



业绩深蹲反弹，先发优势依然突出

2017.02.27

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: 公司公告 2016 年度业绩快报, 公司实现营业收入 8.38 亿元, 同比下滑 1.28%, 归母净利润 4786 万元, 同比增长 114.09%; 基本每股收益 0.03 元, 同比下滑 50%。

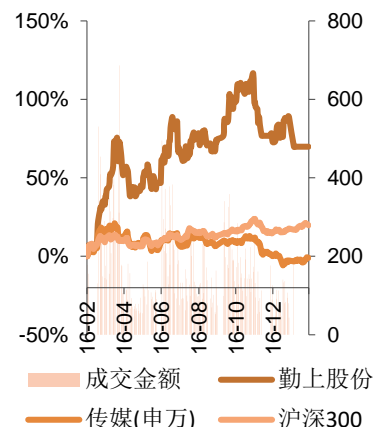
点评:

- **减值减少+教育板块小部分并表推动业绩反弹,** : 公司收入小幅下滑主要源于经济增速趋缓以及 LED 行业竞争常态化, 而由于此前年份资产计提减值准备充分(2015 年计提资产减值占收入比重超过 11%, 而 2016Q3 资产减值占收入比重为 1.71%), 加之收购广州龙文在 12 月份完成股份新增上市, 故龙文业绩仅并表 12 月份, 因此基数较低+教育部分并表推动归母净利同比翻番。
- **教育板块推动节奏快速有序, 教育整合先发优势突出:** 去年公司并购龙文进入 K12 培训, 10 月现金增资收购英伦教育 40% 股权试水国际教育, 11 月签署框架协议拟收购小红帽不低于 80% 股权进入幼教领域; 12 月收购爱迪教育集团合作框架协议进一步深耕国际教育市场, 1 月签署合作协议拟收购凹凸以及思齐教育不低于 10% 股权, 2 月进一步停牌筹划重大资产重组, 连番快节奏先发圈占优质教育资产, 表明公司高效决策以及坚定围绕 K12+3 领域深度布局。民促法修订以及相关细则通过后时代, 预计营利性民营教育资产证券化进程加快, 公司跑马圈地后有望加快推进资产进入上市公司。在当前教育资产估值趋高以及市场依然有所担忧背景下教育外延缺乏后劲, 公司跑马圈占丰富优质资产以及高效布局的稀缺性凸显。
- **后整合时代优化管理与整合, 2017 年将迎来教育业绩释放:** 教育资产的成长性有赖跨区域扩张带来校、生数量的快速增长以及人均 ARPU 值提高, 复制扩张的节奏的稳健有序直接影响上市公司成长性, 需要公司在管理与资产协同和资源整合方面发力, 后续公司将积极推进资源与标的的协同整合以及管理优化, 围绕品牌进行推广, 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。此外公司二股东为通过定增锁定三年方式进入, 所持股份目前尚在锁定期, 依然关注 2017 年教育资产业绩迎来释放。
- **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: 0.48 亿元、4.27 亿元、5.22 亿元, 对应当前估值分别为: 285X、32X、26X 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。

强烈推荐(维持)

教育行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
勤上股份	-10.0	-21.6	-3.5
传媒行业	1.7	-11.2	-11.9
沪深 300	1.7	-2.5	4.2

基本资料

总市值(亿元)	137
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

备考财务报表情况

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	849.66	836.92	2683.55	3086.59
同比(%)	-6.20%	-1.50%	220.65%	15.02%
归属母公司净利润	20.74	48.10	427.09	522.23
同比(%)	68.82%	131.89%	787.85%	22.28%
毛利率(%)	29.17%	22.93%	37.43%	38.10%
ROE(%)	0.92%	1.25%	7.58%	8.55%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.28	0.34
P/E	163.27	284.88	32.09	26.24
P/B	1.52	2.54	2.36	2.16
EV/EBITDA	59.64	121.69	16.81	13.39

*广证恒生传媒行业-勤上光电(002638)点评报告:业绩高速增长符合预期,教育版图扩张持续-20160819

*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	3674	6063	6646	营业收入	850	837	2684	3087
现金	1446	2365	4706	5253	营业成本	602	645	1679	1911
应收账款	679	598	620	632	营业税金及附加	7	13	40	46
其它应收款	44	300	320	335	营业费用	79	0	322	370
预付账款	30	29	28	29	管理费用	80	59	201	231
存货	270	256	258	261	财务费用	-31	-28	-52	-73
其他	137	126	131	135	资产减值损失	99	25	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	20	40	45
固定资产	343	320	285	240	营业利润	19	47	513	626
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	6425	8798	9346	利润总额	33	61	527	644
流动负债	462	462	474	471	所得税	6	11	97	118
短期借款	8	10	12	15	净利润	27	50	429	526
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	48	427	522
非流动负债	520	529	2450	2449	EBITDA	89	94	540	637
长期借款	0	0	20	20	EPS (摊薄)	0.01	0.03	0.28	0.34
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%	-1.5%	220.6%	15.0%
留存收益	527	571	988	1507	营业利润增长率	90.5%	140.5%	995.7%	22.0%
归属母公司股东权益	2236	5400	5817	6336	归属于母公司净利润增长率	68.8%	131.9%	787.8%	22.3%
负债和股东权益	3241	6415	8768	9286	获利能力				
					毛利率	29.2%	22.9%	37.4%	38.1%
现金流量表					净利率	3.2%	5.9%	16.0%	17.0%
单位:百万元					ROE	0.9%	1.3%	7.6%	8.6%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROIC	0.4%	0.5%	6.6%	7.3%
经营活动现金流	-21	-78	365	436	偿债能力				
净利润	27	48	427	522	资产负债率	30.3%	15.4%	33.2%	31.2%
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	-28	-52	-73	流动比率	5.64	7.95	12.79	14.10
投资损失	-5	-20	-40	-45	速动比率	5.05	7.39	12.24	13.54
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	0.17	0.35	0.34
投资活动现金流	-50	-2151	9	39	应收账款周转率	1.35	1.31	4.41	4.93
资本支出	-22	-14	-11	-5	应付账款周转率	2.62	2.88	7.33	8.40
长期投资	0	-5	-20	-20					
其他	-28	-2132	40	63	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-1	3148	1967	73	每股收益 (最新摊薄)	0.01	0.03	0.28	0.34
短期借款	4	3	2	3	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.06	-0.05	0.24	0.29
长期借款	0	0	20	0	每股净资产 (最新摊薄)	5.97	3.56	3.84	4.18
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	163.27	284.88	32.09	26.24
其他	-5	25	1945	70	P/B	1.52	2.54	2.36	2.16
现金净增加额	-71	919	2341	548	EV/EBITDA	59.64	121.69	16.81	13.39

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
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@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。