

希望教育(1765 HK)

高教行业扩张路上的先行者

- ❖ **中国第二大民办高等教育集团。**希望教育目前在全国拥有九所学校，市占率为1.1%，按入学人数计算，是中国第二大民办高等教育集团。考虑其市场导向的多元化教学服务，学生高就业率和出色的并购扩张能力，我们认为公司未来增长可期。受惠于学校容量、利用率的提升及平均学费的增加，我们预计公司FY18-20E收入/调整后净利润复合年增长率达20%/48%。
- ❖ **出众的并购能力护航学校网络扩张。**相较于大多数港股上市的高教同业公司，希望教育拥有卓越的并购及院校创办能力。截止1H18，公司已完成五项收购并自建四所学校，收购后的资源整合成果显著。我们相信公司丰富的并购经验将有助于其更好地筛选和评估潜在标的，并在收购后有效改善并购院校的效率，释放招生及营收潜力。
- ❖ **看好招生人数及学费提升空间。**我们预计公司FY18-20E学生人数复合年增长率为18%，受益于：1) 利用率提高：三所学校目前利用率低于60%，预计可贡献超过30%的学生复合年增长率；2) 学校容量提升：目前有五所学校正处于施工/规划阶段，预计全部落成后可贡献9%的容量复合年增长率。此外，我们看好公司学费提价空间，预计FY18-20E平均学费将以4%的复合年增长率增长，原因在于1) 部分学校已经获准于FY18E增加学费；2) 目前学费基数较低；3) 受益于学生高就业率的强大市场竞争力。
- ❖ **利润率改善，受惠于经营效率优化及财务费用降低。**我们预计，FY19E希望教育的调整后净利率将提升至40%（对比FY17的28%），原因在于：1) 由于师生比提升以及管理费、租金及水电费占收入比重下降，公司毛利率将从FY18E回升；2) 营销投入的减少及经营效率的优化导致经营费率自FY19E下降；3) 由于有息负债下降和利率降低，财务成本将从FY19E开始减少。
- ❖ **静待政策逐步走向明朗。**自今年8月《民促法》送审稿出台以来，整体教育板块情绪受挫，估值已下调30%。然而我们注意到最近政府不断释放敦促政策落地的积极信号（包括国务院印发的两则有关《完善消费机制改革》的方案稿中，多次强调抓紧修订《民促法》实施条例）。鉴于本身高教板块受政策实质影响较小，且受益于独立学院脱钩改制，待政策明朗后，期待整体高教板块信心回升，股价反弹。
- ❖ **首次覆盖，给予「买入」评级。**基于DCF估值法，我们预测公司目标价为1.62港元（潜在升幅47%），相当于FY19E 18.4倍市盈率。公司目前股价为1.10港元，相当于FY19E 12.2倍市盈率，略低于港股行业平均水平（FY19E 13.9倍市盈率）。考虑公司未来强劲的收入增长潜力以及债务负担的大幅缓解，我们认为当前估值吸引。建议静候《民促法》送审稿后的进一步政策出台，若政策明朗化，将有助于板块估值重塑。首次覆盖，给予「买入」评级。

财务资料

(截止12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	614	752	1,065	1,293	1,542
调整后净利润(百万人民币)	156	212	308	516	675
调整后每股盈利(人民币)	NA	NA	0.04	0.08	0.10
市盈率(x)	NA	NA	30.9	18.4	14.1
市帐率(x)	NA	NA	2.4	2.0	1.7
股息率(%)	0	0	0	0	0
权益收益率(%)	31.6	31.1	5.8	10.5	12.0
净财务杠杆(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$1.62
潜在升幅	+47%
当前股价	HK\$1.10

黄群

电话：(852) 3900 0889
 邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882
 邮件：garypang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	7,333
3月流通量(百万港元)	NA
5周内股价高/低(港元)	2.22/1.03
总股本(百万)	6,666.7

资料来源：彭博

股东结构

Hope EDU Inv. Group	65.7%
PEARL GLORY GLOBAL	6.2%
Value Partners Group Ltd	3.4%

资料来源：彭博

股东结构

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.5%	1.1%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股价表现



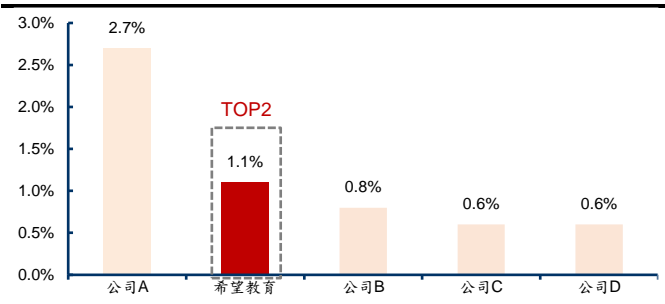
资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.hopeedu.com

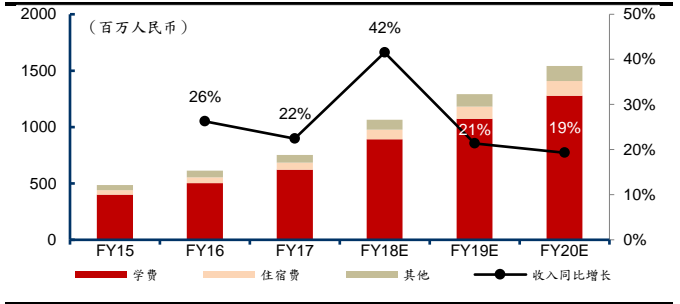
主要图表

图 1 希望教育排名全国民办高等教育第二名 (按照学生人数), 2017



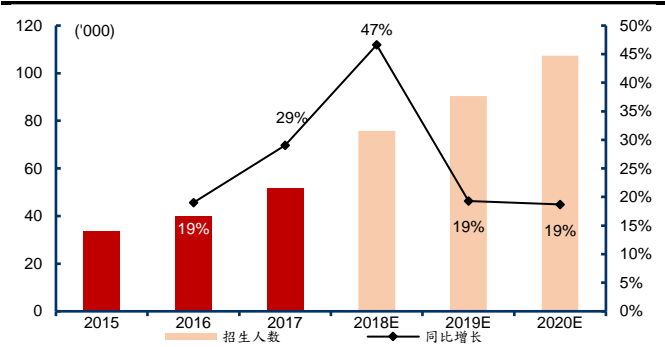
资料来源：弗罗斯特沙利文报告

图 2: FY18-20E 收入复合年增长率为 20%



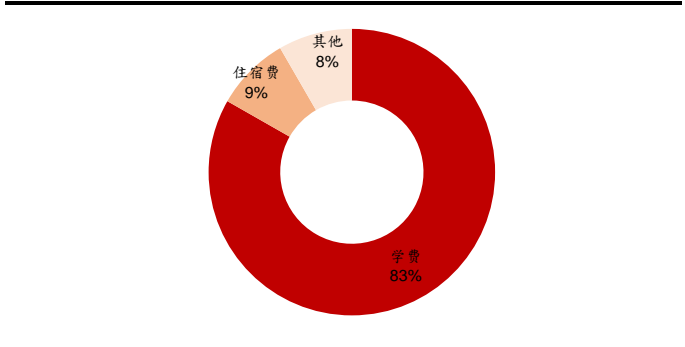
资料来源：公司及招银国际预测

图 3: 希望教育全日制课程招生人数预测



资料来源：公司及招银国际预测

图 4: FY19E 收入细分



资料来源：招银国际预测

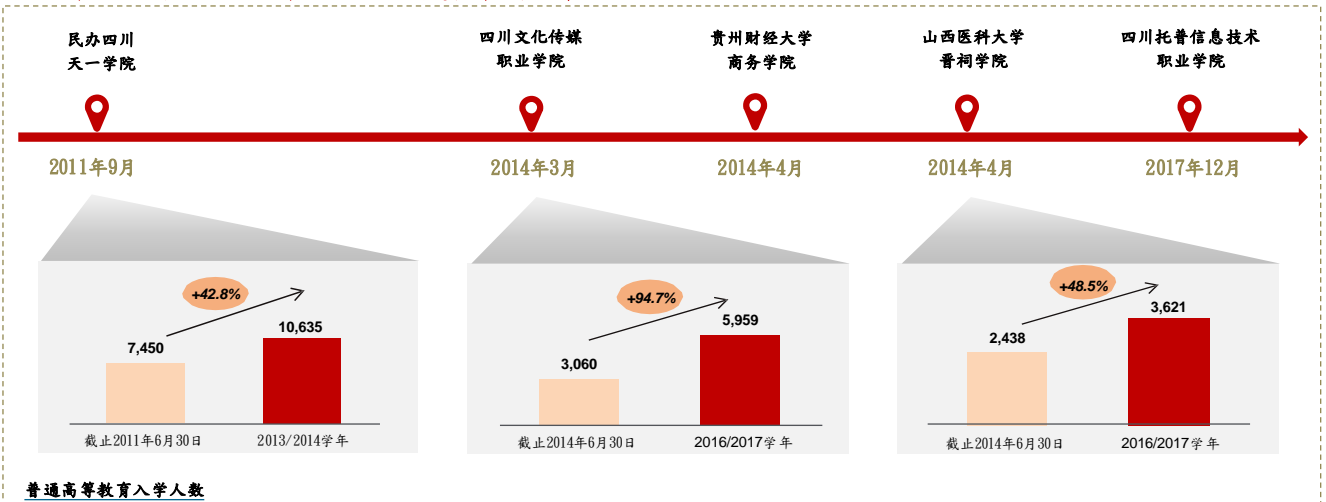
图 5: 过往成功的并购经验

一支专业的并购团队负责战略性筛选潜在标的

- 公司拥有一支专业的并购团队，系统地筛选、评估和跟踪全国潜在的并购目标院校



强大的并购后资源整合能力，帮助收购院校迅速提升运营效率



资料来源：公司及招银国际预测

估值

首次覆盖，给予「买入」评级。基于 DCF 估值以及同业比较，我们预测希望教育的估值为 108 亿港元（相当于 18.4 倍 FY19E 市盈率），即每股 1.62 港元。

(1) DCF 估值

鉴于学校经营能够产生长期稳健的现金流，故而采用 DCF 模型作为首选估值法。根据 1.80% 的无风险利率、14.40% 的风险溢价以及结合 Beta 值 1.20，推算出 WACC 为 15.3%。基于 15.3% 的 WACC 及 3% 的长期增长率假设，求得公司 DCF 估值结果为 1.62 港元，相当于公司 FY19E 调整后每股盈利的 18.4 倍，首次评级买入。

图 6: DCF 估值测算及敏感度分析

DCF 估值模型 (百万人民币)	高速增长期					稳定成长期				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
现金流量预测										
息税前利润	643	814	977	1,143	1,308	1,469	1,622	1,766	1,899	2,021
实际税项	(39)	(51)	(61)	(71)	(196)	(220)	(243)	(265)	(285)	(303)
折旧与摊销	105	109	110	111	112	113	113	114	114	115
营运资本	157	173	175	176	178	180	182	184	185	187
资本开支	(500)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)
自由现金流量	366	696	851	1,010	1,052	1,191	1,324	1,448	1,564	1,670
自有现金流同比增速	84%	90%	22%	19%	4%	13%	11%	9%	8%	7%
折合至 2018 年的现金流量	318	524	556	572	517	508	490	465	435	3,790
永续期折现值										14,021

基本参数	
WACC	15.3%
税率	15.0%
无风险利率	1.80%
债务成本	6.0%
Beta	1.20
风险溢价	14.4%
权益成本	16.9%
目标债务/(权益+债务)	14.0%
长期增长率	3.0%
债券价值	1,265

公司价值计算	
现金流折现	8,373
减：净金融负债	(1,170)
减：少数股东权益	30
股本价值	9,513
汇率	0.88
公司估值 (百万港元)	10,810.2
目标价 (港元)	1.62

		WACC					
		~	13%	14%	15%	16%	17%
长期增长率	1.5%	1.88	1.72	1.55	1.47	1.37	
	2.0%	1.92	1.75	1.57	1.49	1.38	
	2.5%	1.96	1.78	1.60	1.51	1.40	
	3.0%	2.00	1.81	1.62	1.53	1.42	
	3.5%	2.05	1.85	1.65	1.55	1.44	
	4.0%	2.11	1.89	1.68	1.58	1.45	
	4.5%	2.17	1.94	1.71	1.60	1.48	

资料来源：公司、彭博及招银国际预测

(2) 同业比较分析

考虑上市公司经历市场检验后估值相对客观，采用可比公司估值法作为公司估值对比分析。我们选用了八家港股上市教育公司，平均 FY19E 市盈率为 13.9 倍。公司估值的 18.4 倍 FY19E 市盈率相较行业平均有 32% 的溢价。考虑公司改善利用率及提升学费后带来的出众收入增长潜力，我们认为公司目标价溢价合理。

此外，我们认为教育板块自《民促法送审稿》调整后，目前估值已处于低位。建议静候《民促法》送审稿后的进一步政策出台，若政策明朗化，将有助于板块估值重塑。

图 7: 同业比较

公司名称	股票代码	市值		股价	会计年度	EPS			PE			FY0-2 EPS CAGR
		(百万美元)	货币			FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	
海外同业												
大峡谷教育(Grand Canyon Edu)	LOPE US	5,807	USD	120.4	12/2017	4.88	5.13	5.76	24.7	23.5	20.9	9%
好未来	TAL US	13,422	USD	23.7	02/2018	0.55	0.83	1.21	42.8	28.5	19.6	48%
斯特雷耶教育(Strayer Edu)	STRA US	2,854	USD	131.5	12/2017	4.28	5.90	7.23	30.7	22.3	18.2	30%
达内科技	TEDU US	462	USD	8.4	12/2017	-3.64	1.74	4.66	NA	33.4	12.5	NA
好未来	EDU US	10,031	USD	63.2	05/2018	2.88	3.69	4.61	28.8	22.0	17.1	27%
平均						1.79	3.46	4.69	31.8	25.9	17.7	28%
香港同业												
K12+国际教育												
枫叶教育	1317 HK	1,193	HKD	3.1	12/2017	0.19	0.23	0.27	14.6	11.9	10.2	20%
成实外教育	1565 HK	1,812	HKD	4.6	12/2017	0.13	0.17	0.21	31.3	24.2	19.2	28%
宇华教育	6169 HK	1,233	HKD	3.0	08/2017	0.17	0.22	0.25	15.6	12.0	10.5	22%
睿见教育	6068 HK	816	HKD	3.1	08/2017	0.16	0.20	0.26	17.9	13.6	10.8	29%
平均						0.16	0.21	0.25	19.9	15.5	12.7	24%
高等教育												
新高教教育	2001 HK	732	HKD	3.9	12/2017	0.22	0.29	0.38	16.1	11.8	9.1	33%
中教控股	839 HK	2,268	HKD	8.6	12/2017	0.33	0.45	0.52	23.0	17.1	14.8	25%
民生教育	1569 HK	666	HKD	1.3	12/2017	0.09	0.11	0.13	12.9	10.2	9.1	19%
新华教育	2779 HK	427	HKD	2.1	12/2017	0.15	0.18	0.22	12.2	10.2	8.5	20%
平均						0.20	0.26	0.31	16.0	12.3	10.3	24%
香港同业平均						0.18	0.23	0.28	17.9	13.9	11.5	24%
香港同业平均(剔除成实外)						0.19	0.24	0.29	16.0	12.4	10.4	24%
总平均						0.80	1.47	1.98	22.5	18.5	13.9	26%

资料来源：彭博及招银国际预测

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	487	614	752	1,065	1,293	1,542
学费	400	502	621	890	1,072	1,279
住宿费	41	50	63	86	109	130
其他	46	62	68	89	111	133
销售成本	(240)	(305)	(392)	(533)	(617)	(707)
毛利	247	310	360	532	676	835
销售费用	(35)	(33)	(29)	(35)	(34)	(35)
管理费用	(56)	(70)	(89)	(180)	(110)	(119)
其他营运收入(支出)	7	25	66	89	110	133
经营利润	162	232	308	407	643	814
财务收入	12	3	19	7	12	14
财务费用	(108)	(77)	(145)	(163)	(103)	(105)
其他收入	1	3	47	-	-	-
税前利润	68	161	229	251.1	552	722
所得税	(4)	(5)	(20)	(18)	(39)	(51)
非控制股东权益	0	(0)	(2)	-	-	-
归属股东净利润	64	156	212	234	513	672
调整后净利润	64	156	212	308	516	675

资料来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,271	2,957	4,416	4,795	5,165	5,381
物业、厂房及设备	1,661	2,219	3,195	3,596	3,991	4,232
土地租赁费用	421	445	595	587	577	567
商誉	53	53	481	481	481	481
无形资产	117	216	119	104	90	75
预付款	15	18	18	18	18	18
合营公司投资	5	6	8	8	8	8
流动资产	1,395	1,631	1,036	3,907	4,198	4,816
现金及现金等价物	92	143	181	3,035	3,322	3,935
应收贸易款项	10	0	-	-	-	-
预付款,存款和其他应收	93	72	121	139	143	148
关连款项	1,169	1,259	733	733	733	733
抵押存款	30	157	-	-	-	-
流动负债	2,063	2,455	2,098	2,325	2,487	2,665
借债	618	834	614	614	614	614
应付贸易账款	587	614	732	732	732	732
应付税项	31	35	54	54	54	54
关连款项	523	576	155	155	155	155
递延收益	304	396	544	771	932	1,110
非流动负债	1,479	1,652	2,817	2,501	2,115	2,099
递延收入	513	584	629	618	605	589
借贷	944	795	1,265	1,865	1,492	1,492
递延税项	-	-	11	11	11	11
可转债	15	15	629	-	-	-
认沽期权	-	251	276	-	-	-
其他应付款	7	7	7	7	7	7
少数股东权益	2	32	30	30	30	30
股东权益	250	495	679	4,018	4,904	5,576
净资产总值	248	463	649	3,988	4,874	5,546

资料来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	68	161	229	251	552	722
折旧和摊销	73	89	111	114	120	124
营运资金变动	28	118	65	210	157	173
其他	0	0	0	0	0	0
经营活动所得现金净额	278	446	501	715	887	1,066
购置固定资产、无形资产及土地	(249)	(292)	(925)	(500)	(500)	(350)
其他	(359)	(90)	(40)	2	2	2
投资活动所得现金净额	(609)	(382)	(965)	(498)	(498)	(348)
资本变化	-	-	-	2,800	-	-
净银行借贷	307	67	207	-	-	-
其他	54	(81)	296	(163)	(103)	(105)
融资活动所得现金净额	361	(14)	503	2,637	(103)	(105)
现金增加净额	30	50	39	2,854	287	613
年初现金及现金等价物	62	92	143	181	3,035	3,322
年末现金及现金等价物	92	143	181	3,035	3,322	3,935
资产负债表中的现金	92	143	181	3,035	3,322	3,935

资料来源：公司及招银国际预测

关键比率

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)						
学费	82.2	81.7	82.5	83.6	83.0	82.9
住宿费	8.4	8.2	8.4	8.0	8.5	8.4
其他	9.4	10.1	9.1	8.3	8.6	8.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	NA	26.2	22.5	41.5	21.4	19.3
毛利	NA	25.6	16.2	47.8	27.1	23.5
经营利润	NA	42.8	32.7	32.3	57.8	26.7
调整后净利润	NA	145.1	35.3	45.4	67.8	30.8

盈利能力比率 (%)

毛利率	50.7	50.4	47.8	50.0	52.3	54.1
税前利率	13.9	26.1	30.5	23.6	42.7	46.8
有效税率	5.5	2.8	8.6	7.0	7.0	7.0
调整后净利润率	13.1	25.5	28.1	28.9	39.9	43.8

资产负债比率

流动比率 (x)	0.7	0.7	0.5	1.7	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	3.7	3.0	0.0	-	-	-
平均应付账款周转天数	446.4	719.8	626.0	501.1	433.2	377.7
平均存货周转天数	-	-	-	-	-	-
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	25.5	31.6	31.1	5.8	10.5	12.0
资产回报率	1.7	3.4	3.9	2.7	5.5	6.6

每股数据

每股盈利(人民币)	-	-	-	0.035	0.077	0.101
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司及招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公开发布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。