

群雄逐鹿 英雄舍我其谁？

——中国高科（600730）深度报告

2016年02月29日

强烈推荐/首次

中国高科 深度报告

报告摘要：

依托控股股东北大教育资源明确职业教育为转型方向。目前公司有 23 家高校股东，控股股东为方正集团，实际控制人北京大学持股比例 20.01%。随着职业教育政策放松，公司结合公司自身的股东背景、人才储备等资源优势和特点，选择了职业教育领域作为未来发展的方向，未来公司将剥离房地产等非教育业务，全面向职业教育集团转型。

- ◆ 线下专注高等学历职业教育这一细分领域，以并购整合为主要手段，建设教育资源整合平台，推动教育管理模式的输出。
- ◆ 线上以 MOOC 模式和韩国合作项目在线汉语教育为主体，实现降低成本和打响品牌影响力的两大目标，未来或与线下教育发挥协同效应。

多元化激励机制保障管理层得以有效激励。 2015 年 11 月推出员工持股计划，持股价格为 18.11 元/股，核心管理层均参与此计划。除此之外，还通过高管在控股子公司交叉任职形式实现非薪酬激励，充分调动管理层和核心员工的积极性，利用多元化的激励机制实现对“人”的有效激励。

教育并购基金助力北大教育上市平台打造。 公司战略定位为北大教育资源的上市平台，且已经制定 5 年规划，以公司旗下的教育产业并购基金合伙企业等股权投资基金为载体，收购国内特色和专业化较强的职业教育机构和学院，整合北大旗下诸多独立学院等教育资源。

公司盈利预测及投资评级。 公司是转型职业教育的优质题材股，凭借强大的股东背景、专业的管理团队和丰富的资金资源，公司有望成为高等学历职业教育线上线下和对外汉语培训这两大细分领域的行业龙头。

- ◆ 我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别 8.75 亿、9.2 亿元和 16.44 亿元；每股收益分别为 0.14 元、0.18 元和 0.41 元，对应 PE 分别为 83.21、67.21 和 29.68。考虑到公司转型的业绩变动和未来盈利的快速增长性，给予 2017 年公司 70 倍 PE，给予公司 6 个月目标价 20 元/股。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	792.03	1,108.03	875.00	919.20	1,644.28
增长率(%)	96.08%	39.90%	-21.03%	5.05%	78.88%
净利润(百万元)	96.18	155.82	84.95	105.17	238.19
增长率(%)	317.96%	62.01%	-45.48%	23.80%	126.47%
净资产收益率(%)	7.91%	11.61%	5.05%	6.04%	12.73%
每股收益(元)	0.33	0.53	0.14	0.18	0.41
PE	36.52	22.74	83.21	67.21	29.68
PB	2.91	2.63	4.20	4.06	3.78

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

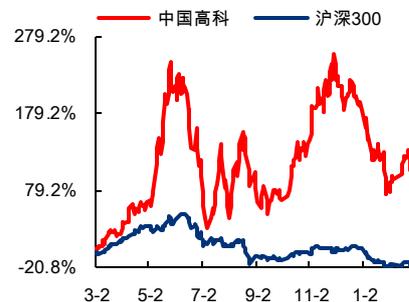
执业证书编号：

S1480115080094

交易数据

52 周股价区间(元)	12.28-12.14
总市值(亿元)	72.04
流通市值(亿元)	72.04
总股本/流通 A 股(万股)	58666/58666
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	6.02

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司是转型职业教育领域的高校系企业	4
1.1 房地产业务圆满完成使命	4
1.2 围绕在线教育进行全产业链布局	5
1.3 高等学历职业教育已落一子	7
1.4 其他类型业务稳定提供资金来源	9
2. 时势造“英雄”——行业	10
2.1 高等学历职业教育行业进入行业洗牌期	10
2.2 国内教育行业市场空间巨大	11
2.3 职业教育行业政策支持力度较大	16
3. “英雄也问出处”——控股股东	17
3.1 北大系上市公司简介	17
3.2 北大系校企教育资源丰富	19
4. 莫愁前路无知己——管理	20
4.1 员工持股计划	20
4.2 储备大量高学历人才	21
4.3 多元化激励机制	22
5. 盈利预测及投资评级	22
5.1 分业务盈利预测	22
5.2 PEG 指标估值	24
5.3 相对估值	25
5.4 投资评级	25
5.5 风险提示	25

表格目录

表 1: 国内知名 MOOC 平台	6
表 2: 国内 3 家对外汉语在线教育平台	15
表 3: 近 1 年来教育行业政策	16
表 4: 公司排名前三的高校股东列表	17
表 5: 员工持股计划中高管出资及比例	21
表 6: 上海观臻高管交叉任职情况	22
表 7: 房地产项目盈利预测表	23
表 8: 高等学历职业教育线下布局预测表（单位：百万元）	23
表 9: 对外汉语项目盈利预测表	23
表 10: MOOC 项目盈利预测表	24
表 11: 贸易业务盈利预测表	24

表 12: 仓储运输业务盈利预测表	24
表 13: 公司 2015-2019 年盈利预测表	24
表 14: 公司股票 PEG 估值	25
表 15: 同类型上市公司 PE 比较表	25
表 16: 公司盈利预测表	26

插图目录

图 1: 公司自成立以来主营业务变化历程	4
图 2: 近 3 年房地产业务占营收比例超过 70%	5
图 3: 基本完成在线教育产业链布局	5
图 4: 过来人股权结构	7
图 5: 对外汉语在线项目合作方	7
图 6: 公司高等学历职业教育平台模式	9
图 7: 历年主营业务收入构成	10
图 8: 高等学历职业教育现状及未来发展趋势	11
图 9: 近十年城镇居民消费结构变迁	12
图 10: 近十年农村居民消费结构变迁	12
图 11: 2013 年我国居民消费结构图 (单位: 百分比)	13
图 12: 中国近几年在线教育市场规模及预测	13
图 13: 在线教育依客群和内容划分的细分领域	14
图 14: 未来 10 年高等教育适龄人数、预期入学人数和高等职业教育人数	15
图 15: 北大校企资产及收入规模	18
图 16: 北大校企图谱	19
图 17: 北大的教育产业管理平台——北大方正教育集团	20
图 18: 公司总部人才结构	21

1. 公司是转型职业教育领域的高校系企业

1992年6月，由教育部牵头，北大、清华、复旦等63所高等院校投资入股组建中国高科集团股份有限公司。2015年8月底，公司结合公司自身的股东背景、人才储备等资源优势 and 特点，对主营业务方向进行战略性调整，选择了职业教育领域作为未来发展的方向，目前公司正在有序剥离非教育业务，全面向职业教育集团转型。目前公司有23家高校股东，控股股东为方正集团，实际控制人北京大学持股比例20.01%。

公司成立至今，主营业务经过了多次战略性调整，由最早的以高校科技产业为主，至近几年以房地产业务作为主业，直至最近的2015年，公司确定了职业教育领域作为业务布局方向。历次调整更多的体现了公司经营管理的灵活性，但却都是以完全竞争者的身份参与到市场竞争中，从未凭借其先天的资源禀赋优势而进行针对性调整。此次公司转型战略顺应政府引导、股东优势和行业周期，我们认为转型成功并不遥远。

图 1:公司自成立以来主营业务变化历程



资料来源：东兴证券研究所

公司的发展思路目前已经基本明确：首先通过并购搭建起高等学历职业教育细分领域的框架，在未来的发展中学习成长，丰富这些框架的同时形成公司的商业模式，最终建立起教育机构运营管理输出为目标的教育集团。具体来讲，主要从线上线下两个方面建设，线下专注高等学历职业教育这一细分领域，以并购整合为主要手段，推动教育管理模式的输出，线上以过来人的MOOC模式和与韩国Lumso1合作的在线汉语教育为平台，实现降低成本和打响品牌影响力的两大目标。

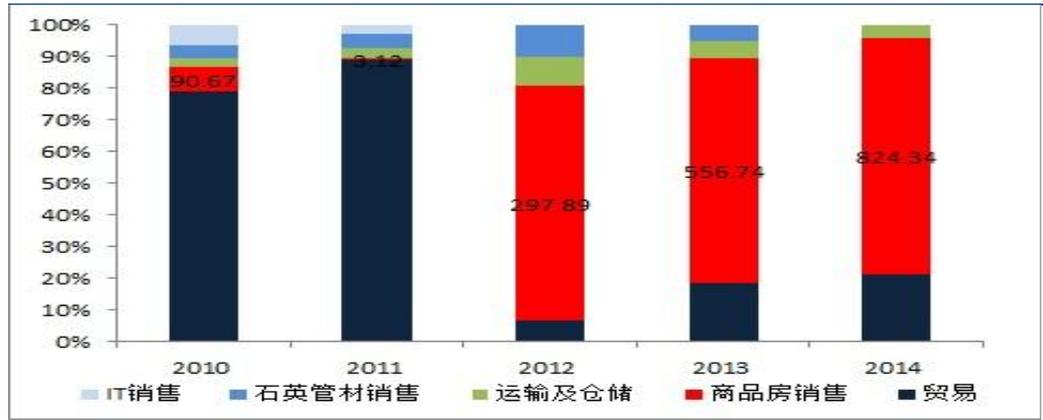
1.1 房地产业务圆满完成使命

从近几年的营收构成来看，公司的两大主营业务是贸易和商品房销售，尤其是商品房销售在近3年的占比均超过70%，分别为74.26%、70.93%和75%。随着2015年中关村国际生命医疗园项目结算完成，公司将再无房地产业务。

从公司的发展历史来看，自2011年北大变更为实际控制人以来，公司一度曾意图转型金融行业，但却因种种原因未能达成目标，同时也因为房地产业务占比较大，被归类至房地产行业。但不得不说，此阶段的房地产业务多是依托于北大方正集团的资源所获得，如中关村国际生命医疗园项目、武汉天合广场项目。我们认为公司在此行业

缺乏核心竞争力,也不存在继续拿地将主业维系的迫切要求,这种困局在2015年教育行业政策放松后得以打破,公司确立的职业教育集团目标将成为继房地产业务后的市场方向,北大的品牌和大量的教育资源更是为公司成为其教育资源上市平台提供无数的想象空间。遍数公司近年种种经历,可谓“昔日的徘徊也只是为今日的一飞冲天做准备”。

图 2: 近 3 年房地产业务占营收比例超过 70%



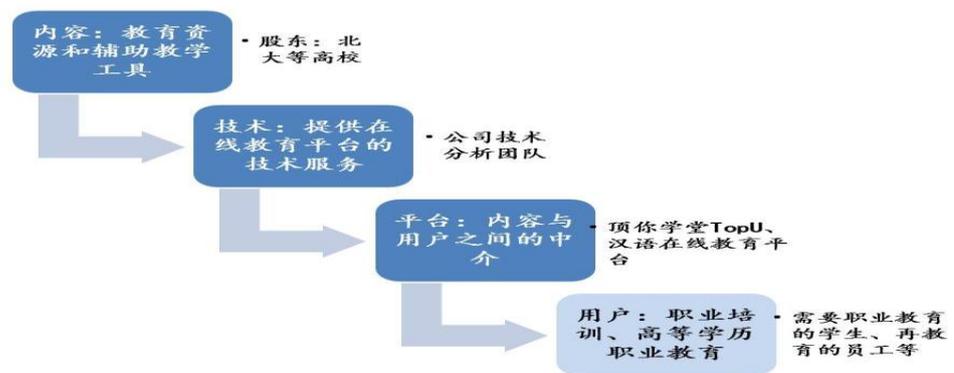
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

1.2 围绕在线教育进行全产业链布局

公司在确定转型教育战略后,通过投资整合慕课、网络学院等在线教育资源,与控股股东北京大学旗下的院校资源进行叠加,实现“线上+线下”教育资源的全打通,并通过建立数据、信息分析技术团队,形成了以“过来人”的MOOC平台和汉语在线教育平台为载体,为学生提供学习、教辅、资格认证等一系列服务和产品的教育集团。

在线教育产业链的三大关联主体为:内容提供商、技术供应商和平台服务商。从这一框架来看,公司已经基本实现全产业链布局,并有望借助优质股东资源、强大人才储备、广泛国际合作三种特质实现差异化竞争优势的打造。

图 3:基本完成在线教育产业链布局



资料来源: 东兴证券研究所

- ◆ **收购过来人布局 MOOC 领域。**以 MOOC 为代表的数字教育资源开发和利用已经被教育部于 2015 年列入工作重点。目前国内在 MOOC 领域争夺市场的主体有两类：一类是以中国大学 MOOC、果壳网为代表的互联网公司，另一类是以北大、清华为代表的高校群体，两类公司基于不同的资源禀赋优势在抢占市场空间。

表 1：国内知名 MOOC 平台

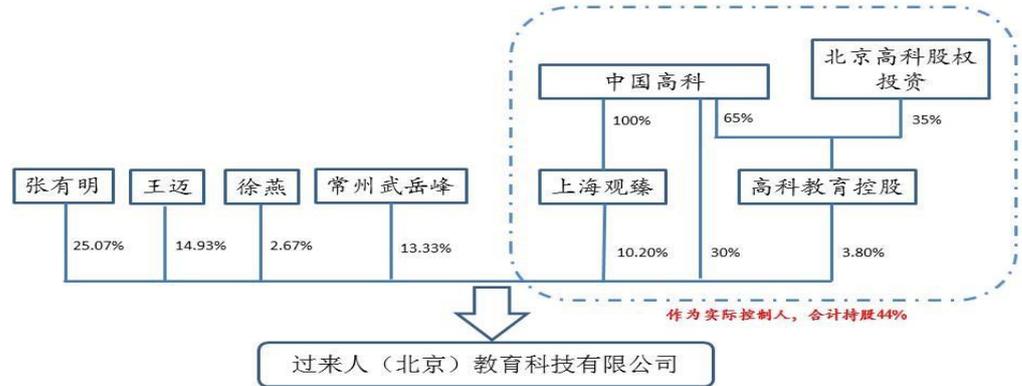
平台名称	主办单位	合作院校
学堂在线	清华	清华、北大、MIT、Stanford 等近 70 所国内外大学
华文慕课	北大、阿里巴巴	北大、清华、人大、中国中医药大学等 100 余所大学
好大学	上海交大、百度、金智教育	上海交大、北大、香港科技、台湾新竹等 19 所大学
UOOC 优课	深圳大学	深圳大学组织的全国地方高校联盟
上海高校课程中心	上海市教委	复旦、上海交大、上海外国语等 30 所高校
中国大学 MOOC	爱课程网、网易云课堂	北大、浙大、川大等 50 多所高校
果壳网 MOOC 学院	果壳网	收录国内外诸多在线 MOOC 平台的 MOOC 课程

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

公司进军 MOOC 领域是通过收购过来人（北京）教育科技有限公司 44% 股权并实际控制的形式实现的。该公司目前最大的两块业务是顶你学堂（www.TopU.com）和华文慕课（www.chinesemooc.org）。顶你学堂目前已经引进包括清华、北大等知名高校的 70 多门大学 MOOC 课程，280 门职业教育课程，总视频数近 5000 个，活跃用户和高校用户数分别约为 150 万和 300 万人，是唯一运营清华、北大学分课程且参与高校超过百所的 MOOC 平台；同时，过来人是北大官方 MOOC——华文慕课的独家平台和内容制作商，并与清华、北大、人大、中医药大学、西北工业大学等高校签订了合同，为其制作 MOOC 课程及运营服务。

值得注意的是此平台的两个特殊模式，一是，过来人与国家开放大学签署的学分互认及学历的战略合作协议，为用户通过 MOOC 课程学习进而获得国家承认的学历证书提供了途径，公司可以借鉴美国 Coursera、edx 和 Udacity 在学分认证方面的成功经验，平台实现盈利并不遥远；二是与汽车学堂、护理学堂和国家半导体产业联盟等机构进行合作，构建集学习、认证和就业于一体的 MOOC 平台，充分打通教育和就业的传导链条。我们认为这是该平台与其他 MOOC 平台的重要区别，未来大概率成为其新盈利增长点。另外，借助于公司线下高等学历职业教育的资源，或有部分校内学生成为 MOOC 用户，与线下教育资源产生协同效应。

图 4: 过来人股权结构

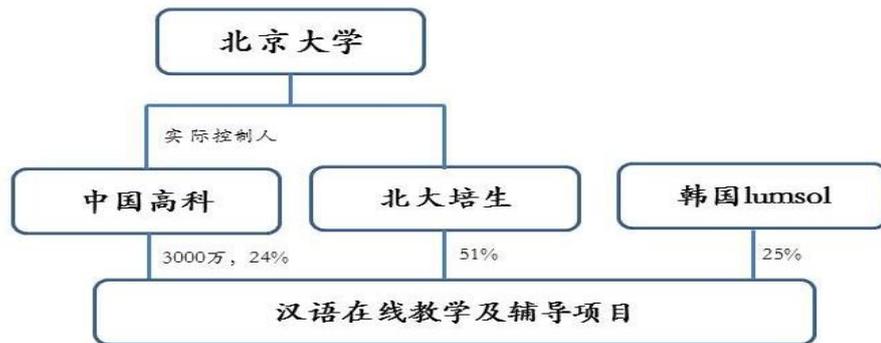


资料来源: 东兴证券研究所

- ◆ **与控股股东北大合作开发汉语在线教育平台。**公司与北大培生、韩国 lumsol 合作开发汉语在线教育平台，目前这一项目已经开始招生并开始创造营收，预其未来随着品牌知名度打响、资源积累和招生规模扩大，项目盈利能力将快速提升。北大培生和公司的合作实为北大系内部资源的整合，将充分享受北大品牌和资源带来的竞争优势，加上在韩国已经具有一定知名度的 lumsol，面向韩国市场的汉语在线教育平台已经基本实现了“强强联合”的初步目标，为成为未来这一细分领域的龙头打下扎实基础。

我们认为公司在这一项目具备的优势主要体现在两方面：其一，集北大和培生两大教育巨头的资源，已经在**资源和品牌上领先行业其他竞争者**；其二，项目公司是**对韩汉语在线教育这一细分领域的先行者**，在线教育对于传统教育的替代已经成为趋势，先行的优势将在未来的发展中得到最充分的释放。

图 5: 对外汉语在线项目合作方



资料来源: 东兴证券研究所

1.3 高等学历职业教育已落一子

公司向教育领域转型的另一类大动作是投资高校和职业教育机构，与遵义医学院合作承办遵义医学与科技学院成为公司在高等学历职业教育布局的“第一次亲密接触”。

公司和遵义医学院各自发挥资金资源优势共同办学,总预期投入 3.7 亿元,超出后由公司和遵义医学院共同负担,预期在校生总规模 15000 人,将于 2017 年 8 月完成 8000 人规模的首期建设。

- ◆ **在股权结构方面**,公司占据主导地位,负责购买土地、建设校舍、购买教学设备和图书等,占股 90%;遵义医学院则以办学声誉、知识产权、管理资源、教学资源、资金等作为原始投入,占股 10%。
- ◆ **在经营管理方面**,充分体现了学校的股权比例情况,公司保留了绝对的股东权力,在董事会 5 人中占据 4 个席位。实际运营由遵义医学院推荐,由董事会聘任。遵义医学院医学与科学技术学院院长李春鸣毕业于北京大学医学部,或是由于此渊源促成了遵义医学院与公司的此次双赢合作,这也是公司得益于控股股东北京大学资源的一个具体表现。
- ◆ **在权利义务方面**,前期公司向遵义医学院支付 1 亿元作为调整办学结构的费用,在新校区建成后,遵义医学院每年提取在校学生学费的 22%作为收益,其余 78%由公司扣除办学成本、预留发展基金及提取必需费用后,按照股权比例提取合理回报。同时,公司可以围绕学校师生这一消费群体进行价值挖掘和附加值提升,垄断性地位将使公司这一业务板块至少达到相关行业平均利润率。

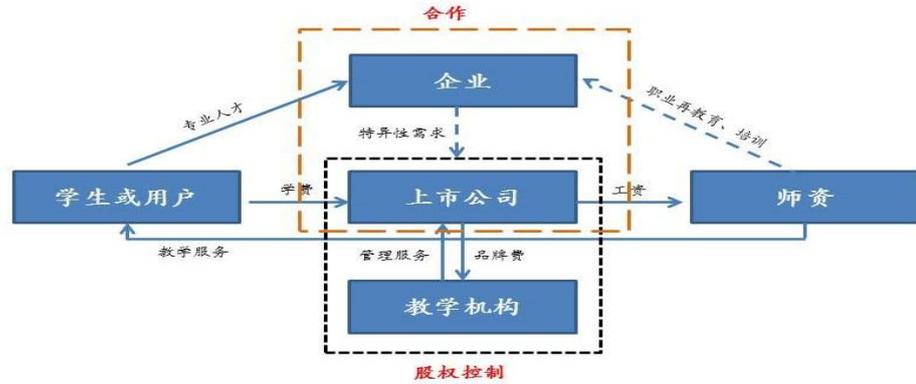
我们认为当前职业教育市场存在巨大发展机遇。在职业教育的巨大市场中,从不存在政策限制和行业垄断性力量的教育细分领域进行筛选,传统也最有效的高等学历职业教育这一细分领域最具有发展空间,公司选择布局此细分领域主要原因有三:

- ◆ **细分行业不存在垄断性力量**。民办高等学历职业教育机构数量超过 1000 所(包括高校和独立学院),整个细分领域亟待行业龙头的诞生和引领。公司依托于北大控制的教育资源再加上股权投资基金的力量,有望将公司成功打造为集团化、专业化的高等学历职业教育集团。
- ◆ **600 所高校存在迫切的转型职业教育需求**。目前我国高等教育人才培养结构不合理,600 所高校需要转型为应用技术型院校,未来技术技能型人才高校的比重将从现在的 55%提升至 70%-80%,伴随着教育政策的放宽和社会资本的进入,与市场需求契合度高且已经在应用技术型院校建设上走的更远的民办高校和独立学院将成为投资的优质标的。
- ◆ **以股权投资基金迎接股权投资时代的来临**。公司已经通过股权投资实现了 1 个独立学院的并购,根据公司 5 年规划的战略目标,我们认为公司将继续通过这种股权投资的方式推进高等学历职业教育领域的市场抢占进程。以遵义医学与科技学院为例,假定每个独立学院的投资金额平均为 4 亿元,公司可能在资本市场获得的资金总量为 100 亿元,公司在 5 年间将能够实现 25 个独立学院级别的教育机构并购,再将职业教育推进过程中的行业洗牌因素列入考虑范围,我们认为公司在此市场中抢占 5%的市场份额为大概率事件。

总体来看,公司此次布局的模式已经体现出“平台公司”的思想,将整个上市公司作为资源整合的主体,从学生和用户的需求出发,与企业进行深度合作,装载师资、

服务等软件,建设校舍和配套等硬件,以股权实现经营管理的总体控制,教育集团经营模式雏形已现。

图 6: 公司高等学历职业教育平台模式



资料来源: 东兴证券研究所

1.4 其他类型业务稳定提供资金来源

近几年公司主营业务主要有两大类: 贸易和商品房销售。随着房地产项目结算完成, 2016 年及以后, 公司将不存在房地产业务相关的收入, 贸易等其他类业务也将随着教育领域的深度布局而退出历史舞台。我们认为, 在公司转型的大路上, 非教育业务将被陆续剥离, 当前维系业务的目的是作为教育业务成长起来之前的资金缓冲垫, 为教育业务提供资金方面的支持。

具体在业务剥离的进程上, 公司已经开始有序推进: 2015 年 8 月 29 日, 公司决定挂牌转让全资子公司深圳高科实业持股 75% 股权的深圳仁锐实业有限公司, 目前已经完成资产评估程序, 国资部门已经核准该公司产权的公开招拍挂, 可以预期运输及仓储业务将继续有序剥离; 公司并表的商品房销售业务将于 2015 年全部结算完成, 未来公司主营业务中将不存在房地产业务; 贸易板块则与房地产和仓储略有不同, 公司仍然需要这一板块提供现金流作为支持, 因此这一板块将根据教育产业投资进展而针对性的缓慢退出, 从而平滑公司的业绩并为新业务的成长提供良好的资金环境。

图 7:历年主营业务收入构成



资料来源：WIND，东兴证券研究所

支持公司在职业教育领域做大做强的重要条件是融资机制的建立。国内的许多教育机构，例如学而思、学大和安博等以海外上市为途径筹资，进一步通过并购和拓展实现规模做大和品质提升，从而实现产业链的构建和延伸。公司却走出了一条不同的路，通过前期带来巨大利润的房地产业务为其转型提供资金，避免了股权的稀释，尤其是在转型的初期资金需求量并不太庞大的时点，这种策略更显得谨慎有度。未来不排除公司定向增发大额融资的可能性，为实现其职业教育领域的蓝图而进行融资。

2. 时势造“英雄”——行业

品牌是教育领域企业的无形资产，是企业进入并参与市场竞争的核心要素。公司依托于北大这一强大教育品牌，就已经拥有了巨大的市场影响力，在职业教育这一领域形成了先天性的竞争优势。在“中国制造 2025”、“大众创业、万众创新”和“一带一路”等重大国家战略窗口期，高等学历职业教育将为中国经济社会的发展提供技术技能人才的支撑，职业教育将进入发展的“黄金时代”。

2.1 高等学历职业教育行业进入行业洗牌期

从当前高等学历职业教育这一细分领域的行业现状来看，目前存在需求不匹配、师资薄弱、管理不规范等六个方面的问题，而这六个方面的问题都可以对应的策略进行解决，同时，在解决这些问题的过程中也必然会伴随着整个行业的快速洗牌、新势力的崛起和秩序的重建。

图 8:高等学历职业教育现状及未来发展趋势

现状		未来发展趋势
与社会需求脱节 师资力量薄弱 资源集中度低 管理不规范 全部为非营利性 社会资本投入不足		与产业需求对接的专业化培养 建设高水平师资队伍 集团化办学 管理标准化 营利性和非营利性相结合 加大社会资本投入

资料来源: 东兴证券研究所

截止 2014 年底,我国共有普通高等学校 2529 所,1202 所本科院校,1327 所高职(专科)院校,其中高职院校中有 728 所民办高校和 289 所独立学院。德勤《德勤:中国民办教育 2015 年发展报告》对 2010-2013 年民办高等学历教育机构进行统计发现,民办高校增加 6%,独立学院减少了 10%,中等职业教育减少了 21%,民办职业教育受市场需求和人口结构影响而有所萎缩。但我们认为,随着职业教育政策进一步放开,这种趋势将有所改变,更适应市场机制的独立学院和民办高校将发力这一机遇,同时,集团化办学更容易将这种“单打独斗”式的竞争连成片,形成“集团军作战”,享受规模效应,在当前行业洗牌的过程中形成核心竞争力。

公司已经创立股权并购基金推进兼并整合进程。公司已经制定 5 年规划,以公司旗下的教育股权投资基金合伙企业等股权并购基金为载体,设立教育产业基金,在前期充分调研就业市场和学校资质的前提下,收购国内特色和专业性较强的职业教育机构和学院,并整合北大旗下诸多独立学院等教育资源,作为上市公司优质教育资源的来源。在职业教育布局过程中搭配相应团队体系构建,自主打造技术和管理团队,培养“人”这一根本核心竞争力,从而为未来连锁和托管等教育运营管理模式输出作铺垫。

- ◆ 设立教育股权投资基金合伙企业。上海观臻股权投资基金是公司基于掌握研发这一核心环节的考虑而设立的,在当前在线教育“群雄逐鹿”的时代,核心技术的研发将是未来公司形成特色产品的基础,尤其是公司本身有强大的人才储备且具备较强的研发能力,以股权投资基金这一金融平台为助推,将大概率形成公司的研发机制。
- ◆ 多元化融资渠道。在公司债井喷的现阶段,公司抓住资本市场的窗口期,获批发行 13 亿元公司债,目前已成功发行首期 5 亿元公司债,票面利率 5.6%。预期随着教育布局深入,公司资金或出现缺口,公司债仍将是其融资的首选。
- ◆ 涉足资产管理领域。2015 年上半年,公司设立全资子公司北京高科国融资产管理有限公司,进军资产管理领域。虽然年内并无业务收入,但“背靠大树好乘凉”,可以预期子公司的业务规模会呈现快速成长的趋势。

2.2 国内教育行业市场空间巨大

随着国家对职业教育的日益重视,传统教育机构、转型上市公司和初创企业受政策引导纷纷进入这一领域进行布局。我们从消费结构变迁、新技术应用、职业教育长期需求和汉语言培训市场四个角度论证高等学历职业教育和在线教育的巨大市场空间,进

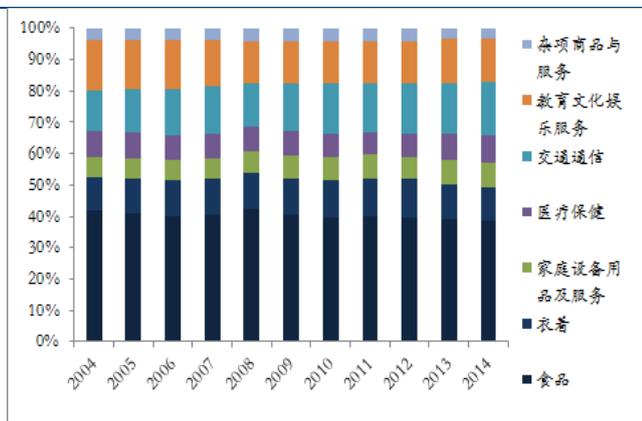
而间接证明公司布局高等学历职业教育市场的重要战略意义。

（1）消费结构转型升级

随着人均可支配收入的不断增长，我国居民消费结构也由生存型消费向服务型消费转变。从城乡居民消费结构看，近10年，城乡居民消费支出中食品和衣着占比都呈现不断下降的趋势，尤其是农村居民的生存型消费占比下从超过60%降低至近50%。从更长时间范围来看，1985-2013年间，城乡医疗保健、交通通信和文教娱乐三项支出年均增速分别达到16.47%和16.62%，远超过人均消费性支出增速4-5个百分点。

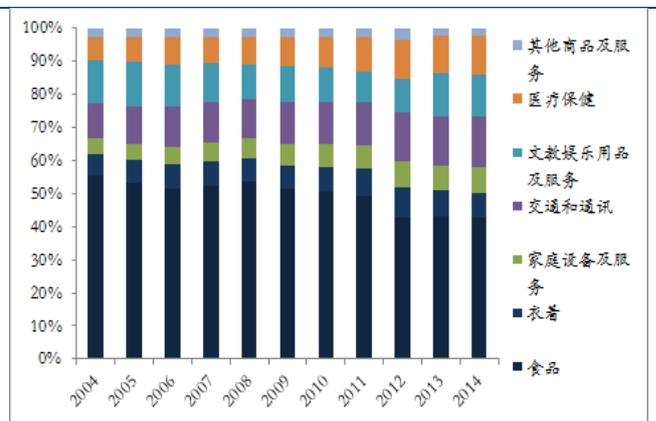
借鉴美国、日本近几年数据趋势来看，随着收入增长，文教、医疗和交通等领域消费比例将大幅提升，截止2013年底，美日两国居民生存型消费占比分别为40%和45%，可以看出我国文教领域消费占比仍存进一步增长的空间。

图 9：近十年城镇居民消费结构变迁



资料来源：东兴证券研究所

图 10：近十年农村居民消费结构变迁

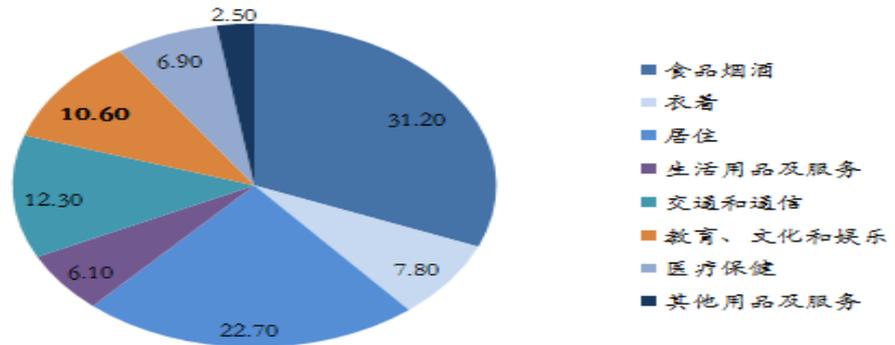


资料来源：东兴证券研究所

据预测，至2020年我国消费市场规模将达到40-50万亿元，做为其中重要组成部分的教育消费市场蕴含着巨大的机遇，以2013年文娱教育消费的占比来估计，这一消费领域的市场份额将高达4-5万亿元。根据德勤研究报告显示，以2014年底市场规模1.6万亿元（包括财政投入+家庭消费）为始点，未来教育市场仍有巨大的增长空间。

公司转型职业教育集团是基于对自身及股东等各类资源深思熟虑的基础上的，作为北大系校企的上市公司平台，公司并无清晰的自身定位，而此次现代职业教育行业政策窗口期的打开，无疑是公司的巨大机遇，也算公司回归教育领域的“本心”。

图 11: 2013 年我国居民消费结构图 (单位: 百分比)



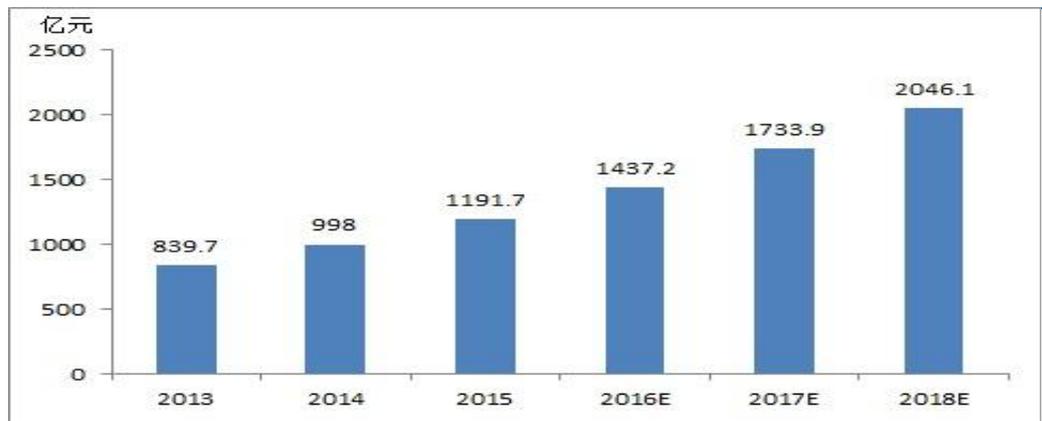
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

(2) 新技术的广泛应用引爆在线教育需求

互联网和大数据技术的叠加催生出全新的教育模式, 以大数据、语音识别、直播互动、远程测评、穿戴设备五大方面的技术进步为推动力, 在线教育以其巨大的成本优势已经对传统教育表现出巨大的替代效应。随着人工智能、机器学习等技术的快速进步, 未来 3-5 年将迎来在线教育突破式发展的重要时期。

据艾瑞咨询数据显示, 2015 年在线教育市场规模为 1191.7 亿元, 预期随着教育模式创新和产业结构升级, 市场规模将保持稳定上升的态势, 有望在 2018 年突破 2000 亿元。

图 12: 中国近几年在线教育市场规模及预测



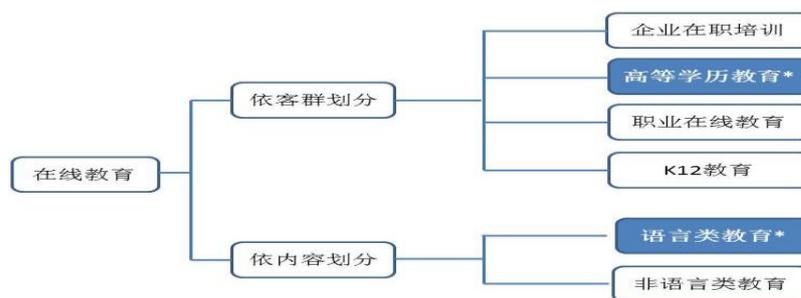
资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

目前在线教育市场还处于力量相对分散的阶段, 短期内难以出现寡头性质的力量。但正是处于这一阶段, 公司需要形成这一领域的优势地位, 再通过资源间协同和品牌效应将用户向存在竞争优势的领域进行引导。在线教育的几大细分市场中, 2014 年数据显示, 高等学历教育的市场份额高达超过 60.3%, 虽然随着其他细分领域的挤压呈

现份额降低的趋势，但仍不改其主要市场角色的位置，预期至 2018 年市场规模和用户数量分别达到 1000 亿和 3200 万人。

公司布局 MOOC 领域正是看重这一市场，再加上北大的优质资源支持和在线学历认证优势，公司在 MOOC 领域成功抢占一席之地已经成为必然。另外，作为驰名海内外的学府，也作为中华文化的优秀代言人之一，北大这一特殊资源品牌将成为公司在对外汉语在线教育这一领域的布局核心竞争力，辅以标准化的在线教育产品，公司能够实现低成本的规模化扩张之路，从而在对外汉语培训这一细分领域形成行业模范效应。

图 13：在线教育依客群和内容划分的细分领域



资料来源：东兴证券研究所

附注：*号领域为公司布局领域

根据互联网教育研究院编著的《2015 年中国在线教育产业蓝皮书》研究显示，多数在线教育企业在亏损，只有 5%在盈利。报告预测如果不能找到商业模式，80%的项目将在未来 1-2 年内死掉。我们看好公司在线教育布局的原因是，公司针对两个细分市场打造核心竞争力和挖掘竞争不足的市场，具体来看，以学历认证打造 MOOC 的核心竞争力，与高等学历职业教育的付费学习和学历认证需求相符，形成与其他平台相异的核心竞争力；针对国外快速增长的汉语学习市场，独辟蹊径的打造对外汉语培训平台，利用北大品牌和在线培训这种低成本、易复制模式进入市场，未来有望在多个国家实现商业模式的输出，为公司高毛利业务“添砖加瓦”。

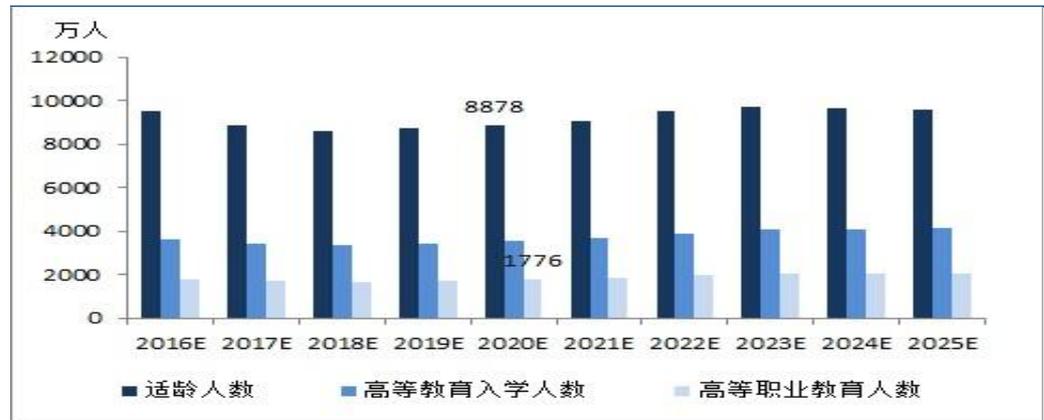
（3）职业教育的长期需求

随着我国经济转型升级和结构调整推进，以无差别劳动力为主体的“人口红利”已经接近尾声，中国经济面临劳动力的结构性短缺，高层次技术技能型人才的数量短缺和结构错位将成为未来劳动力的主要矛盾。作为调整这种矛盾的职业教育已经于近几年受到政府相关部门的重视，集中体现为一系列职业教育促进政策和规划的推出，重点表现为国家领导人在近两年频繁提到建设现代职业教育体系，相应的，职业教育发展也进入黄金时期。

根据《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》要求，高等职业教育规模占高等教育的一半以上，到 2020 年，接受本科层次职业教育的学生达到一定规模。根据国家

统计局预测数据,按照2014年高等教育毛入学率37.5%为基础,按年均增速0.5%的速度提升,至2020年高等教育在学人数将达到3551万,同时按50%的职业教育占比进行计算,高等职业教育在学人数应达到1776万人。教育部于2015年底披露的数据显示,2015年高等职业教育在校生1006.63万人,远低于《教育规划纲要》要求的1390万人,未来5年仍有776万人的增长空间,显示了该市场巨大的成长性。

图 14:未来 10 年高等教育适龄人数、预期入学人数和高等职业教育人数



资料来源:国家统计局,东兴证券研究所

(4) 中国经济地位促使汉语言教育需求爆发

作为世界第二大经济体的中国在世界经济政治中发挥着越来越重要的作用,拥有使用人数最多的语言——汉语,也必然在国际交流合作中扮演着重要的角色。截止2015年12月,中国已经在134个国家和地区建立了500所孔子学院和1000个中小学孔子课堂,全球学习汉语的人数超过1亿人,美、英、法、日、韩等超过50个国家将汉语教学纳入国民教育体系,全球范围内对汉语培训的需求呈现不断的飙升态势。据统计,全球中文教师的缺口在100-200万之间。

但由于本土化教学资源匮乏,师资力量参差不齐,全球的中文学习者在学习时面临较其他教育细分领域更多的问题。运用互联网成为这一系列问题最有效的解决方案,既达到降低成本,也达到了提升时效的目标。据我们不完全统计,在这一领域布局的公司仅有3家:有外文局旗下的华语教学出版社与中国互联网新闻中心控股的国有控股互联网公司华语时代文化传媒——ChineseBon 中文帮、孔子学院总部/国家汉办主办的网络孔子学院和公司韩国 lumsol 合作的汉语在线教育平台。

表 2: 国内 3 家对外汉语在线教育平台

平台名称	主办单位	主办单位性质
ChineseBon 中文帮	华语时代文化传媒	国企
网络孔子学院	孔子学院总部/国家汉办	事业单位
汉语在线教育平台	中国高科和韩国 lumsol 合作	私企

资料来源:东兴证券研究所

从现存平台的主办单位性质来看，分别是具有国企背景、事业单位资源和高校优势的公司，这也侧面反映出对外汉语教育平台存在的隐性行业进入壁垒，反过来也可以说这是公司在这一领域布局的核心竞争力。目前建设的韩国汉语在线教育平台仅为其汉语教育的一个阶段性进展和试验性成果，预期未来在 B2C 的基础上将实现 B2B 的覆盖，也将在更多国家和地区开始汉语言的推广。

2.3 职业教育行业政策支持力度较大

近两年，从政府高层的支持态度到法律法规的放松，教育行业向范围更广、活力更强的方向不断发展。近期监管思路的最大变化可以表述为：学校营利性质取得实质性进展和对社会资本进入的放松。在当前多个领域均开始引入市场力量的背景下，高等学历职业教育行业的监管思路“将放松进行到底”。

表 3：近 1 年来教育行业政策

时间	决策机构	法规	内容
2015 年 1 月 7 日	国务院常务会议	《教育法》、《高等教育法》、《民办教育促进法》的修正案	允许营利性民办学校存在；允许民办学校自主选择办学方式，登记为非营利性或者营利性法人，并按照其法人属性享受相应优惠政策。
2015 年 4 月	教育部	《关于加强高等学校在线开放课程建设应用与管理的意见》	加强高校在线开放课程建设应用与管理，将 MOOC 课程发展路线设定为“高校主体、政府支持、社会参与”，设定了 2017 年前千门精品课的目标。
2015 年 6 月	教育部	《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	鼓励多元化主体组建职业教育集团，深化职业教育办学体制改革，推进现代职业教育体系建设
2015 年 7 月	教育部	《深化职业教育教学改革全面提升人才培养质量的若干意见》	推进产教深度融合，深化校企协同育人；推行“双证书”制度，将相关课程考试考核与职业技能鉴定合并进行
2015 年 8 月	教育部	《高等职业教育创新发展行动计划（2015-2018 年）》	坚持问题导向，直面发展难题，总结各地实践经验，规划设计一系列政策制度和任务项目，将进一步优化高职教育培养结构，加快完善高职发展机制
2015 年 10 月	教育部、发改委和财政部	《引导部分地方普通本科高校向应用型转变的指导意见》	引导部分地方本科高校进行转型，以职业教育作为发展思路，为地方经济社会发展服务。《意见》中第 6 条明确提出“建立学校、地方、行业、企业和社会共同参与的合作办学、合作治机制”。这意味着转型试点的地方高校可以与企业共同组建教育集团或共同办学，并通过要求管理成员来自校外的比例不低于 50% 这一条款确立了社会力量的参与。

2015 年 11 月	十八届五中全会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	扩大高校和科研院所自主权, 建设现代职业教育体系, 推行企业新型学徒制, 支持和规范民办教育发展, 推进教育信息化, 发展远程教育。
2015 年 11 月	教育部	《高等职业教育创新发展行动计划 (2015-2018)》	将通过 3 年建设, 高等职业教育整体实力显著增强, 人才培养结构更加合理、质量持续提高, 服务“中国制造 2025”的能力和服务经济社会发展水平显著提升, 促使高等教育结构优化成效更加明显, 推动现代职业教育体系日臻完善。
2016 年 1 月 8 日	全国人大常委会	民办教育促进法修正案草案二次审议稿	民办学校的举办者可以自主选择学校的非营利性或营利性属性, 依法享有学校财产所有权, 可以取得办学收益。

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

3. “英雄也问出处”——控股股东

依托于北大这一巨大的资源平台, 享受与其他高校股东的深度合作, 公司进军教育领域具有得天独厚的优势, 在 2015 年初试水的基础上, 预期公司在 2016 年也将动作频频, 通过新建、并购和整合股东优质资源等方式实现其在线教育、高校教育和职业教育等多教育形式互补协同发展的教育业务体系, 从而成长为重点领域全面布局的教育集团。

表 4: 公司排名前三的高校股东列表

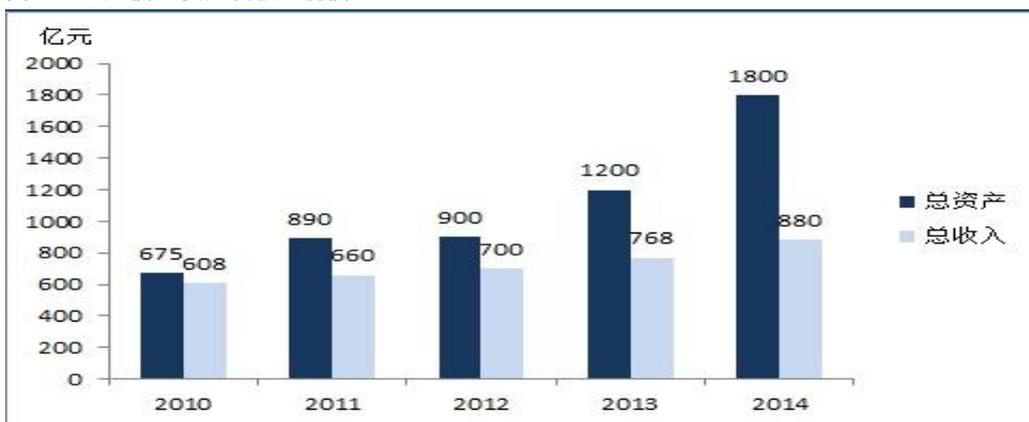
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	北大方正集团有限公司	58,690,000	20.03
2	复旦大学	9,072,000	3.09
3	上海外国语大学	3,481,632	1.19
4	人大世纪科技发展有限公司	1,740,816	0.59

数据来源: WIND, 东兴证券研究所

3.1 北大系上市公司简介

截止目前, 实际控制人为北大的 A 股上市公司共有 4 家, 分别为中国高科、方正证券、北大医药、方正科技, 其中方正证券和中国高科通过 IPO 方式实现上市。这 4 家上市公司均通过北大方正集团实施控制。除这 4 家 A 股上市公司外, 方正集团还实际控制方正控股、北大资源 2 家香港上市公司。截止 2014 年底, 北大校企资产规模为 1880 亿元, 同比增长 50%, 总收入为 880 亿元, 同比增长 15%。

图 15:北大校企资产及收入规模



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

（1）北大系校企领头羊——方正证券

方正证券的前身为浙江证券，在 2000 年北大方正控股后更名为方正证券。2008 年由杭州迁址长沙，并合并了湖南本土券商——泰阳证券。2011 年 8 月，方正证券 IPO 上市，截止 2016 年 2 月 25 日收盘，方正证券总市值 542 亿，在国内 24 家 A 股上市券商中排名第 14 位，也是北大系校企当之无愧的领头羊。

目前方正控股合资券商瑞信方正、方正期货、方正和生、方正富邦等公司，为北大系校企的金融上市平台，集聚了方正集团内的核心金融资源。

（2）科技资源平台——方正科技

方正科技的前身为上海的延中实业，1990 年 12 月上市，1998 年 5 月由北大实际控制，1999 年更名为方正科技，主营 IT 及相关产品。

在 2004-2007 年间，公司主营业务中 IT 销售也曾占据较大比例，与方正科技形成了一定程度的同业竞争，但后续在集团层面上的科技资源向方正科技倾斜，公司也调整了主营业务方向，未再涉足科技领域的业务。

（3）医药领域平台——北大医药

北大医药的前身为西南合成，位于重庆，1997 年于深交所挂牌，2003 年实际控制人变更为北大方正集团，2009 年和 2011 年实施两次定向增发，分别注入大新药业和北医医药的资产，2013 年更名为北大医药，业绩范围从医药制造延伸至、医院管理和医药流通。

北大医药的发展史可谓为北大医药领域资源的整合史，通过北大国际医院集团这一中介主体，将北大实际控制的医药资源注入上市公司，集萃了北大控制的医药领域优质资源，打造北大医药这一上市平台。

（4）教育领域上市平台——中国高科

1992 年由国家教育部牵头，北大、清华、复旦、上海交大等 63 所全国著名高校共同发起创立，1996 年公司在上海证券交易所上市。2011 年北大成为其实际控制人，2013 年公司从上海浦东迁址到北京海淀方正大厦，紧临北大东门，更近的地理位置更利于北大的实际控制。历时十年，公司都未能找到正确的经营定位，在 2015 年开始放松职业教育政策的大背景下，公司终于确定了依托北大资源转型职业教育的战略方向。

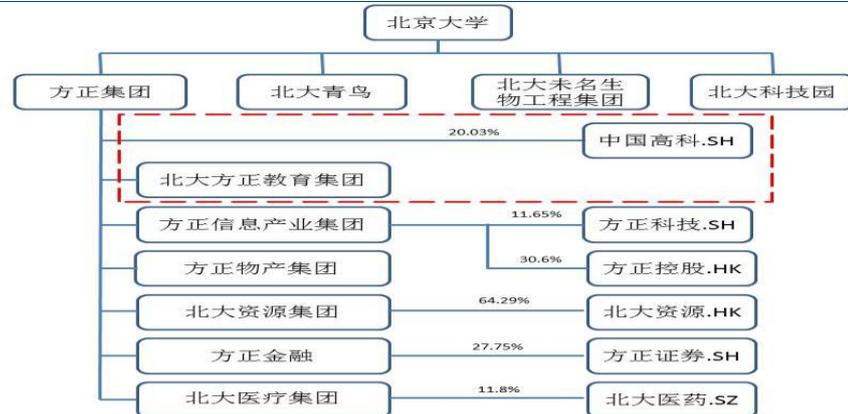
从前述 3 家上市公司的发展历程上来看，北大的强力支持起到了巨大的推动作用，公司新战略定位契合当前政策要求和集团内部资源整合需要，**有望享受北大的巨大影响力和诸多教育资源注入的大概率事件，落实其教育领域平台的战略定位，从而进入新的快速发展时期。**

3.2 北大系校企教育资源丰富

依托于北京大学教育文化资源及方正集团在信息技术、医疗医药、金融证券等产业的优势，以及北大与中关村软件园校企合作模式的复制，公司在职业教育集团打造的过程中具有得天独厚的教育资源和经营管理优势。

对北大旗下现在的教育资源进行归纳和整理，假定其作为教育平台，可以将所有的资源整合进上市公司。目前与公司高等学历职业教育布局相吻合的可选投资标的的主要为北大方正教育集团旗下的**北大方正软件学院**和**合作项目宁波大红鹰学院**。

图 16: 北大校企图谱



资料来源：东兴证券研究所

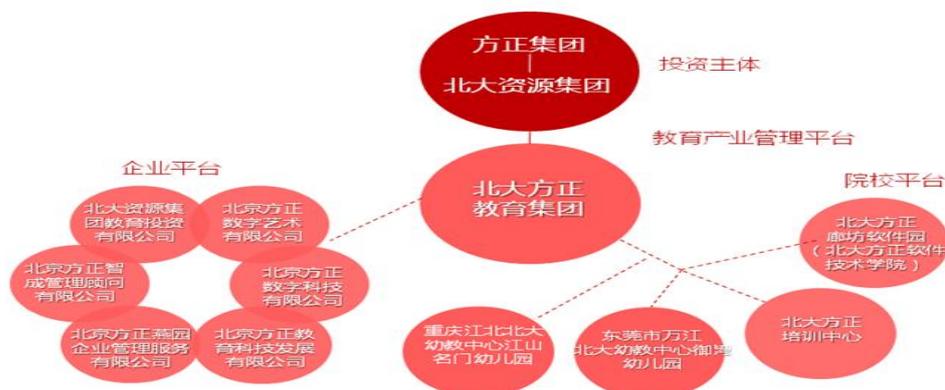
目前北大教育资源的主要平台为北大方正教育集团，但并没有上市的教育资源平台。细数教育集团拥有的教育资源：北京方正数字艺术有限公司、北京方正数字科技有限公司、北大资源集团教育投资有限公司、北就方正教育科技发展有限公司、北京方正智成管理顾问有限公司、北京方正燕园企业管理服务有限公司等 6 家教育技术与服务公司，同时拥有北大方正软件技术学院、北大方正培训中心、东莞市万江北北大幼教中心御湾幼儿园、重庆江北北大幼教中心江山名门幼儿园等 4 家教育单位，与宁波大红鹰教育集团合作宁波大红鹰学院等，北大方正海南国际实验学校项目、厦门科教园项目、济南幼儿园项目等在实施中，教育资源涵盖高等学历职业教育、本科教育、幼教

三大细分教育领域。

前述为北大能够控制或实施巨大影响力的教育资源，如果再考虑到在北大及校友的支持下能够接触到的领域更广、数量更多的教育和其他资源，那么现在上市公司未来能够利用的资源可谓之“数之不尽、用之不竭”。

我们认为在这种教育行业大机遇的催化下，公司大概率将成为北大教育资源的上市平台，将北大方正教育集团下符合公司目前发展战略的教育资源注入到上市公司，同时随着公司教育领域布局的扩张，其他教育资源也有望分阶段的纳入到上市公司这一平台。

图 17: 北大的教育产业管理平台——北大方正教育集团



资料来源：北大方正教育集团官网，东兴证券研究所

值得品味的是，与对高等学历职业教育和在线教育的“大刀阔斧”进展形成明显对比的是，公司对于职业继续教育和培训的谨慎态度，在这个以会计、金融、公务员等更细分行业已经形成诸多龙头企业的细分领域，公司并未激进的投资布局，未来也有可能也会凭借自身的资源禀赋涉足这一领域，赚取行业的平均利润率，但我们并不认为这是公司关注和发展的重点领域。

4. 莫愁前路无知己——管理

共创事业者必具有共同理想信念作支撑，因此，作为公司治理领域重要构成部分的高管激励机制也是公司经营管理关注的重点内容。为最大化股东利益，保证管理层与股东和其他利益相关者利益的趋同性，股权激励、职级升迁等多种激励方式并存，高管激励机制得以发挥最大效用。

4.1 员工持股计划

2015年11月，公司员工持股计划正式推出，并于12月31日前完成股票购买，共购入股票164万股，占总股本的0.28%，成交均价18.11元/股，锁定期1年，计划存续期2年，共计金额为2970万元。公司于1月4日公告信息显示，员工持股计划已

经完成购买并进入锁定期。

- ◆ 值得注意的是，员工持股计划采用了杠杆的形式，其中优先级份额 2000 万元，次级份额为 970 万元，杠杆比率约为 2: 1，充分利用资管计划的杠杆效用扩大收益，不可不谓之“精打细算”。
- ◆ 员工持股计划覆盖人群包括公司高管、公司及下属公司正式员工，董事兼总裁郑明高持有份额超过 50%，4 位高管合计持股高达 71.32%，充分显示出管理层对于公司发展的看好和信心。

表 5: 员工持股计划中高管出资及比例

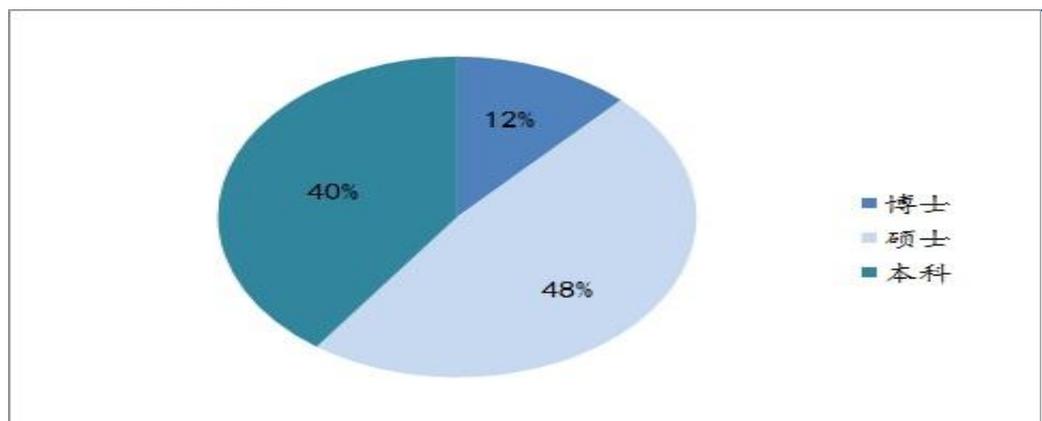
序号	持有人	任职情况	出资额 (万元)	比例 (%)
1	郑明高	董事、总裁	517.7525	51.78%
2	王洵	副总裁	126.56	12.66%
3	刘玮	副总裁、董秘	34.56	3.46%
4	刘丹丹	财务总监	34.4	3.44%
	公司其他员工		286.7275	28.67%
	合计		1000	100%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.2 储备大量高学历人才

公司拥有一支高学历、年轻化的人才队伍，其中国际交往人才占比高达 22%，硕士及以上人才占比达 60%，“诚信、团结、求实、创新”的企业精神在这个年轻的高素质人才队伍身上得以充分体现。

图 18: 公司总部人才结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

为保障教育产业布局的顺利实施，公司组建了由资深教育专家、投融资和股权并购专

业人员以及企业管理专家等组成的专业化团队，“以专业化的人才做专业化的事”，高效率地实现教育产业基金各阶段性计划的推进。

4.3 多元化激励机制

北大校企系公司的一大特色是激励机制的多元化和市场化。公司强有力的激励机制不仅体现在推出员工持股计划这一方面，还通过在控股子公司交叉任职形式将高管利益绑定，充分调动管理层和核心员工的积极性，利用多元化的激励机制实现对“人”的有效激励。

公司旗下公司包括：方正东亚信托有限责任公司、北京高科国融资产管理有限公司、上海观臻股权投资基金管理有限公司、中国高科教育产业并购基金管理公司。以上海观臻管理团队的任职情况为例，交叉任职这一北大特色得以延续，也成为公司激励机制的一个缩影。

表 6：上海观臻高管交叉任职情况

公司管理层	高管	任职情况
上海观臻管理团队	郑明高	中国高科总裁
	杨晓	北大方正集团有限公司战略部总经理，中国高科（600730）、北大医药（000788）、北大方正人寿有限公司董事
	王洵	中国高科集团副总裁
	方灏	方正东亚信托首席风险官
	李宏	方正东亚信托财务总监

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为交叉任职方式一方面使子公司能够具有较强的执行母公司计划的能力，一方面也使高管的能力得以最大化发挥，以“能者多劳”这种自我价值实现的方式实现非薪酬激励机制的效用。

5. 盈利预测及投资评级

5.1 分业务盈利预测

公司是转型职业教育的优质题材股，凭借强大的股东背景、专业的管理团队和丰富的资金资源，公司有望成为高等学历职业教育和对外汉语培训这两大细分领域的行业龙头。我们首先对即将退出的房地产业务板块进行盈利预测，然后依据教育性质和线上线下两个维度对公司的业务进行分拆，教育业务主要从高等学历职业教育线下、MOOC线上和对外汉语在线平台三个业务板块进行盈利预测。

（1）房地产业务的盈利预测

武汉天合广场主要收入已经于 2013 年 2014 年两个年度结算，2015 年仅剩尾款；中关村生命科学园博雅 A-5 项目今年结算部分将是房地产业务的主要营收部分，根据项目用地面积和建筑面积信息，我们做出如下盈利预测：

表 7: 房地产项目盈利预测表

在线汉语教育	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营收(百万)	570	-	-	-	-
毛利率	50.53%	-	-	-	-
毛利润(百万)	255.75	-	-	-	-

资料来源: 东兴证券研究所

(2) 高等学历职业教育线下布局盈利预测

公司制定了教育领域布局的 5 年计划, 2015 年已经实现了 1 个独立学院的收购, 在教育并购基金的协同效应作用和校企改革实质性推进背景下, 我们认为这种节奏将在 2016 年明显提速, 以每年 5 个学院的速度并购整合独立学院和高校, 或在 2020 年达到布局 25 家独立院校和高校的可能。据此我们做出下表盈利预测:

表 8: 高等学历职业教育线下布局预测表 (单位: 百万元)

年度	2015	2016	2017	2018	2019	2020
学校数量	1	6	11	16	21	25
毛利率	-	36.94%	36.14%	40.74%	44.65%	46.50%
营收	-	499.20	1219.28	2366.95	4109.94	5504.63
成本	-	314.80	778.67	1402.65	2274.73	2944.93
利润	-	184.40	440.61	964.29	1835.21	2559.70

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

(3) 对外汉语项目盈利预测

目前对外汉语教育平台项目已经开始招生并开始创造营收, 预其未来随着品牌知名度打响、资源积累和招生规模扩大, 项目盈利能力将快速提升。我们认为当前市场总量增速较快, 公司的核心竞争优势有望保证此业务市场份额年均增速 50%, 据此我们做出如下预测:

表 9: 对外汉语项目盈利预测表

在线汉语教育	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
学生人数(人)	-	15,000	22,500	33,750	50,625
学费(元)	-	10,000	10,000	10,000	10,000
营收(百万)	-	150	225	338	506
毛利率	-	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
毛利润(百万)	-	82.5	123.75	185.63	278.44

资料来源: 东兴证券研究所

(4) MOOC 在线教育业务

公司与过来人签订合同的时候约定业绩保障条款, 在 2016-2018 年需要达的营收规模分别为 3445 万元、7840 万元和 12390 万元, 净利润分别达到 705 万元、1840 万元和 2570 万元。我们认为这是在充分认识行业现实的基础上做出的承诺, 结合北大品牌优势, 我们对 MOOC 板块的盈利情况做出如下预测:

表 10: MOOC 项目盈利预测表

MOOC 在线教育	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
学生人数 (人/专业)	750	1,000	1,000	1,000	1,000
专业数量 (个)	2	5	10	20	40
学费 (元)	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
营收 (百万)	15	50	100	200	400
毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利润 (百万)	3.75	12.5	25	50	100

资料来源: 东兴证券研究所

除前述业务外, 仓储运输业务正处于剥离进程, 贸易业务短期内难以剥离, 但势必随着公司教育业务的发展而逐渐退出, 预期两个业务板块未来几年盈利情况如下表所示:

表 11: 贸易业务盈利预测表

贸易业务	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营收(百万)	250.00	200.00	100.00	50.00	20.00
毛利率	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
毛利润 (百万)	3.75	3.00	1.50	0.75	0.30

资料来源: 东兴证券研究所

表 12: 仓储运输业务盈利预测表

仓储运输业务	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营收(百万)	40.00	20.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	60	60	60	60	60
毛利润 (百万)	24.00	12.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 东兴证券研究所

综上所述公司 2015-2018 年的营收和净利润情况如下表所示:

表 13: 公司 2015-2019 年盈利预测表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营收 (百万)	875.00	919.20	1,644.28	2,954.45	5,036.19
毛利润 (百万)	259.50	294.40	590.86	1,200.67	2,213.95

资料来源: 东兴证券研究所

5.2 PEG 指标估值

考虑到公司的高成长性, 我们认为 PEG 指标更适合评估公司的盈利能力。PEG 估值的重点在于计算股票现价的安全性并预测公司未来盈利增长的确定性, 当 PEG<1 时, 股票被低估。由于 2015 年和 2016 年公司正处于转型初期, 处于业务剥离和新业务拓展的“阵痛期”, 此期间的估值不足以真实体现公司的投资价值, 在 2017 年公司教育业务走向正轨之后, 公司的价值才能真正显现, 我们预期结果显示 2017 年公司 PEG 仅为 0.25, 有力的证明了公司是非常值得投资的趋势性投资品种。

表 14: 公司股票 PEG 估值

年度	2015	2016	2017
PE	85.87	73.33	32.04
净利润增长率	-47.17%	17.11%	128.87%
PEG	-1.82	4.29	0.25

数据来源: 东兴证券研究所

5.3 相对估值

我们选取了四家与公司的经营模式类似且在 A 股上市的在线教育和教育服务企业进行比较, 截止 2016 年 2 月 26 日, 四家公司的平均 PE 为 104.33, 显著高于公司当前的 84.29。

在这里我们需要说明的是, 列为对比项的 4 家公司在教育行业中都偏向于提供技术支持, 而公司则更偏向于提供教育服务, 因此估值方面只具有一定借鉴意义。另外, 公司 2015 年才确定转型教育领域, 与这些已经具有一定市场地位的公司仍然存在生命周期阶段的显著差异, 我们认为公司相对估值过程中需要考虑到这种情况, 以 2017 年公司进入正常发展阶段做为始点给予估值, 同时具有较为稳定的成长性, 因此, 我们认为公司 2017 年 70 倍 PE 较为合理, 对应公司相对估值为 26.6 元/股。

表 15: 同类型上市公司 PE 比较表

股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2015PE	2016PE	2017PE
拓维信息	27.22	0.38	0.52	0.65	72.41	51.94	41.58
全通教育	62.53	0.44	1.15	1.65	142.11	54.21	37.80
新南洋	28.50	0.30	0.42	0.64	94.62	67.17	44.51
立思辰	19.35	0.18	0.34	0.46	108.16	56.48	42.26
平均 PE					104.33	57.45	41.54

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

5.4 投资评级

公司是北大实际控制的上市公司, 已经确立转型教育的总体战略, 未来将被赋予北大教育资源上市平台的重任, 公司目前正处于原业务剥离和新资产建设的阶段, 基于控股股东的优质资源、强大的人才储备和良好的品牌效应, 公司抓住职业教育发展的历史机遇, 综合运用并购、合资和合作等方式, 实现职业教育集团的发展布局可期。

我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别 8.75 亿、9.2 亿元和 16.44 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 0.82 亿元、1.05 亿元和 2.38 亿元; 每股收益分别为 0.14 元、0.18 元和 0.41 元, 对应 PE 分别为 83.21、67.21 和 29.68。考虑到公司转型的业绩变动和未来盈利的快速增长性, 给予 2017 年公司 70 倍 PE, 给予公司 6 个月目标价 20 元/股, 截止 2 月 27 日, 公司股价 12.28 元/股, 即股价存在 62.86% 的上升空间, 首次覆盖, 给予维持公司“强烈推荐”评级。

5.5 风险提示

民办教育修法进程缓慢、资产剥离进程不及预期、股权并购项目数量不足预期。

表 16: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	2590	1974	1864	1925	2643	营业收入	792	1108	875	919	1644
货币资金	1806	895	1012	943	822	营业成本	490	653	616	625	1053
应收账款	11	78	60	63	113	营业税金及附加	82	140	88	92	164
其他应收款	9	9	7	7	13	营业费用	54	13	13	14	25
预付款项	11	187	279	373	531	管理费用	45	29	26	28	49
存货	562	305	169	171	289	财务费用	-2	0	-3	-3	-2
其他流动资产	190	500	337	368	875	资产减值损失	-0.19	4.33	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	767	744	773	789	829	公允价值变动收益	3.03	1.81	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	0	0	0	0	投资净收益	2.02	-6.50	0.00	0.00	0.00
固定资产	55.88	53.04	-25.32	-99.56	-149.60	营业利润	129	264	134	163	353
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	2.62	0.84	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	14	7	15	15	15	营业外支出	0.54	0.20	0.00	0.00	0.00
资产总计	3356	2718	2638	2714	3472	利润总额	131	264	136	165	355
流动负债合计	1680	920	760	761	1378	所得税	30	89	41	49	106
短期借款	375	180	0	0	552	净利润	101	176	95	115	248
应付账款	110	42	42	43	72	少数股东损益	5	20	10	10	10
预收款项	531	150	150	150	150	归属母公司净利润	96	156	85	105	238
一年内到期的非	6	0	0	0	0	EBITDA	138	269	126	143	331
非流动负债合计	425	400	130	137	137	BPS (元)	0.33	0.53	0.14	0.18	0.41
长期借款	28	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	276	277	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	2105	1320	889	898	1515	成长能力					
少数股东权益	36	56	66	76	86	营业收入增长	96.08%	39.90%	-21.03%	5.05%	78.88%
实收资本(或股	293	293	587	587	587	营业利润增长	259.64%	105.06%	-49.33%	21.61%	116.91%
资本公积	378	51	51	51	51	归属于母公司净利	317.96%	62.01%	-45.48%	23.80%	126.47%
未分配利润	499	625	647	673	732	获利能力					
归属母公司股东	1216	1343	1683	1740	1871	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	3356	2718	2638	2714	3472	净利率(%)	12.76%	15.86%	10.85%	12.53%	15.09%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2.87%	5.73%	3.22%	3.87%	6.86%	
经营活动现金流	641	-154	343	-24	-546	偿债能力					
净利润	101	176	95	115	248	资产负债率(%)	63%	49%	34%	33%	44%
折旧摊销	10.66	4.65	0.00	-15.72	-19.92	流动比率	1.54	2.15	2.45	2.53	1.92
财务费用	-2	0	-3	-3	-2	速动比率	1.21	1.81	2.23	2.30	1.71
应收账款减少	0	0	18	-3	-50	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.30	0.36	0.33	0.34	0.53
投资活动现金流	-177	-492	-9	-2	-22	应收账款周转率	44	25	13	15	19
公允价值变动收	3	2	0	0	0	应付账款周转率	9.60	14.57	20.82	21.64	28.61
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	-6	0	0	0	每股收益(最新摊	0.33	0.53	0.14	0.18	0.41
筹资活动现金流	299	-297	-216	-44	447	每股净现金流(最新	2.60	-3.21	0.20	-0.12	-0.21
应付债券增加	0	0	-277	0	0	每股净资产(最新摊	4.15	4.58	2.87	2.97	3.19
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	293	0	0	P/E	36.52	22.74	83.21	67.21	29.68
资本公积增加	322	-328	0	0	0	P/B	2.91	2.63	4.20	4.06	3.78
现金净增加额	763	-943	118	-70	-121	EV/EBITDA	17.53	11.52	48.18	42.73	20.57

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士, 中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。