

## 与甘肃学院联合办学落地, 外延稳步推进

### 投资要点

- **事项:** 公司公告称, 旗下云南学校/贵州学校举办人云爱集团下属子公司与兰州理工大学订立合作协议, 申请成为甘肃学院联合学校举办者。
- **拟出资 2 亿元与甘肃省本科院校合作办学:** 公司公告称, 拟出资合计 2 亿元(其中 1.66 亿元为地价)成为甘肃学院联合举办人, 并拟变更原 IPO 募集款项中用于设立收购土地并设立西北学校的 1.23 亿港元用途, 将该土地将用于开拓甘肃学院新校园。学校将于 2019 年 9 月正式开学, 合作事项完成后, 甘肃学院运营及收益将全部由公司负责。
- **生均收入高速增长, 学生数量增长潜力大:** 甘肃学院成立于 2004 年, 为甘肃省从事高等教育的本科院校, 提供包括机械、电气、土木、材料、化工、理学、文学、管理学等 33 个本科专业。甘肃学院注册资金为人民币 8000 万元, 举办权由兰州理工大学拥有。2016-2017 年, 甘肃学院净利润分别为人民币 1161 万元、1672 万元; 分别拥有学生 8372 人、8218 人, 粗略计算生均收入约 1387/2035 元/生, 2017 年同比增长 46.8%, 增长幅度较大。学院学生人数增长缓慢主要由于甘肃学院位于甘肃理工大学校园内, 办学条件有限, 所以主动调整了招生人数。预计甘肃学院搬入新校园后(计划学额 1.5 万人), 学生人数增长潜力较大。
- **甘肃入学率低, 发展潜力大:** 甘肃学校位于我国西北地区甘肃省境内, 其高等教育发展相对滞后。2017 年, 甘肃省高等教育毛入学率仅为 30% 左右, 远低于全国平均水平 43%; 根据甘肃省“十三五”规划, 预计 2020 年高等教育毛入学率将达到 40%, 提升空间较大。从甘肃省高等教育资源来看, 省内合计拥有 51 所高等院校, 其中本科 17 所, 专科 28 所, 在全国处于比较低的水平。为了实现毛入学率提升的目标, 预计当地政府将会鼓励民办高校在当地的发展, 为公司营造良好的市场环境。
- **盈利预测与评级:** 考虑到公司外延并购逐步加速, 但并购标的并表时间尚未确定, 我们暂时维持盈利预测, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.22/0.28/0.33 元人民币, 暂不给予目标价及评级。
- **风险提示:** 招生人数或不及预期; 学费增速或不及预期; 东北学校和华中学校举办权交接慢于预期; 河南学校并购整合或不及预期, 西北学校变更举办人、招生不及预期。

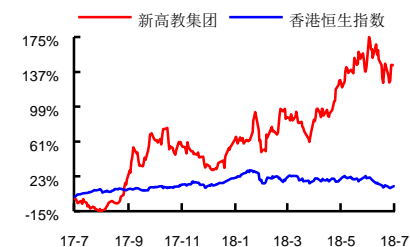
指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	341	414	806	1022	1151
增长率	24.9%	21.5%	94.6%	26.7%	12.7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	112	233	318	407	467
增长率	7.8%	108.8%	36.1%	28.1%	14.7%
每股收益 EPS	0.10	0.17	0.22	0.28	0.33
净资产收益率	0.12	0.14	0.15	0.15	0.14
PE	45-	25	34	27	23

数据来源: 公司资料, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	2.6-8.39
3 个月平均成交量(百万)	12.43
流通股数(亿)	14.31
市值(亿)	106.62

### 相关研究

1. 新高教集团(2001.HK): 年度业绩超预期, 维持长期看好 (2018-03-02)
2. 新高教集团(2001.HK): 收购再下一城, 维持长期看好 (2018-01-10)
3. 新高教集团(2001.HK): 外延扩张迅速, 业绩持续高增长 (2018-01-02)
4. 新高教集团(2001.HK): 内生增长和外延扩张并进, 业绩增长可期 (2017-10-13)

**附：财务报表**

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	341	414	806	1022	1151
毛利	164	228	427	542	610
<b>EBIT</b>	149	290	403	511	576
財務收入(費用)	-36	-40	-49	-57	-54
聯營公司	0	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	0
<b>稅前利潤</b>	113	250	362	464	533
稅項	-2	-17	-24	-31	-35
非控股權益	0	0	20	26	31
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0
<b>淨利潤(归屬母公司)</b>	112	233	318	407	467

**資產負債表**

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	179	119	559	469	620
應收賬款	51	89	145	115	86
存貨	0	0	0	0	0
其他流動資產	56	36	3	22	22
物業、廠房及設備	867	985	1,426	1,995	2,528
無形資產	8	11	11	11	11
其他非流動資產	852	1,330	1,330	1,330	1,330
<b>總資產</b>	2,013	2,570	3,474	3,942	4,596
應付賬款	240	193	86	112	127
短期借款	103	208	242	204	230
其他流動負債	221	267	229	251	249
長期借款	476	144	734	644	644
遞延稅項負債	31	33	28	30	30
其他非流動負債	0	0	0	0	0
<b>總負債</b>	1,070	845	1,320	1,242	1,282
股本	0	1	1	1	1
儲備	888	1,724	2,154	2,700	3,314
股東權益	888	1,725	2,155	2,701	3,315
非控股權益	54	0	0	0	0
總權益	943	1,725	2,155	2,701	3,315
淨現金(負債)	-400	-234	-418	-380	-254

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	113	250	362	464	533
稅項	5	5	-31	-19	-40
營運資本變動	82	-31	-207	-3	-13
<b>經營現金流量</b>	223	280	167	486	523
資本開支	-162	-313	-484	-613	-576
<b>自由現金流量</b>	61	-33	-317	-127	-53
股息	0	66	89	114	131
其他非流動資產變動	-543	-1,025	0	0	0
股本變動	0	1	0	0	0
其他	450	1,043	44	51	48
<b>淨現金流量</b>	-33	52	-184	38	125
期初淨現金(負債)	-368	-368	-234	-418	-380
期終淨現金(負債)	-401	-316	-418	-380	-254

**財務比率**

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增長(%)</b>					
收入	24.9	21.5	94.6	26.7	12.7
EBITDA	10.8	73.5	38.7	24.1	11.7
EBIT	6.8	94.3	39.2	26.7	12.7
淨利潤	7.8	108.8	36.1	28.1	14.7
每股盈利	7.8	77.4	36.1	28.1	14.7
<b>利潤率(%)</b>					
毛利	48.0	54.9	53.0	53.0	53.0
EBITDA	54.4	77.7	55.4	54.2	53.8
EBIT	43.7	69.9	50.0	50.0	50.0
淨利潤	32.8	56.3	39.4	39.8	40.5
<b>其他比率</b>					
ROE(%)	11.9	13.5	14.7	15.1	14.1
ROA(%)	5.6	9.1	9.1	10.3	10.2
淨負債率	42.5	18.3	19.4	14.1	7.7
利息覆蓋率(倍)	4.1	7.3	8.2	8.9	10.6
應收賬款周轉天數	54.1	78.1	65.8	41.0	27.2
應付賬款周轉天數	494.5	376.9	83.0	85.0	86.0
存貨周轉天數	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
有效稅率(%)	2.1	6.6	6.6	6.6	6.6

数据来源：公司资料，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn