公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

希望教育 (1765 HK)

香港非交易路演纪要

- **管理层维持公司经常性净利润指引不变，分别为2018年3.56亿元人民币和2019年5.60亿元人民币**
- **公司将关注于设立新学校和并购**
- **我们维持买入评级，目标价1.6港元**

预计18年下半年及之后公司经营利润率回升

18年下半年，希望教育将推出更多高利润率的证书培训课程。由于公司已经聘请了足够多的教师并在2017年9月提高了他们的薪酬，以实现短期扩张，管理层预计未来员工成本不会大幅上升。鉴于公司集中化管理模式而得到的经营杠杆和财务成本的节约，管理层预计18年下半年及之后公司经营利润率将回升。因此，管理层维持公司经常性净利润指引不变，2018/19年分别为3.56亿/5.60亿元人民币。

扩张策略—设立新学校和并购

目前，公司正与一个地方政府进行谈判协商，准备建设一所中医专科学校。公司还有超过15个潜在并购项目处于谈判中，其中的5个项目已接近尾声。因此，管理计划在18年四季度和2019年分别收购1-2所和3-4所学校。由于公司主力关注那些具有增长和转变潜力的小规模学校，因此交易金额不会太大。与此同时，公司打算通过分期付款方式完成交易。用于2018/2019年并购的资本开支指引分别为2.0亿元人民币和3.0亿元人民币。

民促法送审稿对公司财务状况影响不大

一旦希望教育注册成为营利性学校，公司将需要支付企业所得税并补缴土地转让金。由于希望教育的大部分学校位于中国的中西部地区，因此公司可以享受15%的优惠税率。同时公司也会安排税务处理，公司的外商独资企业（WFOE）将就其对学校所提供的服务收取管理费用，而当前并没有收取该等费用。公司的外商独资企业位于新疆霍尔果斯，能够享受9.9%的优惠税率和“五免五减”的税收减免，未来的实际税率约为8%。在补缴土地转让金方面，划拨土地和出让土地之间的地价差约为80,000元人民币/亩。目前，希望教育拥有3,500亩划拨土地，对应补缴土地转让金总额为2.8亿元人民币。按50年折旧期计算，财务影响每年小于600万元人民币。

财务预测及估值

12 月 31 日 年 結 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	614	752	1,094	1,346	1,635
毛利润	310	360	538	694	883
报告净利润	155	212	217	491	691
经常性净利润	157	173	341	524	691
经常性的每股收益（人民币）	0.03	0.04	0.05	0.07	0.10
核心市盈率 (x)	33.6	30.6	22.4	14.6	11.0
市净率 (x)	11.4	8.2	1.5	1.6	1.4
股息率 (%)	-	-	-	-	-
ROE (%)	41.5	35.7	9.0	11.1	13.7

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

蔡雯 +852 3189 6268 scullytsoi@cmschina.com.hk
萧俊燊 +852 3189 6395 ericsiu@cmschina.com.hk

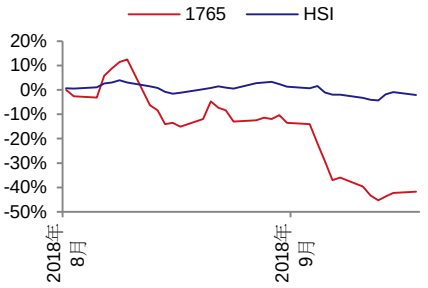
最新变动

N.A

买入

前次评级	买入
股价(2018年9月17日)	HK$1.12
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK$1.6 (+43%)
前次目标价	HK$1.6

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
1765 HK	(31.3)	N/A	N/A
恒生指数	(1.0)	(14.5)	(4.4)

行业：消费(非必需品)	
恒生指数	26,933
国企指数	10,462
重要数据	
52周股价区间（港元）	1.03-2.22
港股市值（百万港元）	7,590
日均成交量（百万股）	64.34
每股净资产（人民币）(2018年预测)	0.69
主要股东	
Hope Education Investment LTD	65.7%
Pearl Glory Global	6.2%
Value Partners Group Ltd	3.4%
Star Leap Ltd	3.0%
已发行股数(百万股)	6,667
自由流通量（百万股）	1,881

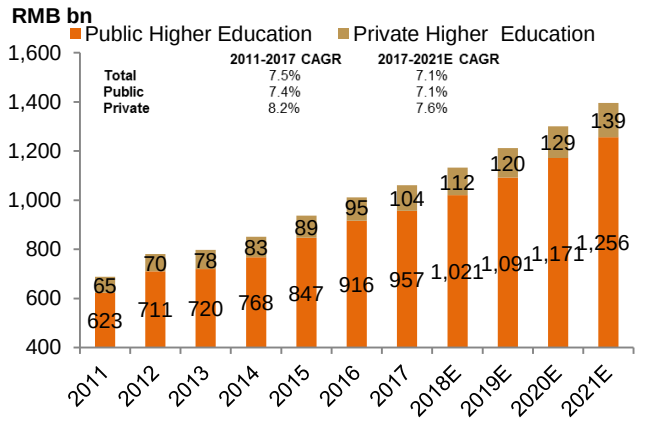
资料来源：彭博

相关报告

1. 希望教育 (1765 HK) - 目标更上一层楼 (买入) 2018/09/10

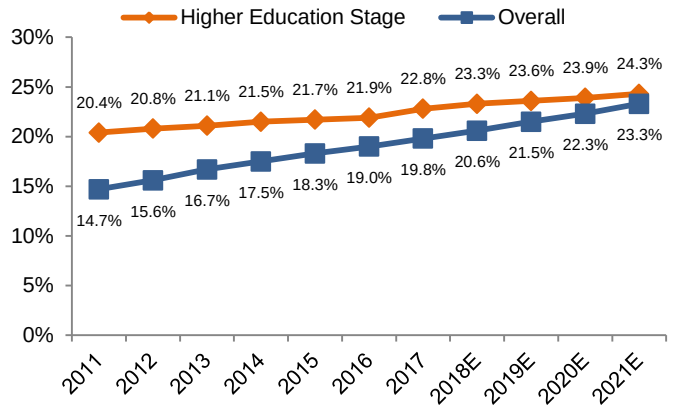
重点图表

图1：中国高等教育行业总收入



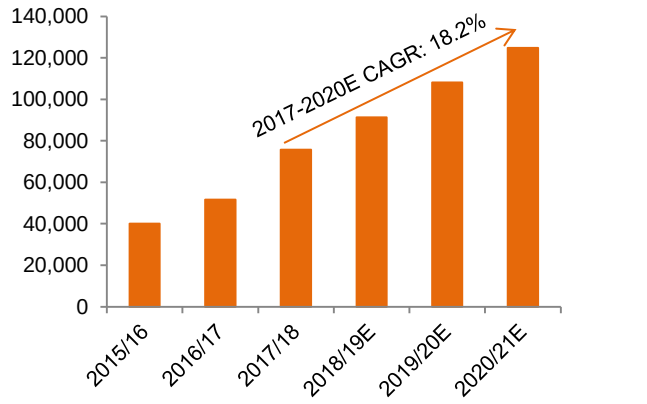
资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图2：中国教育市场民办学校渗透率



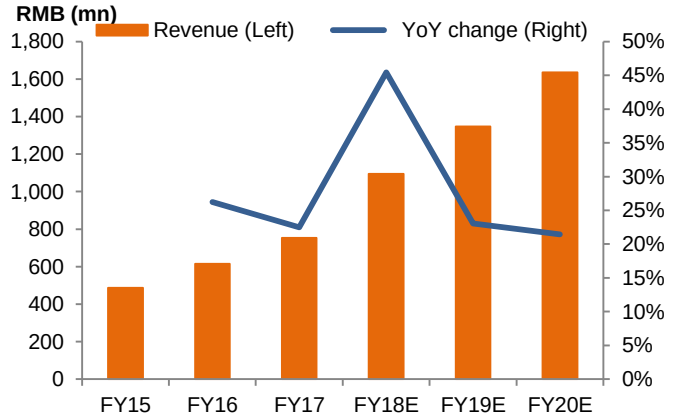
资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图3：希望教育集团的入学人数



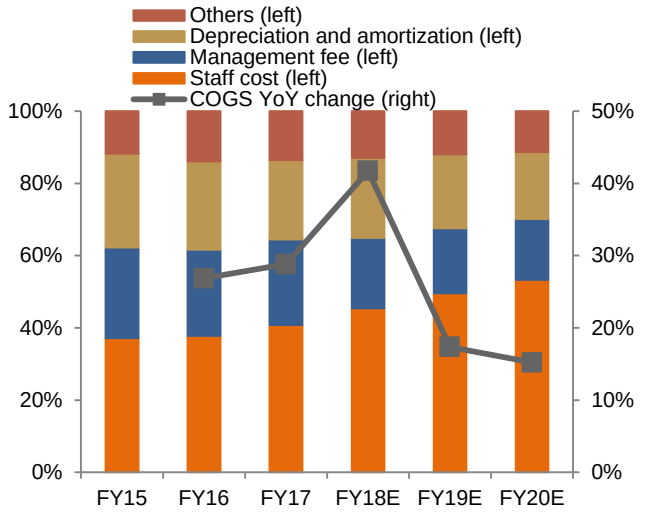
附注：不包括自学考试服务及成人教育服务
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图4：希望教育集团收入及增长率



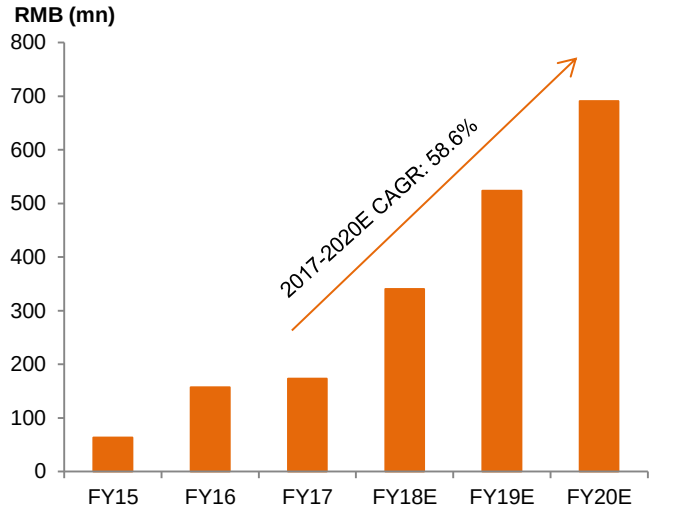
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图5：希望教育集团主营业务成本趋势



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图6：希望教育集团经常性净利润和增长率



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

12 月 31 日年結（人民币百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
物业、厂房及设备	2,219	3,195	3,847	4,307	4,661
土地租赁预付款	445	595	585	575	565
商誉和其他无形资产	269	600	597	593	589
预付款、按金及其他应收款项	18	18	450	450	0
于合营公司投资	0	143	141	139	137
非流动资产	**2,951**	**4,551**	**5,619**	**6,063**	**5,952**
应收账款	0	0	0	0	0
应收关联人士款项	1,259	733	222	178	142
其他	92	130	123	143	163
保证金存款	157	0	0	0	0
现金及现金等价物	143	181	2,874	2,465	3,188
流动资产	**1,651**	**1,044**	**3,219**	**2,786**	**3,493**
总资产	**4,602**	**5,595**	**8,838**	**8,849**	**9,445**
递延收入	389	535	668	820	987
其他应付及应计款项	614	732	667	653	752
应付税项	35	54	51	48	46
银行借贷	834	614	875	647	516
应付关连人士款项	576	155	0	0	0
其他	7	8	9	9	9
流动负债	**2,455**	**2,098**	**2,270**	**2,177**	**2,310**
递延收入	584	629	647	689	689
银行借贷	795	1,265	1,804	1,333	1,063
可换股债券	15	629	0	0	0
授予股东认沽权的责任	251	276	0	0	0
其他	7	17	21	25	28
总非流动负债	**1,652**	**2,817**	**2,473**	**2,046**	**1,781**
总负债	**4,107**	**4,915**	**4,743**	**4,223**	**4,090**
总净资产	**495**	**679**	**4,095**	**4,626**	**5,354**
已发行股本	0	0	0	0	0
储备	463	649	4,067	4,602	5,338
股东权益	**463**	**649**	**4,068**	**4,603**	**5,338**
非控股权益	32	30	28	23	16
总权益	**495**	**679**	**4,095**	**4,626**	**5,354**
总债务	1,644	2,508	2,679	1,979	1,579
现金 /（债务）净额	**(1,345)**	**(2,327)**	**194**	**486**	**1,609**
每股净资产（人民币）	**0.09**	**0.13**	**0.69**	**0.68**	**0.79**

现金流报表

12月31日年結（人民币百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营利润	236	318	482	625	798
折旧及摊销	89	111	140	152	159
营运资金变化	118	80	(1)	120	247
其他	0	(8)	(242)	(37)	(4)
已收利息	3	2	65	62	30
已付税项	(0)	(3)	(22)	(25)	(29)
经营活动产生之现金净额	**446**	**501**	**423**	**897**	**1,201**
资本开支	(292)	(925)	(780)	(600)	(500)
收购附属公司	(61)	(750)	0	0	0
其他	(28)	710	3	89	489
投资活动之现金净额	**(382)**	**(965)**	**(777)**	**(511)**	**(11)**
已付利息	(107)	(162)	(185)	(141)	(113)
债务变动净额	67	792	400	(700)	(400)
其他	27	(127)	2,831	46	46
融资活动的净现金流	**(14)**	**503**	**3,046**	**(795)**	**(467)**
现金净变动	**50**	**39**	**2,693**	**(409)**	**723**
调整	0	0	0	0	0
年初现金	92	143	181	2,874	2,465
年末现金	**143**	**181**	**2,874**	**2,465**	**3,188**

损益表

12 月 31 日年結（人民币百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	**614**	**752**	**1,094**	**1,346**	**1,635**
销售成本	(305)	(392)	(556)	(653)	(752)
毛利	**310**	**360**	**538**	**694**	**883**
其他收入及收益	51	68	94	113	128
销售费用	(33)	(29)	(30)	(33)	(36)
行政费用	(66)	(79)	(108)	(132)	(159)
其他费用	(26)	(3)	(13)	(16)	(18)
总营运开支	**(74)**	**(42)**	**(56)**	**(69)**	**(85)**
经营利润	**236**	**318**	**482**	**625**	**798**
融资成本净额	(74)	(125)	(119)	(79)	(83)
应占合营企业亏损	0	(2)	(2)	(2)	(2)
特殊项目	(2)	38	(123)	(33)	0
税前利润	**159**	**229**	**237**	**511**	**713**
所得税	(5)	(20)	(22)	(25)	(29)
税后利润	**155**	**210**	**215**	**486**	**684**
非控股权益	0	2	2	5	7
净利润	**155**	**212**	**217**	**491**	**691**
非核心项目调整	(2)	38	(123)	(33)	0
核心净利润	**157**	**173**	**341**	**524**	**691**
税息折旧及摊销前利润	**335**	**439**	**632**	**788**	**967**
基本每股收益（人民币）	0.03	0.04	0.04	0.07	0.10
摊薄每股核心收益（人民币）	0.03	0.04	0.05	0.07	0.10
每股股利（人民币）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
同比增长率变化(%)					
收入	26.2	22.5	45.4	23.0	21.4
税息折旧及摊销前利润	36.2	31.0	44.0	24.6	22.8
经营利润	44.6	34.7	51.6	29.8	27.7
核心利润	148.6	10.1	96.6	53.7	32.0
利润率(%)					
毛利率	50.4	47.8	49.2	51.5	54.0
税息折旧及摊销前利润率	54.6	58.4	57.8	58.5	59.2
息税前利润率	38.4	42.2	44.0	46.4	48.8
净利润率(核心利润)	25.6	23.0	31.1	38.9	42.3
实际税率 (%)	2.8	8.6	9.3	5.0	4.0
总经营开支占收入百分比	12.0	5.6	5.2	5.1	5.2
利息覆盖率 (x)	3.2	2.5	4.0	7.9	9.6
净债务/权益 (%)	**271.6**	**342.5**	**净现金**	**净现金**	**净现金**
净债务/总资本 (%)	73.1	77.4	净现金	净现金	净现金
流动比率 (x)	0.7	0.5	1.4	1.3	1.5
回报(%)					
资产周转率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率 (x)	11.3	8.7	3.0	2.0	1.8
息税前利润率 (%)	38.4	42.0	43.9	46.3	48.7
利息负担 (x)	0.7	0.7	0.5	0.8	0.9
税项负担 (x)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
股本回报率(%)	**41.5**	**35.7**	**9.0**	**11.1**	**13.7**
投资资本回报率 (%)	**12.8**	**13.4**	**9.4**	**13.9**	**19.5**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html或http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1 类（证券交易）、第2 类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话：+852 3189 6888

传真：+852 3101 0828