



开民办教育收购先河，先发优势打造教育生态

2016.07.25

强烈推荐

(首次覆盖)

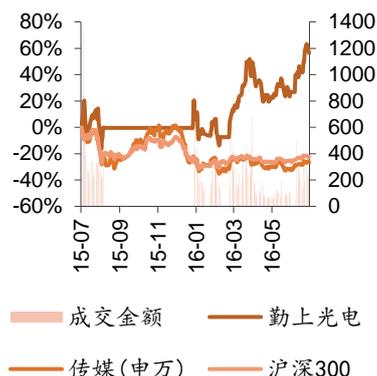
传媒行业

李亚军(分析师) 肖明亮(研究助理)
电话: 020-88863187 020-88831179
邮箱: liyj@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516060001 A1310115100005

投资要点:

- **教育资产证券化大潮下，资金充裕+项目储备丰富确立先发优势：**我们看好政策逐步放开推动教育资产证券化大潮。短期来看，当前政策尚属模糊状态下，公司是国内首家发股收购教育培训资产获得过会的民营企业，凭借在手充裕现金资源（账上现金 15 亿+配套融资 18 亿），同时具备良好发债条件和产业并购基金，调动资金充裕可观；长期来看，公司携手华夏人寿，后者作为定增完成后公司的第二大股东，在教育领域储备有丰富优质的教育资产，看好后续双方强化合作，致力于打造勤上光电为优质教育资产平台；
- **布局教育大幕方启，外延持续布局国际学校资产等：**公司转型教育板块大幕方启，收购龙文教育落地 K12 领域教育资源，积极开发 O2O 实现线上线下协同导流与转化，由 K12 一对一延伸一对多小班教育模式，挖掘增量市场，促进学生导流。我们认为出国留学人数持续增长背景下，国际学校等在分类管理改革后面临快速发展机遇，当前公立与外籍国际学校在 K12 领域的招生规模远远难以满足国内需求，民办国际学校方兴未艾，公司预期后续延伸国际学校，将充分开发高盈利水平的国际学校教育领域。
- **LED 板块企稳回暖，历年减值充分有望释放业绩：**LED 行业经历一轮行业洗牌，价格大幅下降，进入 2016 年以来 LED 产品价格有所企稳。过去两年公司减值测试充分，减值水平相对较高，资产干净，今年有望随行业企稳回暖释放业绩。
- **盈利预测与估值：**不考虑新的外延并购，我们预计龙文教育并表后，公司 2016-2018 年备考业绩分别为 2.2、2.52、2.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.15/0.17/0.19 元，对应当前股价 67、58、51 倍 PE，首次覆盖，强烈推荐。
- **风险提示：**LED 行业持续恶化、外延并购不达预期、民促法修订缓慢

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
勤上光电	23.3	4.6	47.3
传媒行业	7.4	1.4	-1.7
沪深 300	3.5	1.6	3.6

基本资料

总市值 (亿元)	90.2
总股本 (亿股)	9.3
流通股比例	99.36%
资产负债率	29.6%
大股东	勤上集团
大股东持股比例	27.22%

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	849.66	1078.52	1708.74	1774.07
同比 (%)	-6.20%	26.93%	58.43%	3.82%
归属母公司净利润	20.74	150.06	251.92	288.88
同比 (%)	68.82%	623.36%	67.88%	14.67%
毛利率 (%)	29.17%	29.67%	31.83%	32.12%
ROE (%)	0.92%	3.86%	4.78%	6.05%
每股收益 (元)	0.01	0.10	0.17	0.19
P/E	173.93	97.28	57.95	50.53
P/B	1.61	2.65	2.93	3.23
EV/EBITDA	48.10	49.58	33.76	31.05

目录

1. LED 行业企稳回暖，减值充分资产干净有望释放业绩.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 LED 行业经历洗牌，跌幅收窄有所企稳.....	4
1.3 拓展智慧领域，减值充分释放业绩.....	5
2. 携手龙文尽享政策红利，进军大教育市场.....	6
2.1 民办教育市场具有广阔空间，教育 ABS 大势所趋.....	6
2.1.1 长期看，教育资产证券化是大势所趋.....	6
2.1.2 掘金 K12，一对一模式刚性需求.....	8
2.1.3 发股收购龙文过会，凸显高效执行力.....	10
2.2 龙文教育：K12 一对一龙头.....	11
2.2.1 广州龙文简介.....	11
2.2.2 龙文教育：K12 一对一辅导领军企业.....	11
2.3 深耕 K12，延伸线上与小班模式.....	14
2.3.1 积极延伸小班教学.....	14
2.3.2 拓展在线教育市场，线上线下协同转化.....	15
3. 拓展教育板块，外延持续推进.....	16
3.1 资金充裕，外延储备实力强劲：现金+发债+产业并购基金.....	16
3.2 携手华夏人寿，深入合作可期.....	16
3.3 积极布局教育大市场，有望延伸国际学校等.....	17
4. 盈利预测与估值.....	19
5. 风险提示.....	19



图表目录

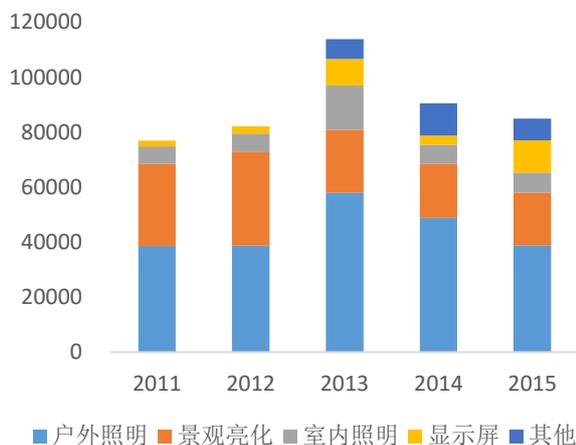
图表 1 公司 LED 各项业务情况 (万元)	4
图表 2 公司 LED 业务国内外分别情况	4
图表 3 LED 企业亏损情况	5
图表 4 LED 应用市场规模增速趋缓	5
图表 5 LED 市场规模及渗透率情况	5
图表 6 60W 的 LED 灯泡价格跌幅收窄企稳	5
图表 7 公司减值准备充分	6
图表 8 国家颁布支持民间资本进入教育领域政策	6
图表 9 民办幼儿园数 (所)	7
图表 10 民办培训学校数量情况 (所)	7
图表 11 民办教育占据我国教育事业重要地位	7
图表 12 《民办教育促进法》修订有望逐步落地推动教育资产 ABS 大潮	8
图表 13 K12 培训仍将是民办教育板块快速增长的领域	9
图表 14 2015 年中国中小学生家庭月收入/每月教育支出情况	9
图表 15 教育行业投资领域分布	9
图表 16 A 股教育类资产投资并购情况	9
图表 17 家长教育方式调研	10
图表 18 教育机构经营范围	10
图表 19 公司收购龙文进程表	10
图表 20 龙文业务开展模式	11
图表 21 龙文教育运营模式	12
图表 22 龙文营收及净利润情况 (万元)	12
图表 23 龙文单点营收与利润快速增长 (万元)	12
图表 24 龙文教育盈利能力大幅提升 (%)	13
图表 25 龙文教育期间费用占比明显下滑 (%)	13
图表 26 国内主要教育机构网点与营收情况	13
图表 27 全国性 K12 教育培训机构比较	13
图表 28 小班模式毛利率水平显著高于一对一模式	14
图表 29 一对一和小班授课是最主要的授课模式	14
图表 30 小班教学特点与优势	14
图表 31 公司募集配套资金用途	15
图表 32 59 错题使用流程	15
图表 33 在线教育平台及 O2O 建设项目概况	15
图表 33 公司成立/拟成立的产业基金	16
图表 34 公司募集配套资金来源	17
图表 35 分类改革后各细分领域的发展机会	18
图表 36 我国国际学校就读学生总数情况 (万人)	18
图表 37 国际学校人均收费持续增长 (万元)	18
图表 38 国际学校教育阶段设立情况	18
图表 39 我国国际学校设立情况	18
图表 40 国际学校盈利情况敏感性分析 (1000 人为例)	18

1. LED 行业企稳回暖，减值充分资产干净有望释放业绩

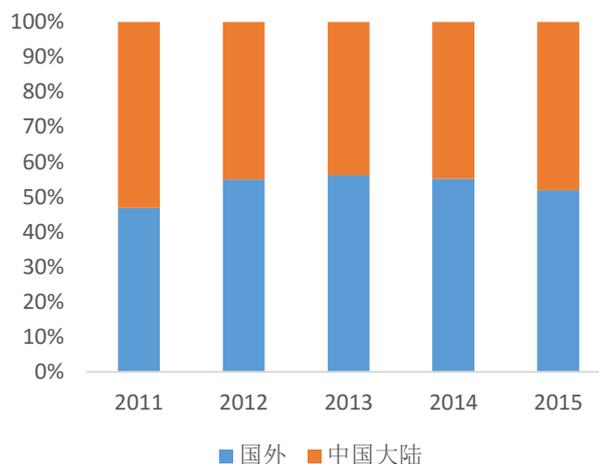
1.1 公司简介

公司是国内领先的半导体照明产品和综合解决方案提供商。主营业务为 LED 功能照明，产品包括户外照明、室内照明、景观照明和 LED 显示屏等。公司是国家火炬计划重点高新技术企业、国家半导体照明工程研发及产业联盟常务理事单位、广东省 LED 产业联盟主席单位和广东省战略性新兴产业培育企业。2011 年 11 月，公司上市成功，成为业内首家以大功率 LED 为主营业务的上市公司，同时也对国内 LED 市场普及教育产生重要影响。总体来看，公司产品主要以户外照明和景观亮化为主，2011-2013 年公司 LED 业务随着 LED 普及加快而实现快速增长，然而 2013 年之后，LED 行业竞争加剧，价格战激烈，导致公司整体收入规模开始下降。公司业务领域方面以海外业务为主，占比超过 50%，近年来随着国内 LED 的普及率提高，国内市场份额上升，海内外业务格局呈现平分秋色局面。

图表1 公司LED各项业务情况（万元）



图表2 公司LED业务国内外分别情况

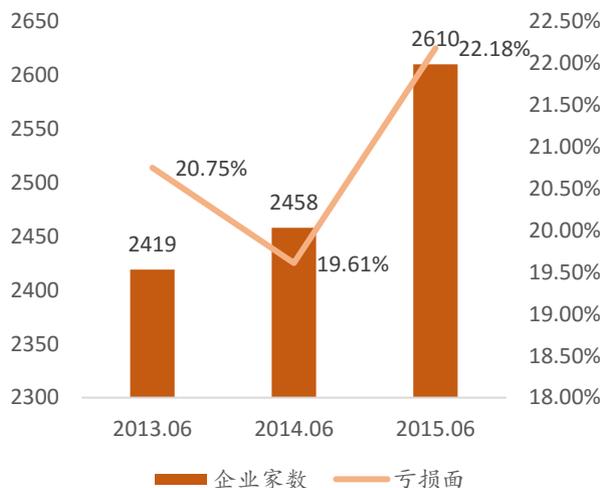


资料来源：互联网、广证恒生

资料来源：互联网资料、广证恒生

1.2 LED 行业经历洗牌，跌幅收窄有所企稳

LED 行业经历洗牌，跌幅趋窄行业企稳：LED 照明企业多达 2 万多家，由于产品同质化严重导致产能过剩外加市场内需不足，外需疲软的共同作用，行业开始进入整合期。根据 LEDinsider 报告显示，2015 年全球 LED 产业产值首次呈现衰退，衰退值高达 3%。在国家统计局对 LED 企业三年亏损情况的抽样调查中，2015 年亏损面为三年最高，LED 应用增速下降，行业迎来优胜劣汰的大洗牌，只有真正具有研发、生产实力的企业才能在激烈的市场竞争中幸存，并进一步提高市场占有率。另一方面，行业产业出清的同时，LED 的市场渗透率也快速提高，整体来看，2015 年全球 LED 照明的渗透率达到 31%，市场渗透依然存在较大的空间。在前番经历了行业价格大幅下跌之后，目前行业企稳迹象显著。以 60W 的 LED 灯泡价格来看，2015 年价格跌幅收窄，探底迹象明显，2016 年上半年价格逐步企稳。我们认为，在行业政策的支持和推动下，LED 照明产业将从价格竞争转向技术竞争和质量竞争，一些具有技术优势、质量优势和品牌优势的企业将脱颖而出，强化在行业中的地位。

图表3 LED企业亏损情况


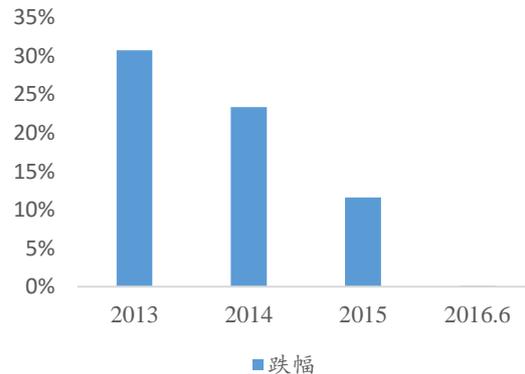
资料来源：国家统计局、广证恒生

图表4 LED应用市场规模增速趋缓


资料来源：Wind、广证恒生

图表5 LED市场规模及渗透率情况

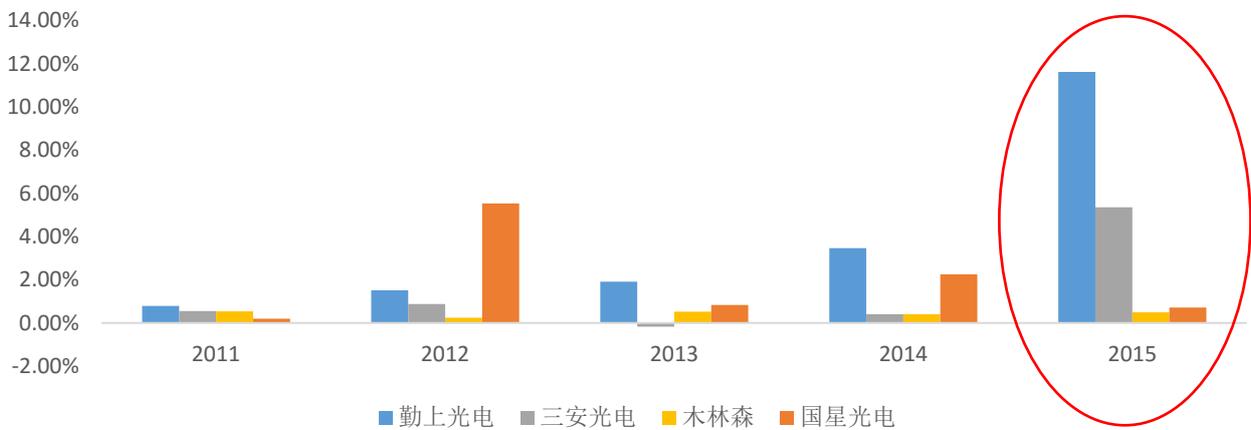

资料来源：LEDinside、广证恒生

图表6 60W的LED灯泡价格跌幅收窄企稳


资料来源：LEDinside、广证恒生

1.3 拓展智慧领域，减值充分释放业绩

减值准备充分+技术积累储备，LED 资产安全性高：公司在 LED 领域具有明显的先发优势，作为国内首家纯正 LED 业务上市的资产，公司在 LED 市场普及推广方面发挥了积极的影响，凭借先发优势积累了丰富的行业经验与技术储备。截止 2015 年底，公司获得发明专利 93 项、实用新型 163 项、外观设计 110 项。激烈价格竞争格局下，公司致力于扩大市场份额，加大研发投入及新产品开发力度，加强室内照明渠道建设，立足于主营产品国内外市场拓展，加速铺设销售渠道，进一步完善销售网络服务体系。目前公司 LED 业务板块积极向智慧照明产品与可见光通信领域发力，公司率先推出了国内首批智慧照明产品“天眼 K1”，有望未来广泛使用于智慧安防、陪护功能等；在可见光通信领域也成功实现在 COB 光源上实现信号传输。2015 年作为行业洗牌加剧推进的一年，LED 照明企业纷纷大幅计提减值，相比较来看，勤上光电资产减值准备相对充分，资产安全性较高，随着 LED 板块市场趋稳，以及公司积极向智慧照明领域拓展，突破可见光通信领域从而商业化推广可期，我们认为公司今年 LED 业务有望释放业绩。

图表7 公司减值准备充分


资料来源：公司公告、广证恒生

2. 携手龙文首享政策红利，进军大教育市场

2.1 民办教育市场具有广阔空间，教育 ABS 大势所趋

2.1.1 长期看，教育资产证券化是大势所趋

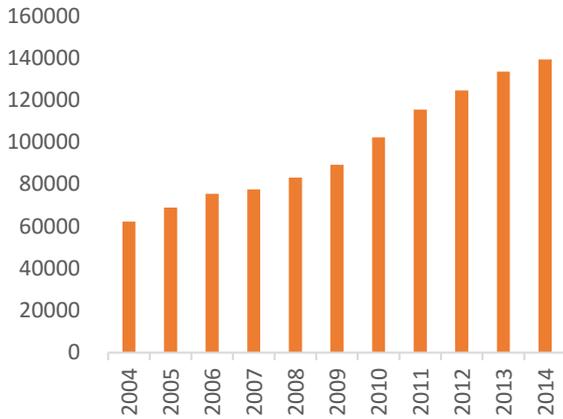
民办教育在我国教育产业中扮演重要角色，但是长期以来受制于教育资产不得经营经营性业务等的规定，教育产业资产证券化程度很低。2010 年开始，国家陆续出台政策支持民间资本进入教育领域，通过充分利用社会力量和社会资金以多种方式进入教育领域有利于加快教育现代化进程发展。非学历教育作为现代教育体系重要组成部分通过借助资本之手发展壮大，符合教育行业的整体发展趋势。我们认为，教育法律修正案的通过标志着民办教育产业化发展的顶层设计正在全面展开，社会资金将会在教育领域发挥不可或缺的作用。尤其是当前政策法律层面逐步梳理相关政策与法规，《民促法》修订也有望逐步落地，有望逐步推动教育资产证券化，打开法律与政策枷锁。

图表8 国家颁布支持民间资本进入教育领域政策

年份	政策	内容
2010 年	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	鼓励民间资本发展教育和社会培训事业。
2010 年	《国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020)》	构建网络化、开放式、自主性终身教育体系，大力发展现代远程教育，支持发展各类专业化培训机构。调动全社会参与的积极性，进一步激发教育活力，改进非义务教育公共服务提供方式，完善优惠政策，鼓励公平竞争，引导社会资金以多种方式进入教育领域。
2010 年	《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》	构建灵活开放的终身教育体系。发展和规范教育培训服务，统筹扩大继续教育资源。
2012 年	《关于鼓励和引导民间资金投资健康发展的若干意见》	
2015 年	《教育法》《高等教育法》	取消“不得以营利为目的”的表述
2015 年	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	对于公办教育、民办教育采用分类管理方法。

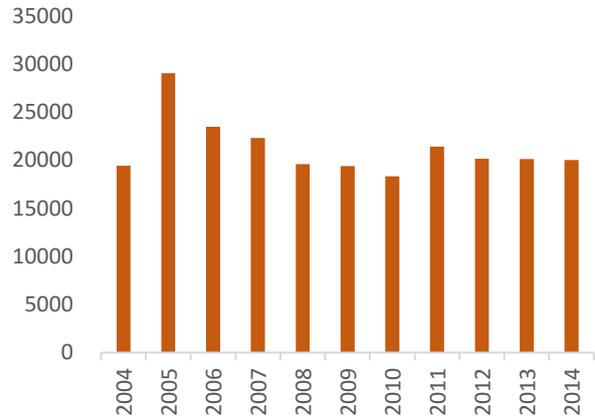
资料来源：公司公告、广证恒生

图表9 民办幼儿园数（所）



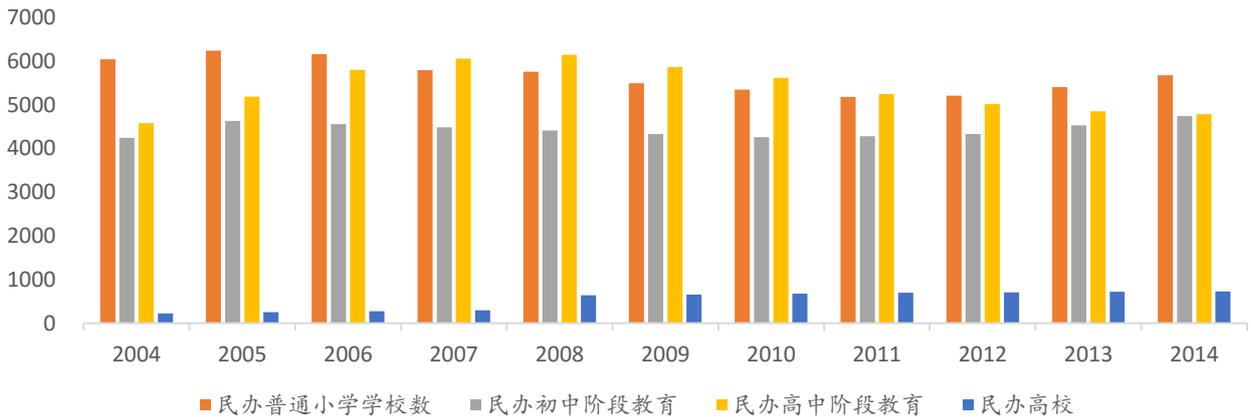
资料来源：Wind、广证恒生

图表10 民办培训学校数量情况（所）



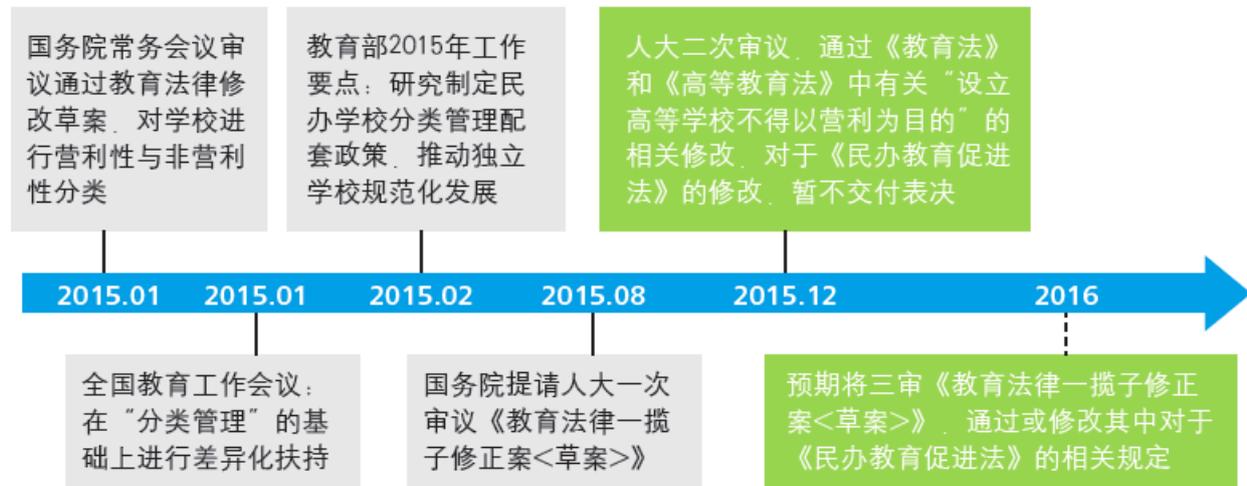
资料来源：Wind、广证恒生

图表11 民办教育占据我国教育事业重要地位



资料来源：Wind、广证恒生

图表12 《民办教育促进法》修订有望逐步落地推动教育资产ABS大潮

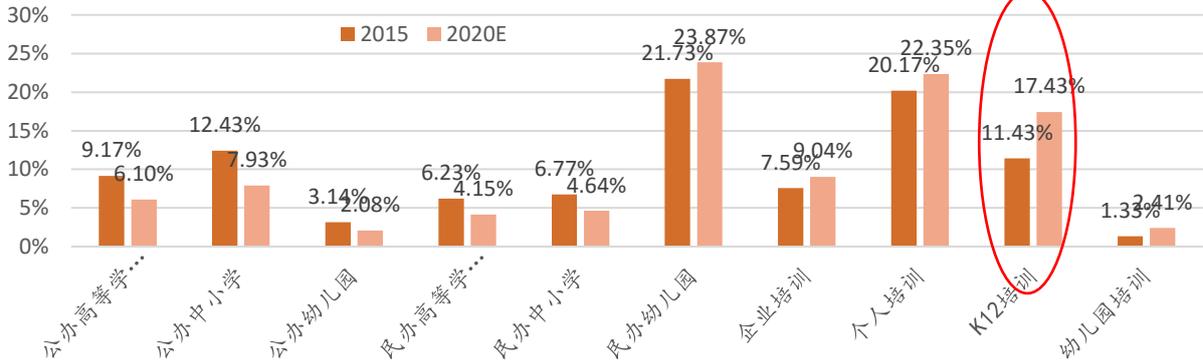


资料来源：德勤、广证恒生

2.1.2 掘金 K12，一对一模式刚性需求

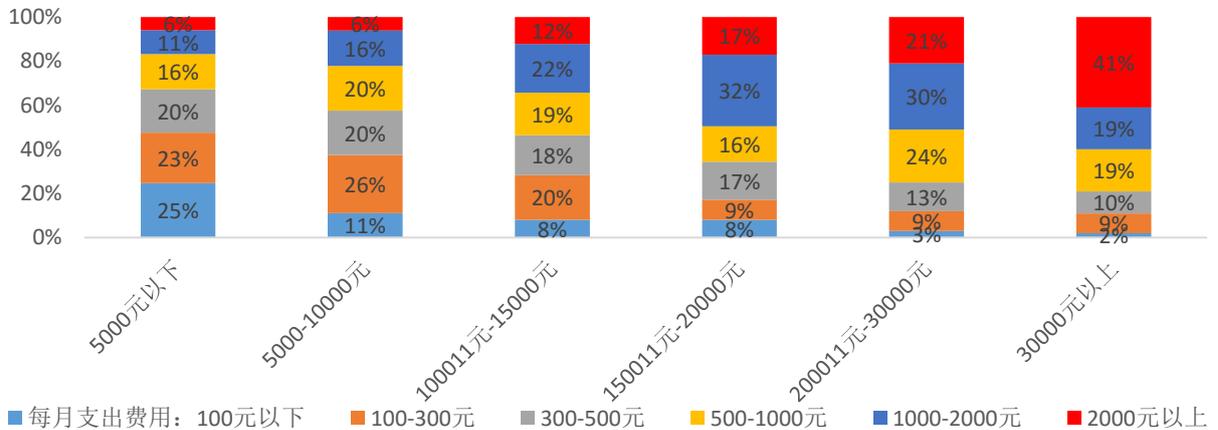
K12 投资领先与资产证券化滞后，充分受益教育 ABS 大幕开启：2015 年我国教育产业市场规模达到 16432 亿元，预计到 2020 年市场规模将达到 29235 亿元，复合增速达到 12.8%。其中，公办学龄教育占比 24.74%，民办学龄教育占比 34.73%，培训教育市场占比 41.53%。2015 年 K12 培训市场规模占比 11.43%，2020 年有望增长到 17.43%。民办幼儿园教育以及培训教育持续增长将是未来 5 年我国教育产业发展的主旋律，而其中 K12 培训增长最为亮眼。腾讯课堂公开数据显示，K12 辅导服务市场已达 2549 亿元，人均年花费高达 5121 元，随着家庭收入的增长，对小孩课外辅导的支出也越高昂：家庭收入在 150000 元以上的家庭，超过 50% 的家庭小孩月均教育支出在 1000 元以上，其中家庭收入达到 30 万的家庭，小孩教育月均支出超过 1000 元占比超过 60%。然而，当前资本市场 K12 辅导资产证券化程度依然较低，这与 K12 培训投资金额占比领先不成比例。根据清科和 IT 桔子统计数据显示，目前教育投资中 K12 的投资项目占比最高，达到 25.4%，然而目前 A 股市场中实现资产证券化的项目中，K12 仅占 10.2%，远低于教育信息化和职业培训领域。我们认为一方面随着政策逐渐放开，教育资产尤其是 K12 教育资产证券化是大势所趋，另一方面，K12 获投项目与金额领先市场，随着创投项目不断孵化成熟，大量 K12 项目退出诉求强烈背景下降推动 K12 资产加快寻求上市退出。广阔空间群雄逐鹿背景下，行业集中度将进一步集中，同时由于教育资产证券化程度依然较低，未来上市公司积极资本运作进军教育市场将是顺势所趋。具备规模优势，网点跨区域广泛布局的公司充分整合资源，将提高市场占有率。

图表13 K12培训仍将是民办教育板块快速增长的领域



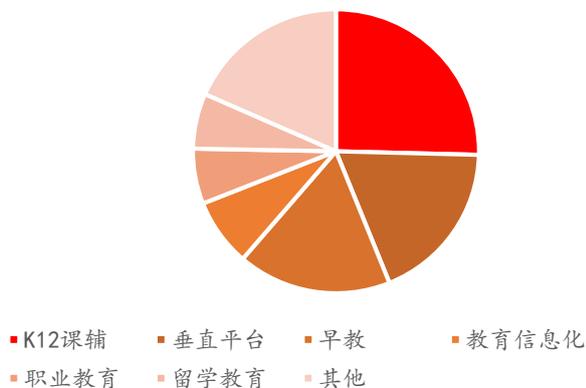
资料来源：腾讯课堂、广证恒生

图表14 2015年中国中小学生家庭月收入/每月教育支出情况

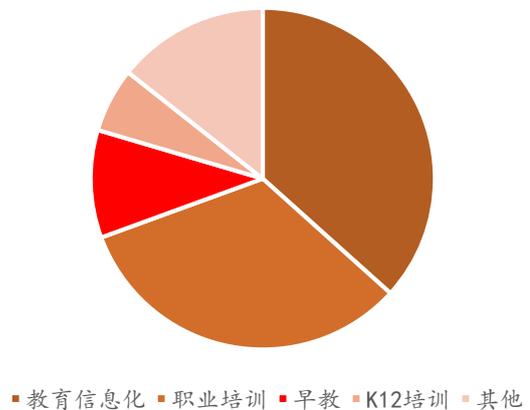


资料来源：公司公告、广证恒生

图表15 教育行业投资领域分布



图表16 A股教育类资产投资并购情况



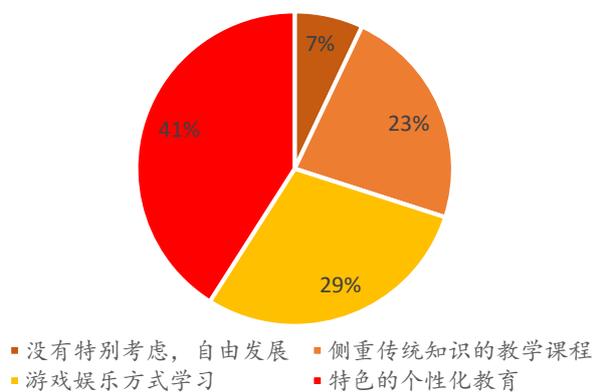
资料来源：清科、IT 桔子、广证恒生

资料来源：德勤、广证恒生

一对一模式凭借高品质教育深受家庭欢迎，市场广阔：由于我国教育资源的不平等，中高考等选拔性考试和择校、分班等需求下课外辅导成为刚需，由于孩子成长的不可逆转带来的试错成本极高，让家庭对教育价格不敏感。所以家庭对 K12 教育机构提供的教育资源质量非常看重。现今市场上 K12

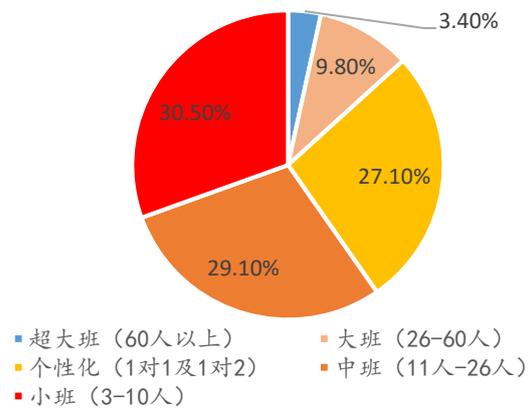
教育的主要模式分三种：大班模式（25-60人）、中班模式（11-25人）、小班模式（3-10人）和一对一模式。一对一模式由于强调高品质的教学力量、贴心的服务质量和较高的价格，所以很受一线城市的白领阶层家庭欢迎。从各级各类学历教育学生人数来看，小学和中学教育占各类学历教育学生的60%。根据智来时代等机构对1697家教育机构的调研，27.1%的教育机构以经营1对1培训为主。因此，个性化一对一教育满足了家长对小孩学习辅导的刚性需求，在供给与需求方面都占了很大的市场份额。对于龙文而言，在一对一个性化服务供给方面依然存在较大竞争的背景下，龙文的优势体现在深耕行业早，业务全线运营与跨地域推广积累了丰富的资源与经验；同时规模效应以及品牌效应也使得公司成为家长的重要选择。

图表17 家长教育方式调研



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表18 教育机构经营范围



资料来源：智来时代、广证恒生

2.1.3 发股收购龙文过会，凸显高效执行力

公司于2016年1月4日发布收购预案，于2016年1月19日进行了预案修订，6月23日中国证监会审核公司收购方案，6月30日收购方案获得证监会审核通过，全程历时不到半年。我们认为，在当前并购政策趋紧的背景下，跨界转型遭遇监管趋严，公司能够在半年内顺利过会，表明前期与标的方沟通进展顺利，跻身教育蓝海的战略决心坚定，充分体现公司高效执行能力，同时也受益于收购标的方龙文的资产都是经过工商登记的经营性资产。作为国内第一例民营上市公司转型收购培训类教育资产的先例，我们认为这表明培训类教育资产证券化的大门已经开启，《民办教育促进法》修订背景下，后续符合规范性和流程的培训教育资产有望获批，政策审批环境趋于缓和，勤上光电作为第一个“吃螃蟹”的企业，后续继续进军教育资产具备先发优势。

图表19 公司收购龙文进程表

时间	事件
2016/01/04	公司公告发行股份及支付现金收购资产并配套募集资金暨关联交易报告书（草案）
2016/01/19	公司公告发行股份及支付现金收购资产并配套募集资金暨关联交易报告书（草案）：（修订稿）
2016/02/23	证监会受理公司收购资产的材料申请
2016/06/23	中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易
2016/06/30	关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过暨公司股票复牌的公告

资料来源：公司公告、广证恒生

2.2 龙文教育：K12 一对一龙头

2.2.1 广州龙文简介

广州龙文自设立以来，以提供个性化中小学教育 1 对 1 辅导服务为主要业务，经过多年发展，现在 20 多个城市广泛设立辅导网点，已发展成为全国布局的知名 1 对 1 辅导机构。公司的盈利主要基于为学生提供个性化教辅产品，获取课程辅导费用。此外，通过“培训基地+直营网点”方式，在全国范围内进行连锁化扩展，获取连锁经营带来的成本集约化、收入规模化优势。截止 2015 年 10 月，广州龙文在北京、上海、广州等 20 多个城市，设有营业网点 462 个。

图表20 龙文业务开展模式



资料来源：公司公告、广证恒生

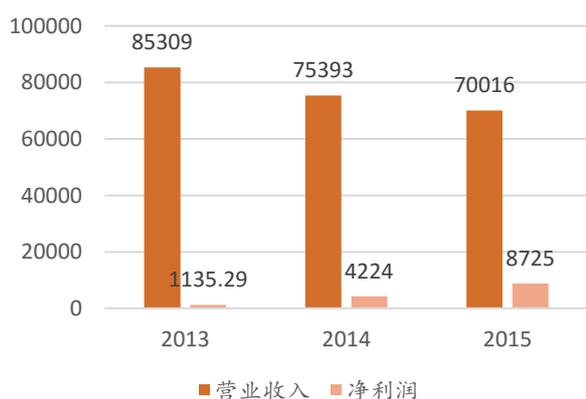
2.2.2 龙文教育：K12 一对一辅导领军企业

龙文教育在管理上采取了纵向结构管理模式，从而有利于广州龙文在 20 多个城市设立 462 个营业网点，主要分布在北京、上海、杭州和广州等一线城市，同时覆盖武汉、南京、天津等地区。采用矩阵式的管理方式，在管理流程上形成“总公司—子公司—营业网点”三个层级纵向结构，各子公司和网点能够发挥本土优势更好地服务当地家长和学生。在财务、教研等职能部门管理中执行横向一体化管理，确保总部制定的职能部门工作标准得到贯彻。

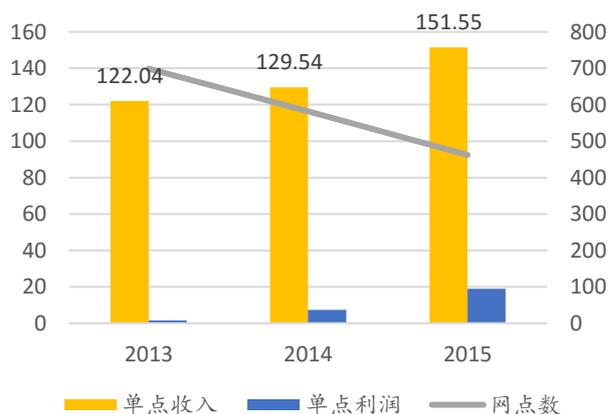
图表21 龙文教育运营模式


资料来源：公司公告、广证恒生

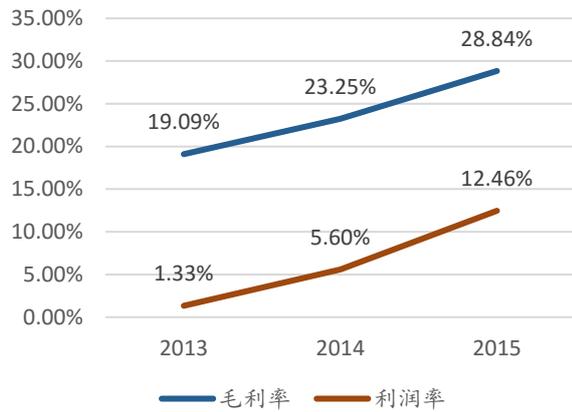
精简网点存优淘劣，业绩进入收获期：自龙文教育成立以来，以一对一的教育模式迅速从北京覆盖全国，成为一个全国个性化教育品牌。由于过度的扩张，在2012年，龙文教育暴露出了一些问题：1.一些网点的管理资质不齐全，以咨询的名义营业，未获得教育部门的培训资格证；2.部分地区经营不佳，通过压缩成本方式来提升盈利，导致教学质量下降；3.过度扩张导致公司净资产为负。2013年开始，公司通过对经营不善的网点进行精简，提升管理水平，从而使得期间费用率大幅下降，精简网点实现了存优淘劣的目的。截止至2015年为止，公司网点数量减少237家，毛利率从19.09%提高到29.25%，期间费用率低于10%，净利润率超过20%。单点网点的营收规模与利润规模大幅提升，从2013年单点营收与净利润122万和1.38万提升到2015年143万和2.09万元。随着网点精简成效显著，各地网点进入稳定增长期，公司将进一步加强网点精细化管理建设和升级一线城市的网点数量和质量。随着管理模式成熟，成本费用率有望稳中有降，市场竞争力持续提升，看好公司在有效网点布局方面发力，业绩进入收获期。

图表22 龙文营收及净利润情况（万元）


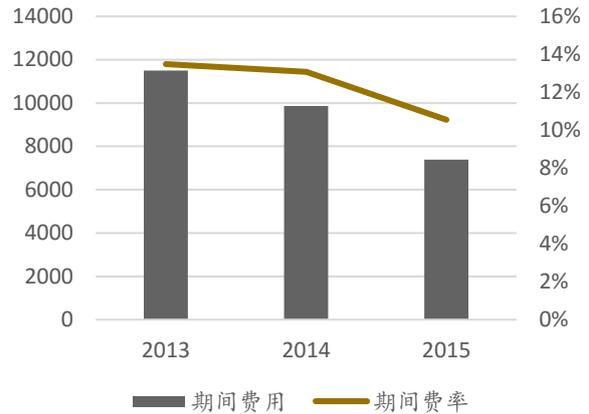
资料来源：公司公告、广证恒生

图表23 龙文单点营收与利润快速增长（万元）


资料来源：公司公告、广证恒生

图表24 龙文教育盈利能力大幅提升 (%)


资料来源：公司公告、广证恒生

图表25 龙文教育期间费用占比明显下滑 (%)


资料来源：公司公告、广证恒生

图表26 国内主要教育机构网点与营收情况

全国性			
名称	覆盖城市数量	网点数量	2014年营业收入
精锐	10城市	105 营业网点	约 7 亿元
京翰	20+城市	100+营业网点	约 8 亿
巨人	13城市	100+营业网点	约 10 亿
学而思	15城市	265 营业网点	约 17.76 亿
学大	77城市	408 营业网点	约 21.16 亿
新东方	50城市	711 营业网点	约 27.79 亿
广州龙文	21城市	462 营业网点	7.54 亿元
区域性			
名称	覆盖城市数量	网点数量	2014年营业收入
思齐	长沙地区	30+营业网点	约 0.8 亿
书人	南京地区	18 营业网点	约 1 亿
华英	天津地区	39+营业网点	约 1 亿
邦德	深圳地区	50 营业网点	约 3 亿
昂立	华东地区	80+营业网点	约 4.38 亿
卓越	华南地区	150+营业网点	约 7 亿

资料来源：公司公告、广证恒生

图表27 全国性K12教育培训机构比较

指标	广州龙文	京翰英才	精锐教育	学大教育	新东方	好未来	昂立教育
一线城市网点占比	49.56%	25.53%	61.6%	25%	24.80%	66.09%	93.3%
教学点面积 (平方米)	214.07	500-1500	500-600	566	800-1500	729.4	575
营收 (亿)	7 (2015)	6.87 (2014)		3.38 (2014)	12.47 (2015)	4.33 (2015)	7.22 (2015)
单点营收 (万)	152	1460.96		67.66	187.77	150.16	962.67
毛利润 (亿)	2			0.84	5.77	2.3	3.61
毛利率	28.84%			24.74%	46.25%	53.21%	50%

净利润 (亿)	0.85	0.57		-0.12	1.9	0.67	0.70
净利率	12.46%				15.46%	15.47%	9.66%
市值 (亿)	20	16.59		3.39 (亿美元)	62.22	45.44	43.49

资料来源：公司公告、广证恒生

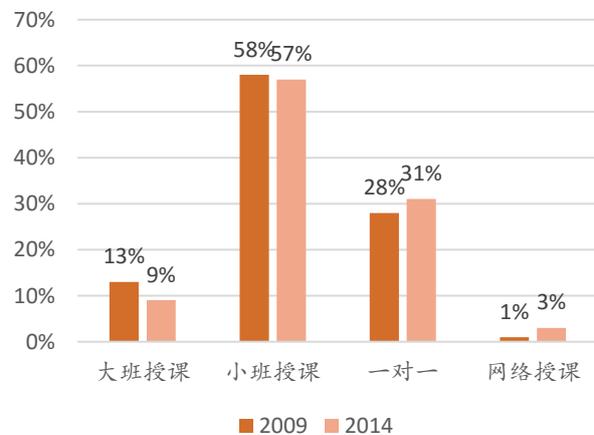
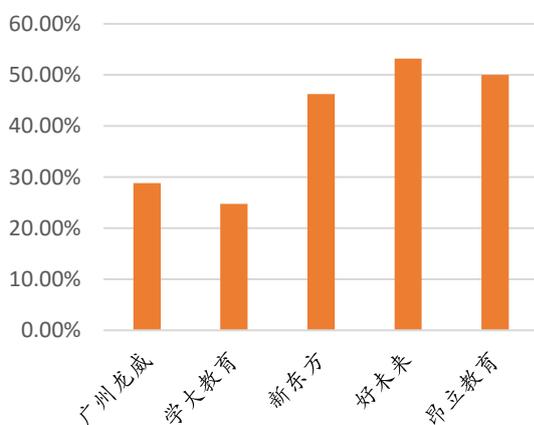
2.3 深耕 K12，延伸线上与小班模式

2.3.1 积极延伸小班教学

积极延伸小班模式拓展增长空间：在 K12 教育行业，个性化模式和小班模式的盈利能力差异较大。以班群教学为主的新东方、好未来、昂立教育的毛利率在 45%-54% 之间，而以一对一为主要模式的龙文教育、学大教育毛利率在 20-30% 之间。从单点盈利能力看，龙文教育和学大教育分别在 143.6 万和 67 万，相较于新东方、昂立教育和好未来的 187.77 万、150.16 万和 962.67 万有较为明显的差距。可见，小班化教育模式的突出特点在于单点营收规模高，毛利率水平高，选择小班化课程的学生家长，则看重授课内容质量和学科知识的扩展加深；小班化课程较传统的大班课，讲师有更多时间和学生进行互动，从而有利于学生掌握较多有深度的学科知识。此次配套募集资金项目，公司将大力拓展小班化辅导建设项目。我们认为，龙文教育凭借已有的教育资源积累，由一对一教学模式积极延伸一对多的小班化教学模式，有利于提高师资和场地的利用效率，实现相互有效转化，充分挖掘一对一和一对多的小班教育模式的市场，极大扩大公司的服务客户群体，提升业绩增长空间。

图表28 班群模式毛利率水平显著高于一对一模式

图表29 一对一和小班授课是最主要的授课模式



资料来源：行业资料、广证恒生

资料来源：行业资料、广证恒生

图表30 小班教学特点与优势

小班教学	内容
特点	10-40 个学生
4 大优势	1. 20 人左右的班一般 5 人能保住成本，机构开班压力小。
	2. 老师可以关注每一个同学需求，效果保证好。
	3. 小班教学模式让同学间有一定互动，降低学习枯燥。

	4. 收费可以被绝大多数家庭所接收，有市场。
--	------------------------

资料来源：公司公告、广证恒生

图表31 公司募集配套资金用途

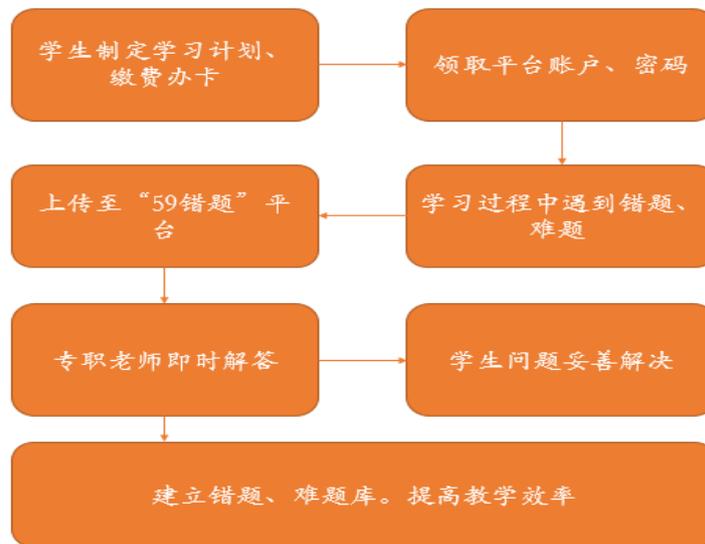
项目名称	实施主体
重点城市新增网点建设项目	广州龙文
小班化辅导建设项目	广州龙文
在线教育平台及 O2O 建设项目	龙文云（广州龙文全资子公司）
教学研究培训体系建设项目	广州龙文

资料来源：公司公告、广证恒生

2.3.2 拓展在线教育市场，线上线下一体化

拓展在线教育市场：线上 O2O 教育。公司拟使用募集资金来建设在线教育项目，包括龙文知道、龙文知库、龙文 O2O、龙文家长营等，O2O 线上教育项目有望推动网上流量、网下客流的增长与转化。北京龙文云教育科技有限公司拟作为未来在线教育和 O2O 业务的投资和经营主体。公司在线教育项目将实施龙文知道、龙文知库、龙文 O2O 以及龙文家长营等几大配套项目。我们认为，在线教育项目的实施有利于充分导流，同时构建网上辅导的有效途径。龙文知库有助于完善课堂后的作业即时解答等课后服务，并且可以用于学生错题数据储存和整理，有助于老师进行针对性辅导，提高教学质量。同时，龙文知道有利于学生和家長了解教学项目，从而吸引更多客户资源，增加营收。龙文家长营有助于提升机构、学生和家長间的交流，提升培训效果。

图表32 59错题使用流程



资料来源：公司公告、广证恒生

图表33 在线教育平台及O2O建设项目概况

项目	主要商业模式
龙文知道	构建在线互动课堂，通过学生注册、购买学习卡及充值，为广大学生提供在线互动式辅导，针对日常学习中的各类疑难问题提供在线解答和讲解。通过互联网方式充分整合学生碎片化问题，依托于广州龙文丰富的讲师资源，以及开发“59 错题”APP 应用软件的经验；“龙文知道”在错题上传、分析、归类以及互动解答环节，均具有较强的实

	力储备。
龙文知库	建立关于中小学生学习过程中遇到的各类疑难杂症涉及的知识点辅导视频，以及根据这些疑难行 生整理的真题题库。学生注册、购买学习卡后可以浏览、下载其中内容。
龙文 O2O	通过“+互联网”的方式，使得龙文众多网点的课程产品可以在网站内可查询、选择并下单；同时，进一步提供给客户上门辅导服务，为高端客户提供更便捷、更全面的“全天候家庭教师”
龙文家长营	为龙文在册学生家长提供更全面的沟通服务，提供给家长更为全面的学生辅导情况；同时，建立各类社区论坛，方便家长之间的联系。

资料来源：公司公告、广证恒生

3. 拓展教育板块，外延持续推进

3.1 资金充裕，外延储备实力强劲：现金+发债+产业并购基金

目前，公司账面货币资金接近 15 个亿，考虑此次配套融资 18 个亿，使得公司可以支配的货币资金超过 30 亿。目前公司的债券评级是 AA 级，能够充分利用公司发债能力，目前公司的负债率不到 30%，同比教育类上市公司新南洋以及紫光学大超过 50%的负债率来看，公司进一步发债融资依然具有空间，如果考虑公司加杠杆到 50%的负债水平，并表后公司总资产超过 70 亿，50%负债水平对应 35 亿的杠杆水平，相对目前 13.5 亿的备考负债，依然还有超过 20 亿的杠杆空间。此外，公司拟入伙海善水资本、与泰和盛金融合作成立弘毅壹号并购基金、拟与广州证券成立产业并购基金，多轮出动，有望为公司储备充裕的项目资源以及锁定优质的教育标的。我们认为，短期内政策对于发股收购态度不明朗背景下，公司掌握充裕现金资源，具有明确的先发优势，中长期来看，随着政策放开，公司携手产业资本等积极进行资本运作，有望储备优质资源项目，为教育板块开疆辟土提供支持。

图表33 公司成立/拟成立的产业基金

时间	基金名称	出资规模	方向
2016/03/17	6 亿认缴加入深圳前海善水资本管理中心合伙	公司出资 6 亿	投向与勤上光电业务相关领域，推动公司实业与资本多通道发展。一方面有利推进公司的战略布局，实现公司的产业扩张；另一方面，有利于增强公司产业的协同效应，巩固和提升公司的竞争力和盈利能力。
2015/08/03	深圳弘毅壹号并购基金投资企业	公司出资 4 亿，首期出资 5000 万，基金规模 30 亿	配合公司进行并购与产业整合。
2015/07/24	拟与广州证券投资设立广证勤上及相关产业并购基金		配合公司进行并购与产业整合，不断完善产业布局

资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 携手华夏人寿，深入合作可期

本次公司配套募集资金 18 亿，认购方主要是公司实际控制人李旭亮及其关联方、华夏人寿、以及公司员工持股计划等组成，锁定期为 3 年。可见公司实际控制人以及华夏人寿对于公司后续积极转

型教育领域的坚定看好。其中，华夏人寿是此前龙文教育的参投方，完成收购后华夏人寿将持有上市公司股份约 11.3%（持股数量为 10582+6349=16931 万股），成为上市公司的重要股东。华夏人寿总资产规模超过 3600 亿元，2014 年 7 月华夏人寿联合北京世纪力宏筹建华夏久盈资产管理公司，后者目前受托资产超过 2600 亿元，其中 5% 投向投资并购领域。**华夏久盈主要关注三大领域的投资机会：①是充分依托寿险股东资源优势，紧密围绕以服务为导向的产业投资和产业整合，重点突出对医疗、教育、养老、家政、旅游服务等行业的投资；②是服务于国家战略，重点投资国防科工、装备产业升级两大领域；③是把握大宗商品的周期性特点，捕捉周期性行业低点的产业投资机会。其中，教育板块是华夏久盈重点关注的领域，目前已经参投多家优质教育企业标的。此外，华夏人寿也是南媒融合发展投资资金的合伙人之一。南媒融合近期投资了包括线上教育、游戏广告、互联网电视等领域。我们认为后续公司有望协同华夏人寿在教育板块深度协同合作，华夏人寿旗下教育项目资源有望优先进入上市公司。**

图表34 公司募集配套资金来源

配套资金认购方	本次认缴的配套资金金额（万元）	认购的股份发行数量（股）
李旭亮	50,000	88,183,421
李淑贤	40,000	70,546,737
梁惠棠	36,000	63,492,063
华夏人寿	36,000	63,492,063
黄灼光	10,778.40	19,009,523
华创勤上光电员工成长 1号计划	7,211.60	12,736,507
合计	180,000	317,460,314

资料来源：公司公告、广证恒生

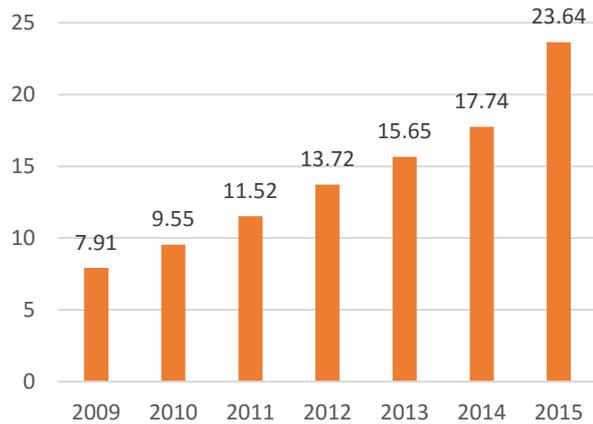
3.3 积极布局教育大市场，有望延伸国际学校等

民办国际学校需求空间大，盈利能力强：公司通过收购龙文教育，实现在 K12 领域的布局，龙文在现有一对一基础上，积极延伸小班教学和线上 O2O 教育项目，进一步完善公司在 K12 领域的布局。**此外，公司将积极进行教育资产延伸，后续有望向私立学校及国际学校业务拓展。**我们认为，教育分类改革实施后，国际学校和职业学校等面临更大的发展机会。目前在 K12 教育方面，我国已有 597 所国际学校，是世界上拥有国际学校数量最多的国家。随着我国出国留学人数持续增长，带动国际学校需求激增。然而，由于外籍国际学校主要针对外籍子女，公立国际学校目前只针对高中阶段，且当前政策趋严，所以小学、初中阶段的国际学校需求只能通过民办国际学校去响应。国际学校单人收费规模持续增长，单人年均收费已经超过 12 万元，诸如北京鼎石国际学校人均年收费甚至高达 35 万元。以 1000 人规模的民办国际学校为例，以 30% 的利润率水平测算，在收费水平分别为 10/20/30 万元情况下，学校每年利润额分别达到 3000/6000/9000 万元，具有非常可观的盈利水平。我们认为公司后续积极延伸国际学校资产，凭借各地网点资源，积极在北上广深以及诸多经济发达地区落地推广，充分挖掘国际学校大市场。

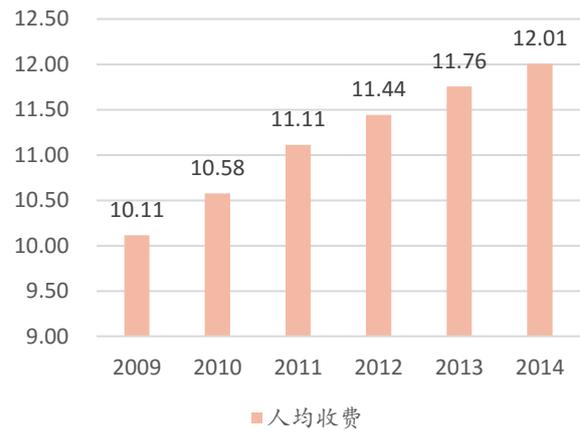
图表35 分类改革后各细分领域的发展机会

类别	早教	K12 基础教育	高等教育	职业教育	国际学校
非营利性民办教育	较少	较多	均衡	较少	较少
营利性民办教育	较多	较少	均衡	较多	较多

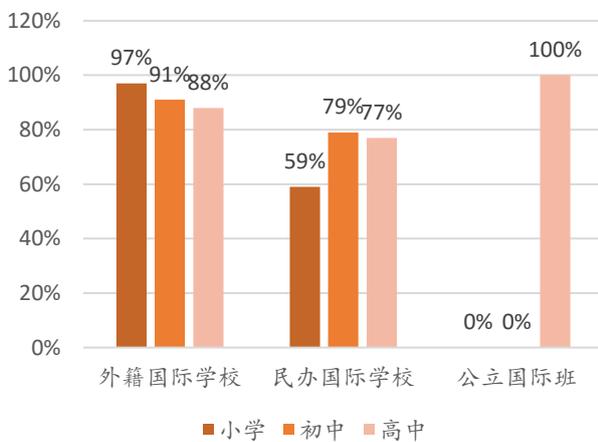
资料来源：德勤、广证恒生

图表36 我国国际学校就读学生总数情况（万人）


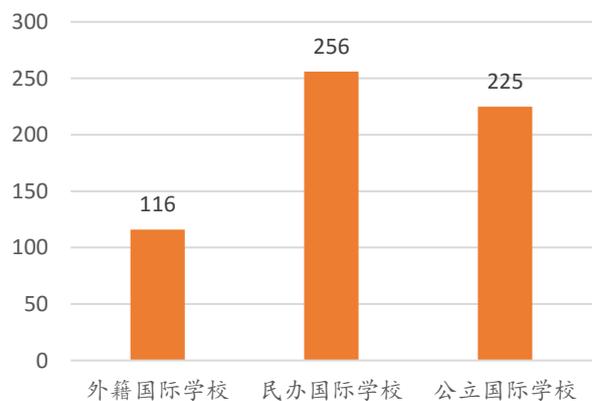
资料来源：教育部、广证恒生

图表37 国际学校人均收费持续增长（万元）


资料来源：行业资料、广证恒生

图表38 国际学校教育阶段设立情况


资料来源：教育部、广证恒生

图表39 我国国际学校设立情况


资料来源：行业资料、广证恒生

图表40 国际学校盈利情况敏感性分析（1000人为例）

学费/利润率	10 万	20 万	30 万
20%	2000	4000	6000
25%	2500	5000	7500
30%	3000	6000	9000
35%	3500	7000	10500
40%	4000	8000	12000

资料来源：行业资料、广证恒生

4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：

- ① **教育资产证券化大潮下，资金充裕+项目储备丰富确立先发优势：**我们看好政策逐步放开推动教育资产证券化大潮。短期来看，当前政策尚存模糊状态下，勤上光电凭借在手充裕现金资源（账上现金+配套融资 18 亿），同时具备良好发债条件，调动资金充裕可观；长期来看，公司携手华夏人寿，充分挖掘后者教育领域的丰富优质资源，项目储备丰富。
- ② **布局教育大幕方开启，外延持续布局国际学校资产等：**公司转型教育板块大幕方启，收购龙文教育落地 K12 领域教育资源，积极开发 O2O 实现线上线下协同导流与转化，由 K12 一对一延伸一对多小班教育模式，挖掘增量市场，促进学生导流。我们认为出国留学人数持续增长背景下，国际学校等在分类管理改革后面临快速发展机遇，当前公立与外籍国际学校在 K12 领域的招生规模远远难以满足国内需求，民办国际学校方兴未艾，公司延伸国际学校将充分开发高盈利水平的国际学校教育领域。
- ③ **LED 板块企稳回暖，历年减值充分有望释放业绩：**LED 行业经历一轮行业洗牌，价格大幅下降，进入 2016 年以来 LED 产品价格有所企稳。过去两年公司减值测试充分，减值水平相对较高，资产干净，今年有望随行业企稳回暖释放业绩。

不考虑新的外延并购，我们预计公司 2016-2018 年备考业绩分别为 2.2、2.52、2.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.15/0.17/0.19 元，对应当前股价 67、58、51 倍 PE。考虑公司后续积极拓展 K12 线上业务与一对多小班模式，积极延伸国际学校等高盈利业务领域，公司在手现金充裕，携手华夏人寿积极开拓教育资产，先发优势显著，外延持续可期。我们首次覆盖，给予强烈推荐评级。

5. 风险提示

- (1) LED 行业继续恶化；
- (2) 教育业务外延不达预期；
- (3) 定增收购项目不达预期。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2607	3749	3290	2868	营业收入	850	1079	1691	1754
现金	1446	2440	1932	1475	营业成本	602	759	1153	1191
应收账款	679	598	620	632	营业税金及附加	7	13	29	26
其它应收款	44	300	320	335	营业费用	79	65	101	88
预付账款	30	29	28	29	管理费用	80	65	101	105
存货	270	256	258	261	财务费用	-31	0	0	0
其他	137	126	131	135	资产减值损失	99	12	18	18
非流动资产	634	2769	2721	2666	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	35	57	46	46	投资净收益	5	6	6	10
固定资产	343	320	285	240	营业利润	19	172	294	336
无形资产	108	116	121	115	营业外收入	18	20	22	26
其他	148	2276	2268	2264	营业外支出	4	6	8	8
资产总计	3241	6518	6010	5534	利润总额	33	186	308	354
流动负债	462	462	474	471	所得税	6	34	57	65
短期借款	8	10	12	15	净利润	27	152	251	289
应付账款	219	229	229	226	少数股东损益	6	2	2	3
其他	236	223	233	231	归属母公司净利润	21	150	249	286
非流动负债	520	529	527	525	EBITDA	110	247	373	420
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.01	0.10	0.16	0.19
其他	520	529	527	525					
负债合计	983	991	1001	997	主要财务比率				
少数股东权益	23	24	27	30	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	375	1516	1516	1516	成长能力				
资本公积	1334	3313	2555	1797	营业收入增长率	-6.2%	26.9%	56.7%	3.8%
留存收益	527	673	912	1194	营业利润增长率	90.5%	782.0%	71.5%	14.1%
归属母公司股东权益	2236	5502	4983	4507	归属于母公司净利润增长率	68.8%	623.4%	66.0%	14.6%
负债和股东权益	3241	6518	6010	5534	获利能力				
					毛利率	29.2%	29.7%	31.8%	32.1%
					净利率	3.2%	14.1%	14.9%	16.5%
					ROE	0.9%	3.9%	4.7%	6.0%
					ROIC	1.2%	2.7%	5.0%	6.4%
					偿债能力				
					资产负债率	30.3%	15.2%	16.7%	18.0%
					净负债比率	0.76%	1.20%	1.26%	1.59%
					流动比率	5.64	8.11	6.94	6.08
					速动比率	5.05	7.56	6.39	5.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.26	0.22	0.27	0.30
					应收账款周转率	1.35	1.69	2.78	2.80
					应付账款周转率	2.62	3.38	5.03	5.23
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.01	0.10	0.16	0.19
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.06	0.04	0.18	0.20
					每股净资产 (最新摊薄)	5.97	3.63	3.29	2.97
					估值比率				
					P/E	173.93	97.28	58.61	51.13
					P/B	1.61	2.65	2.93	3.24
					EV/EBITDA	48.10	49.58	34.09	31.36



机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@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。