

紫光学大 (000526.SZ)

短期资金面承压，长期 K12 龙头地位有望显现

● **并购学大教育，定增终止增大财务压力，但龙头地位仍将逐步凸显**
 15 年 8 月银润投资公告非公开增发预案，拟以 19.13 元/股价格向含大股东和职工持股计划在内的 10 名特定投资者发行股票 2.88 亿股，筹集资金不超过 55 亿，用于收购美股上市公司学大教育 100% 股份（23 亿）、设立国际教育学院投资服务管理公司（17.7 亿）、在线教育平台建设（14.9 亿）。16 年 7 月公司公告通过自筹资金方式完成对学大教育 100% 股权的收购，同时公司更名为“紫光学大”。公司大股东为西藏紫光卓远（其与一致行动人合计持有 22.49%），实际控制人为清华控股，最终实际控制人为教育部。16 年 12 月公司董事会决定终止发行。虽然由于定增终止公司资金承压，但合并学大教育后教育培训板块的龙头优势将逐步凸显。

● **主业：全国最大的 1 对 1 机构，16 年小幅盈利，费用增加拖累业绩**
 收购学大教育前银润投资主营为游乐设备综合服务 and 物业租赁，15 年营业收入和归属于母公司净利润分别为 2507 万元和 -1356 万元。公司 16 年 6 月开始并购学大教育，16 年前三季度营业收入和归母净利润分别为 8.19 亿元和 -3558 万元，其中学大教育 6-9 月营业收入为 8.00 亿元，归母净利润为 1065 万元。根据业绩预告，16 年公司归母净利润为 -12200 万元至 -9400 万元，主要由于支付定增事项机构费用及收购学大借款增加（其中学大营业收入约 12.71 亿元）。

学大集团是全国最大的中小学一对一个性化课外辅导机构，根据公司预测，学大 15-17 年营业收入（预计）分别为 22.83、25.36 和 27.60 亿元，16 年和 17 年增速分别为 11.1% 和 8.8%。

● **公司未来业绩增长来自：业务结构调整、线上业务扩展及资源整合**
 学大集团主要业务包括 1 对 1、小组课以及国际教育。至 16 年 6 月末，学大拥有超过 580 个学习中心，约有 15674 名全职教职员工，并为全国 29 个省份及直辖市中的 132 个城市的客户提供服务。16 年收入结构中，1 对 1、小班组占比分别为 87.7% 和 8.9%。公司未来增长主要来自：(1) 业务模式：14 年开始公司逐步增加 3-6 人的小班组业务，一方面增加学生数量，另一方面也摊低固定成本，提升毛利率；(2) 线上业务：14 年公司打造“e 学大”平台，将线下培训和线上有机结合，相比竞争对手不论在内容的更新速度、还是强大的师资储备资源，都处于行业领先地位；(3) 国际教育：公司设立紫光学大教育发展公司，并布局厦门和湖州安吉的国际学校，有望成为新的增长点；(4) 股东资源：公司实际控制人和最终控制人清华控股和教育资源丰富，公司生源、规模都有望实现增长，资源整合也有望推进。

● **短期业绩承压，长期龙头地位逐步显现，首次覆盖给予“谨慎增持”评级**

尽管公司定增方案终止，短期将带来资金和业务的压力（公司向控股股东借款 18.5 亿元，利率 4.35%，年利息约 8000 万），但学大位于 K12 培训第一阵营，线下学习点覆盖广泛、师资力量雄厚、线上“e 学大”的平台优势也逐步发挥。未来依赖公司积极的业务转型及股东资源，公司教育板块规模和盈利有望快速提升。考虑 16 年公司支付定增相关费用及收购借款造成亏损，而 17 年后学大并表对业绩的增量贡献，我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 -1.12 元、0.59 元、1.01 元，对应 17 年 PE 约 63 倍，短期估值偏高，但公司中长期业绩增长值得期待，首次覆盖给予“谨慎增持”评级。

● **风险提示**：公司 16 年预计亏损，定增终止导致负债增加，K12 培训市场竞争加剧，公司盈利低于预期，外延并购不达预期。

公司评级
谨慎增持

当前价格

37.14 元

报告日期

2017-03-01

相对市场表现

分析师： 安 鹏 S0260512030008

 021-60750610

 anpeng@gf.com.cn

分析师： 沈 涛 S0260512030003

 010-59136693

 shentao@gf.com.cn

相关研究：
联系人： 姚遥 18521722468

gfyayao@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	11	155	2801	3411	4030
货币资金	3	133	904	872	855
应收及预付	9	22	1897	2539	3175
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	189	181	1117	1151	1171
长期股权投资	0	0	850	850	850
固定资产	84	77	164	198	217
在建工程	21	21	21	21	21
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	84	82	82	82	82
资产总计	201	335	3919	4562	5201
流动负债	43	191	2032	2619	3160
短期借款	0	140	0	0	0
应付及预收	43	51	2032	2619	3160
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	1850	1850	1850
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	1850	1850	1850
负债合计	43	191	3882	4469	5010
股本	96	96	96	96	96
资本公积	58	58	58	58	58
留存收益	2	-11	-119	-62	35
归属母公司股东权	156	143	35	92	189
少数股东权益	1	1	2	2	1
负债和股东权益	201	335	3919	4562	5201

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	13	3	16	29	39
净利润	2	-13	-107	57	97
折旧摊销	6	9	16	26	32
营运资金变动	4	7	105	-55	-94
其它	0	1	2	1	4
投资活动现金流	-56	-123	-955	-61	-56
资本支出	-56	-3	-105	-61	-56
投资变动	0	-9	-850	0	0
其他	0	-110	0	0	0
筹资活动现金流	0	140	1710	0	0
银行借款	0	140	-140	0	0
债券融资	0	0	1850	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-43	20	771	-32	-17
期初现金余额	46	3	133	904	872
期末现金余额	3	23	904	872	855

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	84.9	33.3	5,111.0	111.0	12.5
营业利润增长	163.0	-374.5	-1,208.	145.7	78.4
归属母公司净利润增长	129.5	-789.7	-695.9	152.8	71.2
获利能力(%)					
毛利率	69.6	64.1	25.4	29.3	30.2
净利率	10.8	-53.8	-8.2	2.1	3.1
ROE	1.3	-9.5	-309.2	62.0	51.5
ROIC	2.9	-17.8	2.0	-7.6	-10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	21.5	57.0	99.1	98.0	96.3
净负债比率	-	-	-24.6	-9.3	-4.5
流动比率	0.27	0.81	1.38	1.30	1.28
速动比率	0.20	0.80	1.22	1.01	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.09	0.61	0.65	0.64
应收账款周转率	4.81	2.11	0.86	1.62	1.33
存货周转率					
每股指标(元)					
每股收益	0.02	-0.14	-1.12	0.59	1.01
每股经营现金流	0.13	0.03	0.17	0.31	0.41
每股净资产	1.63	1.48	0.36	0.95	1.97
估值比率					
P/E	936.2	-473.0	-33.2	63.0	36.8
P/B	11.8	44.9	102.7	39.0	18.9
EV/EBITDA	185.1	-19,063	-104.0	15.2	11.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	19	25	1306	2756	3100
营业成本	6	9	975	1949	2163
营业税金及附加	1	1	98	207	232
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	8	24	276	448	501
财务费用	0	0	82	84	86
资产减值损失	0	0	8	8	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4	-10	-132	61	108
营业外收入	0	0	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4	-10	-126	67	114
所得税	2	3	-19	10	17
净利润	2	-13	-107	57	97
少数股东损益	0	0	1	0	0
归属母公司净利润	2	-14	-108	57	98
EBITDA	10	0	-26	179	236
EPS(元)	0.02	-0.14	-1.12	0.59	1.01

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名。
安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名。
姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。