

收购泸州七中佳德国际学校，外延再下一城 买入（维持）

2018年12月10日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1341.27	1683.47	2048.61	2432.77
同比（%）	23.83%	25.51%	21.69%	18.75%
归母净利润（百万元）	542.83	696.81	876.47	1088.39
同比（%）	32.24%	28.37%	25.78%	24.18%
每股收益（元/股）	0.18	0.23	0.29	0.37
P/E（倍）	15.73	12.25	9.74	7.84

投资要点

■ **事件：**公司日前发布公告，拟以 1.85 亿人民币代价收购四川泸州七中佳德国际学校 66% 权益（该校目前学生人数超 3,200 人），收购代价中 5,000 万元人民币将以配股方式支付，剩余以现金支付。

■ **本次收购代价 1.85 亿人民币将分期支付，首期 5% 将以履约按金方式预扣，剩余 95% 将按以下方式支付：**

- 1) **于完成日期，**公司将以配股方式支付人民币 5,000 万元（以 3.524 港元/股的价格配售 1613.6 万股，占目前已发行股本约 0.542%，占配股后已发行股本约 0.539%）；此外将以现金方式支付人民币 4,240 万元；
- 2) **协议签署后两个月内，**将以现金方式支付人民币 3,696 万元；
- 3) **交接完成后，**人民币 4,620 万元将于 18/19 学年下学期开始后首星期内支付。

■ **目标学校办学质量优异，收购后将与枫叶重庆高中产生协同。**本次收购目标公司泸州七中佳德教育投资有限公司成立于 2011 年，拥有目标学校 66% 股权。目标学校为一所位于四川省泸州市的 K9 寄宿制学校，学校占地面积 6.7 万平方米，设有 90 间教室。该校教学品质卓越，18 年泸州全市中考最高分前五名中，四名均来自该校。**收购完成后该校将成为枫叶在重庆教育园区的第二所学校，可为枫叶重庆高中增加稳定生源，提升枫叶重庆高中学生入读人数。**

■ **目标学校学生规模较大，发展较为成熟，收购估值合理。**从学生人数角度看，该校可容纳学生 3,500 人，目前拥有学生超过 3,200 人，利用率达 91% 以上，另有教职人员 380 名；**学费角度，**该校学费标准 20,000-25,000 元/年，对标枫叶体系内现有初中/小学每年人均 30000+/20000+ 的学费标准，仍具备提费空间；目标公司截至 18FY 净资产 2.62 亿元人民币，17FY/18FY 税后净利润 1,251 万元/1,748 万元（yoy+39.8%），对应收购 PE16X，收购估值较为合理。

■ **盈利预测与投资评级：**公司 18/19 学年将新开 10 所新校（9 所幼儿园+1 所初中+1 所高中），合计提供新学位 3750 个，未来滚动招生学生人数可实现快速增长；本次收购也将直接并表超 3,200 名学生。我们预计公司 2019-2021FY 营业收入为 16.8、20.5、24.3 亿元，同比增长 25.5%、21.7%、18.8%；归母净利润 6.97、8.77、10.88 亿元，同比增长 28.4%、25.8%、24.2%，当前市值对应 PE 12X、10X、8X，考虑公司所在国际教育赛道增速较快，学校数量快速扩张后依旧具备较强的内生成长性，当前时点维持“买入”评级。

■ **风险提示：**学校扩展不及预期，学费提升不及预期，政策风险，港股波动性较大

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.26
一年最低/最高价	3.01/7.63
市净率(倍)	2.34
港股流通市值(百万港元)	9712.13

基础数据

每股净资产(元)	1.23
资产负债率(%)	36.31
总股本(百万股)	2979.18
流通股本(百万股)	2979.18

相关研究

- 1、《枫叶教育 (01317)：新开 22 校助力收入增长，盈利能力上台阶》2018-11-28
- 2、《枫叶教育：国际教育优质赛道龙头，轻资产模式成长迅速》2018-04-18

枫叶教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY		2018FY	2019FY	2020FY	2021FY
流动资产:	2,790.22	3,229.47	3,264.15	3,815.36	营业收入	1341.27	1683.47	2048.61	2432.77
现金	2,220.69	2,644.61	2,667.18	3,212.17	营业成本	717.16	851.11	1011.62	1169.03
应收款项	76.78	88.71	96.75	98.09	经营活动的汇兑损益	-	-	-	-
存货	16.98	20.37	24.45	29.34	销售费用	40.03	42.09	47.12	48.66
其他	-	-	-	-	管理费用	155.56	185.18	215.10	243.28
非流动资产:	3,005.91	3,310.82	3,546.48	3,789.84	其他经营收益	129.97	120.34	133.52	155.60
长期股权投资	-	-	-	-	营业利润	558.49	725.43	908.28	1127.40
固定资产净值	2,105.78	2,379.67	2,579.27	2,793.54	财务收入/(费用)净额	14.45	22.17	22.80	29.29
商誉及无形资产	204.79	206.74	208.77	210.91	融资活动的汇兑损益	-	-	-	-
土地使用权	207.63	231.63	252.38	268.42	应占联营公司及共同控制 实体损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	487.70	492.79	506.06	516.97	应占联营公司损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5,796.13	6,540.28	6,810.64	7,605.21	除税前溢利	547.88	717.76	900.99	1120.45
流动负债:	1,866.73	2,541.66	2,725.01	3,411.29	所得税	9.48	21.53	27.03	33.61
短期借款	224.54	202.08	181.87	163.69	净利润(含少数股东权益)	538.40	696.22	873.96	1086.84
应付款项	399.45	704.64	547.14	865.50	归母净利润	542.83	696.81	876.47	1088.39
其他	1,242.74	1,634.94	1,996.00	2,382.11	少数股东损益	(4.43)	(0.59)	(2.51)	(1.55)
非流动负债合计	237.57	237.17	236.78	236.39	EBIT	566.75	740.51	926.29	1151.29
长期借贷	206.80	206.80	206.80	206.80	EBITDA	566.75	802.52	995.58	1228.22
其他	30.77	30.37	29.98	29.59	重要财务与估值指标	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY
负债总计	2,104.30	2,778.83	2,961.79	3,647.68	每股收益(元)	0.18	0.23	0.29	0.37
少数股东权益	40.30	40.30	40.30	40.30	每股净资产(元)	1.23	1.25	1.28	1.31
归属母公司股东权益	3,651.53	3,721.16	3,808.55	3,917.24	发行在外股份(百万股)	2978	2979	2979	2979
负债和所有者权益合 计	5,796.13	6,540.28	6,810.64	7,605.21	ROIC(%)	13.17%	16.71%	20.68%	25.15%
现金流量表 (百万元)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	ROE(%)	19.14%	22.66%	23.28%	28.18%
经营活动现金流	750.35	1,639.55	1,147.17	1,860.63	毛利率(%)	46.53%	49.44%	50.62%	51.95%
投资活动现金流	(758.13)	(407.88)	(827.91)	(946.69)	EBIT Margin(%)	42.26%	43.99%	45.22%	47.32%
筹资活动现金流	544.27	(236.35)	(296.69)	(368.96)	销售净利率(%)	40.47%	41.39%	42.78%	44.74%
汇率变动的影响	34.90	-	-	-	资产负债率(%)	36.31%	42.49%	43.49%	47.96%
现金净增加额	536.50	995.31	22.57	544.99	收入增长率(%)	23.83%	25.51%	21.69%	18.75%
折旧与摊销	-	62.01	69.29	76.93	净利润增长率(%)	32.24%	28.37%	25.78%	24.18%
资本开支	-	(208.55)	(198.36)	(213.39)	P/E	15.73	12.25	9.74	7.84
营运资本变动	-	794.89	172.83	659.36	P/B	2.34	2.29	2.24	2.18
企业自由现金流	532.10	1,366.64	942.26	1,639.65	EV/EBITDA	14.86	10.80	8.87	7.30

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2018/12/10 港币兑人民币汇率 0.8847)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

