



增值近18倍收购中公教育

亚夏汽车称体现非账面资产价值

□本报记者 张晓琪 实习记者 黄灵灵

历时两年多的IPO上市辅导，中公教育枪头一转，将登陆资本市场的方式由IPO变成借壳，借壳对象则是持续走下坡路的亚夏汽车。如若成功，这将成为A股“成人职业培训第一股”。

亚夏汽车实际控制人周夏耘指出，上市公司需引入具备持续增长能力、行业发展前景广阔的优质资产。对于置入资产近18倍的增值率，评估机构表示，收益法立足于判断资产获利能力，将被评估企业预期收益资本化或折现来评估企业价值，全面反映企业品牌等非账面资产的价值。



重组说明会现场。

本报记者 黄灵灵 摄

中公教育拟借壳

2015年，中公教育与华泰证券签署《辅导协议》，并于2015年12月完成辅导备案登记，尝试登陆创业板。历时两年多的IPO上市辅导后，中公教育枪头一转，拟借壳亚夏汽车。

根据亚夏汽车公告，公司拟通过资产置换、发行股份购买资产、股份转让收购中公教育100%股权，该交易构成重组上市。交易完成后，中公教育将实现借壳，成为“成人职业就业培训第一股”。

根据草案，亚夏汽车拟将除保留资产以外的全部资产与负债作为置出资产，与交易对手持有的中公教育100%股权中的等值部分进行置换。拟置出资产最终作价13.51亿元，拟置入资产最终作价185亿元。两者间171.49亿元的差额由上市公司通过发行股份向中公教育全体股东购买。

此外，亚夏汽车控股股东亚夏实业将向中

公合伙和中公教育董事长李永新分别转让其持有的8000万股和7269.66万股上市公司股票。其中，11名交易对方同意，将拟置出资产由亚夏实业或其指定第三方承接，作为中公合伙受让8000万股亚夏汽车股票的交易对价；李永新以10亿元现金作为其受让7269.66万股亚夏汽车股票的交易对价。

交易完成后，亚夏实业将不再持有上市公司股份，上市公司实际控制人周夏耘直接及间接持有公司的股权比例由28.22%降至1.44%。而中公教育实际控制人李永新和鲁忠芳及其一致行动人中公合伙合计持有上市公司329815.2483万股，占本次交易后上市公司总股本的60.18%，成为上市公司新的控股股东及实际控制人。

华泰证券投资银行部吴灵犀在重组说明会上表示，对中公教育进行了尽调。从历史、资产、财务

和规范运行状况看，中公教育均符合重组上市相关规定。但本次重组需经过上市公司股东大会审议、证监会审批、商务主管部门反垄断审批等流程。这些事项具有一定不确定性。

值得关注的是，两次股权转让价格的合理性令市场生疑。根据方案，亚夏实业向中公合伙转让持有的8000万股上市公司股票，股份转让价格约16.89元/股，而亚夏实业向李永新转让的7269.66万股，每股转让价格约为13.76元。而本次发行股份购买资产的股份发行价格仅为3.68元/股，重组停牌时上市公司股价为4.06元/股，股份转让每股价格远高于发行股份价格和公司停牌股价。

吴灵犀指出，这两次股权转让系老股转让，价格差异是双方谈判的结果。“股权转让价格高很多，也是考虑到交易完成后可能对亚夏汽车的股价有催化作用。”

高估值与业绩承诺引关注

置入资产近18倍的增值率引发市场关注。根据重组报告书，拟置出资产选用资产基础法进行评估，经审计净资产账面价值为9.89亿元，评估价值为13.51亿元，增值率为36.66%。而拟置入的中公教育100%股权最终选用收益法估值。截至评估基准日2017年12月31日，拟置入资产经审计净资产账面价值为10.00亿元，评估价值为185.35亿元，增值率达1752.92%。

记者注意到，此次重组交易中，评估机构对置入和置出资产分别采用了不同的估值方法。对于此次估值方法的差异，中通诚资产评估有限公司黄华韫称，在理性投资者眼中的股权价值基于未来给投资者的预期现金流回报进行估算，反映企业预期盈利能力。

黄华韫表示，市场法需要对比如分析中公教育与相关上市公司的财务数据，并进行必要的调整。与收益法所采用中公教育自身信息相比，市场法采用的上市公司的业务信息、财务资料等相对有限，对价值比率的调整和修正难以涵盖所有影响因素，并且对价值比率的修正主观因素较强。鉴于本次评估的目的，投资者更看重的是中公教育未

来的经营状况和获利能力，故选用收益法评估结果更为合理。

对于增值较大的原因，黄华韫表示，中公教育作为一家培训服务机构，经营所依赖的主要资源除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还包括技术团队、销售团队、管理团队等重要的无形资源。收益法立足于判断资产获利能力，将被评估企业预期收益资本化或折现来评估企业价值，能全面反映企业品牌等非账面资产的价值。

“中公教育所属的交易培训行业大都采用租赁培训场所的方式经营，资产账面价值相对较低，反映的是企业现有资产的历史成本，难以全面反映企业品牌等非账面资产的价值和综合获利能力。”黄华韫说。

置入资产高增值率对应的是高业绩承诺。根据重组方案，李永新等8名交易对方承诺，中公教育2018年至2020年度实现的扣除非母净利润分别不低于9.3亿元、13亿元、16.5亿元。但中公教育2015年-2017年净利润分别约为1.6亿元、3.3亿元、5.2亿元，年均净利润不到3.4亿元。

同时，公务员招录业务是中公教育的主要收

入来源，在2017年占52%的营业收入。在收益法估值下，中公教育的公务员序列业务营业收入在2018年-2022年预测分别为30.83亿元、38.53亿元、44.69亿元、50.03亿元、54.03亿元。其中，2018年-2020年的营业收入预测增速约为48.79%、24.98%、15.99%。不过，据中国产业网数据，未来五年内公务员招录培训市场的预测年均增长率仅为18%。

对于高业绩承诺能否兑现，李永新回应称，高于市场平均值的业绩增长预期具有合理性。首先，目前公务员和事业单位招录考试市场庞大但是参培率低，参加公务员招录考试每年大概400万人，参考事业单位有700-1000万人，参培率仅为13%。据统计，去年研究生入学考试规模200万，参加辅导的比例是85%左右。其次，随着学员多元化与个性化需求的发展，客单价逐步提升，未来还有较大的增长潜力。

吴灵犀补充道，教育行业目前市场集中度较低。随着教育市场的发展，将出现龙头企业。在市场集中度提高的过程，龙头企业的增长率远高于业内其他企业。

行业发展前景广阔

借壳对象亚夏汽车业绩乏力日趋明显。年报显示，公司2017年合计实现营业收入66.64亿元，同比增长1.58%；归属于上市公司股东的净利润7345.35万元，同比增长11.51%。

亚夏汽车在重组报告书中披露，受经济由高速增长向中高速增长转换、汽车保有量上升等因素影响，汽车销售市场增速放缓，行业竞争激烈。同时，汽车销售市场的增速受汽车购置税优惠政策的影响较大，优惠政策的退出对上市公司的经营业绩产生影响。2017年盈利规模有较大幅度提升，主要系汽车购置税优惠政策的背景下，汽车销售行业的增速有所回升。但在市场竞争激烈、客户需求变化等多重背景下，上市公司业务规模在行业中排名不够突出，短期盈利成长性一般。

2018年第一季度，亚夏汽车实现净利润1026.36万元，同比减少58.51%。

据财政部的统计，全国公共财政支出中对职业教育的投入增长迅速，由2008年的745.75亿元

增长至2016年的2489.39亿元，年均复合增长率为16.26%。持续增加的财政投入和政策的大力支持推动了行业整体规模持续增长。根据《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》提出的目标预测，非学历职业教育的市场规模将从2014年的4237亿元增长至2020年的9800亿元。

中公教育的主营业务是通过旗下培训机构向学员提供公务员招录、事业单位招录、教师资格及招录和其他面授及线上培训服务。截至2017年12月31日，中公教育拥有覆盖全国31个省市自治区、319个地级行政区的582个直营分支机构，并拥有授课教师6530名。

上市公司实际控制人周夏耘指出，上市公司需引入符合国家产业政策、具有持续业绩增长能力、行业发展前景广阔的优质资产，提高上市公司的持续盈利能力，实现上市公司股东利益的最大化。

中公教育董事长李永新表示，中公教育强调

“四化”，这是教育企业的核心。其中，研发专业化是指规模化、系统化、集成化研发，应对不断变化的考试要求；教师专职化有利于传承教育理想和情怀，有效传播企业研发的教育成果；渠道直营化有利于实现公司的服务承诺，贯彻、执行标准化规定；运营科技化是指将互联网技术、大数据技术应用于教育领域。比如，大数据分析技术，可以分析用户做题规律和习惯，制定个性化指导方案。

李永新指出，中公教育横向业务拓展能力强，未来希望在渠道的基础上拓展职业教育新项目，发挥品牌优势、平台优势、运营优势，抢占在县区小机构占据的市场。随着城镇化不断完善，对公共产品、公共服务的要求越来越高。未来教师快速招聘和任用的市场规模远比公职市场大，中公教育将抓住这个市场机遇。此外，考研市场目前太过依赖名师，中公教育未来将通过先进运营方式加以革新。这些都将成为中公教育销售收入快速增长的动力。

投服中心四问亚夏汽车重组

□本报记者 张晓琪

增长率分别达到64%、45%、30%。但研究机构中国产业网给出的是未来五年公务员及事业单位招录培训市场年均18%的增长率。弗若斯特沙利文咨询公司的研究报告指出，2013年-2017年国内公务员培训市场规模的年复合增长率为17.4%，未来五年将以年均14.5%增长；事业单位招录培训市场规模的年复合增长率为17.8%，未来五年将以年均14.3%增长。投服中心要求说明，在潜在学员总体数量相对有限，且市场规模增速有限的情况下，预测公务员招录培训、事业单位招录培训营业收入高速增长是否合理，是否导致了拟置入资产的估值偏高。

面临多重风险

投服中心指出，根据草案披露，本次重组拟置入资产中公教育存在着行业政策风险、经营场所不确定风险、人才资源短缺及流失风险等。中公教育所处的培训教育行业为人才密集型行业，学员在选择培训机构时，看重的往往是教育机构所拥有的名师。草案中亦披露，优秀的教研人才和管理人才是保证中公教育业务稳步增长的核心因素。中公教育目前拥有全职授课教师6530名，一旦其核心名师与核心技术人员流失，其学员数量将面临大幅减少的风险，进而影响到中公教育的盈利能力。本次交易构成重组上市，应当依照《首发管理办法》的相关规定。《首发管理办法》中明确规定，发行人不得存在对持续盈利能力构成重大不利影响的情形，而中公教育面临的人才流失风险可能对公司的持续盈利能力造成重大不利影响。投服中心要求说明，中公教育员工年留任率以及为确保核心名师和技术人员留任而采取的措施等。

标的资产估值是否公允

标的估值是否公允方面，草案披露，以2017年12月31日为评估基准日，采用收益法评估，拟置入资产中公教育经审计净资产账面价值为10亿元，收益法评估价值为185.35亿元，增值率为1752.92%。

投服中心指出，中公教育主营的教育培训业务市场规模年均增长率为有限，可能会影响估值的合理性。草案披露，中公教育2015年-2017年的公务员招录培训收入分别占当年主营业务收入的64.73%、59.31%、51.28%，是中公教育收入的主要来源；中公教育另一重要收入来源为事业单位招录培训，近三年收入占营业收入的比例均在10%以上。

在收益法估值的过程中，公务员序列是2018年、2019年的营业收入预测增速分别为48.79%、25%，2018年至2020年事业单位招录培训的预测营业收入

此外，以2017年12月31日为评估基准日，本次交易拟置出资产经审计净资产账面价值为9.89亿元，采用资产基础法的评估值为13.51亿元，增值率为36.66%。投服中心指出，上市公司拟置出资产的价格是否被低估；亚夏实业是上市公司现控股股东，是否以低价置出资产、高价置入资产作为条件，换取了高价转让上市公司股权，套取巨额利益。

业绩承诺能否兑现

根据重组草案，李永新等8名交易对方承诺，中公教育2018年至2020年度实现的扣除非母净利润分别不低于9.3亿元、13亿元、16.5亿元。但中公教育2015年、2016年、2017年均净利润不到3.4亿元。此次业绩承诺数额明显提高，年均净利润约为12.9亿元。投服中心要求说明，如何保证高额业绩承诺能够兑现。

职业教育类公司业绩向好

□本报记者 崔小粟

新南洋一季报营业收入为4.47亿元，同比增长28%，归属于上市公司股东的净利润1799万元，同比增长12%。

政策支持

《关于推行终身职业技能培训制度的意见》近日发布，从构建终身职业技能培训体系、深化职业技能培训体制机制改革、提升职业技能培训基础能力、完善保障措施等角度对终身职业技能培训制度作出具体规定。

分析人士指出，将产业资源引入职业教育体系紧迫性凸显，政策出台将有力推动职业教育进入快速发展周期。

在此背景下，多家上市公司积极布局该领域。开源股份2017年以12亿元收购会计培训机构恒企教育100%股权、以1.82亿元收购在线职业培训机构中大英才70%股权，进军职业教育行业。公司拟整合旗下多品牌，扩

大公司在财经培训、IT培训、设计培训、在线培训等职业教育细分赛道的市占率。

2017年7月，百洋股份以9.74亿元收购老牌数字艺术教育机构火星时代100%股权。火星时代目前在13个城市设立了15个线下教学中心。根据公司规划，2018年-2019年每年将新开6-7家新校区，扩展市场规模。

安信证券认为，2017年下半年以来，职业教育企业赴海外上市渐成趋势，预计未来职业教育证券化率将快速增长。

由于教育服务具有低消费频次、高试错成本的特点，经过多年积累、具备品牌优势的企业可优先受益于市场快速发展。结合产业升级趋势，信息技术及制造业将是职业教育扩大市场的两个重要方向。

一季报显示，开元股份1-3月完

成营业收入2.36亿元，同比增长174.96%；归属于上市公司股东的净利润为1674.04万元，同比增长32.71%。其中，教育板块营收贡献率达87%（恒企教育为81.8%、中大英才为5.6%）。公司表示，职业教育培训行业整体发展较快，公司在职业教育培训领域拥有的竞争优势，带来良好的业绩表现。

视源股份1-3月实现营业收入26.60亿元，比上年同期增长64.32%，归属于上市公司股东的净利润为1.28亿元，同比增长13.94%。

百洋股份一季度实现营业收入5.06亿元，同比增长29.03%；归属于上市公司股东的净利润1346万元，同比增长1629.72%。公司称，自2017年8月将火星时代纳入合并范围，该公司经营呈现较好的发展势头。随着该公司学员数量稳步增长，其经营业绩相应提升。预计该公司2018年上半年营业收入实现较大幅度增长，有望使公司2018年上半年整体净利润实现较大幅度增长。