

新高教集团 (02001.HK)

评级：买入 首次评级

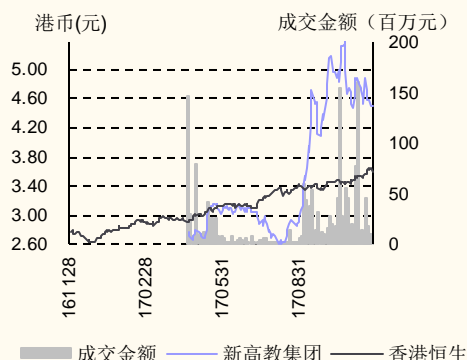
港股公司研究

市价 (港币): 4.55 元
目标 (港币): 6.8-7.0 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 1431.1
总市值(百万元) 6512
年内股价最高最低(元) 5.370/2.600
香港恒生指数 29686.19



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月

成长中的现金牛，投资+自建构建高校集团未来蓝图

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业额(百万)	341	397	468	578
同比增长	24.5%	16.6%	17.7%	23.6%
归母净利润(百万)	112	238	340	432
同比增长	8.1%	112.3%	43.3%	26.8%
调整后归母净利润(百万)	132	255	340	432
同比增长	26.87%	93.4%	33.3%	26.9%
毛利率	48.0%	48.5%	50.5%	52.5%
净利润率	32.9%	59.9%	73.0%	74.9%
每股收益	0.08	0.17	0.24	0.30
每股经营现金流	0.16	0.34	0.31	0.40
市盈率(倍)	49.3	23.2	16.2	12.8
市净率(倍)	6.2	3.0	2.6	2.3

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

投资建议

- **民办高等教育行业发展迅速，渗透率逐渐增长，集中度有望提高。**中国民办高等教育行业于 1980 年代初期兴起，并自 1990 年代初期迅猛发展。由 2011 年至 2015 年，民办高等教育机构总数由 698 家增至 734 家。就学生人数而言，民办高等教育于 2015 年的渗透率为 21.7%。根据弗若斯特沙利文报告，预计 2020 年中国民办高等教育行业总收入将达到 1563 亿，学生人数将达 870 万人，渗透率有望达到 27.2%。同时我们认为随着民办教育促进法的持续推进，民办教育行业有望受益于资本化，加快扩张步伐，实现市场集中度的提升。
- **最早上市的民办教育集团之一，投资+自建扩大规模，仍有未使用土地可扩建，学校利用率仍有提升空间。**新高教集团创立于 1999 年，2017 年 4 月 19 日在香港交易所主板上市，是最早上市的民办教育集团之一。目前，集团自建了云南学校和贵州学校，投资了华中学校及东北学校，并于 2017 年下半年开始筹建西北学校，预计西北学校于 2019 年投入使用。2017 年云南省教育厅批准云南学校在“十三五”期间在校生规模扩大到 44000 人，云南学校拥有大面积的预留土地，可以用作进一步扩展，此次获批规模翻番未来在校生人数有望快速增长。贵州学校容量也在利用预留土地进行不断扩大。东北学校及华中学校亦拥有大量未使用的土地，集团可于收购完成后进行开发。2016/2017 学年，两所学校综合利用率 88.5%，较上学年的 85.1% 上升 3.4pct，仍有上升的空间。
- **“量”“价”双增，推动集团营收净利双增长。**新高教 2014-2016 年营业收入复合增长率为 28.7%，调整后归母净利润（调整上市费用）复合增长率为 27.3%，2017H1 营收为 2.13 亿元，同比增长 19.25%。调整后归母净利润为 1.28 亿元，同比增长 52.32%。收入的增长来自学费、学生人数两方面增长。2017/2018 学年四所学校平均学费为 1.16 万元，同比增加 7.7%。其中，两所自建学校平均学费为 1.07 万元，同比增加 7.8%。2017/2018 学年，四所学校人数为 5.43 万人，同比增加 16.9%。其中，两所自建学校人数为 3.92 万人，同比增加 17.2%。

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

- **毛利率净利率均提升，资产负债率降低助未来规模扩张。**新高教 2016 年毛利率、调整后净利率分别为 47.97%，38.63%，2017H1 毛利率水平为 57.1%，同比上升 0.8pct，未调整净利率为 51.87%，同比上升 7.07pct，调整后净利率为 60.12%，同比上升 13.02pct。这主要是由于新高教 2016 年下半年开始从华中学校获取服务费，并 2017 年上半年开始向东北学校收取服务费，服务费直接进入净利润，但收入还没有并表，导致报表净利率较高，此外，租赁收入等其他收入，并没有并入总收入之中，但体现在净利润。预计随着 2018 年华中学校和东北学校收入并表，净利润仍会持续保持增长，净利率逐步回归正常水平，预计 2018-2019 年净利率（并表口径）将分别为 41%，43%。2017H1 资产负债率进一步降低至 32.46%，主要是由于公司通过上市在资本市场上筹集充足的资金，用上市所得款项偿还部分借款。总体来说，公司的资产负债率水平较低，具有较强的偿债能力和融资能力，有助于集团进一步规模扩张。
- **目标价 7.0 港元，首次给予买入评级。**目前，我们按照 2016 年及 2017H1 公司的做法处理：将自建的三所学校（云南学校、贵州学校及西北学校）计入营业收入，投资的东北学校和华中学校按照协议规定支付给新高教服务费，计入其他收入及增益的净额，直接进入净利润。基于此，我们预测新高教的营业收入未来三年年复合增长率约 19.2%左右，至 2017/2018/2019 财年预计分别达到 3.97/4.68/5.78 亿元，若按照东北学校和华中学校 2018 年开始并表测算，则营业收入未来三年年复合增长率约 38.0%左右，至 2017/2018/2019 财年预计分别达到 3.98/7.20/8.96 亿元，2017/2018/2019 年调整后归母净利润分别为 2.55/3.40/4.32 亿元，P/E 分别为 23/16/13 倍，EPS 分别为 0.17 元/0.24 元/0.30 元，基于 25 倍 2018 年市盈率，给出目标价为 7.0 港元，首次给予买入评级。

风险提示：并购整合存在一定管理上的风险；明年东北学校及华中学校能否完全并表仍需看时间推进情况；新建学校招生或不及预期；2016 年新增部分长期借款已于 2017 年上市之后用上市资金偿还，提前偿还或存借款结构上的风险；教育用地使用或存在政策风险

内容目录

1. 新高教集团：中国领先民办高等学历教育集团，提供高质量应用型教育...	6
2. 民办高等教育行业：发展迅速学生数量稳定增长，渗透率提升 27%格局高度分散.....	7
2.1 民办高等教育发展迅猛，预计 2020 年行业总收入达 1563 亿&学生达 870 万人.....	7
2.2 民办高校数量占比 29%，渗透率增长趋势有望持续，2020 或达 27.2% .8	
2.3 民办教育促进法推动民办高等教育收费市场化，消费升级高等教育需求增加.....	8
2.4 全国民办高等教育行业分散，集中度有望进一步提高.....	10
3. 经营状况：量价齐升助力整体增长，投资自建稳步扩大规模.....	10
3.1 总体情况：2 自建+2 投资+1 筹建，高质量教学保证高就业率，各项运营指标向好.....	10
3.2 云南学校：就业率高达 98.8%，专科+本科学费提速快，招生规模获批翻番.....	14
3.3 贵州学校：专注专科教学在校人数提升快，学费仍有较大增长空间.....	18
3.4 东北学校：利润 73.91%作为咨询服务费支付新高教全资子公司.....	21
3.5 华中学校：公司全资子公司将成为其联合学校举办者.....	22
3.6 西北学校：预计 2019 年 9 月开始招生，计划容量 15000 人.....	23
4. 财务分析：营收净利实现双增长，毛利率净利率均有改善.....	23
4.1 营收近三年 CAGR 达 28.9%，学费收入占比超 90%.....	23
4.2 调整后归母净利润近三年 CAGR 达 27.28%，2017H1 实现 1.28 亿元..	25
4.3 毛利率净利率均提升，调整后管理费率及财务费率均有所改善.....	26
4.4 上市后首次派息股息率达 23.33%，资产负债率降低助未来规模扩张....	30
5. 盈利预测.....	32
5.1 收入.....	32
5.2 毛利率及净利率.....	35
6. 投资建议.....	36
附录：三张报表预测摘要.....	37

图表目录

图表 1：新高教集团股权结构.....	6
图表 2：IPO 所得款项未来计划用途.....	6
图表 3：中国民办高等教育行业总收入.....	7
图表 4：中国民办高等教育行业学生总数.....	7
图表 5：中国高等教育学校民办率（以学校数量计）.....	8
图表 6：中国民办高等教育渗透率（以在校生人数计）.....	8
图表 7：民办教育促进法拟具体操作政策简析——招生&收费情况.....	9

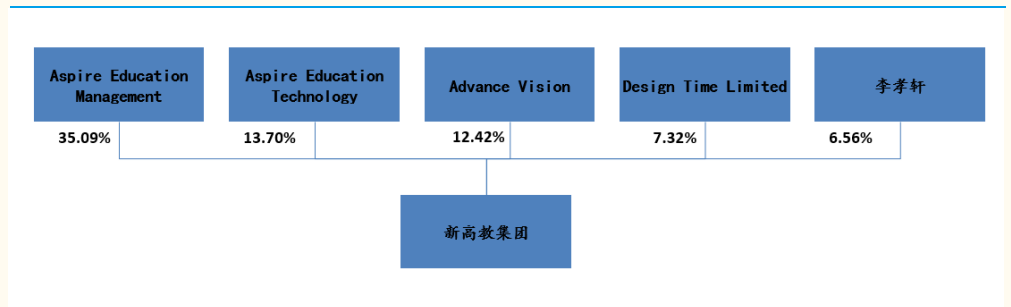
图表 8: 营利性非营利性与民办学校政策对比.....	9
图表 9: 部分省份民办高等教育学生人数.....	10
图表 10: 公司发展历程.....	10
图表 11: 公司自建&投资&筹建学校情况一览表.....	11
图表 12: 两所自建学校在校生增长情况.....	12
图表 13: 两所自建及两所投资学校在校生增长情况.....	12
图表 14: 新高教总招生名额增长及其利用率情况.....	13
图表 15: 新高教总学生容量增长及其利用率情况.....	13
图表 16: 两所自建学校平均学费 (元/年)	14
图表 17: 两所自建及投资学校平均学费 (元/年)	14
图表 18: 集团教师数量及增长率.....	14
图表 19: 集团教师构成.....	14
图表 20: 云南工商学院-学校概貌.....	15
图表 21: 云南工商学院-学校概貌.....	15
图表 22: 云南学校在校生人数及招生名额的变化情况.....	16
图表 23: 云南学校学生人数分课程占比.....	16
图表 24: 云南学校学年学费信息.....	17
图表 25: 云南学校学年平均学费 (元/年)	17
图表 26: 云南学校教师人数及师生比例情况.....	17
图表 27: 云南学校容量及利用率.....	18
图表 28: 贵州工商职业学校-学校概貌.....	18
图表 29: 贵州工商职业学校-学校概貌.....	18
图表 30: 贵州学校在校生人数及招生名额变化情况.....	19
图表 31: 贵州学校学生人数分课程占比情况.....	19
图表 32: 分学校学年学费信息.....	20
图表 33: 贵州学校学年平均学费 (元/年)	20
图表 34: 贵州学校教师人数及师生比例情况.....	20
图表 35: 贵州学校容量及利用率.....	21
图表 36: 哈尔滨华德学院-学校概貌.....	22
图表 37: 哈尔滨华德学院-学校概貌.....	22
图表 38: 湖北民族学院科技学院-学校概貌.....	23
图表 39: 湖北民族学院科技学院-学校概貌.....	23
图表 40: 新高教集团收入情况.....	23
图表 41: 新高教收入组成情况.....	24
图表 42: 分学校学年收入情况 (亿元)	24
图表 43: 各学校收入、毛利率、平均学费及住宿费.....	24
图表 44: 新高教集团归母净利润情况.....	25
图表 45: 新高教集团经调整后归母净利润情况.....	25
图表 46: 新高教集团扣非后归母净利润情况.....	26

图表 47: 新高教集团毛利率、净利率.....	26
图表 48: 新高教集团毛利率、调整后净利率.....	27
图表 49: 港股教育公司毛利率与净利率.....	27
图表 50: 利润表中各项目占主营业务收入百分比.....	28
图表 51: 新高教集团成本分拆表.....	28
图表 52: 教职人员平均薪资.....	29
图表 53: 新高教集团各项费用支出情况.....	29
图表 54: 新高教集团调整上市开支后各项费用支出情况.....	30
图表 55: 2016 年行政开支构成.....	30
图表 56: 新高教集团资产负债率.....	31
图表 57: 平均学费、学生人数预测情况.....	33
图表 58: 东北学校及华中学校支付服务费直接计入净利润, 收入增长情况...34	
图表 59: 假设东北学校及华中学校自 2018 年开始并表, 收入增长情况.....	35

1. 新高教集团：中国领先民办高等学历教育集团，提供高质量应用型教育

- 新高教集团（2001.HK）2017年4月19日在香港交易所主板上市，成为专营高等教育业务的上市公司。新高教集团全球发售合共约2.86亿股股份，每股定价2.78港元，净集资约为7.43亿港元。凭借过往深耕高等教育行业的经验，借助资本的力量，集团踏上金融+教育双轮驱动的快车道。

图表 1：新高教集团股权结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：IPO 所得款项未来计划用途

所得款项用途	金额（百万港元）	所占比例
用于于 2017 年收购或设立学校	214.2	27.70%
用于建设西北学校的学校设施	123.1	15.92%
用于支付东北学校投资的部分未偿还代价	149.8	19.37%
用于改善融资结构和偿还部分银行贷款	208.8	27.00%
用于支付营运资金及一般企业用途	77.3	10.00%
总计	773.2	100.00%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 根据公司招股说明书，李孝轩先生是 Aspire Education Management 唯一股东，并持有 Aspire Education Technology 53.35% 股份，Aspire Education Consulting 的 79.2% 股份，另被授权代行使 Aspire Education International 投票权，被视为拥有其所持股份权益。综上所述，李孝轩控制股份占比为 55.34%，为集团控股股东。
- 集团控股股东为李孝轩先生，同时，他还是集团创始人，担任董事会主席，兼执行董事。李先生于教育领域有超过 18 年的经验，曾于 1999 至 2004 年担任培训站的董事，2005 年至今担任云爱集团主席。李先生于 2010 年 3 月为中国民办教育协会首任副主席、于 2012 年 8 月担任中国高等教育学会第六届理事会理事等。其现任应用技术大学（学院）联盟副理事长、中国教育发展战略学会执行董事，以及中国教育战略学会教育财政专业委员会执行董事。
- 新高教集团创业于 1999 年是中国领先的民办高等学历教育集团，提供各个领域的高质量应用型高等教育。公司的课程设置旨在教授学生具备实践经验及适用技能，从而帮助学生获得就业能力。通过持续进行市场调查，根据用人单位的需求，适时调整公司的课程设置，以满足不断变化的市场需要。并且，公司建立完全模拟实际标准场景的实训室，让学生能够练习运用课程中学到的知识。同时，公司鼓励学生报考专业资格证，以帮助他们获得进入相关领域的“敲门砖”。

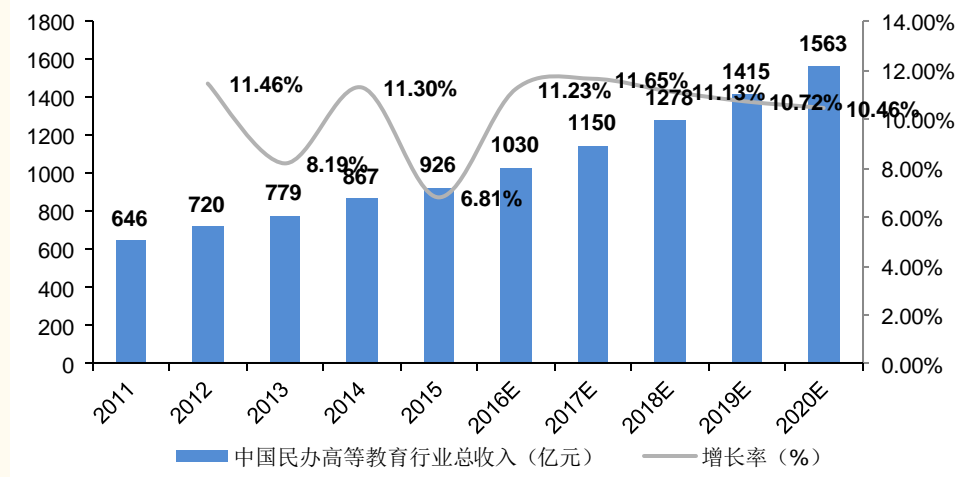
2. 民办高等教育行业：发展迅速学生数量稳定增长，渗透率提升 27% 格局高度分散

2.1 民办高等教育发展迅猛，预计 2020 年行业总收入达 1563 亿&学生达 870 万人

中国民办高等教育行业于 1980 年代初期兴起，并自 1990 年代初期迅猛发展。由 2011 年至 2015 年，民办高等教育机构总数由 698 家增至 734 家。就学生人数而言，民办高等教育于 2015 年的渗透率为 21.7%。与公立高等教育机构相比，民办高等教育机构可更为灵活的决定其专业设置及课程制定，于收取学费方面享有更大的灵活性。

根据弗若斯特沙利文报告，财富的不断增加及对高等教育及学历的更大需求促进了中国高等教育业的发展。中国民办教育行业产生的总收入由 2011 年的人民币 646 亿元增至 2015 年的人民币 926 亿元，并预期于 2020 年增至人民币 1563 亿元。

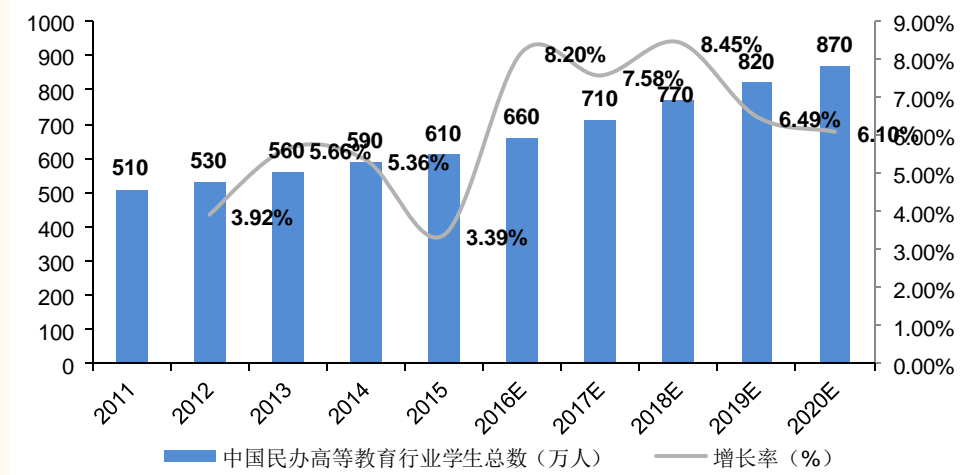
图表 3：中国民办高等教育行业总收入



来源：弗若斯特沙利文报告、教育部，国金证券研究所

民办高等教育的在校学生人数增长也较为稳定。在校生总数由 2011 年的 510 万增至 2015 年的 610 万，年复合增长率约为 4.9%。预期民办高等教育在校生总人数将于 2020 年增加至 870 万人。

图表 4：中国民办高等教育行业学生总数

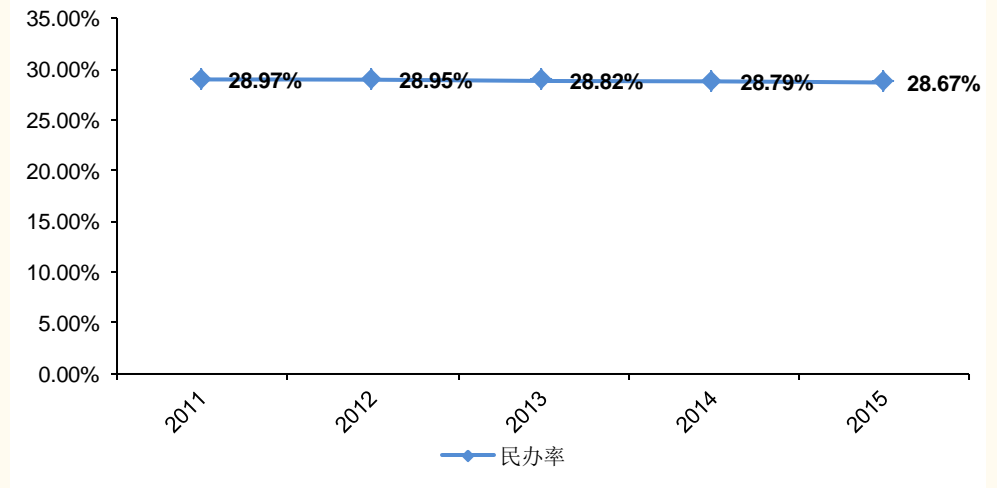


来源：弗若斯特沙利文报告、教育部，国金证券研究所

2.2 民办高校数量占比 29%，渗透率增长趋势有望持续，2020 或达 27.2%

- 相比 2011 年的 698 家，2015 年民办高等教育机构数量为 734 家，民办高校数量在整体高校内占比保持在 29% 左右。预期数量于 2020 年将增加至 795 家。

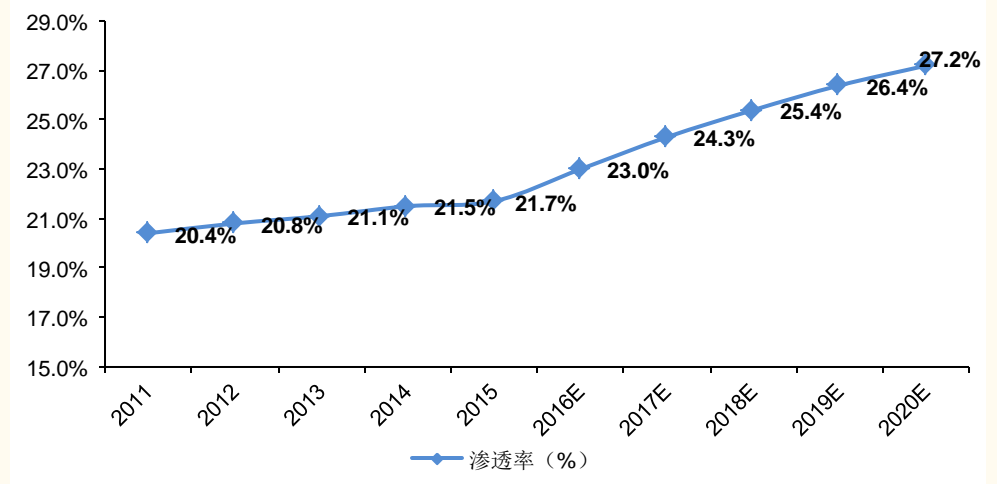
图表 5：中国高等教育学校民办率（以学校数量计）



来源：弗若斯特沙利文报告、教育部，国金证券研究所

- 民办高等教育渗透率指民办高等教育的学生人数占总学生人数（包括公立及民办高等教育）的比例。中国民办高等教育渗透率在过去五年间保持增长，表明选择民办高校重要性及认可度逐步提高，就读学生人数正逐年增加。并且未来几年内，增长趋势有望持续。中国的民办高等教育渗透率由 2011 年的 20.4% 增至 2015 年的 21.7%，预计 2020 年将达到 27.2%。

图表 6：中国民办高等教育渗透率（以在校生人数计）



来源：弗若斯特沙利文报告、教育部，国金证券研究所

2.3 民办教育促进法推动民办高等教育收费市场化，消费升级高等教育需求增加

- 民办教育促进法推动收费市场化进一步放开，扩大学费未来增长空间。2016 年 11 月 7 日通过的民办教育促进法修订案中的针对民办学校营利性确权的要求，很大程度上，是希望学校迎来更市场化的运作，市场化运作

的一个非常重要的点，就是学费市场化。营利性民办学校收费和非营利性民办学校非学历教育具体收费标准自主确定，是学校经营市场化进程中的重要推进，对于存量学校资产来说，提价是其未来主要业绩增量渠道，分类收费政策之后，民办学校，尤其是营利性民办学校可实现市场价格调节机制，由民办学校自主确定，故学校资产未来或可依照市场需求进行价格调节。并且，在试点基础上非营利性民办学校学历教育收费也在有序放开，标志着整体民办学校经营办学的市场化、向好趋势。

图表 7：民办教育促进法拟具体操作政策简析——招生&收费情况

项目	省份	细则	
		非营利性	营利性
招生 & 收费	辽宁	除中小学学历教育收费实行政府定价外，其他收费实行自主定价。	实行市场调节价，收费标准自主确定
	河北	实行市场调节价，收费标准向社会公示并报物价部门备案后执行	实行市场调节价，收费标准自主确定
	湖南	实行市场调节价	逐步实行市场调节价，收费需保持在当地上年度生均教育事业费 3 倍内
	吉林	收费标准自主确定，向社会公示 15 天以上，之后向主管部门备案	收费标准自主确定，向社会公示 30 天后执行
	湖北	①民办幼儿园保教费、住宿费标准实行市场调节，自主确定，并向社会公示； ②经县级教育主管部门认定的享受政府财政资金补助的普惠制民办幼儿园，在教育主管部门与园方签订协议中协商明确收费标准等事项。	
	天津	①保育教育费、住宿费收入纳入经营服务性收费管理； ②保育教育费和住宿费实行市场调节价，报所在区价格和教育主管部门备案后执行； ③享受政府财政补助的民办幼儿园，以合同约定等方式确定最高收费标准，由民办幼儿园自主定价，报所在区价格、教育、财政主管部门备案后执行。	

来源：地方政府教育厅，国金证券研究所整理

- **安徽省作为表率改革表明方向明确，预计相应配套政策将持续落地。**近日，安徽省政府印发了《安徽省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》。《实施意见》指出，放开营利性民办学校收费和非营利性民办学校非学历教育收费，具体收费标准由民办学校依据培养成本等因素自主确定。在试点基础上有序放开非营利性民办学校学历教育收费。今年 5 月 31 日，省教育厅联合省物价局已经印发了《关于开展放开民办教育收费试点工作有关事项的通知》，决定从今年秋季学期开始，围绕上述政策开展放开民办教育收费试点工作，确定安徽新华学院等 6 所民办高校为首批试点学校，试点高校学费、住宿费自主定价。在试点基础上逐步放开非营利性民办学校学历教育收费。安徽省此次发布实施意见，表明民促法方向已明确。大会之后，相应配套政策有序推进中，安徽省的表率作用或带动全国其他省份加速推进民办教育分类管理，未来学历学校的资本化和市场化相应配套政策将会持续落地。伴随具体操作层面各地政策持续落地，尤其对于营利性民办高等教育学校而言，学费未来增长空间进一步扩大。

图表 8：营利性非营利性与民办学校政策对比

	营利性民办学校	非营利性民办学校
投资回报	1. 可以取得办学收益 2. 办学结余依据国家有关规定进行分配	1. 不取得办学收益 2. 办学结余全部用于办学
登记政策	依据法律法规规定的管辖权限到工商行政管理部门办理登记	1. 符合《民办非企业单位登记管理暂行条例》等民办非企业单位登记管理有关规定的到民政部门登记为民办非企业单位 2. 符合《事业单位登记管理暂行条例》等事业单位登记管理有关规定的到事业单位登记管理机关登记

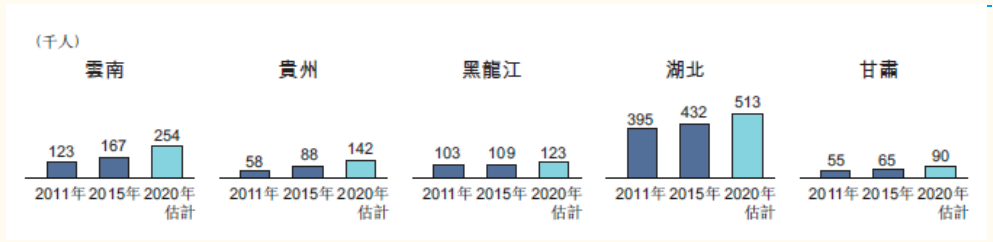
	营利性民办学校	非营利性民办学校 记为事业单位
扶持政策	各级人民政府可根据经济社会发展需要和公共服务需求, 通过政府购买服务及税收优惠等方式给予支持	各级人民政府在政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨、税费减免等方面给予扶持

来源: 安徽省人民政府办公厅, 国金证券研究所

2.4 全国民办高等教育行业分散, 集中度有望进一步提高

- **地理分布上, 中国民办高等教育行业在全国范围内高度分散。**由于高等教育机构营运商倾向于特定地点而非跨地区或跨省, 故并无参与者拥有较大市场份额。以学生规模位于中国民办高等教育市场前列的民生教育 and 新高教为例, 民生教育 2015/2016 学年在校总人数为 3.06 万人, 在全国市场占有率为 0.5%, 而新高教集团拥有云南省最大的民办高等教育机构, 2015/2016 学年按在校人数在云南省的市场占有率为 10.7%, 同时, 新高教拥有在贵州省第三大的民办高等教育机构, 按在校人数在贵州省的市场占有率为 13.4%。
- **伴随教育行业资本化进程, 集中度有望进一步提升。**我们认为随着民办教育促进法的持续推进, 民办教育行业有望受益于资本化, 加快扩张步伐, 实现市场集中度的提升

图表 9: 部分省份民办高等教育学生人数



来源: 弗若斯特沙利文报告、教育部, 国金证券研究所

3. 经营状况: 量价齐升助力整体增长, 投资自建稳步扩大规模

3.1 总体情况: 2 自建+2 投资+1 筹建, 高质量教学保证高就业率, 各项运营指标向好

- **投资自建扩大规模, 仍有未使用土地可扩建。**目前, 集团自建了云南工商学院 (云南学校) 和贵州工商职业学院 (贵州学校), 投资了湖北民族学院科技学院 (华中学校) 及哈尔滨华德学院 (东北学校), 并于 2017 年下半年开始筹建西北工商职业学院 (西北学校), 预计西北学校于 2019 年投入使用, 同年 9 月开始招生。云南学校及贵州学校均拥有大面积的预留土地, 可以用作进一步扩展。东北学校及华中学校亦拥有大量未使用的土地, 集团可于收购完成后进行开发。
- **东北学校和华中学校向新高教支付服务费, 直接进入净利润。**目前, 东北学校与新高教全资子公司辉煌公司签订独家技术服务及教育咨询服务协议, 于 2016 年 9 月 1 日生效, 按照协议规定将其利润 73.91% 作为技术服务于教育咨询服务的服务费支付给辉煌公司, 华中学校也与辉煌公司签订相关协议, 自 2017 年 1 月 1 日起, 按年向辉煌公司支付其 89.2% 的营运所得盈余作为服务费。该部分服务费直接进入净利润, 收入还未并表。

图表 10: 公司发展历程

年度	事件
2005 年	软件学院成立

年度	事件
2009年	扩张至贵州省并开始建设贵州学校
2011年	软件学院转型为云南学校（为一家高等教育机构），并为云南省首批成立的民办大学之一
2012年	贵州学校成立
2014年	云南学校获认可为全国毕业生就业典型经验高校
2015年	通过取得批准成立西北学校扩张至中国西北及通过同意投资于华中学校扩张至华中
2016年	通过同意投资东北学校扩张至中国东北
2017年	中国新高教集团登录香港联交所主板，股票代码：02001

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 11：公司自建&投资&筹建学校情况一览表

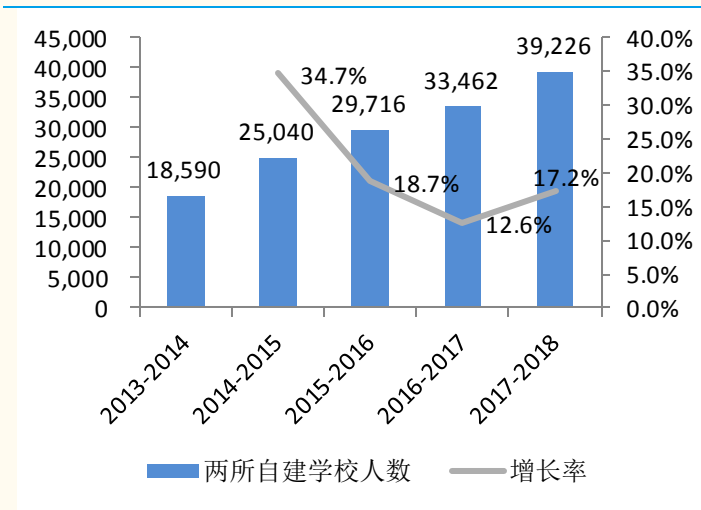
学校名称	所在地区	参与方式	成立时间	2016-2017				占地面积 (截止 2016.12.31, m ²)	总收入(百 万元)	学科设置
				学生人数	学生容量	利用率	平均学费 (元)			
云南学校 (云南工商学院)	云南省昆明市	成立运营	2005年	19,490	21,688	89.90%	11121	535,820	2017H1 : 136.3; 2016 : 217.12	6个学院 50个专业
贵州学校 (贵州工商职业学院)	贵州省贵阳市	成立运营	2012年	13,972	16,112	88.50%	8273	284,885	2017H1 : 76.2; 2016 : 123.87	6个学院 30个专业
东北学校 (哈尔滨华德学院)	黑龙江省哈尔滨市	投资	2004年	9,518	-	-	12538	623,000	2017H1 支付 16.5 百万作为服务费 2016 支付 13.5 百万作为服务费	10个学院 30个本科专业及专科专业
华中学校 (湖北民族学院科技学院)	湖北省恩施市	投资	2003年	3,480	-	-	13572	1,066,667	2017H1 支付 3.4 百万作为服务费	15个学院 38个本科、9个专科专业
西北学校 (西北工商职业学院)	甘肃省兰州市	筹建	2017年 (预计 2019年 投入使用)	-	预计 15,000	-	-	-	-	-

来源：公司招股说明书，公司年报，公司半年报，国金证券研究所

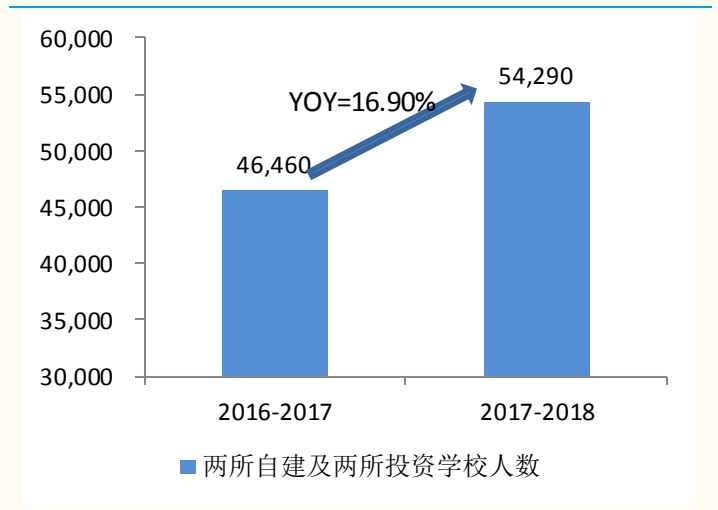
- 在校生人数不断上升，2017/2018 学年两所自建学校同比增长 17.2%，加上两所投资学校学生人数超 5.4 万名。两所自建学校学生人数由

2013/2014 学年的 18590 人增长至 2016/2017 学年的 33462 人，年复合增长率约 22%。根据公司最新公告公布，2017/2018 学年，集团两所自建学校及两所投资学校总在校人数增加至 54290 人，较 2016/2017 学年的 46460 人增加约 16.9%。其中，自建云南及贵州学校总在校人数由 33462 增加至 39226 人，增长约 17.2%。

图表 12：两所自建学校在校生增长情况



图表 13：两所自建及两所投资学校在校生增长情况



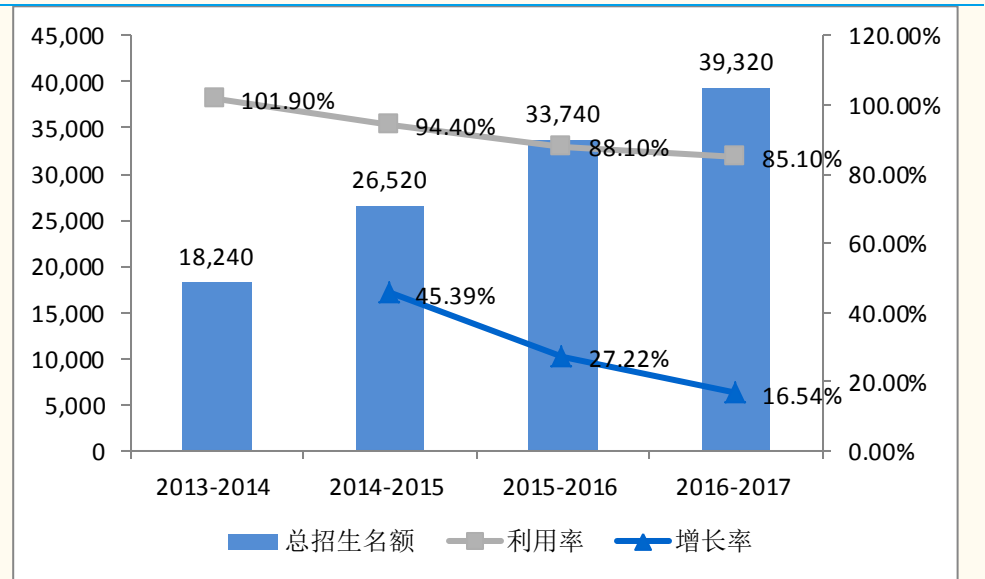
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

新增学生中，经相关政府教育部门批准，云南学校于 2017/2018 学年招收五年制大专学生 1793 人。该等学生于第一、二个学年将在合作院校展开学习，并将于 2019 年 9 月开始在云南学校展开学习并缴交学费。

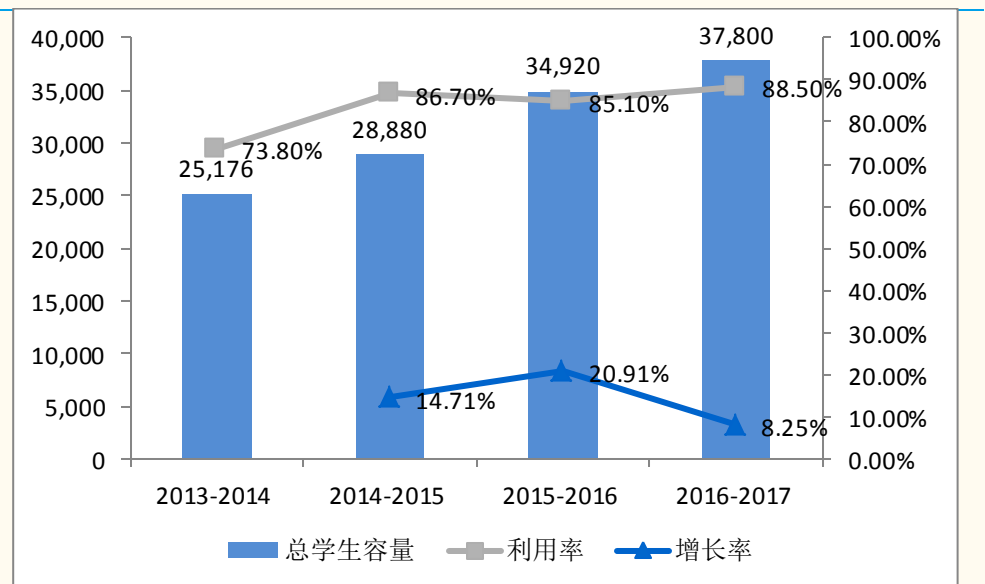
- **云南及贵州学校办学质量高，就业率维持高水平，助力声誉提高吸引生源。** 2013-2016 年，云南学校及贵州学校的毕业生于其各自毕业年度年底的平均就业或进修率分别为约 98.7%、98.6%、98.3%及 98.3%，一直维持高水平。有所下降的原因是由于贵州学校学生人数上升较快，贵州学校因只提供专科教育，其就业率略低于同时提供专科和本科教育的云南学校的就业率，不过贵州学校的就业率一直呈现上升趋势，与云南学校的之间的差距不断减小，未来整体的就业率水平相信会进一步上升。
- **扩容+利用率提高，学生人数稳步增长，仍有上升空间。** 由于教学质量受到肯定，集团招生名额稳定增加，由 2013-2014 学年的 18240 人逐步增加到 2016-2017 学年的 39320 人，利用率逐步由 2013-2014 学年的 101.90% 逐步下降至 2016-2017 学年的 85.10%，回归正常范围。学校总容量由 2013-2014 学年的 25176 人逐步增加到 2016-2017 学年的 37800 人，利用率逐步由 2013-2014 学年的 73.80% 攀升至 2016-2017 学年的 88.50%，提高了 14.7pct。随着学校招生规模不断扩大，学校利用率仍有上升空间。

图表 14: 新高教总招生名额增长及其利用率情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

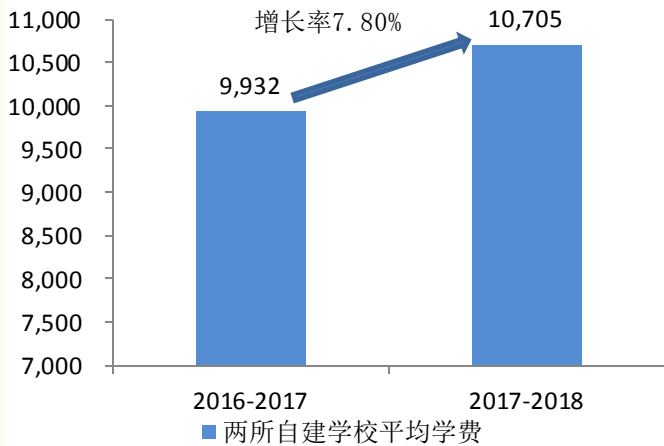
图表 15: 新高教总学生容量增长及其利用率情况



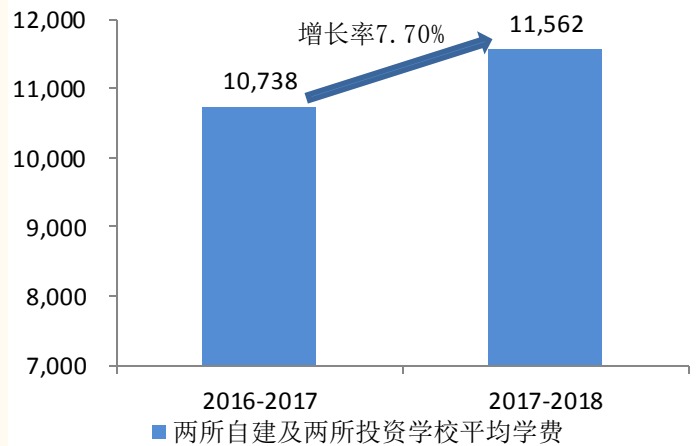
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 平均学费逐年增加, 2017/2018 预计同比增长 7.80%。根据生均学费计算, 总平均学费由 2014 财年的 8694 元/年增长至 2016 财年的 9900 元/年。根据公司最新公告显示, 2017/2018 学年平均学费预期为 11562 元人民币, 较上一学年的 10738 增加约 7.7%。其中, 云南及贵州学校的平均学费为 10705, 较上一学年的 9932 元增加了约 7.8%。

图表 16: 两所自建学校平均学费 (元/年)



图表 17: 两所自建及投资学校平均学费 (元/年)

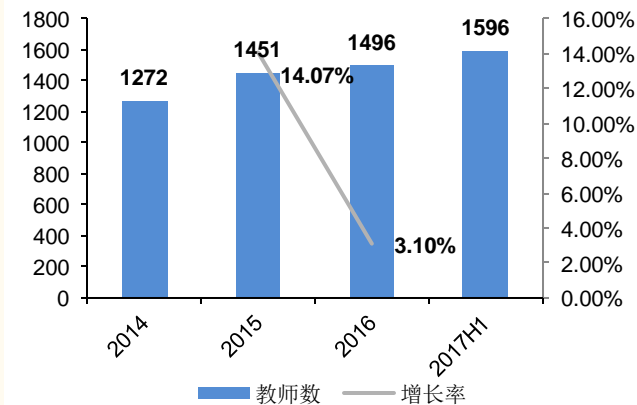


来源: 公司公告, 国金证券研究所

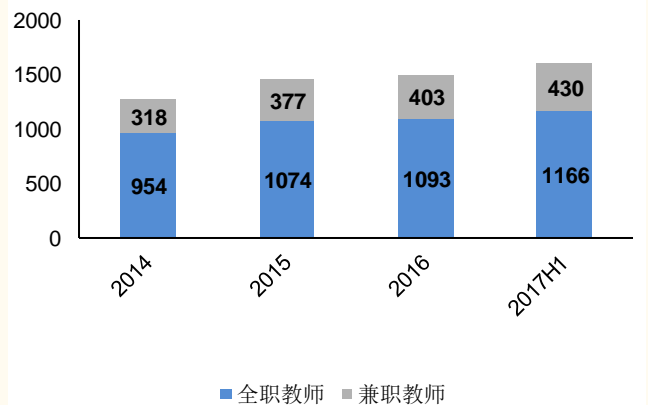
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 对应于学生数量的增加, 学校的教师数量也在增长以满足教学需求。2016 年中期报告显示, 教师总数达到 1596 人。其中, 全职教师 1166 人, 兼职教师 430 人。

图表 18: 集团教师数量及增长率



图表 19: 集团教师构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 云南学校: 就业率高达 98.8%, 专科+本科学费提速快, 招生规模获批翻番

- 云南学校位于云南省昆明市嵩明县, 是一所师资力量雄厚, 学科特色鲜明, 教育质量和科研水平较高的应用型大学。其前身是成立于 2005 年的软件学院, 并于 2011 年成功升格为合资格颁授学士学位, 及提供应用型本科教育及专科教育的高等学历教育院校。
- 学校专业设置多元化, 涵盖工、商、管、经、文、理、教育、医、艺术、航空等学科门类。目前学校设有六所学院提供逾 50 个专业, 包括经济与管理学院 13 个专业、信息技术与工程学院 24 个专业、会计与审计学院 5 个专业、建筑与土木工程学院 7 个专业、人文学院 9 个专业及基础教育学院 2 个专业。其中 24 个本科专业, 28 个专科专业。学校下设卓越学院和继续教育学院, 卓越学院在大学最后一学期为优秀学生提供参加高薪就业班学习的机会, 继续教育学院组织专科学生参加本科自学考试及其他考试, 帮助学生提高学历, 获得学士学位。
- 建立学术合作关系, 可获国外大学颁授学位。为了让学生享受国外教育机会, 学校与英国伍斯特大学、英国北安普顿大学及泰国博仁大学等众多国外大学建立了学术合作关系 (国外大学认可学生在云南工商学院就读时取

得的学分)，学生在国外大学修完协定的学分（通常为一年）后，可获取该国外大学颁发的学位。

- **与多国学校签订交流合作，为中外学生提供留学机会。**学校与老挝签订了五年留学合作项目，自 2014 年 9 月起，学校从老挝招收留学生，老挝学生到云南工商学院后，第一学年进行中文语言培训，其后四学年学习中国本科课程。此外，云南工商学院分别于 2013 年和 2014 年与台湾南华大学及台湾侨光科技大学签订了为期 5 年的交换生项目协议。同时，学校在 2014 年 1 月与韩国技术教育大学签订了交换生项目协议。
- **学校坚持人才强校战略，毕业生就业率高达 98.8%。**学校现有教职 870 人，其中具有副高级专业技术职务以上的教师 251 名，具有研究生以上学历的教师 355 名。并拥有中国工程院院士王梦恕（名誉院长），著名经济学家、博士生导师顾幼瑾教授，两岸著名学者高宏华教授，著名信息专家李国彬教授等一批学者。云南往届成功的毕业生就业记录能帮助提高声誉并吸引生源。2015、2016 连续两年云南学校毕业生就业率保持 98.8% 高位水平。

图表 20：云南工商学院-学校概貌



来源：学校官网，国金证券研究所

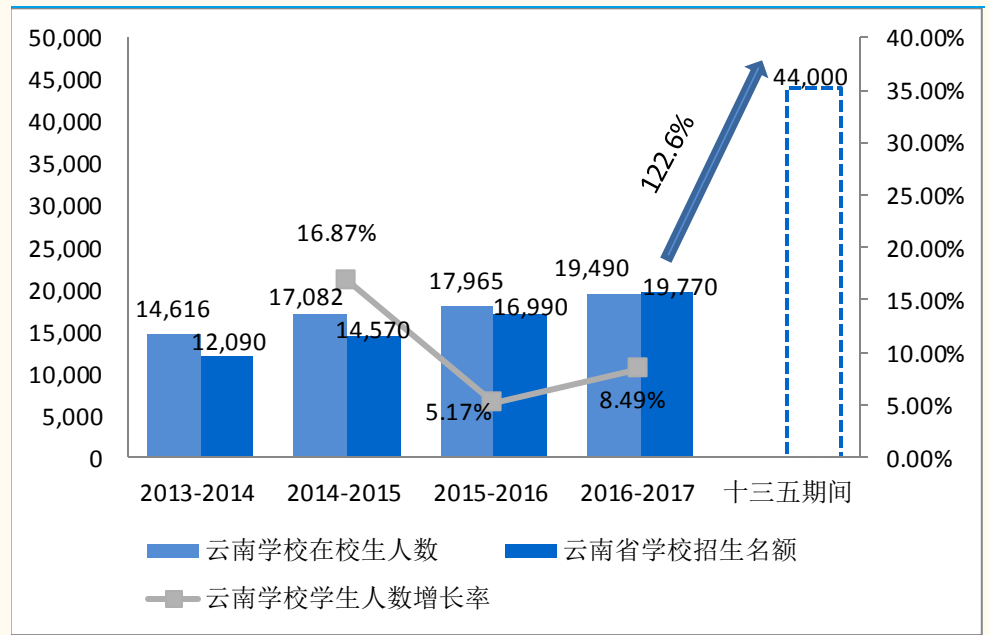
图表 21：云南工商学院-学校概貌



来源：学校官网，国金证券研究所

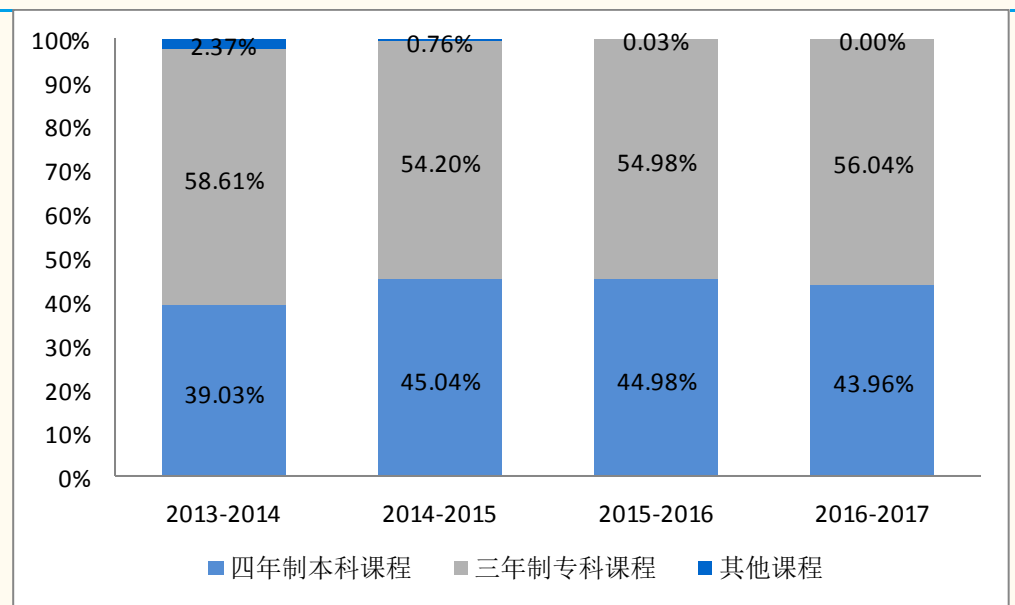
学生人数稳步攀升，获扩建批准有望快速提升。云南学校在校人数由 2013-2014 学年的 14818 人增长到 2016-2017 学年的 19849 人，2013-2016 年间平均年复合增长率超过 10%。作为提供高等教育服务的院校，学校每学年可招收的新生人数一般受有关教育当局制定的招生名额所限。云南学校招生名额利用率于若干学年超出 100%，招生名额会不时调整，云南省教育厅依照以往记录期间云南学校经扩大的可容纳人数及其提供的教育质量而增加其招生名额。**2017 年云南省教育厅批准云南学校在“十三五”期间在校生规模扩大到 44000 人，云南学校拥有大面积的预留土地，可以用作进一步扩展，此次获批规模翻番未来在校生人数有望快速增长。**

图表 22：云南学校在校生人数及招生名额的变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：云南学校学生人数分课程占比



来源：公司公告，国金证券研究所

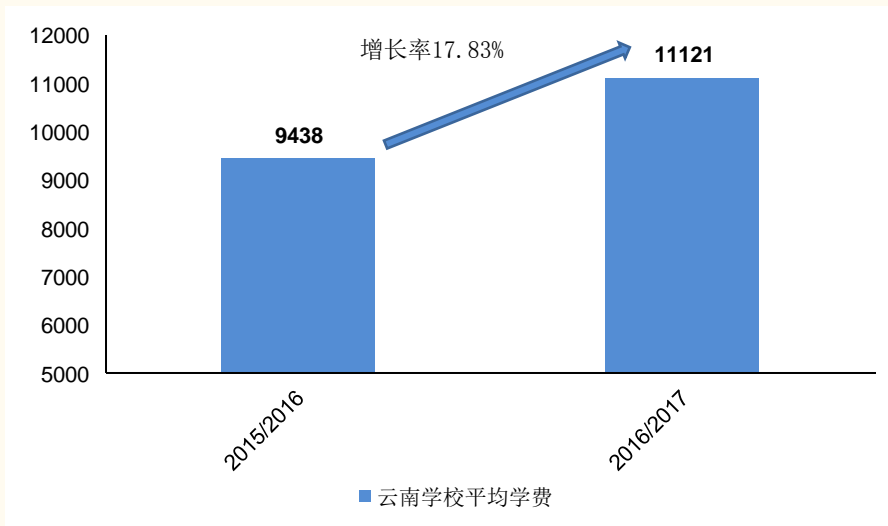
- **受益于专科+本科双课程结构，学费增长快。** 学费设置上，云南学校主要提供四年制本科课程和三年制专科课程，不同学年不同课程学费会有所增加，2015/2016 学年本科课程学费由 2014/2015 学年的 0.5-1.2 万元提升至 0.5-2.0 万元，2016/2017 学年专科课程学费由 2015/2016 学年的 0.8 万元提升至 1.1-1.3 万元水平。根据生均学费计算，云南学校 2015/2016 学年生均学费由 9438 元上升至 11121 元，同比增长 17.83%。

图表 24：云南学校学年学费信息

云南学校	学费（万元）			
	2013/2014 学年	2014/2015 学年	2015/2016 学年	2016/2017 学年
四年制本科课程	0.5-1.2	0.5-1.2	0.5-2	0.5-2
三年制专科课程	0.8	0.8	0.8	1.1-1.3

来源：公司公告，国金证券研究所

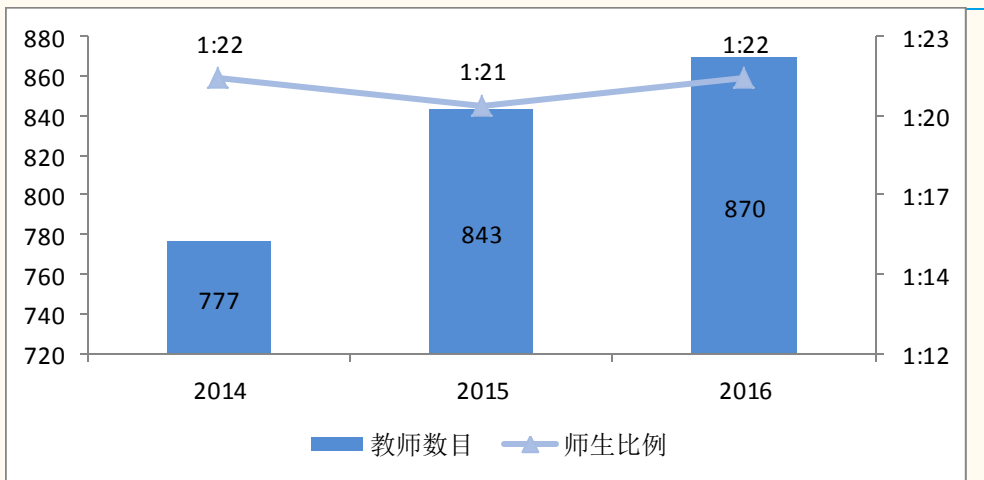
图表 25：云南学校学年平均学费（元/年）



来源：公司公告，国金证券研究所

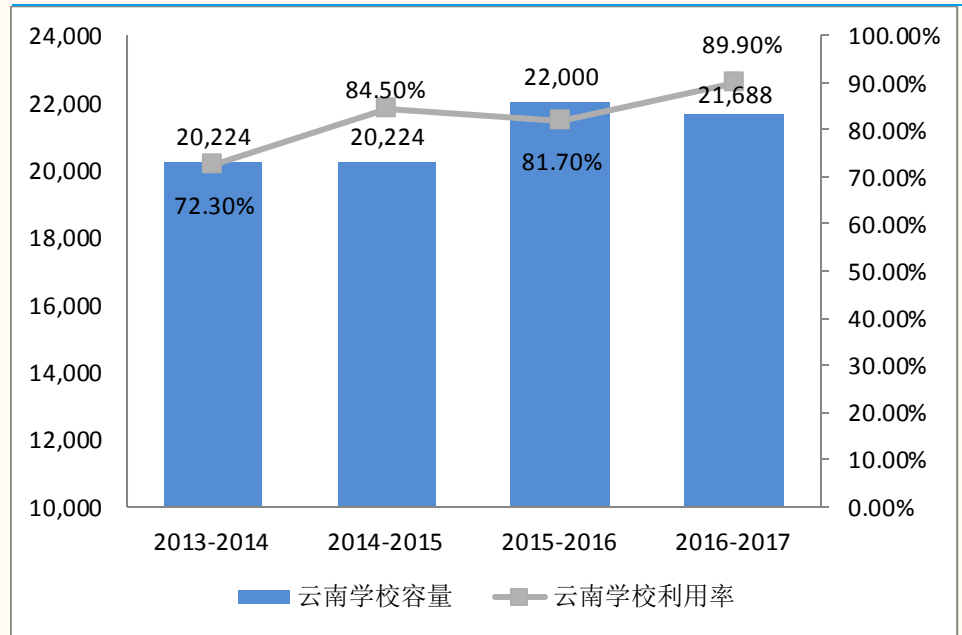
- **师生比稳定在 1:22，利用率不断改善可提升。**在校学生数不断增长的过程中，学校教师数量进行相应匹配也在持续增长，教师人数由 2014 年底的 777 名增长到 2016 年年底的 870 名，师生比例基本保持稳定，2016 年年底这一比例为 1:20。学生容量按照可用床位数衡量，云南学校可用床位数目在 2016-2017 学年略有减少的原因是由于学校将一批八张床的房间转为四张床的房间，以满足学生对更舒适居住环境的需求，未来能够因在校生人数增加而增加学校的可用床位数目（学校容量）。学校利用率也在不断提高。2016/2017 学年，云南学校综合利用率 89.90%，较上一学年的 81.7% 上升 8.2pct，未来随着云南学校扩大招生规模，使用率仍有上升的空间。

图表 26：云南学校教师人数及师生比例情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27: 云南学校容量及利用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3 贵州学校: 专注专科教学在校人数提升快, 学费仍有较大增长空间

- 贵州学校位于贵州省贵阳市清镇市, 是 2012 年创办的高等学历教育机构, 提供应用型专科教育。学校占地面积约 28.49 万平方米, 目前在六所学院提供约 30 个专业, 学生大多录取自贵州省及中国西南其他省份 (如贵州、四川及重庆)。
- 学院高度重视教学品质的提高。通过做优“五大”教学工程(名师大讲堂、卓越计划、在线考试、精彩课堂、励志教育), 不断提升学生教学满意度, 提高学生人性化管理水平。创新实施“五大”品牌活动(大典、大会、大赛、大节、大项), 将学生活动贯穿教学活动始终, 全面推进校园文化建设。
- 学院现设有会计学院、护理学院、建筑工程学院、工商管理学院、设计与工程学院、体育学院等六个二级分院, 开设 30 余个专业(方向), 拥有 1.4 万余名在校学生。
- 贵州学校毕业生就业率有所上升, 助其提高声誉并吸引生源。贵州学校的毕业生于其各自毕业年度年底的平均就业率由 2015 年的 97.1% 提高至 2016 年的 97.6%, 提高了 0.5pct, 相较云南 98.8% 还可以进一步提升。

图表 28: 贵州工商职业学校-学校概貌



来源: 学校官网, 国金证券研究所

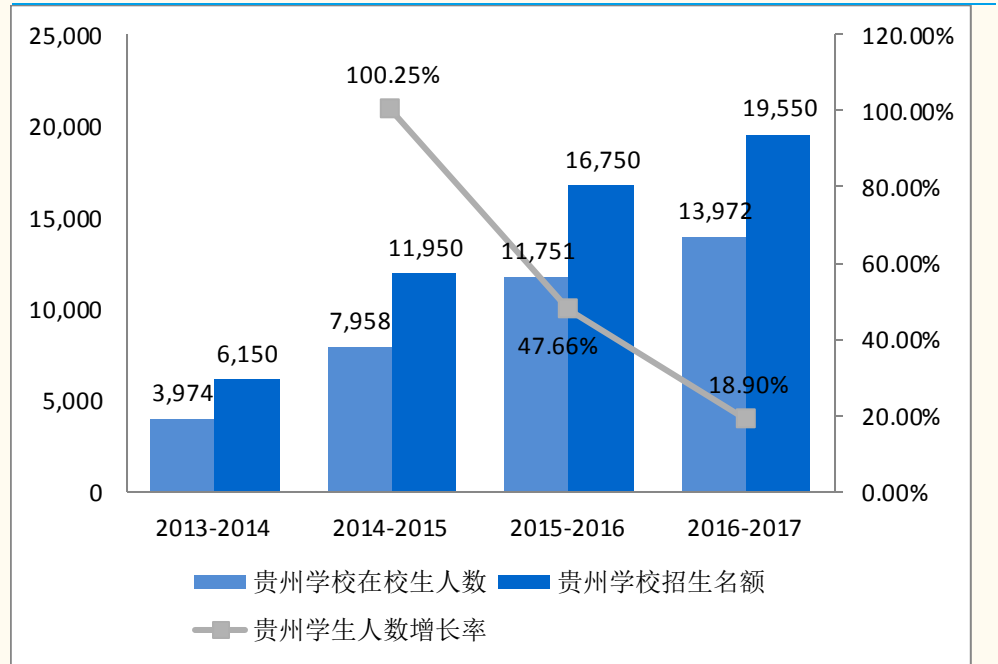
图表 29: 贵州工商职业学校-学校概貌



来源: 学校官网, 国金证券研究所

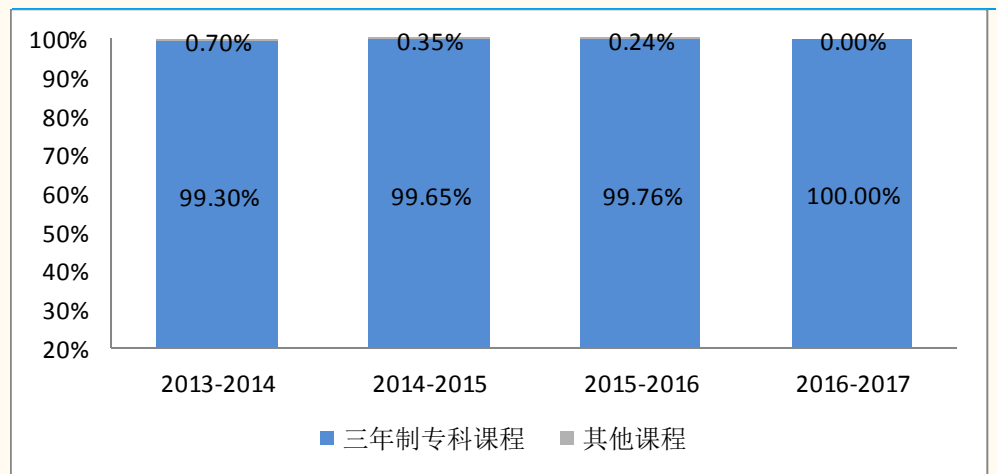
- **专注专科课程，学生人数 2013-2016 年间 CAGR 达 52.1%。** 贵州在校人数由 2013-2014 学年的 3974 人增长到 2016-2017 学年的 13972 人，2013-2016 年间平均年复合增长率高达 52.1%。2016-2017 学年相较于 2015-2016 学年同比增长 18.90%。由于学校目前专注于专科课程的提供，相较于本科学生规模而言，扩大学生规模受到的限制较小，因此可以实现较快的增长，招生名额由 2013-2014 学年的 6150 人增长到 2016-2017 学年的 19550 人。

图表 30：贵州学校在校生人数及招生名额变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：贵州学校学生人数分课程占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

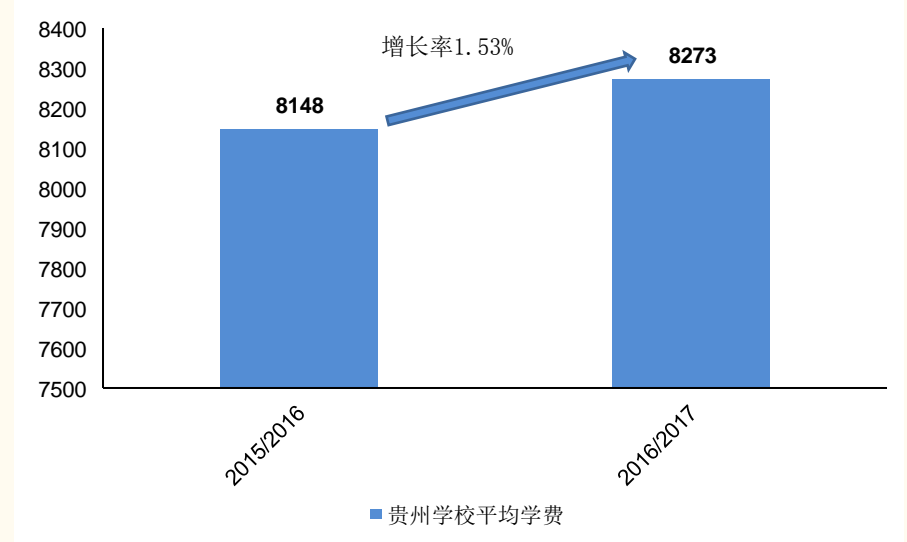
- **学费缓慢增加，参照云南仍有很大提升空间。** 学费设置上，云南学校主要三年制专科课程，2015/2016 学年本科课程由 2014/2015 学年的 0.72-0.8 万元提升至 0.8-0.88 万元，相较云南学校 2016/2017 学年专科课程学费由 2015/2016 学年的 0.8 万元提升至 1.1-1.3 万元水平，仍有很大提升空间。根据生均学费计算，云南学校 2015/2016 学年生均学费由 8143 元上升至 8273 元，同比增长 1.53%。

图表 32：分学校学年学费信息

贵州学校	学费（万元）			
	2013/2014 学年	2014/2015 学年	2015/2016 学年	2016/2017 学年
三年制专科课程	0.72-0.8	0.72-0.8	0.8-0.88	0.8-0.88

来源：公司公告，国金证券研究所

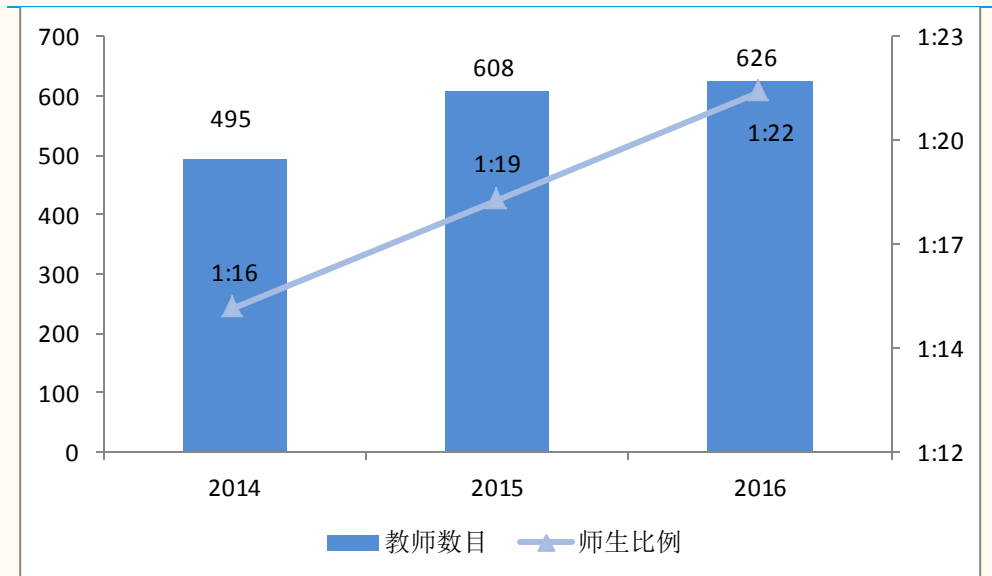
图表 33：贵州学校学年平均学费（元/年）



来源：公司公告，国金证券研究所

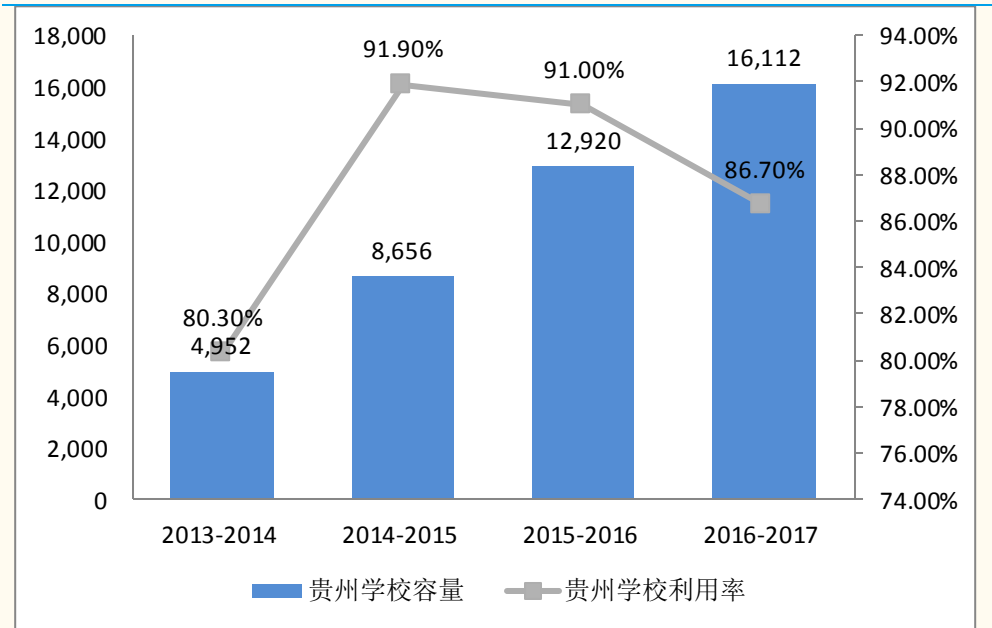
- 师生比有所改善，利用率因随扩建有所下降。伴随学生数增长，学校对师资力量进行相应增加，教师人数由 2014 年底的 495 名增长到 2016 年年底的 626 名，师生比例有所改善，由 2014 年底的 1:16 上升到 2016 年的 1:22，与云南学校师生比水平一致。同时学校从 2013/2014 学年的 80.30% 上升到 2015/2016 学年的 91%，之后在 2016/2017 学年下降至 86.70%，这主要是由于学校进行扩建，学校容量由 2013-2014 学年的 4952 人增长到 2016-2017 学年的 16112 人，由扩大学校容量的同时影响短期利用率的下降，但是为未来做下铺垫，进一步打开未来增长空间。

图表 34：贵州学校教师人数及师生比例情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：贵州学校容量及利用率



来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 东北学校：利润 73.91%作为咨询服务费支付新高教全资子公司

- 哈尔滨华德学院位于黑龙江哈尔滨市，是 2004 年创办的高等学教育机构。学校占地面积约 62.3 万平方米，目前有十所学院开设了 30 个本科专业及专科专业。学校注重科技创新，是黑龙江省高等教育强省建设规划“1115”工程重点建设高校，黑龙江省首批“卓越工程师教育培养计划”试点高校，全国应用技术大学（学院）联盟 35 所理事单位之一。
- 学校现设有电子与信息工程学院、机电与汽车工程学院、建筑与土木工程学院、艺术与传媒学院、经济管理学院、外语学院、服装学院、通识教育学院等 8 个二级学院，有 34 个本科招生专业，11 个专科专业。
- 2016 至 2017 学年，该学校在校总人数为 9518 人，其中本科专业人数占比高达 97%，专科生人数占比为 3%，本学年该校学生平均学费为 12,538 元。
- 目前，东北学校将利润 73.91%作为咨询服务费支付新高教全资子公司，有待未来并表。2016 年 1 月 6 日，新高教与学校举办者订立合作协议，拟出资 381.9 百万元作为合作对价。2016 年 4 月 20 日，哈轩公司与东北学校现时的学校举办者签订协议，收购东北学校全部学校举办者权益。2016 年 7 月 29 日，新高教取得哈轩公司 73.91%股权，并已支付 156.9 百万元，剩余部分会后续支付。截至 2017 年 6 月 30 日止，现有学校举办者转让学校举办权予哈轩公司的申请正在待教育部最终审核核准及向省级民政主管部门登记。于批复完成及结构性合约订立后，东北学校经营业绩将并入本集团经营业绩内。目前，东北学校与新高教全资子公司辉煌公司按照协议规定东北学校将其利润 73.91%作为技术服务于教育咨询服务的服务费支付给辉煌公司。

图表 36: 哈尔滨华德学院-学校概貌



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 37: 哈尔滨华德学院-学校概貌



来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.5 华中学校: 公司全资子公司将成为其联合学校举办者

- 湖北民族学院科技学院位于湖北省恩施市, 是 2003 年成立的高等学历教育机构。学校毕业生因其踏实的作风和过硬的专业技术本领而受到社会的普遍欢迎, 毕业生就业率一直在 92% 以上, 学校曾被授予全国先进独立学院、湖北省大学生思想政治工作先进单位、湖北省高校招生工作先进单位、湖北省大学生资助工作先进高校等荣誉称号。
- 学院现设有文学与传媒、经济与管理、生物科学与技术、林学园艺、信息工程、理学、化学与环境工程、外国语、艺术、医学、中医药、体育、法学、预科教育和思想政治理论课等 15 个教学系(部), 开设了 38 个本科、9 个专科专业以及本科民族班、少数民族本科预科班。
- 2016 至 2017 学年, 该学校本科专业学生人数为 2,308 人, 专科专业学生人数为 506 人, 预科专业学生人数为 666 人, 本学年该校学生平均学费为 13,572 元。
- 华中学校自 2017 年 1 月 1 日起, 将 89.2% 的利润作为服务费支付给新高教, 新高教全资子公司将成为华中学校的联合举办者。2017 年 5 月 15 日, 新高教全资子公司辉煌公司与华中学校订立独家技术服务与教育咨询服务技术协议, 华中学校将自 2017 年 1 月 1 日起, 按年向辉煌公司支付其 89.2% 的营运所得盈余作为服务费。2017 年 10 月 18 日, 新高教间接全资附属公司云爱集团以 710 百万元收购恩常公司的 10.8% 股权, 此前新高教已经间接持有恩常公司 89.2% 的股权。这次完成股权转让后, 恩常公司将成为新高教的间接全资附属公司。变更华中学校的举办权及增加恩常公司为联合学校举办者的申请正待教育部最终批准及向省级民政部门注册, 完成后, 恩常公司将成为华中学校的联合学校举办者, 关于华中新学校的业绩才开始将计入新高教的业绩。

图表 38: 湖北民族学院科技学院-学校概貌



来源: 学校官网, 国金证券研究所

图表 39: 湖北民族学院科技学院-学校概貌



来源: 学校官网, 国金证券研究所

3.6 西北学校: 预计 2019 年 9 月开始招生, 计划容量 15000 人

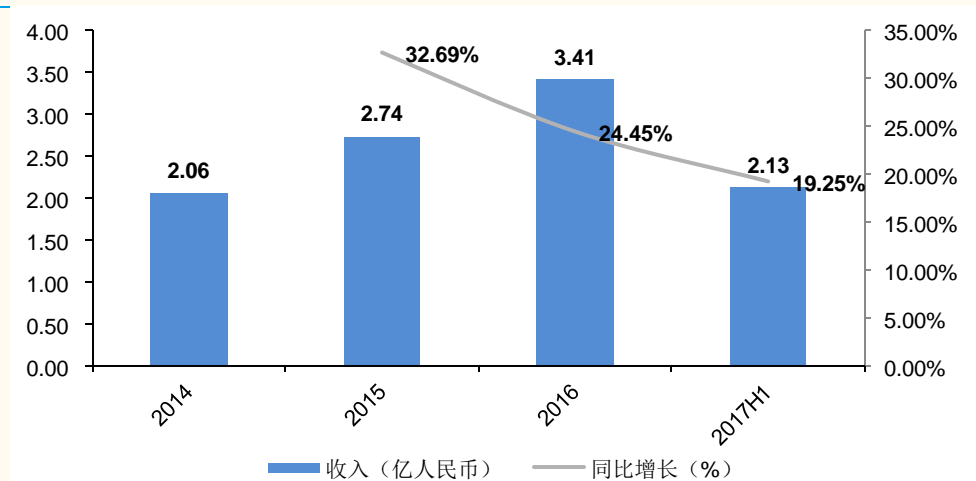
西北工商职业学院位于甘肃省兰州市, 是一所应用型高等教育学校。2017 年 7 月 6 日, 新高教集团与兰州新区管委会订立合作协议, 拟投资约人民币 6 亿元新建学校。该学校于 2017 年下半年开始筹建, 预期将于 2019 年投入使用, 并于同年 9 月招收首批新生, 计划学生容量为 15,000 人。

4. 财务分析: 营收净利实现双增长, 毛利率净利率均有改善

4.1 营收近三年 CAGR 达 28.9%, 学费收入占比超 90%

- 营收 2014-2016 年 CAGR 达 28.9%, 2017 上半年实现 2.13 亿, 新高教集团 2014-2016 年的收入分别为 2.06、2.74、3.41 亿人民币, 年均复合增长率达 28.5%, 2017 上半年收入为 2.13 亿人民币, 同比增长 19.26%。

图表 40: 新高教集团收入情况

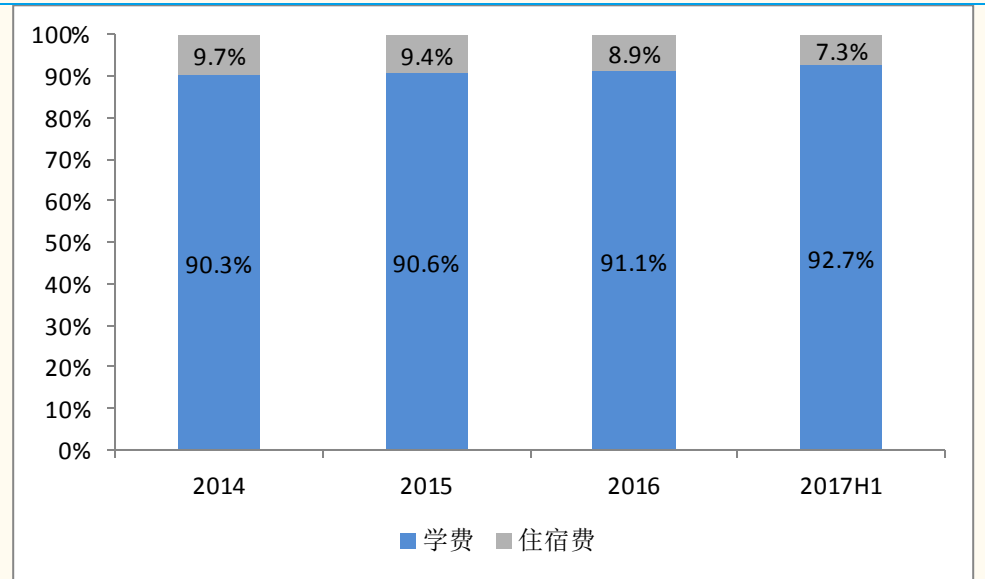


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 集团营业收入主要由学费与住宿费构成, 学费收入占比超 90%。截至 2014、2015 及 2016 年 12 月 31 日止年度, 学校学费收入分别占持续经营业务总收入的 90.3%、90.6% 和 91.1%, 其余部分则为住宿费。2017H1 学费收入占比进一步上升至 92.7%。生均住宿费方面, 2014-2016 年平均

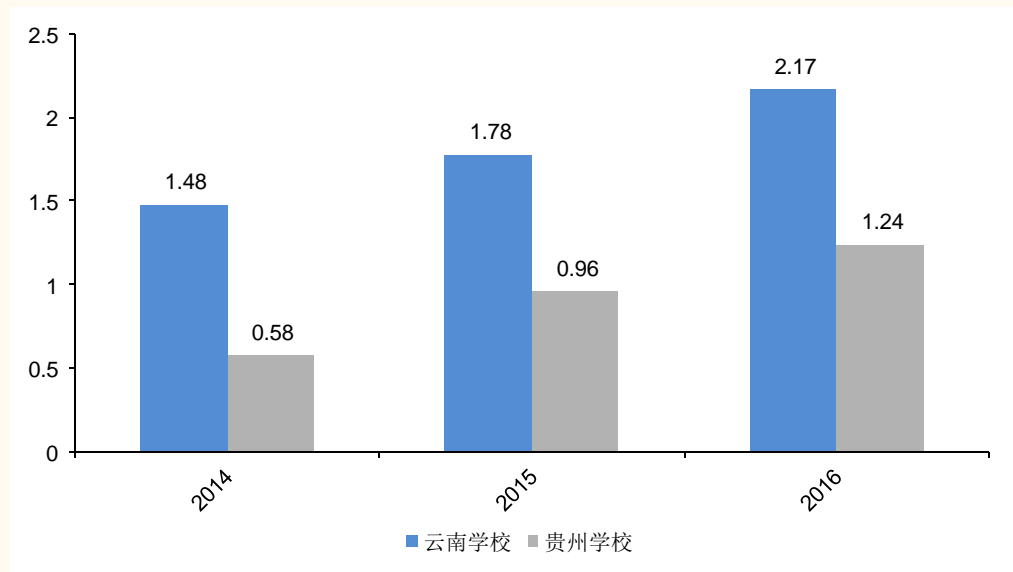
水平云南学校在 831 元/年左右，贵州学校在 1205 元/年左右，两所学校合计在 955 元/年左右，变化较小。

图表 41：新高教收入组成情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 42：分学校学年收入情况 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：各学校收入、毛利率、平均学费及寄宿费

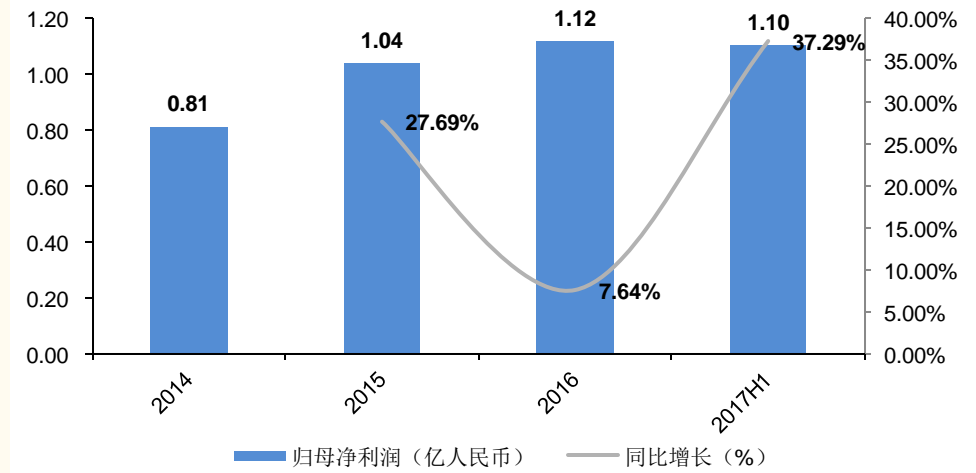
学校	收入 (亿元)			毛利率 (%)			生均学费 (元)			生均寄宿费 (元)		
	截至 12 月 31 日止年度			截至 12 月 31 日止年度			截至 12 月 31 日止年度			截至 12 月 31 日止年度		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
云南学校	1.48	1.78	2.17	51%	49%	52%	8,614	9,371	10,791	824	812	858
贵州学校	0.58	0.96	1.24	48%	53%	51%	8,911	8,748	8,597	1255	1227	1133
总计	2.06	2.74	3.41	49%	50%	48%	8,694	9,150	9,900	938	959	969

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 调整后归母净利润近三年 CAGR 达 27.28%，2017H1 实现 1.28 亿元

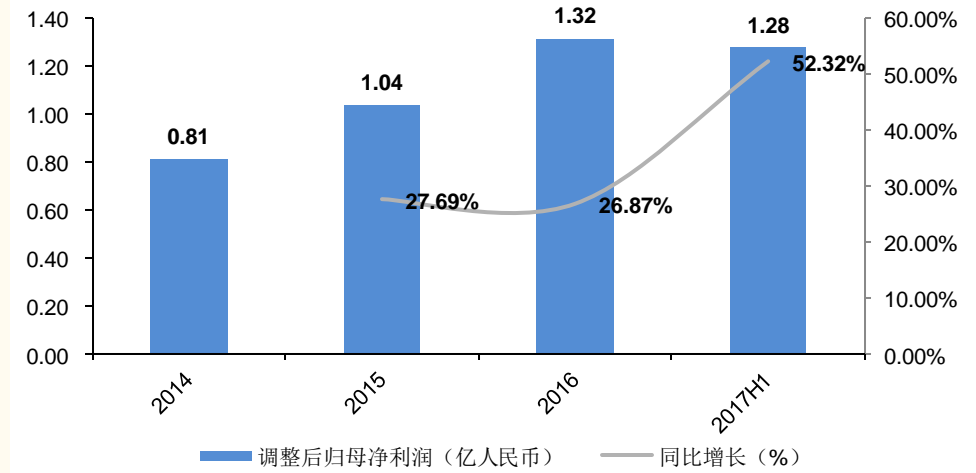
- 归母净利润增长迅速，2017 年前六个月归母净利润 1.1 亿元，同比增长 37.29%，接近去年全年 1.12 亿元水平。2016 年及 2017 年前六个月归母净利润受上市开支的影响，未能完全真实反映集团经营情况。经过调整后的归母净利润增长趋势明显，由 2014 年的 0.81 亿元上升至 2016 年的 1.32 亿元，近三年 CAGR 达 27.28%，2017H1 实现 1.28 亿元，同比增长 52.32%。扣非后归母净利润方面，由 2014 年的 0.8 亿元上升至 2016 年的 1.08 亿元，2017H1 实现 1.05 亿元，同比增长 32.69%。

图表 44：新高教集团归母净利润情况



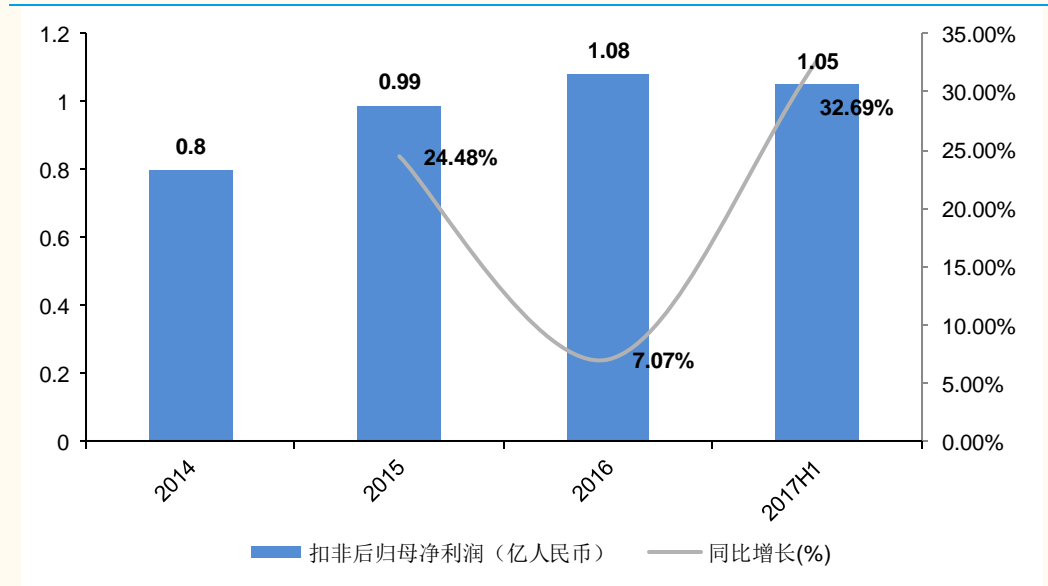
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：新高教集团经调整后归母净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46: 新高教集团扣非后归母净利润情况

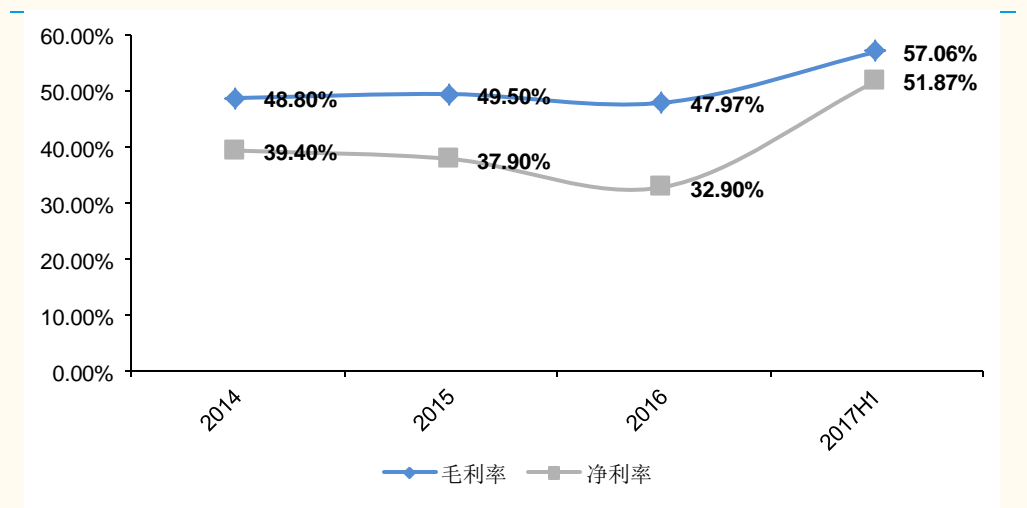


来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.3 毛利率净利率均提升, 调整后管理费率及财务费率均有所改善

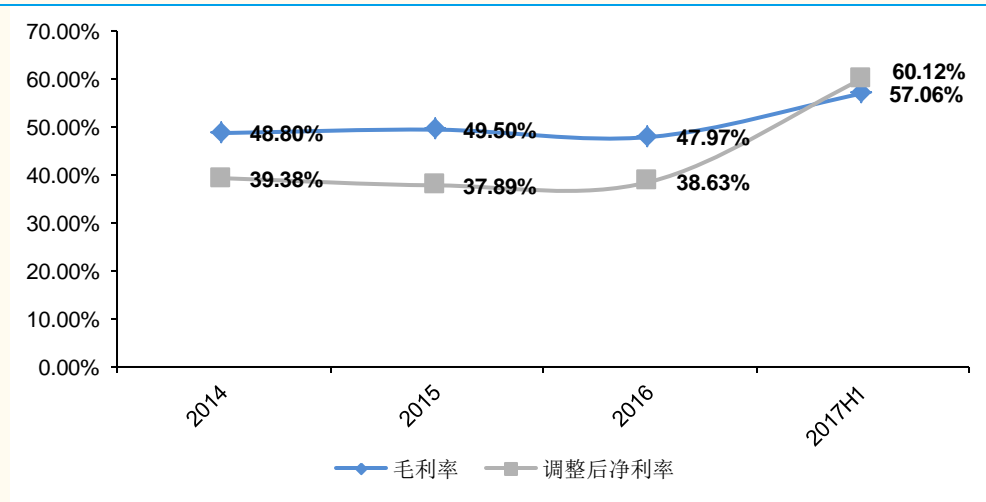
- 2017 年上半年, 公司毛利率及净利率皆较上年同期有小幅上升。2017H1 毛利率水平为 57.1%, 较去年同期的 56.3% 上升 0.8pct, 未调整净利率为 51.87%, 较去年同期的 44.8% 上升 7.07pct, 调整后净利率为 60.12%, 较去年同期的 47.1% 上升 13.02pct。这主要是由于新高教从 2016 年下半年开始华中学校获取独家技术服务和教育咨询服务费, 并从 2017 年上半年开始向东北学校收取服务费, 服务费直接进入净利润, 但收入还没有并表。

图表 47: 新高教集团毛利率、净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 48：新高教集团毛利率、调整后净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

除华中和东北学校的未收入并表因素外，还有租赁收入等其他收入，并没有并入总收入之中，但体现在净利润。预计随着 2018 年华中学校和东北学校收入并表，净利润仍会持续保持增长，净利率逐步回归正常水平，预计 2018-2019 年净利率（将东北&华中学校和其他收入并入收入的口径）将分别为 41%，43%，符合行业水平。整体学历教育学校的净利率水平较高，主要原因是享有地租占比、所得税率、营销费率均较低的优势。

图表 49：港股教育公司毛利率与净利率

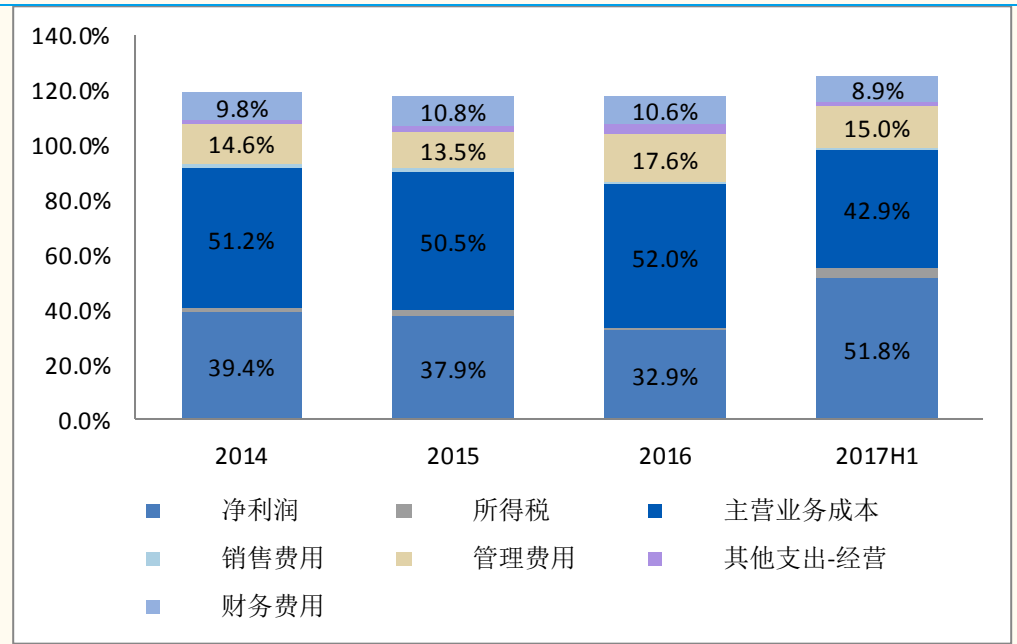
	2016 财年	
	毛利率	净利率
枫叶教育	48.42%	37.07%
睿见教育	47.15%	22.03%
宇华教育	51.99%	39.86%
民生教育	56.91%	50.80%
成实外教育	47.29%	36.26%
新高教集团	47.97%	38.63%
行业平均	49.96%	37.44%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：新高教为调整上市费用后净利率

2017H1 主营业务成本占营业收入比下降，净利润占营业收入比上升。各项目占主营业务收入的比重之和大于 100%，因为总收入中包括主营业务收入和其他收益及增益。其他收益及增益包括服务收益、租金收益、政府补助、投资收益、利息收益等。其他收益及增益中占比最多的是服务收益。2016 年年度服务收益来源于东北学校支付给新高教集团的服务费 13.5 百万元，截至 2017 年 6 月 30 日止六个月的服务收益包括东北学校支付本集团的服务费 16.5 百万以及华中学校支付本集团的服务费 3.4 百万元。

图表 50: 利润表中各项目占主营业务收入百分比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司主营业务成本主要包括支付给学校人员的薪酬及福利、折旧及摊销、教学活动等。其中, 人员薪酬占主营业务成本的主要部分, 且其所占比例正逐年上升。

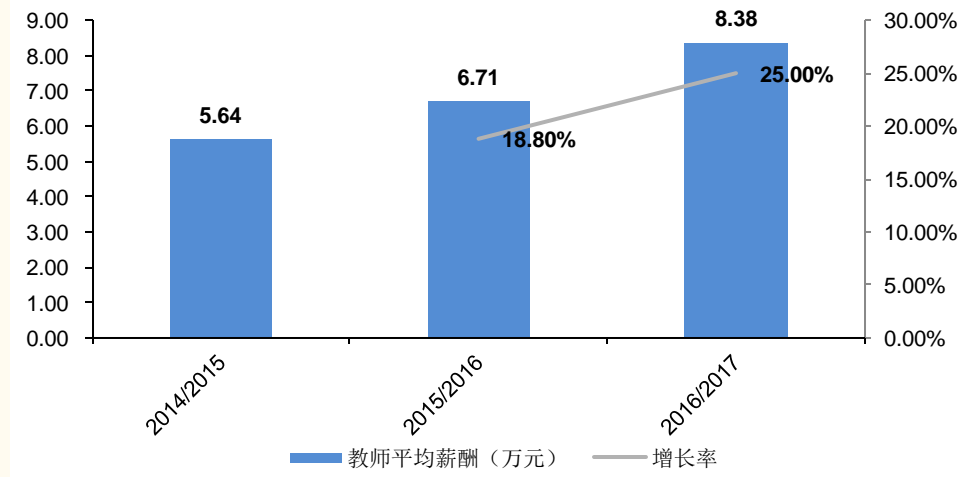
图表 51: 新高教集团成本分拆表

	占主营业务成本百分比		
	2014	2015	2016
薪酬及福利	67.8%	70.3%	70.7%
折旧及摊销	20.8%	18.6%	16.8%
教学活动成本	3.9%	2.6%	2.9%
差旅开支	2.3%	1.7%	1.7%
维修成本	1.5%	1.4%	1.6%
学生相关成本	0.7%	2.6%	3.2%
水电费	1.8%	1.6%	1.8%
其他	1.2%	1.2%	1.3%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 根据教师人数可计算出, 教职人员平均薪资正加速上涨, 2016 年平均为 8.38 万元, 增幅 25%。

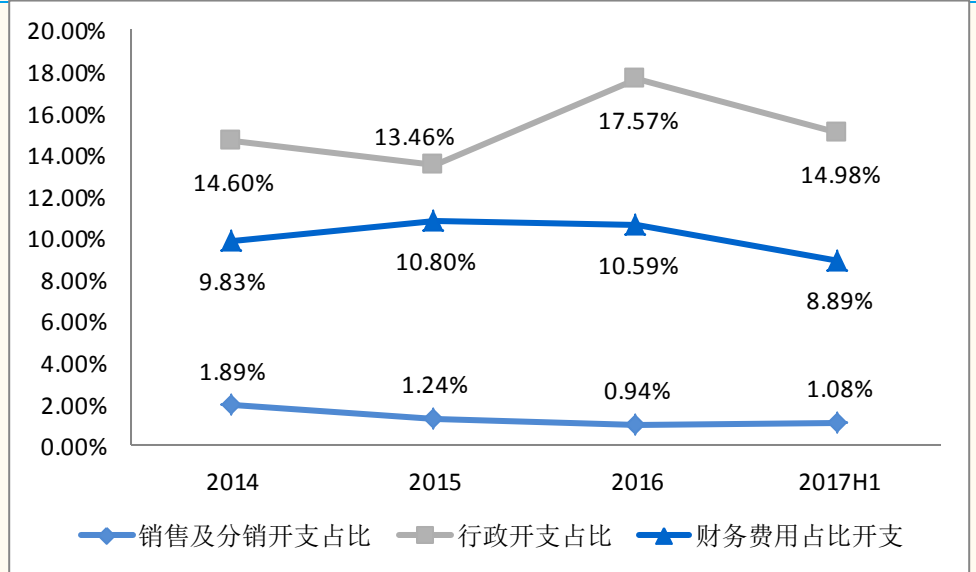
图表 52: 教职人员平均薪资



来源: 公司公告, 国金证券研究所

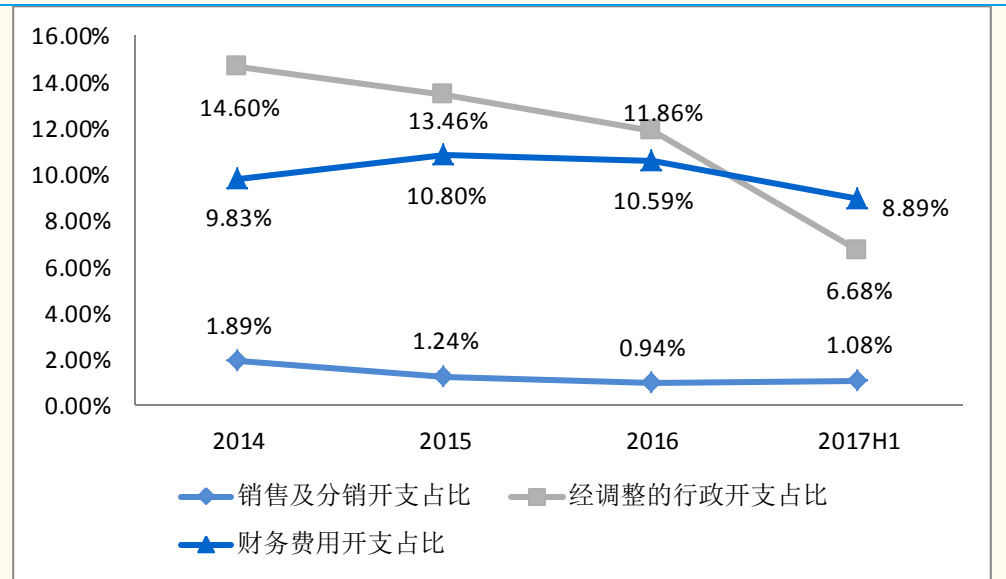
- 销售及分销开支由广告开支及招生开支组成。广告开支包括宣传学校的开支, 招生开支包括欢迎新生入学产生的各种开支, 例如印刷录取通知书等。2017 年上半年该费用较上年同期增加, 主要是由于集团上市后加大了品牌宣传。
- 财务费用开支占营业收入的比重维持在一个相对稳定的水平。2017 年上半年公司通过上市筹集资金, 偿还部分借款, 使得财务费用占比下降至 8.91%。

图表 53: 新高教集团各项费用支出情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

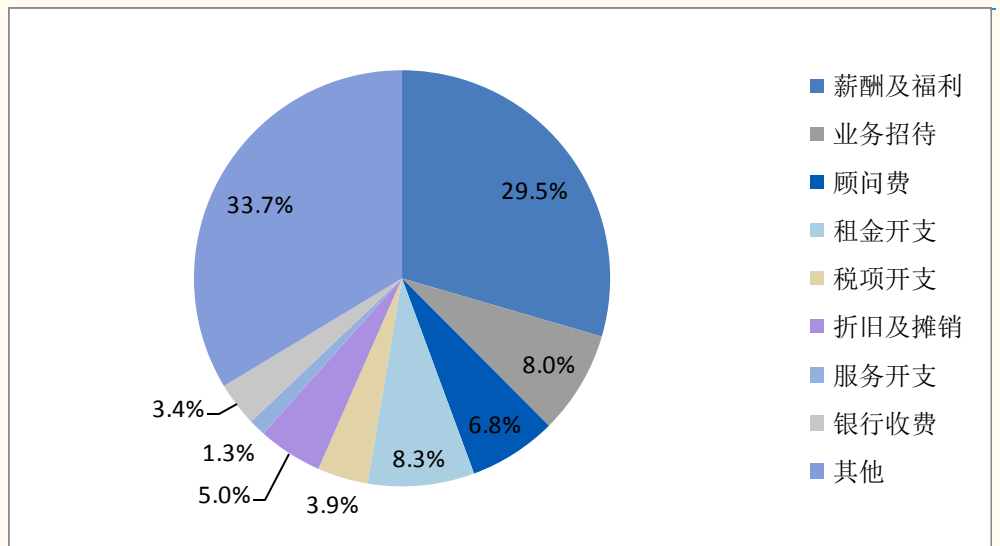
图表 54：新高教集团调整上市开支后各项费用支出情况



来源：公司公告，国金证券研究所

行政开支主要包括总部行政人员及物业管理人员的薪酬及福利、业务招待开支、咨询费用等。2016 年行政开支占收入的比重增加到 17.57%，主要是由于其他支出中包含了上市产生上市开支 19.5 百万元。扣除上市开支，得到 2016 年调整后的行政开支 40.4 百万元，占同期营业收入比 11.86%。2017H1 行政开支支出 31.8 百万元扣除上市产生的开支 17.6 百万元，得到经调整的行政开支 14.2 百万元，占 2017H1 营业收入的 6.68%。2014 年以来，公司经调整的行政开支占营业收入的比值持续下降，表明公司合理控制费用增长，降低管理成本率。

图表 55：2016 年行政开支构成

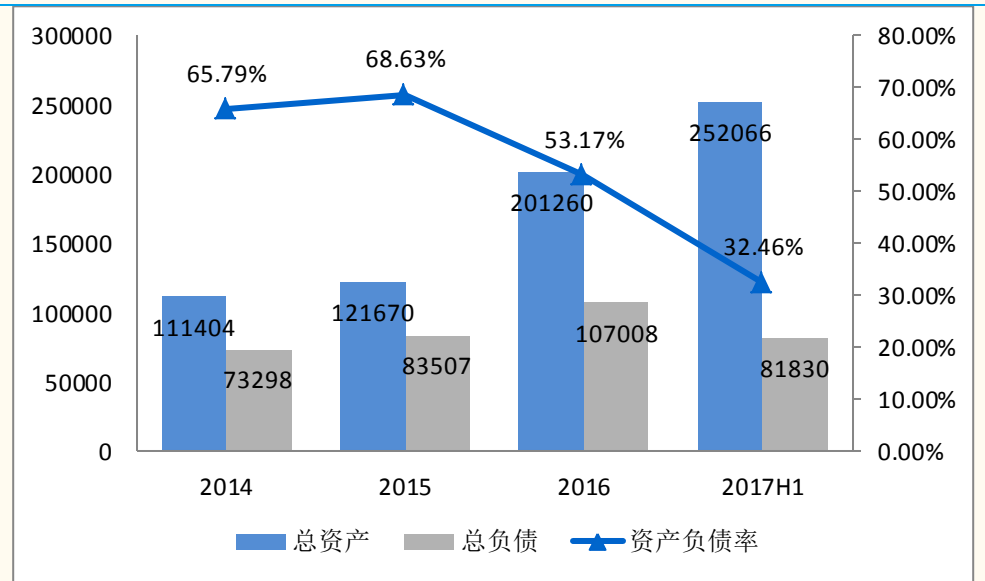


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4.4 上市后首次派息股息率达 23.33%，资产负债率降低助未来规模扩张

上市后首次派息股息率达 23.33%。新高教集团 2017 年 6 月 30 日派发股息每股人民币 0.021 元，合计人民币 3005.3 万元，这是 2017 年 4 月 29 日上市以来首次派发股息。同期每股收益为 0.09 元，股息支付率为 23.33%，具有较高的股息率水平。

图表 56: 新高教集团资产负债率



来源: wind, 国金证券研究所

资产负债率有所降低, 具较强融资能力助进一步规模扩张。公司高教集团资产负债率由 2014 年的 65.79% 下降到 2016 年的 53.17%, 2016 年资产负债率下降源于公司资产规模扩张速度较快。2017 年上半年资产负债率降低至 32.46%, 主要是由于公司通过上市在资本市场上筹集充足的资金, 用上市所得款项偿还部分借款。总体来说, 公司的资产负债率水平较低, 具有较强的偿债能力和融资能力, 有助于集团进一步规模扩张。

5. 盈利预测

5.1 收入

- **学费方面（按学年）**，云南学校因同时提供本科课程和专科课程，学费增长较快，预计 2017/2018/2019 年增长率分别为 10%/9%/9%；贵州学校只提供专科课程，学费增长较慢，预计 2017/2018/2019 年增长率分别为 6%/5%/5%；东北学校和华中学校同时提供本科课程和专科课程，预计 2017/2018/2019 年增长率分别为 6%/5%/5%；西北学校计划 2019 年开始投入运营，学费以贵州学校学费为参考。至 2019-2020 学年，预计云南学校/贵州学校/东北学校/华中学校/西北学校，人均年学费将分别达到约 14500 元/9670 元/14650 元/15860 元/8500 元。
- **学生人数方面（按学年）**，云南学校 2017 年获教育厅批准“十三五”期间在校生规模扩大到 44000 人，预计 2017/2018/2019 年增长率分别为 13%/9%/20%；贵州学校只提供专科课程，学生人数增速比较快，利用率仍有提升空间，预计 2017/2018/2019 年增长率分别为 6%/6%/12%；东北学校以往年份增速很慢，甚至有下降，预计基本保持不变；华中新校园于 2016 年 8 月 31 日开始使用，之后年份会有快速增长，预计 2017/2018/2019 年增长率分别为 58%/45%/45%；西北学校建设将于 2017 年下半年动工，计划于 2019 年 9 月开始招生，计划容纳 15000 人，第一年预计使用率 17%，预计 2019 年学生人数约 2500 人。至 2019-2020 学年，3 所自建学校（云南学校、贵州学校及西北学校）学生人数约 4.89 万人，5 所学校约 7.06 万人。
- 由于学费于 9 个月期间（一般为 9 月至 6 月，不包括寒假）按比例确认为收入，每财年的学费收入包括于前一财年 9 月初开始的学年初时收取的 5 个月学费以及于当下财年 9 月开始的学年初收取的 4 个月学费。因此预测每财年学费收入运用的是以下公式：**按财年，总学费收入=（前一学年平均学费*前一学年学生人数）*5/9+(当前学年平均学费*当前学年学生人数)*4/9**。住宿费方面，之前年份占收入比在 10%左右，呈现下降趋势，预计 2019 年下降至 8.5%的水平。
- 目前，我们按照 2016 年及 2017H1 公司的做法处理：将自建的三所学校（云南学校、贵州学校及西北学校）计入营业收入，投资的东北学校和华中学校按照协议规定支付给新高教服务费，计入其他收入及增益的净额，直接进入净利润。**基于此，我们预测新高教的营业收入未来三年复合增长率约 19.2%左右，至 2017/2018/2019 财年预计分别达到 3.98/4.68/5.78 亿元**。若按照东北学校和华中学校 2018 年开始并表测算，则营业收入未来三年复合增长率约 38.0%左右，至 2017/2018/2019 财年预计分别达到 3.98/7.20/8.96 亿元。
- **其他收入及增益**，该部分收入为净额直接进入净利润。除了东北学校和华中学校的服务费之外，其他收入及增益主要包括政府补助，校内商铺餐厅的租赁及物业费用，驾驶员考试等考试培训费，杂项收入如（军训服装订购、开学移动通信服务、广告栏广告收入、水电费代理收费等）等等，部分收入与学生人数有关，随着学校规模扩张学生人数的上升，这部分收入会随之增加（2017H1 东北和华中服务费合计 20 百万元，其他合计 33.3 百万元。），我们预测除了东北和华中学校的服务费之外，其他收入及增益 2017/2018/2019 财年预计分别达到 59/72/83 百万元。

图表 57：平均学费、学生人数预测情况

按学年，平均学费（元）				
	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2010
A. 云南学校	11121	12233	13334	14534
YOY		10%	9%	9%
B. 贵州学校	8273	8769	9208	9668
YOY		6%	5%	5%
C. 东北学校	12538	13290	13955	14653
YOY		6%	5%	5%
D. 华中学校	13572	14386	15106	15861
YOY		6%	5%	5%
E. 西北学校				8500

按学年，学生人数（人）				
	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2010
A. 云南学校	19490	22024	24006	28807
YOY		13%	9%	20%
B. 贵州学校	13972	14810	15699	17583
YOY		6%	6%	12%
C. 东北学校	9518	9708	9903	10101
YOY		2%	2%	2%
D. 华中学校	3480	5498	7973	11560
YOY		58%	45%	45%
E. 西北学校				2500
自建学校（A+B+E）	33462	36834	39705	48890
YOY		10%	8%	23%
自建和投资学校（A+B+C+D+E）	46460	52041	57580	70551
YOY		12%	11%	23%

注：收购东北学校仍须待教育部审核核准及向省级民政主管部门登记，尚未并表。

注：收购华中学校仍须待教育部审核核准及向省级民政主管部门登记，尚未并表。

来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告，国金证券研究所

图表 58：东北学校及华中学校支付服务费直接计入净利润，收入增长情况
A. 东北学校及华中学校的服务费直接计入净利润
按学年，总学费收入（百万元）

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2010
A. 云南学校	216.75	269.42	320.10	418.69
B. 贵州学校	115.59	129.88	144.55	169.99
C. 东北学校	自 2016.9.1 起利润 73.9% 作为服务费直接计入净利润			
D. 华中学校	自 2017.1.1 起利润 89.2% 作为服务费直接计入净利润			
E. 西北学校				21.25
自建学校总学费收入 (A+B+E)	332.34	399.30	464.65	609.93
YOY		20.1%	16.4%	31.3%

注：按学年，总学费收入=同一学年平均学费*同一学年学生人数

按财年，主营业务收入（百万元）

	2016	2017	2018	2019
按财年，总学费收入	310.68	362.10	428.34	529.22
a. 学费占总收入比重	91.0%	91.0%	91.5%	91.5%
b. 住宿费占总收入比重	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%
按财年，主营业务收入	341.41	397.91	468.13	578.38
YOY		16.55%	17.65%	23.55%
未来三年 CAGR				19.2%

注：按财年，总学费收入=(前一年平均学费*前一年学生人数)*5/9+(当前年平均学费*当前学生人数)*4/9

注：按财年，总收入=(按财年，总学费收入)/学费占总收入比重

注：东北学校自 2016 年 9 月 1 日起将利润 73.91% 作为服务费支付给新高教全资子公司，收入尚未并表

注：华中学校自 2017 年 1 月 1 日起将利润 89.5% 作为服务费支付给新高教全资子公司，收入尚未并表，2017 年 10 月 18 日，间接收购华中学校联合举办者 10.8% 股权。

其他收入及增益（百万元）

	2016	2017	2018	2019
东北&华中服务费(C 学费*73.91%+D 学费)*预测净利率	13.50	45.83	58.75	76.13
其他(政府补助, 租金收入, 服务费等)	47.36	59.00	72.00	83.00
合计	60.86	104.83	130.75	159.13

注：其他收入及增益为净额，直接进入利润。除了东北与华中学校的服务费之外，其他收入及增益主要包括政府补助，校内商铺餐厅的租赁及物业费，驾驶员考试等考试培训费，杂项收入如(军训服装订购、开学移动通信服务、广告栏广告收入、水电费代理收费等)等等，部分收入与学生人数有关，随着规模扩张学生人数的上升，这部分收入会随之增加。2017H1 东北和华中服务费合计 20 百万元，其他合计 33.3 百万元。

来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告，国金证券研究所

图表 59: 假设东北学校及华中学校自 2018 年开始并表, 收入增长情况

B. 假设东北学校及华中学校自 2018 年开始并表

按学年, 总学费收入 (百万元)

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2010
A. 云南学校	216.75	269.42	320.10	418.69
B. 贵州学校	115.59	129.88	144.55	169.99
C. 东北学校	119.34	129.03	138.19	148.00
D. 华中学校	47.23	79.10	120.43	183.36
E. 西北学校				21.25
总学费收入	332.34	399.30	723.27	941.29
YOY		20.1%	81.1%	30.1%

按财年, 主营业务收入 (百万元)

	2016	2017	2018	2019
按财年, 总学费收入	310.68	362.10	658.91	820.17
a. 学费占总收入比重	91.0%	91.0%	91.5%	91.5%
b. 住宿费占总收入比重	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%
按财年, 主营业务收入	341.41	397.91	720.12	896.36
YOY		16.55%	80.98%	24.47%
未来三年 CAGR				38.0%

注: 按财年, 总学费收入 = (前一学年平均学费 * 前一年学生人数) * 5/9 + (当前学年平均学费 * 当前学年学生人数) * 4/9

注: 按财年, 总收入 = (按财年, 总学费收入) / 学费占总收入比重

其他收入及增益 (百万元)

	2016	2017	2018	2019
东北&华中服务费(C 学费 * 73.91% + D 学费) * 预测净利率	13.50	45.83	-	-
其他 (政府补助, 租金收入, 服务费等等)	47.36	59.00	72.00	83.00
合计	60.86	104.83	72.00	83.00

注: 其他收入及增益为净额, 直接进入利润。除了东北与华中学校的服务费之外, 其他收入及增益主要包括政府补助, 校内商铺餐厅的租赁及物业费, 驾驶员考试等考试培训费, 杂项收入如 (军训服装订购、开学移动通信服务、广告栏广告收入、水电费代理收费等) 等等, 部分收入与学生人数有关, 随着规模扩张学生人数的上升, 这部分收入会随之增加。2017H1 东北和华中服务费合计 20 百万元, 其他合计 33.3 百万元。

来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司公告, 国金证券研究所

5.2 毛利率及净利率

- 我们认为受益于学生人数快速增长和学校网络的拓展带来的规模效应, 新高教的毛利率会有所提升, 预计 **2017/2018/2019 年毛利率分别为 48.5%/50.5%/52.5%**。
- 同时 2016 年开始新高教从东北学校和华中学校获取独家技术服务和教育咨询服务费, 但收入并没有并表。未来年份的净利润会进一步提高 (2017 年 H1 调整后净利润为 1.28 亿元, 调整后净利率达 60.12%, 高于同期毛利率为 57.06%, 主要是因为东北华中学校利润和其他收入没有并入收入, 直接计入利润) 目前, 我们按照 2016 年及 2017H1 公司的做法处理, 将投资的东北学校和华中学校支付的服务费, 直接计入净利润。我们预计 **2017/2018/2019 年调整后净利润分别为 2.55/3.40/4.32 亿元, 同比增长率约为 93.4%/33.3%/26.9%**。若按照东北学校和华中学校 2018 年开始并表测算, 同时将其他收入计入总收入, 测算得 **18-19 年实际净利率为 41%和**

43%。未来随着收购东北学校及华中学校的教育部审核核准及向省级民政主管部门登记完成、正式并表的落实，我们会及时调整财务模型。

- 投资东北学校方面，哈轩公司于 2016 年 6 月 20 日与东北学校现有举办者订立协力取得该学校全部举办者权益，新高教于 2016 年 7 月 29 日取得哈轩公司 73.91% 股权，并已支付 156.9 百万元，剩余部分会后续支付。现由学校举办者转让学校举办权予哈轩公司的申请正待教育部最终审核核准及向省级民政部门注册，注册完成后才可以进行并表。于 2016 年 8 月 23 日，东北学校与新高教全资子公司辉煌公司签订独家技术服务及教育咨询服务协议，于 2016 年 9 月 1 日生效。目前，东北学校按照协议规定将其利润 73.91% 作为技术服务于教育咨询服务的服务费支付给辉煌公司。
- 投资华中学校方面，2017 年 5 月 15 日，新高教全资子公司辉煌公司与华中学校订立独家技术服务与教育咨询服务技术协议，华中学校将自 2017 年 1 月 1 日起，按年向辉煌公司支付其 89.2% 的营运所得盈余作为服务费。2017 年 10 月 18 日，新高教间接全资附属公司云爱集团以 710 百万元收购恩常公司的 10.8% 股权，此前新高教已经间接持有恩常公司 89.2% 的股权。这次完成股权转让后，恩常公司将成为新高教的间接全资附属公司。变更华中学校的举办权及增加恩常公司为联合学校举办者的申请正待教育部最终批准及向省级民政部门注册，完成后，恩常公司将成为华中学校的联合学校举办者，关于华中新学校的业绩才开始将计入新高教的业绩。

6. 投资建议

- **民办高等教育行业发展迅速，渗透率逐渐增长，集中度有望提高。**中国民办高等教育行业于 1980 年代初期兴起，并自 1990 年代初期迅猛发展。由 2011 年至 2015 年，民办高等教育机构总数由 698 家增至 734 家。就学生人数而言，民办高等教育于 2015 年的渗透率为 21.7%。根据弗若斯特沙利文报告，预计 2020 年中国民办高等教育行业总收入将达到 1563 亿，学生人数将达 870 万人，渗透率有望达到 27.2%。同时我们认为随着民办教育促进法的持续推进，民办教育行业有望受益于资本化，加快扩张步伐，实现市场集中度的提升。

最早上市的民办教育集团之一，投资+自建扩大规模，仍有未使用土地可扩建，学校利用率仍有提升空间。新高教集团创立于 1999 年，2017 年 4 月 19 日在香港交易所主板上市，是最早上市的民办教育集团之一。目前，集团自建了云南学校和贵州学校，投资了华中学校及东北学校，并于 2017 年下半年开始筹建西北学校，预计西北学校于 2019 年投入使用。2017 年云南学校获批在“十三五”期间在校生规模扩大到 44000 人，云南学校拥有大面积的预留土地，可以用作进一步扩展，此次获批规模翻番未来在校生人数有望快速增长。2016/2017 学年，两所学校综合利用率 88.5%，较上学年的 85.1% 上升 3.4pct，仍有上升的空间。

- **“量”“价”双增，推动集团营收净利双增长。**新高教 2014-2016 年营业收入复合增长率为 28.7%，调整后归母净利润（调整上市费用）复合增长率为 27.3%，2017H1 营收为 2.13 亿元，同比增长 19.25%。调整后归母净利润为 1.28 亿元，同比增长 52.32%。收入的增长来自学费、学生人数两方面增长。2017/2018 学年四所学校平均学费为 1.16 万元，同比增加 7.7%。其中，两所自建学校平均学费为 1.07 万元，同比增加 7.8%。2017/2018 学年，四所学校人数为 5.43 万人，同比增加 16.9%。其中，两所自建学校人数为 3.92 万人，同比增加 17.2%。
- **毛利率净利率均提升，资产负债率降低助未来规模扩张。**新高教 2016 年毛利率、调整后净利率分别为 47.97%，38.63%，2017H1 毛利率水平为 57.1%，同比上升 0.8pct，未调整净利率为 51.87%，同比上升 7.07pct，调整后净利率为 60.12%，同比上升 13.02pct。这主要是由于新高教 2016 年下半年开始从华中学校获取服务费，并 2017 年上半年开始向东北学校收取服务费，服务费直接进入净利润，但收入还没有并表，导致报表净利

率较高，此外，租赁收入等其他收入，并没有并入总收入之中，但体现在净利润。预计随着 2018 年华中学校和东北学校收入并表，净利润仍会持续保持增长，净利率逐步回归正常水平，预计 2018-2019 年净利率（并表口径）将分别为 41%、43%。2017H1 资产负债率进一步降低至 32.46%，主要是由于公司通过上市在资本市场上筹集充足的资金，用上市所得款项偿还部分借款。总体来说，公司的资产负债率水平较低，具有较强的偿债能力和融资能力，有助于集团进一步规模扩张。

- **目标价 7.0 港元，首次给予买入评级。**目前，我们按照 2016 年及 2017H1 公司的做法处理：将自建的三所学校（云南学校、贵州学校及西北学校）计入营业收入，投资的东北学校和华中学校按照协议规定支付给新高教服务费，计入其他收入及增益的净额，直接进入净利润。基于此，我们预测新高教的营业收入未来三年年复合增长率约 19.2% 左右，至 2017/2018/2019 财年预计分别达到 3.97/4.68/5.78 亿元，若按照东北学校和华中学校 2018 年开始并表测算，则营业收入未来三年年复合增长率约 38.0% 左右，至 2017/2018/2019 财年预计分别达到 3.98/7.20/8.96 亿元，2017/2018/2019 年调整后归母净利润分别为 2.55/3.40/4.32 亿元，P/E 分别为 23/16/13 倍，EPS 分别为 0.17 元/0.24 元/0.30 元，基于 25 倍 2018 年市盈率，给出目标价为 7.0 港元，首次给予买入评级。

风险提示：并购整合存在一定管理上的风险；明年东北学校及华中学校能否完全并表仍需看时间推进情况；新建学校招生或不及预期；2016 年新增部分长期借款已于 2017 年上市之后用上市资金偿还，提前偿还或存借款结构上的风险；教育用地使用或存在政策风险

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	385	746	673	677	营业额	341	397	468	578
现金及现金等价物	179	659	576	579	销售成本	177	205	231	274
其他应收款	51	49	50	55	毛利	164	193	236	303
存货	-	-	-	-	销售、一般性和行政开支	63	79	70	72
非流动资产	1628	1925	2290	2669	其他营业收入	-	105	131	159
投资物业	32	32	32	32	EBITDA	178	299	389	493
固定资产	867	1094	1388	1699	折旧和摊销	29	35	45	56
无形资产	8	7	6	5	EBIT	149	264	344	437
总资产	2013	2672	2963	3346	融资收入净额	-36	-20	6	7
流动负债	563	611	663	738	除所得税前溢利	113	244	350	444
短期借款	103	82	57	47	所得税开支	2	6	9	11
其他	461	529	606	691	除所得税后溢利	112	238	341	433
非流动负债	507	179	162	145	非控制性股东应占溢利	0	0	1	1
长期借款	476	147	129	110	股息	-	59	85	108
其他	31	32	34	35	母公司股东应占溢利	112	238	340	432
负债合计	1070	790	825	884	EPS	0.08	0.17	0.24	0.30
股本	-	1	1	1					
储备	888	1647	1647	1647	主要财务比率				
保留溢利	-	178	434	757	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
非控制性股东权益	54	55	56	57	成长性				
总权益	943	1881	2138	2462	营业额增长率	24.5%	16.6%	17.7%	23.6%
总负债和总权益	2013	2672	2963	3346	EBIT 增长率	6.7%	77.5%	30.1%	27.0%
					净利润增长率	8.1%	112.3%	43.3%	26.8%
					盈利能力				
综合现金流量表	单位:百万				EBIT/营业额	43.7%	66.5%	73.6%	75.7%
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITDA/营业额	52.2%	75.3%	83.2%	85.4%
除所得税后溢利	109	238	341	433	毛利率	48.0%	48.5%	50.5%	52.5%
折旧和摊销	29	35	45	56	净利率	32.9%	59.9%	73.0%	74.9%
利息费用	35	20	-6	-7	ROE	12.6%	13.0%	16.3%	17.9%
营运资本的变动	54	125	26	23	偿债能力				
经营活动产生现金流量	225	481	448	566	资产负债率	53.2%	29.6%	27.8%	26.4%
资本性支出	-160	-260	-338	-366	流动比率	0.68	1.22	1.01	0.92
投资、贷款于联营和共同控制实体	-1	-	-	-	速动比率	0.58	1.16	0.94	0.86
投资活动产生现金流量	-667	-331	-408	-434	营运能力				
借款变动	138	-350	-44	-29	资产周转率	0.17	0.15	0.16	0.17
发行股份	-	760	-	-	每股资料				
支付的股利和利息	-50	-80	-79	-101	每股收益	0.08	0.17	0.24	0.30
融资活动产生现金流量	537	331	-123	-130	每股经营现金流	0.16	0.34	0.31	0.40
现金净变动	96	481	-83	3	每股净资产	0.62	1.28	1.45	1.68
现金的期初余额	83	179	659	576	估值比率(倍)				
现金的期末余额	179	659	576	579	PE	49.29	23.18	16.19	12.76
					PB	6.20	3.02	2.65	2.29
					EV/EBITDA	2.57	17.17	13.32	10.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH