

希望教育(01765.HK) — 投资峰会纪要:自建并购双轮启动

5月16-17日，国泰君安国际在上海举行了第三届投资高峰论坛，我们邀请了希望教育就投资者关心的问题进行了沟通，要点如下：

2019年指引

1. 来自内生增长约1万学生，学费增长约3-5%。受惠于百万扩张计划，集团今年单招和统招的学额将比去年增长较多（公司3月业绩会曾称今年新增单招学额为4,703名，同比提升40%）。目前学校容纳率70%，学生人数增长仍有空间。预期未来3-5年学生人数10%，学费3-5%，即年复合增长率为15%。

2. 手上潜在并购标的较多，公司预期今年并购项目2-3个，皆在国内，倾向于本科项目。自建项目3个，分别位于广东和重庆和甘肃，为专科学校。

3. 公司预期2019年账上净现金约10亿，经营现金流约7亿，资本开支约3亿，公司的资本支出高峰期已过，未来现金充裕，同时目前尚有20亿银行信贷额度还未使用。

4. 公司区别于同行的特色在于，公司自建与并购发展两条路一起走，同时有大股东希望集团的支持。目前公司公告的项目自建为主，不代表公司不关注并购的机会，相反，自建学校pipeline强劲也能从另一个层面来说明公司多年沉淀的办学能力。

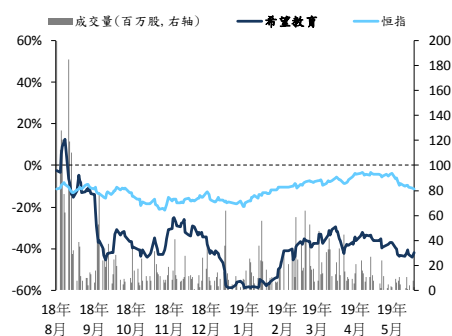
政策与集团近况

1. 年初至今，政府对教育行业非常支持，包括<职业教育改革方案><教育现代化2035>等多个教育相关文件陆续发布，2019年政府工作报告提出新增100万招生指标等。从去年10月开始地方政府出台很多政策支持教育发展，（如税收减免），从办教育到服务教育转型。我们预计该等利好政策将有望提振集团招生人数。

2. 公司旗下学校作为应用型大学，毕业生就业情况较好。我国先进制造业和服务业的人才缺口较大，旗下托普学院的就业较好，由于位于高新区，有华为、联想、中芯国际、飞利浦等公司，为毕业生提供就业机会。另外一所以医学和护理专业知名的天一学院预期今年就业很好，由于我国已经进入老年化时代，65岁老年人口逐年上升。

19年5月21日收市价(港元)	1.12
目标价(港元)	1.42
对应潜在上升空间	27%
年初至今走势	31.8%

上市至今股价相对恒指走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

主要指标一览

(百万人民币, 年结12月31日)	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,030	1,262	1,506	1,780
净利润	167	408	544	725
每股盈利	0.03	0.06	0.08	0.11
净负债	-907	-795	-708	-1,378
同比				
收入	37%	23%	19%	18%
经营利润	(30%)	83%	26%	21%
净利润	(20%)	144%	33%	33%
每股盈利	NA	100%	33%	33%
利润率				
毛利率	62.1%	47.8%	48.8%	48.7%
经营利润率	21.2%	41.1%	43.2%	44.2%
净利率	22.2%	35.3%	37.4%	37.7%
资本回报率	6.9%	10.0%	11.5%	12.7%
资产回报率	2.4%	5.7%	13.9%	8.1%
估值比率				
市盈率	NA	15.7x	11.9x	8.7x
市净率	NA	1.5x	1.3x	1.2x
股息率	NA	1.5%	1.9%	2.2%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

相关链接：

《国泰君安国际 港股 希望教育 (1765.HK) (2018.8.7)》

策略员

Yeye Lai (赖焯焯)
(852) 2509 5375
yeye.lai@gtjas.com.hk

3. 四川文化传媒职业学院迁建简阳有望提升学生人数。该学院截至2018年底有约9,000多名学生，截至目前有1万多学生，准备申请升本科。受简阳政府支持，新校区位于天府新区，以后将发展大学城。根据协议，公司将投入15个亿，多年分批投入。公司承诺建完之后未来10年利润都会重新投入办学，预期2021年投入使用，总容量至少15,000名学生，新校的学生容纳量是目前的一倍。我们预期新校建成后未来几年招生人数有望实现稳健增长。

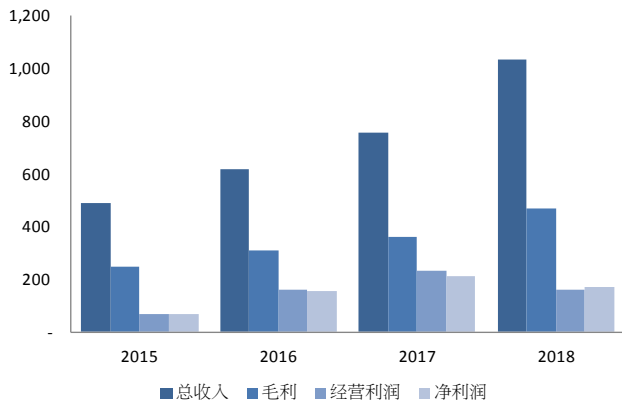
投资亮点

向前看，在维持较快的内生增长之外，我们更看好公司的并购学校能力。2011-2017年公司完成了6个项目的并购，并购价格偏低，而且投后管理能力较强，学生人数增长强劲。举个例子，公司收购完成的贵州财经大学商务学院，收购时候（2015学年）3,000多名学生，现在（2019学年）已经16,000名学生了，年复合增长率超50%。目前公司账上现金充裕（在手现金约30亿）。公司并购逻辑清晰，以人口大省、教育资源供不应求、受地方政府支持为主要标准。公司并购标的估值较为合理，为EBITDA回报率8%，预期通过费用管理等改革3年之后达到15x。

盈利与估值

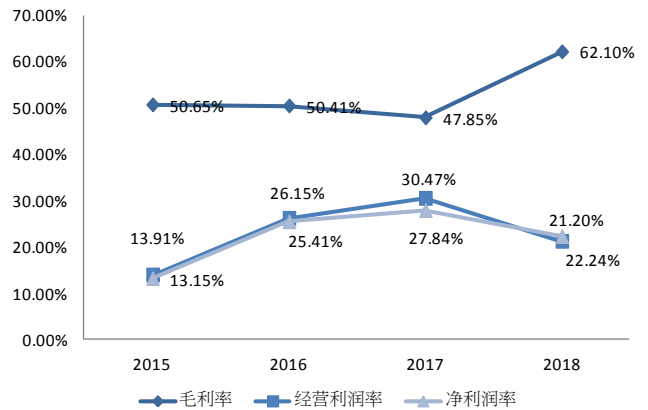
希望教育作为国内前三大民办高教集团，高效集团化管理，拥有品牌化效应，未来3年业绩增长高速，股东背景雄厚，并购储备丰富，应给予行业头部估值。预计2019-2020年公司每股盈利分别为0.06和0.08元人民币，对应同比增长142%和33.3%。5月21日收市价为1.12港元，对应2019/2020年市盈率为15.7x/11.9x。维持推荐，目标价为1.42港元，对应2019年20倍市盈率，较当前股价有27%上升空间。

图表 1：业绩回顾



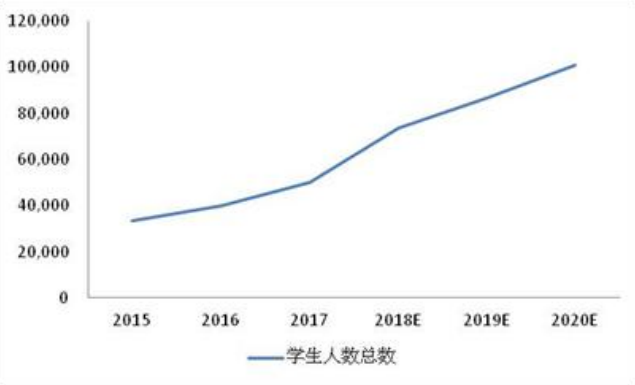
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 2：盈利水平 (%)



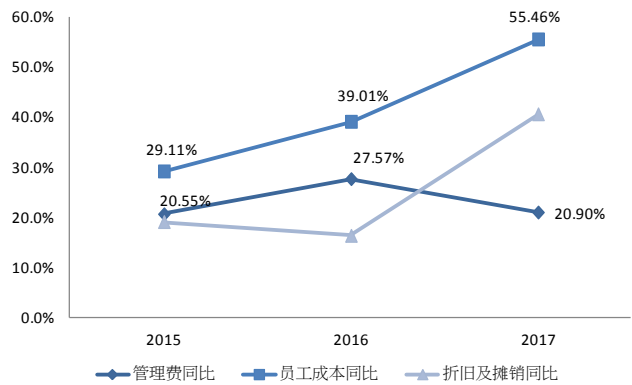
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 3：学生人数预测



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 4：主要经营费用率 (%)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 5：同业比较

股票代码	市值 (HKDm)	收市价 (HKD)	52周 股价 区间 (示意图)	市场 平均 目标价 (HKD)	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		市盈率		市净率		股息率		贝塔值	
								20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F		
香港上市																			
中教控股	839 HK	24,404	12.1	14.7	21.6	26.6	0.3	21.9	NA	18.9	NA	20.7	NA	2.7	NA	1.2	NA	1.5	
希望教育	1765 HK	7,467	1.1	1.4	26.4	31.8	0.3	27.5	19.6	19.3	18.2	11.0	9.3	1.3	1.2	1.9	2.2	2.0	
民生教育	1569 HK	6,790	1.7	2.4	41.4	29.0	0.1	15.2	18.1	21.3	13.1	11.4	9.8	1.3	1.1	0.7	1.1	1.4	
中国新华教育	2779 HK	4,214	2.6	4.1	55.9	35.8	0.2	17.8	17.5	18.8	15.1	10.5	9.0	1.3	1.2	2.1	2.4	1.6	
成实外教育	1565 HK	10,502	3.4	4.3	27.1	(13.7)	0.0	36.7	24.3	29.2	17.6	12.9	10.5	2.5	2.5	2.7	1.7	0.5	
枫叶教育	1317 HK	9,166	3.1	4.5	48.4	(10.8)	0.8	25.2	NA	22.8	NA	9.8	NA	1.7	NA	4.1	NA	1.4	
宇华教育	6169 HK	10,610	3.2	4.9	53.0	3.5	0.4	15.6	NA	11.7	NA	10.7	NA	2.0	NA	4.4	NA	1.2	
睿见教育	6068 HK	8,189	4.0	5.4	36.2	42.0	0.2	23.5	NA	20.4	NA	13.2	NA	2.6	NA	3.4	NA	1.4	
澳洲成峰高教	1752 HK	717	0.3	0.5	82.1	(16.4)	0.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.2	
中国春来教育集团	1969 HK	1,776	1.5	2.4	59.5	(2.0)	0.0	38.0	18.8	25.1	11.9	6.8	5.7	1.1	1.0	5.2	6.2	1.0	
中国科培教育集团	1890 HK	6,783	3.4	4.2	23.0	NA	0.1	21.1	13.0	13.8	14.8	12.2	10.8	2.0	1.6	2.7	2.1	1.4	
银杏教育	1851 HK	1,000	2.0	NA	NA	NA	0.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.4	
天立教育	1773 HK	5,997	2.9	3.2	9.0	105.0	0.2	36.7	22.7	40.5	33.2	13.5	11.1	1.8	1.6	2.7	3.5	1.6	
21世纪教育	1598 HK	976	0.8	NA	NA	(14.9)	0.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.4	
简单平均					38.8	18.0	0.3	22.9	19.8	20.3	16.0	12.5	9.7	1.9	1.5	2.6	1.9	1.4	
市值加权					34.8	16.9	0.3	23.3	7.3	20.1	5.8	14.2	3.5	2.1	0.6	2.4	0.6	1.4	
中位数					38.8	27.8	0.2	22.7	18.8	19.9	16.4	11.2	9.5	1.9	1.2	2.4	2.0	1.4	

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

公司简介

希望教育集团成立于2005年，专注于民办高等应用型教育，是希望集团成员企业。截至2017年，集团旗下有9所学校，4所为自建学校，收购了5所高校，覆盖四川、贵州、山西。截至2018年末，在校学生总数86,033人，是国内前三大民办高等教育集团，毕业生初次就业率约为90%。2018年8月在香港主板上市。

图表6：希望教育 (01765.HK) 历史财务一览

(人民币百万，年结12月31日)	2015	2016	2017	2018	(人民币百万，年结12月31日)	2015	2016	2017	2018
合并利润表					现金流量表				
总收入	487	614	752	1,030	净利润	64	156	209	167
学费	400	502	621	854	折旧摊销	83	100	121	161
寄宿费	41	50	63	85	其它非现金调整	44	(31)	(64)	32
其他	46	62	68	90	非现金资本变动	28	118	80	249
主要业务成本	(240)	(305)	(392)	(562)	经营现金流	220	342	349	610
员工成本	(89)	(115)	(160)	(249)	资本开支	(270)	(377)	(928)	(636)
管理费	(60)	(73)	(93)	(112)	证券投资	-	-	-	-
折旧及摊销	(62)	(74)	(86)	(121)	其它投资现金	(340)	(8)	(47)	(135)
毛利	247	310	360	467	投资现金流	(610)	(385)	(975)	(771)
其他收入及收益	(81)	(76)	(4)	(184)	新增长期贷款	1,851	2,051	2,051	2,000
销售开支	165	233	356	284	偿付长期贷款	(1,529)	(1,984)	(1,859)	(2,140)
行政开支	(92)	(62)	(100)	(76)	股本增加	-	-	-	2,705
融资成本	(4)	(12)	(27)	(48)	其它融资现金流	98	27	473	5
其他开支	69	159	229	159	融资现金流	420	93	665	2,569
摊占合营企业亏损	(4)	(5)	(20)	8	现金净变动	30	50	39	2,408
经营利润	68	161	229	159	利息现金支出	(59)	(107)	(162)	(195)
所得税开支	(4)	(5)	(20)	8	税费现金支出	-	(0)	(3)	(19)
净利润	65	155	210	167	自由现金流	(50)	(35)	(579)	(27)
EBITDA	229	296	353	325	利润率				
每股派息	-	-	-	0.02	毛利率	50.7%	50.4%	47.8%	62.1%
同比变动					经营利润率	13.9%	26.1%	30.5%	21.2%
总收入	N/A	26%	22%	37%	净利率	13.2%	25.4%	27.8%	22.2%
毛利	N/A	26%	16%	30%	资本回报				
经营利润	N/A	131%	44%	(30%)	平均资本回报率	52.2%	41.6%	36.1%	6.9%
净利润	N/A	137%	35%	(20%)	平均资产回报率	3.4%	3.7%	4.2%	2.4%
EBITDA	N/A	30%	19%	(8%)	平均投入资本回报率	9.6%	8.7%	9.7%	6.0%
资产负债表					现金周转				
现金、现金等价物及短期投资	92	143	181	3,039	平均应收账款天数	3.7	3.0	0.0	-
预付款	93	72	121	129	平均应付账款天数	-	-	-	-
应收账款	10	0	-	-	流动性、偿债能力				
其它流动资产	1,200	1,416	733	4	流动比率	74%	67%	50%	171%
流动资产	1,525	1,651	1,044	3,172	速动比率	11%	7%	9%	164%
物业厂房设备	1,661	2,219	3,195	3,448	现金比率	11%	7%	9%	164%
其它非流动资产	185	287	761	1,081	净负债比率	5.4x	299%	249%	-22%
总资产	3,792	4,602	5,595	8,291	利息覆盖率	1.8x	3.7x	3.6x	3.7x
短期借款	618	834	614	527	现金流负债比率	NM	NM	NM	NM
应付账款	587	614	732	637	杜邦分析				
其它流动负债	1,445	1,621	1,484	1,325	经营利润率	33.9%	38.0%	47.4%	27.5%
流动负债	2,063	2,455	2,098	1,851	期末资产周转率	13%	13%	13%	12%
长期贷款	959	810	1,265	1,605	杠杆率	15.2x	9.3x	8.2x	2.0x
总负债	3,542	4,107	4,915	4,131					
归属股东权益	250	495	679	4,160					
总负债及股东权益	3,792	4,602	5,595	8,291					
净负债	1,354	1,481	1,690	(907)					

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

投资咨询部 Investment Strategy

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtias.com.hk	
黄博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtias.com.hk	(852) 25092621
王昕媛	Kate Wang	kate.wang@gtias.com.hk	(852) 25092623
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtias.com.hk	(852) 25092631
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtias.com.hk	(852) 25095323
赖焯焯	Yeve Lai	yeve.lai@gtias.com.hk	(852) 25095375
曾新芜	Xinvuan Zeng	xinvuan.zeng@gtias.com.hk	(852) 25095695
赵欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtias.com.hk	(852) 25095443

研究部 Research

刘谷	Grace Liu	liugu@gtias.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Pennv Pan	pennv.pan@gtias.com.hk	(852) 25092632

私人客户销售 Private Client Sales

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

客户服务部 Customer Services

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

理财业务 Financial Services

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

机构销售 Institutional Business

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

期货业务 Futures Brokerage

陈家骅	Calvin Chan	calvin.chan@gtias.com.hk	黎启雄	Terry Lai	terry.lai@gtias.com.hk
吴雪雯	Icv Ng	icv.ng@gtias.com.hk			

外汇业务 FX Business

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

企业融资 Corporate Finance

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

资本市场 Equity Capital Markets

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

固定收益 Fixed Income

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

资产管理 Asset Management

赵少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtias.com.hk	潘继宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtias.com.hk
郭睿	Guo Rui	guo.rui@gtias.com.hk	叶英聪	Yolanda Ye	volanda.ve@gtias.com.hk
马凯	Kyle Ma	kyle.ma@gtias.com.hk			

利益披露事項

- (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) 除西安海天(08227.HK)、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)、价值中国 A 股(03095.HK)、华夏港股通小型股(03157.HK)、南方 M S C I - R (CNY)(83149.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公司现在或过去 12 个月内有与本研究报告所评论的北京汽车 - 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)、中国建筑国际(03311.HK)、碧桂园(02007.HK)、中国移动(00941.HK)、星美控股(00198.HK)、中银香港(02388.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保 - H 股(00895.HK)、华南城(01668.HK)、国美零售(00493.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 理人、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