

“云教育”将创建教学新模式

研究结论

- **云教育逐渐成为教育新势力。**自国家启动“校校通”到“班班通”工程以来，实现教育资源共享就成为了各教育局的重点工程之一，因此“教育云”概念应运而生，所谓教育云就是构建一个运营级的城域网络，一个到达每个学校每个班级的高速、高品质城域网络。在此基础上，形成一个互动共享的平台，实现班与班之间、学校与学校之间的交互和交流。
- **政策支持助推云教育模式推广。**随着我国信息化水平的不断提高，现代教育信息化的需求也在不断的提升中。《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020 年）》指出：要超前开展教育信息化，全面部署教育网。整合各级各类教育管理资源，搭建国家教育管理公共服务平台，为公众提供公共教育信息，不断提高教育管理现代化水平。“云教育”不仅仅是“浮云”，随着科技的发展与教育技术的大量应用，未来打造数码校园与数字教学的教育环境是势不可挡的，有教育市场就会产生教学的需求，反之，教学中产生需求的地方必然会推动教育市场的不断发展与成熟。
- **公司是行业领先的教育信息化整体解决方案提供商。**子公司奇科威教学目前产品有数字实验室系统、智能化录播系统、65 英寸交互式电子黑板等教学装备产品，推出了能有效改善现阶段我国教育信息化现状的数字校园整体解决方案，是行业领先的教育信息化整体解决方案提供商。目前公司的市场在北京、山东、长三角、珠三角等沿海城市，这也是公司未来的主战场，相比内陆，这里的学校资金比较充裕，适合开展教育数字化。
- **收购上海鑫森电子、成立山东奇科威，巩固了公司市场地位。**2010 年 11 月，奇科威教学收购鑫森电子股权并增资，完成后成为鑫森电子第一大股东。未来鑫森电子帮助公司推广教育产品，同时也代理其他教育产品，负责校园多媒体电教设备、弱电综合布线、网络系统集成前期的设计、解决方案及后期的安装、维护、修复及相关技术支持。2011 年 3 月，奇科威教学与普亿国际共同设立山东奇科威。山东奇科威将针对山东地区的客户需求，制定个性化的市场推广方案和营销策略，系统、全面地推广数字实验室、录播系统、电子黑板等系列产品。从收购鑫森电子到成立山东奇科威，大大强化了公司在华东区域、长三角地区、山东地区的市场地位。教育领域产品正形成新的收入增长点，未来将有望保持 50% 以上的增长。
- **我们预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.78 元、1.00 元，维持公司“增持”评级，目标价 19.20 元。**
- **风险因素：**公司可能存在主营业务依赖单一市场和行业竞争加剧风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

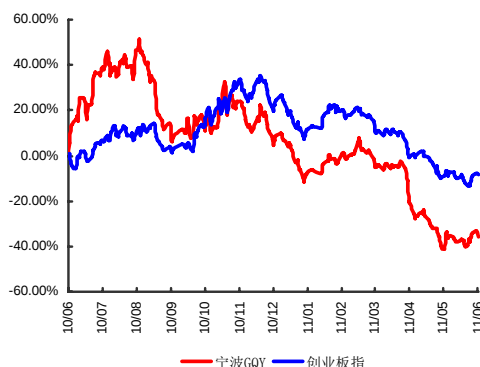
8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 6 月 30 日）	16.45 元
目标价格	19.20 元
总股本/A 股（万股）	10,600/4,083
A 股市值（百万元）	1744
国家/地区	中国
行业	电子行业
报告发布日期	2011 年 7 月 1 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	240	305	375	464
同比(%)	13%	27%	23%	24%
净利润	52	64	82	106
同比(%)	0%	24%	29%	29%
毛利率(%)	50.9%	50.5%	50.1%	49.6%
ROE(%)	5.0%	5.9%	7.0%	8.3%
每股收益(元)	0.49	0.60	0.78	1.00
P/E(X)	33.64	27.14	21.10	16.39
P/B(X)	1.70	1.60	1.48	1.36

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

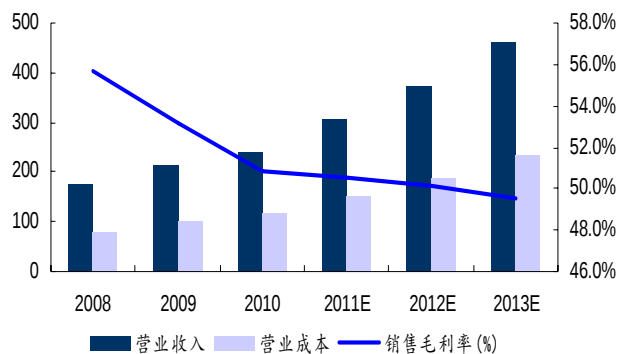
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

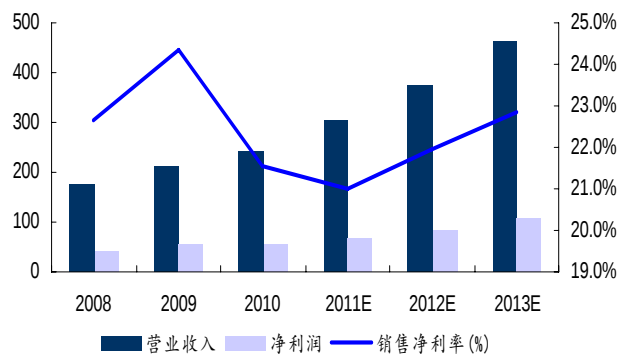
一、财务分析

图 1：公司主营及成本



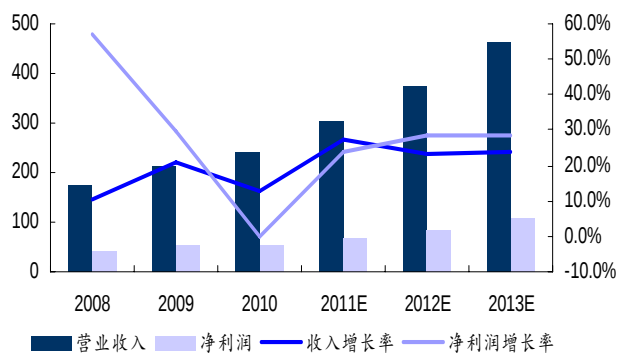
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：公司收入及净利润



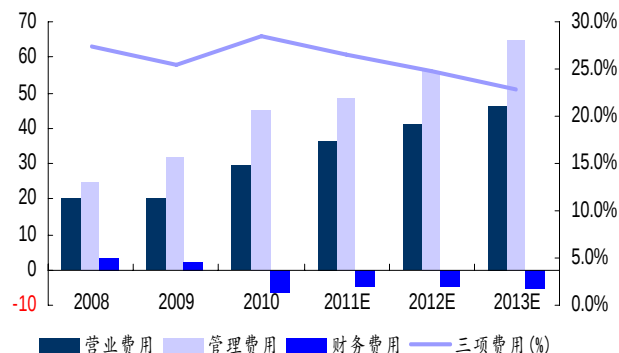
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：公司营业收入及增长



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4：公司费用构成



资料来源：Wind，东方证券研究所

二、盈利预测

主要假设：

1、大屏行业的产业规模稳定增长，2008 年我国大屏行业的产值为 10.4 亿，预计到 2012 年产值可以达到 25.63 亿元，平均增长率在 25%左右。公司是大屏行业的先行者和市场龙头，将在大屏市场占有率不断提升，未来三年保持 17%左右的年均复合增长率。

2、数字实验室系统随着教育部课改的持续深入，未来市场将越来越大，大约有 345 亿市场空间。子公司奇科威数字教学是行业领先的教育信息化整体解决方案提供商。不考虑鑫森电子业绩影响，我们预计未来三年的年均复合增长率为 18%左右。

3、根据公司公告，鑫森电子 2010 年税后净利润不低于 400 万元，2011 年税后净利润不低于 520 万元，2012 年税后净利润不低于 624 万元，2013 年税后净利润不低于 748 万元。为减少投资风险，鑫森电子原控制人陈忠伟和聂永荣在协议中对上海鑫森电子 2010 以及未来三年业绩实现做出承诺，若未能实现业绩陈忠伟和聂永荣将以现金予以补足。

4、随着公司收入的快速增长，我们预期公司销售费用、管理费用的增长保持同步增长。随着募集资金定期存款利息增加，财务费用将会大幅下降。

5、预计公司未来三年实际所得税率为 17.5%左右。

表 1：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
大屏幕拼接显示系统					
销售收入（百万元）	161.8	172.7	190.0	228.0	273.6
增长率（YOY）	10.2%	6.7%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率（%）	53.7%	50.7%	54.0%	54.0%	54.0%
电子实验室系统					
销售收入（百万元）	36.8	35.3	40.6	48.8	58.5
增长率（YOY）	77.9%	-4.1%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率（%）	46.3%	60.9%	55.0%	60.0%	60.0%
鑫森电子					
销售收入（百万元）			59.5	80.3	108.3
增长率（YOY）				35.0%	35.0%
毛利率（%）			27.0%	25.0%	25.0%
其他					
销售收入（百万元）	5.7	23.1	6.0	8.4	11.8
其他业务					
销售收入（百万元）	8.4	8.8	9.0	10.0	12.0
合计（百万元）	212.7	240.0	305.1	375.4	464.2
增长率（YOY）	20.9%	12.8%	27.1%	23.1%	23.7%

资料来源：Wind，东方证券研究所

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 3.05 亿、3.75 亿、4.64 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.64 亿元、0.82 亿、1.06 亿元；对应 EPS 分别为 0.60 元、0.78 元、1.00 元。

表 2：盈利预测表（百万元）

	20100331A	20100630A	20100930A	20101231A	20110331A	20110630E	20110930E	20111231E
营业收入	48.31	65.72	38.28	87.65	43.39	57.57	78.50	125.60
营业成本	21.20	33.07	17.11	46.49	24.66	27.78	37.88	60.61
营业税金及附加	0.48	0.70	0.26	0.94	0.14	0.71	0.96	1.54
营业费用	5.74	6.57	8.62	8.32	7.88	6.32	8.62	13.79
管理费用	8.40	7.92	9.58	19.43	11.13	8.29	11.30	18.09
财务费用	0.42	-0.34	-0.11	-6.22	-2.92	-0.41	-0.57	-0.91
资产减值损失	0.24	-0.15	0.21	-2.77	1.04	-0.12	-0.16	-0.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	11.83	17.96	2.61	21.46	1.46	15.01	20.47	32.74
营业外收入	0.07	4.62	0.44	5.93	0.01	2.40	3.27	5.23
营业外支出	1.02	-1.02	0.00	0.02	0.01	0.01	0.02	0.03
利润总额	10.89	23.59	3.05	27.37	1.46	17.39	23.72	37.95
所得税	1.79	3.57	0.94	5.13	0.51	2.99	4.07	6.52
净利润	9.10	20.03	2.11	22.24	0.95	14.40	19.64	31.43
少数股东损益	0.58	0.61	0.08	0.53	0.22	0.48	0.65	1.04
归属于母公司净利润	8.51	19.42	2.03	21.72	0.73	13.93	18.99	30.39
EPS（元）	0.08	0.18	0.02	0.20	0.01	0.13	0.18	0.29

资料来源：Wind，东方证券研究所

三、估值分析

我们选取与公司业务模式与特点类似的 10 家公司进行对比，目前行业可比公司 2010、2011 年平均 PE 分别为 50 和 32 倍。给予公司 2011 年 32 倍 PE，对应目标价为 19.2 元，维持公司“增持”评级。

表 3：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002308.SZ	威创股份	34	26	19
300074.SZ	华平股份	57	42	31
300167.SZ	迪威视讯	39	26	17
002415.SZ	海康威视	37	26	19
002236.SZ	大华股份	46	29	20
002528.SZ	英飞拓	43	27	18
002214.SZ	大立科技	84	47	36
002414.SZ	高德红外	44	31	21
002296.SZ	辉煌科技	54	35	24
300150.SZ	世纪瑞尔	60	32	23
平均		50	32	23

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	929	968	1,020	1,110	营业收入	240	305	375	464
现金	664	703	683	682	营业成本	118	151	187	234
应收账款	144	151	194	243	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	14	18	22	27	营业费用	29	37	41	46
预付账款	61	48	66	86	管理费用	45	49	56	65
存货	38	42	51	66	财务费用	-6	-5	-5	-6
其他	9	5	5	6	资产减值损失	-2	1	0	0
非流动资产	159	217	249	275	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	4	4	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	24	140	187	222	营业利润	54	70	91	119
无形资产	27	23	20	17	营业外收入	11	11	12	14
其他	99	50	37	31	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,089	1,185	1,269	1,385	利润总额	65	81	103	133
流动负债	50	79	86	101	所得税	11	14	18	23
短期借款	-	18	16	15	净利润	53	66	85	110
应付账款	26	30	39	49	少数股东损益	2	2	3	4
其他	23	30	31	37	归属于母公司净利润	52	64	82	106
非流动负债	3	3	(5)	(14)	EBITDA	50	74	104	137
长期借款	3	(3)	(12)	(20)	EPS (元)	0.49	0.60	0.78	1.00
其他	-	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	52	82	81	87	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	11	14	17	20	成长能力				
股本	106	106	106	106	营业收入	12.8%	27.1%	23.1%	23.7%
资本公积	770	770	770	770	营业利润	-6.5%	29.4%	31.3%	30.4%
留存收益	149	213	295	401	归属于母公司净利润	-0.2%	23.9%	28.7%	28.7%
归属母公司股东权益合计	1,025	1,089	1,172	1,278	获利能力				
负债和股东权益	1,089	1,185	1,269	1,385	毛利率	50.9%	50.5%	50.1%	49.6%
现金流量表					净利率	21.5%	21.0%	22.0%	22.9%
单位：百万元					ROE	5.0%	5.9%	7.0%	8.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	3.8%	4.8%	6.1%	7.4%
经营活动现金流	-19	83	35	53	偿债能力				
净利润	53	66	85	110	资产负债率	4.8%	6.9%	6.4%	6.3%
折旧摊销	3	9	17	23	净负债比率				
财务费用	-6	-5	-5	-6	流动比率	18.73	12.24	11.83	11.02
投资损失	0	0	0	0	速动比率	17.97	11.72	11.25	10.36
营运资金变动	-75	-10	-69	-83	营运能力				
其它	6	22	5	8	总资产周转率	0.35	0.27	0.31	0.35
投资活动现金流	-86	-66	-50	-49	应收账款周转率	1.80	1.81	1.87	1.84
资本支出	-80	-98	-51	-51	应付账款周转率	5.17	5.31	5.41	5.35
长期投资	0	6	-1	-0	每股指标 (元)				
其他	-6	26	2	2	每股收益	0.49	0.60	0.78	1.00
筹资活动现金流	734	23	-5	-4	每股经营现金流	-0.18	0.78	0.33	0.50
短期借款	-33	18	-2	-1	每股净资产	9.67	10.27	11.05	12.05
长期借款	-11	-6	-8	-9	估值比率				
普通股增加	67	0	0	0	P/E	49.22	39.72	30.87	23.98
资本公积增加	750	0	0	0	P/B	2.48	2.34	2.17	1.99
其他	-39	11	5	6	EV/EBITDA	37.3	25.6	18.1	13.8
现金净增加额	629	40	-20	-1					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn