证券研究报告—动态报告

港股

教育

中汇集团(00382)

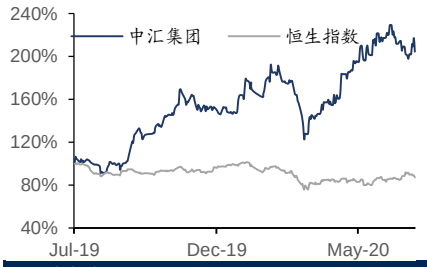
买入

2020 首三季报点评

维持评级

2020 年 07 月 17 日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1018
总市值/流通(百万元)	5,336/5,336
上证综指/深圳成指	3,210/12,996
12 个月最高/最低(港元)	6.50/2.59

相关研究报告:

《轻工 2020 年中期策略：逐鹿消费原野，乘风智造海洋》 ——2020-07-13

《2020 年下半年港股投资策略：全面牛市在路上》 ——2020-07-06

《海外教育 2020 年中期策略：把握长期优质赛道的龙头机遇》 ——2020-07-03

《中国纸业课题-包装行业市场研究》 ——2020-06-30

《教育行业快评：独立学院加速转设，影响可能差异化》 ——2020-05-20

证券分析师：荣泽宇
电话： 010-88005307
E-MAIL： rongzeyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

海外公司财报点评

业绩增长迅速，各项业务平稳推进

- **量价共同驱动，业绩增长符合预期**

2020Q1-Q3 实现营收 6.09 亿元（+15.4%），毛利率 49.1%（+1.8%）。公司四所学校在校生人数共 35444 人（+8.0%）。两所国内学校平均学费均有提升；本科学校华商学院平均学费增至 24324 元（+11.5%），专科学校华商职业学院平均学费增至 15633 元（+3.9%）。国内两所学校 2020/21 学年招生计划已确定，总学额 14600 人（+7%）。本科统招受转设计划影响有所缩减；专升本和专科名额受到政策优惠大幅增加。华商学院的转设进度有望加快，转设成功后利润率将进一步提升。

- **新校区打开内生空间，海内外协同办学持续深化**

内生方面，公司新获得一块土地用于建设江门新会校区，第一期土地面积约 683 亩，可容纳超过 1 万人，预计将于 2021 年 9 月投入使用。华商学院四会校区一期将于 2020 年 9 月投入运营，可容纳学生 6 千人。公司增城、四会和新会三个校区未来合计可容纳学生 8 万人。公司新增海外第三所学校——澳洲中汇学院，计划于 2021 年第一季度开始招生，计划与国内院校共同开设“3+2”、“2+2”项目等。

- **政策红利加自身优势，职业教育成新增长点**

职业教育业务是中汇集团的高增长高毛利率业务，在国家鼓励启动“1+X”证书制度、高职院校扩招背景下，未来可能成为集团新的收入增长点。预计 2020 财年此版块业务收入有望超过 1350 万元（+50%），或将带动整体毛利率有所提升。

- **转设与新校区建设顺利推进，维持“买入”评级**

考虑到转设完成时间有一定不确定性，我们此次暂不对公司的盈利预测和目标价进行调整。预测 2020-2022 年的收入分别为 8.36、9.40、10.50 亿元。净利润分别为 2.63、3.02、3.29 亿元。公司 7 月 16 日的收盘价对应的 2020-2022 年预测 PE 分别为 20.28、17.65、16.20 倍。给予公司 6.71~7.13 港元的合理估值区间，维持“买入”评级。

- **风险提示**

转设进度不及预期；招生和扩建不及预期；政策出台不及预期。

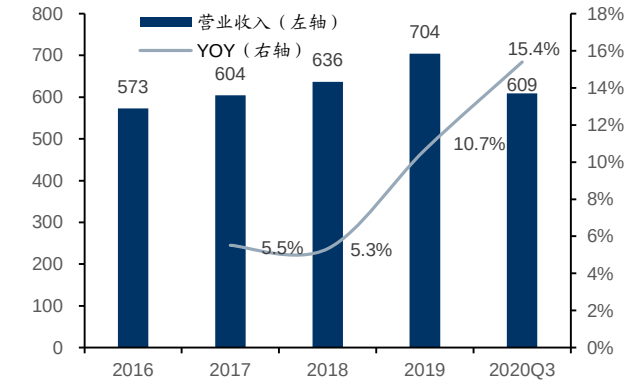
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	704.24	836.00	940.00	1050.00
(+/-%)	10.66%	18.71%	12.44%	11.70%
净利润(百万元)	209.29	263.14	302.31	329.31
(+/-%)	28.14%	25.73%	14.89%	8.93%
每股收益（元）	0.21	0.26	0.30	0.32
EBIT Margin	35.35%	38.37%	39.64%	40.56%
净资产收益率（ROE）	13.03%	14.39%	14.47%	13.85%
市盈率（PE）	25.50	20.28	17.65	16.20
EV/EBITDA	21.89	18.23	16.30	14.88
市净率（PB）	3.32	2.92	2.55	2.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

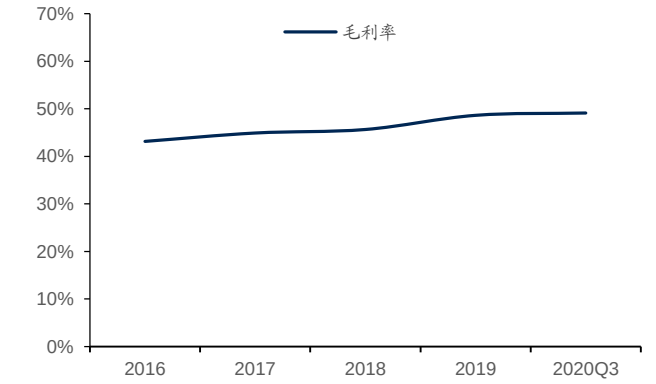
业绩增长迅速

图 1：公司营收和同比增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在校生人数和生均学费均有提升

表 1：各学校学生人数

学校名称	2017FY	2018FY	2019FY	2020Q3
华商学院	21917	21770	22665	24126
华商职业学院	9859	9735	9541	10662
澳洲国际商学院	464	712	837	619
新加坡 NYU				37
合计	32240	32217	33043	35444
YOY		-0.1%	2.6%	8.0%

资料来源:公司财报，国信证券经济研究所整理

表 2：在校学生平均学费（元）

学校名称	2017FY	2018FY	2019FY	2020Q3
华商学院	18520	19822	21831	24324
YOY		7.0%	10.1%	11.5%
华商职业学院	13784	14392	15057	15633
YOY		4.4%	4.6%	3.9%

资料来源:公司财报，国信证券经济研究所整理

表 3：新录取学生适用学费（元）

学校名称	2017/18 学年	2018/19 学年	2019/20 学年	2020/21 学年
华商学院				
本科课程	22000-35000	25000-36000	27000-39800	28000-43800
专插本课程	18300-19800	22000-23500	25000-29800	27000-33000
华商职业学院				
专科学历课程	14500-26000	15000-26000	15500-27000	16500-28000

资料来源:公司财报，国信证券经济研究所整理

维持"买入"评级

我们对公司未来转设、新校园建设的顺利进行抱有乐观态度。考虑到时间有一定不确定性，此次暂不对公司的盈利预测和目标价进行调整。预测公司2020-2022年收入分别为8.36、9.40和10.50亿元，同比增速15.3%、12.4%和11.7%；净利润分别为2.63、3.02、3.29亿元，同比增速25.7%、14.9%和8.9%。7月16日收盘价5.80港元对应2020-2022年预测PE分别为20.28、17.65、16.20倍。

公司的发展策略稳健且积极，内生空间将随新校园的建成招生进一步提升，具备较强的持续性。同时公司继续强化海内外一体办学优势，学生数与学费有持续增长的空间。公司未来业绩确定性和成长性兼备，当前估值具备长期投资吸引力。给予合理估值区间6.71~7.13港元，维持对公司的"买入"评级。

表4：重点覆盖公司数据比较（经营数据为最新财报）

代码	简称	总市值(亿港元)	收盘价（港元）	PE（TTM）	年涨跌幅（%）	营收同比（%）	毛利率（%）	净利率（%）	资产负债率（%）	有息资产负债率（%）	现金余额（亿元）
0382.HK	中汇集团	59.06	5.80	19.59	37.96	**18.59**	**48.79**	**34.17**	**37.3%**	**11.9%**	**7.42**
6169.HK	宇华教育	230.44	6.90	120.54	33.99	**55.82**	**58.11**	**6.67**	**53.6%**	**3.3%**	**15.78**
0839.HK	中教控股	254.95	12.62	28.98	25.99	**38.94**	**57.58**	**39.72**	**54.0%**	**41.3%**	**13.20**
6068.HK	睿见教育	69.19	3.38	14.36	6.11	**12.42**	**46.73**	**27.39**	**63.1%**	**47.2%**	**4.64**
1765.HK	希望教育	175.56	2.60	27.19	94.43	**47.79**	**52.53**	**36.70**	**56.6%**	**23.7%**	**8.81**
2779.HK	新华教育	35.55	2.21	11.77	-15.80	13.15	59.68	54.42	20.5%	10.0%	13.83
1569.HK	民生教育	45.55	1.08	11.94	-19.70	49.39	51.37	32.54	45.3%	9.2%	13.08
2001.HK	新高教集团	77.67	5.04	18.00	67.66	72.91	49.82	35.21	50.8%	24.8%	5.59
1773.HK	天立教育	124.09	5.98	41.95	94.68	43.40	41.02	29.17	47.5%	9.7%	4.51
0667.HK	中国东方教育	369.60	16.86	39.05	4.77	19.71	58.38	21.69	36.8%	0.0%	38.83
1890.HK	中国科培	118.25	5.91	23.21	59.72	23.48	67.46	62.39	18.5%	2.9%	11.12

资料来源:wind，国信证券经济研究所预测和整理（2020年带*预测PE为我们的预测值）
注：加粗数据是2020H1数值，其余为2019FY数值

风险提示

转设进度不及预期；招生和扩建不及预期；政策出台不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1352	1859	2117	2433
应收款项	39	87	117	99
存货净额	0	1	1	1
其他流动资产	50	0	0	0
流动资产合计	**1695**	**2199**	**2639**	**3180**
固定资产	1180	1110	1037	961
无形资产及其他	0	0	0	0
投资性房地产	53	53	53	53
长期股权投资	199	199	199	199
资产总计	**3127**	**3562**	**3928**	**4392**
短期借款及交易性金融负债	166	215	199	193
应付款项	52	53	61	70
其他流动负债	801	919	1002	1142
流动负债合计	**1019**	**1187**	**1261**	**1405**
长期借款及应付债券	390	390	390	390
其他长期负债	113	150	173	195
长期负债合计	**502**	**540**	**562**	**585**
负债合计	**1521**	**1727**	**1823**	**1990**
少数股东权益	0	7	15	25
股东权益	1606	1828	2090	2378
负债和股东权益总计	**3127**	**3562**	**3928**	**4392**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.21	0.26	0.30	0.32
每股红利	0.01	0.04	0.04	0.04
每股净资产	1.58	1.80	2.05	2.34
ROIC	20%	22%	35%	39%
ROE	13%	14%	14%	14%
毛利率	49%	50%	51%	52%
EBIT Margin	35%	38%	40%	41%
EBITDA Margin	44%	46%	47%	47%
收入增长	11%	19%	12%	12%
净利润增长率	28%	26%	15%	9%
资产负债率	49%	49%	47%	46%
股息率	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%
P/E	25.5	20.3	17.7	16.2
P/B	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	21.9	18.2	16.3	14.9

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**704**	**836**	**940**	**1050**
营业成本	362	416	458	504
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	7	8	8	9
管理费用	86	92	102	112
财务费用	23	27	28	27
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	23	0	0	0
营业利润	272	321	373	426
营业外净收支	(30)	0	0	0
利润总额	**243**	**294**	**345**	**399**
所得税费用	28	23	34	60
少数股东损益	5.76	6.96	8.18	9.44
归属于母公司净利润	**209**	**263**	**302**	**329**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	209	263	302	329
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	64	67	67	67
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	23	27	28	27
营运资本变动	55	159	84	189
其它	6	7	8	9
经营活动现金流	**334**	**495**	**461**	**594**
资本开支	(64)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	617	0	(152)	(243)
投资活动现金流	**408**	**(50)**	**(202)**	**(293)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(178)	0	0	0
支付股利、利息	(10)	(41)	(41)	(41)
其它融资现金流	**838**	**49**	**(17)**	**(5)**
融资活动现金流	461	8	(58)	(46)
现金净变动	1203	453	202	256
货币资金的期初余额	149	1352	1859	2117
货币资金的期末余额	1352	1806	2061	2373
企业自由现金流	275	470	436	567
权益自由现金流	914	494	395	539

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

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）的中华人民共和国内地居民或机构。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。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032