

全国性布局的应用型高教龙头，将充分受益职教改革政策

买入（维持）

2019年02月20日

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	414.4	517.3	913.8	1021.6
同比（%）	21.53%	24.83%	76.63%	11.80%
归母净利润（百万元）	233.4	268.9	394.7	472.2
同比（%）	108.82%	15.24%	46.76%	19.64%
每股收益（元/股）	0.16	0.19	0.28	0.33
P/E（倍）	26.96	23.39	15.94	13.32

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，及依靠发展高等职业教育提升高等教育毛入学率的方式，政策端重大利好。新高教旗下学校资源以高质量应用型本专科教育为特色，将充分受益此次职教改革方案。

■ 全国性布局的应用型高教龙头：新高教集团创立于1999年，旗下共有7校实现全国性布局，包括内生云南、贵州2校和外延并购的5校（17年均并表），以培养高质量应用型人才为主。在校学生总数84,497人，已并表39,226人。17FY实现收入4.14亿同比增长21.53%，归母净利2.33亿同比增长108.82%，净利率56.31%。

■ 内生增长稳健，外延并购加速扩张。

内生方面：云南学校（23,642人，收入2.49亿）和贵州学校（15,584人，收入1.31亿）两校预计18年学费收入保持10%+的内生增长。

外延方面：1) 河南学校（18,243人，1.02亿收55%）18年10月并表，预计19年贡献收入1.23亿；2) 东北学校（9,355人，3.82亿收73.91%）18年12月并表，17年贡献服务费3030万，预计19年贡献收入1.41亿。3) 广西学校（8,434人，1.47亿收51%）19年1月并表，预计19年贡献收入0.53亿。此外，4) 华中学校（5,709人，5.17亿收购）尚未并表，17年贡献服务费1360万；5) 甘肃学院（8,218人，2亿收购）尚未并表。公司18H1账面现金+理财5.7亿，有息负债15.7亿。随着河南、东北、广西3校相继并表，考虑到华中、甘肃2校并表空间，19年业绩弹性将释放。

■ 盈利预测与投资评级：由于河南、东北、广西3校相继并表，我们对盈利预测作出相应调整，不考虑华中、甘肃2校并表影响，假设华中学校利润仍以服务费形式计入公司其他收入及收益，预计公司2018-2020FY营业总收入为5.17、9.14、10.22亿元，同比增长24.83%、76.63%、11.80%；归母净利润为2.69、3.95、4.72亿元，同比增长15.24%、46.76%、19.64%，当前市值对应PE 23X、16X、13X。考虑到公司并购项目持续落地贡献业绩，叠加政策利好因素，当前时点维持“买入”评级。

■ 风险提示：政策风险，并购整合进度低于预期的风险，港股波动性较大

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

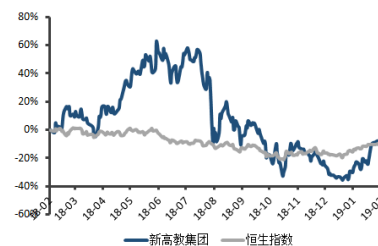
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	5.10
一年最低/最高价	3.17/8.52
市净率(倍)	3.46
港股流通市值(百万港元)	7298.61

基础数据

每股净资产(元)	1.27
资产负债率(%)	49.34
总股本(百万股)	1431.10
流通股本(百万股)	1431.10

相关研究

- 1、《新高教集团 (02001)：增资广西新校股权至51%，外延再下一城》2018-09-18
- 2、《新高教集团 (02001)：内生增长稳健，东北&华中学校服务费贡献利润》2018-09-02

图 1：新高教旗下学校资源

学校	云南学校	贵州学校	河南学校	东北学校	广西学校	华中学校	甘肃学院
取得方式	自建	自建	收购	收购	收购	收购	收购
自建/收购时间	2005年成立2011年升本	2012年成立	18/10并表	18/12并表	19/1并表	15/8签协议	18/7签协议
收购/投资价格(亿元)	-	-	1 (55%)	3.8 (73.91%)	1.5 (51%)	5.2 (100%)	2 (100%)
土地面积(亩)	803.8	427.3	-	934.5	-	-	585.9
教学层次	本/专	专科	专科	本/专	专科	本/专	本科
学生人数	23,642	15,584	18,243	9,355	8,434	5,709	8,218
营业收入(亿元) (2017FY)	2.49	1.31	-	17年并表服务费: 3030万元	-	17年并表服务费: 1360万元	-
2014-2017收入CAGR	23%	37%	-	-	-	-	-
人均学费	11,415	8,425	-	13,505	-	-	-
2014-2017人均学费CAGR	13%	9%	-	4%	-	-	-
17FY净利润(百万元)	-	-	16.8	54.6	18.4	18.1	16.8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新高教集团三大财务预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	(百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
流动资产:	243.3	741.4	992.8	965.9	营业总收入	414.4	517.3	913.8	1021.6
货币资金	118.6	443.3	690.9	606.5	营业成本	186.9	231.3	427.1	462.4
应收款项	-	-	-	-	毛利润	227.5	286.0	486.7	559.2
按金,预付款项及其它	88.7	256.2	265.9	317.8	销售费用	3.6	3.6	4.6	5.1
应收款项-流动资产					管理费用	58.1	44.0	68.5	76.6
其他	35.9	41.8	35.9	41.6	其他经营收益	128.3	158.1	156.6	183.4
非流动资产:	2,326.6	3,325.6	3,718.8	3,854.6	其他支出净额	4.6	2.6	4.6	5.1
物业、厂房及设备	985.3	1,632.5	1,872.6	1,904.7	财务费用	39.6	101.8	108.8	108.8
商誉及无形资产	11.1	15.9	20.9	25.9	应占联营公司损益	-	-	-	-
预付土地租赁款项	96.9	260.8	303.7	296.8	除税前溢利	250.0	292.1	456.8	547.0
其他	1,233.3	1,416.4	1,521.6	1,627.3	所得税	16.6	19.0	20.6	21.9
资产总计	2,569.9	4,066.9	4,711.5	4,820.5	净利润(含少数股东权益)	233.3	273.1	436.2	525.1
流动负债:	668.0	1,429.2	1,824.5	1,597.9	归母净利润	233.4	268.9	394.7	472.2
递延收益-流动负债	249.6	295.3	502.3	528.8	少数股东损益	(0.0)	4.1	41.5	52.9
应计负债及其他应付款项	193.0	227.6	484.2	227.2	EBIT	289.5	393.9	565.5	655.7
其他	225.4	906.3	838.0	842.0	EBITDA	324.1	436.8	633.6	732.6
非流动负债合计	177.1	724.6	697.6	702.6					
递延收入	28.6	37.6	42.6	47.6	重要财务与估值指标	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
其他	148.4	687.0	655.0	655.0	每股收益(元)	0.16	0.19	0.28	0.33
负债总计	845.0	2,153.8	2,522.1	2,300.6	每股净资产(元)	1.21	1.34	1.53	1.76
少数股东权益	-	-	-	-	发行在外股份(百万股)	1431	1431	1431	1431
归属母公司股东权益	1,724.9	1,913.1	2,189.4	2,519.9	ROIC(%)	13.80%	12.13%	18.32%	18.72%
负债和所有者权益合计	2,569.9	4,066.9	4,711.5	4,820.5	ROE(%)	17.86%	14.79%	19.24%	20.05%
现金流量表(百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	毛利率(%)	54.90%	55.28%	53.26%	54.73%
经营活动现金流	287.1	328.7	1,077.4	417.4	EBIT Margin(%)	69.86%	76.14%	61.89%	64.19%
投资活动现金流	(697.0)	(205.9)	(342.8)	(192.6)	销售净利率(%)	56.31%	51.99%	43.19%	46.22%
筹资活动现金流	350.1	201.9	(487.0)	(309.2)	资产负债率(%)	32.88%	52.96%	53.53%	47.72%
汇率变动的的影响	(0.3)	-	-	-	收入增长率(%)	21.53%	24.83%	76.63%	11.80%
现金净增加额	(59.9)	324.7	247.6	(84.5)	净利润增长率(%)	108.82%	15.24%	46.76%	19.64%
折旧与摊销	34.6	42.9	68.0	76.8	P/E	26.96	23.39	15.94	13.32
资本开支	(280.5)	(31.4)	(252.1)	(101.9)	P/B	3.65	3.29	2.87	2.50
营运资本变动	(265.6)	89.0	(476.1)	284.1	EV/EBITDA	21.65	18.32	12.82	10.90
企业自由现金流	(219.8)	1,511.7	708.7	315.5					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2019/2/19 港币兑人民币汇率 1.1602)

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>

