



收购+自建双轮驱动，做中国民办高等教育的巨头

报告摘要

2017 年净利润增长 111%，符合预期：2017 年公司收入达 5.43 亿元，同比增长 35%，净利润达 2.33 亿，同比增长 111%。EPS 为 0.17 元，全年累计每股派息 0.046 元，业绩符合预期。17 年公司净利润大幅增长主要因为 1 收购华中、东北等学院后管理服务收入增加至 4390 万 增长 124%。2、平均学费与学生人数稳步提升。

自建+收购双引擎驱动新高教快速发展：在 17 年 12 月及 18 年 1 月新高教公告收购新疆与河南两所大学，所占股权比例为 56%和 55%，学院网络进一步扩大，目前共拥有 6 所大学，覆盖华中、东北、西南和西北地区，在校人数超过 7.6 万人。另外位于甘肃兰州的西北工商职业学院，已经在 2018 年 1 月启动建设，共投资 6 亿元，预计 2019 年招收首批学生。我们认为随着新的民促法实施后，很多权利从中央下放到地方省教育厅。高等教育进入跑马圈地时代，学院并购的审批手续简化。同时国家禁止自建本科院校，专科院校建设审批难度加大。所以对于新高教来说，并购是其快速扩张的最好途径。我们预计 2018 年新高教仍会进行收购。

对内注重教育质量，提高学生就业率，保持学费及学员人数稳步提升：2017 年新高教的云南及贵州学院平均就业率高达 98.1%，远高于行业平均水平。并且新高教已经与多个著名企业达成长期合作关系，如中国移动、中国银行、沃尔玛、中国联通、中国平安、百度、阿里巴巴、京东、BOD 立信会计师事务所、安永会计师事务所、中国中铁、中铁建、南航、东航等等。我们认为高水平高质量的就业率有助于巩固集团声誉，吸引有才华的高中毕业生，有利于新高教的收购活动开展。

目标价 8.3 港元，买入评级：我们长期看好中国高等教育行业的发展，尤其是新高教集团，通过并购迅速成长，加上卓越的投后管理能力，有望成为中国民办高等教育集团的巨头。3 月 5 日新高教将正式进入恒生港股通指数，成交量会更加活跃。我们提升目标价 8.3 港元，较现价有 50% 的上升空间，相当于 2018 年 28 倍预测市盈率，买入评级。

风险提示：收购不及预期；教育政策变动；

(31/12 年结；RMB 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	341	414	786	923	1,158
增长率(%)	24.5%	21.5%	89.6%	17.5%	25.5%
净利润	111	233	325	396	507
增长率(%)	7.6%	108.8%	39.3%	21.8%	28.1%
毛利率(%)	48.0%	54.9%	50.0%	51.0%	52.0%
净利润率(%)	32.5%	56.3%	41.4%	42.9%	43.8%
每股收益(元)	0.10	0.17	0.24	0.29	0.38
每股净资产(元)	0.82	1.28	1.65	1.87	2.23
市盈率	46.1	26.0	18.6	15.3	11.9
市净率	5.5	3.5	2.7	2.4	2.0
净资产收益率(%)	16.8%	17.5%	16.4%	16.7%	18.3%
股息收益率(%)	0.8%	2.2%	4.0%	5.6%	9.4%

数据来源：公司；安信国际预测

评级： 买入

目标价格： 8.3 港元

期限： 12 个月

现价 (2018 年 3 月 1 日)： 5.55 港元

报告日期： 2018-3-2

总市值(百万港元)	7,942.61
流通股市值(百万港元)	7,942.61
总股本(百万股)	1,431.10
流通股股本(百万股)	1,431.10
12 个月低/高(港元)	2.57/6.04
平均成交(百万港元)	20.83

股东结构

李孝轩 55.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.02	26.28	NA
绝对收益	-2.20	31.44	NA

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

行业分析师

+852 2213 1422

jimmywang@eif.com.hk

財務預測

損益表(百萬元)					
	16年 实际	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测
收入	341	414	786	923	1158
毛利	164	228	393	471	602
销售费用	(3)	(4)	(5)	(6)	(9)
管理费用	(60)	(58)	(102)	(120)	(139)
其他收入	48	124	108	131	138
营业收入	149	290	394	475	592
财务开支	(36)	(40)	(46)	(52)	(49)
营业外收支	0	0	0	0	0
税前盈利	113	250	348	423	542
所得税	(2)	(17)	(23)	(28)	(35)
少数股东应占利润	0	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	111	233	325	396	507
EPS (元)	0.10	0.17	0.24	0.29	0.38
增长					
总收入 (%)	24%	22%	90%	17%	25%
每股收益 (%)	8%	77%	39%	22%	28%

资产负债表(百萬元)					
	16年 实际	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测
现金	179	119	442	87	400
应收账款	51	89	102	117	135
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	56	36	37	37	38
总流动资产	285	243	581	242	573
固定资产	867	985	1636	2154	2347
投资性资产	139	155	327	429	538
其他固定资产	721	1186	971	994	910
总资产	2013	2570	3515	3819	4367
应付帐款	240	193	197	201	205
短期银行贷款	103	208	187	168	185
其他短期负债	221	267	294	323	356
总短期负债	563	668	678	692	746
长期银行贷款	476	144	578	572	572
其他负债	31	33	32	35	38
总负债	1070	845	1287	1299	1356
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	943	1725	2228	2520	3012
每股账面值(元)	0.8	1.3	1.7	1.9	2.2
营运资金	(278)	(425)	(97)	(451)	(173)

财务分析					
	16年 实际	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测
盈利能力					
毛利率	48.0%	54.9%	50.0%	51.0%	52.0%
净利率	32.5%	56.3%	41.4%	42.9%	43.8%
ROE	16.8%	17.5%	16.4%	16.7%	18.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	19%	15%	14%	14%	13%
实际税率(%)	2%	7%	7%	7%	7%
股息支付率(%)	N/A	28%	25%	25%	25%
库存周转天数	0	0	0	0	0
应付账款天数	494	377	183	162	134
应收账款天数	54	78	47	46	43
财务状况					
总负债/股本	1.1	0.5	0.6	0.5	0.5
收入/总资产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
总资产/股本	2.1	1.5	1.6	1.5	1.5

现金流量表(百万元)					
	16年 实际	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测
融资成本	36	40	46	52	49
营运资金变化	230	302	462	581	757
所得税	(2)	(17)	(23)	(28)	(35)
其他营运活动	(38)	(40)	(46)	(52)	(49)
营运现金流	225	285	440	553	722
资本开支	(166)	(51)	(818)	(710)	(266)
其他投资活动	(501)	(443)	215	(23)	84
投资活动现金流	(667)	(494)	(603)	(733)	(183)
负债变化	138	(294)	413	(24)	(50)
股本变化	431	703	0	0	0
股息	0	0	(81)	(99)	(127)
其他融资活动	(31)	(59)	(46)	(52)	(49)
融资活动现金流	537	350	285	(175)	(226)
现金变化	96	141	122	(355)	313
期初持有现金	83	179	320	442	87
汇率变动	0	0	0	0	0
期末持有现金	179	320	442	87	400

数据来源：公司；安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888 国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员 (5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010