

新高教集团(2001.HK)/教育

携手景林, 收购广西学校

评级: 买入(维持)

分析师: 范欣悦

执业证书编号: S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

研究助理: 吴张爽

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1431
流通股本(百万股)	1431
市价(港元)	4.94
市值(百万元)	7069
流通市值(百万元)	7069

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 外延相继落地, 民办高教整合可期
- 2 东北学校举办者变更进入公示阶段

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	341	414	578	1187	1592
增长率 yoy%	24	22	39	105	34
净利润	112	233	309	429	586
增长率 yoy%	8	109	32	39	37
每股收益(元)	0.08	0.16	0.22	0.30	0.41
每股现金流量	0.07	(0.04)	0.45	0.50	0.44
净资产收益率	12	14	16	18	21
P/E	55	25	19	14	10
PEG	7.1	0.2	0.6	0.4	0.3
P/B	7	3	3	3	2

备注: 股价为9月17日收盘价。

投资要点

- **事件:** 北京大爱咨询(公司综合联属实体云爱集团的间接全资子公司)拟增资收购嵩明新巨, 对其持股比例由 45%增至 51%, 从而获得其所全资持有的广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校与广西英华国际职业学校附属中学 3 所学校 51%的举办者权益。此外, 目标学校举办者已与公司旗下辉煌公司签订管理服务协议, 缴纳服务费。
- **点评:**
- **拟增资获得嵩明新巨 51%权益。** 6月7日, 北京大爱咨询以 1.16 亿元收购嵩明新巨的 45%股权。9月14日, 公司与对手方签订股权转让及增资协议, 持股比例由 45%增至 51%, 公司向嵩明新巨提供 3020.73 万元贷款, 并将于 2019 年 1 月 1 日或更早转换为股本。此外, Greenwoods 嘉兴瑞轩投资取得嵩明新巨 39%股权, 为上海景林股权投资管理有限公司基金投资平台(持有新高教集团 5.98%股权)。
- **嵩明新巨拥有大专、中职、高中 3 所学校举办权, 3 所学校 2016/17 和 2017/18 学年在校生分别为 8022/8434 名, 同增 5.14%, 2016/2017 财年除税后净利润分别为 874.12/1835.78 万元, 同增 110.01%。** 收购完成后, 公司将拥有 10 所学校, 其中 8 所为高校, 按 2017/18 学年人数计算, 在校生规模达 9.3 万人, 进一步扩充高教覆盖版图、提高市场份额。
- **大专院校有望升本, 未来扩大招生确定性较强。** 大专学校升本计划已经纳入广西壮族自治区“十三五”规划并经教育部备案, 预计将于“十三五”末或“十四五”初升本, 升本成功后生额和平均学费有望提升。从地理位置上看, 学校地处广西, 高等教育毛入学率低、提升空间较大(2016 年仅为 33%, 远低于全国平均 43%)。学校具有较大改善空间, 而公司在高教整合颇具经验, 有望提升广西学校的运营水平和盈利能力。
- **投资建议:** 收购广西高校进一步扩张版图, 提升市场份额。从学校的层面来看, 专科学校具有升本潜力, 且处于毛入学率较低的省份, 量价齐升可期。从集团层面来看, 并购落地按部就班, 东北、华中、河南学校有望 18H2 并表。《送审稿》给民办学校带来政策不确定性, 短期压制行业估值。假设广西学校 19 年开始并表, 甘肃学校 20 年开始并表, 上调 2018/19/20 年盈利预测至 EPS0.22/0.30/0.41 元, 即 0.25/0.35/0.48 港元。目前市值 71 亿港元, 对应 PE 为 19x/14x/10x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 大专学校升本仍然存在不确定性; 新校园建设和学校招生情况不达预期。

事件

- 北京大爱咨询（公司综合联属实体云爱集团的间接全资子公司）拟增资收购嵩明新巨，持股比例由 45% 增至 51%，从而获得其所全资持有的广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校与广西英华国际职业学校附属中学 3 所学校 51% 的举办者权益。此外，目标学校举办者已与公司旗下辉煌公司签订管理服务协议，缴纳服务费。

点评

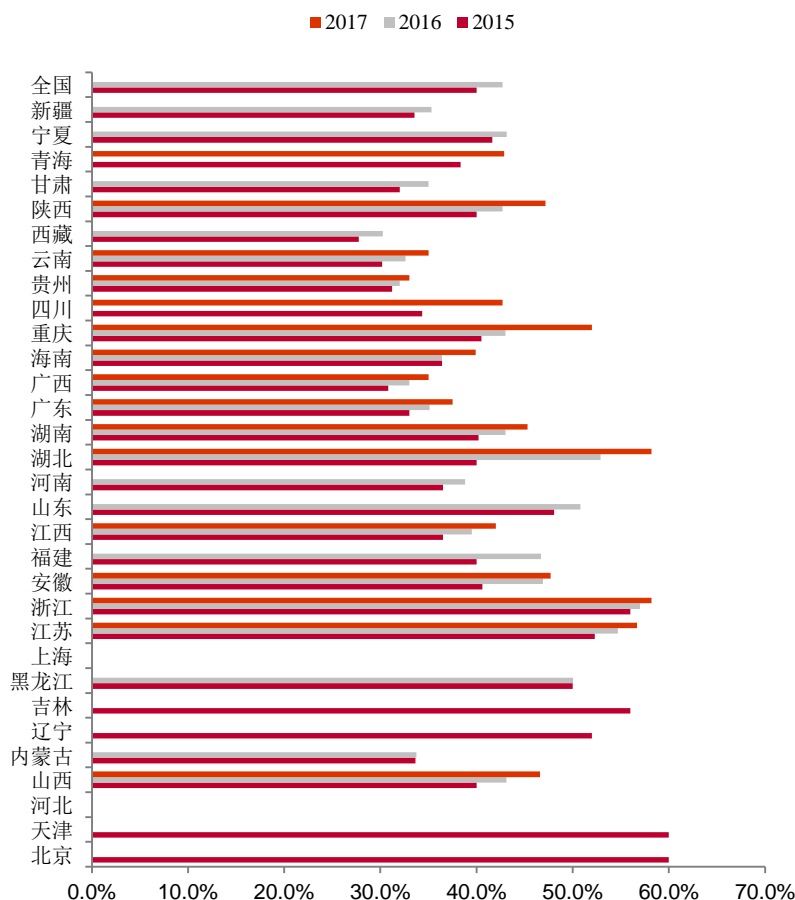
- 拟增资获得嵩明新巨 51% 权益。**6 月 7 日，北京大爱咨询以 1.16 亿元收购嵩明新巨的 45% 股权。9 月 14 日，公司与对手方签订股权转让及增资协议，持股比例由 45% 增至 51%，公司向嵩明新巨提供 3020.73 万元贷款，并将于 2019 年 1 月 1 日或更早转换为股本。此外，Greenwoods 嘉兴瑞轩投资取得嵩明新巨 39% 股权，为上海景林股权投资管理有限公司基金投资平台（持有新高教集团 5.98% 股权）。
- 嵩明新巨拥有大专、中职、高中 3 所学校举办权**，分别是广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校与广西英华国际职业学校附属中学。3 所学校 2016/17 和 2017/18 学年在校生分别为 8022/8434 名，同增 5.14%，2016/2017 财年除税后净利润分别为 874.12/1835.78 万元，同增 110.01%，净利润增速显著高于人数增速，主要是因为 17 年取消了学费减免类招生。收购完成后，公司将拥有 10 所学校，其中 8 所为高校，按 2017/18 学年人数计算，在校生规模达 9.3 万人，进一步扩充高教覆盖版图、提高市场份额。
- 大专学校有望升本，未来扩大招生确定性较强。**广西英华国际职业学院为大专院校，位于钦州市城区，是钦州市唯一一所民办高校。学校升本计划已经纳入广西壮族自治区“十三五”规划并经教育部备案，预计将于“十三五”末或“十四五”初完成，升本成功后生额和平均学费有望提升。从地理位置上看，学校地处广西，高等教育毛入学率低、提升空间较大（2016 年仅为 33%，远低于全国平均 43%），所在的北部湾经济区是广西“一带一路”战略重点发展区域，未来生额提升的确定性较强。学校具有较大改善空间，而公司在高教整合颇具经验，有望提升广西学校的运营水平和盈利能力。

图表 1：广西英华国际职业学院 2018/19 学年学费情况

2018/19 年招生计划	
专业	学费（元/年）
财会、商科类	7500（港口与航运管理、水路运输与海事管理专业 8000）
信息技术类	8000
人文艺术类	8500（空乘专业 8000）
建筑工程类	8000
国际交流学院相关专业（含语言类、酒店管理、文秘、学前教育）	7000-7500

来源：学校官网，中泰证券研究所

图表 2: 各省高等教育毛入学率



来源: 各省教育厅, 中泰证券研究所

- **中职院校与大专院校共享教学资源, 17 年在校生 450 人。**广西钦州英华国际职业技术学校为中职院校, 开设计算机网络技术、服装制作与生产管理、物流服务与管理、会计等四个专业, 学制一年, 与大专院校共用设备设施, 共享教学资源。钦州市教育局网站 2017 年 10 月统计学校拥有在校生 450 人。根据《2017 年质量报告》, 由于近年来大学升学率提高, 加上外省招生很多人不愿意转户口, 学校每年招生没有达到预期, 学生数量提升仍具空间。
- **高中 17 年在校生 1600 余人。**广西英华国际职业学校附属中学于 2011 年创办, 目前已有 4 届毕业生。学校设立于职业学院校区内, 钦州市教育局网站 2017 年 10 月统计学校拥有在校生 1600 多人, 28 个教学班, 教学大楼可容纳 30 个班级, 学生数量仍具有提升空间。学费自 2018 年春季学期起由 3000 元/学期提升至 4000 元/学期, 杂费(含住宿费、空调费等、课本费等)内宿生 855 元/学期, 外宿生 285 元/学期。
- **投资建议:**收购广西学校进一步扩张高教版图, 提升市场份额。从广西学校层面来看, 具有升本潜力, 且处于毛入学率较低的省份, 量价齐升可期。从集团层面来看, 并购落地按部就班, 东北、华中、河南学校有望 18H2 并表。《送审稿》给民办学校带来政策不确定性, 短期压制行业估值。假设广西学校 19 年开始并表, 甘肃学校 20 年开始并表, 上调

2018/19/20 年盈利预测至 EPS0.22/0.30/0.41 元，即 0.25/0.35/0.48 港元。目前市值 71 亿港元，对应 PE 为 19x/14x/10x，维持“买入”评级。

- **风险提示：**大专学校升本仍然存在不确定性；新校园建设和学校招生情况不达预期。

图表 3：集团主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
营业收入	341	414	578	1,187	1,592	货币资金	179	119	756	1,467	2,090
营业成本	177	187	270	564	732	存货	0	0	0	0	0
毛利率	47.97%	54.90%	53.33%	52.47%	54.06%	其他流动资产	107	125	161	304	387
其他收入	61	128	155	104	109	流动资产	285	243	917	1,771	2,477
销售费用	3	4	5	20	27	固定资产	867	985	1,131	1,290	1,463
营业费用率	0.93%	0.88%	0.88%	1.68%	1.68%	无形资产	8	11	8	5	2
管理费用	60	58	69	152	201	其他长期资产	852	1,330	1,445	1,573	1,713
管理费用率	17.57%	14.02%	12.02%	12.82%	12.62%	非流动资产	1,727	2,327	2,585	2,868	3,178
财务费用	36	40	42	57	64	资产总计	2,013	2,570	3,502	4,639	5,655
财务费用率	10.58%	9.54%	7.22%	4.82%	4.03%	短期借款	103	208	503	562	621
利润总额	113	250	341	494	674	应付账款	240	193	278	583	755
所得税	2	17	23	33	45	其他流动负债	221	267	359	735	977
所得税率	2.09%	6.65%	6.65%	6.65%	6.65%	流动负债	563	668	1,141	1,879	2,353
少数股东损益	0	0	10	32	44	长期负债	476	90	90	90	90
归属于母公司股东的净利润	112	233	309	429	586	其他长期负债	31	87	294	324	366
净利率	32.77%	56.31%	53.41%	36.11%	36.78%	非流动性负债	507	177	384	414	456
摊薄每股收益(元)	0.08	0.16	0.22	0.30	0.41	负债合计	1,070	845	1,525	2,293	2,809
现金流量表 (百万)						股本	0	1	1	1	1
指标名称	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F	资本公积	888	1,724	1,967	2,303	2,760
净利润	112	233	309	429	586	股东权益合计	943	1,725	1,978	2,346	2,847
少数股东损益	0	0	10	32	44	少数股东权益	54	0	10	42	86
折旧和摊销	38	38	44	49	56	负债股东权益总计	2,013	2,570	3,502	4,639	5,655
营运资金变动	97	-39	146	530	338	比率分析					
其他	-22	55	40	55	62	FY2016 FY2017 FY2018F FY2019F FY2020F					
经营现金流	225	287	548	1,096	1,086	增长率 (%)					
资本支出	-184	-172	-184	-202	-222	营业收入	24.5	21.5	39.5	105.4	34.1
投资收益	0	0	0	0	0	净利润	7.6	108.8	32.3	38.9	36.6
资产变卖	5	0	0	0	0	利润率 (%)					
其他	-488	-525	-116	-134	-147	毛利率	48.0	54.9	53.3	52.5	54.1
投资现金流	-667	-697	-299	-336	-369	净利率	32.8	56.3	53.4	36.1	36.8
发行股票	0	1	0	0	0	回报率 (%)					
负债变化	128	-226	500	100	100	净资产收益率	11.9	13.5	15.6	18.3	20.6
股息支出	0	0	-66	-93	-129	总资产收益率	5.7	9.1	8.8	9.3	10.5
其他	410	575	-46	-57	-64	其他 (%)					
融资现金流	537	350	388	-50	-93	资产负债率	53.2	32.9	43.5	49.4	49.7
现金净增加额	96	-60	638	710	624	所得税率	2.1	6.7	6.7	6.7	6.7
						股利支付率	0.0	28.2	30.0	30.0	30.0

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。