

2019年02月19日

国内第二大民办高等教育龙头，职教改革政策利好

买入（维持）

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	752.43	1031.26	1209.07	1395.07
同比（%）	22.47%	37.06%	17.24%	15.38%
归母净利润（百万元）	211.71	320.66	451.41	520.30
同比（%）	36.60%	51.46%	40.78%	15.26%
每股收益（元/股）	-	0.05	0.07	0.08
P/E（倍）	32.30	21.32	15.15	13.14

投资要点

■ 国务院日前印发《国家职业教育改革实施方案》，明确了鼓励社会力量办学及股份制办学的宗旨，及依靠发展高等职业教育提升高等教育毛入学率的方式，政策端重大利好。希望教育旗下学校资源多以就业为导向且品牌实力雄厚，将充分受益此次职教改革方案。

■ 国内第二大民办高等教育龙头：希望教育07年成立，旗下经营9所学校，包括3所本科、5所专科、1所技师学院（其中四川托普信息技术职业学院于17年12月并表），高等教育学生人数73,512人，17FY实现收入7.52亿同增22.47%，归母净利润2.12亿同增36.60%，净利率28.14%。

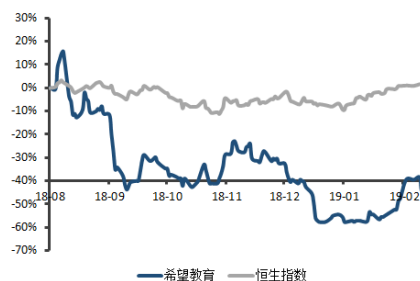
■ 内生增长稳健，外延并购+新建院校成长动力充沛。

本科方面：3校学生人数34,280人，17FY收入4.09亿同增21.74%。1) 西南交通大学希望学院15,123人，收入2.01亿，我们预计学生人数保持单位数增长，三年收入复合增速在6%-8%区间。2) 贵州财经大学商务学院（1亿收购）14,356人，收入1.47亿，两校均已进入稳健的内生增长期，净利润率可保持在35-40%区间。3) 山西医科大学晋祠学院（0.5亿收购）4,801人，收入0.61亿，17/18学年新校区投入使用，预计未来学生人数驱动收入端快速增长。此外，公司同属同一控股股东下的关联公司四川特驱教育持有贵州大学科技学院举办者捷星慧旅70%的股份，捷星旗下的贵州大学科技学院新校区于17年9月投入运营，新生2,556人，截止17年底收入0.14亿，我们预计捷星70%的股份有望在19年从关联公司并入希望教育旗下，有助公司继续提升业绩。

专科技师：5所专科39,232人+1所技师学院2121人，17FY收入2.12亿同增27.28%。1) 四川天一学院（1.1亿收购）11,765人，收入0.95亿，正在进行升本申请，升本后学生规模有望进一步扩大。2) 四川希望汽车职业学院4,559人，收入0.32亿，新增幼儿教育和护理两个国控专业已获批，驱动收入双位数增长。3) 四川文化传媒职业学院（1.5亿收购）7,371人，收入0.62亿，由于部分低收费专业换成高收费专业，未来增长可在15%+。4) 四川托普信息技术职业学院（10亿收购）12,548人，17年12月并表，预计18年贡献收入1.51亿，且具有升本潜力。此外，16年建成的贵州应用技术职业学院（2,989人，收入0.18亿）和四川希望汽车技师学院（2,121人，收入0.04亿）随着年级铺满带动人数快速增长。

新建项目：18年计划自建2所专科。计划投入13亿自建甘肃职业技术学院，预计容量1.2万人以上，19年9月投入使用；投入15亿自建重庆电竞学院，预计容量1万人以上，2020年投入使用，未来贡献收入可观。目前账上资金30亿，有息负债22亿，将有效支撑并购和新建项目。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	1.19
一年最低/最高价	0.75/2.22
市净率(倍)	5.08
港股流通市值(百万港元)	7933.33

基础数据

每股净资产(元)	0.20
资产负债率(%)	77.90
总股本(百万股)	6666.67
流通股本(百万股)	6666.67

相关研究

1、《希望教育(01765)：十年深耕日益壮大，高教航母扬帆起航》2018-10-10

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司旗下学校的招生及收费情况，我们对盈利预测做出相应调整，不考虑新建两校的影响，预计公司 2018-2020FY 营业收入为 10.31、12.09、13.95 亿元，同比增长 37.06%、17.24%、15.38%；归母净利润为 3.21、4.51、5.20 亿元，同比增长 51.46%、40.78%、15.26%，当前市值对应 PE 21X、15X、13X，处于可比公司较低水平。考虑公司为全国第二大民办高等教育集团，品牌优势、规模优势较为显著，叠加政策端利好，当前时点维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险，提费不及预期的风险，港股波动性较大

图 1：希望教育旗下学校概况

学校	西南交通大学 希望学院	贵州财经大学 商学院	山西医科大学 晋祠学院	四川天一学院	四川希望汽车 职业学院	四川文化传媒 职业学院	贵州应用技术 职业学院	四川托普信息 技术职业学院	四川希望汽车 技师学院	甘肃职业技术 学院	重庆电专学院
取得方式	自建	收购	收购	收购	自建	收购	自建	收购	自建	自建	自建
自建/收购时 间	09/4成立	14/4并表	14/4并表	11/9并表	13/6成立	14/5并表	16/6成立	17/12并表	16/7成立	18/11公告	18/11公告
收购/投资价 格(亿元)	-	1 (100%)	0.5 (100%)	1.1 (100%)	-	1.5 (100%)	-	10 (100%)	-	计划投入13亿	计划投入15亿
土地面积 (亩)	1034.7	830.5	135.2	1119.8	421.8	114.5	288.6	529.5	与汽车职业学 院共享校区	1100	892.4
教学层次	本/专	本科	本/专	专科	专科	专科	专科	专科	技师	专科	专科
学生人数	15,123	14,356	4,801	11,765	4,559	7,371	2,989	12,548	2,121	预计容量1.2万 人以上	预计容量1万 人以上
营业收入 (亿元) (2017FY)	2.01	1.47	0.61	0.95	0.32	0.62	0.18	-	0.04		
2015-2017 收入CAGR	6.90%	52.80%	40.30%	10.40%	20.60%	43.80%	-	-	-		
人均学费	13,291	10,218	12,664	8,081	7,079	8,346	6,159	-	2,116		
2015-2017人 均学费CAGR	2.20%	5.10%	3.70%	-0.70%	3.20%	5.00%	-	-	-		
毛利率	54%	44%	41%	52%	31%	58%	39%	-	-21%		
备注				申请升本中， 已纳入当地“ 十三五”规划				具有升本潜 力；拥有成都 高新区500+亩 土地，土地重 置价格高	依托四川希望 汽车职业学院 的场地和教学 资源	预计19/09投 入使用	预计2020年投 入使用

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

希望教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	利润表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
流动资产:	1,043.89	2,768.45	2,753.02	2,996.09	营业收入	752.43	1031.26	1209.07	1395.07
现金	181.33	2,388.38	2,356.54	2,590.03	营业成本	392.41	499.38	583.32	673.19
应收款项	-	-	-	-	毛利润	360.03	531.88	625.75	721.88
按金,预付款项及 其它应收款项	121.49	142.93	159.33	168.92	销售费用	29.14	10.31	36.27	55.80
其他	741.07	237.14	237.14	237.14	管理费用	88.93	180.84	183.00	217.41
非流动资产:	4,550.88	5,163.76	5,508.27	5,205.21	其他经营收益	136.38	143.50	143.93	143.35
物业厂房及设备	3,195.36	3,452.99	3,818.82	3,979.02	其他支出净额	2.66	0.00	2.00	5.00
商誉及无形资产	599.84	644.09	656.19	657.71	财务费用	144.51	152.67	81.62	48.97
预付土地租赁款 项	594.87	594.60	571.11	540.00	应占联营公司损益	1.75	0.00	0.00	0.00
其他	160.81	472.09	462.14	28.48	除税前溢利	229.43	331.57	466.79	538.04
资产总计	5,594.77	7,932.22	8,261.28	8,201.30	减: 所得税	19.77	11.60	16.34	18.83
流动负债:	2,098.06	2,305.35	2,589.51	2,697.11	少数股东损益	209.66	319.96	450.45	519.21
递延收益流动负 债	535.27	814.67	1,078.48	1,407.68	归母净利润	211.71	320.66	451.41	520.30
应付账款及其他 应付款项	731.68	981.21	1,019.61	903.80	少数股东损益	(2.06)	(0.70)	(0.96)	(1.09)
其他	831.11	509.47	491.42	385.62	EBIT	375.99	484.93	549.37	588.10
非流动负债合计	2,817.32	1,942.50	1,892.95	1,616.52	EBITDA	497.46	630.14	708.86	752.85
递延收入-非流动 负债	629.46	668.30	705.34	740.48					
其他	2,187.87	1,274.20	1,187.62	876.05					
负债总计	4,915.38	4,247.84	4,482.46	4,313.63					
少数股东权益	29.92	162.28	166.44	171.23					
归属母公司股东 权益	649.46	3,522.09	3,612.38	3,716.44					
负债和所有者权 益合计	5,594.77	7,932.22	8,261.28	8,201.30					
现金流量表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	重要财务与估值指标	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
经营活动现金流	500.66	929.13	714.53	1,036.91	每股收益(元)	-	0.05	0.07	0.08
投资活动现金流	(965.21)	(842.05)	(484.16)	(263.21)	每股净资产(元)	-	0.53	0.54	0.56
筹资活动现金流	503.27	2,119.97	(262.20)	(540.20)	发行在外股份(百万 股)	-	6667	6667	6667
汇率变动的影 响	-	-	-	-	ROIC(%)	14.45%	18.90%	21.34%	29.34%
现金净增加额	38.72	2,207.05	(31.84)	233.49	ROE(%)	38.06%	15.37%	12.65%	14.20%
折旧与摊销	121.47	145.20	159.48	164.75	毛利率(%)	47.85%	51.58%	51.75%	51.74%
资本开支	(934.64)	(855.00)	(540.00)	(320.00)	EBIT Margin(%)	49.97%	47.02%	45.44%	42.16%
营运资本变动	(508.47)	(989.77)	(299.16)	(211.05)	销售净利率(%)	28.14%	31.09%	37.34%	37.30%
企业自由现金流	(183.54)	(625.87)	56.58	292.30	资产负债率(%)	87.86%	53.55%	54.26%	52.60%
					收入增长率(%)	22.47%	37.06%	17.24%	15.38%
					净利润增长率(%)	36.60%	51.46%	40.78%	15.26%
					P/E	32.30	21.32	15.15	13.14
					P/B	10.53	1.94	1.89	1.84
					EV/EBITDA	23.26	13.80	12.65	11.37

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2019/02/19 人民币对港币汇率为 1.1602)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

