

2015年10月13日

中国高科 (600730.SH)

优选投资，实体高校与在线平台并举；可期布局，学历教育与职业培训齐放

■携手遵义医学院合作承办独立学院，高等教育布局拉开序幕。10月12日晚，公司公告，与遵义医学院合作承办遵义医学院医学与科技学院，正式进军高等教育。公司将向遵义医学院支付1亿元用以调整医学与科技学院的办学结构，其中3700万元为新校区一期建设项目资金。在医学与科技学院校园建设项目投资总额基础上，若建设费用超过3.7亿，则超过部分由双方按股权比例（9:1）共同出资，双方合作办学期限为30年。

■合作建设新校区并办理建校，控股独立学院分享合理回报。中国高科与遵义医学院明晰双方定位，明确约定合作办学内容、实施步骤、管理机制等。

■教育转型布局有序推进，多维度、立体化教育集团雏形已现。本次与遵义医学院合作办学，投资建设独立学院是公司在高等教育及职业教育领域布局的实质性推进，将有效增厚公司长期教育收入及业绩。公司作为高校改革和职业教育的优秀标的，围绕“中国制造2025”战略和经济转型升级，致力于打造大型职业教育集团。今年以来，公司在教育领域的转型稳步推进，从在线教育到线下学历教育，从与北大培生和韩国Lumsol公司共同开发汉语在线教育平台，到投资过来人教育科技公司，推进“顶你学堂”MOOC平台发展，到本次合作，公司通过遵义医学院切入高等教育领域，形成成人教育领域多维度、立体化的教育业务网络，且未来有望继续投资并购其他高等院校及职业培训企业，并持续协同股东教育资源及企业资源等，实现大型现代职业教育集团的战略目标。

■上调盈利预测，维持“买入-A”评级。本次与遵义医学院合作承办独立高校，公司将积极切入高等教育业务，逐渐形成职业教育、在线教育、高校教育等多种成人教育业务互补并存的立体化、终身制的教育业务体系，成就教育领域新一代领军者。考虑到遵义医学院项目影响，上调盈利预测，预计15-17年EPS为0.56元、0.33元、0.38元，对应当前股价PE分别为43倍、71倍、64倍。维持“买入-A”评级。

■风险提示：合作进展不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	792.0	1,108.0	850.1	1,017.8	1,138.2
净利润	96.2	155.8	162.8	98.2	110.2
每股收益(元)	0.33	0.53	0.56	0.33	0.38
每股净资产(元)	4.15	4.58	3.89	4.16	4.46

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	73.8	45.6	43.6	72.3	64.4
市净率(倍)	5.8	5.3	6.2	5.8	5.4
净利润率	12.1%	14.1%	19.2%	9.7%	9.7%
净资产收益率	7.9%	11.6%	14.3%	8.1%	8.4%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.3%	0.3%
ROIC	127.6%	-30.8%	65.1%	-46.5%	-1,438.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

综合Ⅲ

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

32.00元

股价(2015-10-12)

24.21元

交易数据

总市值(百万元)	7,101.47
流通市值(百万元)	7,101.47
总股本(百万股)	293.33
流通股本(百万股)	293.33
12个月价格区间	10.49/42.57元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.51	68.02	44.07
绝对收益	6.51	51.98	83.83

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

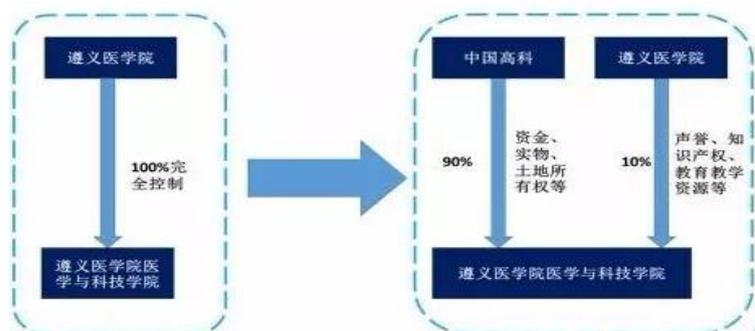
相关报告

投资顶你学堂打造全国顶级 MOOC 平台，成就在线高等教育新一代领军者！ 2015-07-30

携北大培生合作开发汉语在线教育平台，正式进军教育产业！ 2015-07-16

携手遵义医学院合作承办独立学院，高等教育布局拉开序幕。10月12日晚，公司公告，与遵义医学院合作承办遵义医学院医学与科技学院，正式进军高等教育。公司将向遵义医学院支付1亿元用以调整医学与科技学院的办学结构，其中3700万元为新校区一期建设项目资金。在医学与科技学院校园建设项目投资总额基础上，若建设费用超过3.7亿，则超过部分由双方按股权比例（9:1）共同出资，双方合作办学期限为30年。

图 1:



数据来源：安信证券研究中心

合作建设新校区并办理建校，控股独立学院分享合理回报。中国高科与遵义医学院明晰双方定位，明确约定合作办学内容、实施步骤、管理机制等。首先，出资方面，由中国高科提供资金、实物、土地所有权等资源，遵义医学院以办学声誉、知识产权、教育教学资源、管理资源和资金等参与办学，建成后中国高科和遵义医学院所占学院的股权比例为 9:1；其次，双方成立项目公司以办理建校所需各项证件等事务，投资建设新校区。根据 2008 年教育部第 26 号令，以公办高校为主举办，不具备独立校区、财产关系模糊，具有校中校特征的独立学院需要引入新投资方迁址实现规范方能继续正式建校。因而，本次中国高科投资后，将合作建设新校区以满足独立学院建校要求，为学院独立、长久运营做准备；第三，实施步骤方面，计划新校区建设总规模为 15000 人，坐落于遵义市新蒲新区，2017 年 8 月末前完成 8000 人在校生规模的一期建设。建成后至 9 月底前，遵义医学院将开始学院高年级学生入住新校区工作；第四，管理机制方面，学院实行董事会领导下的院长负责制，其中董事会共 5 人（公司选派 4 人，遵义医学院选派 1 人），董事长由公司委派，院长由医学院推荐，2 名副院长及财务总监将由公司推荐；第五，收入分成方面，新生入住新校区后，遵义医学院每年提取“医学与科技学院”新校区在校学生学费的 22%。中国高科在余下的 78% 的学费收入中扣除办学成本和其他必需的费用后，从办学结余中按照股权比例取得合理回报。保守估计，在不考虑杂费收入，仅考虑当前学费 12000 元/人/年的基础上，达到 15000 在校生稳定期后，将有效贡献年收入约 1.4 亿元。

遵义医学院：老牌高校，教育资源&运营经验丰富。遵义医学院成立于 1947 年，是中国共产党创办的第一所本科医学院校，医学实力雄厚，包含 32 个本科专业及专业方向，拥有教职工 4600 多人（包括 3 所直属附属医院），共有高级职称师资 908 人，全日制在校生 15000 多人。而本次合作投资标的“医学与科技学院”建立于 2001 年，受遵义医学院实际控制，拥有护理系、麻醉系等院系，目前拥有在校生 6000 多人。作为老牌高校，遵义医学院具有多年的高校运营经验和丰富的教育资源，未来将持续协助医学与科技学院进行学科建设、师资队伍建设和提供教学、实验场所、实验器材等，完善专业设置、培养方案和教学管理体系，从而提高教学质量和办学水平。

教育转型布局有序推进，多维度、立体化教育集团雏形已现。本次与遵义医学院合作办学，投资建设独立学院是公司在高等教育及职业教育领域布局的实质性推进，将有效增

厚公司长期教育收入及业绩。公司作为高校改革和职业教育的优秀标的，围绕“中国制造 2025”战略和经济转型升级，致力于打造大型职业教育集团。今年以来，公司在教育领域的转型稳步推进，从在线教育到线下学历教育，从与北大培生和韩国 Lumsol 公司共同开发汉语在线教育平台，到投资过来人教育科技有限公司，推进“顶你学堂”MOOC 平台发展，到本次合作，公司通过遵义医学院切入高等教育领域，形成成人教育领域多维度、立体化的教育业务网络，且未来有望继续投资并购其他高等院校及职业培训企业，并持续协同股东教育资源及企业资源等，实现大型现代职业教育集团的战略目标。

上调盈利预测，维持“买入-A”评级。公司是北京大学旗下重要上市平台，背靠多家顶级高校股东，教育资源禀赋优秀。此前公司公告与北大培生和韩国 lumsol 合作开发汉语在线教育平台正式进入教育领域，投资过来人打造中国最大的 MOOC 平台切入高等教育领域，并剥离了房地产等非核心业务，集中资源全力向教育产业转型。本次与遵义医学院合作承办独立高校，公司将积极切入高等教育业务，逐渐形成职业教育、在线教育、高校教育等多种成人教育业务互补并存的立体化、终身制的教育业务体系，成就教育领域新一代领军者。考虑到遵义医学院项目影响，上调盈利预测，预计 15-17 年 EPS 为 0.56 元、0.33 元、0.38 元，对应当前股价 PE 分别为 43 倍、71 倍、64 倍。维持“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	792.0	1,108.0	850.1	1,017.8	1,138.2	成长性					
减:营业成本	489.9	652.8	642.8	788.4	879.3	营业收入增长率	96.1%	39.9%	-23.3%	19.7%	11.8%
营业税费	82.2	139.7	63.8	61.1	56.9	营业利润增长率	259.6%	105.1%	-7.2%	-37.7%	6.3%
销售费用	53.8	13.1	8.5	10.2	22.8	净利润增长率	318.0%	62.0%	4.5%	-39.7%	12.2%
管理费用	44.5	29.2	42.5	71.2	82.0	EBITDA 增长率	150.1%	93.1%	-7.9%	-37.6%	8.0%
财务费用	-1.7	0.4	-4.3	-7.8	-7.6	EBIT 增长率	203.6%	108.1%	-9.0%	-39.8%	6.7%
资产减值损失	-0.2	4.3	2.1	2.1	2.8	NOPLAT 增长率	247.7%	78.9%	2.7%	-39.8%	12.2%
加:公允价值变动收益	3.0	1.8	-	-	-	投资资本增长率	-840.9%	-148.6%	-184.3%	-96.4%	-42.5%
投资和汇兑收益	2.0	-6.5	150.0	60.0	60.0	净资产增长率	45.8%	11.7%	-12.8%	7.9%	8.2%
营业利润	128.6	263.7	244.7	152.5	162.1	利润率					
加:营业外净收支	2.1	0.6	2.0	1.6	1.4	毛利率	38.2%	41.1%	24.4%	22.5%	22.8%
利润总额	130.7	264.4	246.7	154.1	163.5	营业利润率	16.2%	23.8%	28.8%	15.0%	14.2%
减:所得税	29.6	88.6	61.7	38.5	40.9	净利润率	12.1%	14.1%	19.2%	9.7%	9.7%
净利润	96.2	155.8	162.8	98.2	110.2	EBITDA/营业收入	17.6%	24.2%	29.1%	15.2%	14.6%
						EBIT/营业收入	16.0%	23.8%	28.3%	14.2%	13.6%
						运营效率					
资产负债表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	55	18	23	20	19
货币资金	1,806.4	894.8	1,147.9	1,013.9	1,120.8	流动营业资本周转天数	-150	-29	26	-35	6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	962	741	797	615	554
应收帐款	20.5	86.7	55.0	58.4	83.8	应收帐款周转天数	13	17	30	20	22
应收票据	-	-	7.9	2.9	2.8	存货周转天数	253	141	129	93	62
预付帐款	10.8	187.1	46.5	81.9	97.0	总资产周转天数	1,211	987	1,114	884	798
存货	562.1	305.1	301.9	223.7	167.1	投资资本周转天数	-112	-48	9	-43	-2
其他流动资产	190.0	500.7	230.2	307.0	346.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	6.5	2.2	2.9	3.9	ROE	7.9%	11.6%	14.3%	8.1%	8.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	6.5%	7.3%	4.7%	4.7%
长期股权投资	10.5	-	-	-	-	ROIC	127.6%	-30.8%	65.1%	-46.5%	-1,438.7
投资性房地产	633.6	635.4	635.4	635.4	635.4	费用率					
固定资产	55.9	53.0	56.1	58.6	60.4	销售费用率	6.8%	1.2%	1.0%	1.0%	2.0%
在建工程	0.3	6.7	6.7	6.7	6.7	管理费用率	5.6%	2.6%	5.0%	7.0%	7.2%
无形资产	0.2	0.4	8.3	14.2	18.1	财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.5%	-0.8%	-0.7%
其他非流动资产	66.3	41.7	46.0	50.8	46.2	三费/营业收入	12.2%	3.9%	5.5%	7.2%	8.5%
资产总额	3,356.5	2,718.0	2,544.0	2,456.4	2,588.2	偿债能力					
短期债务	375.0	180.0	100.0	100.0	100.0	资产负债率	62.7%	48.6%	52.1%	46.5%	45.0%
应付帐款	678.4	344.8	530.1	367.8	462.6	负债权益比	168.1%	94.4%	108.8%	86.7%	81.9%
应付票据	-	104.6	17.2	39.0	44.5	流动比率	1.54	2.15	1.86	2.24	2.32
其他流动负债	626.6	290.6	316.0	248.1	175.6	速动比率	1.21	1.81	1.54	1.94	2.11
长期借款	28.2	-	-	-	-	利息保障倍数	-76.27	611.90	-55.69	-18.65	-20.38
其他非流动负债	396.5	399.9	362.1	386.1	382.7	分红指标					
负债总额	2,104.7	1,319.9	1,325.3	1,141.0	1,165.3	DPS(元)	0.10	-	0.11	0.07	0.08
少数股东权益	35.8	55.7	77.9	95.2	113.6	分红比率	30.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	293.3	293.3	293.3	293.3	293.3	股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.3%	0.3%
留存收益	922.7	721.6	847.5	926.8	1,015.9						
股东权益	1,251.8	1,398.2	1,218.7	1,315.3	1,422.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.33	0.53	0.56	0.33	0.38
净利润	101.1	175.8	162.8	98.2	110.2	BVPS(元)	4.15	4.58	3.89	4.16	4.46
加:折旧和摊销	13.5	5.9	7.0	9.6	12.2	PE(X)	73.8	45.6	43.6	72.3	64.4
资产减值准备	-0.2	4.3	-	-	-	PB(X)	5.8	5.3	6.2	5.8	5.4
公允价值变动损失	-3.0	-1.8	-	-	-	P/FCF	6.6	-7.7	11.9	-56.0	67.0
财务费用	12.9	19.3	-4.3	-7.8	-7.6	P/S	9.0	6.4	8.4	7.0	6.2
投资损失	-2.0	6.5	-150.0	-60.0	-60.0	EV/EBITDA	7.2	7.8	23.2	38.0	34.7
少数股东损益	4.9	19.9	22.2	17.3	18.4	CAGR(%)	4.6%	-11.3%	91.5%	4.6%	-11.3%
营运资金的变动	505.9	-617.5	517.0	-221.4	6.8	PEG	16.1	-4.0	0.5	15.8	-5.7
经营活动产生现金流量	640.8	-153.7	554.7	-164.0	80.0	ROIC/WACC	12.5	-3.0	6.4	-4.6	-140.8
投资活动产生现金流量	-177.2	-492.0	136.3	41.3	41.0	REP	-0.1	-2.5	-3.8	152.4	8.4
融资活动产生现金流量	299.1	-297.3	-438.0	-11.3	-14.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会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, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ **销售联系人**

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034