

业绩平稳增长，外延并购持续推进

——中国新华教育(2779.HK) 2019 年报点评

海外公司简报

买入(维持)

当前价: 2.12 元

分析师

刘凯(执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 15.41

总市值(亿港元): 36.22

◆**主营业务收入增长 13.4%，在手现金充裕。**新华教育 FY2019 总收益 5.53 亿元(+15.8%)，主营业务收入 4.38 亿元(+13.4%)。其中学费收入 3.92 亿元(14.76%)，住宿费收入 0.46 亿元(2.69%)；后勤培训等服务收入 5710 万元(+11.2%)。调整后净利润为 2.96 亿元(+14.4%)。收入增长主要因为在校学生人数和平均学费的增加。公司拥有现金及现金等价物约 14 亿元，资金储备充裕。

◆**公司运营 4 所学校，新招人数与在校人数双增长。**新招全日制学生 1.25 万人次(+41.1%)。其中原有学校 1.02 万人次(+15.6%)、红山学院 2291 人次。公司在校学生总人数超过 4.52 万人次(+30.2%)，其中新华学院 2.89 万人次(-0.19%)、新华学校 5,583 人次(+5.94%)、临床医学院 1,751 人次(+204%)、红山学院 9,054 人次。临床医学院学生人数倍增，公司并购整合能力有望进一步凸显。

◆**学费稳步提升，盈利能力持续向好。**新华学院四年制本科课程学费提升至 19,800-23,800 元，继续教育课程学费提升至 2,400-11,900；新华学校普通专科课程学费提升至 9,000-11,400 元，其他两所学校学费保持不变。公司 2019 年净资产回报率达 11.3% (+0.4pct)，毛利率 59.7%，盈利能力保持稳定显示公司的品牌效应与内涵建设效果。

◆**成功收购红山学院，外延并购实现突破。**2019 年新华教育正式收购南京财经大学红山学院，提供本科层次教育。公司在 2019 年持续落实重点布局医科、新商科的外延发展规划，整合优质资源的能力显现。考虑到公司预付的 4.88 亿元现金，截止 19 年底公司在手现金约 18 亿元。另外公司与工商银行协议未来 5 年意向性累计提供不低于人民币 50 亿元的授信支持。

◆维持“买入”评级。

由于公司暂时暂停收购海源学院的影响，我们下调 20-21 年的调整后净利润预测为 3.26/3.57 亿元，新增 22 年调整后净利润预测为 3.89 亿元。20-22 年净利润增速分别为 9.97%/9.58%/9.08%。2020 年 EV/EBITDA 为 5x，我们认为公司内生外延增长可期，维持“买入”评级。

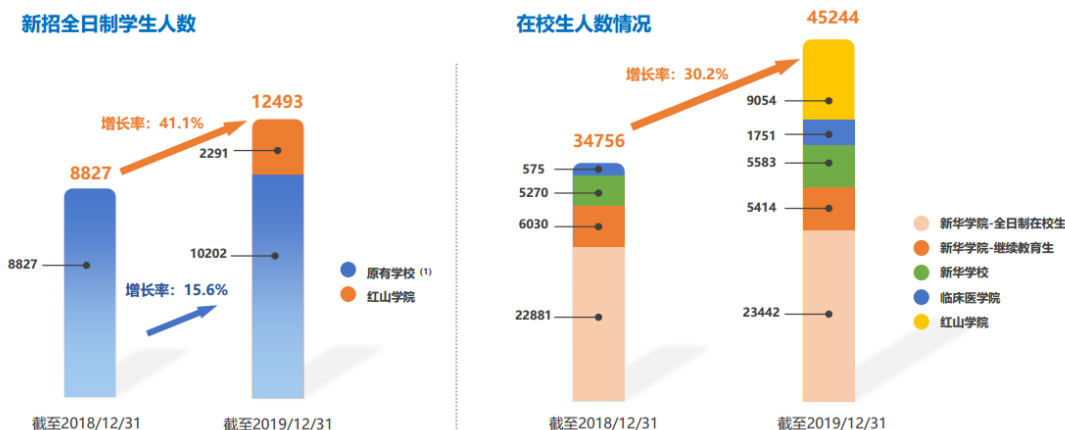
◆**风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。**

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万人民币)	386	438	500	567	635
营业收入增长率	14.25%	13.36%	14.25%	13.29%	12.12%
调整后净利润(百万人民币)	256	296	326	357	389
调整后净利润增长率	29.19%	15.69%	9.97%	9.58%	9.08%
调整后 EPS(港元)	0.17	0.20	0.22	0.24	0.26
调整后 PE	12	11	10	9	8
ROE	15.13%	10.82%	12.40%	12.94%	12.89%

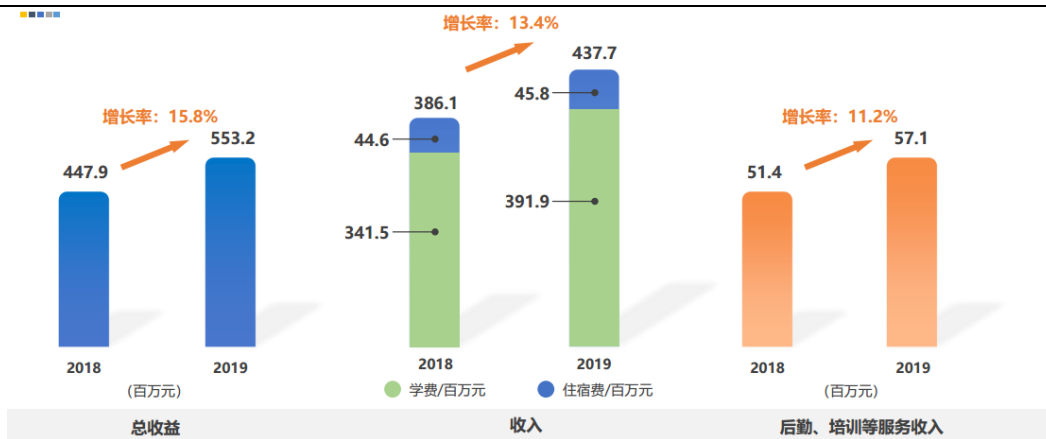
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 3 月 26 日。

图 1：新华教育学生人数情况 (人次)



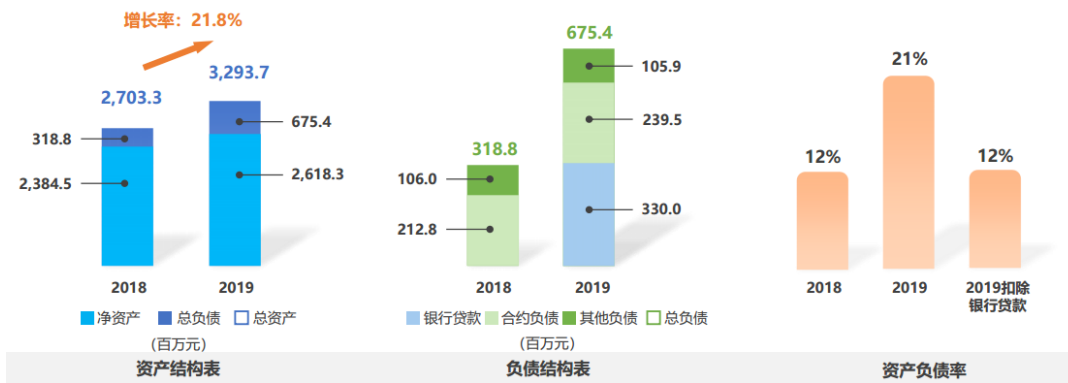
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 2：新华教育收入情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 3：新华教育负债结构



资料来源：公司官网，光大证券研究所

利润表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	386	438	500	567	635
营收成本	-156	-177	-198	-233	-253
其他收益	92	115	95	105	106
销售费用	-6	-8	-7	-8	-9
管理费用	-58	-94	-62	-70	-78
净融资成本	0	-1	0	0	0
除税前溢利	258	274	329	361	401
所得税	-2	-3	-3	-4	-12
年内溢利	256	271	326	357	389
调整后归母净利润	256	296	326	357	389

资产负债表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,703	3,294	3,374	3,684	4,009
现金、现金等同及短期投资	1,862	1,383	2,166	2,459	2,769
应收账款与票据	13	3	3	3	3
其他短期资产	60	488	488	488	488
财产、厂房及设备, 净值	476	468	425	442	456
其他长期资产	292	292	292	292	292
总负债	319	675	740	801	852
应付与应计账款	104	239	133	156	170
短期债务	0	330	330	330	330
其他短期负债	214	106	278	314	353
其他长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	2,385	2,619	2,634	2,884	3,156
股本与资本公积	13	13	13	13	13
储备	2,372	2,606	2,621	2,871	3,143

现金流量表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	288	384	445	485	497
净利润	256	271	326	357	389
折旧、摊销	53	60	70	68	56
其他非现金调整	-1	0	0	0	0
非现金营运资本变动	-21	53	49	60	52
投资活动产生现金流	-83	-367	-140	-85	-70
固定及无形资产变动	54	61	-140	-85	-70
长期投资净变动	-89	0	0	0	0
其他投资活动	-48	-428	0	0	0
融资活动现金流	960	249	-98	-107	-117
债务变动	0	330	0	0	0
股权变动	1,037	0	0	0	0
其他筹资活动产生的现金流量	0	0	0	0	0
净现金流	1,165	265	207	293	310

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼