

评级：买入 维持评级

公司研究

市场价格（人民币）：10.09元  
 目标价格（人民币）：12.00-12.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	817.29
总市值(百万元)	817.29
年内股价最高最低(元)	11.50/6.57

沪深300指数	3535.08
---------	---------



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.186	0.146	0.140	0.196	0.254
每股净资产(元)	2.90	2.04	2.88	3.07	3.32
每股经营性现金流(元)	0.12	0.21	0.33	0.45	0.58
市盈率(倍)	71.34	73.51	72.07	51.48	39.72
行业优化市盈率(倍)	58.01	119.31	120.39	120.39	120.39
净利润增长率(%)	84.36%	99.05%	9.41%	40.12%	29.63%
净资产收益率(%)	6.42%	7.16%	4.86%	6.37%	7.63%
总股本(百万股)	271.79	690.36	790.36	790.36	790.36

来源：公司年报、国金证券研究所

## 旗下基金控股贝壳金宝，高端幼教再下一城

- **1.2亿获取贝壳金宝51%股权。**长方集团旗下产业投资基金长方易德拟以股权转让及增资的方式控股高端幼教连锁企业贝壳金宝教育，交易总价1.2亿元，共计获得贝壳金宝51%的股权。
- 标的方承诺，2017年度、2018年度、2019年度扣非归母净利润分别不低于人民币1000万元、2000万元、3600万元。同时承诺，自交割之日起三年内，贝壳金宝名下全资或控股的直营幼儿园不少于30家。同时，公司未来计划为贝壳金宝核心团队进行股权激励。

## 贝壳金宝：高端直营连锁幼教品牌，布局于一线与二线发达城市

- 贝壳金宝旗下高端幼儿园品牌金宝幼儿园，金宝幼儿园源于全球早教第一品牌美国“金宝贝”早教中心，致力于为中国家庭提供与世界同步的高水平学前教育。
- 贝壳金宝是国内最高水准幼儿园品牌之一。金宝幼儿园设施良好，师资优质，有着高端幼教领域丰富的教学与管理团队。学校的核心管理团队均为海内外知名院校相关专业的硕士及MBA，且有着十年以上的幼儿教育管理经验；并注重打造国际化多元文化。

## 连下两城，高端幼教大版图雏形已现

- 本次收购贝壳金宝框架协议的签署，为公司继收购特蕾新集团之后，又一直营幼教领域的部署，展现了其推进“高端连锁直营园”战略的执行力和坚定信心。贝壳金宝同特蕾新在定位上、地理上、师资培训上形成多方面的协同互补，长方幼教大版图雏形或已现。

## 投资建议

- 我们认为，公司未来或将持续进行幼教领域的扩张、探索和整合，盈利能力有望持续增强。暂不考虑贝壳金宝带来的业绩增厚，维持盈利预测，预计2016-2018年公司EPS分别为0.14元，0.20元，0.25元，对应PE分别为72x，51x，40x，维持“买入”评级，目标价12元。

风险提示：幼教园所整合或不及预期。

吴劲草 联系人  
 wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师SAC执业编号：S1130516010008  
 (8621)60230244  
 weili1@gjzq.com.cn

## 旗下基金控股贝壳金宝，高端幼教再下一城

- **1.2亿获取贝壳金宝51%股权。**11月28日，长方集团发布公告称，旗下产业投资并购基金长方易德拟以股权转让及增资的方式投资高端幼教连锁企业贝壳金宝教育，长方易德将购买贝壳金宝34%的股权，作价6000万元（首期支付3000万元），同时以6000万元向贝壳金宝增资。交易总价1.2亿元，共计获得贝壳金宝51%的股权。
- 标的方承诺，2017年度、2018年度、2019年度扣非归母净利润分别不低于人民币1000万元、2000万元、3600万元。同时承诺，自交割之日起三年内，贝壳金宝名下全资或控股的直营幼儿园不少于30家。同时，公司未来计划为贝壳金宝核心团队进行股权激励。

## 贝壳金宝：高端直营连锁幼教品牌，布局于一线与二线发达城市

- 贝壳金宝旗下高端幼儿园品牌金宝幼儿园，金宝幼儿园源于全球早教第一品牌美国“金宝贝”早教中心，致力于为中国家庭提供与世界同步的高水平学前教育。
- **国内最高水准幼儿园品牌之一。**金宝幼儿园设施良好，师资优质，有着高端幼教领域经验丰富的教学与管理团队。学校的核心管理团队均为海内外知名院校相关专业的硕士及MBA，且有着十年以上的幼儿教育管理经验；为了能够给孩子们提供一个更加多元的文化氛围，幼儿园在保证教师英文水平及教学能力的基础上，已获得超过十个国家和地区的优秀人才提供优质幼儿教学体系，打造国际化多元文化，且学校不断通过校内外研修，提升师资力量。

图表1：贝壳金宝旗下园所为高端园



来源：公司官网，国金证券研究所

- 同时，金宝引进国际先进的学习区与方案教学结合的教学模式，并通过来自多个国家和地区的优秀教研团队将其本地化，内化为金宝幼儿园独特的教学实践能力。幼儿园秉持采用最适合孩子全面发展的学习区教学以及由孩子兴趣发展的方案教学模式。集团设立研发部，并聘请国内外教育领域博士、硕士，担任研究顾问。目前学校已与清华大学、华东师范大学、台湾南台科技大学及其附属幼儿园等知名教育机构开展合作。
- 经过对过去数年毕业生的追踪调查，金宝幼儿园的孩子在品德、自理、领导力、解决问题能力、创造性思考能力等方面，均有突出表现。金宝品牌在中国的学前教育行业，以其高质量的教学水平闻名，已成为国内最高水准的幼儿园品牌之一。

- 在过去的五年，金宝品牌获得过新浪、网易等主流门户网站颁发的“最具投资价值的中国幼儿教育品牌十强”、“最具品牌儿童教育机构”、“年度十大教育机构”奖项。

图表 2：贝壳金宝秉持多元化探索的教育理念激发孩子潜质



来源：公司官网，国金证券研究所

- **价格上升空间大，主打中高端直营连锁幼儿园。**在教研和团队培养方面的投入，也逐渐为金宝品牌带来了运营上的优势。目前金宝北京校在册学生约 500 人，收费逐年提高，2016 年新生收费 7.5 万-10.3 万/年，上海金宝新生收费 7 万-9 万/年，广州金宝新生收费超过 6 万/年。
- **主要布局一线城市及二线发达城市。**目前，金宝除北京、上海的园所外，还在广州、深圳、武汉、包头、贵阳等地拥有成熟或新建园所，均为高端优质幼儿园。未来，金宝计划以直营幼儿园为核心业务，通过新开及并购等方式进一步在一线城市、省会城市及计划单列市增加分校数量。金宝连锁幼儿园扩张基础已备，未来将不断在经济发达城市布局，持续打造中高端直营连锁幼儿园一流品牌。

### 高端幼教并购连续落地，直营连锁高端园大版图雏形已现

- **此前公司签订框架协议，拟并购特蕾新教育集团。**特蕾新集团为国内知名中高端幼教直营品牌，覆盖整个幼教产业链，除幼儿园外，还拥有教育研究院、早教中心等。集团旗下共 40 多家幼儿园，在园儿童约 9000 名，重点布局一二线经济发达城市。同时，特蕾新师资培训部积极与各高等院校联合办学，开设各类学前教育的大专或本科学历班，为集团幼儿园输送优质师资力量。
- **本次收购贝壳金宝框架协议的签署，为公司继收购特蕾新集团之后，又一直营幼教领域的部署，展现了其推进“高端连锁直营园”战略的执行力和坚定信心。**
- **优势互补，高端幼教版图不断扩展。**特蕾新与贝壳金宝均为国内知名中高端幼教直营品牌，且地理优势互补，长方集团将实现北上广深等一线城市全覆盖，同时广泛布局经济较为发达的二线城市，为集团在中国一线及重点城市高端直营幼儿园的市场定价、业务布局、运营扩展奠定坚实基础，推动集团持续扩大并完善经济发达地区高端幼教大版图。同时，特蕾新的优质幼师师范体系将持续输送优质师资并提供专业培训，助力打造优质中高端幼教直营品牌。

## 投资建议

- 目前，长方集团已完成一线城市的高端园所布局，我们认为，未来品牌化高端幼教稀缺性持续凸显，坚定看好长方集团的幼教转型战略。公司高端幼教业务再下一城。我们认为，公司未来或将持续进行幼教领域的扩张、探索和整合，盈利能力有望持续增强。暂不考虑贝壳金宝带来的业绩增厚，维持盈利预测，预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.14 元，0.20 元，0.25 元，对应 PE 分别为 72x, 51x, 40x，维持“买入”评级，目标价 12 元。

风险提示：幼教园所整合或不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
<b>主营业务收入</b>	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	<b>货币资金</b>	2013	2014	2015	2016E	2017E	
增长率			13.3%	54.0%	32.3%	14.8%	135	97	279	954	1,105	1,331	
<b>主营业务成本</b>	-663	-731	-1,050	-1,369	-1,553	-1,721	<b>应收账款</b>	181	146	317	351	399	436
%销售收入	81.6%	79.4%	74.1%	73.0%	72.1%	71.2%	<b>存货</b>	212	276	443	497	575	621
<b>毛利</b>	150	190	368	507	601	695	<b>其他流动资产</b>	42	36	21	43	49	54
%销售收入	18.4%	20.6%	25.9%	27.0%	27.9%	28.8%	<b>流动资产</b>	570	554	1,060	1,845	2,127	2,441
<b>营业税金及附加</b>	0	0	-8	-6	-2	-1	<b>%总资产</b>	43.5%	31.9%	34.5%	52.4%	55.0%	57.6%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	<b>长期投资</b>	0	0	0	1	0	0
<b>营业费用</b>	-52	-39	-41	-75	-75	-72	<b>固定资产</b>	634	1,087	1,484	1,563	1,630	1,688
%销售收入	6.4%	4.2%	2.9%	4.0%	3.5%	3.0%	<b>%总资产</b>	48.4%	62.5%	48.2%	44.4%	42.1%	39.8%
<b>管理费用</b>	-56	-57	-156	-231	-269	-307	<b>无形资产</b>	46	48	494	109	109	110
%销售收入	6.9%	6.2%	11.0%	12.3%	12.5%	12.7%	<b>非流动资产</b>	741	1,186	2,017	1,674	1,742	1,800
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	42	94	164	195	255	315	<b>%总资产</b>	56.5%	68.1%	65.5%	47.6%	45.0%	42.4%
%销售收入	5.1%	10.2%	11.5%	10.4%	11.8%	13.0%	<b>资产总计</b>	1,310	1,740	3,077	3,519	3,869	4,242
<b>财务费用</b>	-8	-12	-16	-15	-15	-15	<b>短期借款</b>	150	201	558	0	0	0
%销售收入	1.0%	1.3%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%	<b>应付款项</b>	374	550	724	833	945	1,048
<b>资产减值损失</b>	-11	-24	-13	-8	-8	-8	<b>其他流动负债</b>	9	17	77	60	85	89
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	533	769	1,359	893	1,030	1,137
<b>投资收益</b>	0	0	0	0	0	0	<b>长期贷款</b>	19	182	174	174	174	175
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>其他长期负债</b>	1	0	7	0	0	0
<b>净利润</b>	23	57	135	172	232	292	<b>负债总计</b>	553	951	1,540	1,068	1,205	1,313
<b>营业利润率</b>	2.9%	6.2%	9.5%	9.2%	10.8%	12.1%	<b>普通股股东权益</b>	757	789	1,409	2,273	2,427	2,628
<b>营业外收支</b>	7	0	12	10	10	10	<b>少数股东权益</b>	0	0	129	179	237	302
<b>税前利润</b>	30	57	147	182	242	302	<b>负债股东权益合计</b>	1,310	1,740	3,077	3,519	3,869	4,242
<b>利润率</b>	3.7%	6.2%	10.4%	9.7%	11.2%	12.5%							
<b>所得税</b>	-3	-7	-14	-22	-29	-36							
<b>所得税率</b>	8.4%	11.6%	9.5%	12.0%	12.0%	12.0%							
<b>净利润</b>	27	51	133	160	213	265							
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0	0	0							
<b>非现金支出</b>	60	101	130	139	149	159							
<b>非经营收益</b>	5	14	23	9	5	5							
<b>营运资金变动</b>	30	-134	-141	-45	-8	27							
<b>经营活动现金净流</b>	123	32	145	265	359	456							
<b>资本开支</b>	-337	-270	-252	210	-199	-200							
<b>投资</b>	0	0	-35	-1	0	0							
<b>其他</b>	1	8	14	0	0	0							
<b>投资活动现金净流</b>	-336	-262	-273	209	-199	-200							
<b>股权募资</b>	12	1	79	753	0	0							
<b>债权募资</b>	74	214	219	-558	0	1							
<b>其他</b>	-8	-53	-49	-15	-15	-15							
<b>筹资活动现金净流</b>	79	163	249	181	-15	-14							
<b>现金净流量</b>	-134	-67	121	654	145	242							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-16	买入	8.74	12.00~12.00
2	2016-08-23	买入	8.81	12.00~12.00
3	2016-10-28	买入	9.47	12.00~12.00
4	2016-11-24	买入	10.02	12.00~12.00

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD