4.91
每股净资产(最新摊薄)	5.06	7.56	8.13	8.87
估值比率				
P/E	91.90	91.11	52.01	40.62
P/B	6.59	4.41	4.10	3.76
EV/EBITDA	53.6	49.7	33.9	24.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033