

枫叶教育(1317 HK, HK\$5.30, 未评级) - 靓丽业绩持续, 政策风险仍存

- ❖ **“量价”齐升, FY2016 强劲业绩持续。**公司 FY2016 收入为 8.3 亿元(人民币·下同), 同比增长 27.1%, 调整后净利润达 3.1 亿, 同比增长 63.5%。其强劲业绩持续受益于: 1) 量: 利用率的优化及学校网络的扩张(新增 6 所学校)支撑学生人数稳健增长。FY2016 入学总人数达 19,334 人, 同比增长 20.3%, 其中高中/初中/小学的学生人数分别同比上升 18%/13%/41%。2) 价: 平均学费同比增长 4.7%至 39,240 元/人。稳健增长的生源、可复制的商业模式及持续可期的收入贡献为公司长期业绩增长提供有力支撑。
- ❖ **《民促法》下的“转与机”。**2016 年 11 月通过的《民促法》中“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”这一规定, 给享受多年政策红利的民办教育带来了盈利不确定性: 1) 义务教育阶段民办教育的办学结余和办学终止后剩余财产的分配受到限制; 2) 登记为“营利性”的民办学校的扶持政策、土地供给、收费、税收优惠政策或受负面影响。我们认为, 新法的实施或将引导民办教育行业中 K12 产业链转向以学前和高中为主、小学初中收缩的“哑铃型”发展。虽然公司除大连校区以外都登记为“不要求取得合理回报”的民办学校, 但考虑监管的收紧、过渡期的模糊、税收划分等细节政策的“悬而未定”, 公司合作办学项目的扩张速度及政策优惠红利存在不确定性。此外, 公司高中部计划在新法下登记为“营利性”并按照公司化模式进行运营, 虽能享受灵活定价的利好, 但考虑高中部的录取压力与公司品牌效应的正相关性, 短期高中部生源进入大规模扩张仍需过渡时间, 利润空间的释放有待市场验证。
- ❖ **VIE 架构影响轻微。**公司采用 VIE 架构(即通过公司在境内的全资子公司收取所属关联校区的知识产权使用费和服务费), 虽然新法下初小学的办学结余不能向投资者分配, 但办学结余仍可通过 VIE 架构向上市公司支付知识产权使用费, 故而新法对该模式的合理性及可持续性影响相对轻微。虽然存在新法实施后部分交易真实性及使用费定价公允受到监管收紧的风险, 但考虑公司目前对知识体系体量扩充、知识产权开发加大的推进, 该模式下的盈利能力依旧可期。
- ❖ **“轻资产持续+海外扩张”助推大区转型。**“五五计划”下公司于 2019/2020 学年年终前学生人数将超过 40,000 名, 并通过打造金字塔式 K12 产业链及丰富教育衍生需求来驱动内生增长。公司轻资产模式的可复制性营造了高商业能见度, 同时未来的海外布局也将扩大生源并拓展品牌效益, 进而推动公司从独立性学校向教育园区及从教育园区向大区转型的战略性扩张。

财务资料

(截至 8 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万元人民币)	540.3	653.0	829.8
调整后净利润(百万元人民币)	121.7	186.5	302.9
经调整后每股盈利(人民币)	0.05	0.17	0.23
每股盈利变动(%)	20.7	234.8	35.3
市盈率(x)	92.9	27.3	20.2
市帐率(x)	7.6	3.4	3.2
股息率(%)	4.2	3.0	3.3
权益收益率(%)	9.1	18.0	16.0
净资产负债率(%)	33.8	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究

黄群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

文干森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

中小股

枫叶教育(1317 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$5.30
目标价	不适用
市值(港币百万)	7,130
过去 3 月平均交易(港币百万)	63.97
52 周高/低(港币)	8.64/3.01
发行股数(百万)	1,360.8
主要股东	Liang Sherman Shu (54.6%) Buena Vista Fund (6.1%) Van Eck Associate Corp (1.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-2.8%	-2.2%
3 月	-22.0%	-17.6%
6 月	-26.5%	-31.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。