

## 中国高科：员工持股绑定长期利益共谋发展，债券获批增加现金或加速扩张

■房地产业务收入下降致营收下滑，积极转型或持续拓展教育业务收入：1-9月公司实现营收6.00亿，-11.31% YoY；归母净利润0.65亿，-57.29% YoY，EPS0.22元；扣非后归母净利润0.63亿，-58.67% YoY。其中Q3营收1.97亿，+23.50% YoY (Q1、Q2同比增速分别为+261.78%、-78.94%)；Q3归母净利润0.10亿，-19.24% YoY (Q1、Q2同比增速分别为+40.19%、-79.82%)。业绩下滑主要系当期房地产销售收入下降所致，目前公司已正式转型教育，未来将积极拓展教育业务收入。

■业务结构变化致毛利率下滑，净利率同比下降13.61个百分点：报告期内毛利率为20.73%，同比下降25.14个百分点，主要原因系公司业务结构变化，高毛利业务房地产销售收入下降。期间费用率为5.06%，同比上升1.13个百分点；其中销售费用率为0.58%，同比减少0.16个百分点，主要原因系公司房地产业务销售费用减少；管理费用率为4.66%，同比增加1.42个百分点，主要原因系公司转型期间，职工薪酬及相关管理费用支出增加；财务费用率为-0.19%，同比减少0.14个百分点。15年前三季度净利率为11.77%，同比下降13.61个百分点。净利润下滑的主要系毛利率下降叠加转型期间相关管理费用支出增加所致。

■员工持股绑定利益共谋发展，债券获批增加现金加速未来扩张：公司公告推出员工持股计划草案，计划总资金规模不超过3000万元（优先级：次级=2:1），拟向61位高管和员工筹集资金不超过1000万元认购全部次级份额，其中，总裁郑明高、副总裁王洵、副总裁兼董秘刘伟和财务总监刘丹丹4位高管共认购71.33%，其他员工认购28.67%。本次员工持股计划彰显公司长期发展信心，将绑定核心团队长期利益，充分调动积极性，提高经营效率，共同推动长期战略转型落地。此外，10月30日完成公司收到上交所对公司债券挂牌转让无异议函，公司将在未来12个月非公开发行不超过13亿元的公司债券，本次发行完成后将大量增加公司在手现金，为未来实践教育战略做好准备。

■线下线双轮驱动，教育转型稳步推进：公司是北京大学旗下重要教育资产整合平台，定位于大型现代职业教育集团，今年以来，公司积极推动教育转型战略：其一，线上布局在线教育，今年以来公司先后与北大培生和韩国 lumsol 合作开发汉语在线教育平台正式进入教育领域，投资过来人打造顶你学堂、华文慕课两大 MOOC 平台，未来将持续探索线上线下教育融合，分享中国高等教育与职业教育的改革红利。其二，线下承办高等院校，公司已与遵义医学院合作承办独立高校，在有效增厚公司长期业绩的同时，标志着公司正式迈入高等教育业务的新征程。未来或将复制该模式，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。

■维持盈利预测，维持“买入-A”评级：公司是北京大学旗下重要资产证券化平台，教育资源禀赋优秀。公司积极推进转型教育战略，线上与北大培生和韩国 lumsol 合作开发汉语在线教育平台正式进入教育领域，投资过来人打造顶你学堂、华文慕课两大 MOOC 平台切入高等教育领域，线下承办高等院校，已与遵义医学院合作承办独立高校，正式切入高等教育业务。公司一方面推出员工持股计划绑定高管及员工利益，增强员工积极性共同推进转型战略落地，另一方面将在未来12个月非公开发行不超过13亿元的公司债券，为公司战略转型提供充足的现金流。我们预计公司15-17年EPS为0.56元、0.33元、0.38元，对应PE为52倍、66倍、63倍。维持“买入-A”评级。

■风险提示：教育业务拓展不及预期。

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)	89.4	55.2	52.8	87.6	78.0
市净率(倍)	7.1	6.4	7.5	7.0	6.6
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	0.3%	0.0%	0.4%	0.2%	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

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

35.00元

股价(2015-11-2)

30.19元

交易数据

总市值(百万元)	8,600.38
流通市值(百万元)	8,600.38
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	33.81	44.57	69.79
绝对收益	44.15	37.20	112.93

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

- 优选投资，实体高校与在线教育平台并举；可期布局，学历教育与职业培训齐放 2015-10-13
- 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

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月02日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>792.0</b>	<b>1,108.0</b>	<b>850.1</b>	<b>1,017.8</b>	<b>1,138.2</b>	<b>成长性</b>					
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%
<b>营业利润</b>	<b>128.6</b>	<b>263.7</b>	<b>244.7</b>	<b>152.5</b>	<b>162.1</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>130.7</b>	<b>264.4</b>	<b>246.7</b>	<b>154.1</b>	<b>163.5</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>96.2</b>	<b>155.8</b>	<b>162.8</b>	<b>98.2</b>	<b>110.2</b>	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%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	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
应收账款	20.5	86.7	55.0	58.4	83.8	应收账款周转天数	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	<b>投资回报率</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>3,356.5</b>	<b>2,718.0</b>	<b>2,544.0</b>	<b>2,456.4</b>	<b>2,588.2</b>	<b>偿债能力</b>					
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	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>2,104.7</b>	<b>1,319.9</b>	<b>1,325.3</b>	<b>1,141.0</b>	<b>1,165.3</b>	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	0.3%	0.0%	0.4%	0.2%	0.3%
留存收益	922.7	721.6	847.5	926.8	1,015.9						
<b>股东权益</b>	<b>1,251.8</b>	<b>1,398.2</b>	<b>1,218.7</b>	<b>1,315.3</b>	<b>1,422.9</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	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)	89.4	55.2	52.8	87.6	78.0
资产减值准备	-0.2	4.3	-	-	-	PB(X)	7.1	6.4	7.5	7.0	6.6
公允价值变动损失	-3.0	-1.8	-	-	-	P/FCF	8.0	-9.4	14.4	-67.8	81.2
财务费用	12.9	19.3	-4.3	-7.8	-7.6	P/S	10.9	7.8	10.1	8.5	7.6
投资损失	-2.0	6.5	-150.0	-60.0	-60.0	EV/EBITDA	7.2	7.8	29.2	47.8	43.7
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	19.6	-4.9	0.6	19.1	-6.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>640.8</b>	<b>-153.7</b>	<b>554.7</b>	<b>-164.0</b>	<b>80.0</b>	ROIC/WACC	12.4	-3.0	6.3	-4.5	-140.1
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	-4.9	192.1	10.7
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
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	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

