

**昂立教育(600661)/教育**
**中金系拟继续增持，股权存在变数**
**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)	286.55
流通股本(百万股)	259.08
市价(元)	21.20
市值(百万元)	6075
流通市值(百万元)	5492

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 业绩符合预期，更名昂立教育
- 2 K12教培加速扩张，利润同增10%
- 3 大股东可交债换股，股权结构进一步优化
- 4 K12加速扩张，中金增持带来股价催化
- 5 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	33	49	52	40	34
PEG	0	-2	-11	1	2
P/B	6.6	6.6	6.5	3.9	3.7

备注：股价使用2018年11月14日收盘价。

**投资要点**

- **事件：**公司公告，中金集团及其一致行动人计划在未来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，拟增持股份不低于公司总股本的0.5%，不超过总股本的5%。
- **点评：**
- **公司控股股东存在变数。**截至目前，第一大股东交大产业集团与及其一致行动人交大企管中心合计持股22.65%，中金系合计持股21.18%。若本次中金系增持股份超过总股本的1.47%，则有望超越交大系成为公司的控股股东。
- **校企改革细则尚未出台。**5月11日中央全面深化改革委员会第二次会议指出，高等学校所属企业体制改变，要坚持国有资产管理体制改革方向，对高校所属企业进行全面清理规范。但目前校企改革的具体细则尚未出台。
- **中金集团旗下产业丰富。**中金集团成立于1995年，目前已涉足房产开发、矿业开发、健康养老、文化旅游、能源投资、信息产业、资本投资等多个领域。若中金系最终成为公司控股股东，其旗下产业有望与公司业务产生协同，助力公司发展，对公司经营效率及业绩提升产生正面作用。
- **投资建议：**中金系拟继续增持，公司控股股东存在变数，民资的进入有望优化股权结构，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61亿元，对应估值52x/40x/34x，看好股权变动对公司未来经营管理效率以及业绩提升的正面作用，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。