

2019年08月18日

中期业绩内生稳健增长，外延并购释放增量 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

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 金舍

执业证号：S0600119070033
021-60199793

jinsh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	623.14	997.80	1108.71	1224.82
同比(%)	30.42%	60.12%	11.11%	10.47%
归母净利润(百万元)	332.84	391.32	461.88	526.20
同比(%)	28.04%	17.57%	18.03%	13.93%
每股收益(元/股)	0.08	0.10	0.11	0.13
P/E(倍)	15.37	13.07	11.08	9.72

投资要点

■ **事件**：民生教育公布2019年中期业绩，19H1实现营业收入5.26亿元同增66.45%，学生人数74450人同增71.77%，归母净利润2.07亿元同降4.95%，经调整净利润2.33亿同增2.46%。

■ **剔除股权收益、政府补贴影响，调整后利润增速1.85亿同增37%**。一方面，由于公司投资澳洲成峰高教（持8.17%股权），其于18年5月上市至18年6月30日涨幅91%，从而构成18H1一次性股权投资收益6000万，而截止18年底成峰高教股价涨幅归零，导致公司18年全年不受影响，其后成峰高教股价走势波动不大。因此，19H1相较去年同期少近6000万股权收益，而19H2也会较去年同期多近6000万股权收益，全年将几无影响。另一方面，公司其他收入及收益较去年同期减少近600万，主要系补贴减少所致。**进一步拆分来看：外延增量**主要来自云南滇池并表贡献利润约6700万，扣除融资成本增量3400万，外延净贡献约3300万；**扣除外延增量，内生增速**高单至双位数，主要系学生人数增长较快。

■ **内生四校保持中高个位数增长，外延新增5校贡献业绩增量。**

内生四校：重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院、重庆应用技术职业学院及内蒙古丰州职业学院（青城分院）学费收入保持中高个位数增长。学生人数由去年同期35,052人增至40,336人同增15.07%；学费方面，重庆本科在1.2-1.8万、专科在9000-9800元，内蒙古专科约7000元。

外延7校：合计34,114人同增311.41%，其中较去年同期新增5校合计25,549人。18年12月并表云南大学滇池学院在校学生18,928人；17年起自建的乐陵民生高中、乐陵民生中专以及管理的乐陵中专贡献招生；19年2月山东曲阜远东学院交由公司管理，并将51%净利润作为管理服务费。同时，17年12月并表的重庆电信职业学院和18年5月并表的渤海实验学校继续整合提升净利率，释放业绩增量。

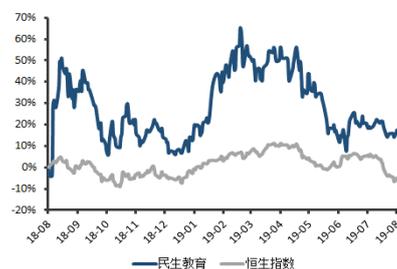
■ **百万高职扩招，内生稳步增长**。随着各省落地高职院校扩招100万的政策，公司专科学额有较为明显的提升，19/20学年专科招生计划人数增长27.9%。高职招生人数的增长叠加原有本科人数每年的逐步提升（19/20学年本科招生计划人数增长7.3%），有望带动各公司学生人数保持稳定的内生增长。

■ **并购项目逐步落地，外延增长可期**。截至19H1公司在手资金7.5亿，有息负债5.9亿，净现金1.6亿。各校预计仍需投资12.1亿左右，公司已获工商银行100亿基准利率低息授信，未来扩张资金实力较为充足，财务状况仍较为健康。目前还未完成收购/在建的标的包括：南昌职业学院、山东曲阜远东学院、河北工业大学城市学院、安徽文达信息工程学院。

■ **盈利预测与投资评级**：不考虑南昌职业学院、安徽文达、河北工业大学城市学院并表，按山东曲阜远东学院按51%净利润作为管理费计算，我们预计公司FY19-21营业收入9.98/11.09/12.25亿元，同增60.12%/11.11%/10.47%，归母净利3.91/4.62/5.26亿元，同增17.57%/18.03%/13.93%，当前市值对应PE13/11/10X。若考虑南昌、文达19年下半年起并入利润，FY19-21归母净利4.08/5.10/5.90亿元，同增22.47%/25.08%/15.65%，当前市值对应PE13/10/9X。考虑公司稳健的内生增长叠加新并购项目陆续贡献业绩，当前时点维持“买入”评级。

■ **风险提示**：学生人数、学费增长不及预期；外延并购落地低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	1.42
一年最低/最高价	1.13/2.04
市净率(倍)	1.41
港股流通市值(百万港元)	5705.16

基础数据

每股净资产(元)	0.90
资产负债率(%)	40.84
总股本(百万股)	4017.72
流通股本(百万股)	4017.72

相关研究

1、《民生教育(01569)：全年业绩稳健增长，收购首批职业本科试点正式进军高等职教领域》2019-03-16

民生教育公布 2019 年中期业绩，19H1 实现营业收入 5.26 亿元同增 66.45%，学生人数 74450 人同增 71.77%，归母净利润 2.07 亿元同降 4.95%，经调整净利润 2.33 亿同增 2.46%。

1. 受股权投资收益及其他收益影响，归母净利润同降 4.95%

剔除股权收益、政府补贴影响，调整后利润增速 1.85 亿同增 37%。一方面，由于公司投资澳洲成峰高教(持 8.17% 股权)，其于 18 年 5 月上市至 18 年 6 月 30 日涨幅 91%，从而构成 18H1 一次性股权投资收益 6000 万，而截止 18 年底成峰高教股价涨幅归零，即 18H2 股权收益亏损约 6000 万，导致公司 18 年全年不受影响，其后成峰高教股价走势波动不大。因此，19H1 相较去年同期少近 6000 万股权收益，而 19H2 也会较去年同期多近 6000 万股权收益，全年将几无影响。另一方面，公司其他收入及收益较去年同期减少近 600 万，主要系补贴减少所致。

进一步拆分来看：外延增量主要来自云南滇池并表贡献利润约 6700 万，扣除融资成本增量 3400 万，外延净贡献约 3300 万；扣除外延增量，内生增速高单至双位数，主要系学生人数增长较快。

表 1：公司利润情况（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入	426.32	445.00	477.78	623.14	316.25	526.40
yoy	5.92%	4.38%	7.37%	30.42%	24.20%	66.45%
毛利	261.67	258.61	278.69	333.37	188.55	306.53
yoy	2.33%	-1.17%	7.77%	19.62%	13.51%	62.58%
其他收入及收益	56.92	97.75	146.29	189.88	44.92	39.26
yoy	24.47%	71.73%	49.65%	29.80%	-33.68%	-12.61%
其中：政府补贴	8.63	39.69	102.96	78.36	25.93	17.91
销售费用	8.30	11.69	7.78	16.79	6.45	5.55
/总收入	1.95%	2.63%	1.63%	2.70%	2.04%	1.06%
管理费用	61.68	86.30	125.70	143.50	54.95	83.13
/总收入	14.47%	19.39%	26.31%	23.03%	17.38%	15.79%
财务费用	0.30	2.60	3.04	13.20	2.36	36.82
/总收入	0.07%	0.58%	0.64%	2.12%	0.74%	6.99%
计入损益的投资的公允价值收益					60.25	0.91
除税前溢利	246.68	251.36	262.96	348.28	226.54	210.31
yoy	10.98%	1.90%	4.61%	32.44%	39.96%	-7.17%
所得税	33.22	1.61	2.12	15.45	5.55	6.64
所得税率	7.79%	0.36%	0.44%	4.44%	2.45%	3.16%

期间溢利	213.46	249.75	260.85	332.83	220.99	203.67
yoy	8.73%	17.00%	4.44%	27.59%	37.21%	-7.84%
归母净利润	203.21	243.43	259.95	332.84	217.91	207.13
yoy	8.79%	19.79%	6.79%	28.04%	35.30%	-4.95%
净利率	47.67%	54.70%	54.41%	53.41%	68.90%	39.35%
经调整净利润	213.46	235.25	310.35	338.20	227.22	232.82
yoy	8.73%	10.21%	31.92%	8.97%	22.41%	2.46%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 内生四校保持中高个位数增长，外延新增 5 校贡献业绩增量

公司旗下经营及管理 11 所学校，包括 3 所本科、4 所专科、2 所中职、2 所高中，19H1 公司实现营业收入 5.26 亿元同增 66.45%，其中学费收入 4.88 亿元同增 67.34%，住宿费 0.39 亿元同增 56.00%，学生人数 74450 人同增 71.77%。

表 2：公司营业收入拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入	426.32	445.00	477.78	623.14	316.25	526.40
yoy	5.92%	4.38%	7.37%	30.42%	24.20%	66.45%
其中：学费	395.14	412.53	440.37	570.63	291.43	487.67
yoy	5.97%	4.40%	6.75%	29.58%	23.38%	67.34%
学生人数(人)	30,616	32,635	41,120	65,496	43,344	74,450
yoy	3.34%	6.59%	26.00%	59.28%	33.30%	71.77%
人均学费（元/人）	12,906	12,641	10,709	8,712	6,724	6,550
yoy	2.55%	-2.06%	-15.28%	-18.65%	-7.45%	-2.58%
住宿费	31.18	32.47	37.41	52.51	24.82	38.72
yoy	5.15%	4.15%	15.22%	40.36%	34.80%	56.00%
学校数量	4	4	5	10	6	11
增减	0	0	1	5	2	5

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：1、学生人数仅计算当期并表及贡献管理费收益的学校学生人数；2、2017 年起由于并入新校导致摊薄人均学费）

内生四校学费收入保持中高个位数增长，其中学生人数增长 15.07%。公司原四所学校重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院、重庆应用技术职业学院及内蒙古丰州职业学院（青城分院）学费收入保持中高个位数增长。学生人数方面，19H1 四校在校生由去年同期 35,052 人增至 40,336 人同增 15.07%；学费方面，重庆本科在 1.2-1.8 万、专科在 9000-9800 元，内蒙古专科约 7000 元。

表 3：公司内生四校学生人数拆分

	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
--	------	------	------	------	--------	--------

内生四校学生人数 (人)	30,616	32,635	35,172	36,824	35,052	40,336
yoy	3.34%	6.59%	7.77%	4.70%	7.80%	15.07%
其中：重庆人文科技学院	18,427	18,727	19,529	20,696	19,481	20,673
yoy	2.02%	1.63%	4.28%	5.98%	4.43%	6.12%
重庆工商大学派斯学院	9,895	9,920	10,471	10,923	10,447	14,495
yoy	5.70%	0.25%	5.55%	4.32%	5.57%	38.75%
重庆应用技术职业学院	1,355	2,370	2,884	3,157	2,857	3,138
yoy	-13.09%	74.91%	21.69%	9.47%	21.73%	9.84%
内蒙古丰州职业学院（青城分院）	939	1,618	2,288	2,048	2,267	2,030
yoy	45.81%	72.31%	41.41%	-10.49%	40.11%	-10.45%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

外延新增 5 校贡献业绩增量。公司 19H1 外延 7 校合计 34,114 人同增 311.41%，其中较去年同期新增 5 校合计 25,549 人。18 年 12 月并表云南大学滇池学院在校学生 18,928 人；17 年起自建的乐陵民生高中、乐陵民生中专以及管理的乐陵中专贡献招生；19 年 2 月山东曲阜远东学院交由公司管理，并将 51% 净利润作为管理服务费。同时，17 年 12 月并表的重庆电信职业学院和 18 年 5 月并表的渤海实验学校继续整合提升净利率，释放业绩增量。此外，未来随着南昌职业大学、安徽文达实现并表及河北工业大学城市学院陆续开学招生，公司收入规模快速增长可期。

表 4：公司新并表两校学生人数拆分

	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
外延学校学生人数		5,948	28,672	8,292	34,114
yoy			382.04%		311.41%
其中：重庆电信职业学院	5512	5,948	6,080	5,791	6,003
渤海实验学校			2,544	2,501	2562
云南大学滇池学院		18,470	18,948		18,928
乐陵民生高中			482		447
乐陵民生中专&乐陵中专			618		613
山东曲阜远东学院			5,417		5,561

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 百万高职扩招，内生稳步增长

2019 年 3 月 5 日，《政府工作报告》中提出，“改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年高职院校大规模扩招 100 万人。”

随着各省落地高职院校扩招 100 万的政策，公司专科学额有较为明显的提升，19/20 学年专科招生计划人数增长 27.9%。高职招生人数的增长叠加原有本科人数每年的逐步

提升（19/20 学年本科招生计划人数增长 7.3%），有望带动各公司学生人数保持稳定的内生增长。

4. 并购项目逐步落地，外延增长可期

截至 19H1 公司在手资金 7.5 亿，有息负债 5.9 亿，净现金 1.6 亿。各校预计仍需投资 12.1 亿左右（安徽文达 5 亿+河北工业大学 2 亿+南昌职业学院 5.1 亿，同时滇池后续拟售出近 10 亿认沽期权，南昌职业需要拟售出 1.4 亿股份）。此外，公司已获工商银行 100 亿基准利率低息授信，未来扩张资金实力较为充足，财务状况仍较为健康。

公司目前还未完成收购/在建的标的包括：

- 1) **南昌职业学院**：19 年 3 月公告以 5.1 亿收购南昌职业学院（本科）51% 股权，同时 6 个月后可以最低 1.852 港元/股的价格向对方发行股份收购后续 14% 股份（作价 1.4 亿）。南昌职业学院作为全国首批 15 家职业本科试点之一刚刚升本成功，在国家大力推进职业教育的背景下，未来的招生潜力较大。目前南昌学校拥有在校生 9500 人（均为专科），学费 7300-8000 元/人，未来有望在职业本科阶段实现较快速增长。
- 2) **山东曲阜远东学院**：18 年 11 月以 0.92 亿收购 51% 股权，19 年 2 月进入委管期间将收取 51% 净利润作为管理费。
- 3) **河北工业大学城市学院**：18 年 8 月与河北工业大学签署合作举办城市学院协议，支付 2 亿元，未来拟于条件成熟时将该校转为独立设置的本科高校。该校为一所本科独立学院，拟在张家口市建立新校区，预计 2019 年完成新校区一期建设，计划 2019 年 9 月新入学学生开始使用新校区，力争于 2022 年本专科学生规模达到 1 万人。
- 4) **安徽文达信息工程学院**：17 年 8 月公告作价 5 亿元收购安徽文达信息工程学院 51% 权益，18 年 12 月底申请正经政府部门审批。该校为一所独立设置的民办大学，提供本科及专科教育，17/18 学年在校生人数约 10,800 名，18/19 学年该校学费由 1 万元调升至 1.5 万元，并将本科学额增加 500 个。

5. 盈利预测与投资评级

不考虑南昌职业学院、安徽文达信息学院、河北工业大学城市学院并表，按山东曲阜远东学院按 51% 净利润作为管理费计算，我们预计公司 2019-2021FY 营业总收入为 9.98、11.09、12.25 亿元，同比增长 60.12%、11.11%、10.47%，归母净利润为 3.91、4.62、5.26 亿元，同比增长 17.57%、18.03%、13.93%，当前市值对应 PE 13X、11X、10X。

若考虑南昌、文达 19 年下半年起并入利润，我们预计公司 2019-2021FY 归母净利润为 4.08、5.10、5.90 亿元，同比增长 22.47%、25.08%、15.65%，当前市值对应 PE 13X、10X、9X。考虑公司稳健的内生增长叠加新并购项目陆续贡献业绩，当前时点维持“买入”评级。

6. 风险提示

1) **学费提价幅度不及预期的风险。**学费一般需由政府机构批准，且受需求、成本、地域、市场竞争、定价策略多项因素影响，有较大不确定性。学费是影响学校盈利的关键因素，若学费提价幅度不及预期，可能会对收入产生不利影响。

2) **外延并购整合情况不及预期。**公司在高等教育、中等教育方面 18 年外延项目落地较多，如整个情况不及预计将拖累业绩增长。

民生教育三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	利润表(百万元)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY
流动资产:	1,578.02	764.31	1,157.79	1,059.69	营业收入	623.14	997.80	1108.71	1224.82
货币资金	1,505.82	687.32	1,075.02	966.48	减: 营业成本	289.78	421.85	472.39	498.55
应收款项	5.51	0.81	0.81	0.81	销售费用	16.79	9.98	13.30	14.70
按金,预付款项及其它	62.99	69.85	77.61	85.74	管理费用	143.50	149.67	177.39	195.97
应收款项					财务费用	13.20	70.02	52.13	51.27
存货	1.38	4.01	2.03	4.34	其他支出净额	0.84	10.53	10.53	10.53
其他	2.32	2.32	2.32	2.32	加: 其他收入及收益	189.88	95.37	103.53	102.16
非流动资产:	5,046.45	5,199.78	5,308.46	5,275.23	应占联营公司损益	-0.64	0.34	0.00	0.00
物业、厂房及设备	2,157.99	2,112.82	2,070.69	2,031.40	除税前溢利	348.28	431.47	486.49	555.97
商誉及无形资产	1,691.36	1,686.80	1,686.80	1,686.80	减: 所得税	15.45	29.93	11.09	12.25
预付土地租赁款项	744.79	757.44	759.99	767.35	少数股东损益	-0.01	10.22	13.52	17.52
其他	452.32	642.72	790.98	789.69	归母净利润	332.84	391.32	461.88	526.20
资产总计	6,624.47	5,964.09	6,466.24	6,334.92	EBIT	346.04	461.34	514.01	577.47
流动负债:	1,507.08	1,758.30	2,184.61	1,970.78	EBITDA	399.88	606.51	656.14	716.76
递延收益-流动负债	534.10	854.07	949.10	1,048.63					
应计负债及其他应付	697.35	600.65	973.99	687.83					
款项									
其他	275.64	303.58	261.51	234.32					
非流动负债合计	1,588.00	635.88	663.89	691.91					
递延收入-非流动负债	282.03	305.38	333.40	361.41	重要财务与估值指	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY
其他	1,305.97	330.50	330.50	330.50	标				
负债总计	3,095.08	2,394.18	2,848.50	2,662.69	每股收益(元)	0.08	0.10	0.11	0.13
少数股东权益	120.99	122.38	124.02	125.88	每股净资产(元)	0.85	0.86	0.87	0.88
归属母公司股东权益	3,408.41	3,447.54	3,493.73	3,546.35	发行在外股份(百万股)	4018	4018	4018	4019
负债和所有者权益合计	6,624.47	5,964.09	6,466.24	6,334.92	ROIC(%)	10.48%	14.58%	15.70%	17.05%
					ROE(%)	10.35%	11.42%	13.31%	14.95%
					毛利率(%)	53.50%	57.72%	57.39%	59.30%
现金流量表(百万元)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	销售净利率(%)	53.41%	39.22%	41.66%	42.96%
经营活动现金流	161.43	847.40	1,164.54	563.87	资产负债率(%)	46.72%	40.14%	44.05%	42.03%
投资活动现金流	-461.48	-751.50	-894.00	-894.00	收入增长率(%)	30.42%	60.12%	11.11%	10.47%
筹资活动现金流	-165.40	-914.40	117.16	221.60	净利润增长率(%)	28.04%	17.57%	18.03%	13.93%
现金净增加额	-465.44	-818.50	387.69	-108.54	P/E	15.37	13.07	11.08	9.72
折旧与摊销	71.72	145.17	142.13	139.30	P/B	1.50	1.48	1.46	1.44
资本开支	-244.98	-135.00	-130.00	-130.00	EV/EBITDA	9.41	7.41	10.22	9.52
营运资本变动	-1,324.25	-230.51	-451.08	194.27					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2019/8/17 港币兑人民币汇率 0.8968)

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>

