

亚夏汽车 (002607)

证券研究报告

2019年02月01日

预计 18 归母净利润 11-11.6 亿，大幅超过 9.3 亿业绩对赌

预告 2018 年归母净利润 11 亿-11.6 亿元，扣非后归母净利润 10.3 亿-11.3 亿元

1月28日，公司公告，由于公司2018年底完成重大资产重组（即中公教育借壳），公司修正此前业绩预告，修正后2018年归母净利润11亿-11.6亿元，扣非后归母净利润10.3亿-11.3亿元。目前亚夏已完成借壳重组，原主业剥离同时中公并表，此利润基本全由中公贡献，大幅超越此前对赌（2018年扣非后归母净利润为9.3亿元）。业绩验证公司价值，赛道稀缺性及研发管理优势将逐步凸显，预计19-20年中公仍将超越对赌业绩。

同时，公司公告，本次新增股份的发行价格为3.27元/股，新增股份数量为53.47亿股将于1月31日上市，本次发行完成后，公司总股本将增加至61.67亿股。1月22日，公司公告完成股份协议转让后，李永新将直接持有7269.66万股，占总8.86%，中公合伙直接持有8000万股公司股份，占总股本9.75%。

上调盈利预测，给予买入评级

本次交易完成后，中公教育将实现与A股资本市场对接，推动中公业务发展，并有助于提升其在行业中的综合竞争力、品牌影响力和行业地位。借助A股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。无论从就业竞争力、产业结构调整现状、企业人才需求特点还是国家政策支持来看，未来共有强大技术能力与教育培训经验的职教机构发展空间广阔，中公在教育技术领域不断加大投入行程数字化网络化以及智能化的教学平台系统。目前公司已全部完成本次重组并购，原有业务置出，中公教育并表，股本已增厚至61.67亿股，我们上调公司18-20年EPS由此前0.1/0.11/0.13元上调为0.18、0.25、0.30元，PE分别为45x、32x、27x。

风险提示：核心管理教师流失风险，行业竞争激烈，教师资格证业务发展不及预期，无法完成对赌风险等。

投资评级

行业	汽车/汽车服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.16元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,167.40
流通A股股本(百万股)	820.34
A股总市值(百万元)	50,325.98
流通A股市值(百万元)	6,693.94
每股净资产(元)	2.36
资产负债率(%)	55.96
一年内最高/最低(元)	15.11/4.47

作者

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

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《亚夏汽车-公司点评:完成资产交割，坚定分享价值白马成长红利》 2019-01-07
- 《亚夏汽车-公司点评:中公教育重组获定增批文，职教龙头价值成长》 2018-12-05
- 《亚夏汽车-首次覆盖报告:中公教育作价185亿元重组上市，A股或诞生教育新龙头》 2018-05-07

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,560.90	6,664.37	7,277.86	10,549.00	13,516.01
增长率(%)	25.67	1.58	9.21	44.95	28.13
EBITDA(百万元)	181.99	233.22	1,489.26	2,028.54	2,398.57
净利润(百万元)	65.87	73.45	1,111.23	1,557.09	1,854.10
增长率(%)	336.34	11.51	1,412.84	40.12	19.08
EPS(元/股)	0.01	0.01	0.18	0.25	0.30
市盈率(P/E)	763.97	685.14	45.29	32.32	27.14
市净率(P/B)	27.04	26.32	6.17	5.40	4.67
市销率(P/S)	7.67	7.55	6.91	4.77	3.72
EV/EBITDA	24.58	12.42	29.33	20.70	17.01

资料来源：wind，天风证券研究所

预告 2018 年归母净利 11 亿-11.6 亿元，扣非后归母净利 10.3 亿-11.3 亿元

1月28日，公司公告，由于公司2018年底完成重大资产重组（即中公教育借壳），公司修正此前业绩预告，修正后2018年归母净利11亿-11.6亿元，扣非后归母净利10.3亿-11.3亿元。目前亚夏已完成借壳重组，原主业剥离同时中公并表，此利润基本全由中公贡献，大幅超越此前对赌（2018年扣非后归母净利为9.3亿元）。业绩验证公司价值，赛道稀缺性及研发管理优势将逐步凸显，预计19-20年中公仍将超越对赌业绩。

同时，公司公告，本次新增股份的发行价格为3.27元/股，新增股份数量为53.47亿股将于1月31日上市，本次发行完成后，公司总股本将增加至61.67亿股。1月22日，公司公告完成股份协议转让后，李永新将直接持有7269.66万股，占总8.86%，中公合伙直接持有8000万股，占总股本9.75%。

上调盈利预测，给予买入评级

本次交易完成后，中公教育将实现与A股资本市场对接，推动中公业务发展，并有助于提升其在行业中的综合竞争力、品牌影响力和行业地位。借助A股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。无论从就业竞争力、产业结构调整现状、企业人才需求特点还是国家政策支持来看，未来共有强大技术能力与教育培训经验的职教机构发展空间广阔，中公在教育技术领域不断加大投入行程数字化网络化以及智能化的教学平台系统。目前公司已全部完成本次重组并购，原有业务置出，中公教育并表，股本已增厚至61.67亿股，我们上调公司18-20年EPS由此前0.1/0.11/0.13元上调为0.18、0.25、0.30元，PE分别为45x、32x、27x。

图 1：中公教育业绩预测

收入 (亿元)	2018E	2019E	2020E
一、面授培训	59.5	83.1	102.8
公务员招录培训 (亿元)	30.8	38.5	42.4
公务员招录培训 (万人次)	44.78	50.16	54.17
事业单位招录培训 (亿元)	9.4	13.6	17.6
事业单位招录培训 (万人次)	21.28	27.66	33.19
教师招录及教师资格培训 (亿元)	11.9	19.1	26.4
教师资格及招录培训 (万人次)	40.06	58.08	75.51
其他培训 (亿元)	7.4	11.9	16.4
其他培训 (万人次)	17.94	26.02	33.82
二、线上培训 (亿元)	5.3	7.6	10.1
线上培训人次情况			
合计收入 (亿元)	64.8	90.7	112.9
净利 (亿元)	11.11	15.57	18.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	855.51	822.32	6,029.18	7,578.44	8,676.26
应收账款	88.20	114.46	74.86	(151.32)	(193.89)
预付账款	429.84	539.73	193.11	373.39	387.70
存货	717.85	681.72	59.08	935.21	434.10
其他	140.18	205.34	154.79	166.77	175.63
流动资产合计	2,231.58	2,363.57	6,511.02	8,902.48	9,479.81
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	757.77	821.75	836.03	857.09	869.23
在建工程	126.76	77.27	82.36	97.42	88.45
无形资产	618.04	590.19	571.50	552.82	534.13
其他	513.60	775.06	599.04	645.65	670.68
非流动资产合计	2,016.18	2,264.27	2,088.94	2,152.98	2,162.50
资产总计	4,247.76	4,627.84	8,599.96	11,055.46	11,642.31
短期借款	923.20	1,291.53	0.00	0.00	0.00
应付账款	122.70	167.75	68.67	122.49	128.29
其他	1,151.78	1,119.38	264.01	1,563.62	780.62
流动负债合计	2,197.67	2,578.67	332.68	1,686.11	908.91
长期借款	17.55	11.70	10.00	0.00	16.90
应付债券	39.78	0.00	26.52	22.10	16.21
其他	101.91	99.18	91.91	101.00	83.80
非流动负债合计	159.24	110.88	128.43	123.10	116.91
负债合计	2,356.92	2,689.55	461.11	1,809.22	1,025.82
少数股东权益	29.44	26.22	(20.64)	(76.37)	(148.53)
股本	455.74	820.34	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	1,077.56	712.97	712.97	712.97	712.97
留存收益	1,405.65	1,091.73	1,992.09	3,155.21	4,597.62
其他	(1,077.56)	(712.97)	(712.97)	(712.97)	(712.97)
股东权益合计	1,890.84	1,938.29	8,138.84	9,246.24	10,616.49
负债和股东权益总	4,247.76	4,627.84	8,599.96	11,055.46	11,642.31

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	64.16	70.62	1,111.23	1,557.09	1,854.10
折旧摊销	83.80	87.42	59.32	62.57	65.51
财务费用	42.28	46.63	12.49	(33.79)	(40.36)
投资损失	0.00	(1.04)	(7.82)	(8.14)	(11.53)
营运资金变动	(314.62)	(494.28)	207.54	487.73	(272.67)
其它	77.52	164.19	(49.34)	(56.67)	(73.80)
经营活动现金流	(46.85)	(126.46)	1,333.42	2,008.78	1,521.26
资本支出	65.39	76.09	57.27	80.91	50.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(310.60)	(161.74)	(44.44)	(169.34)	(99.39)
投资活动现金流	(245.21)	(85.64)	12.83	(88.43)	(49.09)
债权融资	980.53	1,303.23	37.67	25.82	21.16
股权融资	925.88	(52.60)	5,334.57	33.79	40.36
其他	(1,371.38)	(1,117.04)	(1,511.63)	(430.69)	(435.87)
筹资活动现金流	535.03	133.59	3,860.61	(371.09)	(374.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	242.97	(78.52)	5,206.86	1,549.26	1,097.82

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,560.90	6,664.37	7,277.86	10,549.00	13,516.01
营业成本	6,207.48	6,239.75	2,831.18	4,103.65	5,311.81
营业税金及附加	21.04	32.65	24.55	40.37	54.51
营业费用	143.05	165.63	1,819.47	2,637.25	3,379.00
管理费用	72.94	64.69	1,164.46	1,793.33	2,432.88
财务费用	47.80	52.60	12.49	(33.79)	(40.36)
资产减值损失	17.41	16.21	16.09	16.57	16.29
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.04	7.82	8.14	11.53
其他	0.00	(12.13)	(15.64)	(16.28)	(23.06)
营业利润	51.17	103.94	1,417.45	1,999.76	2,373.41
营业外收入	39.07	2.62	3.10	4.20	3.31
营业外支出	4.65	1.58	3.96	3.40	2.98
利润总额	85.59	104.98	1,416.59	2,000.56	2,373.74
所得税	21.43	34.36	354.69	500.14	593.43
净利润	64.16	70.62	1,061.90	1,500.42	1,780.30
少数股东损益	(1.71)	(2.83)	(49.34)	(56.67)	(73.80)
归属于母公司净利润	65.87	73.45	1,111.23	1,557.09	1,854.10
每股收益(元)	0.01	0.01	0.18	0.25	0.30

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.67%	1.58%	9.21%	44.95%	28.13%
营业利润	-578.87%	103.12%	1263.72%	41.08%	18.68%
归属于母公司净利润	336.34%	11.51%	1412.84%	40.12%	19.08%
获利能力					
毛利率	5.39%	6.37%	61.10%	61.10%	60.70%
净利率	1.00%	1.10%	15.27%	14.76%	13.72%
ROE	3.54%	3.84%	13.62%	16.70%	17.22%
ROIC	5.58%	7.11%	69.47%	97.51%	175.81%
偿债能力					
资产负债率	55.49%	58.12%	5.36%	16.36%	8.81%
净负债率	44.77%	26.87%	6.93%	-60.63%	-54.59%
流动比率	1.02	0.92	19.57	5.28	10.43
速动比率	0.69	0.65	19.39	4.73	9.95
营运能力					
应收账款周转率	82.73	65.77	76.89	-275.91	-78.31
存货周转率	8.77	9.52	19.65	21.22	19.74
总资产周转率	1.66	1.50	1.10	1.07	1.19
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.01	0.18	0.25	0.30
每股经营现金流	-0.01	-0.02	0.22	0.33	0.25
每股净资产	0.30	0.31	1.32	1.51	1.75
估值比率					
市盈率	763.97	685.14	45.29	32.32	27.14
市净率	27.04	26.32	6.17	5.40	4.67
EV/EBITDA	24.58	12.42	29.33	20.70	17.01
EV/EBIT	45.20	19.77	30.55	21.36	17.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com