



高效执行领先市场，首家优质私立学校拟落地

2017.03.12

	李亚军(分析师)	肖明亮(研究助理)
电话:	020-88863187	020-88831179
邮箱:	liyj@gzgzhs.com.cn	xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310516060001	A1310115100005

事件: 公司公告拟收购成都高达 100% 股权，成都高达持股成都七中实验中学 100% 股权。成都七中实验中学是按照国家级示范学校标准设计建造的高起点、高品质、现代化、具有国际水准的十二年一贯制大型民办学校。

点评:

● **领先市场：市场整体并购推进缓慢背景下公司高效执行力凸显。**自公司收购龙文教育之后，我们一直重申和向市场重点推荐勤上，其原因在于看好高管团队高效领先的落地执行能力，现金资源充裕+项目储备丰富，此后公司也先后落地/推进英伦国际学校、小红帽集团、爱迪集团等并购项目，参投思齐教育与凹凸教育并拿下优先收购权，向市场彰显转型决心与跑马圈地抢占优质资产的行动力，也进一步验证我们的逻辑，公司紧紧围绕中高端教育在 K12+3 领域屡屡突破和加速布局。公司是 A 股首家发股收购 K12 培训学校资产获得过会的民营企业，此次公司再次拟收购成都七中实验中学，将再次成为首家收购民办私立学校的 A 股企业。我们重申看好公司管理团队高效落地优质教育资产，深耕 K12+3 教育布局值得重点关注。鉴于公司在资产布局领域的高效执行能力，我们同样看好公司在优质资产跑马圈地后在整合与优化管理、强化协同方面的节奏推进。

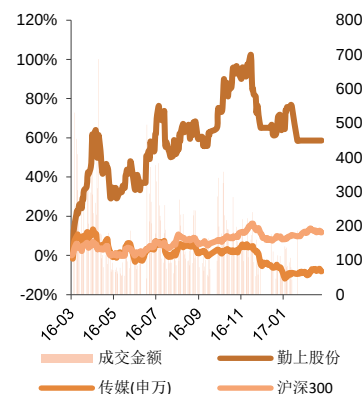
● **成都七中实验中学：优质私立学校，首家落地 A 股：**成都七中实验学校创建于 2003 年，由冠城集团投资近 3 亿元兴办，是按照国家级示范学校标准设计建造的高起点、高品质、现代化、具有国际水准的十二年一贯制大型民办学校。学校由享誉全国的百年名校成都七中强力领办、独家管理，充分利用成都七中优质教育资源，两校实现了“资源共享，管理对接，师资共建，学生同发展”。学校先后获评“中国十大杰出民办学校”、“全国首届百佳特色学校”等殊荣，设有小学部、初中部、高中部、国际部，附设成都七中实验学校附属启文幼儿园。现有在校学生 5800 余人，教教职工 800 余人。在升学率方面，2015 年高考中获得本科率超过 97%，位列成都市前列。成都七中实验学校是优秀的民办公助学校，也将成为 A 股首家通过收购进入上市公司的规模较大的优秀私立学校。未来成都七中实验中学的成功创办经验有望加速推动公司在全国进行优质教育资源的扩张，提供宝贵经验以及优质丰富的教育内容资源，彰显口碑品牌效应。结合收费情况来看，我们预测平均人均收费（含学费、住宿费、生活费、代管费等）42000 元左右，按照 35-40% 左右利润率预测的话预计净利润水平约为 8500 万元左右。

● **旗下教育资产市场领先，高管转型与落地决心助力复制扩张：**如市场所认为，教育资产的成长性有赖跨区域扩张带来校、生数量的快速增长以及人均 ARPU 值提高，尤其是品牌学校也将享有更好的议价

强烈推荐(维持)

教育行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
勤上股份	0.0	-7.6	-5.7
传媒行业	0.2	-8.8	-11.9
沪深 300	0.9	-1.9	3.3

基本资料

总市值(亿元)	137
总股本(亿股)	15.19
流通股比例	61.33%
资产负债率	31.66%
大股东	勤上集团
大股东持股比例	16.79%

相关报告

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)深度报告：开民办教育收购先河，先发优势打造教育生态-20160725

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：国际学校再下一城，教育版图持续扩张-20161216

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：批文到手高效落地，教育版图扬帆起航-20160801

能力，口碑与品牌也直接影响公司的扩张步伐，复制扩张的节奏直接影响上市公司业绩的成长性，需要公司在管理与资产协同和资源整合方面发力，围绕品牌进行推广，整合旗下诸多教育资产在师资、理念、内容、地域等方面优质资源。公司先后推进整合龙文教育、英伦国际、小红帽、爱迪教育集团、思齐教育与凹凸教育、成都七中实验中学等围绕中高端幼儿园、小学、初中、高中等在内的优质教育资产，在 K12+3 领域抢先布局成为 A 股教育龙头。公司落地节奏超出市场预期，高管决心不断彰显，也将为后续优质教育资产在全国范围内的复制扩张保驾护航；旗下优质教育资源的整合也将强化勤上教育品牌的口碑。此外公司二股东华夏人寿为通过定增锁定三年方式进入，所持股份目前尚在锁定期，我们依然关注公司经营稳健与 2017 年教育资产业绩的释放。

- **盈利预测与估值：**假设考虑目前旗下已有教育资产的业绩备考（即考虑龙文、英伦、小红帽、爱迪、成七中实验中学等），我们预计 2016-2018 年公司旗下资产备考业绩为：0.48 亿元、5.82 亿元、7.05 亿元，对应当前估值分别为：285×、23×、20×倍 PE。我们认为公司教育龙头地位凸显，跑马圈地后将积极进行整合与协同，规模效应与先发优势凸显，当前估值仅为 23 倍左右，低估明显，给予 2017 年 35-40 倍左右估值，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**LED 行业回暖缓慢、项目推进不达预期、整合困难。

备考财务报表情况

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	849.66	836.92	2927.15	3366.73
同比(%)	-6.20%	-1.50%	249.75%	15.02%
归属母公司净利润	20.74	38.78	582.34	704.90
同比(%)	68.82%	86.96%	1401.52%	21.05%
毛利率(%)	29.17%	22.93%	39.30%	39.92%
ROE(%)	0.92%	1.01%	10.17%	11.04%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.38	0.47
P/E	163.27	353.34	23.53	19.44
P/B	1.52	2.54	2.30	2.06
EV/EBITDA	59.64	114.20	11.91	9.29

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：业绩高速增长符合预期，教育版图扩张持续-20160819

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：携手华夏人寿战略合作，教育布局增添助力 20160828

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：设立勤上教育敦行致远，LED 板块受益行业好转 20161010

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：国际学校落地在即，持续催化拓展教育版图 20161012

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：优质幼教资产高效落地，K12+3 战略初具规模 20161108



➤ 成都七中实验中学班级设置情况、收费情况、师资情况？

高中：单年级 8 个班，其中 2 个火箭班，2 个实验班，3 个平行班，1 个国际班；报考条件需为成都市中考成绩在重点线上 20 份以上；**费用标准（含学费、住宿费、生活费、代管费等）年合计 45200 元/人/年左右；2016 年中考招生 350 人（不含国际班）。**高中部由学校主管教学的谭红副校长担任学部校长，设立了教务处、德育处、学部办公室共三个处室，教育教学管理实行年级负责制。现有专职授课教师 78 人，其中高级教师 30 人，一级教师 21 人。

初中：单年级 18 个班，其中 6 个实验班，2 个翻转课堂班；**费用标准（含学费、住宿费、生活费、代管费等）年合计 38200 元/人/年左右；2016 年毕业生人数 720 人；**初中部合计有 50 个教学班级，**2200 多名学生。**教师 139 人，其中特级教师 1 人，高级教师 37 人，一级教师 67 人。硕士研究生学历 13 人，大学本科学历 126 人。

小学：小学一年级 10 个班，2 至 5 年级招收少量插班生。**包含所有学杂费，住读需大约 4.2 万/年；**小学部总共 60 多个班级，**合计 2500 多名学生。**

国际部：成都七中实验学校与美国犹他州麦瑞迪安学校（Meridian School）合作举办，系四川省首个取得教育局认可的与美国实体高中合作的中美高中双文凭课程班。依据教育部“高中课程标准（实验稿）”，以七中实验学校高中课程为基础，同时引进美国高中的必修课程，由双方通过衔接整合设置。中美高中学分互认、课程互通，学生通过科学系统的高中三年中美高中课程学习，在通过中国规定的高中学业水平考试且修满美国高中所要求学分后，可同时获得中国高中毕业证及美国高中毕业文凭，并在权威海外升学顾问的指导和帮助下，申请入读美国、加拿大、英国、爱尔兰、澳大利亚、新西兰等全世界数十个国家和地区的大学。学制 3 年，学费 9.6 万/年，该费用包括学费、全程留学考试（托福）培训费、行前指导、以及美国高中学籍注册费。面向初中毕业生，有出国意愿并有一定经济能力。

➤ 学校办学情况、运营情况？

成都七中实验学校创建于 2003 年，由冠城集团投资近 3 亿元人民币兴办。占地 300 余亩，位于成都市光华大道三段 281 号。是按照国家级示范学校标准设计建造的高起点、高品质、现代化、具有国际水准的十二年一贯制大型民办学校。由享誉全国的百年名校成都七中强力领办、独家管理。成都七中派出专家管理团队指导教育教学工作，委派校长助理江宏担任七中实验学校校长，指派优秀教师领衔学科教学。实验中学秉承成都七中“治学严谨，启迪有方”的办学传统，践行着眼整体发展，立足个体成才，充分发挥学生主体作用的“三体”教育思想，充分利用成都七中优质教育资源，两校实现了“资源共享，管理对接，师资共建，学生同发展”。学校先后获得了“中国西部名校”、“中国十大杰出民办学校”、“全国首届百佳特色学校”、“社会满意的明星学校”、“成都市优秀学校”、“四川省阳光体育示范学校”、“成都市艺术特色学校”、“成都市民办教育先进集体”、“全国校园文化金奖”等殊荣，享誉蓉城，蜚声巴蜀。

➤ 学生升学情况？

2015 年高考中，学校有 179 人参考，其中上一本线 100 人，首破一本百人大关，一本率突破 50%，本科率达到 97%，位居成都市前列，跻身四川省一流行列。学校初中 2015 届学生在当年成都市中考中继上届首破上重点线人数三百人大关后，又创新高，359 人上重点线。

2016 年高考中，理科火箭班一本率 91.8%，文科实验班一本率 69.7%，文理科合计一本率 61.3%，本科率 93.2%，学校一本率、本科率、升学率均在全区首位，位列成都市前列。2016 年中考中，720 人毕业，其中 513 人上省级示范高中录取线，重点率 71.25%；

国际部：自 2010 年七中实验学校开设中美高中双文凭班以来，国际部已有两届学生毕业，这些学生除顺利取得毕业文凭外，在海外升学顾问的专业指导下，100% 的学生顺利获得了海外大学的录取及签证，并顺利衔接了海外大学的学习。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2607	3679	6241	7028	营业收入	850	837	2927	3367
现金	1446	2370	4883	5635	营业成本	602	645	1777	2023
应收账款	679	598	620	632	营业税金及附加	7	7	25	29
其它应收款	44	300	320	335	营业费用	79	0	278	320
预付账款	30	29	28	29	管理费用	80	59	205	236
存货	270	256	258	261	财务费用	-31	-28	-53	-77
其他	137	126	131	135	资产减值损失	99	25	20	20
非流动资产	634	2752	2734	2700	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	35	40	60	80	投资净收益	5	20	40	45
固定资产	343	320	285	240	营业利润	19	53	716	862
无形资产	108	116	121	115	营业外收入	18	20	30	40
其他	148	2276	2268	2264	营业外支出	4	6	8	8
资产总计	3241	6430	8975	9727	利润总额	33	67	738	894
流动负债	462	462	474	471	所得税	6	12	137	164
短期借款	8	10	12	15	净利润	27	55	601	730
应付账款	219	229	229	226	少数股东损益	6	16	19	25
其他	236	223	233	231	归属母公司净利润	21	39	582	705
非流动负债	520	529	2450	2449	EBITDA	89	100	749	883
长期借款	0	0	20	20	EPS (摊薄)	0.01	0.03	0.38	0.47
其他	520	529	2430	2429					
负债合计	983	991	2924	2920	主要财务比率				
少数股东权益	23	39	58	83	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	375	1516	1516	1516	成长能力				
资本公积	1334	3313	3313	3313	营业收入增长率	-6.2%	-1.5%	249.8%	15.0%
留存收益	527	562	1134	1836	营业利润增长率	90.5%	172.7%	1248.8%	20.4%
归属母公司股东权益	2236	5391	5963	6664	归属于母公司净利润增长率	68.8%	87.0%	1401.5%	21.0%
负债和股东权益	3241	6420	8945	9667	获利能力				
					毛利率	29.2%	22.9%	39.3%	39.9%
现金流量表					净利率	3.2%	6.5%	20.5%	21.7%
					ROE	0.9%	1.0%	10.2%	11.0%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROIC	0.4%	0.6%	9.3%	9.9%
经营活动现金流	-21	-73	536	636	偿债能力				
净利润	27	39	582	705	资产负债率	30.3%	15.4%	32.6%	30.0%
折旧摊销	77	61	65	67	净负债比率	0.76%	1.20%	1.12%	1.23%
财务费用	-31	-28	-53	-77	流动比率	5.64	7.96	13.16	14.91
投资损失	-5	-20	-40	-45	速动比率	5.05	7.40	12.62	14.35
营运资金变动	-225	-147	-33	-39	营运能力				
其它	136	23	15	26	总资产周转率	0.26	0.17	0.38	0.36
投资活动现金流	-50	-2151	9	39	应收账款周转率	1.35	1.31	4.81	5.38
资本支出	-22	-14	-11	-5	应付账款周转率	2.62	2.88	7.75	8.89
长期投资	0	-5	-20	-20	每股指标 (元)				
其他	-28	-2132	40	63	每股收益 (最新摊薄)	0.01	0.03	0.38	0.47
筹资活动现金流	-1	3148	1968	77	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.06	-0.05	0.35	0.42
短期借款	4	3	2	3	每股净资产 (最新摊薄)	5.97	3.56	3.93	4.40
长期借款	0	0	20	0	估值比率				
普通股增加	0	1141	0	0	P/E	163.27	353.34	23.53	19.44
资本公积金增加	0	1979	0	0	P/B	1.52	2.54	2.30	2.06
其他	-5	25	1946	74	EV/EBITDA	59.64	114.20	11.91	9.29
现金净增加额	-71	925	2513	752					

机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
北京机构销售	张 岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚 颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王 静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴 昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚 澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。