

民生教育 (01569.HK)

学生增长良好，收购相关费用影响利润

收入增长 **66.4%**，净利润同降 **7.8%**，主要由于收购认沽期权利息。公司 2019H1 收入同增 66.4% 至 5.26 亿（其中滇池学院贡献 1.82 亿），净利润同降 7.8% 至 2.04 亿。净利润下降主要由于：1) 2019 年收购带来的认沽期权负债利息 1874 万，致财务费用同增 6.3PCTs 至 7%，调整后净利润同增 2.5% 至 2.33 亿；不考虑成峰投资收益影响（2018H1/19H1 分别为 6000 万和 95 万），核心经营净利润为 2.32 亿元，同增 38.7%。2) 并购学校带来折旧增加，毛利率同降 1.4PCT 至 58.2%。3) 其他收入和收益减少 500 万元（短期投资收益和利息收入减少）。

学生情况：测算内生增长 15%，派斯和滇池贡献显著，2019/20 学年招生情况符合预期。 学生人数方面，截至期末公司在校人数 7.44 万名，同增 71.8%，其中滇池学院并表新增 1.89 万、远东学院委托管理新增 5561 名。测算内生增长约 15.3%，其中派斯学院增长突出，新增 4000 名学生（yoy 38.7%），主要由于期内共有 3704 名成人继续教育本/专科学生。展望 2019/20 学年，目前本科招生计划基本完成，专科招生人数也有望双位数增长。此外，期内公司积极拓展成人继续教育和职业资格证书培训，重庆人文科技学院开始提供教师资格培训课程，已累计培训 4652 人次。

外延进展：两所扩建预计新增 3300 万容量，四所收购稳步推进。 扩建方面，重庆人文科技学院扩建增加 2150 个床位，重庆应用技术职业学院扩建增加 1200 个床位，均将于 2019 年 9 月投入使用，为 2019/20 年招生提供重组支持。收购方面，截至期末公司仍有 4 所学校收购待完成，其中河北工业大学城市学院举办者变更事宜推进顺利，南昌职业大学今年招收首批本科生，后续举办者变更手续亦将开启。

投资策略。 近两年公司借助资本平台将收购整合能力充分发挥，成为从重庆走向全国的民办高教集团。公司自身拥有扎实的办学能力和积淀，目前公司处在内生稳健增长，收购学校逐步整合的阶段。考虑到认沽期权利息费用影响，下调公司 2019/20/21 年净利润至 4.06/4.47/4.75 亿元（原 4.51/4.97/5.28 亿），对应 EPS0.10/0.11/0.12 元人民币。现价对应 2019 年 PE12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：《民促法实施条例》终稿及分地方民促法尚未落地，存政策不确定性风险；收购整合进度不达预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	488	687	979	1,055	1,105
增长率 yoy (%)	8.8	40.7	42.4	7.8	4.7
归母净利润 (百万元)	259.9	333	406	447	475
增长率 yoy (%)	6.8	28.0	22.1	9.9	6.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.06	0.08	0.10	0.11	0.12
净资产收益率 (%)	8.3	9.4	10.4	10.2	9.8
P/E (倍)	19.2	15.0	12.3	11.2	10.5
P/B (倍)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

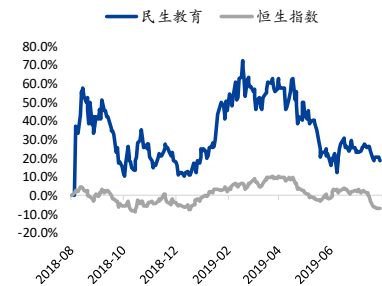
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	1.42
总市值(百万元)	3,677.02
总股本(百万股)	2,589.45
其中自由流通股(%)	
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号: S0680518030006

邮箱: shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱: zyn@gszq.com

相关研究

- 1、《民生教育 (01569.HK): 收购学校有望梯次并表，量价增长潜力大》2019-03-24
- 2、《民生教育 (01569.HK): 内生办学不断提升，并表滇池带来收入增长》2019-03-18
- 3、《民生教育 (01569.HK): 一体两翼，全面布局》2019-01-07



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2460	1578	1562	1416	1632
现金	1940	1506	1481	1324	1541
应收账款	1	6	0	5	2
其他应收款	32	63	70	75	80
预付账款	466	0	0	0	0
存货	1	1	4	2	4
其他流动资产	20	2	7	10	7
非流动资产	1762	5046	5247	5468	5690
长期投资	36	70	269	269	269
固定投资	1066	2158	2389	2604	2803
无形资产	307	1691	1684	1676	1669
其他非流动资产	352	1127	905	919	950
资产总计	4222	6624	6809	6884	7323
流动负债	774	1507	1468	1274	1301
短期借款	144	245	200	150	150
应付账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	630	1262	1268	1124	1151
非流动负债	301	1588	1404	1224	1159
长期借款	30	214	107	0	0
其他非流动负债	271	1374	1297	1224	1159
负债合计	1075	3095	2872	2498	2460
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	0	0	0	0
资本公积	3025	3408	3814	4261	4736
留存收益	3026	3408	3815	4261	4736
归属母公司股东收益	121	121	123	125	126
负债和股东权益	4222	6624	6809	6884	7323

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	261	161	423	431	759
净利润	260	333	408	448	476
折旧摊销	48	73	99	119	131
财务费用	0	0	50	50	50
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	68	-195	-111	-155	135
其他经营现金流	-115	-49	-24	-32	-33
投资活动净现金流	-305	-461	-276	-308	-320
资本支出	-45	-275	-381	-264	-244
长期投资	-308	-820	-299	-118	-131
其他投资现金流	48	634	403	74	54
筹资活动净现金流	1048	-165	-172	-280	-222
短期借款	0	0	-95	-100	-50
长期借款	-174	-132	-107	-107	0
普通股增加	1246	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-34	30	-73	-172
现金净增加额	1004	-465	-25	-157	217

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	488	687	979	1055	1105
营业成本	199	290	431	468	489
营业税金及附加	25	1	0	0	0
营业费用	8	17	20	21	22
管理费用	126	144	196	200	210
财务费用	-5	-10	50	50	50
资产减值损失	8	23	15	14	14
公允价值变动收益	25	24	24	32	33
投资净收益	-0	-1	-0	-0	-0
营业利润	160	270	307	347	367
营业外收入	103	79	121	122	132
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	263	348	427	469	499
所得税	2	15	19	21	22
净利润	261	333	408	448	476
少数股东收益	1	-0	2	2	2
归属母公司净利润	260	333	406	447	475
EBITDA	307	411	576	638	679
EPS (元/股)	0.06	0.08	0.10	0.11	0.12

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	8.8	40.7	42.4	7.8	4.7
营业利润 (%)	-24.4	68.5	13.7	13.2	5.7
归属母公司净利润 (%)	6.8	28.0	22.1	9.9	6.3
盈利能力					
毛利率 (%)	59.2	57.8	56.0	55.6	55.8
净利率 (%)	53.2	48.4	41.5	42.3	43.0
ROE (%)	8.3	9.4	10.4	10.2	9.8
ROIC (%)	7.4	6.2	9.6	10.0	10.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.5	46.7	42.2	36.3	33.6
净负债比率 (%)	-27.5	45.0	35.3	26.8	18.9
流动比率	3.2	1.0	1.1	1.1	1.3
速动比率	3.2	1.0	1.1	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	581.3	217.5	351.9	383.6	317.7
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.08	0.10	0.11	0.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.07	0.04	0.11	0.11	0.19
每股净资产 (最新摊薄)	0.78	0.88	0.98	1.09	1.21
估值指标 (倍)					
P/E	19.2	15.0	12.3	11.2	10.5
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.8	13.3	7.9	7.1	6.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com