



收购领军性国际学校，奠定 A 股教育龙头地位

2016.12.16

强烈推荐

(维持)

传媒行业

李亚军(分析师)

肖明亮(研究助理)

电话：020-88863187

020-88832290

邮箱：liyj@gzgzhs.com.cn

xiaoml@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310516060001

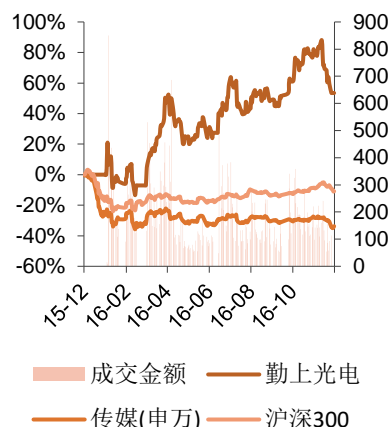
A1310115100005

事件：公司全资子公司香港勤上拟以现金收购爱迪教育 100% 股权，爱迪教育是一家依据开曼群岛法律设立并存续豁免有限责任公司，通过 VIE 安排控制位于国内的若干教育资产和办学业务，本次交易初步估值 29 亿等值美元，双方已签订排他协议。后续勤上光电或香港勤上或将通过成立基金企业或认购基金企业份额来实施上述并购事宜。

点评：

- **国际教育资产频频高效落地，A 股国际学校落地第一股：**收购爱迪是公司继 10 月收购英伦教育后在国际教育领域又一重要布局，再次验证公司高效执行能力。英伦教育的落地使得公司成为 A 股唯一一家收购落地国际学校资产的公司，而随着爱迪教育的收购将使得勤上一步跻身成为国内国际教育领军型企业，成为 A 股国际教育第一股。
- **爱迪教育是国内国际教育的领军型企业，收购完成有望进一步释放盈利能力：**爱迪教育 1997 年进入中国，通过 VIE 机构控制境内的教育资产和办学业务，旗下拥有北京爱迪国际学校，属于国际教育高端品牌。目前爱迪能为中外籍学生提供全英文和双语两种模式授课的幼儿园、小学、初中、澳大利亚国际高中（WACE）、美国国际高中（ASE）、英国国际高中（A-LEVEL）和国际大学预科课程及英语培训课程，同时也是五大国际考试包括：IELTS、WACE\TEE、A-LEVEL、TOFEL、ACT 的官方考点。爱迪帮助学生在中小学阶段夯实基础教育知识，高中毕业后直升美、英、加、澳、新等国 5000 多所大学，积累了丰富的办学经验以及对接了众多海外优质高校资源。目前双方已经签订排他协议，后续静待并购推进进入上市公司体内，而且我们认为后续随着 VIE 架构的拆除，有望大幅降低 VIE 架构下的诸多成本支出与费用，有望进一步提升与释放爱迪的盈利能力。
- **国际教育需求崛起量价齐升，勤上重磅布局依托高端品牌有望加速扩张：**正如我们之前的报告中提到，目前公办国际学校政策收紧后国际学校的高速增长的需求只能通过民办学校去响应，留学人数高速增长（2015 年增速 33%）与国际学校人均 ARPU 值不断走高突破 12 万，量价齐升背景下民办国际学校盈利释放，规模将加速扩张。以枫叶教育为例，从 2012-2016 财年收入复合增速为 18.89%，归母净利润复合增速达到 34.53%，充分体现收入规模的扩张以及量价齐升背景下盈利能力的增强。我们认为，国际学校凭借其优质的盈利能力依然是上市公司抢占的优质资产，优质品牌标的的稀缺或将进一步推高并购金额，勤上光电快速落地英伦教育与爱迪教育两大优质国际教育品牌，将充分利用品牌优势、上市公司背书优势、资本优势、良好口碑等快速扩张，从而带动勤上光电教育尤其是国际教育业务的成长性兑现，进一步奠定公司作为 A 股乃至国内教育第一股的地位。

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
勤上光电	-15.8	3.3	19.5
传媒行业	-8.7	-4.6	-1.7
沪深 300	-2.4	3.3	8.1

基本资料

总市值 (亿元)	142.91
总股本 (亿股)	15.19
流通股比例	61.33%
资产负债率	31.66%
大股东	勤上集团
大股东持股比例	16.79%

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：国际学校落

- **盈利预测与估值：** 以对赌业绩相对保守完成假设下，假设英伦、小红帽、爱迪在 2017 年按相应比例并表，不考虑其余新增并购情况下，则预测 2016-2018 年实现归母净利润 1.96、4.47、5.442 亿元，预测 2016-2018 年实现 EPS 为 0.13/0.30/0.36 元/股，对应当前股价估值为 73/32/26×PE。我们看好公司管理团队的高效落地能力，目前公司在教育领域布局已经跻身教育龙头行列，旗下标的内生增长动力强劲，而公司围绕“K12+3”的外延布局仍将持续推进。当前股价对应 2017 年为 30 倍左右，考虑后续旗下资产学位释放带来业绩的更加可观增长，业绩释放拉动估值稀释，同时前期市场担忧交易性层面风险已基本消除，维持强烈推荐评级。

- **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	2875.65	3294.89
同比(%)	-6.20%	46.09%	131.68%	14.58%
归属母公司净利润	20.74	195.51	447.27	544.23
同比(%)	68.82%	842.45%	128.78%	21.68%
毛利率(%)	29.17%	29.00%	37.11%	37.75%
ROE(%)	0.92%	4.99%	7.72%	8.66%
每股收益(元)	0.01	0.13	0.30	0.36
P/E	169.95	72.96	31.89	26.21
P/B	1.58	2.57	2.38	2.19
EV/EBITDA	59.64	43.30	16.84	13.46

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

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：优质幼教资产高效落地，K12+3 战略初具规模 20161108

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	3821	6231	6836	营业收入	850	1241	2876	3295
现金	1446	2513	4873	5443	营业成本	602	881	1809	2051
应收账款	679	598	620	632	营业税金及附加	7	19	43	49
其它应收款	44	300	320	335	营业费用	79	97	345	395
预付账款	30	29	28	29	管理费用	80	74	216	247
存货	270	256	258	261	财务费用	-31	-29	-54	-76
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	40	40	45
固定资产	343	320	285	240	营业利润	19	227	538	653
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	6573	8966	9536	利润总额	33	241	552	671
流动负债	462	462	474	471	所得税	6	44	102	123
短期借款	8	10	12	15	净利润	27	197	450	548
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	196	447	544
非流动负债	520	529	2450	2449	EBITDA	89	273	562	662
长期借款	0	0	20	20	EPS (摊薄)	0.01	0.13	0.30	0.36
其他	520	529	2430	2429					
负债合计	983	991	2924	2920	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	3313	3313	营业收入增长率	-6.2%	46.1%	131.7%	14.6%
留存收益	527	719	1156	1697	营业利润增长率	90.5%	1067.9%	136.5%	21.4%
归属母公司股东权益	2236	5547	5984	6525	归属于母公司净利润增长率	68.8%	842.4%	128.8%	21.7%
负债和股东权益	3241	6563	8936	9476	获利能力				
					毛利率	29.2%	29.0%	37.1%	37.8%
现金流量表					净利率	3.2%	15.9%	15.6%	16.6%
单位:百万元					ROE	0.9%	5.0%	7.7%	8.7%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROIC	0.4%	3.1%	6.7%	7.4%
经营活动现金流	-21	49	383	455	偿债能力				
净利润	27	196	447	544	资产负债率	30.3%	15.1%	32.6%	30.6%
折旧摊销	77	61	65	67	净负债比率	0.76%	1.20%	1.12%	1.23%
财务费用	-31	-29	-54	-76	流动比率	5.64	8.27	13.14	14.50
投资损失	-5	-40	-40	-45	速动比率	5.05	7.71	12.60	13.94
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	0.37	0.36
投资活动现金流	-50	-2131	9	39	应收账款周转率	1.35	1.94	4.72	5.26
资本支出	-22	-14	-11	-5	应付账款周转率	2.62	3.93	7.89	9.01
长期投资	0	-5	-20	-20					
其他	-28	-2112	40	63	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-1	3149	1969	76	每股收益 (最新摊薄)	0.01	0.13	0.30	0.36
短期借款	4	3	2	3	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.06	0.03	0.25	0.30
长期借款	0	0	20	0	每股净资产 (最新摊薄)	5.97	3.66	3.95	4.30
普通股增加	0	1141	0	0	估值比率				
资本公积金增加	0	1979	0	0	P/E	169.95	72.96	31.89	26.21
其他	-5	26	1947	73	P/B	1.58	2.57	2.38	2.19
现金净增加额	-71	1067	2361	570	EV/EBITDA	59.64	43.30	16.84	13.46

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@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 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。