



深耕拓展 K12，锁定优质标的布局行业前瞻

2017.01.22

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

事件: 1月20日，公司与凹凸教育签订《增资及收购备忘录》，拟通过现金对凹凸教育增资及/或收购凹凸教育原股东部分股权的方式持有不低于凹凸教育 10%的股权；同时与思齐教育签订《增资/收购备忘录》，拟通过现金对思齐教育增资及/或收购思齐教育原股东部分股权的方式持有不低于乙方 10%的股权。本次增资凹凸教育投前估值 2.6 亿元，思齐教育投前估值 6 亿元。

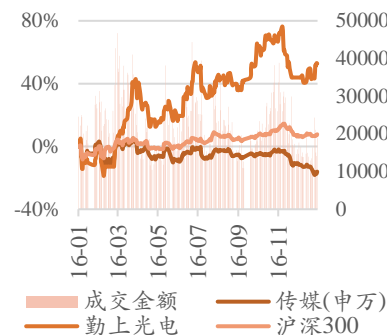
点评:

- **深度布局 K12 培训，锁定优质标的布局行业前瞻：**收购凹凸与思齐教育是公司继收购广州龙文转型教育后在 K12 培训领域的持续深度布局，验证公司独一无二的高效执行力。其中凹凸教育亮点在于其个性化教育，通过其积累的丰富经验与资源在先进教育理念缺乏的二三线城市进行拓展。思齐教育培训板块相对齐全，在湖南地区具备显著优势，将积极拓展中南区域，培优教育与艺术教育优势明显，拥有自主的优质教育内容与课程体系；已经拥有文化培优、个性化教育、国际教育、音乐教育、美术教育、全日制、学科英语教育、国学国艺等丰富全面的业务板块。通过增资部分股权并锁定优先收购权，表明公司围绕 K12 领域深耕布局：瞄准未来二三线潜在及高速增长的市场需求，同时在艺术教育与培优教育领域“跑马圈地”锁定优质标的，随着民促法修订以及细则陆续落地，K12 培训资产证券化障碍逐步弱化，未来公司有望通过发股收购剩余股权。
- **K12 培训空间广阔：二三线潜在市场大，艺术（兴趣）教育需求将崛起：**K12 培训市场规模最大，受众最广，细分板块众多，同时行业天然分散，CR3 不足 4%，三四线城市全国性品牌较少进入，行业整合提高集中度放大规模效应是产业发展内在要求，未来龙头企业有望借助资金和标准化课程优势、先进教育理念进行产业整合提高行业集中度。公司此前收购的龙文教育在一对一培训领域跻身领军序列，同时积极向小班教学拓展延伸；此次定增及锁定凹凸和思齐教育，意味着公司在二三线教育培训市场开始发力，凭借先进教学理念在二三线城市快速突围扩张，打造先发与规模优势；同时在加强原有学科培优领域优势基础上，收购思齐意味着公司在 K12 艺术教育领域落子，我们认为随着人们经济水平提高，一方面 K12 学生升学压力下培训市场刚性增长，另一方面父母注重培养小孩兴趣爱好需求增强，艺术教育面临广阔市场空间。旗下 K12 培训标的在生源、师资、内容、区域等方面有望优势互补实现协同。
- **“跑马圈地”确立先发优势，整合与管理协同推进：**短短一年时间内，公司管理层凭借坚定转型魄力与资金优势实现在幼教、K12 培训以及国际学校领域“跑马圈地”，目前旗下教育资产规模跻身教育龙头。同时，围绕旗下众多教育资产的协同与整合管理，公司也

强烈推荐(维持)

教育行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
传媒行业	-5.97	-7.59	-2.99
沪深 300	-1.40	-1.87	-0.85

基本资料

总市值(亿元)	151.72
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：国际学校再下一城，教育版图持续扩张-20161216
- *广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：批文到手高效落地，教育版图扬帆起航-20160801
- *广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：业绩高增长符合预期，教育版图扩张持续-20160819

积极加码推进，致力于打造优质教育管理团队打造领军教育集团。有望积极协同二股东华夏人寿、整合旗下诸多教育资产在师资、理念、内容、地域等方面优质资源，“跑马圈地”力度不减，协同与管理也将持续推进。

- **盈利预测与估值：**暂不考虑此次定增资产业绩的备考，假设 LED 板块 2017 年剥离，假设考虑目前旗下已有教育资产的业绩备考，我们预计 2016-2018 年公司旗下资产备考业绩为：4.1 亿元、4.47 亿元、5.44 亿元，对应当前估值分别为：37×、34×、28×倍 PE。我们认为公司教育龙头地位凸显，跑马圈地后将积极进行整合与协同，规模效应与先发优势凸显。维持强烈推荐评级。

- **风险提示：**LED 行业回暖缓慢、项目推进不达预期、整合困难。

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	180.43	77.46	33.86	27.83
P/B	1.67	2.73	2.53	2.32
EV/EBITDA	59.64	46.52	18.41	14.79

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告：携手华夏人寿战略合作，教育布局增添助力 20160828

*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：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	每股指标 (元)				
其他	-28	-2112	40	63	每股收益 (最新摊薄)	0.01	0.13	0.30	0.36
筹资活动现金流	-1	3149	1969	76	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.06	0.03	0.25	0.30
短期借款	4	3	2	3	每股净资产 (最新摊薄)	5.97	3.66	3.95	4.30
长期借款	0	0	20	0	估值比率				
普通股增加	0	1141	0	0	P/E	180.43	77.46	33.86	27.83
资本公积金增加	0	1979	0	0	P/B	1.67	2.73	2.53	2.32
其他	-5	26	1947	73	EV/EBITDA	59.64	46.52	18.41	14.79
现金净增加额	-71	1067	2361	570					

机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
北京机构销售	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有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究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。