

中汇集团 (382 HK) – 广东财经大学华商学院调研纪要

摘要

广东财经大学华商学院（以下简称“华商学院”）是2006年经教育部批准设立的独立学院，目前为中汇集团（382.HK）旗下的唯一一本科学校，是一所财经特色鲜明的以本科生为主的全日制高水平应用型高等学校。学校位于广州市增城区，现有在校学生近23,000人。我们于2019年12月6日前往学校进行实地调研，调研亮点如下：

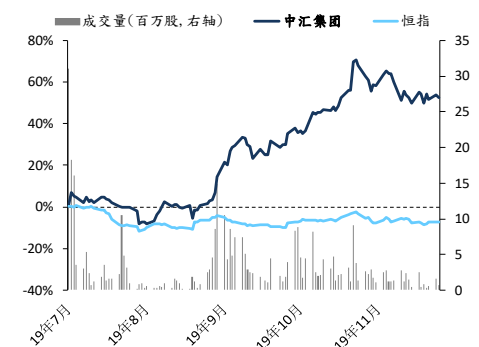
- 1) 华商学院整体硬件设施非常完备，创意感突出。**校园整体硬件环境突出，图书馆、美术馆以及茶艺室等非常具有特色，使得在校学生在学习过程中可以使用到最优质的设施，也非常有利于招生。
- 2) 经管学科跨专业仿真综合实习平台凸显学校财经特色。**该平台是华商学院的一个教学特色，有利于学生对知识的把握以及适应未来的职业发展，也非常契合职业教育的国家导向，相信对于许多潜在就读学生具有很大的吸引力。
- 3) 校园的开发程度非常高，已经基本处于满员状态。**当前主校区占地1000多亩，根据实地调研发现，除了即将落成的国际会议中心，几乎所有的校区土地都已经开发完成，学校内学生密度也是相对较高，尤其是下课期间，因此四会校区的建设是非常必要的，也展现了学校强劲的招生能力和办学能力。
- 4) 国际学院特色鲜明，软硬件实力均强劲。**作为华商学院的办学特色，国际化对于吸纳生源以及学生自身发展都是非常有利的。公司未来会在已有的海外办学和合作办学的基础上，继续扩展海外版图，使得自身的国际化办学更加具有吸引力。

估值：中汇集团(382.HK)12月10日收市价报4.33港元，目前市场平均目标价为6.04元，潜在上升空间约40%。20/21年市场预期市盈率 13.6/11.1倍。

风险：行业政策风险。

19年12月10日收市价(港元)	4.33
市场平均目标价(港元)	6.04
市场目标价区间(港元)	4.81-7.24
潜在上升空间	39.17%

上市后股价相对恒指走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

主要指标一览

市值(百万港元)	4,420
大股东持股比例(%)	73.6
自由流动比率(%)	19.2
过去3年盈利复合增速(%)	NA
派息比率(%)	32.3%
贝塔值(Beta)	-
200天移动平均(港元)	NA
52周低/高位(港元)	2.56-4.93
宝林通道低/高位(港元)	4.19-4.74

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

策略员

Tony Wang (王嘉越)

(852) 2509 5375

tony.wang@gtjas.com.hk

调研亮点详述：

中汇集团（382.HK）2019财年业绩实现营收7.04亿元（人民币，下同），市场预期6.97亿元，同比增长10.7%。集团本年度的营收增长主要来源于旗下学校学生人数和平均学费的双重刺激。本财年集团旗下的华商学院学生人数同比增长4.1%，达到22,665人，推动整个集团学生人数同比增长2.6%达到33,043人。平均学费方面，华商学院同比增加10.1%帮助整个集团的平均学费水平更上一个台阶。

华商学院整体硬件设施非常完备，创意感突出

校园的图书馆非常具有现代化气息，总共5层，其中包含美术馆、茶艺室以及自修室等，学习氛围浓郁，有利于学生的健康发展，同时优良的环境也对生源的吸引有很大帮助。

专业特色设施方面，华商学院独具特色的大传播实验教学平台也是学校的一大亮点。该平台于2018年投入使用，其主要提供模拟导播间等传媒实践设施，学生可以在里面完成实践访谈节目等实操巡礼，有利于学生未来的职业发展。

图表 1：华商学院正大门。



资料来源：实地调研，国泰君安国际

图表 2：中央图书馆。



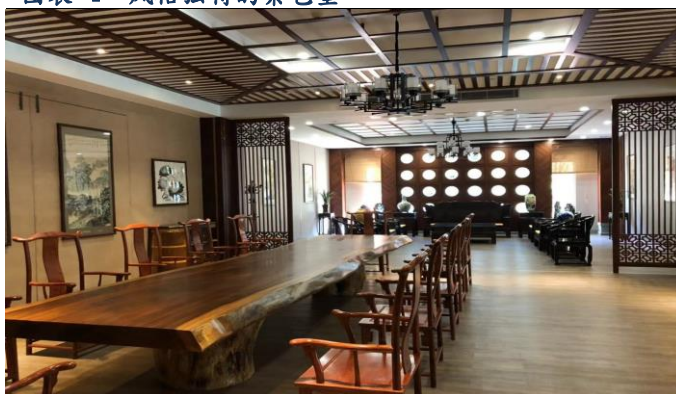
资料来源：实地调研，国泰君安国际

图表 3：环境优雅自修室。



资料来源：实地调研，国泰君安国际

图表 4：风格独特的茶艺室。



资料来源：实地调研，国泰君安国际

图表 5：大传播实验教学平台实景。



资料来源：实地调研，国泰君安国际

图表 6：模拟导播间。



资料来源：实地调研，国泰君安国际

经管学科跨专业仿真综合实习平台凸显学校财经特色

实习平台的核心是模拟企业的运行，从而帮助学生更好地理解现实商业社会中企业的运作，锻炼学生运用财务知识的能力。该实习平台可以帮助陌生学生之间进行交流互动，训练学生的团队合作、抗压能力等基本技能，是华商学院结合自身财经特色与应用型大学定位设计出的课程体系。

在平台课程中，不同专业的学生组成一个个学习小组（每个学习小组对应一个模拟公司）全真模拟整个企业的运行环节。在平台课程上，也有学生模拟银行、税务、工商等商业社会的不同角色从而训练不同的专业技能。

据了解，每期学生约800-1000人，每次都一起上课的。整个平台会有多间教室一起运作，覆盖商业活动的各个流程。每个小组约8-10人，考核最终主要是根据小组模拟公司的三年经营业绩。

图表 7：经管学科跨专业仿真综合实习平台实景。



资料来源：实地调研，国泰君安国际

图表 8：学生正在进行仿真综合实习课程。



资料来源：实地调研，国泰君安国际

校园的开发程度非常高，已经基本处于满员状态

当前主校区占地1000多亩，根据实地调研发现，校园内各教学楼、宿舍楼等基础设施的使用率已经基本处于满员，开发建设方面除了即将落成的国际会议中心，基本没有更多的提升空间。

根据我们在校园内的实地调研发现，各类活动空间的使用率也是非常饱和，特别是学生都下课后，一些校园道路甚至可能出现拥挤情况，可见四会校区的建设是非常必要的，也展现了学校强劲的招生能力和办学能力。相信未来新校区建成投入后，华商学院两个校区的使用体验会更上一层楼，学校本身的教学质量也会有进一步的提升。

国际学院特色鲜明，软硬件实力均强劲

国际学院成立于2015年，作为华商学院国际化办学的重要举措之一，学院分别与澳大利亚堪培拉大学、英国哈德斯菲尔德大学、新西兰奥塔哥大学等海外知名高校开展学分互认双学位联合培养项目，学习完成后可以获得境内境外双学位。未来会陆续建立与日本等国家和地区的学校的合作机制，为学生提供更多的国际化选择。国际学院各专业课程均由具有丰富教学经验、教学效果良好的教师担任，部分课程采用中英双语或全英语授课或外籍教师授课。根据了解，国际学校的“2+2”/“3+1”模式的课程，招生按照普通高考招生，学费约30,000元，其中海外阶段缴纳的学费为海外院校的学费附加80%本校学费。目前，国际学院共计学生约200多名，未来随着项目的拓展相信增加空间非常广阔。

在国际化道路上，华商学院也在澳大利亚投资创办了澳洲国际商学院（简称“GBCA”），实现了境内境外办学的协同效应。同时，GBCA的境外办学经验，在当前鼓励境外投资者在国内兴办职业教育的背景下，相信可以更好地实现境内外的协同发展。

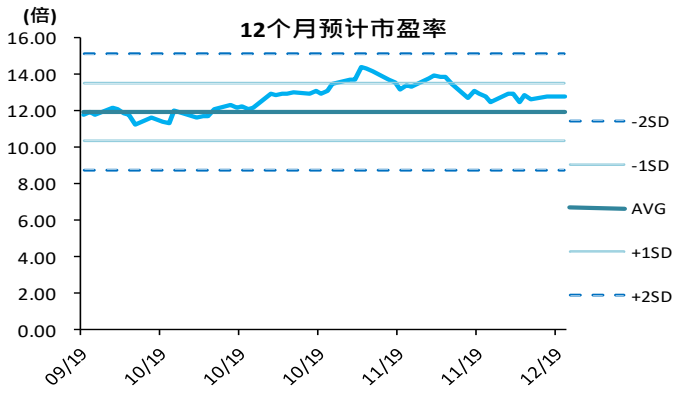
估值

按照2019财年数据，华商学院收入贡献占中汇集团（382.HK）总收入约76%，按照公司指引，未来华商学院在学生人数和学费的双重刺激下可以实现约20%的收入增长，将会对集团的整体收入带来重要贡献。华商学院作为独立学院，预计于3到5年完成与大校的脱钩，届时学校可以免除每年15%左右的大校管理费，实现自身毛利率的进一步提升。收入与毛利率的增长将会共同帮助集团实现

更加不错的业绩。中汇集团(382.HK)12月10日收市价报4.33港元，目前市场平均目标价为6.04元，潜在上升空间约40%。20/21年市场预期市盈率13.6/11.1倍。

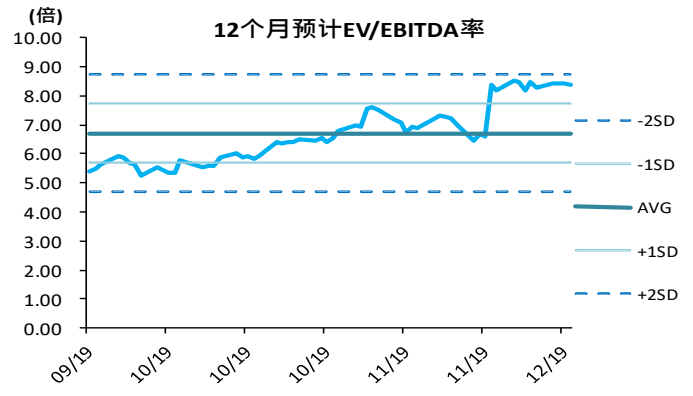
风险：行业政策风险。

图表 9：12个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 10：12个月滚动预估 EV/EBITDA 率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 3：同业比较

	市值 (HKDm)	收市价 (LC)	52周 股价 区间 (示意图)	市场 平均 目标价 (LC)	潜在 上升 空间 (%)	年初至今 股价 走势 (%)	3个月 日均 换手率 (%)	每股盈利增长		收入增长		EV/EBITDA		市净率		股息率		ROE		贝塔值
								18F (%)	19F (%)	18F (%)	19F (%)	18F (倍)	19F (倍)	18F (%)	19F (%)	18F (%)	19F (%)	18F (%)	19F (%)	
中教控股	839 HK	20,687	10.24	13.9	35.8	57.0	0.1	3.5	7.8	30.4	45.6	23.5	16.9	3.0	2.7	1.0	1.1	11.2	11.6	1.3
宇华教育	6169 HK	17,528	5.33	6.2	15.7	43.9	0.4	28.3	26.0	42.3	37.4	24.9	17.2	4.4	4.0	2.6	1.9	16.4	16.8	1.1
中国科培	1890 HK	7,503	3.75	4.4	17.3	NA	0.1	NA	-6.9	NA	14.2	16.0	11.3	3.1	2.5	3.0	2.3	26.3	20.1	1.0
民生教育	1569 HK	5,464	1.36	2.5	81.4	(15.0)	0.1	20.1	20.9	34.0	49.3	11.2	8.8	1.4	1.3	0.0	0.5	10.3	11.0	1.3
新高教集团	2001 HK	4,223	2.74	3.9	42.6	(30.1)	0.3	2.7	37.9	39.2	79.6	22.2	8.8	1.9	1.6	1.9	2.8	13.5	16.8	1.4
希望教育	1765 HK	9,267	1.39	1.7	23.9	NA	0.1	NA	75.3	NA	19.7	14.9	11.1	2.0	1.8	1.2	1.6	7.0	10.0	1.5
中国新华教育	2779 HK	3,909	2.43	4.2	74.1	NA	0.1	27.8	1.7	17.3	18.8	7.5	6.1	1.5	1.3	2.2	2.5	15.1	12.0	1.4
中国春来教育集团有限公司	1969 HK	1,848	1.54	2.4	53.2	NA	0.0	NA	-0.8	NA	15.9	8.0	7.9	2.1	1.3	NA	3.7	20.2	15.7	0.8
简单平均					46.9	(4.5)	0.3	257.2	135.9	35.0	25.6	11.8	8.4	1.6	1.4	1.4	2.7	8.2	10.6	1.0
市值加权					37.1	16.6	0.2	39.9	77.2	28.1	31.7	16.8	11.9	2.4	2.1	1.6	2.1	11.4	12.5	1.2
中位数					42.6	(15.0)	0.3	27.8	37.9	34.0	19.5	9.6	7.9	1.5	1.3	1.2	2.4	7.8	11.3	1.0

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际, 数据截止日期 2019 年 12 月 10 日 港股市场收市

公司简介

中汇集团(382.HK)当前是大湾区最大的民办商科高等教育集团,及拓展国际市场的早期先行者。公司于中国运营两家民办高等教育机构及于澳大利亚墨尔本运营一家民办职业教育机构。公司位于中国的所有高等教育机构均位于广州(属于大湾区的一部分),公司以培养专业人才为使命,向学生提供国际化的学习交流机会,培养学生的实践技能,助力学生未来的职业发展。

图表 4: 中汇集团(382.HK)历史财务一览

(百万人民币, 年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	(百万人民币, 年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表					合并现金流量表				
收入	573	604	636	704	净利润	91	131	162	217
同比	NA	6%	5%	11%	折旧摊销	71	66	64	64
成本	-326	-333	-346	-362	营运现金流	258	334	318	
毛利	247	271	290	342	资本性开支	-159	-71	-132	
同比	NA	10%	7%	18%	其它投资现金流	-91	-112	-713	NA
毛利率	43.1%	44.9%	45.6%	48.6%	投资现金流	-250	-183	-845	
百分比变动	NA	1.8%	0.7%	3.0%	融资现金流	-57	-131	459	
经营费用	-72	-71	-75	-84	自由现金流	114	275	199	
同比	NA	-1%	6%	12%	归属权益所有人的自由现金流				
经营费用率	12.5%	11.7%	11.8%	12.0%	回报率				
百分比变动	NA	-0.8%	0.1%	0.1%	平均资本回报率(%)		28.6	26.3	20.9
营业外收入	-20	-14	-18	-11	平均投入资本回报率(%)		18.6	15.4	14.4
非经常性损益	2	4	8	-31	平均资产回报率(%)		7.9	7.7	8.4
所得税	-32	-39	-48	-28	运营效率				
归属非控制权益	43	30	14	6	库存周转天数	0.5	1.0	1.0	0.5
净利润	91	131	162	217	应收账款周转天数	0.1	0.3	0.4	0.3
经调净利润	89	127	157	233	应付账款周转天数	179.5	200.3	201.8	172.3
同比	NA	43%	23%	48%	现金周转天数	-179.0	-199.0	-200.4	-171.5
经调净利润率	15.6%	21.1%	24.7%	33.1%	杠杆率及偿付能力				
百分比变动	NA	5.5%	3.6%	8.4%	净负债率	11%	-30%	-34%	-68%
摊薄每股收益				0.27	资产负债率	69%	62%	71%	49%
每股派息				0.00					
合并资产负债表									
现金及现金等价物	358	481	1,018	1,655					
贸易及其它应收款	0	1	1	0					
存货	0	1	0	0					
其它流动资产	34	26	139	39					
流动资产	393	509	1,158	1,695					
物业、厂房、设备	1,146	1,153	1,230	1,379					
其它非流动资产	9	7	8	8					
非流动资产	1,155	1,159	1,238	1,432					
应付款	160	205	177	164					
借款	176	266	214	166					
其它流动负债	437	461	632	688					
流动负债	774	932	1,024	1,019					
借款	234	28	568	390					
其它非流动负债	65	82	106	113					
非流动负债	299	110	673	502					
归属公司所有者权益	323	568	626	1,606					
非控制性权益	153	59	73	0					
总负债及权益	1,548	1,668	2,396	3,127					

资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

投资咨询部 Investment Strategy

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk	
黄博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk	(852) 25092621
王昕媛	Kate Wang	kate.wang@gtjas.com.hk	(852) 25092623
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtjas.com.hk	(852) 25092631
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
曾新芜	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 25095695
赵欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtjas.com.hk	(852) 25095443
王嘉越	Tony Wang	tony.wang@gtjas.com.hk	(852) 25095375
李恒钊	Tony Li	tony.li@gtjas.com.hk	(852) 25095194

研究部 Research

刘谷	Grace Liu	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Penny Pan	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

私人客户销售 Private Client Sales

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk			
戚竹娜	Emmy Chik	emmy.chik@gtjas.com.hk	吕鸿极	Dick Lui	dick.lui@gtjas.com.hk
林达诚	Donald Lam	donald.lam@gtjas.com.hk			
吕露	Lv Lu	lvlu@gtjas.com	王刚	Wang Gang	wanggang101@gtjas.com
吴洪健	Wu Hongjian	wuhongjian@gtjas.com	沈悦	Shen Yue	shenyue@gtjas.com

客户服务部 Customer Services

杨曦	Yang Xi	yangxi@gtjas.com	虞珺斐	Liz Yu	liz.yu@gtjas.com.hk
郭琦	Guo Qi	guoqi@gtjas.com			

理财业务 Financial Services

黄沛源	Bryan Wong	bryan.wong@gtjas.com.hk			
-----	------------	-------------------------	--	--	--

机构销售 Institutional Business

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk			
-----	------------	-------------------------	--	--	--

期货业务 Futures Brokerage

陈家骅	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk	黎启雄	Terry Lai	terry.lai@gtjas.com.hk
吴雪雯	Icy Ng	icy.ng@gtjas.com.hk			

外汇业务 FX Business

杨子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk			
-----	------------	-------------------------	--	--	--

企业融资 Corporate Finance

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	邱迪怡	Deirdre Yau	deirdre.yau@gtjas.com.hk
黄嘉贤	Anthony Wong	anthony.wong@gtjas.com.hk	罗广信	Wilson Lo	wilson.lo@gtjas.com.hk

资本市场 Equity Capital Markets

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	陈丽娥	Olivia Chan	olivia.chan@gtjas.com.hk
张颖思	Cecilia Cheung	cecilia.cheung@gtjas.com.hk			

固定收益 Fixed Income

雷强	Lei Qiang	qiang.lei@gtjas.com.hk	陈怡吟	Sophia Chen	sophia.chen@gtjas.com.hk
蒋小燕	Flora Jiang	flora.jiang@gtjas.com.hk			

资产管理 Asset Management

赵少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk	潘继宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtjas.com.hk
郭睿	Guo Rui	guo.rui@gtjas.com.hk	马凯	Kyle Ma	kyle.ma@gtjas.com.hk

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除佳兆业集团(01638.HK)、国泰君安国际(01788.HK)、甘肃银行(02139.HK)、滨海投资(02886.HK)、西安海天天(08227.HK)、价值中国A股(03095.HK)、南方MSCI-R (CNY)(83149.HK)、中梁控股(02772.HK)、晋商银行(02558.HK)、锦欣生殖(01951.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安国际或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的华南城(01668.HK)、星美控股(00198.HK)、北京汽车-H股(01958.HK)、中国燃气(00384.HK)、融信中国(03301.HK)、协众国际控股(03663.HK)、当代置业(01107.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保-H股(00895.HK)、国美零售(00493.HK)、同程艺龙(0780.HK)、彩生活(1778.HK)、香港中旅(0308.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、绿城中国(03900.HK)、美团点评-W(03690.HK)、小米集团(1810.HK)、中国光大绿色环保(01257.HK)、徽商银行-H股(03698.HK)、中国忠旺(01333.HK)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安国际”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安国际或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安国际的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安国际集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安国际并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安国际或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 27 楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793