

昂立教育(600661)/教育
董事会拟提前换届，未来可期
评级：买入(维持)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

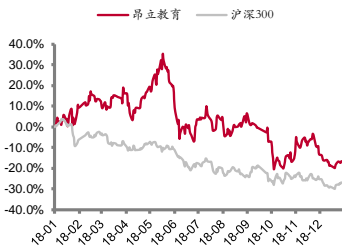
邮箱：fanxy@r.qlzq.com.cn

研究助理：吴张爽

邮箱：wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	286.54
流通股本(百万股)	259.07
市价(元)	20.03
市值(百万元)	5739
流通市值(百万元)	5189

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 中金系成第一大股东
- 2 中金系拟继续增持，股权存在变数
- 3 业绩符合预期，更名昂立教育
- 4 K12教培加速扩张，利润同增10%
- 5 大股东可交债换股，股权结构进一步优化
- 6 K12加速扩张，中金增持带来股价催化
- 7 获中金集团及一致行动人举牌，股权结构持续优化

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1390	1724	2099	2429	2737
增长率 yoy%	19.3	24.0	21.8	15.8	12.7
净利润	183	123	117	151	180
增长率 yoy%	204.3	-32.7	-4.9	28.9	19.1
每股收益(元)	0.64	0.43	0.41	0.53	0.63
每股现金流量	0.32	-0.24	0.73	0.37	-0.62
净资产收益率	18.2	7.6	6.9	8.4	9.3
P/E	31	47	49	38	32
PEG	0	-1	-10	1	2
P/B	6.2	6.2	6.1	3.7	3.5

备注：股价使用2019年1月14日收盘价。

投资要点

- **事件：**公司公告，拟提前进行董事会、监事会换届选举，完成后公司将处于无控股股东及实际控制人状态。公司将于1月30日召开股东大会。
- **点评：**
- **董事会拟提前换届。**公司拟提前进行换届选举产生第十届董事会，共11位候选人，其中中金系提名4位、交大系提名3位、长甲系提名3位、中金系和长甲系共同提名1位。目前公司不存在持股比例50%以上控股股东或可以实际支配公司30%以上股份表决权的投资者，因此换届完成后，公司的控股股东及实控人将由交大产业集团变更为无控股股东及实际控制人。
- **企业性质拟变更。**本次换届选举完成后，公司企业性质拟不再是国有控股企业，或将有利于提升公司的长期经营管理效率，且本次换届后，公司的发展战略有望进一步明晰。自2014年以来，中金集团通过中金资本先后投资过ABC360(少儿英语，天使轮)、蓝铅笔(在线艺术类学习平台，天使轮)、欧那教育(在线语培，天使轮)、树袋老师(国际课程考培)、乐恩教育(K12教培，A轮)等十多个教育品牌，在教育行业积累较深。此外，中金资本与港股上市公司民生教育成立并购基金，拟募资100亿元支持民办教育。中金系旗下丰富的教育资源或将助力昂立教育未来发展。
- **中金系为第一大股东，仍有增持可能。**截至目前，中金系持有公司22.68%股权，为第一大股东。18年11月公告显示，中金系拟在未来6个月内通过集中竞价交易、大宗交易、协议转让等方式增持上市公司股份不低于公司总股本的0.5%，不超过总股本的5%。目前已完成增持1.50%股份，未来有进一步增持的可能。
- **投资建议：**企业性质拟不再是国资控股企业，中金系成为公司第一大股东，有利于公司经营管理效率的长期提升。暂维持2018/19/20年每股收益为0.41/0.53/0.63元的盈利预测，当前市值57亿元，对应估值49x/38x/32x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**培训网点扩张、招生不及预期；培训机构相关政策对扩张进度的影响；职业教育、国际教育、幼儿教育业务拓展不及预期。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F		2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入	1,390	1,724	2,099	2,429	2,737	货币资金	561	667	490	540	547
营业成本	786	976	1,176	1,346	1,507	存货	66	76	77	77	75
毛利率	43.48%	43.39%	43.98%	44.58%	44.92%	应收账款	56	50	51	51	50
营业税金及附加	28	13	16	19	21	其他流动资产	531	1,289	1,634	2,067	2,556
营业费用	300	418	530	601	672	流动资产	1,214	2,082	2,251	2,735	3,228
营业费用率	21.55%	24.25%	25.25%	24.75%	24.55%	固定资产	297	345	288	231	175
管理费用	216	276	284	321	357	长期股权投资	303	266	266	266	266
管理费用率	15.57%	16.03%	13.53%	13.23%	13.03%	无形资产	66	61	61	61	61
财务费用	8	-2	-7	-5	-5	其他长期资产	370	404	410	418	409
财务费用率	0.55%	-0.13%	-0.32%	-0.20%	-0.20%	非流动资产	1,036	1,076	1,025	976	911
投资收益	165	109	30	30	30	资产总计	2,250	3,158	3,277	3,711	4,139
营业利润	215	162	127	174	213	短期借款	50	0	0	0	51
营业利润率	15.50%	9.38%	6.04%	7.16%	7.77%	应付账款	60	63	83	91	104
营业外收入	16	4	16	16	16	其他流动负债	1,127	1,474	1,493	1,812	2,046
营业外支出	7	11	6	8	8	流动负债	1,237	1,537	1,576	1,903	2,201
利润总额	225	155	136	182	220	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	42	50	34	45	55	其他长期负债	8	7	8	9	9
所得税率	18.75%	32.46%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	8	7	8	9	9
少数股东损益	0	-19	-15	-15	-15	负债合计	1,245	1,544	1,584	1,912	2,210
归属于母公司股东的净利润	183	123	117	151	180	股本	259	287	287	287	287
净利润率	13.16%	7.14%	5.58%	6.22%	6.57%	资本公积	254	821	821	821	821
每股收益(元)(摊薄)	0.64	0.43	0.41	0.53	0.63	股东权益合计	1,006	1,614	1,693	1,799	1,929
						少数股东权益	69	53	39	24	9
						负债股东权益总计	2,250	3,158	3,277	3,711	4,139
现金流量表 (百万元)						比率分析					
指标名称	2016	2017	2018F	2019F	2020F		2016	2017	2018F	2019F	2020F
净利润	183	123	117	151	180	增长率(%)					
少数股东损益	0	-19	-15	-15	-15	营业收入	19.3	24.0	21.8	15.8	12.7
折旧和摊销	58	72	57	57	57	营业利润	567.7	-24.9	-21.6	37.1	22.4
营运资金变动	370	308	-311	-105	-240	净利润	204.3	-32.7	-4.9	28.9	19.1
其他	-157	-107	-36	-35	-36	利润率(%)					
经营现金流	454	378	-188	53	-53	毛利率	43.5	43.4	44.0	44.6	44.9
资本支出	-140	-95	0	0	0	EBIT Margin	4.4	2.3	4.4	5.8	6.6
投资收益	17	25	30	30	30	EBITDA Margin	8.5	6.5	7.1	8.2	8.6
资产变卖	184	97	-4	-8	9	净利率	13.2	7.1	5.6	6.2	6.6
其他	-235	-735	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-174	-708	26	22	39	净资产收益率	18.2	7.6	6.9	8.4	9.3
发行股票	6	599	0	0	0	总资产收益率	8.4	4.0	3.6	4.1	4.4
负债变化	-69	-96	1	1	51	其他(%)					
股息支出	21	57	-23	-30	-36	资产负债率	55.3	48.9	48.3	51.5	53.4
其他	-50	-125	7	5	5	所得税率	18.8	32.5	25.0	25.0	25.0
融资现金流	-92	435	-16	-24	21	股利支付率	11.3	46.5	20.0	20.0	20.0
现金净增加额	188	106	-178	51	7						

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。