



## 新高教集团(2001)

评级：买入（维持）/ 目标价：\$7.08（上调）

### 完成增资广西学校及收购河南学校 外延更进一步

新高教集团全资子公司北京大爱咨询与广西学校全资拥有者嵩明新巨签订协议，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、李建春先生分别持有嵩明新巨 51%、39%、10% 的股权。此外，公司于 10 月 8 日完成收购河南学校 55% 的学校举办权，预计并表后将增厚集团 2019/2020 年收入 2.7/3.2 亿元人民币。

#### 投资要点

**完成收购河南学校。**公司于 10 月 8 日完成收购河南学校 55% 的学校举办权，签订结构性合约后，河南学校将成为集团控制之实体。此后，河南学校产生的经济利益以河南学校及学校举办者向辉煌公司支付服务费的形式转拨至辉煌公司。河南学校设有 9 个二级学院，专注于电子商务、物联网应用技术等专业，预计于 18 年 10 月开始并表。河南学校于 2016 年末净利润同比增 40% 至 1682 万人民币。预计并表后将增厚集团 2019/2020 年收入 2.7/3.2 亿元人民币。

**增资广西学校，获得 51% 股权。**公司提供贷款 3021 万元（将于 2019 年 1 月 1 日或更早转为股本），以增持嵩明新巨股权至 51%。嵩明新巨是广西三所学校举办者的全资拥有者，广西三所目标学校分别为广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校以及广西英华国际职业学校附属中学。目前已经报备教育主管部门，审批完成后可进行民政备案。协议完成后北京大爱咨询、景林资产及李建春先生分别持有 51%、39% 及 10% 股权。该投资说明于 8 月中《民促法（送审稿）》对高等教育院校的投资收购步伐并无影响。广西院校占地面积共为 250 亩土地，属于划拨性质，2022 年转成出让用地，每亩 5 万，合计 1250 万人民币，经 50 年摊销，每年仅需付出 25 万成本。

**升本计划纳入“十三五”规划，加入新的办学层次后，人数和学费增长可期。**广西学校的升本计划已经纳入广西“十三五”高校设置规划并经教育部备案，公司预计于“十三五”末期或“十四五”初期获得本科层次学历教育的办学许可，预计投入 4-5 个亿。目标学校包含专科、中职、高中层次学历教育，2018 年总共在校生约为 10000 人，其中大专 8000 余人，中专 450 余人，高中 1600 余人。随着“专升本”的顺利推进，预计首届本科招生规模为 400-500 人，4 年后新增本科学子人数近 2000 人。公司预计于“十四五”初期，广西学校学生规模将达到约 1.3 万人，复合增长率达 10-15%。目前广西学校学费约为 6000 元/年，收费于同业相比处于较低水平，且随着本科办学层次的加入，未来平均学费有望提升。在学校层面没有任何银行贷款，学校的毛利水平 32%，较集团的平均毛利水平 37% 有较大提升空间。

**我们上调目标价为 7.08 港元。**我们考虑并表河南学校以及 19 年并表广西学校，以现金流折现模型得出 7.08 港元的目标价，较现价仍有 53% 增长空间，因此我们维持新高教集团为「买入」评级。

#### 分析师

吴彦  
(852) 3983 0857  
[jennywu@china-invs.hk](mailto:jennywu@china-invs.hk)

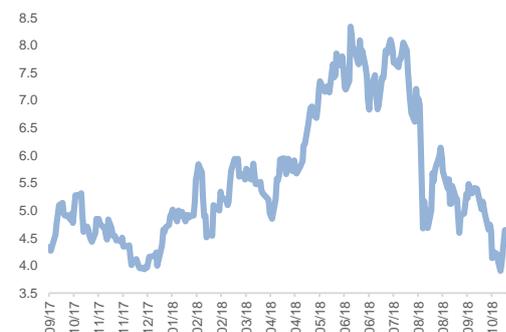
#### 主要数据

评级	买入（维持）
目标价	7.08（上调）
当前股价	4.64
总股本（百万股）	1,431
总市值（百万港元）	7,771
3 个月平均成交（百万港元）	71.6
52 周股价波幅	3.07-8.52
主要股东	李孝轩（55.34%）
公司业务	
主要于中国经营高等教育机构	

#### 财务数据

（百万人民币）	2017	2018	2019	2020
		预测	预测	预测
收入	414	566	895	1,076
毛利	227	311	491	591
经营利润	231	572	674	803
报告利润	231	572	674	803
每股利润（分）	0.17	0.41	0.48	0.57
市盈率（倍）	30.0	26.7	21.5	14.6
市账率（倍）	4.0	3.7	3.3	2.8
股本回报率	13.5%	13.7%	15.3%	19.4%
总债务与权益	54%	55%	53%	53%

#### 股价表现





财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收益	341	414	566	895	1,076
销售成本	(177)	(187)	(255)	(404)	(485)
毛利	164	227	311	491	591
其他收入及收益	61	128	402	384	449
销售开支	(3)	(4)	(5)	(8)	(10)
行政开支	(60)	(58)	(89)	(141)	(170)
分占合营企业溢利	(12)	(5)	(5)	(5)	(5)
财务成本	(36)	(40)	(15)	(15)	(15)
除税前溢利	114	248	599	706	840
所得税	(2)	(17)	(27)	(32)	(37)
除税后溢利	112	231	572	674	803
非控股权益	0	0	0	0	0
年内溢利	112	231	572	674	803

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
除税前溢利	113	250	614	721	855
已终止业务税前溢利	2	0	0	0	0
融资成本	36	40	(15)	15	15
利息收益	(1)	(3)	(12)	(20)	(24)
投资收益	(3)	0	58	65	73
出售业务收益	(2)	0	0	0	0
折旧	34	33	1	1	2
摊销	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
预付款、按金及其他应收款项减值	0	0	0	0	0
预付款、按金及其他应收款项(减少)/增加	(164)	(39)	(14)	(60)	(33)
其他流动资产增加	0	(3)	(1)	(4)	(2)
其他应付款及应计费用(减少)/增加	179	(25)	(138)	(193)	(106)
递延收入增加	38	33	77	193	106
已收利息	1	3	3	3	3
已付所得税	(3)	(1)	(27)	(32)	(37)
融资租赁租金付款利息部分	(3)	0	0	0	0
经营获得所得现金流量净额	224	286	544	687	850
购买物业、厂房及设备	(155)	(159)	(137)	(153)	(172)
出售物业、厂房及设备所得款	0	0	0	0	0
预付土地租赁款	(10)	(115)	(115)	(115)	(115)
添置其他无形资产	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
收购非控股权益	(1)	(71)	0	0	0
其他	(496)	(345)	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	(667)	(696)	(258)	(274)	(293)
发行股份所得款项	0	703	0	0	0
已付上市开支	0	(52)	0	0	0
投资者注资	431	0	0	0	0
新增贷款	725	522	0	0	0
偿还贷款	(588)	(766)	0	0	0
已付利息	(50)	(34)	(15)	(15)	(15)
已付股息	0	(30)	(39)	(39)	(39)
已收与物业、厂房及设备有关的政府	12	7	7	7	7
其他	8	0	0	0	0
融资活动所用现金流量净额	538	350	(47)	(47)	(47)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	95	(60)	239	366	510
年初现金及现金等价物	83	179	119	358	725
汇率变动的影响、净额	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	178	119	358	724	1,235

来源: 新高教集团、中投证券(香港)

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
物业、厂房及设备	867	985	1,191	1,365	1,463
投资物业	32	47	53	64	74
预付土地租赁款项	99	97	107	125	142
其他无形资产	8	11	13	15	17
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	721	1,186	1,340	1,596	1,853
非流动资产总值	1,727	2,326	2,704	3,165	3,549
预付款项、按金及其他	51	89	102	162	195
已抵押存款	53	30	30	30	30
现金及现金等价物	179	119	358	725	1,235
其他流动资产	3	6	7	11	13
流动资产总值	286	244	497	928	1,473
递延收入及递延收益(净)	219	254	331	524	629
其他应付款项及应计费用	240	193	1,193	2,188	3,350
计息银行及其他借款	103	208	331	524	629
应付税项	2	14	331	524	630
流动负债总额	564	669	2,186	3,760	5,238
计息银行及其他借款	476	144	0	0	0
递延收益(长期)	31	29	2,848	4,808	6,497
递延税项负债	0	4	45	66	83
非流动负债总额	476	144	92	102	106
资产净值	973	1,757	923	231	-322
股本	0	1	1	1	1
储备	888	1,724	2,380	2,865	3,568
公司拥有人应占权益	888	1,725	2,381	2,866	3,569
非控股权益	54	0	0	0	0
总权益	942	1,725	2,381	2,866	3,569

比率分析	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
同比增长					
收入	32.7%	21.4%	36.7%	58.1%	20.2%
毛利	34.6%	38.4%	37.0%	57.9%	20.4%
净利	8.1%	106.3%	147.6%	17.8%	19.1%
盈利能力					
毛利率	48.1%	54.8%	54.9%	54.9%	54.9%
净利率	32.8%	55.8%	101.1%	75.3%	74.6%
资本回报率	5.7%	9.1%	12.3%	10.0%	9.0%
净资产收益率	11.9%	13.4%	24.0%	23.5%	22.5%
流动性和偿付能力					
流动比率	7.7	6.7	0.4	0.5	0.5
速冻比率	2.0	2.6	0.3	0.3	0.3
现金比率	9.2	8.4	0.2	0.2	0.2
总债务与权益	1.1	0.5	1.0	1.3	1.5
营运资金管理					
应收账款天数	3.2	5.3	4.5	4.5	4.4
应付账款天数	212.4	406.0	473.8	473.4	473.4
存货周转天数	369.1	232.3	512.4	655.0	929.4
杜邦分析					
净利率	32.8%	55.8%	101.1%	75.3%	74.6%
资产周转率	1.2	1.9	0.5	0.4	0.3
杠杆比率	0.3	0.1	0.5	0.8	0.9

#### 免责声明

公司评级定义：

买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 10%以上

持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间

沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与这报告所述的观点并不一致。

#### 一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个人人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

#### 根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)或其集团公司持有本研究报告所评论之公司的市场资本值 1%或以上的财务权益。