

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

港股

教育

**民生教育 (01569)**

事件点评

**买入**

(维持评级)

2018年02月13日

## 同乐陵政府合作进军高中教育

证券分析师: 王学恒      010-88005382      wangxueh@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002  
 联系人: 荣泽宇      010-88005307      rongzeyu@guosen.com.cn

### 事件简介:

2018年2月12日,民生教育(1569.HK,以下或简称公司)发布公告,公司控股子公司重庆杰睿教育科技有限公司和乐陵市人民政府签订协议,将在山东德州乐陵设立民生乐陵高中。根据公司公告,本次合作中民生教育将投资人民币2亿元,建立一所占地面积200亩、拥有60个班级和3000学生的全日制高中,负责校园建设和配套设施采购。乐陵政府将为校园建设、办学管理提供土地支持、行政审批,并在2018-2022年的帮扶期内选派乐陵一中的教师和管理人员协助办学。帮扶人员不低于该校教师和管理人员总数的80%,其基本工资、社保、公积金由乐陵政府负责,绩效工资和奖金由民生教育提供。

### 事件点评:

#### ■ 进军高中教育,公司发展战略将多元化

民生乐陵高中计划于2018年9月开始招生,并匹配招生情况逐步完善校园建设。本次合作标志着民生教育在发展战略上将不再将民办高校作为唯一主业,而是会进行更加多元化的办学布局。战略的多元化主要有两层含义:

1. 地域的选择上,从山东开始进行高中办学有助于培养公司同当地政府的长期合作关系,在当地逐步形成品牌影响力,为今后山东省及周边地区的高教等其他业务开展打下基础。
2. 业务的拓展上,乐陵高中开始招生后公司将不再是纯粹的民办高教集团。我们认为民生教育未来至少会保持在高等教育和高中教育两个细分领域的持续投入,利用高中办学经验和口碑的积累打造协同效应。

若该项目如期推进,2019年公司财报将体现高中教育的收入。目前资本市场给民办K12基础教育的估值要高于民办高教。民生教育未来如果继续新增高中教育项目,将有望赢得更高的估值水平。

#### ■ 合作代价合理,土地面积是长期看点

本次合作公司将投入2亿元进行校园建设和教学配套设施购置。我们认为本次合作的代价比较合理,主要原因是当地政府给学校划拨的200亩土地足以支撑6000人以上的办学规模。新办学校的建设通常会根据招生情况分期投入,对公司的资金压力不大,而充足的办学土地和双方的深度合作将是该校长期经营的看点。若办学成绩出色,学校将有条件逐步提高学生容量和招生规模。

#### ■ 维持“买入”评级,随大盘回调后价格具有吸引力

我们看好高中项目成为公司长期发展规划中的新亮点。上周公司股价在基本面没有负面变化、安徽学校尚未并表的情况下,随大盘出现较大回调。2月12日公司收盘价1.45港元,对应2017-2018年PE分别为15.4倍和12.8倍,价格的吸引力进一步提高。我们维持对民生教育的“买入”评级和1.91港元的合理估值。

## 风险提示

1. 中国教育政策变动;
2. 市场竞争激烈导致公司旗下学校招生不及预期;
3. 收购学校的整合进度和成效不及预期。

**附表：财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	602	2217	1881	1721	营业收入	445	503	563	620
应收款项	379	296	332	365	营业成本	186	191	197	204
存货净额	1	1	1	1	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	12	10	11	12
<b>流动资产合计</b>	<b>1157</b>	<b>2687</b>	<b>3066</b>	<b>3450</b>	管理费用	89	98	101	112
固定资产	612	666	726	777	财务费用	(4)	(28)	(51)	(45)
无形资产及其他	307	307	307	307	投资收益	0	(1)	(1)	(1)
投资性房地产	122	122	122	122	资产减值及公允价值变动	0	0	2	1
长期股权投资	21	28	40	52	其他收入	50	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2224</b>	<b>3815</b>	<b>4267</b>	<b>4714</b>	营业利润	212	231	306	336
短期借款及交易性金融负债	139	0	0	0	营业外净收支	40	116	116	116
应付款项	3	2	2	2	<b>利润总额</b>	<b>251</b>	<b>347</b>	<b>422</b>	<b>452</b>
其他流动负债	379	271	275	288	所得税费用	2	7	13	18
<b>流动负债合计</b>	<b>521</b>	<b>272</b>	<b>277</b>	<b>289</b>	少数股东损益	6	9	11	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>243</b>	<b>331</b>	<b>398</b>	<b>423</b>
其他长期负债	132	176	214	215					
<b>长期负债合计</b>	<b>132</b>	<b>176</b>	<b>214</b>	<b>215</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>653</b>	<b>448</b>	<b>491</b>	<b>505</b>	净利润	243	331	398	423
少数股东权益	0	9	19	31	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	1571	3295	3693	4115	折旧摊销	(40)	65	72	80
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2224</b>	<b>3752</b>	<b>4203</b>	<b>4651</b>	公允价值变动损失	0	(0)	(2)	(1)
					财务费用	(4)	(28)	(51)	(45)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(254)	19	7	(19)
每股收益	0.06	0.08	0.10	0.11	其它	6	9	11	11
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(44)</b>	<b>423</b>	<b>486</b>	<b>494</b>
每股净资产	0.39	0.82	0.92	1.02	资本开支	11	(118)	(130)	(130)
ROIC	10%	11%	15%	16%	其它投资现金流	378	0	(679)	(512)
ROE	15%	10%	11%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>372</b>	<b>(125)</b>	<b>(821)</b>	<b>(654)</b>
毛利率	58%	62%	65%	67%	权益性融资	0	1097	0	0
EBIT Margin	35%	41%	45%	47%	负债净变化	(120)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	53%	58%	60%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	4%	13%	12%	10%	其它融资现金流	162	(139)	0	0
净利润增长率	20%	36%	20%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(77)</b>	<b>958</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	29%	12%	12%	12%	<b>现金净变动</b>	<b>250</b>	<b>1255</b>	<b>(336)</b>	<b>(160)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	352	602	2217	1881
P/E	24.1	18	15	14	货币资金的期末余额	602	1858	1881	1721
P/B	3.7	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	(126)	165	194	210
EV/EBITDA	55.3	23.5	19.5	17.2	权益自由现金流	(80)	53	244	253

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

《民生教育-1569.HK-民办高教第一股加速全国布局》——2017-09-05

《民生教育-1569.HK-点评：收购脚步不停，强化重庆布局》——2017.11.07

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国境内居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。