

K12 民營辦學龍頭，確定性強的投資標的

投資要點

- **優質的教育資源：**楓葉教育是內地最早的中外合作辦學教育機構，也是加拿大 BC 省規模最大的海外學校，學歷得到中加兩國教育部認可。獨特的教學體系帶來了良好的教學成果，畢業生可以申請 26 個國家 531 所大學，基本上英語系國家和非英語系國家的英語授課專業都可以申請。按照去年的數據統計，楓葉學校有 51% 的高中畢業生獲世界排名前 100 大學錄取。
- **學費提升空間大：**在內地前五大國際學校（按照總計註冊學生人數排名）中，楓葉教育的平均學費遠低於其餘四家，平均學費只有 5 所學校學費平均值的 15%-30%，主要原因是其他國際學校主要針對外籍和超富有人士。楓葉教育目標是為內地中產階層家庭（年收入 30 至 500 萬元人民幣之間），與這些貴族學校形成了差異化的競爭格局，且目標群體所處的是一個更大的市場。今年高中新生學費普遍上調，初中和小學的學費在部份地區上調。
- **學生人數穩步增加：**學校的第一屆學生僅 14 人，截止今年 9 月 9 日，楓葉教育公司所屬大連、武漢、天津、重慶、鎮江、鄂爾多斯、洛陽、平頂山、上海、荊州、義烏校區（K-12 年級）實際在校學生總人數為 17,770 人，比 2014 年同期增長 3,273 人，實際增長率為 22.58%。公司的規劃是到 2020 年時，學生人數達到 40,000 人。
- **輕資產模式擴張，地方政府與房地產商爭相與其合作：**楓葉的教育品牌及其在內地教育市場的地位，吸引了各地方政府和地產商與其合作。一般是由地方政府或地產商出資，負責土地及學校的建設，楓葉負責校舍的維護、裝修和改造，教職員工的招聘以及學校整體的運營。一方面符合地方政府招商引資和地產商開發利用樓盤的目的，另一方面也有效減少了公司的資本開支，加快了學校的擴張速度。
- **民辦國際學校市場具有潛力：**私立教育的市場滲透率從 2009 年的 11% 上升到 2013 年的 16%，越來越多學生選擇入讀民辦學校，在整體招生人數減少的背景下，民辦基礎教育招生人數於 2013 年達約 32.9 百萬人，較往年升約 4.8%。國際學校的市場高度分散，有數以百計的國際學校辦，2013/2014 學年前五大國際高中辦學團體以招生人數計總共佔 17.9% 的市場，楓葉高中的市場份額為 9.0%。
- **估值與評級：**我們預計公司 15/16/17 年度預測淨利潤分別為 1.42 億元人民幣、1.74 億元人民幣和 1.96 億元人民幣，EPS 分別為 0.104 元人民幣、0.13 元人民幣和 0.14 元人民幣。給予公司 2016 年 20 倍 P/E，對應目標價為 3.2 元，首次覆蓋，給予“增持”評級。
- **風險提示：**新增學校運營或不達預期；教育部對民辦學校政策或有變化。

指標/年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入（百萬元人民幣）	471	540	645	758	892
增長率	14%	15%	20%	17%	18%
淨利潤（百萬元人民幣）	33	40	142	174	196
增長率	-81%	21%	255%	22%	13%
Consensus 淨利潤（百萬元人民幣）			130	167	198
每股盈利（人民幣）	0.02	0.03	0.10	0.13	0.14
市盈率	71.0	60.0	16.9	13.8	12.2

資料來源：Wind 資訊，西證（香港）證券經紀有限公司（“西證證券”）

2015 年 9 月 29 日

秦婷

jennifer.chun@swsc.hk
(852) 2238 9303

評級

買入(首次覆蓋)

目標價	3.20
現價	2.15
升幅	48.8%

主要數據

52 周區間（元）	1.70/3.52
3 個月平均成交量（百萬）	1.91
流通股數（百萬）	1,359.68
市值（百萬元）	2,882.52
主要股東（%）	Liang Sherman Shu (54.5%)
審計	Deloitte
業績日期	2015-11

公司簡介

楓葉教育公司成立於 1994 年，總部位於大連，1995 年首創楓葉國際學校，是中國最早的中外合作辦學教育機構，也是加拿大 BC 省規模最大的海外學校，學歷得到中加兩國教育部認可。學校的第一屆學生僅有 14 人，現已發展成為中國最大的國際學校和國際高中辦學團體（按招生人數計），目前公司有 46 所學校遍及中國 11 座城市。

股價表現

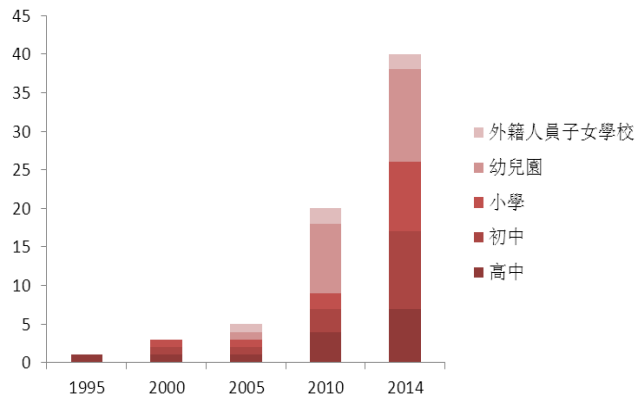


資料來源：彭博，西證證券

稀缺的優質教育資源，業績增長可期

楓葉教育公司成立於 1994 年，總部位於大連，1995 年首創楓葉國際學校，是中國最早的中外合作辦學教育機構，也是加拿大 BC 省規模最大的海外學校，學歷得到中加兩國教育部認可。學校的第一屆學生僅有 14 人，現已發展成為中國最大的國際學校和國際高中辦學團體（按招生人數計），目前公司有 46 所學校遍及中國 11 座城市。

圖1：學校數目



資料來源：公司資料，西證證券

楓葉教育是中國首家學歷教育的上市公司，20 年來深耕國際教育辦學領域，以優秀的教學質量和育人為本的理念，樹立了良好的品牌和形象。

脫離高考后真正的素質教育

我們參觀了公司的第一所學校，位於大連金石灘國家旅遊度假區。校區環境非常好，新建的圖書館藏書眾多，有專門的校史陳列廳和英文閱覽室，設計類似於歐美國家大學的圖書館。圖書館和教學樓的牆壁上隨處可見學生們參加攝影、繪畫、手工等比賽的作品，極具創意和溫馨感。

學生和老師平時都住在學校，師生關係融洽。我們看到外籍老師帶著十幾個學生在圖書館一起閱讀，零距離溝通。走在校園裡，學生會熱情的和我們打招呼，開朗大方。每年畢業典禮的時候，很多學生已經拿到名校錄取的通知。

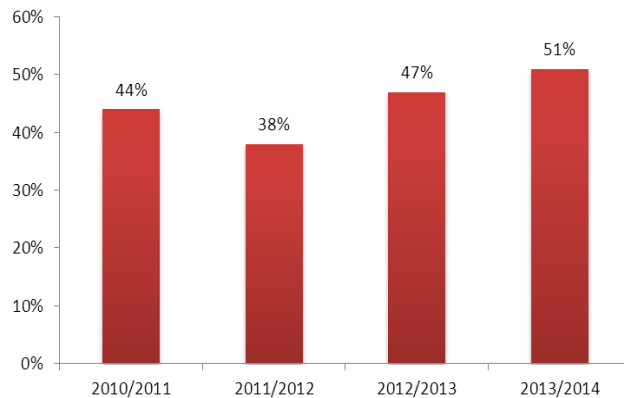
所謂全面發展和對學生良好性格的培養，其實很多內容是涵蓋在教育體制和方式裡的。隨著內地經濟的發展和中產階級收入的提高，最關鍵是家長對子女教育的重視，楓葉這樣的辦學理念將獲得越來越多的認可。

獨立的課程體系，雙文憑認證：楓葉的高中課程體系極具特色，採用學分制，其中語文、歷史、政治、地理等文科課程由中方老師授課，採用中文教材；數學、物理、化學、生物等理科課程，以及音樂、體育、計算機、營養學等綜合素質類課程，由加拿大老師授課，採用全英文教學；另外，成績優異的學生可以提前選修大學的課程，如微積分等，也是全英文授課。畢業生可同時獲授得到認定的加拿大 BC 省高中文憑和中國高中文憑。

極高的升學率：一開始楓葉的學生只能申請加拿大的學校，現在可以申請 26 個國家 531 所大學，基本上英語系國家和非英語系國家的英語授課專業都可以申請。按照去年的數據統計，楓葉學校有 51% 的高中畢業生獲世界排名前 100 大學錄取。

請務必閱讀正文後的免責聲明部分

圖2.：高中畢業生世界排名前 100 大學錄取率



資料來源：公司資料，西證證券

學費低於同類學校平均水平，在目標消費群中有吸引力

公司的主要目標是為內地中產階層家庭（年收入人民幣 30 萬元到 500 萬元之間）提供高質量、價格可負擔的教育。

在中國前五大國際學校（按照總計註冊學生人數排名）中，楓葉教育的平均學費遠低於其餘四家，平均學費只有 5 所學校學費平均值的 15%-30%，主要原因是其他國際學校主要針對外籍和超富有人士。

以中國最貴的私立高中之一 Nord Anglia 為例，其是一家英國的貴族學校，主要佈局在擁有大量外籍人口、外商直接投資（FDI）高、人均可支配消費增長的區域。

過去三年里，諾德安達的學費實現了年均 4%-6% 的增長幅度，價格彈性不強。

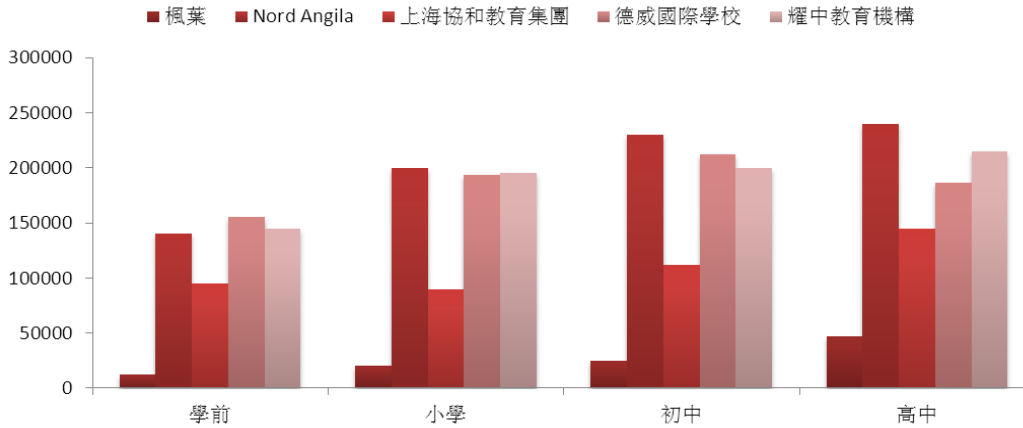
圖3.：Nord Anglia Education 中國區學校簡介

地點	學校簡介
上海浦東	2002 年第一所在內地開辦的學校，最初可容納 100 名學生，現今可容納 1,800 名學生。幾乎所有學生是外籍人員子女。
上海浦西	2005 年開辦，原可容納 668 名學生，現可容納 2,000 名學生。幾乎所有學生是外籍人員子女
北京順義	2009 年收購，最初可容納 400 名學生，現可容納 1,500 名學生，所有學生都是外籍人員子女。
北京三裡屯	2009 年收購，原可容納學生 280 名，現今可容納 600 名學生，學校接受 3 至 13 歲的學生。所有的學生都是外籍人員子女。
廣州	2013 年收購，最初可容納 904 名學生，現可容納 1,064 名學生。所有學生都是外籍人員子女。

資料來源：Nord 資料，估股網，西證證券

楓葉教育與這些貴族學校形成了差異化的競爭格局，且目標群體所處的是一個更大的市場。

圖4.：2014/15 學年平均年學費



資料來源：公司資料，西證證券

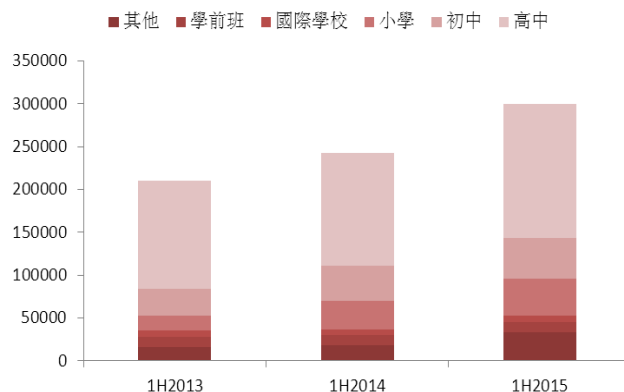
今年新學期楓葉學校的學費均有所上調，例如大連地區高中生學費由 4.9 萬/學年上調到 5.9 萬/學年，初中生學費由 2.9 萬/學年上調至 3.4 萬/學年，小學生學費由 2.2 萬/學年上調為 2.9 萬/學年。

我們認為楓葉教育在學費這個方面有很大的上升空間，隨著內地家庭收入的增長，公司針對現有區域的學校可進一步提高學費，針對位於更高收入區域的新增城市，可在學校成立時就設立更高的學費水平。

學生人數穩步上升

楓葉教育收入的主要來源為學費，輔助收入來自教材銷售、夏令營和其他教育服務，因此，學生人數也是影響公司營收的關鍵因素。

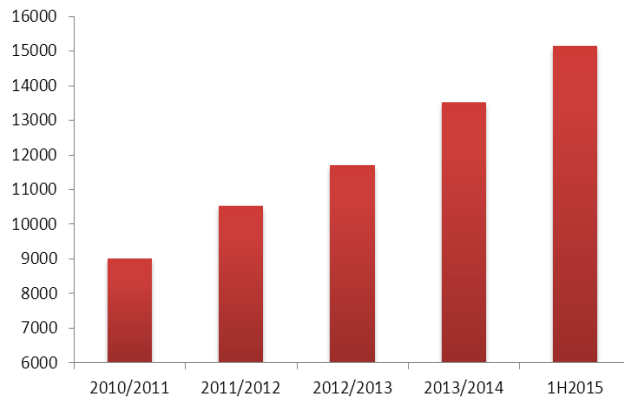
圖5.：公司營收明細（單位：元人民幣）



資料來源：公司資料，西證證券

20 年前，學校的第一屆學生僅 14 人，截止今年 9 月 9 日，楓葉教育公司所屬大連、武漢、天津、重慶、鎮江、鄂爾多斯、洛陽、平頂山、上海、荊州、義烏校區（K-12 年級）實際在校學生總人數為 17,770 人，比 2014 年同期增長 3,273 人，實際增長率為 22.58%。公司的規劃是到 2020 年時，學生人數達到 40,000 人。

圖6.：學生人數



資料來源：公司資料，西證證券

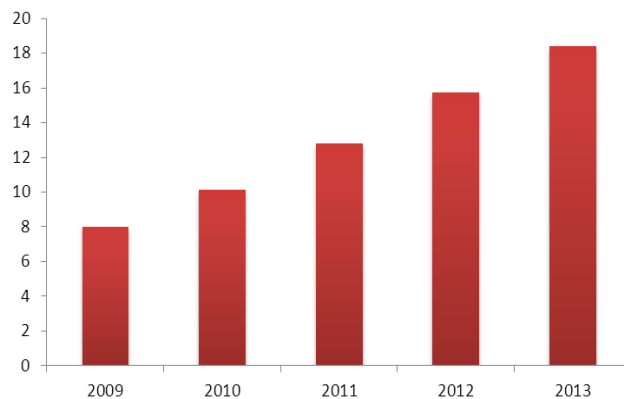
國際學校市場逐漸擴大

市場規模及趨勢：

內地私立教育的市場滲透率從 2009 年的 11% 已經上升到 2013 年的 16%，越來越多學生選擇入讀民辦學校而不是公立學校，在整體招生人數減少的背景下，內地民辦基礎教育招生人數於 2013 年達約 32.9 百萬人，較往年升約 4.8%。

弗若斯特沙利文報告預計到 2017 年，該滲透率將會達到 22%，總的民辦學校招生人數會升至約 45.8 百萬人。

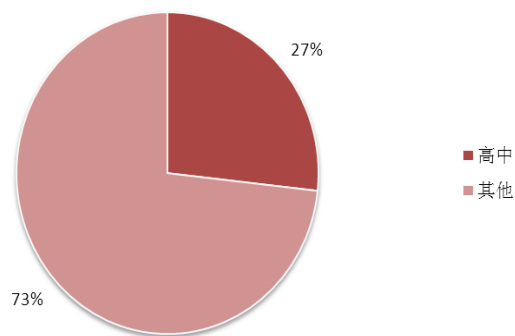
圖7：2009 至 2013 年國際學校市場總收入（單位：人民幣十億元）



資料來源：公司資料，西證證券

楓葉的高中屬於民辦學校中的國際學校，內地國際學校近年來增長迅速，2013 年入讀學生總人數達約 156,500 人（其中 100,600 人入讀招收內地及外籍學生的國際學校），接近 2009 年的兩倍，複合年增長率約達 18.6%。

圖8：2013/2014 學年中國國際學校按註冊人數的結構分析

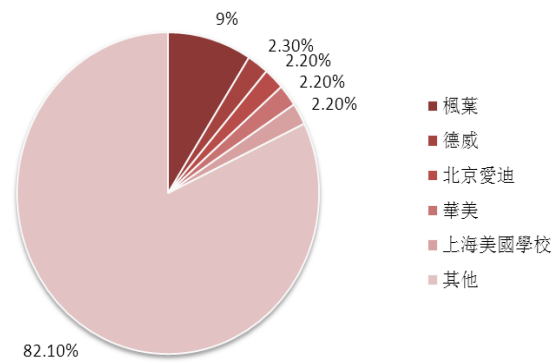


資料來源：公司資料，西證證券

競爭格局：

內地國際學校的市場高度分散，有數以百計的國際學校辦學人，2013/2014 學年前五大國際高中辦學團體以招生人數計總共佔約 17.9% 的市場，楓葉高中的市場份額為 9.0%。

圖9.：2013/2014 學年內地領先的國際高中



資料來源：公司資料，西證證券

基於細分行業的快速發展，以及中產階層的收入增長，楓葉教育作為行業龍頭，有望受益於學生人數的進一步增加，提升整體效益。

輕資產模式擴張，佈局 10 個大區

地方政府與房地產商爭相與其合作：

楓葉的教育品牌及其在內地教育市場的地位，吸引了各地方政府和地產商與其合作。一般是由地方政府或地產商出資，負責土地及學校的建設，楓葉負責校舍的維護、裝修和改造，教職員工的招聘以及學校整體的運營。

圖10.：學校覆蓋眾多地區



資料來源：公司資料，西證證券

楓葉教育既定的戰略方針是覆蓋十個大區：東北（大連）、華北（天津）、西北（西安）、西南（重慶）、華南（廣東）、華中（武漢）、華東（上海、浙江）、中原（河南）、齊魯（山東）。這種輕資產的運營模式，一方面符合地方政府招商引資和地產商開發利用樓盤的目的，另一方面也有效減少了公司的資本開支，加快了學校的擴張速度。

科技助力，豐富內容，提高學習效率

順應“互聯網+”的大潮，楓葉也將科技不斷融入教學，鞏固已開通的招生系統、財務系統，正式運行學生管理系統（包括日常管理、成績管理、家校互動系統等），另外，楓葉也在學生中推廣 Memorize 背詞網站和批改網，鼓勵學生使用各種智能學習平臺，以使加方教師將更多精力放在提高學生文采和創造性、批判性思維能力上。

參照諾德安達，除了在校教學外，Nord 建有網絡課堂，將分散在世界各地的諾德安達師生聯繫在一起，利用網絡課堂的平臺，學生可以和各領域的專家在線互動，並與其他地區分校的學生交流合作。楓葉也搭建了這樣的網絡課堂，有助於不同校區間師生的溝通，以及分享優秀教師的示範課程。

盈利預測和投資建議

截至 2015 年 9 月 9 日，楓葉學校實際在校生總人數為 17,770 人，較去年同期增長 3,273 人，實際增長率為 23%。另外，高中新生學費均上調，初中和小學的學費在部份地區上調。

我們認為學校的業績已步入穩定增長的時期，預計楓葉教育 15/16/17 年度收入將會增長 19%/、17%/、18%，主要由 1) 新校成立及現有校區利用率提升或擴建帶來的學生人數增長和 2) 學費增長帶動。

圖 11.：收入預測

百萬元人民幣	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入					
高中學費	259	288	354	425	510
初中學費	68	79	93	108	125
小學學費	38	60	75	90	108
外籍人員子女學校學費	14	15	15	16	16
幼兒園學費	26	25	26	26	27
課本費	18	23	28	34	40
夏令及冬令營	26	25	26	26	27
其他教育服務	21	25	29	34	39
總計	471	540	645	758	892
增長					
高中學費		11%	23%	20%	20%
初中學費		16%	17%	16%	16%
小學學費		58%	25%	20%	20%
外籍人員子女學校學費		3.5%	3%	3%	3%
幼兒園學費		-6%	3%	3%	3%
課本費		30%	20%	20%	20%
夏令及冬令營		-5%	3%	3%	3%
其他教育服務		20%	15%	15%	15%
總計		15%	19%	17%	18%

資料來源：公司資料，西證證券

毛利率方面，由於 1) 各地區學校、各年級學生學費的提升，和 2) 公司採用輕資產模式擴張，憑藉自身教學質量和品牌聲譽得到越來越多地方政府和地產商的青睞，預計未來三年年公司綜合毛利率將保持在 45%。

根據以上假設，我們預計公司 15/16/17 年度預測淨利潤分別為 1.42 億元人民幣、1.74 億元人民幣和 1.96 億元人民幣，EPS 分別為 0.104 元人民幣、0.13 元人民幣和 0.14 元人民幣。

作為 H 股唯一上市的內地基礎教育公司，楓葉的概念比較獨特，對比在美國上市的諾德安達和 A 股上市的新南洋，可以看到楓葉的估值仍有提升空間。我們給予公司 2016 年 20 倍 P/E，對應目標價為 3.2 元，首次覆蓋，給予“增持”評級。

圖12.：財務報表

損益表						現金流量表					
8月31日年結 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	8月31日年結 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	471	540	645	758	892	稅前利潤	41	48	155	189	213
毛利	202	235	290	341	401	稅項	10	6	1	(2)	(5)
EBIT	129	120	161	189	223	營運資本變動	119	(508)	58	46	45
財務收入(費用)	(16)	(15)	(12)	(14)	(17)	經營現金流量	119	(508)	58	46	45
聯營公司	0	0	6	13	7	資本開支	(216)	(42)	(50)	(59)	(69)
非經常性項目	(72)	(56)	(1)	0	0	自由現金流量	(46)	(496)	158	160	177
稅前利潤	41	48	155	189	213	股息	0	0	0	0	0
稅項	(8)	(8)	(12)	(15)	(17)	其他非流動資產變動	(26)	7	(0)	0	(0)
非控股權益	0	0	0	0	0	股本變動	(0)	0	0	0	0
淨利潤	33	40	142	174	196	其他	0	10	(0)	0	0
資產負債表						淨現金流量	(71)	(480)	158	160	177
8月31日年結 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	期初淨現金 (負債)	17	(54)	(534)	(376)	(215)
現金及現金等價物	409	384	262	574	929	期終淨現金 (負債)	-54	-534	-376	-215	-38
應收賬款	16	25	29	35	41	財務比率					
存貨	0	0	0	0	0	8月31日年結 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
其他流動資產	0	162	100	50	0	增長(%)					
物業、廠房及設備	1,177	1,219	1,269	1,328	1,397	收入	14.0	14.7	19.4	17.4	17.7
其他非流動資產	223	216	222	235	242	EBIT	(37.5)	(6.7)	34.2	17.4	17.7
總資產	1,828	2,008	1,885	2,224	2,611	淨利潤	(80.5)	20.7	255.3	22.1	13.0
應付賬款	13	4	4	5	6	每股盈利	(75.6)	18.4	255.3	22.1	13.0
短期借款	404	442	588	729	897	利潤率(%)					
其他流動負債	846	517	513	515	517	毛利	43.0	43.5	45.0	45.0	45.0
長期借款	60	477	50	60	70	EBITDA	27.4	22.3	25.0	25.0	25.0
遞延稅項負債	87	102	120	130	140	EBIT	27.4	22.3	25.0	25.0	25.0
其他非流動負債	0	0	0	0	0	淨利潤	7.0	7.4	22.0	22.9	22.0
總負債	1,410	1,540	1,275	1,440	1,630	其他比率					
股本	1	1	1	1	1	ROE(%)	7.9	8.6	23.3	22.2	20.0
儲備	417	467	609	783	979	ROA(%)	1.8	2.0	7.5	7.8	7.5
股東權益	418	467	609	783	979	淨負債率	13.0	114.3	61.7	27.5	3.9
非控股權益	0	0	0	0	0	利息覆蓋率(倍)	8.3	7.8	14.0	13.6	13.3
總權益	418	467	609	783	979	應收賬款周轉天數	12.6	16.6	16.6	16.6	16.6
淨現金 (負債)	-54	-534	-376	-215	-38	應付賬款周轉天數	18.3	4.2	4.2	4.2	4.2
						存貨周轉天數	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						有效稅率(%)	7.1	8.0	8.0	8.0	8.0

資料來源：公司資料，西證證券

表 1：同業估值比較

股票代碼	簡稱	總市值 (億元人民幣)	PE		
			TTM	2015E	2016E
NORD.N	NORD ANGLIA	127	309	-	-
600661.SH	新南洋	64	79	80	52
EDU.N	新東方	188	15	-	-
平均：			134	-	-
1317.HK	楓葉教育	24	67	19	14

資料來源：Wind 資訊，西證證券

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明 -

- (1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
- (2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或投資銀行部並沒有直接或間接的關係；
- (3) 分析員（等）不是直接或間接地受投資銀行部監管或遞屬予投資銀行部；
- (4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
- (5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

公司評級	買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下
行業評級	買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下

免責聲明

本報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本報告資料來自或編寫自西證(香港)證券經紀有限公司(「西證證券」)相信為可靠之來源，惟西證證券並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本報告內容或意見可隨時更改，西證證券並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證國際證券股份有限公司(「西證國際」)及其附屬公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證國際及其附屬公司可能與報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證國際或西證國際任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何第三方在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證國際事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證國際保留一切權利。