

世纪鼎利 (300050)

证券研究报告

2017 年 09 月 26 日

3.6 亿收购美都教育，持续升级鼎利学院做深产教融合

3.6 亿元收购上海美都 100% 股权，9 月 25 日，公司公告，拟使用首次公开发行股票部分超募资金和自有资金购买上海美都 100% 股权，上海美都系国际课程及高端金融课程服务商。本次交易拟以现金分期支付方式进行，其中第一阶段出资 1.44 亿，拟全部使用超募资金，第二阶段出资 2.16 亿元，拟全部使用自筹资金。**上海美都在 2017、18、19 和 20 年净利润（扣除非经常性损益后）分别不低于人民币 2500 万、3000 万、3600 万和 4200 万。**

上海美都致力于从事金融财务类专业中外合作办学业务，上海美都成立于 2005 年，提供国际课程教育服务及高端金融类课程，拥有会计金融和工商管理近 10 个成熟专业的课程体系以及丰富的海内外大学及企业的战略合作资源。上海美都在国内设立 4 个招生办公室，直接覆盖 700 多所中学的招生通道，有丰富的招生经验，其业务与核心能力与上市公司教育业务高度相近且互为补充。

上海美都是 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。上海美都已成熟运营多个国际课程教育项目，帮助数千名学员获取了海外大学的学历认证并获得更好的职业发展。基于成熟的国际课程教育模式及丰富的海内外大学及企业资源，上海美都未来将与西南、东北、华中、华南等地区的高校进行合作，扩大国际课程教育的覆盖范围，为更多有需求的学员提供国际课程教育服务。

持续升级鼎利学院，扎实做深产教融合，2014 年上市公司通过并购智翔信息切入职业教育领域，目前以“鼎利学院”为抓手，专注于以产教融合、校企合作方式服务于高等学历教育市场。2016 年公司累计设立 10 家鼎利学院，17 年以来已签约三所大型鼎利学院（1000+人/届，学校投资 1 亿+）。本次收购一方面可以为公司“鼎利学院”的计划提供金融财务专业类课程内容，为报考“鼎利学院”的学生提供更多的选择，扩充“鼎利学院”的办学方向；另一方面，借助上海美都在国际课程教育的资源与经验，亦可以为“鼎利学院”学生提供海外文凭及出国留学的通道，进一步拓宽“鼎利学院”学生发展方向，补充完善教育板块的布局。

维持盈利预测，给予买入评级，公司深耕移动通信网优领域，目标一流产品及解决方案提供商，收购智翔信息，布局职业教育，以鼎利学院为突破口，采用订单式人才培养方案，通过向合作院校收取实训服务费用（即学费分成）的形式实现收入，扎实推进职教战略。我们预计公司 EPS 分别为 0.38/0.51/0.71 元，对应 PE 分别为 28x/21x/15x。

风险提示：收购整合不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	696.04	735.69	1,141.60	1,687.73	2,290.79
增长率(%)	55.70	5.70	55.17	47.84	35.73
EBITDA(百万元)	150.98	153.86	256.62	343.46	476.47
净利润(百万元)	114.43	119.94	214.66	287.91	399.14
增长率(%)	160.92	4.81	78.97	34.12	38.64
EPS(元/股)	0.20	0.21	0.38	0.51	0.71
市盈率(P/E)	53.37	50.92	28.45	21.21	15.30
市净率(P/B)	2.96	2.85	2.58	2.37	2.13
市销率(P/S)	8.78	8.30	5.35	3.62	2.67
EV/EBITDA	53.52	35.41	20.61	15.26	11.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.89 元
目标价格	13.77 元
上次目标价	13.77 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	560.86
流通 A 股股本(百万股)	332.80
A 股总市值(百万元)	6,107.78
流通 A 股市值(百万元)	3,624.24
每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	13.85
一年内最高/最低(元)	16.55/9.45

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《世纪鼎利-公司点评:定增收购一芯智能过会，协同职教夯实主业》 2017-05-25
- 2 《世纪鼎利-公司深度研究:鼎利学院一小步，产学联动一大步》 2017-04-20
- 3 《世纪鼎利-公司点评:17Q1 归母净利润同比增长 20%-40%，鼎利学院开启发展新篇章》 2017-03-07

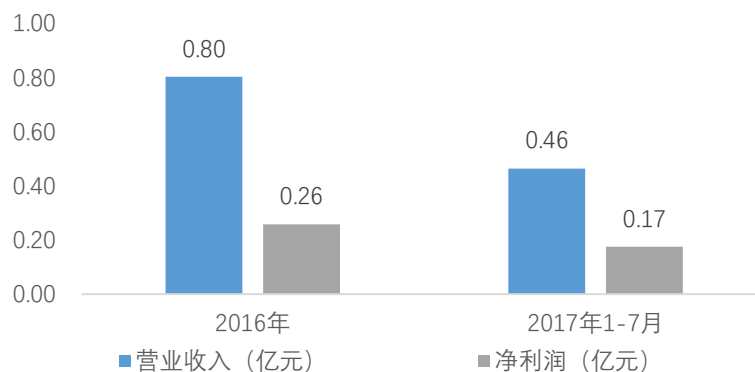
3.6 亿元收购上海美都 100%股权，9 月 25 日，公司公告，拟使用首次公开发行股票部分超募资金和自有资金购买上海美都 100%股权，上海美都系国际课程及高端金融课程服务商。本次交易拟以现金分期支付方式进行，其中第一阶段出资 1.44 亿，拟全部使用超募资金，第二阶段出资 2.16 亿元，拟全部使用自筹资金。**上海美都在 2017、18、19 和 20 年净利润（扣除非经常性损益后）分别不低于人民币 2500 万、3000 万、3600 万和 4200 万。**

上海美都致力于从事金融财务类专业中外合作办学业务，上海美都成立于 2005 年，提供国际课程教育服务及高端金融类课程，拥有会计金融和工商管理近 10 个成熟专业的课程体系以及丰富的海内外大学及企业的战略合作资源。上海美都在国内设立 4 个招生办公室，直接覆盖 700 多所中学的招生通道，有丰富的招生经验，其业务与核心能力与上市公司教育业务高度相近且互为补充。

上海美都是 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。利用上述核心优势，上海美都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，满足不同学员的国际教育需求。目前，上海美都已成熟运营多个国际课程教育项目，帮助数千名学员获取了海外大学的学历认证并获得更好的职业发展。基于成熟的国际课程教育模式及丰富的海内外大学及企业资源，上海美都未来将与西南、东北、华中、华南等地区的高校进行合作，扩大国际课程教育的覆盖范围，为更多有需求的学员提供国际课程教育服务。

金融专业考试报名人数近年呈持续上升趋势，目前整个金融培训市场规模约 60 亿元，约 95%由 CPA、CFA、ACCA、CMA 和 AIA 等金融资格认证类考试培训组成。以会计考试培训市场为例，根据会计师工会数据，近年会计考试培训市场规模稳定增长，CAGR 超 10%。CPA 等金融资格认证类考试培训单价高、难度大、复读率高，但由于证书的含金量高，参加培训考试的人员数量依旧持续保持增长。**美都以考试及就业为最终导向，陆续开展了 AIA、CMA、CICPA、USCPA、ACCA 等课程，未来将继续拓展更多课程资源，形成金融培训全科目覆盖。**

图 1：2017 年 1-7 月美都实现营收 0.46 亿元，净利 0.17 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续升级鼎利学院，扎实做深产教融合，2014 年上市公司通过并购智翔信息切入职业教育领域，目前以“鼎利学院”为抓手，专注于以产教融合、校企合作方式服务于高等学历教育市场。2016 年公司累计设立 10 家鼎利学院，17 年以来已签约三所大型鼎利学院（1000+人/届，学校投资 1 亿+）。本次收购一方面可以为公司“鼎利学院”的计划提供金融财务专业类课程内容，为报考“鼎利学院”的学生提供更多的选择，扩充“鼎利学院”的办学方向；另一方面，借助上海美都在国际课程教育的资源与经验，亦可以为“鼎利学

院”学生提供海外文凭及出国留学的通道，进一步拓宽“鼎利学院”学生发展方向，补充完善教育板块的布局。

维持盈利预测，给予买入评级，公司深耕移动通信网优领域，目标一流产品及解决方案提供商，收购智翔信息，布局职业教育，以鼎利学院为突破口，采用订单式人才培养方案，通过向合作院校收取实训服务费用（即学费分成）的形式实现收入，扎实推进职教战略。我们预计公司 EPS 分别为 0.38/0.51/0.71 元，对于 PE 分别为 28x/21x/15x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	960.43	750.64	460.00	512.28	214.57
应收账款	558.08	510.92	1,079.92	1,187.21	1,890.01
预付账款	8.01	10.21	22.77	19.53	36.76
存货	92.61	67.32	201.87	162.47	340.93
其他	5.31	5.45	9.75	7.86	7.75
流动资产合计	1,624.44	1,344.54	1,774.31	1,889.36	2,490.02
长期股权投资	4.51	18.10	18.10	18.10	18.10
固定资产	97.54	78.80	144.73	209.01	259.30
在建工程	127.64	126.34	111.80	115.08	99.05
无形资产	173.96	158.93	117.98	77.02	36.07
其他	403.24	753.08	713.54	708.58	700.03
非流动资产合计	806.88	1,135.24	1,106.15	1,127.80	1,112.56
资产总计	2,431.32	2,479.79	2,880.46	3,017.16	3,602.57
短期借款	135.83	55.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	82.94	136.69	336.60	264.70	502.09
其他	126.34	117.61	153.24	151.94	201.72
流动负债合计	345.11	309.29	489.84	416.64	703.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.68	16.51	18.25	18.14	17.63
非流动负债合计	19.68	16.51	18.25	18.14	17.63
负债合计	364.79	325.80	508.08	434.78	721.44
少数股东权益	5.22	8.91	8.01	7.66	7.12
股本	249.46	498.91	560.86	560.86	560.86
资本公积	1,411.09	1,161.63	1,161.63	1,161.63	1,161.63
留存收益	1,814.40	1,647.47	1,803.50	2,013.85	2,313.15
其他	(1,413.64)	(1,162.94)	(1,161.63)	(1,161.63)	(1,161.63)
股东权益合计	2,066.53	2,153.99	2,372.38	2,582.37	2,881.13
负债和股东权益总	2,431.32	2,479.79	2,880.46	3,017.16	3,602.57

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	114.33	120.12	214.66	287.91	399.14
折旧摊销	75.16	74.18	49.56	53.39	56.69
财务费用	2.71	4.18	(14.00)	(12.23)	(9.15)
投资损失	(0.39)	2.49	0.77	0.77	0.77
营运资金变动	(103.77)	(5.88)	(445.87)	(129.59)	(603.41)
其它	(6.36)	45.14	(0.94)	(0.36)	(0.55)
经营活动现金流	81.69	240.25	(195.82)	199.88	(156.50)
资本支出	44.32	49.52	58.26	80.10	50.51
长期投资	(0.44)	13.59	0.00	0.00	0.00
其他	(231.09)	(394.48)	(119.03)	(160.87)	(101.28)
投资活动现金流	(187.22)	(331.38)	(60.77)	(80.77)	(50.77)
债权融资	135.83	55.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	28.28	18.16	79.54	13.00	10.16
其他	(159.96)	(192.19)	(113.58)	(79.83)	(100.60)
筹资活动现金流	4.15	(119.03)	(34.05)	(66.83)	(90.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(101.38)	(210.16)	(290.64)	52.28	(297.71)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	696.04	735.69	1,141.60	1,687.73	2,290.79
营业成本	369.78	400.71	584.68	824.32	1,102.22
营业税金及附加	7.04	7.45	10.60	15.02	21.62
营业费用	60.84	56.39	73.06	116.45	158.06
管理费用	156.87	166.31	252.29	423.62	572.70
财务费用	(28.10)	(16.91)	(14.00)	(12.23)	(9.15)
资产减值损失	23.00	16.30	13.13	17.48	15.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.39	(2.49)	(0.77)	(0.77)	(0.77)
其他	(0.77)	4.98	1.54	1.54	1.54
营业利润	107.01	102.95	221.06	302.30	428.93
营业外收入	26.14	29.47	23.37	26.33	26.39
营业外支出	0.64	0.05	0.46	0.38	0.30
利润总额	132.51	132.37	243.97	328.25	455.02
所得税	18.19	12.24	30.25	40.70	56.42
净利润	114.33	120.12	213.71	287.55	398.59
少数股东损益	(0.10)	0.19	(0.94)	(0.36)	(0.55)
归属于母公司净利润	114.43	119.94	214.66	287.91	399.14
每股收益（元）	0.20	0.21	0.38	0.51	0.71

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	55.70%	5.70%	55.17%	47.84%	35.73%
营业利润	245.05%	-3.79%	114.73%	36.75%	41.89%
归属于母公司净利润	160.92%	4.81%	78.97%	34.12%	38.64%
获利能力					
毛利率	46.87%	45.53%	48.78%	51.16%	51.88%
净利率	16.44%	16.30%	18.80%	17.06%	17.42%
ROE	5.55%	5.59%	9.08%	11.18%	13.89%
ROIC	7.33%	6.58%	17.23%	16.43%	21.51%
偿债能力					
资产负债率	15.00%	13.14%	17.64%	14.41%	20.03%
净负债率	-34.95%	-33.96%	-20.23%	1.86%	-2.69%
流动比率	4.71	4.35	3.62	4.53	3.54
速动比率	4.44	4.13	3.21	4.14	3.05
营运能力					
应收账款周转率	1.48	1.38	1.44	1.49	1.49
存货周转率	8.07	9.20	8.48	9.26	9.10
总资产周转率	0.29	0.30	0.43	0.57	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.20	0.21	0.38	0.51	0.71
每股经营现金流	0.15	0.43	-0.35	0.36	-0.28
每股净资产	3.68	3.82	4.22	4.59	5.12
估值比率					
市盈率	53.37	50.92	28.45	21.21	15.30
市净率	2.96	2.85	2.58	2.37	2.13
EV/EBITDA	53.52	35.41	20.61	15.26	11.64
EV/EBIT	102.41	63.33	25.55	18.07	13.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com