

增资广西新校股权至 51%，外延再下一城 买入（维持）

2018 年 09 月 17 日

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	414.4	493.5	581.4	683.0
同比（%）	21.53%	19.09%	17.80%	17.48%
归母净利润（百万元）	233.4	293.8	356.4	427.7
同比（%）	108.82%	25.90%	21.31%	20.01%
每股收益（元/股）	0.16	0.21	0.25	0.30
P/E（倍）	26.45	21.00	17.32	14.43

投资要点

■ **事件：公司日前发布公告，已订立股权转让及增资协议，将北京大爱咨询持有的嵩明新巨股权由 45% 增至 51%，其中嵩明新巨持有目标广西学校举办者 100% 权益。**18 年 6 月，北京大爱咨询（公司综合联属实体）以代价 1.17 亿元认购嵩明新巨 45% 股权，于 18 年 9 月同意向嵩明新巨提供 0.30 亿贷款（将于 19 年 1 月 1 日或更早时间转换为股本），交易完成后公司将合计持股嵩明新巨 51% 股权。目标学校将与公司订立结构性合约，预计今年完成全部交易事项后实现并表。

■ **目标学校地处高等教育资源稀缺的广西地区，未来增长潜力较大：**目标学校包括广西英华国际职业学院（大专）、广西钦州英华国际职业学校（中职）、广西英华国际职业学校附属中学（高中）3 所学校，其中大专学校升本计划已纳入广西壮族自治区“十三五”高校设置规划并经教育部备案，计划未来获得本科学历教育办学许可。17/18 学年目标学校学生人数 8,434 人（yoy +5.14%），17FY 实现税后溢利净额 18.36 百万元（yoy +110%）。

1) **广西地区高等教育资源稀缺，毛入学率低于全国水平。**广西地区高校数量较少，16 年广西共 74 所普通高校，对应每百万人高校数 1.53 所，位列全国 31 个省份中第 27 位，属于高等教育资源较为稀缺的省份。从毛入学率来看，广西 2017 年毛入学率 35.0%，远低于 17 年全国整体毛入学率 45.7% 水平，该省份“十三五”规划计划至 2020 年将毛入学率提升至 40%，毛入学率刚性提升将带来较大需求潜力。

2) **目标学校所处经济区位优势明显。**目标学校所在的北部湾经济开发区为广西壮族自治区“一带一路”重点发展区域，也是广西经济发展最快的区域。该校凭借面向中国-东盟自贸区以及毗邻珠三角经济圈的区位优势，已与国内外 500 家名企合作打造人才培养计划，17 年实现总体就业率 95.94%。

3) **借力集团强大的集团化管理能力，并购整合后运营能力提升可期。**我们认为广西学校被并购后，可充分借助新高教集团强大的集团化管理能力以及并购整合能力，其品牌美誉度、招生成本控制、教师队伍建设等方面均有提升空间，运营能力进一步提升可期。

■ **我们如何看公司未来的成长性？**除本次收购的广西学校外，新高教集团自 15 年起陆续收购（投资）5 所学校，均未实现并表，我们预计除兰州理工大学甘肃学院外的 4 所投资学校于 18 年并表，从成长性来看，华中学校（5709 人）、新疆学校（3746 人）目前仅两届在校生，未来人数增长为主要驱动力；东北学校（9355 人）增长主要由生均个数数提费驱动，河南学校（18243 人）未来计划降低中专生比例，学生结构优化提升人均学费。

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

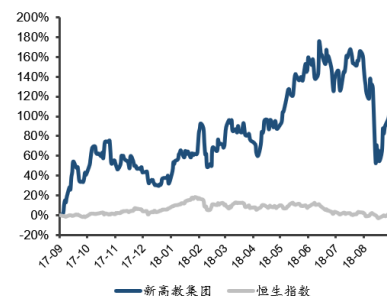
证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
linjich@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.94
一年最低/最高价	3.68/8.47
市净率(倍)	3.4
港股流通市值(百万港元)	7069.63

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)：内生增长稳健，东北&华中学校服务费贡献利润》2018-09-02
- 2、《新高教集团 (02001)：全国扩张，内生+外延双轮驱动的应用型高等教育旗舰》2018-07-19

- **盈利预测与投资评级：**不考虑四所学校并表影响，假设东北学校及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 4.9、5.8、6.8 亿元，同比增长 19.1%、17.8%、17.5%；归母净利润为 2.9、3.6、4.3 亿元，同比增长 25.9%、21.3%、20.0%，当前市值对应 PE 21X、17X、14X。考虑四所学校并购影响，并假设 1) 四所学校均于 18 年 9 月并表；2) 18 年东北学校及华中学校未并表部分利润仍以服务费形式计入其他收益及增益；3) 备考利润不考虑资金成本，预计公司 2018-2020FY 备考利润为 3.1、4.2、5.1 亿元，同比增长 32.6%、43.1%、42.7%，当前市值对应 PE 20X、15X、12X，处于可比公司中游水平，考虑到公司并购项目持续落地贡献业绩，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

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	254.5	323.8	436.5	营业总收入	414.4	493.5	581.4	683.0
货币资金	118.6	130.5	186.2	294.5	营业成本	186.9	218.3	257.3	298.7
应收款项	-	-	-	-	毛利润	227.5	275.2	324.1	384.3
按金,预付款项及其它	88.7	90.8	103.0	107.2	销售费用	3.6	4.2	4.7	5.1
应收款项-流动资产					管理费用	58.1	44.4	51.2	58.1
其他	35.9	33.1	34.5	34.8	其他经营收益	128.3	129.4	155.7	180.9
非流动资产:	2,326.6	2,569.3	2,736.7	2,899.6	其他支出净额	4.6	4.9	5.8	6.8
物业、厂房及设备	985.3	1,048.5	1,110.4	1,170.9	财务费用	39.6	24.7	22.2	20.0
商誉及无形资产	11.1	9.7	12.2	11.0	应占联营公司损益	-	-	-	-
预付土地租赁款项	96.9	94.7	92.5	90.4	除税前溢利	250.0	326.4	395.9	475.2
其他	1,233.3	1,416.4	1,521.6	1,627.3	所得税	16.6	32.6	39.6	47.5
资产总计	2,569.9	2,823.8	3,060.5	3,336.1	净利润(含少数股东权益)	233.3	293.8	356.3	427.7
流动负债:	668.0	755.0	785.9	811.5	归母净利润	233.4	293.8	356.4	427.7
递延收益-流动负债	249.6	281.0	312.6	346.8	少数股东损益	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
应计负债及其他应付	193.0	204.0	224.8	234.8	EBIT	289.5	351.1	418.1	495.1
款项					EBITDA	324.1	390.0	459.4	538.7
其他	225.4	270.1	248.5	229.9					
非流动负债合计	177.1	167.6	159.6	152.9	重要财务与估值指标	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
递延收入	28.6	37.6	42.6	47.6	每股收益(元)	0.16	0.21	0.25	0.30
其他	148.4	130.0	117.0	105.3	每股净资产(元)	1.21	1.33	1.48	1.66
负债总计	845.0	922.6	945.5	964.5	发行在外股份(百万股)	1431	1431	1431	1431
少数股东权益	-	-	-	-	ROIC(%)	13.80%	14.70%	16.58%	18.69%
归属母公司股东权益	1,724.9	1,901.1	2,115.0	2,371.6	ROE(%)	17.86%	16.21%	17.75%	19.07%
负债和所有者权益合计	2,569.9	2,823.8	3,060.5	3,336.1	毛利率(%)	54.90%	55.76%	55.75%	56.27%
现金流量表(百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	EBIT Margin(%)	69.86%	71.13%	71.92%	72.50%
经营活动现金流	287.1	398.5	456.3	527.2	销售净利率(%)	56.31%	59.53%	61.31%	62.63%
投资活动现金流	(697.0)	(274.3)	(190.3)	(194.1)	资产负债率(%)	32.88%	32.67%	30.89%	28.91%
筹资活动现金流	350.1	(112.3)	(210.2)	(225.0)	收入增长率(%)	21.53%	19.09%	17.80%	17.48%
汇率变动的的影响	(0.3)	-	-	-	净利润增长率(%)	108.82%	25.90%	21.31%	20.01%
现金净增加额	(59.9)	11.9	55.7	108.2	P/E	26.45	21.00	17.32	14.43
折旧与摊销	34.6	39.0	41.3	43.6	P/B	3.58	3.25	2.92	2.60
资本开支	(280.5)	(103.6)	(99.6)	(103.4)	EV/EBITDA	21.28	17.85	15.09	12.70
营运资本变动	(265.6)	(46.1)	(42.2)	(43.6)					
企业自由现金流	(219.8)	322.0	318.7	389.7					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2018/9/17 港币兑人民币汇率 0.8711)

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>

