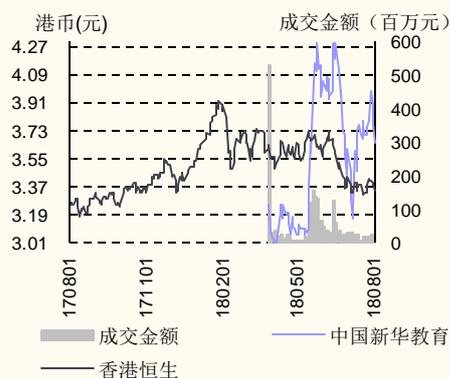


市价(港币): 3.65元
目标(港币): 5.30元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 1,608.58
总市值(百万元) 5,871.33
年内股价最高最低(元) 4.300/3.010
香港恒生指数 28340.74



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 19.28
相对香港恒生 27.29

中国新华教育: 增长扎实, 盈利强劲, 资源丰富, 外延可期, 潜力巨大的民办高校集团

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	338	416	498	594
同比增长	11.4%	23.2%	19.7%	19.1%
母公司股东溢利(百万)	172	235	280	334
同比增长	-0.3%	36.8%	19.1%	19.1%
毛利率	57.0%	57.5%	58.0%	58.5%
净利润率	50.9%	56.5%	56.2%	56.2%
每股收益	0.11	0.15	0.17	0.21
每股经营现金流	0.16	0.14	0.18	0.20
市盈率(倍)	29.7	21.7	18.2	15.3
市净率(倍)	5.1	2.2	2.0	1.7

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

基本结论

- 中国新华教育成立于1999年, 于2018年3月26日上市, 是长三角最大的民办高等教育集团, 运营两所学校: 新华学院和新华学校, 定位层次鲜明, 新华学院专注于本专科学历教育, 新华学校专注于中等专科职业技术教育。
- 中国高等教育规模或将持续扩大, 预计2020年学生数量有望达到870万, 渗透率超24%。新民促法及相关纲领政策性文件也将推动民办高等教育收费市场化和资本证券化。毛入学率增长迅速, 但高等教育供给侧相较发达国家仍差距很大, 人才与市场需求错配亟待改善。中国民办高等教育行业在全国范围内高度分散, 行业集中度低。并购整合或成民办高等教育行业发展的主要基调, 伴随教育行业资本化进程加快, 集中度有望进一步提升。已上市的大型民办高校集团具有多重优势助其进行并购整合——①公司具备融资优势, 可以帮助学校进行长远发展。很多民办高校是负债运营, 财务成本较高(10%-20%), 而上市公司的资本成本较低(5%左右)。②并购整合不止是用资本运作, 还涉及公司规范化管理的输出。进入上市平台后, 依托标准化的模式和完备体系可以更好帮助学校改善经营状况, 实现规模扩张和发展, 公司还具有更强的和政府合作的基础、品牌优势和核心人员激励的优势。
- 公司旗下学校经营稳步发展, 内外联动, 实现跨越式发展, 在手现金充足, 利润率水平高。①新华学院和新华学校在校生人数稳步上升, 驱动公司营收增长。2017-2018学年, 新华学院及新华学校分别有22670名及5360名全日制在校生, 同期共有5605名学生就读新华学院继续教育课程。学校管理和运营效率较高, 利用率还有一定提升空间。两所学校在高就业率和社会口碑支撑下学费逐年提高。②公司拟自安徽医科大学处收购其附属的临床医学院(独立学院)。于2017年11月20日与安徽医科大学订立为期三年的正式协议, 并已支付1.96亿元人民币的预付款项, 在医科高等教育院校深化布局。③公司现金充沛, FY2017账上现金达2.93亿元, 其中2017年IPO募集资金约11.57亿元人民币。并且依托新华集团的丰富资源, 公司扩张潜力较强。④从财务来看, 新华教育营收增长稳定, 近三年复合增长率10.6%, 营收中学费占比90%。公司总体利润率水平较高, 2017年毛利率57%, 调整上市费用后净利润1.99亿元, 15.5%YOY, 对政府补助依赖低。
- 不考虑外延扩张, 我们预计公司FY2018-2020年实现收入4.16/4.98/5.94亿元, 净利润2.35/2.80/3.34亿元, eps分别为0.15/0.17/0.21元人民币, 对应pe为22/18/15倍, 首次覆盖, 给予买入评级, 目标价5.3元港币。
- 风险提示: 新华学院学额增长空间有限; 民促法落地仍存不确定性等风险。

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

内容目录

1. 中国新华教育：长三角最大的民办高等学历教育院校，中国民办教育的典范	4
1.1 公司基本情况：以多样化的教学为社会输送高素质人才	4
1.2 公司拥有经验丰富与专业的管理团队	5
2. 行业背景：民办高等教育行业规模和渗透率不断扩大，供需差异较大，市场亟待进一步整合和扩张	6
2.1 民办高等教育规模持续扩大，预计 2020 年学生数量达到 870 万，渗透率超 24%	6
2.2 新民促法及相关文件推动民办高等教育收费市场化和资本证券化	8
2.3 毛入学率增长迅速，但高等教育供给侧相较发达国家仍差距很大，人才与市场需求错配亟待改善	9
2.4 高等教育行业分散度高，市场整合成大趋势	10
3. 经营分析：老牌民办高校实力强，高质量高就业率，各项指标平稳向好	11
3.1 两大王牌学校规模平稳向前各具特色，深化布局安徽临床医学院	11
3.2 学校高就业率彰显品牌教育	12
3.3 学校收费增长较快，收入逐年上升，高效经营助推公司的业绩表现	14
3.4 在手现金充沛，资源丰富，扩张潜力较强	16
4. 财务数据分析：营收增长稳定，盈利能力强，利润率均高于 50%	17
4.1 营收增长稳定，复合增长率 10.6%	17
4.2 毛利率净利率水平较高	19
4.3 除上市开支后管理费用率和销售费用率稳定	20
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：中国新华教育 IPO 募集资金用途	4
图表 2：中国新华教育发展历程	4
图表 3：中国新华教育董事及高级管理层介绍	5
图表 4：中国新华教育股权结构	6
图表 5：中国民办高等教育行业学生总数	7
图表 6：中国民办高等教育行业总收入（亿元）	7
图表 7：中国民办高等教育渗透率（以在校生人数计）	7
图表 8：长三角民办高等教育行业总收益（亿元）	8
图表 9：长三角民办高等教育在校生总数（万人）	8
图表 10：2016 年长三角五大参与者的市场份额	8
图表 11：营利性非营利性与民办学校政策对比	9
图表 12：高等教育集团 IPO 时间表	9

图表 13: 2016 年对比全球范围内高等教育毛入学率.....	10
图表 14: 新华学院概貌.....	11
图表 15: 新华学校概貌.....	11
图表 16: 新华教育两所学校介绍.....	11
图表 17: 中国新华教育在校生情况.....	13
图表 18: 新华学院 2014-2015 学年至 2017-2018 学年在校生结构.....	13
图表 19: 新华学院容量及利用率.....	14
图表 20: 新华学校容量及利用率.....	14
图表 21: 新华学院毕业人数和初次就业率.....	14
图表 22: 新华学校毕业人数和初次就业率.....	14
图表 23: 中国新华教育学费收入.....	15
图表 24 中国新华教育生均学费及住宿费.....	15
图表 25: 新华集团旗下职业教育产业布局.....	16
图表 26: 新华电脑教育地域分布.....	16
图表 27: 新东方烹饪教育地域分布.....	16
图表 28: 中国新华教育 FY2014 至 FY2018H1E 货币资金情况.....	17
图表 29: 中国新华教育 FY2014 至 FY2017 资产负债率.....	17
图表 30: 中国新华教育 FY2014 至 FY2017 营收及增速情况.....	18
图表 31: 中国新华教育分学校营收 (%).....	18
图表 32: 中国新华教育分业务收入 (%).....	19
图表 33: 中国新华教育调整上市费用后净利润及增速.....	19
图表 34: 中国新华教育公司毛利率、净利率水平.....	19
图表 35: 中国新华教育分学校毛利率 (%).....	20
图表 36: 中国新华教育营业成本 (万).....	20
图表 37: 公司费用率情况.....	21
图表 38: 中国新华教育其他收益情况.....	21

1.中国新华教育：长三角最大的民办高等学历教育院校，中国民办教育的典范

1.1 公司基本情况：以多样化的教学为社会输送高素质人才

- 中国新华教育 (2779.HK) 2018 年 3 月 26 日在香港交易所上市，首发募集 13.32 亿港元 (约 11.57 亿元人民币)，发售募资净额 12.40 亿港元 (10.77 亿元人民币)，超额配售募资净额 2590 万港元 (约 2250 万元人民币)。公司运营两所学校：新华学院 (民办学历教育大学) 和新华学校 (民办中等职业学校)。

图表 1：中国新华教育 IPO 募集资金用途

序号	金额 (亿港元)	募集用途
1	6.571	预期将主要用作收购其他学校，以扩大学校网络
2	4.339	预期将主要用作提升学校设施及教育设备
3	0.248	预期将主要用作巩固市场地位及提升品牌认可度
4	1.24	预期将用作营运资金及一般公司用途
合计	12.398	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 中国新华教育集团成立于 1999 年，吴俊保先生及其亲属利用自有资金成立新华集团，并投资于多个行业，包括高等及中等学历教育、正规中学教育以及非教育业务。到 2000 年，创办了新华学校，为一间民办中等职业学校。2002 年，新华学校获批成立。2005 年安徽新华职业学院转型为新华学院，成为安徽首家获授权提供本科教育及高等职业教育的民办高等教育机构。2006 年，新华学校获教育部认可为国家重点中等职业学校。2010 年，新华学院获得 2009-2010 年度全国毕业生就业典型经验高校的 50 所高等教育机构中唯一一所民办高等教育机构。2013 年，新华学院铜鼓教育部进行本科教育评估。2015 年，新华学院被立项为地方应用型高水平大学建设单位。2017 年，中国新华教育与安徽医科大学签订协议，共同运营临床医学院。2018 年，公司于香港交易所上市。

图表 2：中国新华教育发展历程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 公司拥有经验丰富与专业的管理团队

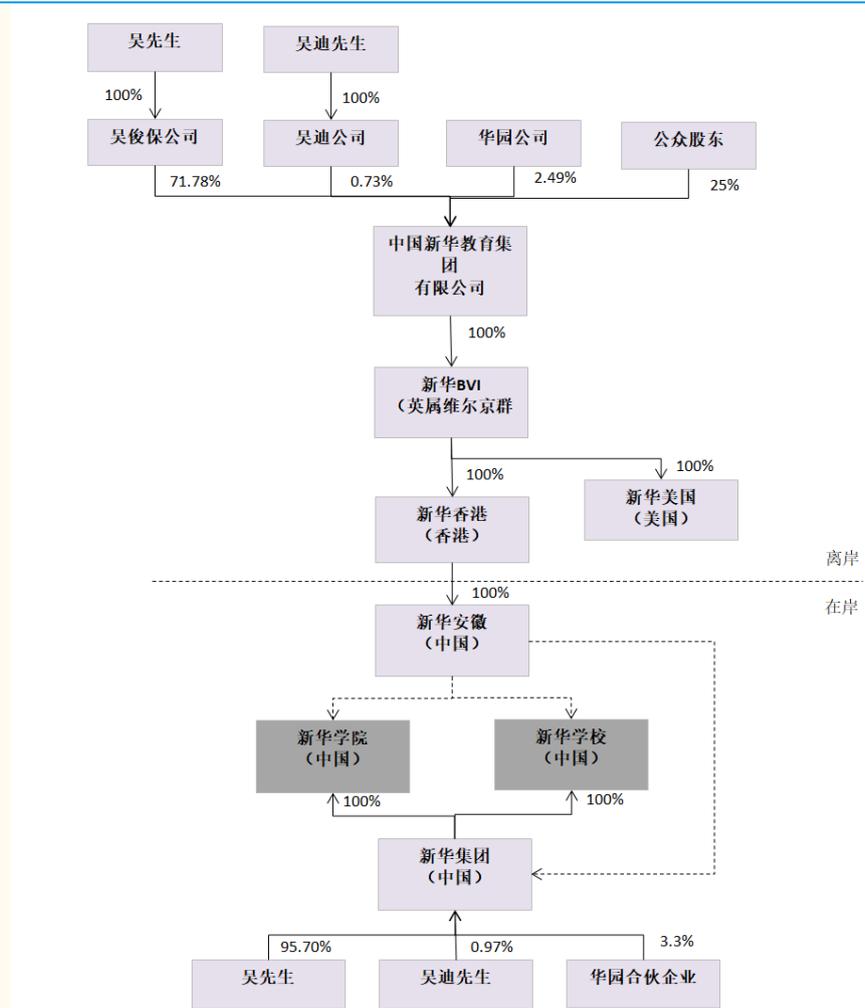
- 中国新华教育拥有专业的管理团队，**董事吴俊保先生**，集团创办人兼董事会主席兼非执行董事已有 18 年的教育工作经历，于 2004 年 7 月获得合肥市人事局授予的高级经济师资格。**陆真先生**，已有 8 年教育领域工作经验，在 2009 年 3 月获得中国江苏省南京市南京大学工商管理专业的硕士学位。**王永凯先生**，于教育及财务事宜方面拥有 14 年经验，2008 年 12 月获得合肥市人事局授予的高级经济师资格。**王丽女士**，已有 17 年教育领域工作经验，于 2005 年 12 月获合肥市财政局授予会计从业资格证书并于 2008 年 7 月获劳动和社会保障部就业培训司授予的二级人力资源管理师资格。**黄源先生**，已有超过 15 年教育行业经验，2008 年 11 月毕业于中国人民大学，并获得工商管理硕士学位，2004 年 3 月至 2008 年 4 月担任安徽新东方烹饪专修学院院长，2008 年 4 月至 2015 年 1 月担任新华教育集团副总经理，现任新华集团副总裁和新华学院监事会主席。

图表 3：中国新华教育董事及高级管理层介绍

姓名	职位	突出经历
吴俊保	董事会主席；非执行董事	18 年的教育工作经历； 合肥市高级经济师
陆真	执行董事；常务副总裁	8 年教育领域工作经验
王永凯	执行董事；执行总裁	教育及财务事宜方面拥有逾 14 年经验； 合肥市高级经济师
王丽	执行董事	拥有逾 17 年的教育行业经验
黄源	新华集团副总裁；新华学院监事会主席	拥有逾 15 年的教育行业经验；2004 年 3 月至 2008 年 4 月担任安徽新东方烹饪专修学院院长；2008 年 4 月至 2015 年 1 月担任新华教育集团副总经理

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 4：中国新华教育股权结构



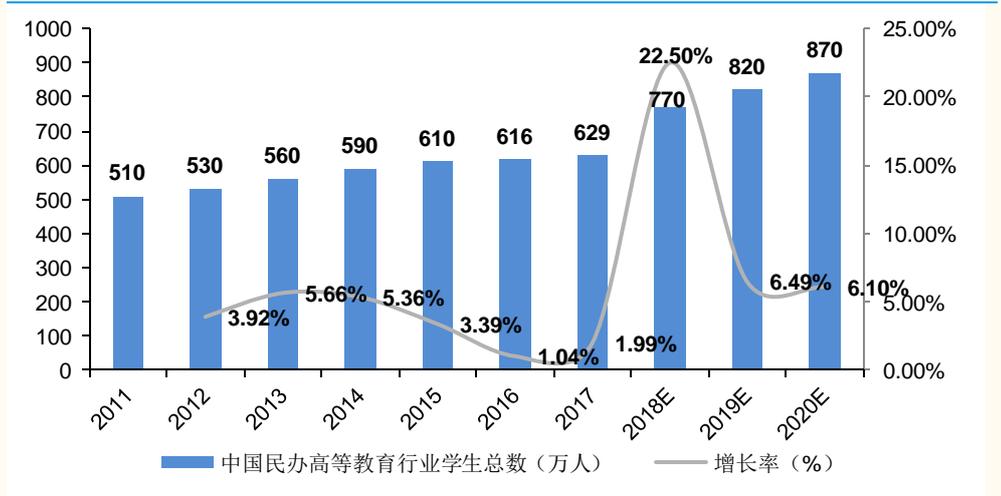
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2. 行业背景：民办高等教育行业规模和渗透率不断扩大，供需差异较大，市场亟待进一步整合和扩张

2.1 民办高等教育规模持续扩大，预计 2020 年学生数量达到 870 万，渗透率超 24%

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 2017 年，民办高等教育机构总数由 698 家增至 747 家。就学生人数而言，民办高等教育在校生总数由 2011 年的 510 万增至 2017 年的 629 万。在相关国家政策扶持（例如《民促法》办法为民办高等教育打破非营利新政策壁垒，促进市场化进程）以及民办教育质量改善和社会口碑的不断提升，根据弗若斯特沙利文预测，民办高等教育在校生总人数将于 2020 年增加至 870 万人。

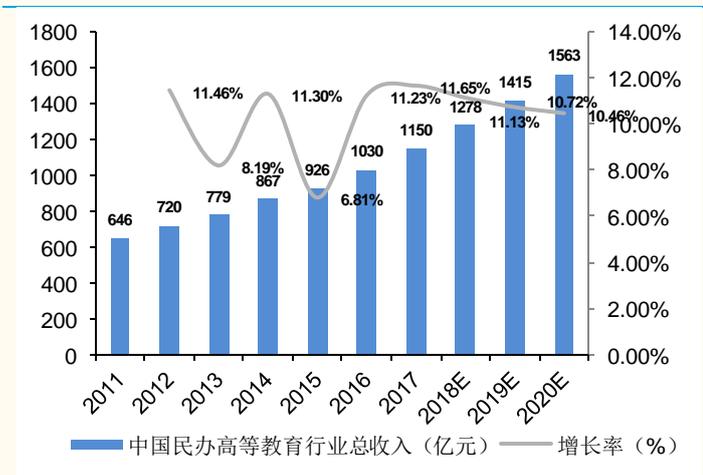
图表 5：中国民办高等教育行业学生总数



来源：教育发展统计公报，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

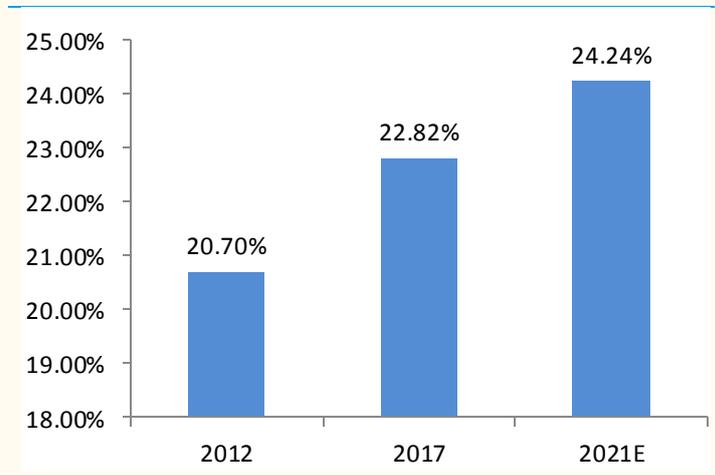
- 根据弗若斯特沙利文报告，财富的不断增加及对高等教育及学历的更大需求促进了中国民办高等教育业的发展。我国民办高等教育市场规模持续增长，民办高等教育总收入由 2012 年 696 亿元增长到 2016 年 954 亿元，复合年增长率 8.2%，预计 2020 年达到 1563 亿元，2016 到 2020 年间复合增长率约 10.99%。
- 民办高等教育渗透率指民办高等教育的学生人数占总学生人数（包括公立及民办高等教育）的比例。中国民办高等教育渗透率在过去五年间随着行业规模和就读人数不断扩大而持续增长，民办高校重要性及认可度逐步提高。并且未来几年内，增长趋势有望持续。中国的民办高等教育渗透率由 2012 年的 20.4% 增至 2017 年的 22.82%，预计 2021 年将达到 24.24%。

图表 6：中国民办高等教育行业总收入 (亿元)



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

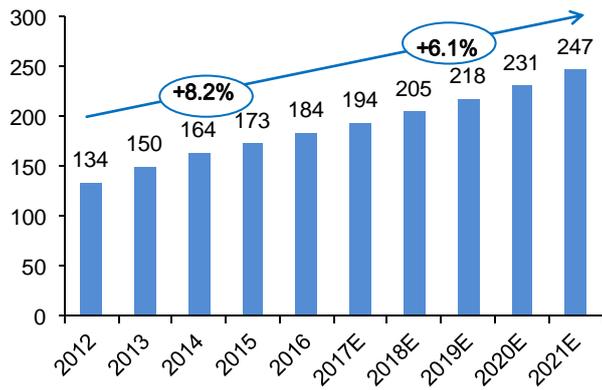
图表 7：中国民办高等教育渗透率 (以在校生成人数计)



来源：教育发展统计公报，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

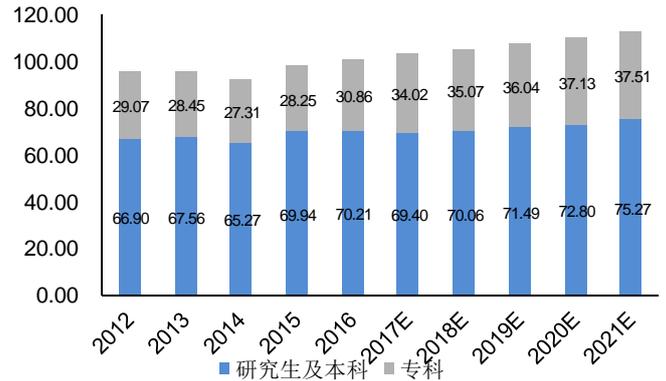
- 长三角高等教育总收益由 2012 年的人民币 134 亿元增长至 2016 年的 184 亿元，复合增长率 8.2%；长三角主要包括上海、江苏、浙江及安徽。2012 至 2016 年，长三角高等教育在校生成人数由 95.97 万人增长至 100 万人。长三角专科教育在校生成人数由 2012 年的 29.07 万人增加到 2016 年的 30.86 万人。长三角民办高等教育市场较为分散，2016 年长三角民办高等教育五大参与者市场份额约为 8.1%，新华学院占比 2.10%，入学人数排名第一。

图表 8：长三角民办高等教育行业总收益（亿元）



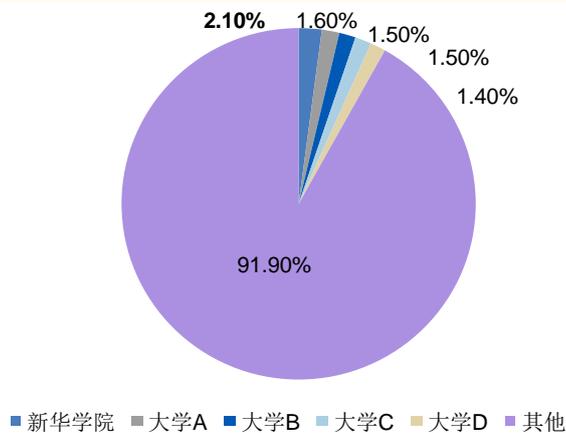
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 9：长三角民办高等教育在校生总数（万人）



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 10：2016 年长三角五大参与者的市场份额



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

2.2 新民促法及相关文件推动民办高等教育收费市场化和资本证券化

- 2016 年 11 月审议通过的新版《中华人民共和国民办教育促进法》打破了民办教育非营利性限制，推动了民办教育的市场化进程，加速社会资本涌入，释放行业潜力。
- 民办教育促进法各地细则落地，确立了分类管理的法律依据，差别化的扶持政策。民办高等教育收费市场化，促进民办高等教育“价”的提升。允许举办实施高等教育的营利性民办学校，强调了民办学校和公办学校具有同等的法律地位，两者在财政、税收优惠、用地和收费等方面存在差异。目前安徽、甘肃、天津、浙江、云南、湖北、上海、河北等十几个省市已经出台了学费分类管理政策。营利性民办学校学费收费均实行市场价格调节方案，收费标准依据培养成本等因素自主确定。非营利性学校收费大部分以自主调节、备案制形式存在。安徽省作为表率改革表明方向明确，决定从 2017 年 5 月 31 日开始，围绕相关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。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。2018 年以来，湖北、河北、海南、广东、山东等多省发布实施意见。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。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 11：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

- 新版《民促法》及相关政策文件将会加速民办教育资产证券化，激发资本和市场活力。继《民促法》后，2017年12月，中央办公厅出台《关于深化产教融合的若干意见》，进一步提出用10年时间，构建教育与产业统筹融合、良性互动的新发展格局。事实上，近年，在宏观产业形势走向的引导和良性政策互动牵引下，多家高等教育集团加速IPO进程。

图表 12：高等教育集团 IPO 时间表



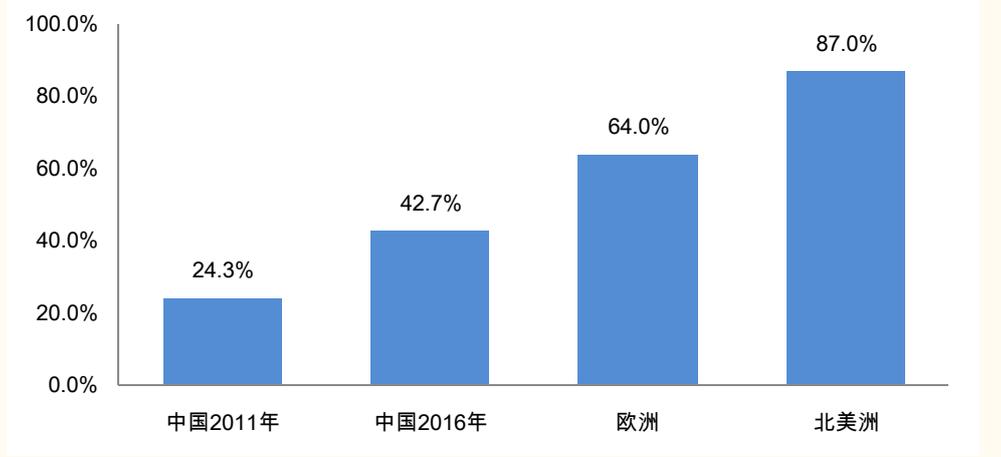
来源：国家教育局，Wind，国金证券研究所

2.3 毛入学率增长迅速，但高等教育供给侧相较发达国家仍差距很大，人才与市场需求错配亟待改善

- 对标发达地区，我国高等教育毛入学率还存在着较大的差距，本科录取率相对较低，高等教育市场潜力巨大。高等教育毛入学率是高等教育在学人数与适龄人口之比。适龄人口是指在18岁-22岁这个年龄段的人口数。其中高等教育在学人数不考虑学生的年龄大小。高等教育毛入学率在一定程度上高等教育的“渗透率”。根据《2017年全国教育事业统计公报》，我国2017年高等教育毛入学率为45.7%，以2016年为对比，我国2016年高等教育毛入学率为42.7%，同期欧洲高等教育入学率为64.0%，北美洲高等教育入学率为87.0%，我国高等教育入学率相对于发达国家而言相

对较低，高等教育市场还存在着较大的提升空间，品牌声誉好、办学质量高的优质高等教育资源还很稀缺，需求旺盛。

图表 13：2016 年对比全球范围内高等教育毛入学率



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- **全国职位供过于求，人才培养与市场需求错配，就业竞争压力升级。**2011年以来，我国高等岗位供给一直大于需求，2017年6月，全国职位需求数量超过职位供给数量50.2万人。表明待业很大程度上是因为人才培养与市场需求错配，就业竞争压力升级，高校在人才培养过程中应更加关注市场需求。以职业教育为导向的民办高等教育将会成为解决这一社会问题的有效方案。

2.4 高等教育行业分散度高，市场整合成大趋势

- **中国民办高等教育行业在全国范围内高度分散，行业集中度低。**由于地域性因素影响，高等教育行业目前呈现较为分散的特性。根据弗若斯特沙利文数据，全国最大的民办高等教育集团之一，2016年在校生人数为5.19万人，市场占有率仅为2.85%。2017年作为“民办高校上市元年”，宇华教育、民生教育、新高教集团和中教控股在港交所上市。2018年新华教育和21世纪教育也相继在港交所上市。目前在港交所排队的民办高等教育公司还有希望教育、中国银杏教育和中国春来教育。未来民办高校集团借助上市公司平台，提升投融资效率，未来1-5年，民办高校行业集中度有望提高。
- **并购整合或成民办高等教育行业发展的主要基调，伴随教育行业资本化进程加快，集中度有望进一步提升。**中国民办高等教育因其存在政策、土地、师资、资金、品牌和管理经验六大壁垒，一定程度上限制的新进入者的数量，从而有利于现有民办高校，尤其是知名民办高校的发展壮大。从全国来看，今后高等教育的规模扩张将主要依靠民办高校的规模扩大和数量增加。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。较大体量的民办高等教育机构也会在一定程度上就学术资源和学生录取方面与公立学校展开竞争。
- **民办高等教育领先参与者为进一步扩大市场份额或通过并购等方式寻求持续增长，充分发挥规模效应。**已上市的大型民办高校集团具有融资优势、品牌优势和管理优势等多方面优势，有助于其进行并购整合。①**上市公司具备融资优势，可以帮助学校进行长远发展。**很多民办高校是负债运营，财务成本较高（10%-20%），而上市公司的资本成本较低（5%左右）。②**并购整合不止是用资本运作，还涉及公司规范化管理的输出。**进入上市平台后，依托标准化的模式和完备体系可以更好帮助学校改善经营状况，实现规模扩张和发展，公司还具有更强的和政府合作的基础、品牌优势和核心人员激励的优势。
- **上市公司并购整合的高等教育院校类型主要是独立学院。**独立学院是实施本科以上学历教育的普通高等学校与国家机构以外的社会组织或者个人合

作的高等学校，属于普通高等学校的一种，通常社会组织或个人需要将收取的学费按约定比例以管理费形式支付给大校。我国独立学院数量逐步减少，由 2010 年的 323 所减少至 2017 年的 265 所。民办高等教育上市公司有望通过注资，购置土地建设楼宇，最终实现独立学院的转设，成为独立学校。其依托原校已积淀了一定行业经验和品牌优势，故而进入民办教育公司的重点标的范围。

3. 经营分析：老牌民办高校实力强，高质量高就业率，各项指标平稳向好

3.1 两大王牌学校规模平稳向前各具特色，深化布局安徽临床医学院

- 根据弗若斯特沙利文的资料，以截至 2016 年 12 月 31 日公司高等教育课程的全日制在校生人数（公司 2017-2018 学年两所学校全日制在校生 28030 名）计算，公司是长三角最大的民办高等教育集团。此外，公司营运两所学校，即新华学院和新华学校，两所学校定位层次鲜明，新华学院专注于本专科学历教育，新华学校专注于中等专科职业技术教育。两所学校凭借其品牌影响力和广泛的社会声誉，保持着较大的招生规模。截至 2016 年 12 月 31 日新华学院在安徽省市场占有率第一，新华学校在安徽省民办中等职业教育市场份额也位居第一。

图表 14：新华学院概貌



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 15：新华学校概貌



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 16：新华教育两所学校介绍

学校	成立时间	在校人数（人） (2017-2018 学年)	学校容量 (人) (2017- 2018 学 年)	学校利 用率 (2017- 2018 学 年)	收入 (亿 元) FY2017	简介
新华学院	2000 年	28269 本科：17940 专科：4730 继续教育：5605	27056	83.80%	3.04	<ul style="list-style-type: none"> 安徽省首家获授权提供本科教育及高等职业教育的民办高等教育机构。 2009 年顺利通过学士学位授予权评审，2013 年通过教育部本科教学工作合格评估，并受到教育部评估专家的一致好评，2015 年获批为安徽省应用型高水平大学建设单位 继续教育学院隶属于新华学院，提供继续教育课程，通过区别于全日制的函授、网络学习等形式的继续教育课程为学员提供本专科学历的继续教育课程
新华学校	1997 年	5258 普通中专：2284 升本中专：1618 升大中专：1458	4446	89.10%	0.34	<ul style="list-style-type: none"> 安徽新华集团全额投资兴办的一所具有颁发学历教育资格证书的全日制中等专业学校 2006 年，学校被教育部评定为“国家级重点中等职业学校”

来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

注：新华学院 2017-2018 学年在校生人数包括继续教育学院的在校生人数。因为公司仅向新华学校普通中专课程的在读学生提供宿舍床位，而学生一般会在第三学年离开学校去实习，并不在学校住宿，所以新华学校的利用率计算扣除了学年内不在校区内寄宿的学生数。2014/2015、2015/2016、2016/2017、2017/2018 学年在校区内寄宿学生分别为 3499 人、3981 人、4219 人及 3961 人。

- **公司内外联动，实现跨越式发展。新华学校内部鼓励新华学校毕业生进入新华学院进行本专科再深造。**同时加快应用技能型教育探索实践，从而帮助学校实现生源稳定高质量和毕业生高就业率。对外，加快与国内其他著名学府开展网络远程教育合作，提升继续教育板块业务水平；推动合作办学实践，2017 年新华教育先后推动建立合作运营临床医学院以及美国学院，实现教学水平和质量的飞跃，也可以有效提升学费增长空间，为进一步拉抬营收奠定扎实基础。
- **中国新华教育拟自安徽医科大学处收购其附属的临床医学院（独立学院）。**于 2017 年 11 月 20 日与安徽医科大学订立为期三年的正式协议，并已支付 1.96 亿元人民币的预付款项，并预计为满足新校园的资金需求，约 7.20 亿元人民币内部资金需要投入。临床医学院最终或将转设为由公司单独拥有及经营的学校。公司在 2020 年 9 月 1 日前提供包括住宿、餐厅、实验室在内的学校场地、教师及管理人员，协议前的原学生由安徽医科大学负责。公司与 2018 年 4 月前为临床医学院 800 名至 1000 名学生提供必要的教育和住宿设施。并且公司有权收取 2018-2019 学年及之后所录取学生的有关学费，并负责新校区的学生。安徽医科大学收取 2018-2019 学年至 2020-2021 学年招收的学生学费的 20% 作为固定管理费（直到这三批学生毕业）。
- **临床医学院是安徽医科大学的独立学院，于 2003 年获教育部批准成立。**该学院下属院系包括基础医学部、临床医学系、卫生管理学系、护理学系、药学系、公共课程部、思想政治理论课教学研究部和生物医学系，现设有临床医学、药学、公共事业管理、护理学、生物医学工程等本科专业。毕业生就业率、就业质量较为稳定，平均考研录取率达到 20% 以上，部分专业达到 30% 以上。临床医学院 2018-2019 学年临床医学专业学费为 15900 元/学年，护理学和药学专业学费为 13200 元/学年，公共事业管理和生物医学工程专业为 14600 元/学年。安徽医科大学为省属重点大学，是安徽省第一所高等医科院校。学校有直属教学机构 16 个，直属附属医院 6 所（第一附属医院、第二附属医院、第四附属医院、附属巢湖医院、附属阜阳医院、安徽省口腔医院）。临床医学院依托安徽医科大学丰富资源已具备医科院校的完整体系和经验积淀。

3.2 学校高就业率彰显品牌教育

- **新华学院和新华学校在校生人数稳步上升，驱动公司营收增长。**2017-2018 学年，新华学院及新华学校分别有 22670 名及 5360 名全日制在校生。此外，新华学院提供继续教育课程。同期共有 5,605 名学生就读新华学院继续教育课程，两所学校均为寄宿制，配有校园宿舍。新华学校今年进行结构性调整，公司减少了中专人数，从而增加招生及本科课程容纳人数，并停止了新华学校开设若干专业，人数由 2016-2017 学年的 6272 下降至 2017-2018 学年的 5360 人属于公司策略性调整。为增加容量，公司增建了教学楼及宿舍 2017 年 9 月投入运营，计划新华学校推出及开设型专业如电信服务、酒店管理、物流管理及建筑工程管理，计划于 2018-2019 学年以大专为导向开设三个新专业，普通中专下开设五个新专业。

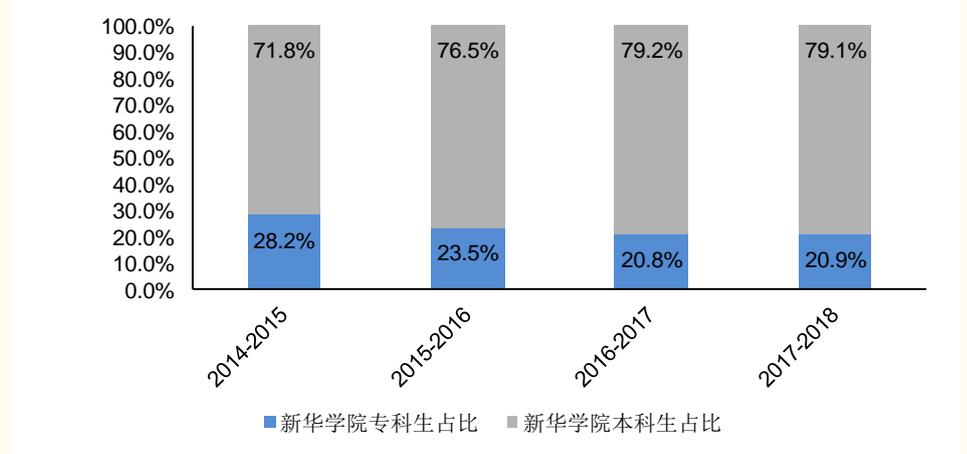
图表 17: 中国新华教育在校生情况

	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
新华学院				
全日制学生				
专科	5,644	4,879	4,482	4,730
本科	14,372	15,896	17,082	17,940
全日制小计	20,016	20,775	21,564	22,670
继续教育学生数	4,006	4,949	6,559	5,605
学校小计	24,022	25,724	28,123	28,275
新华学校				
全日制				
普通中专	4,182	3,689	3,323	2,284
升本中专	1,197	1,363	1,424	1,618
升大专中专	1,103	1,496	1,525	1,458
学校小计	6,482	6,548	6,272	5,360
总计	30,504	32,272	34,395	33,635

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 新华学院本科生占比呈上升趋势, 公司不断进行结构调整, 2017-2018 学年本科生占比为 79.1%。新华学院 2018/2019 学年的总学额与 2017/2018 学年持平 (6750 人), 学生结构上有所调整, 本科学额为 5350 人, 相较去年增加 200 人。未来公司计划会将更多资源分配给本科教育, 增加本科学额。本科教育的收费、学制长度 (本科教育为四年, 专科教育为三年)、报到率都相对专科更具优势。

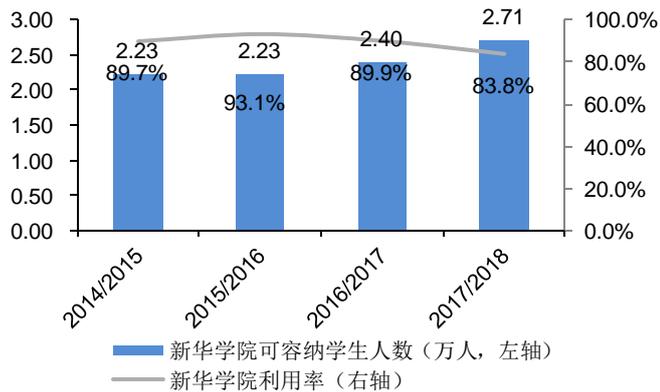
图表 18: 新华学院 2014-2015 学年至 2017-2018 学年在校生结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

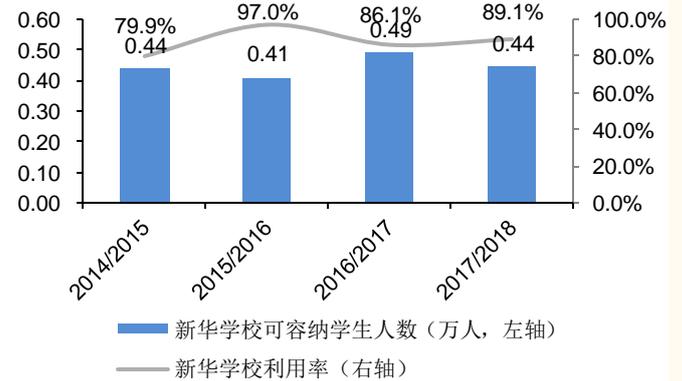
- 新华学院和新华学校在学校利用率近年容量提升, 利用率还有一定提升空间。新华学院 2018 年利用率为 83.8%, 同比下降 6.1pct, 可容纳学生达 2.71 万人。因为公司仅向新华学校普通中专课程的在读学生提供宿舍床位, 而学生一般会在第三学年离开学校去实习, 并不在学校住宿, 所以新华学校的利用率计算扣除了学年内不在校区内寄宿的学生数。2014/2015、2015/2016、2016/2017、2017/2018 学年在校区内寄宿学生分别为 3499 人、3981 人、4219 人及 3961 人。

图表 19：新华学院容量及利用率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

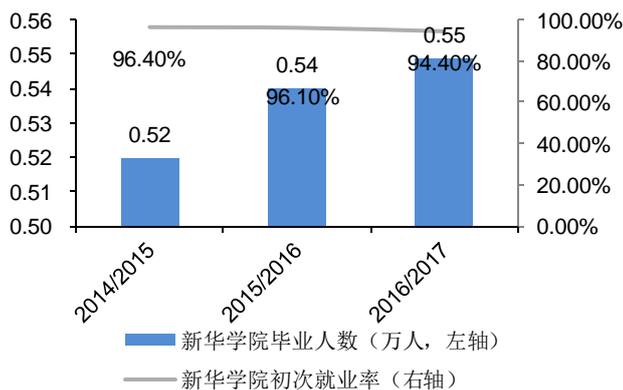
图表 20：新华学校容量及利用率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

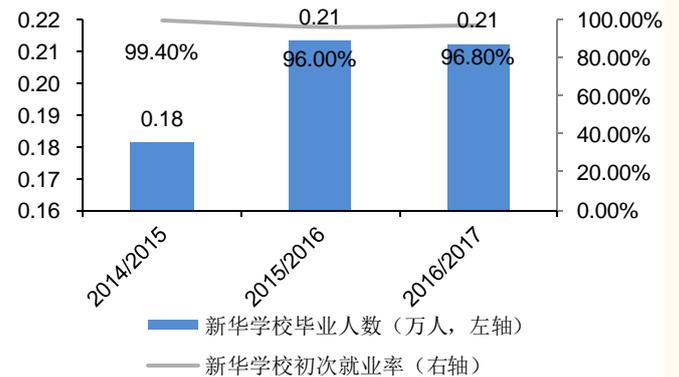
- 新华学院和新华学校毕业生人数不断增长，初次就业率保持高水平。两所学校的毕业生人数总体呈逐年上升态势。新华学院的毕业生数从 2014-2015 学年的 5197 人增长到 2016-2017 学年的 5487 人，和在校生数量不断增长势头保持一致，2016-2017 学年学校的初次就业率依然高达 94.40%，新华学校的初次就业率达 96.80%，学校的社会声誉和教学质量稳定。

图表 21：新华学院毕业人数和初次就业率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 22：新华学校毕业人数和初次就业率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.3 学校收费增长较快，收入逐年上升，高效经营助推公司的业绩表现

- 中国新华教育下属的新华学院共有 11 所学院，共有 82 个专业，其中 58 个为本科专业，24 个为专科专业。涵盖会计、互联网金融、物联网工程、电子通讯工程、物流管理、电子商务、土木工程、建筑、商务英语、新闻学、广告学、药学及动漫等。
 - ①除三年制专科课程和四年制本科课程外，新华教育还为成人教育学生提供继续教育课程。继续教育包括网络远程教育、成人高等教育、自考助学等。
 - ②两年制专升本课程针对已取得专科学历学生就读本科课程，目前就该课程向学生开设两个专业，即国际经济贸易以及土木工程。
 - ③国际合作课程，是新华学院与海外若干大学建立了学术合作关系，包括英国桑德兰大学、美国南新罕布什尔大学和美国其他两所大学。该课程学制一般为三至四年，新华学院负责招生，学生修读完新华学院相应的专科或本科教育课程可取得新华学院的大专或学士学位，海外大学将认可学生在新华学院获得的学分，当学生在海外大学修读完指定学期（一般为一年）后，可取得海外大学授予的学位。

- ④交换课程是学生进行交流学习，新华学院目前与西亚两所大学签订意向书，并与波兰一所大学和台湾一所大学订立合作协议。
- 新华学校提供普通中专教育、以升大专为导向的五年一贯制中专教育和以升本科为导向的中专教育。新华学校还计划开设新专业如电信服务、酒店管理、物流管理及建筑工程管理。
 - ①普通中专课程和以升本科为导向的中专课程均为三个学年。普通中专课程主要包括计算机平面设计、电子商务以及汽车运用与维修三个专业。公司计划 2018-2019 学年开设五个新专业。
 - ②以升大专为导向的五年一贯制中专课程包括计算机应用、计算机平面设计、电脑动画及游戏设计、电子商务、会计、机电技术应用及汽车运用与维修七个专业。公司计划 2018-2019 学年开设三个新专业。
 - ③以升本科为导向的中专课程包括计算机应用、会计、电子商务、社会文化与艺术、服装设计与工艺以及机电技术应用六个专业。
- 中国新华教育在高就业率和社会口碑支撑下学费逐年提高。两所学校的课程过往学年定期调价，收费价格段每 1 到 2 年进行上涨调价一次。安徽省决定从 2017 年 5 月 31 日开始，围绕相关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。其中，新华学院作为高层次的本专科学历教育，其收费显著高于中专职业教育导向的新华学校，新华学院中又以四年制全日制本科收费最高，收费从 2014-2015 学年的 11000-22000 元增长到 2017-2018 学年的 15100-25000 元。

图表 23：中国新华教育学费收入

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
新华学院				
四年制本科	11000-22000	11000-20000	12100-20000	15100-25000
三年制专科	7000-18000	7000-18000	7700-18000	10700-21000
继续教育课程	1200-8900	1200-8900	1,200-8,900	1,200-8,900
新华学校				
全日制普通中专	3600-4000	4000-5000	5200-7600	5200-7600
升本导向中专	4200	5200	8000	8000
升大专导向中专	4500	6000	8000	8000

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：四年制本科课程的学费涵盖本科课程和国际合作课程项下的本科课程。三年制专科课程的学费涵盖专科课程和国际合作课程下的专科课程。

图表 24 中国新华教育生均学费及住宿费

学校	每个学生平均学费（元）				每个学生平均住宿费（元）			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
新华学院	10138	10961	11305	11995	1132	1234	1297	1429
新华学校	3232	3675	4244	5419	554	646	781	875
合计	8448	9215	9714	10737	991	1093	1181	1323

来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

3.4 在手现金充沛，资源丰富，扩张潜力较强

- 对于高等教育学校或是独立学院的收购，收购成功的实现不仅依靠上市公司选中优质教育资源的标的，还依靠合理交易价格的达成。优质教育资源的选择需要上市公司具备较为深厚的行业经验和资源以及专业的投资团队。中国新华教育的管理团队经验充足，在选择标的方面具备一定优势。
- 中国新华教育所属新华集团资源深厚，布局多元。公司的主席兼董事吴俊保先生自 1999 年 9 月至今担任新华集团主席兼董事，并在 1999 年 9 月至 2017 年 9 月担任新华集团的总经理。新华集团成立于 1999 年 9 月 1 日。新华产业涵盖教育、地产和金融领域。旗下包括学历教育安徽新华学院和安徽新华学校。职业教育新华电脑学校、新东方烹饪学校、万通汽修学校、安徽东方巴黎服装艺术学校。依托学历教育和多地职业教育双布局的集团优势资源，中国新华教育在扩张进程中的潜力较高。

图表 25：新华集团旗下职业教育产业布局



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 26：新华电脑教育地域分布



来源：公司官网，国金证券研究所

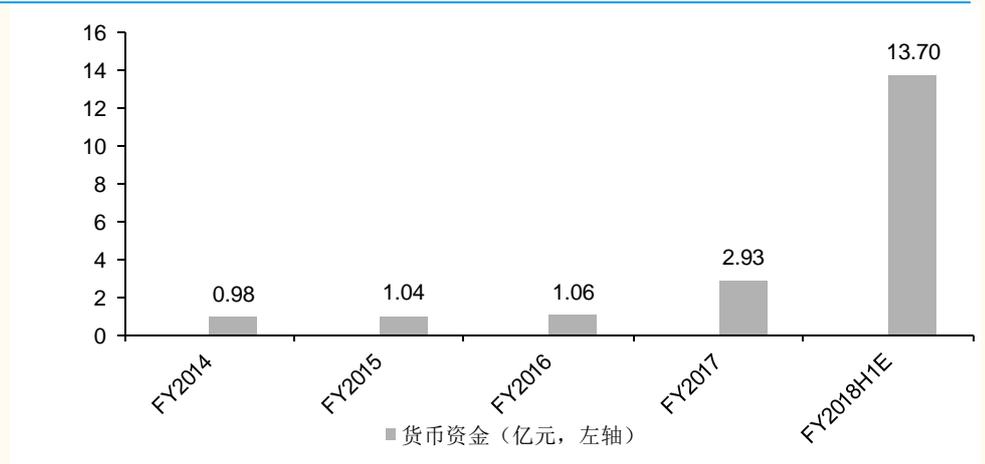
图表 27：新东方烹饪教育地域分布



来源：公司官网，国金证券研究所

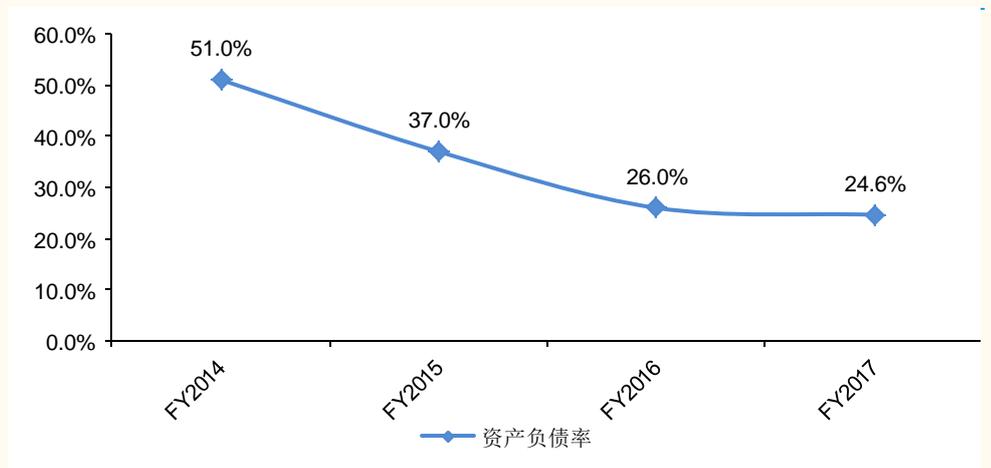
- 合理的收购对价达成需要上市公司资金充沛且具备一定的议价能力。中国新华教育 FY2017 货币资金达 2.93 亿元，同比增长 176.8%。预计公司加上 IPO 募集资金，FY2018H1 货币资金约 13.70 亿元。公司计划将约 53% 的 IPO 募集资金用作收购其他学校，以扩大学校网络。并且公司目前资产负债率较低，FY2017 为 24.6%，仍具备一定股权和债券融资空间。而议价能力不仅依赖公司的行业地位，还依赖于具体的收购契机。此收购契机主要包括①原学校举办人欠债，上市公司为其还债；②原学校校舍资源有限，管理能力遭遇瓶颈，局限学校发展。

图表 28：中国新华教育 FY2014 至 FY2018H1E 货币资金情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：中国新华教育 FY2014 至 FY2017 资产负债率



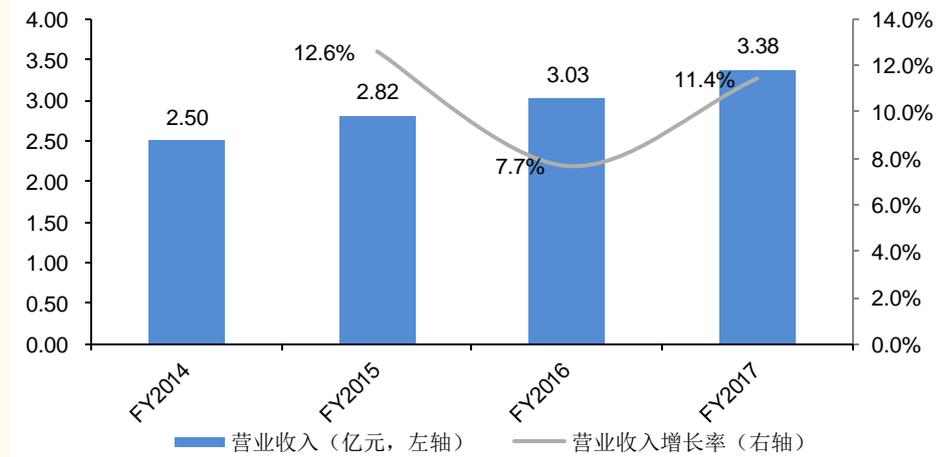
来源：公司公告，国金证券研究所

4. 财务数据分析：营收增长稳定，盈利能力强，利润率均高于 50%

4.1 营收增长稳定，复合增长率 10.6%

- 营收稳步提升，增速稳定约为 10%。新华教育 2017 年营收 3.38 亿元，同比增速为 11.4%。根据公司所公布数据，2014 年至 2017 年公司营业收入保持稳定上涨态势，2014 年营收 2.5 亿元，2017 年营收 3.38 亿元，复合增长率 CAGR10.6%，最高增速为 12.6%，最低增速为 7.7%。

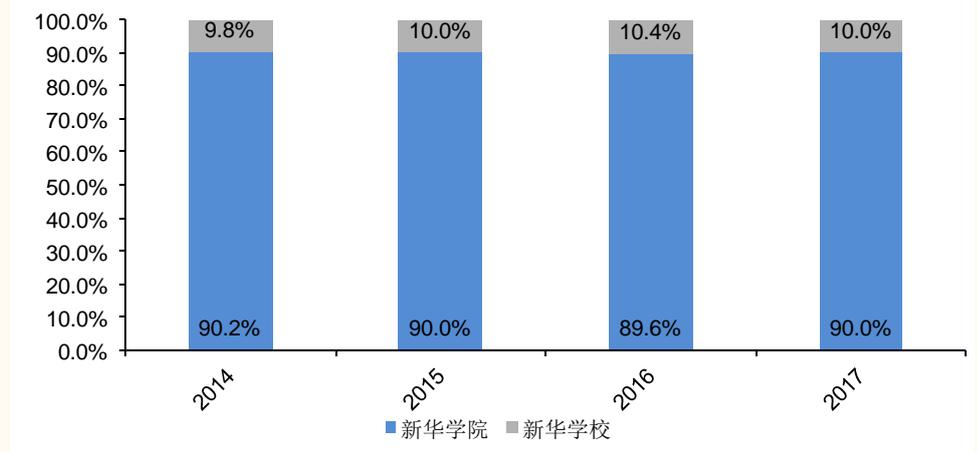
图表 30：中国新华教育 FY2014 至 FY2017 营收及增速情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

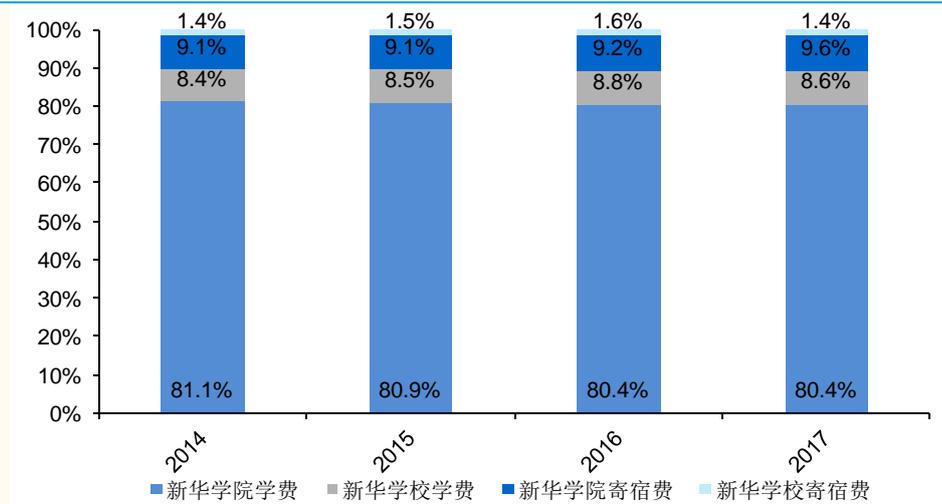
- 学校的营收构成两种分法：按学校分为新华学院、新华学校；按收入构成分为学费、住宿费。从学校角度，2017 年新华学院营收 3.04 亿元，占总营收的 90%，而新华学校营收 3372 万，占营收的剩余 10%。从业务来看，2017 年学费总收入 3.01 亿元，住宿费总收入 3708 万元，学费占总营收的 89%，住宿费占 11%。因此，学费收入的增长是公司收入增长的核心。

图表 31：中国新华教育分学校营收 (%)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 32：中国新华教育分业务收入 (%)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4.2 毛利率净利率水平较高

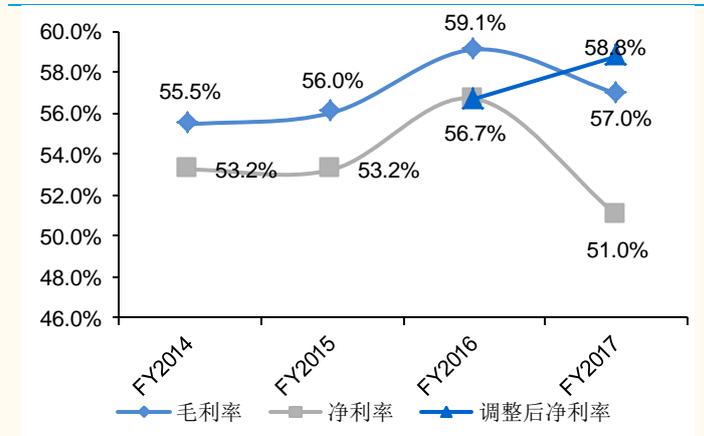
- 公司毛利率、净利率高，盈利能力强。2017 年，公司毛利润 1.92 亿元，净利润 1.72 亿元；毛利率 57.0%，净利率 50.9%。2017 年，公司调整上市费用后净利润 1.99 亿元，+15.5%YOY，调整后净利率 58.8%。从 2014 年到 2017 年，公司毛利润、净利润保持与营收相同的增速，约为 10%。公司毛、净利率经历了一定的波动，总体水平在 50-60% 区间波动，这体现了公司良好的盈利能力。

图表 33：中国新华教育调整上市费用后净利润及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

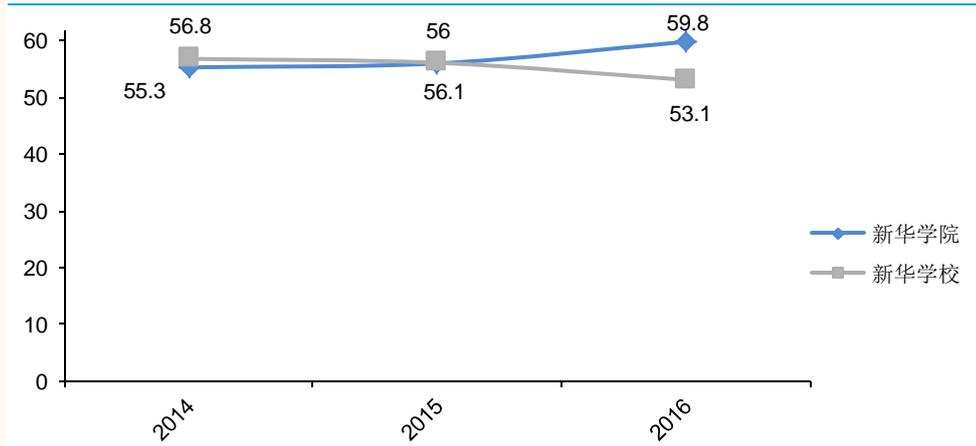
图表 34：中国新华教育公司毛利率、净利率水平



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 分学校来看，新华学院和新华学校的毛利率水平波动不同，2016 年，新华学院毛利率 59.8%，高出公司整体毛利率 0.7pct；新华学校毛利率 53.1%，低于公司毛利率 6pct。三年里，新华学院毛利率波动范围 55.3% 至 59.8%；新华学院毛利率 53.1% 至 56.8%。分学校毛利率水平均与公司总体毛利率相近，略有波动幅度。

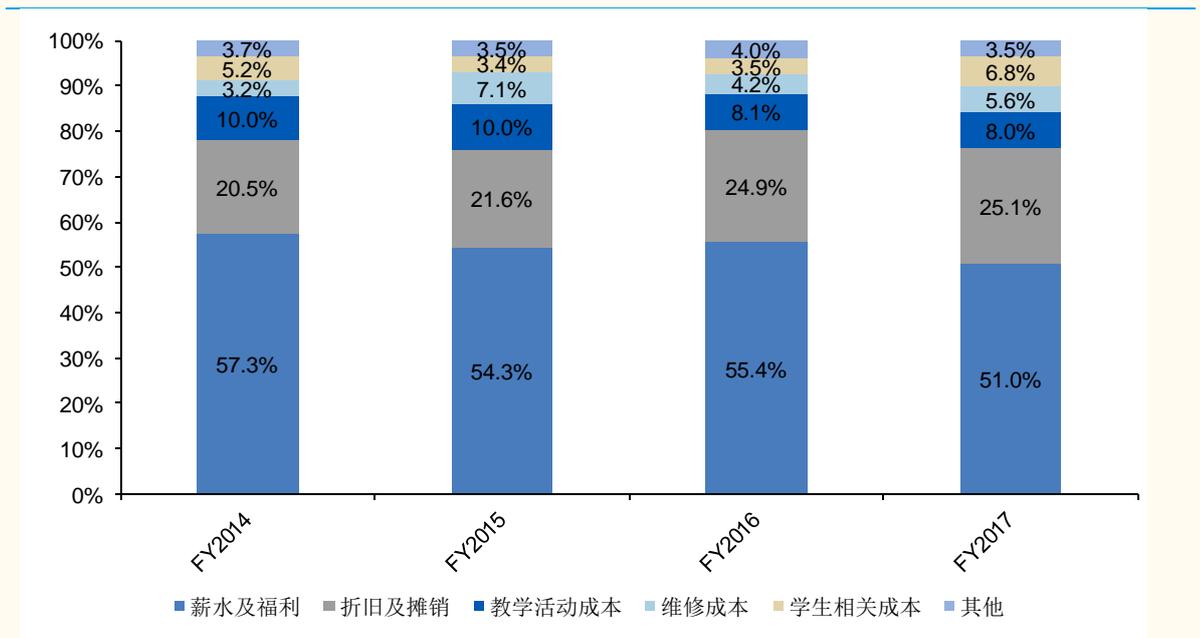
图表 35：中国新华教育分学校毛利率 (%)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司 2017 年营业成本 1.45 亿元。公司营业成本主要包括薪水、折旧及摊销、教学活动成本、维修成本、学生相关成本、公共设施等。2017 年，学校薪水开支占比 51%，折旧与摊销占比 25.1%，教学活动成本占比 8%，维修成本占比 5.6%，学生相关成本占比 6.8%，其他成本占比 3.5%。其中薪水开支最大，总成本 7414 万。

图表 36：中国新华教育营业成本 (万)

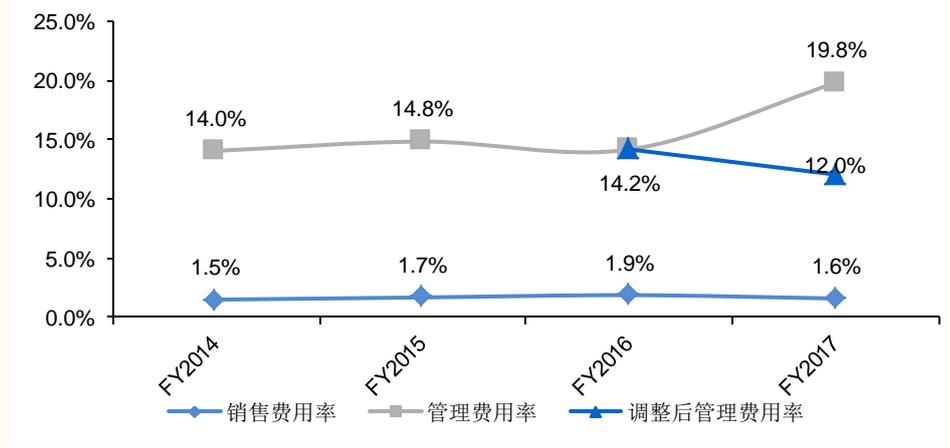


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4.3 除上市开支后管理费用率和销售费用率稳定

- 公司费用主要包括销售费用与管理费用，其中销售费用率较为稳定，四年均为 1.6% 左右；行政费用率于 2014-2016 年较为稳定，但在 2017 年有较为明显的提升。行政开支提升的原因有：上市相关开支 2620 万；公司新投入运行新的教学楼；管理员工资上涨。剔除上市相关开支，2017 年调整后管理费用率 12.0%，比同期下降 2.1pct。

图表 37：公司费用率情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **2017年，公司其他收入合计0.54亿元，占收入总比重15.92%。**公司其他收入主要包括租金收益、服务收益、政府补助、金融资产收益等。2017年，公司租金收益2131万、服务收益1493万、政府补助619万、金融资产收益926万。其中租金收益占比最高，占其他收入的40%。租金收益主要包括在公司校园经营餐厅及商店向独立第三方出租公司的物业产生的租金收益。服务收益主要包括公司为学生提供服务（主要包括为其购买教材、宿舍床上用品及考试材料）获得的收益。政府补助主要包括当地政府为辅助公司学校教学活动、科学研究及设施支出产生的经营开支而给予的辅助。并无与已确认相关政府补助收益有关的未达成条件或偶然事件。

图表 38：中国新华教育其他收益情况

单位：百万元	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
其他收益				
租金收益	19.21	16.25	20.85	21.31
服务收益	10.35	12.05	14.86	14.93
政府补助	11.03	6.76	1.66	6.19
因出售自权益重新可分类的可供出售金融资产	-0.56	3.49	5.37	9.26
其他	0.67	1.14	1.63	2.1
总计	40.7	39.69	44.37	53.8
其他收益占收入比重	16.27%	14.09%	14.63%	15.92%
其他收益占净利润比重（占调整上市费用后净利润比重）	30.56%	26.47%	25.71%	31.29% (27.15%)
政府补助占净利润比重（占调整上市费用后净利润比重）	8.28%	4.51%	0.96%	3.60% (3.12%)

来源：公司公告、国金证券研究所

- **在港股教育公司中，中国新华教育的政府补贴占比较低，对于此补助依赖程度不高。**港股的教育公司一般每年都会收到一定金额的政府补助，计入损益的政府补助项目大都计入其他收益或其他收入科目。FY2015至FY2017政府补助分别为675.9万元、165.7万元和619.3万元。政府补助占净利润比重分别为4.51%、0.96%和3.59%。当我们将政府补助从净利润中剔除，净利率分别下降2.40pct、0.55pct和1.83pct，对补助依赖程度较低。

5. 投资建议

- 中国新华教育成立于 1999 年，于 2018 年 3 月 26 日上市，是长三角最大的民办高等教育集团，运营两所学校：新华学院和新华学校，定位层次鲜明，新华学院专注于本专科学历教育，新华学校专注于中等专科职业技术教育。
- 中国高等教育规模或将持续扩大，预计 2020 年学生数量有望达到 870 万，渗透率超 24%。新民促法及相关纲领政策性文件也将推动民办高等教育收费市场化和资本证券化。毛入学率增长迅速，但高等教育供给侧相较发达国家仍差距很大，人才与市场需求错配亟待改善。中国民办高等教育行业在全国范围内高度分散，行业集中度低。**并购整合或成民办高等教育行业发展的主要基调，伴随教育行业资本化进程加快，集中度有望进一步提升。**已上市的大型民办高校集团具有多重优势助其进行并购整合——①公司具备融资优势，可以帮助学校进行长远发展。很多民办高校是负债运营，财务成本较高（10%-20%），而上市公司的资本成本较低（5%左右）。②并购整合不止是用资本运作，还涉及公司规范化管理的输出。进入上市平台后，依托标准化的模式和完备体系可以更好帮助学校改善经营状况，实现规模扩张和发展，公司还具有更强的和政府合作的基础、品牌优势和核心人员激励的优势。
- 公司旗下学校经营稳步发展，内外联动，实现跨越式发展，在手现金充足，利润率水平高。①新华学院和新华学校在校生人数稳步上升，驱动公司营收增长。2017-2018 学年，新华学院及新华学校分别有 22670 名及 5360 名全日制在校生，同期共有 5605 名学生就读新华学院继续教育课程。学校管理和运营效率较高，利用率还有一定提升空间。两所学校在高就业率和社会口碑支撑下学费逐年提高。②公司拟自安徽医科大学处收购其附属的临床医学院（独立学院）。于 2017 年 11 月 20 日与安徽医科大学订立为期三年的正式协议，并已支付 1.96 亿元人民币的预付款项，在医科高等教育院校深化布局。③公司现金充沛，FY2017 账上现金达 2.93 亿元，其中 2017 年 IPO 募集资金约 11.57 亿元人民币。并且依托新华集团的丰富资源，公司扩张潜力较强。④从财务来看，新华教育营收增长稳定，近三年复合增长率 10.6%，营收中学费占比 90%。公司总体利润率水平较高，2017 年毛利率 57%，调整上市费用后净利润 1.99 亿元，15.5%YOY，对政府补助依赖低。
- 不考虑外延扩张，我们预计公司 FY2018-2020 年实现收入 4.16/4.98/5.94 亿元，净利润 2.35/2.80/3.34 亿元，eps 分别为 0.15/0.17/0.21 元人民币，对应 pe 为 22/18/15 倍，首次覆盖，给予买入评级，目标价 5.3 元港币。

6. 风险提示

- 招生不及预期。公司收入很大部分倚重学费收入，其驱动因素为入读学生，如果招生不及预期，可能会影响公司的经营发展。
- 新华学院本科和专科学额增长空间有限。作为民办高等教育，受到政策影响和自身土地资源的局限，可能学额无法持续增长。
- 民促法落地仍存不确定性。各地民促法实施细则尚未完全落实，政策不确定性对公司的经营可能有一定影响。
- 临床医学院 2020 年之前能否按期完成转设仍存不确定性。公司于安徽医科大学的合作协议尚未完全实施完成，临床医学院的转设尚具不确定性

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	631	1714	1845	1982	营业额	338	416	498	594
现金及现金等价物	293	1344	1461	1563	销售成本	145	177	209	246
交易用投资	236	236	236	236	毛利	192	239	289	347
应收款项	0	-	-	-	销售、一般性和行政开支	72	67	80	87
其他应收款	12	3	17	6	研究发展费用	-	-	-	-
存货	-	-	-	-	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	695	947	1097	1293	EBITDA	174	260	303	367
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	-	40	50	63
联营和共同控制实体的投资	-	-	-	-	EBIT	174	220	253	305
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-	18	32	34
固定资产	492	631	787	990	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	174	239	284	339
土地使用权	-	114	108	102	所得税开支	2	4	4	5
无形资产	5	5	4	3	除所得税后溢利	172	235	280	334
总资产	1327	2661	2941	3275	非控制性股东应占溢利	-	-	-	-
流动负债	326	326	326	326	股息	-	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	母公司股东应占溢利	172	235	280	334
应付款项	1	-	-	-	EPS	0.11	0.15	0.17	0.21
预收账款	-	-	-	-					
其他	326	326	326	326	主要财务比率				
非流动负债	1	1	1	1	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	-	-	-	-	成长性				
其他	1	1	1	1	营业额增长率	11.4%	23.2%	19.7%	19.1%
负债合计	327	326	326	326	EBIT 增长率	-0.5%	26.6%	14.7%	20.5%
股本	-	110	110	110	净利润增长率	-0.3%	36.8%	19.1%	19.1%
储备	1000	1000	1000	1000	盈利能力				
保留溢利	-	235	515	849	EBIT/营业额	51.5%	52.9%	50.7%	51.3%
非控制性股东权益	-	-	-	-	EBITDA/营业额	51.5%	62.5%	60.7%	61.9%
总权益	1000	2335	2615	2949	毛利率	57.0%	57.5%	58.0%	58.5%
总负债和总权益	1327	2661	2941	3275	净利率	50.9%	56.5%	56.2%	56.2%
					ROE	17.2%	10.1%	10.7%	11.3%
综合现金流量表					偿债能力				
单位:百万					资产负债率	24.6%	12.3%	11.1%	10.0%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.94	-	-	-
除所得税后溢利	169	235	280	334	速动比率	1.94	-	-	-
折旧和摊销	-	40	50	63	营运能力				
利息费用	-	-18	-32	-34	资产周转率	0.25	0.16	0.17	0.18
营运资本的变动	265	-32	-14	-35	应收帐款周转率	2.83	4142.94	-	-
经营活动产生现金流量	257	225	284	327	应付账款周转率	69.73	1629.61	-	-
资本性支出	-1641	-292	-199	-259	存货周转率	-	-	-	-
投资、贷款于联营和共同控制实体	-	-	-	-	每股资料				
投资活动产生现金流量	-131	-292	-199	-259	每股收益	0.11	0.15	0.17	0.21
借款变动	-	-	-	-	每股经营现金流	0.16	0.14	0.18	0.20
发行股份	-	1100	-	-	每股净资产	0.62	1.45	1.63	1.83
支付的股利和利息	-	18	32	34	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	61	1118	32	34	PE	29.71	21.72	18.24	15.32
现金净变动	187	1051	117	102	PB	5.11	2.19	1.95	1.73
现金的期初余额	106	293	1344	1461	EV/EBITDA	2.73	14.92	12.44	9.98
现金的期末余额	293	1344	1461	1563					

来源：公司年报、国金证券研究所

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