



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

公司公告事件点评

学大教育 (XUE.N) 公告中概股回归主题点评：年内首个教

策略产品

育中概股宣告回归

2015.07.28

张广文 陈语匆 李如娟
(宏观策略研究总监兼团队长) (研究助理) (研究助理)

电话： 020-88836127 020-88831210 020-88836129

执业号： A1310512070004

事件：

北京时间 7 月 27 日下午消息，学大教育(NYSE:XUE)宣布，将以 3.5 亿美元的交易价格从纽约证券交易所退市。学大教育将以每股美国存托股 (ADS) 5.5 美元的价格收购买家持有的全部已发行普通股。

同时，银润投资 (000526) 7 月 27 日晚间公告，7 月 26 日，银润投资召开第七届董事会第四十二次会议，审议通过了《关于公司非公开发行 A 股股票框架性方案的议案》。框架方案中，公司拟以本次非公开发行募集的资金约 23 亿元用于收购美国纽约交易所上市公司学大教育。同时，董事会逐项审议通过关于签署附条件生效的《合并协议》、《VIE 终止协议》、《支持协议》的议案。

核心观点：

1、“游子”归乡

当初学大教育为上资本市场而远赴美国，在中概股的热潮退后，股价开始逐渐下跌。与此同时，国内市场趋于活跃，估值快速提升。随着回归潮出现，学大教育对于回归 A 股的怀抱表现得较为积极。与此相反的是国内牛市启动，上半年市场呈现“鸡犬升天”的盛况。因此，学大教育对于回归 A 股的怀抱，表现得较为积极。(未按修订意见改)

2、月是故乡圆

在海外漂流的中概股们在异乡的境遇并没有想象中美好，一方面是中概股在美国投资经历诚信危机的波及者对手中概股信任度不高(不严谨的表达)，另一方面，美国市场给予它们的估值远低于国内的水平。

3、何去何从？回归路径

目前，中概股回归后若想重登登陆国内资本市场有三条途径：新三板转板、等待 IPO 重启以及反向收购以及“借壳上市”。

- 1、周策略、月策略、年策略
- 2、动力火车主题日报、周报
- 3、策略深度专题报告
- 4、顶级策略、新股策略

相关报告

- 1、2015 年投资策略《花样年华》
-2014 年 11 月 28 日
- 2、2014 年投资策略《结构变局》
-2013 年 12 月 02 日
- 3、2013 年投资策略《多头热身》
-2012 年 12 月 10 日

广证恒生策略研究

微信公众号



带格式的：字体：(默认) Times New Roman, (中文) 楷体, 小四, 字体颜色：自动设置, (国际) 楷体

带格式的：字体：(默认) Times New Roman, (中文) 楷体, 小四, 字体颜色：红色, (国际) 楷体

1、“游子”归乡

1.1 “出国”五年心酸路

“出国”潮流转变为“归国”潮流。今年内，许多中概股宣布私有化回国。在 27 日，教育行业内学大教育宣告即将私有化退出美国市场，正式加入“海归”一族。学大教育早在今年 4 月份便收到银润投资的第一份私有化要约信，当时的价格是 3.38 美/股。这一次正式公告中的价格提升到了 5.5 美元/股，对于学大教育来讲，较为优厚。

学大教育的“归国”是“众望所归”。学大教育是国内老牌的教育企业。由于国内市场对于教育企业的限制，学大教育于 2010 年选择了赴美上市。但是从赴美上市的 12 家教育企业后续发展来看，此前有 6 家已经离开纽交所及纳斯达克。而当初学大教育为上资本市场而远赴美国，在中概股的热潮退后，股价也开始逐渐下跌。学大教育当初上市时的首日开盘价为 14.30 美元，到今年 7 月 24 日收盘已经跌落至 3.2 美元。与此同时，国内牛市启动，上半年市场呈现“鸡犬升天”的盛况市场趋于活跃，估值快速提升。因此，随着回归潮出现，学大教育对于回归 A 股的怀抱，表现得较为积极。

图表 1 学大教育股价一路走低



数据来源：国家统计局，广证恒生

1.2 物以稀为贵

优质教育股的回归为国内 A 股“添砖加瓦”。从目前国内市场来看，由于前期的限制，教育标的是现在 A 股市场的“稀缺标的”。若国外优质的教育中概股能够顺利回归 A 股，那么也将弥补现在市场上这方面的缺失。

学大教育在 K12 教育领域深耕 14 年，倡导个性化教育理念，采取“线上线下”相结合的教学方式，为学生打造针对性学习方案，其“一对一”的教学更是广受好评竞争力较强。目前，学大教育也在在线教育领域积极探索，推出个性化智能辅导产品“e 学大”，作为其在移动教育、教育大数据等领域的提前布局。

学大教育自身的基本面主营在今年有小幅提升。根据 5 月份公布的一季报，学大教育第一季度的营业收入为 8530 万美元，比去年同期的 8390 万美元增长 1.6%；净利润为 120 万美元，比去年同期的 200 万美元下滑 40%。但根据公告，净利润下滑主要由于第一季度中计入了 300 万美元的汇兑亏损，而在去年同期却计入了 40 万美元的汇兑收益。因此，学大教育整体的运营在一季度稳中有升。

2、月是故乡圆

学大教育想退出美国市场，重回 A 股的意愿较为迫切。从多方面对比来看：

(1) (+) 美国投资者对于中概股信任度不高中概股在美国经历诚信危机的波及。美国的投资者对待中概股一直持怀疑态度，一方面其一是源于文化不同导致的理解偏差，再加上中概股与美国投资者交流不足，使得美国投资者因为信息缺失导致信心不足。另一方面其二则是一些财务造假的事例让美国投资者看待中概股时常常带上“有色”眼镜。美国市场要求对投资者要有回报，对财务的要求较高，因此，部分中概股为留在市场中，对财务进行伪造。从 2010 年起，中概股诚信危机爆发，到目前为止，因财务造假而被退市的中概股超过 50 家。但是这些进行财务造假的公司引起的诚信危机影响并未随它们退市而消失，美国做空机构常常对中概股进行“猎杀”，甚至包括作为教育龙头的新东方，使得中概股的处境更加艰难。

【不够严谨】

(2) 国内市场的估值水平远高于美国市场。美国市场对于个股的估值较为稳定，一般在 20~40 之间，但国内市场今年连连传出“捷报”。今年上半年，股市大幅上涨，连带的市场估值水涨船高。在今年上半年里，市场上的股票，尤其是教育股票的代表——全通教育，估值一度超过 1000 倍 PE。表现突出，教育板块估值溢价更为显著。这种盛况，让远在地球彼端的中概股们“眼红”，再加上暴风科技成功回归 A 股市场后受到的追捧。因此，今年的中概股私有化快速增加，世纪佳缘、久邦数码、欢聚时代和当当网也在这批潮流中。

可以想见，中概股受到的“冷遇”，将刺激更多的“游子”重归“故乡”。而这批优质企业回归，也将对国内资本市场的发展有利。

3、何去何从？

现在的 A 市场正处于震荡期，为保持市场流动性，IPO 被叫停。如此，回归的中概股上 A 股的难度直线上升。目前，中概股回归后若想重登国内资本市场有三条途径：

(1) 借助新三板，利用未来可能开放的转板上 A 股。这一条也是目前新三板上一些公司的强烈预期。但是，由于新三板各类制度还在完善过程中，且多数企业并未达到转板的条件，政策还没有放开转板这一条通路。因此，若选择新三板上市，登上 A 股或许还有较长的一段时间。

(2) 等待 IPO 重启。IPO 的停摆对于管理层来讲是救市的策略之一，属于不得已而为之。无论是对于市场健康发展，还是国内的经济转型、产业结构调整，IPO 的意义都较为重大。此外，金融改革中证券法的修订、注册制的实施都离不开 IPO。而新股的审核并未停止来看，我们判断待市场企稳后，IPO 或将再度重启。

(3) 反向收购，也常被称为“借壳上市”。在过去 IPO 暂停的时段里，许多为求速度上市的企业，就是采取这种方式登陆 A 股。这一条途径目前来看国内政策不确定性较大。同时，由于 A 股市场现在“一席难求”，“壳资源”的成本也直线上升，因此，这种方式的花费也在三者中排最高。

~~(3) 借壳上市。在过去 IPO 暂停的时段里，许多为求速度上市的企业，就是采取这种方式登陆 A 股。这一条途径目前来看政策不确定性较大。同时，由于 A 股市场现在“一席难求”，“壳资源”的成本也直线上升，因此，这种方式的花费也在三者中排最高。【查看监管关于借壳表述】~~

对于学大教育而言，此次收购它的银润投资本就是 A 股上市公司。若学大教育希望在国内 A 股上市，本身具备较大的优势。

机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
北京机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
深圳机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	黄诚	(86)18616267711	huangc_c@gzgzhs.com.cn
海外业务拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn



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63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。