

收购敏特昭阳 教育大平台雏形初现

事件: 公司拟以现金和发行股份的方式购买敏特昭阳 100% 股权, 金额 3.63 亿元; 拟以发行股份的方式购买从兴科技 30% 股权, 金额 5400 万元; 同时募集配套资金 52,125 万元, 其中董事长池燕明和副董事长张敏参与认购。

点评:

- **敏特昭阳是我国 K12 领域应用最广的英语学习工具。**敏特昭阳采用“课堂交互学习+课后自主在线学习”的混合教学模式, 拥有英语个性化网络学习系统和数学互动反馈系统等成熟产品, 并于 2011 年 4 月被认证为国家发展与改革委员会“基础教育公共服务平台”优质资源。其承诺 2014-2017 年分别实现净利润不低于 3000、3600、4320、4752 万元。
- **敏特昭阳覆盖面广, 与公司原有产品互补性强。**敏特产品已进入 27 个省近两千所学校, 涵盖小学、初中、高中、大学课程。双方的协同效应显著, 一方面, 敏特产品作为核心学科的互联网应用产品, 与公司原有产品线形成强势互补; 另一方面, 敏特产品销售主要集中在云南、甘肃、山东等地, 而公司主要分布于北京及华北地区, 存在地域互补。
- **公司教育战略“平台+内容”雏形初现。**今年, 公司制定了“云+端+数据+应用”的教育业务发展战略, 重点发展 K12 教育和职业教育两大领域。在 K12 领域, 已经逐渐建立起相对完善的渠道体系, 其三通两平台产品在业内具有极强的竞争力, 收购敏特昭阳将进一步完善布局; 在职业教育领域, 乐易考致力于解决“就业”痛点, 定位准确, 潜力巨大。
- **收购从兴科技剩余 30% 股权, 增厚业绩。**从兴科技主要从事铁路领域的智能监测以及网络管理的全套解决方案, 此次收购剩余 30% 股权, 使公司在战略层面实现“泛安全”板块业务的高度协同和系统布局。其承诺 2014-2016 年分别实现净利润不低于 1800、1950、2100 万元。
- **投资建议:** 此次配套融资方案中, 原友网科技董事长现公司副董事长张敏在业绩对赌已完成、股票已解锁的情况下, 参与认购 2175 万元, 体现对公司未来前景充满信心。公司停牌期间, 板块涨幅将近 30%, 补涨需求强烈。考虑敏特昭阳 2014 年全年备考, 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.42、0.49、0.65 元, 维持“买入-A”投资评级, 上调目标价至 30 元。
- **风险提示:** 教育信息化投入不达预期风险, 整合风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	522.6	617.8	924.7	1,274.4	1,602.8
净利润	46.6	62.5	129.8	149.9	197.3
每股收益(元)	0.16	0.21	0.42	0.49	0.65
每股净资产(元)	2.70	2.83	5.89	6.23	6.62
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	142.3	108.4	54.2	46.5	35.0
市净率(倍)	8.4	8.1	3.9	3.7	3.4
净利润率	8.9%	10.1%	14.0%	11.8%	12.3%
净资产收益率	6.3%	8.4%	7.8%	8.4%	10.3%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	1.1%
ROIC	11.1%	11.5%	16.3%	11.0%	12.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

IT 外包服务

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

30.00 元

股价 (2014-11-10)

24.17 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,993.00
流通市值 (百万元)	3,561.17
总股本 (百万股)	293.29
流通股本 (百万股)	174.13
12 个月价格区间	8.62/25.56 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.66	2.92	144.65
绝对收益	-5.52	8.58	149.67

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

报告联系人

汤扬扬

021-68765335

tangyy@essence.com.cn

相关报告

- 加大新业务投入 即将进入收获期——立思辰 2014 年三季度报点评 2014-10-27
- 业绩符合预期 主营业务势头良好——立思辰 2014 年中报点评 2014-08-27
- 业绩符合预期 战略转型稳步推进——立思辰 2014 年一季度报点评 2014-04-28

一、并购标的主营业务介绍：

敏特昭阳利用互联网技术来实现“课堂交互学习+课后自主在线学习”的混合教学模式，其研发的学习系统借助于网络以及计算机、笔记本电脑、智能手机、PAD 等硬件，利用软件技术对课程内容进行有效整合，集硬件、软件、网络平台、课程资源为一体，将个性化的在线学习和课堂内的任务驱动交互学习结合起来，构建随时随地学习的泛在学习模式，实现教育教学、自主学习、教师管理与培训、课题研究等功能，并根据不同网络条件和客户数量，提供家庭自主学习、校园局域网、城域网等多种应用模式，满足个性化需求。

敏特昭阳拥有敏特英语个性化网络学习系统和敏特数学互动反馈系统等多学科的成熟产品，覆盖小学、初中、高中及大学，并被广大教师和学生所认可。敏特英语于 2011 年 4 月被认证为国家发展与改革委员会“基础教育公共服务平台”优质资源，公司先后承接了中央电教馆“十五”全国教育技术研究规划课题、“十一五”全国教育技术研究重点课题和全国教育信息技术研究“十二五”规划重大课题。

敏特昭阳的盈利模式为初期由市（区、县）教育系统及学校统一采购配发给师生进行学习使用，B2B 是主要收入来源；发展到一定阶段后敏特昭阳将逐渐尝试向教育系统提供优质学习产品或资源，通过学习大数据的分析诊断为每位学生推荐个性化的在线学习产品，从而逐步实现盈利模式向 2C 转变。其承诺 2014-2017 年分别实现净利润不低于 3000、3600、4320、4752 万元。

表 1：敏特昭阳主营业务收入构成

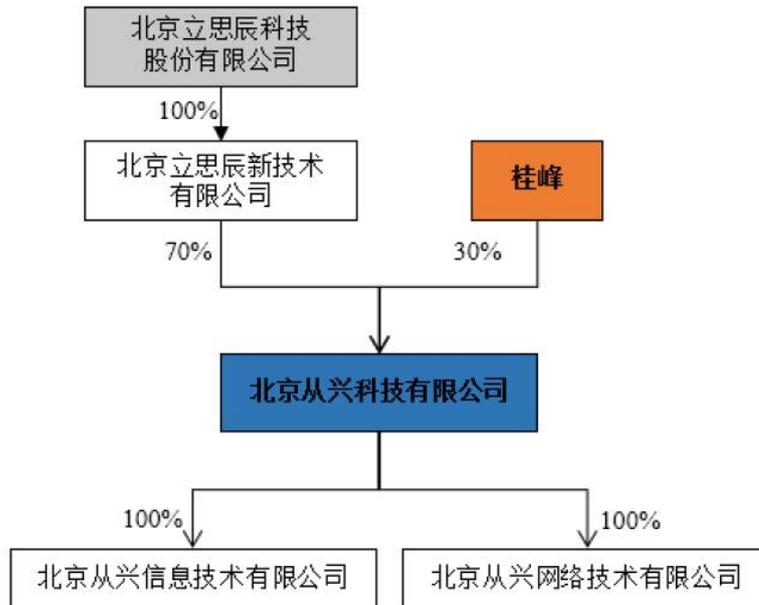
项目	2014 年 7 月 31 日		2013 年度		2012 年度	
	收入金额	占比	收入金额	占比	收入金额	占比
英语产品	9,515,512.11	46.71%	23,133,305.86	100.00%	15,598,253.62	100.00%
数学产品	10,855,339.01	53.29%	-	-	-	-
合计	20,370,851.12	100.00%	23,133,305.86	100.00%	15,598,253.62	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

从兴科技专注于铁路通信信号质量监督领域信息安全系统的研发，以通信维护管理系统技术为核心，立足铁路信息化安全领域，提供从传输线路到智能监测以及网络管理的全套解决方案。主要产品包括对各种通信线路进行数据采集、统计分析、智能预警的通信质量监督系统，对各种网络设备，维护终端，服务器等进行全方位性能监控和管理的智能网络管理系统。

此次收购剩余 30% 股权，使公司在战略层面实现“泛安全”板块业务的高度协同和系统布局。其承诺 2014-2016 年分别实现净利润不低于 1800、1950、2100 万元。

图 1：重组前从兴科技股权架构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

二、配套融资情况

拟向池燕明、凌燕娜、张敏、杨涛、陈昊非公开发行股份募集配套资金 10,425.00 万元，向池燕明发行 1,950,585 股，向凌燕娜发行 1,257,043 股，向张敏发行 942,782 股，向杨涛发行 184,221 股，向陈昊发行 184,221 股。其中，池燕明是公司董事长，张敏是公司副董事长。并购完成后，如考虑配套融资，公司总股本将增加至 3.1 亿股本。

三、并购方案

表 2：并购方案中支付情况

标的资产	交易对方	现金支付 (万元)	股份支付 (万元)	交易金额 (万元)	股份支付 (股)
敏特昭阳 100%股 权	林亚琳	9,822.78	19,943.22	29,766.00	8,644,655
	马蕾	598.95	1,216.05	1,815.00	527,113
	蒋鸣和	479.16	972.84	1,452.00	421,690
	武从川	479.16	972.84	1,452.00	421,690
	徐小平	419.265	851.235	1,270.50	368,979
	唐良艳	179.685	364.815	544.50	158,133
从兴科技 30%股权	桂峰	-	5,400.00	5,400.00	2,340,702
小计		11,979.00	29,721.00	41,700.00	12,882,962

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：并购前后业绩情况

并购前	2012	2013	并购后	2014E	2015E	2016E
并购公司净利润	186.08	1,098.90	业绩补偿承诺净利润	3000	3600	4320
并购公司净利润 增速		491%	业绩补偿承诺净利润 增速	173%	20%	20%
并购公司收入	1,559.83	2,319.09	母公司净利润	9980	11390	15410

并购公司收入增速	49%	合并后备考净利润	12980	14990	19730
		合并后备考 EPS	0.42	0.49	0.65

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	522.6	617.8	924.7	1,274.4	1,602.8	成长性					
减:营业成本	338.4	365.5	505.7	726.9	906.7	营业收入增长率	-3.4%	18.2%	49.7%	37.8%	25.8%
营业税费	5.2	3.7	9.2	12.7	16.0	营业利润增长率	-62.2%	125.1%	114.3%	18.3%	31.3%
销售费用	81.0	88.8	148.0	205.2	253.2	净利润增长率	-37.9%	34.1%	107.7%	15.5%	31.6%
管理费用	54.7	69.1	111.0	152.9	189.1	EBITDA 增长率	-43.4%	84.8%	57.4%	16.7%	34.3%
财务费用	1.4	4.1	-6.6	-11.0	-7.7	EBIT 增长率	-59.6%	128.4%	94.0%	16.2%	35.1%
资产减值损失	9.1	13.1	-0.3	1.1	0.5	NOPLAT 增长率	-32.9%	44.1%	79.9%	13.5%	35.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	38.2%	27.5%	67.9%	19.2%	14.5%
投资和汇兑收益	-0.1	0.3	-	-	-	净资产增长率	17.7%	5.4%	113.2%	6.5%	7.1%
营业利润	32.7	73.6	157.7	186.6	245.0	利润率					
加:营业外净收支	19.1	13.0	14.0	11.7	14.4	毛利率	35.2%	40.8%	45.3%	43.0%	43.4%
利润总额	51.8	86.6	171.7	198.3	259.4	营业利润率	6.3%	11.9%	17.1%	14.6%	15.3%
减:所得税	-0.3	13.7	27.5	31.7	40.2	净利润率	8.9%	10.1%	14.0%	11.8%	12.3%
净利润	46.6	62.5	129.8	149.9	197.3	EBITDA/营业收入	11.0%	17.1%	18.0%	15.3%	16.3%
						EBIT/营业收入	6.5%	12.6%	16.3%	13.8%	14.8%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	70	64	60	62	61
货币资金	225.6	127.7	563.3	435.5	347.1	流动营业资本周转天数	166	164	188	224	228
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	450	383	396	404	353
应收账款	275.9	378.5	552.3	722.7	860.6	应收账款周转天数	164	184	175	174	172
应收票据	6.4	1.0	7.6	10.5	13.2	存货周转天数	64	58	52	52	52
预付帐款	40.0	48.2	63.4	85.2	112.4	总资产周转天数	692	667	655	632	545
存货	86.0	111.0	150.1	215.8	244.7	投资资本周转天数	396	444	444	444	414
其他流动资产	7.9	12.0	27.3	44.7	54.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.3%	8.4%	7.8%	8.4%	10.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	5.9%	6.7%	7.2%	8.7%
长期股权投资	5.6	6.1	5.0	4.5	5.0	ROIC	11.1%	11.5%	16.3%	11.0%	12.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	110.2	108.1	200.5	239.9	304.1	销售费用率	15.5%	14.4%	16.0%	16.1%	15.8%
在建工程	105.7	138.1	69.1	44.6	49.8	管理费用率	10.5%	11.2%	12.0%	12.0%	11.8%
无形资产	39.4	59.1	54.1	49.7	45.4	财务费用率	0.3%	0.7%	-0.7%	-0.9%	-0.5%
其他非流动资产	154.7	216.9	441.7	448.2	454.8	三费/营业收入	26.2%	26.2%	27.3%	27.2%	27.1%
资产总额	1,065.9	1,228.7	2,156.3	2,323.2	2,513.7	偿债能力					
短期债务	74.9	114.8	75.0	80.0	80.0	资产负债率	22.4%	29.0%	13.8%	14.7%	15.6%
应付帐款	77.8	107.8	124.7	159.3	198.7	负债权益比	28.8%	40.8%	15.9%	17.3%	18.5%
应付票据	-	5.9	8.3	13.9	19.9	流动比率	2.69	1.93	4.67	4.49	4.21
其他流动负债	82.7	123.4	84.1	84.2	89.0	速动比率	2.32	1.61	4.15	3.84	3.57
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	24.36	19.00	-22.89	-15.96	-30.82
其他非流动负债	-	4.2	4.2	4.2	4.2	分红指标					
负债总额	238.4	356.3	296.5	341.8	392.0	DPS(元)	0.08	0.09	0.13	0.15	0.26
少数股东权益	36.3	43.1	57.5	74.2	96.1	分红比率	50.9%	41.8%	30.0%	30.0%	40.0%
股本	260.9	263.2	306.1	306.1	306.1	股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	1.1%
留存收益	530.4	566.1	1,496.2	1,601.1	1,719.5						
股东权益	827.5	872.4	1,859.8	1,981.4	2,121.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	52.1	72.9	129.8	149.9	197.3	EPS(元)	0.16	0.21	0.42	0.49	0.65
加:折旧和摊销	23.9	30.0	15.6	18.9	24.0	BVPS(元)	2.70	2.83	5.89	6.23	6.62
资产减值准备	9.1	13.1	-0.3	1.1	0.5	PE(X)	142.3	108.4	54.2	46.5	35.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	8.1	3.9	3.7	3.4
财务费用	1.3	2.2	-6.6	-11.0	-7.7	P/FCF	-48.5	-81.3	-14.2	-58.4	-133.9
投资损失	0.1	-0.3	-	-	-	P/S	12.8	10.8	7.5	5.5	4.4
少数股东损益	5.5	10.5	14.4	16.7	21.9	EV/EBITDA	25.5	29.8	39.6	34.8	26.4
营运资金的变动	-46.6	-80.1	-274.6	-245.5	-163.4	CAGR(%)	47.3%	44.3%	24.8%	29.8%	28.0%
经营活动产生现金流量	31.5	41.2	-121.7	-69.9	72.6	PEG	3.0	2.5	2.2	1.6	1.3
投资活动产生现金流量	-1.9	-78.6	-33.9	-29.4	-90.6	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.6	1.1	1.3
融资活动产生现金流量	-14.4	1.3	810.0	-29.0	-71.2	REP	2.0	3.2	2.8	3.6	2.8

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会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, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034