



增资控股广西学校，外延并购更进一步

投资要点

- **事件:** 公司公告称，与广西学校全资拥有者嵩明新巨达成协议，持股由 45% 增至 51%。
- **拟增资获得广西学校 51% 股份:** 公司公告称，全资子公司北京大爱咨询与嵩明新巨（全资拥有广西学校）签订协议，提供贷款 3021 万元（将于 2019 年 1 月 1 日或更早转为股本），将持有嵩明新巨的股份从原有的 45% 增至 51%。协议完成后，新高教集团、景林投资、李建春先生（原持有嵩明新巨 49% 股权的股东）分别持有嵩明新巨 51%、39%、10% 的股权。转换后，北京大爱咨询需将金用作认购嵩明新巨以增加注册资本人民币 525 万元，余额入账为资本储备。
- **在校生人数约 1 万人，盈利能力大幅增强:** 广西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技术学校（中专）、广西英华国际职业学院附属中学（高中）等三所学校，涵盖经济管理、资讯技术、建筑工程、人文艺术等多个学科的学历教育，2016/2017 学年、2017/2018 学年，广西学校拥有在校生 8022 名、8434 名；预计截止今年年底，广西学校拥有在校生人数约 1 万人（大专 8000 余人、中专 450 人、高中 1600 余人），较上年实现较大增幅。从盈利能力方面来看，广西学校 2016 年未经审核净利润为 874 万元，2017 年未经审核净利润为 1836 万元，同比增加 110%，盈利能力增幅较大。
- **“专升本”计划被列入广西“十三五规划”，学费、学生人数增长可期:** 广西学校的“专升本”计划已被列入广西“十三五”高校设置规划并经教育部备案，预计“十三五”末期至“十四五”初期能够完成升格。根据公司规划，未来几年学生人数将以 10% 至 15% 的复合增速增长，预计至“十四五”初期，在校生总人数超过 13000 人。目前，大专学费在 6000 元/年左右，处于行业中低水平。由于本科学费普遍高于专科，“专升本”顺利推进将带来平均学费较大增长。
- **广西省入学率低，广西学校区位优势:** 广西学校位于我国广西壮族自治区省境内，其高等教育发展相对滞后。2017 年，广西高等教育毛入学率仅为 32%，全国倒数第一；根据广西壮族自治区“十三五”规划，预计 2020 年高等教育毛入学率将达到 38%，提升空间较大。广西学校所在的北部湾经济区是广西壮族自治区“一带一路”战略发展重点区域，具有辐射东盟的区域优势，也是广西经济发展最快的区域，但该地区高校少，高等教育服务供不应求。为了实现毛入学率提升的目标，预计当地政府将会鼓励民办高校在当地的发展，为公司营造良好的市场环境。
- **盈利预测与评级:** 考虑到公司外延并购逐步加速，但并购标的并表时间尚未确定，我们暂时维持盈利预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.22/0.28/0.33 元人民币，暂不给予目标价及评级。
- **风险提示:** 招生人数或不及预期；学费增速或不及预期；东北学校和华中学校举办权交接慢于预期；河南学校并购整合或不及预期，西北学校变更举办人、招生不及预期。

指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	341	414	806	1022	1151
增长率	24.9%	21.5%	94.6%	26.7%	12.7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	112	233	318	407	467
增长率	7.8%	108.8%	36.1%	28.1%	14.7%
每股收益 EPS	0.10	0.17	0.22	0.28	0.33
净资产收益率	0.12	0.14	0.15	0.15	0.14
PE	45-	25	20	15	13

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

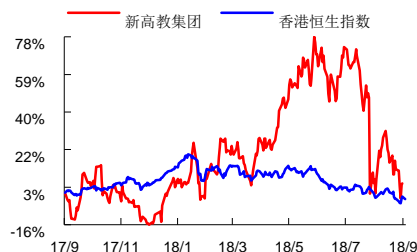
分析师: 朱芸

执业证号: S1250517070001

电话: 010-57758600

邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	3.97-8.39
3 个月平均成交量(百万)	10.59
流通股数(亿)	14.31
市值(亿)	70.70

相关研究

1. 新高教集团 (2001.HK): 2018H1 业绩稳步增长, 管理费用大幅减少 (2018-09-03)
2. 新高教集团 (2001.HK): 与甘肃学院联合办学落地, 外延稳步推进 (2018-07-11)
3. 新高教集团 (2001.HK): 年度业绩超预期, 维持长期看好 (2018-03-02)
4. 新高教集团 (2001.HK): 收购再下一城, 维持长期看好 (2018-01-10)
5. 新高教集团 (2001.HK): 外延扩张迅速, 业绩持续高增长 (2018-01-02)
6. 新高教集团 (2001.HK): 内生增长和外延扩张并进, 业绩增长可期 (2017-10-13)

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	341	414	806	1022	1151	税前利润	113	250	362	464	533
毛利	164	228	427	542	610	税项	5	5	-31	-19	-40
EBIT	149	290	403	511	576	营运资本变动	82	-31	-207	-3	-13
财务收入(费用)	-36	-40	-49	-57	-54	经营现金流量	223	280	167	486	523
联营公司	0	0	0	0	0	资本开支	-162	-313	-484	-613	-576
非经常性项目	0	0	0	0	0	自由现金流量	61	-33	-317	-127	-53
税前利润	113	250	362	464	533	股息	0	66	89	114	131
税项	-2	-17	-24	-31	-35	其他非流动资产变动	-543	-1,025	0	0	0
非控股权益	0	0	20	26	31	股本变动	0	1	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	450	1,043	44	51	48
净利润(归属母公司)	112	233	318	407	467	净现金流量	-33	52	-184	38	125
						期初净现金(负债)	-368	-368	-234	-418	-380
						期末净现金(负债)	-401	-316	-418	-380	-254
资产负债表						财务比率					
12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
现金及现金等价物	179	119	559	469	620	增长(%)					
应收账款	51	89	145	115	86	收入	24.9	21.5	94.6	26.7	12.7
存货	0	0	0	0	0	EBITDA	10.8	73.5	38.7	24.1	11.7
其他流动资产	56	36	3	22	22	EBIT	6.8	94.3	39.2	26.7	12.7
物业、厂房及设备	867	985	1,426	1,995	2,528	净利润	7.8	108.8	36.1	28.1	14.7
无形资产	8	11	11	11	11	每股盈利	7.8	77.4	36.1	28.1	14.7
其他非流动资产	852	1,330	1,330	1,330	1,330	利润率(%)					
总资产	2,013	2,570	3,474	3,942	4,596	毛利	48.0	54.9	53.0	53.0	53.0
						EBITDA	54.4	77.7	55.4	54.2	53.8
应付账款	240	193	86	112	127	EBIT	43.7	69.9	50.0	50.0	50.0
短期借款	103	208	242	204	230	净利润	32.8	56.3	39.4	39.8	40.5
其他流动负债	221	267	229	251	249	其他比率					
长期借款	476	144	734	644	644	ROE(%)	11.9	13.5	14.7	15.1	14.1
递延税项负债	31	33	28	30	30	ROA(%)	5.6	9.1	9.1	10.3	10.2
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净负债率	42.5	18.3	19.4	14.1	7.7
总负债	1,070	845	1,320	1,242	1,282	利息覆盖率(倍)	4.1	7.3	8.2	8.9	10.6
						应收账款周转天数	54.1	78.1	65.8	41.0	27.2
股本	0	1	1	1	1	应付账款周转天数	494.5	376.9	83.0	85.0	86.0
储备	888	1,724	2,154	2,700	3,314	存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	888	1,725	2,155	2,701	3,315	有效税率(%)	2.1	6.6	6.6	6.6	6.6
非控股权益	54	0	0	0	0						
总权益	943	1,725	2,155	2,701	3,315						
净现金(负债)	-400	-234	-418	-380	-254						

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -10% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn