



优质幼教资产高效落地，K12+3 战略初具规模

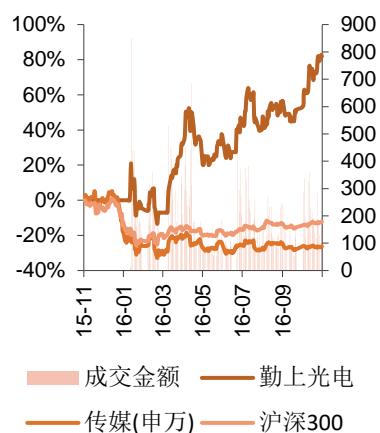
2016.11.08

强烈推荐

(维持)

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
勤上光电	20.0	23.2	36.2
传媒行业	2.3	1.1	-2.1
沪深 300	3.6	3.5	7.7

基本资料

总市值 (亿元)	104
总股本 (亿股)	9.37
流通股比例	99.36%
资产负债率	30.96%
大股东	勤上集团
大股东持股比例	27.22%

相关报告

*广证恒生传媒行业-勤上光电 (002638)深度报告：开民办教育收购先河，先发优势打造教育生态-20160725

*广证恒生传媒行业-勤上光电 (002638)点评报告：设立勤上教育敦行致远，LED板块受益行

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

事件：公司发布公告，签署 8.7 亿元收购柳州小红帽教育不低于 80% 股权的框架协议，小红帽教育旗下控制或所有的幼儿园包括约 75 家直营、约 33 家托管及加盟幼儿园。卖方承诺 2016 年实现净利润不低于 5000 万，2017-2019 年复合增速不低于 15%；核心管理团队承诺保持 5 年不发生变化，且 2017-2019 年直营幼儿园园长离职率低于 5%；标的公司承诺 2017-2019 年在买方资金及支持下新建或收购不少于 60 家幼儿园。且卖方承诺自取得交易款项的 180 日内自二级市场认购公司股票金额不低于全部交易款的 30% (即超过 2.61 亿元)，卖方承诺在完成上市公司股票购买后至标的资产 2019 年度审计报告日正式签署日止，不减持已购买的上市公司股票。

点评：

- 现金收购进军幼教，股权认购彰显决心：**公司此次现金收购小红帽教育正式进军幼教板块。小红帽幼儿园定位中高端，是目前国内拥有直营分园最多的连锁幼儿园，且办学区域覆盖全国，进入勤上体内后携手勤上资金优势将持续在全国进行扩张复制，到 2019 年旗下幼儿园将超过 170 家。预计今年能够实现净利润 5000 万，且 2017-2019 年承诺每年业绩增速不低于 15%，根据收购协议，标的方管理层将在交易完成后的 180 日内在二级市场认购总金额不低于 2.61 亿元的上市公司股票，且承诺至 2019 年不减持，核心管理层承诺 5 年不发生变化，且期间园长离职率不超过 5%，通过现金收购+认购股权方式从而能够实现利益绑定，通过有效协同确保盈利稳定增长。此次签订收购小红帽的框架协议落地，不仅仅意味着公司高效兑现承诺推动幼教布局，同时此次收购的交易模式设计也表明公司在持续转型进程中，积极探索旗下教育资产的有效整合与管理，从而确保各标的资产完成相应业绩承诺的基础上，实现旗下教育资产的有效协同。
- 优质幼教资产落地，K12+3 战略初具规模：**今年 8 月公司完成龙文收购过会及资产过户，强势进军 K12 培训领域，开创民营企业发股收购 K12 培训学校的先河；8 月底公司发布 K12+3 战略，明确了公司从幼教到 K12 教育再到国际学校的教育产业链布局，10 月增资收购英伦国际教育应声落地，正式在高端国际学校教育领域完成优质资产布局；11 月收购小红帽，意味着公司教育产业布局初步完成轮廓构建，从幼教+K12 培训+高端国际学校的战略布局初具雏形，行云流水高效推进，表明公司管理层坚定转型教育深耕教育的决心，再次验证团队的高效执行力超市场预期。
- 迎民促法三审过会之春风，勤上教育布局天时、地利、人和：**11 月 7 日民促法三审过会，明确了分类监管原则，规定在非义务教育领域举办者可选择登记注册为营利性或非营利性，民办学校营利性法律地位得以确立，同时随着相应配套政策出台，教育板块迎来政策红利。尤其是中高端幼儿园、面向高中及以上阶段的国际学校等将成为资本市场青睐的资产，教育并购与 IPO 大潮再起，群鲨围鱼背景下优质教育资产热度持续，具备先发优势的企业将充分进行产业整合，不断完善

产业链布局。我们认为勤上光电后续在教育领域战略推进具备天时地利人和的充分优势：天时：民促法三审过会迎来法律层面保驾护航；地利：脚踏实地，公司囊括幼教、K12 培训以及高端国际学校等优质资产，占据民办教育优先受益的板块，账上现金充裕+定增补充 18 亿资金，确保外延扩张与资产整合优化弹药充足；人和：战略推进言出法随，团队高效执行力获得市场肯定且超预期；自有项目投资团队+携手二股东华夏人寿等确保公司充足的优质标的储备。天时+地利+人和，继续坚定看好公司围绕教育板块做加法，行业龙头成长在即，外延布局持续可期。

- **盈利预测与估值：**暂不考虑小红帽业绩 2016 年并表情形下，预计公司 2016-2018 年备考业绩分别为 1.61、3.25、3.76 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.11/0.21/0.25 元，对应当前股价 104、52、45 倍 PE，看好公司教育版图扩张高效执行，资金+项目优势有望持续催化，维持强烈推荐。
- **风险提示：**LED 行业回暖缓慢、外延并购不达预期。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	849.66	1241.24	2037.74	2241.96
同比(%)	-6.20%	46.09%	64.17%	10.02%
归属母公司净利润	20.74	161.41	324.76	375.85
同比(%)	68.82%	678.09%	101.20%	15.73%
毛利率(%)	29.17%	29.00%	31.21%	31.25%
ROE(%)	0.92%	4.14%	5.70%	6.22%
每股收益(元)	0.01	0.11	0.21	0.25
P/E	201.38	104.71	52.04	44.97
P/B	1.87	3.07	2.90	2.73
EV/EBITDA	48.10	55.62	30.39	25.93

业好转 20161010

*广证恒生传媒行业-勤上光电 (002638)点评报告：国际学校落地在即，持续催化拓展教育版图 20161012

*广证恒生传媒行业-勤上光电 (002638)点评报告：LED 业务优化好转，教育发展持续发力 20161027

*



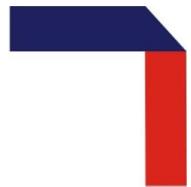
附录：公司财务预测表

资产负债表					单位:百万元				利润表			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E		单位:百万元	
流动资产	2607	3787	4151	4587	营业收入	850	1241	2038	2242			
现金	1446	2479	2793	3194	营业成本	602	881	1402	1541			
应收账款	679	598	620	632	营业税金及附加	7	19	36	40			
其它应收款	44	300	320	335	营业费用	79	87	143	152			
预付账款	30	29	28	29	管理费用	80	87	143	148			
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	20	20			
非流动资产	634	2752	2734	2700	公允价值变动收益	0	0	0	0			
长期投资	35	40	60	80	投资净收益	5	30	93	106			
固定资产	343	320	285	240	营业利润	19	186	387	447			
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	6539	6885	7287	利润总额	33	200	401	465			
流动负债	462	462	474	471	所得税	6	37	74	85			
短期借款	8	10	12	15	净利润	27	163	327	379			
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	161	325	376			
非流动负债	520	529	527	525	EBITDA	110	261	466	531			
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.01	0.11	0.21	0.25			
其他	520	529	527	525								
负债合计	983	991	1001	997								
少数股东权益	23	24	27	30	主要财务比率							
股本	375	1516	1516	1516	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E			
资本公积	1334	3313	3313	3313	成长能力							
留存收益	527	684	999	1372	营业收入增长率	-6.2%	46.1%	64.2%	10.0%			
归属母公司股东权益	2236	5513	5828	6200	营业利润增长率	90.5%	853.4%	108.7%	15.3%			
负债和股东权益	3241	6529	6855	7227	归属于母公司净利润增长率	68.8%	678.1%	101.2%	15.7%			
					盈利能力							
					毛利率	29.2%	29.0%	31.2%	31.2%			
					净利率	3.2%	13.1%	16.0%	16.9%			
现金流量表					ROE	0.9%	4.1%	5.7%	6.2%			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROIC	1.2%	2.9%	5.6%	6.1%			
经营活动现金流	-21	54	262	302	偿债能力							
净利润	27	161	325	376	资产负债率	30.3%	15.2%	14.5%	13.7%			
折旧摊销	77	61	65	67	净负债比率	0.76%	1.20%	1.26%	1.59%			
财务费用	-31	0	0	0	流动比率	5.64	8.19	8.76	9.73			
投资损失	-5	-30	-93	-106	速动比率	5.05	7.64	8.21	9.18			
营运资金变动	-225	-147	-33	-39	营运能力							
其它	136	8	-2	4	总资产周转率	0.26	0.25	0.30	0.32			
投资活动现金流	-50	-2141	61	100	应收账款周转率	1.35	1.94	3.35	3.58			
资本支出	-22	-14	-11	-5	应付账款周转率	2.62	3.93	6.12	6.77			
长期投资	0	-5	-20	-20	每股指标(元)							
其他	-28	-2122	92	125	每股收益(最新摊薄)	0.01	0.11	0.21	0.25			
筹资活动现金流	-1	3120	-9	-0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	0.04	0.17	0.20			
短期借款	4	3	2	3	每股净资产(最新摊薄)	5.97	3.64	3.84	4.09			
长期借款	0	0	0	0	估值比率							
普通股本增加	0	1141	0	0	P/E	201.38	104.71	52.04	44.97			
资本公积金增加	0	1979	0	0	P/B	1.87	3.07	2.90	2.73			
其他	-5	-3	-11	-3	EV/EBITDA	48.10	55.62	30.39	25.93			
现金净增加额	-71	1033	314	401								



机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzs.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 4 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。