

## 西部民办高教龙头，职教改革政策利好 买入（维持）

2019年02月14日

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

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	477.78	582.83	1004.30	1118.90
同比（%）	7.37%	21.99%	72.31%	11.41%
归母净利润（百万元）	259.95	340.31	441.95	495.20
同比（%）	6.79%	30.91%	29.87%	12.05%
每股收益（元/股）	0.06	0.08	0.11	0.12
P/E（倍）	23.35	17.83	13.73	12.26

### 投资要点

■ 国务院日前印发《国家职业教育改革实施方案》，明确了鼓励社会力量办学及股份制办学的宗旨，政策端利好高教行业。同时明确了依靠发展高等职业教育提升高等教育毛入学率的方式，民生教育旗下学校大部分以就业为导向，将充分受益此次职教改革方案。

■ 西部地区民办高教龙头，盈利能力卓越。民生教育03年成立，是H股教育公司中唯一的小红筹架构且全部学校早期即选择注册为取得合理回报学校，未来注册为营利性后政策风险较小。商业模式上，公司重点收购标的为独立设置的民办本科大学/本科独立学院/具备升本潜质的专科学校，主要布局高教板块，辅以高中、中职以发挥协同作用。

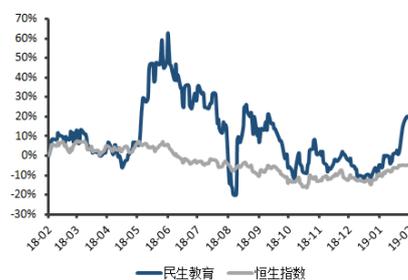
目前民生经营6所学校，包括5所本/专科和1所高中（其中外收的重庆电信职业学院和寿光渤海实验高中分别于17年12月和18年5月并表），学生人数43,344人，17FY实现收入4.78亿同比增长7.37%，调整后核心纯利3.10亿同比增长31.9%，经调整净利率64.96%，盈利能力卓越。

■ 内生增长稳健，外延并购陆续落地未来成长可期。

**内生方面：**原四校重庆人文科技学院（19,481人，收入2.67亿）、重庆工商大学派斯学院（10,447人，收入1.35亿）、重庆应用技术职业学院（2,857人，收入0.18亿）、内蒙古丰州职业学院（2,267人，收入0.15亿），17FY学费收入合计4.35亿同增5.45%，增长稳健。

**外延方面：**1) 重庆电信职业学院（5,791人，1.25亿收51%）17年12月并表，预计18年贡献收入0.56亿；2) 寿光渤海实验高中（2,501人，1.52亿收购）18年5月并表。3) 公司18年并购的云南大学滇池学院（1.92万人，5.83亿收51%）自18年9月起将100%净利润计入管理费，18年12月完成交割，17FY收入2.57亿；4) 安徽文达信息工程学院（10,240人，5亿收51%）正在进行政府部门审批，17FY收入1.02亿；5) 曲阜远东学院（5,417人，0.92亿收51%）委管期间收取其51%净利润作为管理费；6) 河北工业大学城市学院（2亿收购）预计19年9月开始招生。7) 新建项目乐陵民生高中（第一批招生约400人）、乐陵民生中专（建设施工进行中，预计学额6000人）尚未完全落地。此外，公司18H1账面现金+理财19.5亿，有息负债仅0.6亿，资金充沛，对自建及收购形成有力支撑，成长可期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	1.75
一年最低/最高价	1.13/2.39
市净率(倍)	1.86
港股流通市值(百万港元)	7031.01

### 基础数据

每股净资产(元)	0.81
资产负债率(%)	17.06
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)：内生增长稳健，外延并购加速成效显著》2018-08-27
- 2、《民生教育 (01569)：民生教育：收购云南大学滇池学院，外延扩张再下一城》2018-08-22
- 3、《民生教育 (01569)：民生教育：张家口学校合作框架落地，外延发展再下一城持续成长凸

■ **盈利预测与投资评级：**由于云南大学滇池学院已于18年12月完成交割，我们对盈利预测做出相应调整，不考虑安徽文达信息学院、河北工业大学城市学院并表，考虑云南大学滇池学院自18年9月起将100%净利润计入管理费、19年并表，曲阜远东学院自19年起将51%净利润计入管理费，我们预计公司2018-2020FY 营业总收入为5.83、10.04、11.19亿元，同比增长21.99%、72.31%、11.41%，归母净利润为3.40、4.42、4.95亿元，同比增长30.91%、29.87%、12.05%，当前市值对应PE 18X、14X、12X。考虑到公司并购项目陆续落地贡献业绩，叠加政策端利好，当前时点维持“买入”评级。

■ **风险提示：**学校转让者变更存在不确定性，未来外延并购不及预期，港股波动性较大

图1：民生教育旗下学校概况

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	内蒙古丰州职业学院	重庆电信职业学院	寿光渤海实验学校
取得方式	自建	自建	自建	收购	收购	收购
自建/收购时间	2003年成立	2003年成立	2005年成立	08/11并表	17/12并表	18/05并表
收购/投资价值(亿元)	-	-	-	0.08 (100%)	1.25 (51%)	1.52 (100%)
土地面积(亩)	1575.5	459.3	150.8	6.8	688	-
教学层次	本/专	本/专	专科	专科	专科	高中
学生人数	19,481	10,447	2,857	2,267	5,791	2,501
营业收入(亿元)(2017FY)	2.67	1.35	0.18	0.15	0.48	213万 (18H1, 仅并表2月)
2014-2017收入CAGR	3%	7%	28%	36%	3%	-
人均学费(2017FY)	13,696	12,886	6,121	6,540	8,097	-
2014-2017人均学费CAGR	0%	3%	5%	-11%	-8%	-
学校	安徽文达信息工程学院	乐陵民生高级中学	乐陵民生中等职业学校	河北工业大学城市学院	云南大学滇池学院	曲阜远东学院
取得方式	收购	自建	自建	收购	收购	收购
自建/收购时间	17/8签协议	18/2成立, 18/9首次招生	16/9成立, 委管乐陵职业中专	18/8签协议	18/8签协议	18/11签协议
收购/投资价值(亿元)	5 (51%), 首期存入1亿元诚意金, 其余尚未支付	计划投资2亿	计划投资2亿	2 (100%), 尚未支付	5.83 (51%), 预计年内支付	0.92 (51%), 预计年内支付
土地面积(亩)	463.3	400	200	900	-	280
教学层次	本/专	高中	中专	本/专	本科	专科
学生人数	10,240	-	-	-	19,200	5,417
营业收入(亿元)(2017FY)	1.02	-	-	-	2.57	-
人均学费	10,003	-	-	-	13,922	4,300-9,680
净利润(百万元)	30.7 (16FY)	-	-	-	86.95 (17FY)	11.2 (17FY)
备注	正在进行政府部门审批	18/09开学, 第一批招生约400人, 预计学籍3000人	委管乐陵中专, 建设施工进行中, 预计学籍6000人	预计19/09开始招生, 目标2020年学生人数达1万人	委管期间收取其100%净利润作为管理费	委管期间收取其51%净利润作为管理费

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

民生教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	利润表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
<b>流动资产:</b>	<b>2,459.91</b>	<b>2,234.44</b>	<b>2,367.30</b>	<b>2,325.10</b>	<b>营业收入</b>	<b>477.78</b>	<b>582.83</b>	<b>1004.30</b>	<b>1118.90</b>
现金	1,696.28	1,461.12	1,564.02	1,513.89	营业成本	199.09	264.53	352.91	381.10
应收款项	0.81	0.81	0.81	0.81	销售费用	7.78	11.66	18.08	17.90
存货	1.35	2.03	2.48	2.39	管理费用	125.70	104.91	180.77	190.21
其他	729.69	729.69	729.69	729.69	财务费用	3.04	2.52	2.52	2.52
<b>非流动资产:</b>	<b>1,761.93</b>	<b>2,251.18</b>	<b>2,608.02</b>	<b>2,810.30</b>	其他支出净额	25.22	40.00	95.00	115.00
长期股权投资	-	-	-	-	加: 其他收入及收益	146.29	134.23	97.84	98.22
物业厂房及设备	1,066.14	1,212.31	1,251.09	1,287.92	应占联营公司损益	-0.27	-0.50	-0.50	-0.50
商誉及无形资产	307.32	306.01	305.58	305.58	<b>除税前溢利</b>	<b>262.96</b>	<b>352.95</b>	<b>461.36</b>	<b>518.89</b>
预付土地租赁款项	330.96	358.30	382.31	398.24	减: 所得税	2.12	5.83	10.04	11.19
其他	57.51	374.57	669.03	818.56	少数股东损益	0.90	6.81	9.36	12.50
<b>资产总计</b>	<b>4,221.84</b>	<b>4,485.62</b>	<b>4,975.32</b>	<b>5,135.40</b>	<b>归母净利润</b>	<b>259.95</b>	<b>340.31</b>	<b>441.95</b>	<b>495.20</b>
<b>流动负债:</b>	<b>773.75</b>	<b>1,022.72</b>	<b>1,461.76</b>	<b>1,570.33</b>	EBIT	262.99	342.82	444.47	497.72
递延收益-流动负债	321.83	392.52	675.65	753.22	EBITDA	314.09	396.66	505.68	560.89
应计负债及其他应付款项	289.81	465.99	619.89	650.43					
其他	162.11	164.21	166.22	166.68					
<b>非流动负债合计</b>	<b>301.41</b>	<b>280.81</b>	<b>285.52</b>	<b>285.52</b>					
递延收入-非流动负债	271.41	280.81	285.52	285.52					
其他	247.24	247.25	247.25	247.25					
<b>负债总计</b>	<b>1,075.16</b>	<b>1,303.54</b>	<b>1,747.27</b>	<b>1,855.85</b>					
少数股东权益	121.00	122.36	124.13	126.11					
归属母公司股东权益	3,025.68	3,059.72	3,103.92	3,153.44					
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4,221.84</b>	<b>4,485.62</b>	<b>4,975.32</b>	<b>5,135.40</b>					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017FY</b>	<b>2018FY</b>	<b>2019FY</b>	<b>2020FY</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017FY</b>	<b>2018FY</b>	<b>2019FY</b>	<b>2020FY</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>261.29</b>	<b>582.81</b>	<b>856.68</b>	<b>605.63</b>	每股收益(元)	0.06	0.08	0.11	0.12
<b>投资活动现金流</b>	<b>(305.25)</b>	<b>(573.00)</b>	<b>(751.50)</b>	<b>(894.00)</b>	每股净资产(元)	0.75	0.76	0.77	0.78
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,047.84</b>	<b>(244.98)</b>	<b>(2.27)</b>	<b>238.24</b>	发行在外股份(百万股)	4018	4018	4018	4018
汇率变动的影响	(29.16)	-	1.00	2.00	ROIC(%)	9.46%	11.93%	15.00%	16.38%
现金净增加额	1,003.89	(235.16)	102.91	(50.13)	ROE(%)	11.31%	11.18%	14.34%	15.83%
折旧与摊销	51.10	53.83	61.22	63.17	毛利率(%)	58.33%	54.61%	64.86%	65.94%
资本开支	(45.07)	(240.00)	(135.00)	(130.00)	EBIT Margin(%)	55.04%	58.82%	44.26%	44.48%
营运资本变动	100.54	(239.28)	(409.08)	(100.64)	销售净利率(%)	54.41%	58.39%	44.01%	44.26%
企业自由现金流	368.40	(86.05)	(42.84)	325.27	资产负债率(%)	25.47%	29.06%	35.12%	36.14%
					收入增长率(%)	7.37%	21.99%	72.31%	11.41%
					净利润增长率(%)	6.786%	30.912%	29.868%	12.049%
					P/E	23.35	17.83	13.73	12.26
					P/B	2.01	1.98	1.96	1.92
					EV/EBITDA	17.35	12.31	10.78	10.54

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2019/02/14 人民币对港币汇率为 1.1585)

## 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>

