

市场数据(港币)

收盘价(元)	3.260
流通股(百万股)	2,979.18
总市值(百万元)	9,712.14
年内股价最高最低(元)	15.000/3.090
香港恒生指数	25752.38



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-14.66	-77.17	-60.72
相对香港恒生	-11.42	-60.36	-50.64

相关报告

- 1.《枫叶教育 FY18 业绩点评: 盈利状况保持良好态势, 扩张进程持续...》, 2018.11.28
- 2.《国际学校龙头, 需求持续渗透, 匠心经营, 愈久愈醇- 国际学校龙头...》, 2018.11.14

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

拟收购泸州 K9 学校, 有望加强川渝地区生源协同

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	1341	1680	2057	2481
同比增长	23.8%	25.2%	22.5%	20.6%
母公司股东溢利(百万)	543	694	884	1072
同比增长	30.1%	27.8%	27.4%	21.3%
毛利率	46.5%	48.3%	49.1%	49.6%
净利润率	40.1%	41.0%	42.6%	42.8%
每股收益	0.18	0.23	0.30	0.36
每股经营现金流	0.00	0.37	0.50	0.52
市盈率(倍)	21.5	16.8	13.2	10.9
市净率(倍)	3.2	2.8	2.4	2.1

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

事件

- 2018年12月10日, 枫叶教育发布公告, 拟以现金+发现股份的方式收购泸州七中佳德教育投资有限公司(以下简称泸州公司)66%股权, 对价为人民币1.85亿元(约2.1亿港元), 部分以现金方式支付, 部分通过按3.524港元的发行价(相较最新收盘价溢价8.1%)向泸州公司配发及发行1614万股作为支付方式。泸州公司旗下拥有泸州七中佳德国际学校, 收购事项完成后, 枫叶教育将拥有泸州公司66%权益, 泸州公司将成为枫叶教育间接非全资附属公司。
- 泸州公司成立于2011年, 主要经营泸州七中佳德国际学校, 该学校位于四川省泸州市, 为一所一至九年級的頂尖中小學寄宿制學校, 其管理團隊在當地備受贊譽, 教學質量卓越, 教學成果優異, 泸州市2018年全市初中學生考試最高分前五名中的四名學生均來自該學校。該學校可容納學生總數為3500名, 目前在校學生超過3200名, 教職人員為380名。該學校佔地面积约6.65万平方米, 建筑面积约9.09万平方米。此外, 该学校设有90间教室以及科学实验室、美术室及多媒体教室等多功能教室。该学校全年学费为人民币2.0-2.5万元(约2.3-2.8万港元)。泸州公司截止2018年8月31日年度除税前净利润为1806万元, +33%yoy, 除税后净利润为1748万元, +40%yoy, 截止2018年8月31日资产净值为2.62亿元。

评论

- 若收购通过, 或将对学校行业释放积极信号。收购事项完后仍存一定不确定性, 但若能通过的话, 对于K12学校公司的收并购, 释放出积极信号, 后续扩张逻辑或将被进一步打开。
- 有望加强枫叶体系内川渝地区的生源协同。枫叶教育在重庆原有一个自有模式的大校区, 3300人容量, 涵盖幼儿园到高中阶段, 2017/2018学年在重庆梁平新增一个轻资产模式校区, 1500人容量, 涵盖幼儿园到初中阶段。若此次收购完成, 或将进一步扩展枫叶学校网络及持续建立在重庆及四川省的品牌知名度, 该学校将纳入枫叶的重庆教育园区, 有望为重庆高中增加稳定生源, 继而增加重庆高中的入读人数。
- 投资建议: 我们预计公司FY19-21归母净利润为6.9/8.8/10.7亿元人民币, 对应PE为17/13/11, 维持买入评级, 目标价7港元。
- 风险提示: 收购事项尚未完成仍存不确定性, 政策变化带来的风险等。

事件

- 2018年12月10日，枫叶教育发布公告，拟以现金+发现股份的方式收购泸州七中佳德教育投资有限公司（以下简称泸州公司）66%股权，对价为人民币1.85亿元（约2.1亿港元），部分以现金方式支付，部分通过按3.524港元的发行价（相较最新收盘价溢价8.1%）向泸州公司配发及发行1614万股作为支付方式。泸州公司旗下拥有泸州七中佳德国际学校，收购事项完成后，枫叶教育将拥有泸州公司66%权益，泸州公司将成为枫叶教育间接非全资附属公司。

图表 1：支付安排（单位：人民币）

比例	金额	支付方式
5%	924 万元	买方预扣持作协议履约按金，并将用于补偿自协议日期起计九个月内出现的任何违反保证的情况
95%	5000 万元	于完成日期以 配发及发行代价股份 的方式支付，发行价3.524港元的发行价（相较最新收盘价溢价8.1%），发行股数1614万股；若未发行，则以 现金 方式支付
	4240 万元	于完成日期以 现金 方式支付
	3696 万元	于签署协议后两个月内办妥协议订明的若干政府登记手续及提供协议订明的许可/批准后以 现金 方式支付
	4620 万元	待完成协议所订明的有关目标公司及该学校的交接程序后，于签署协议后及于2018-2019学年下学期开始后首个星期内支付

来源：公司公告，国金证券研究所

- 泸州公司成立于2011年，主要经营泸州七中佳德国际学校，该学校位于四川省泸州市，为一所一至九年級的頂尖中小學寄宿制學校，其管理團隊在當地備受讚譽，教學質量卓越，教學成果優異，泸州市2018年全市初中學生考試最高分前五名中的四名學生均來自該學校。該學校可容納學生總數為3500名，目前在校學生超過3200名，教職人員為380名。該學校佔地面積約6.65萬平方米，建築面積約9.09萬平方米。此外，該學校設有90間教室以及科學實驗室、美術室及多媒體教室等多功能教室。該學校全年學費為人民幣2.0-2.5萬元（約2.3-2.8萬港元）。泸州公司截止2018年8月31日年度除稅前淨利潤為1806萬元，+33%yoy，除稅後淨利潤為1748萬元，+40%yoy，截止2018年8月31日資產淨值為2.62億元。

评论

- **若收购通过，或将对学校行业释放积极信号。**收购事项完后仍存一定不确定性，但若能通过的话，对于K12学校公司的收并购，释放出积极信号，后续扩张逻辑或将被进一步打开。
- **有望加强枫叶体系内川渝地区的生源协同。**枫叶教育在重庆原设有一个自有模式的大校区，3300人容量，涵盖幼儿园到高中阶段，2017/2018学年在重庆梁平新增一个轻资产模式校区，1500人容量，涵盖幼儿园到初中阶段。若此次收购完成，或将进一步扩展枫叶学校网络及持续建立在重庆及四川省的品牌知名度，该学校将纳入枫叶的重庆教育园区，有望为重庆高中增加稳定生源，继而增加重庆高中的入读人数。

投资建议

- ①我们认为送审稿精神在于规范，而非限制或禁止，多地政府表示出积极合作态度，虽然K9部分仍存不确定性，但总体来说国际教育市场仍是需求导向；②1115《意见》是针对幼儿园行业，枫叶幼儿园收入占比不到4%，受到影响较小；③枫叶多地新校扩张正在进行中，体现实际经营并未受到巨大冲击。我们预计公司FY19-21归母净利润为6.9/8.8/10.7亿元人民币，对应PE为17/13/11，维持买入评级，目标价7港元。

风险提示

- 收购事项需代协议中先决条件达成或豁免后才能完成，部分代价由配发及发行股份方式支付，仍需通过联交所批准，收购事项完成仍需取得有关政府部门的必要许可及批准，仍存不确定性。
- 政策环境变化带来的风险。
- 扩张中遇到的不确定性等风险。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3008	3747	4676	5899	营业额	1341	1680	2057	2481
现金及现金等价物	2221	2900	3854	4878	销售成本	717	868	1047	1251
交易用投资	363	363	363	363	毛利	624	811	1010	1231
应收款项	-	-	-	-	销售、一般性和行政开支	196	241	284	327
其他应收款	77	90	128	136	研究发展费用	-	-	-	-
存货	17	26	26	36	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	2788	2904	3016	3141	EBITDA	558	851	1033	1226
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	-	169	186	206
联营和共同控制实体的投资	-	-	-	-	EBIT	558	682	846	1020
投资物业	343	343	343	343	融资收入净额	-11	34	56	80
固定资产	2106	2217	2341	2481	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	548	716	902	1100
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	9	28	25	37
无形资产	205	210	197	183	除所得税后溢利	538	688	877	1063
总资产	5796	6652	7692	9041	非控制性股东应占溢利	-4	-6	-7	-9
流动负债	1867	2307	2683	3226	股息	-	167	212	257
短期借款	225	315	235	225	母公司股东应占溢利	543	694	884	1072
应付款项	-	-	-	-	EPS	0.18	0.23	0.30	0.36
预收账款	-	-	-	-					
其他	1642	1993	2449	3002					
非流动负债	238	131	131	131	主要财务比率				
长期借款	207	100	100	100	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	31	31	31	31	成长性				
负债合计	2104	2438	2814	3357	营业额增长率	23.8%	25.2%	22.5%	20.6%
股本	9	9	9	9	EBIT 增长率	24.5%	22.1%	24.1%	20.5%
储备	3642	3642	3642	3642	净利润增长率	30.1%	27.8%	27.4%	21.3%
保留溢利	-	527	1199	2014	盈利能力				
非控制性股东权益	40	35	27	19	EBIT/营业额	41.6%	40.6%	41.2%	41.1%
总权益	3692	4214	4878	5684	EBITDA/营业额	41.6%	50.6%	50.2%	49.4%
总负债和总权益	5796	6652	7692	9041	毛利率	46.5%	48.3%	49.1%	49.6%
					净利率	40.1%	41.0%	42.6%	42.8%
					ROE	14.9%	16.6%	18.2%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率	36.3%	36.7%	36.6%	37.1%
					流动比率	1.61	1.62	1.74	1.83
					速动比率	1.54	1.61	1.73	1.82
					营运能力				
					资产周转率	0.23	0.25	0.27	0.27
					应收帐款周转率	-	-	-	-
					应付帐款周转率	-	-	-	-
					存货周转率	40.77	40.77	40.77	40.77
					每股资料				
					每股收益	0.18	0.23	0.30	0.36
					每股经营现金流	0.25	0.37	0.50	0.52
					每股净资产	1.23	1.40	1.63	1.90
					估值比率(倍)				
					PE	21.51	16.83	13.21	10.90
					PB	3.20	2.79	2.41	2.06
					EV/EBITDA	16.14	6.75	4.55	2.99

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券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, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH