

睿见教育 (6068 HK)

1H18 预览：憧憬 FY19 提价及潜在并购

❖ **预计 1H18 收入及净利润未反应 FY18 全年水平。**我们预计 FY18 收入同比增长 24%至 12 亿元，调整后净利润同比增长 25%至 3.1 亿。但考虑部分配套设施收入将于 2H18 体现，我们预计 1H18 收入及净利润或将低于 2H18。此外，有关市场较为关注的税率问题，我们预计 1H18 有效税率将下滑至~18% (vs. FY17 22%)，全年有效税率仍有改善空间。目前广东省《民促法》细则尚未出台，且过渡期尚未确定，但我们认为 K9 阶段登记为非营利性实体将有助于长期有效税率的改善。

❖ **学校网络加速扩张，憧憬潜在并购。**基于公司此前计划，广东云浮及四川广安两所学校将于 2018 年开始招生，基于学生最大容量 (7,000~8,000 人，不含高中)，预计新校 2018 年第一年招生人数达 600~800 人。此外，潮州、江门项目预计将于 2019 年开始运营，最大学生容量约 7,500~8,000 人 (包含小初高)。目前公司尚有广州、肇庆等多个新建项目储备，我们预计公司扩张进度或将快于此前“2+2+2”计划。此外，我们预计今年仍存在潜在并购项目 (洽谈项目不仅仅局限于广东省)，以补充此前 2017 年扩张进程；其中并购项目资金将优先考虑银行贷款。故而，我们预计今年 CAPEX 或高于此前公司指引 5~6 亿元，且将出现净负债。

❖ **看好 FY19 提价空间。**我们看好 FY19 学费提价幅度，归因于东莞、惠州学校 (3 所) 将于今年提价 (“两年一提”政策)，且提升幅度或将超过 10%。考虑提价主要针对新生，旧生学费“三年一变”，故而家长对学费提价敏感度较低。而东莞、惠州学校为收入主力，此次提价将对 FY19/20 收入带来显著增长。其次，我们预计 2018 年新开学校学费将介于潍坊及盘锦收费水平。学生内生增长层面，东莞市光正实验学校及惠州市光正实验学校学生容量及利用率均有较大扩张空间，其中两者利用率均介于 75%~80%。

❖ **维持「买入」评级，上调目标价至 6.4 港元。**我们认为公司在积极扩张之余，将受益于《民促法》积极风向、大湾区政策利好，而潜在收购项目及提价或带来持续催化剂。考虑 FY19 学费提价空间，我们上调 FY19/20 调整后净利润 2%/2%，对应 FY18-20 调整后净利润 CAGR 为 28%。同时考虑汇率变化，目标价从 5.4 港元调高至 6.4 港元，相当于的 25.7x FY19 PE。重申「买入」评级。

财务资料

(截至 8 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	700.7	979.1	1,215.7	1,542.0	1,857.2
调整后净利润 (百万人民币)	185.8	248.5	312.8	411.9	511.7
调整后 EPS (人民币)	0.0	0.12	0.15	0.20	0.25
EPS 变动 (%)			25.6%	31.7%	24.2%
市盈率 (x)		36.6	29.1	22.1	17.8
市帐率 (x)		5.2	4.7	4.2	3.6
股息率 (%)	0.0	0.7	1.1	1.5	1.8
权益收益率 (%)	18.6	11.5	16.2	18.9	20.6
净财务杠杆率 (%)	60.7	3.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$6.4
(此前目标价)	HK\$5.4)
潜在升幅	+15.0%
当前股价	HK\$5.6

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

教育行业

市值 (百万港元)	11,379
3 月平均流通量 (百万港元)	31.23
5 周内股价高/低 (港元)	6.37/1.9
总股本 (百万)	2,043.0

资料来源：彭博

股东结构

刘学斌	45.5%
李素文	27.9%
JP Morgan	1.7%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-10.7%	-9.3%
3-月	13.9%	15.5%
6-月	31.0%	19.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：

www.wisdomeducationintl.com

图 1: 新建学校项目规划

	省份	预计开办学年	目标总容量
云浮市光正实验学校	广东	2018/19*	7000
广安市光正实验学校	四川	2018/19*	7860
潮州	广东	2019/20*	8000
江门	广东	2019/20*	7500
广州	广东	待定	待定
肇庆	广东	待定	待定

资料来源：招银国际研究

图 2: CMBI 预测 vs.一致预测

百万人民币 (年结：8月31日)	CMBI预测			彭博一致预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,216	1,542	1,857	1,229	1,555	1,899	-1.1%	-0.8%	-2.2%
毛利润	556	721	879	566	726	895	-1.9%	-0.8%	-1.8%
经营利润	381	503	623	390	514	640	-2.5%	-2.0%	-2.7%
调整后净利润	313	412	512	315	416	513	-0.7%	-0.9%	-0.2%
调整后EPS(人民币)	0.15	0.20	0.25	0.16	0.21	0.26	-4.9%	-4.4%	-4.8%
毛利率	45.7%	46.7%	47.3%	46.1%	46.7%	47.1%	-0.4ppt	+0.0ppts	+0.2ppts
经营利润率	31.3%	32.6%	33.5%	31.8%	33.0%	33.7%	-0.4ppts	-0.4ppts	-0.2ppts
调整后净利润率	25.7%	26.7%	27.6%	25.6%	26.7%	27.0%	+0.1ppts	+0.0ppts	+0.5ppts

资料来源：彭博，招银国际预测

图 3: 盈利预测变动

百万人民币 (年结：8月31日)	最新预测			此前预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,216	1,542	1,857	1,229	1,555	1,899	-1.1%	-0.8%	-2.2%
毛利润	556	721	879	566	726	895	-1.3%	-0.3%	-1.2%
经营利润	381	503	623	390	514	640	-1.6%	-1.2%	-2.0%
调整后净利润	313	412	512	315	416	513	0.4%	-0.1%	0.5%
调整后EPS(人民币)	0.15	0.20	0.25	0.16	0.21	0.26	-3.8%	-3.7%	-4.0%
毛利率	45.7%	46.7%	47.3%	46.1%	46.7%	47.1%	-0.1ppt	+0.3ppts	+0.5ppts
经营利润率	31.3%	32.6%	33.5%	31.8%	33.0%	33.7%	-0.2ppts	-0.1ppts	+0.1ppts
调整后净利润率	25.7%	26.7%	27.6%	25.6%	26.7%	27.0%	+0.4ppts	+0.2ppts	+0.8ppts

资料来源：公司，招银国际预测

图 4: DCF 估值

DCF估值模型 (Rmb mn)										
现金流量预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息税前利润	381	503	623	756	902	1,059	1,224	1,386	1,543	1,691
实际税项	-65	-89	-110	-133	-159	-186	-216	-244	-272	-298
折旧与摊销	123	143	160	176	191	207	221	234	246	256
营运资本	180	241	228	230	233	235	237	240	242	244
资本开支	-600	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
自由现金流量	18	299	401	529	667	814	967	1,116	1,259	1,393
自有现金流同比增速	-116%	1542%	34%	32%	26%	22%	19%	15%	13%	11%
折合至2017年的现金流量	17	247	301	362	415	460	497	521	535	7,416
永续期折现值										17,808

基本参数

WACC	10.0%
税率	15.0%
无风险利率	2.0%
债务成本	1.2%
Beta	1.10
风险溢价	9.3%
权益成本	10.0%
目标债务/(权益+债务)	0.0%
长期增长率	2.0%
债券价值	0

公司价值计算

现金流折现	10,770
减：净金融负债	173
减：少数股东权益	5
股本价值	10,593
股本数量（预期）	2,043
DCF法之每股价值（港元）	6.40

资料来源：公司，彭博，招银国际预测

WACC						
	~	8%	9%	10%	11%	12%
长期增长率	0.5%	7.77	6.59	5.69	4.95	4.35
	1.0%	8.17	6.88	5.90	5.10	4.47
	1.5%	8.63	7.20	6.14	5.27	4.60
	2.0%	9.17	7.57	6.40	5.47	4.75
	2.5%	9.81	8.00	6.70	5.68	4.91
	3.0%	10.58	8.49	7.04	5.92	5.08
	3.5%	11.51	9.08	7.44	6.20	5.28

图 5: 同业可比

公司名称	股票代码	市值		货币	股价	会计年度	EPS			PE		
		股票代码	(百万美元)				FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
香港同业												
成实外教育集团	1565 HK	1,904.4	HKD	4.8	12/2017	0.14	0.19	NA	27.1	20.4	NA	
枫叶教育	1317 HK	1,996.2	HKD	10.5	08/2017	0.37	0.45	0.54	22.8	18.7	15.7	
睿见教育	6068 HK	1,449.6	HKD	5.6	08/2017	0.16	0.21	0.26	27.7	21.1	17.0	
宇华教育	6169 HK	1,667.8	HKD	4.0	08/2017	0.16	0.20	0.23	19.8	16.3	14.1	
新高教教育	2001 HK	957.1	HKD	5.3	12/2017	0.23	0.29	0.35	18.6	14.6	11.9	
民生教育	1569 HK	752.4	HKD	1.5	12/2017	0.09	0.10	0.10	13.5	11.8	11.5	
平均									21.6	17.2	14.1	
海外同业												
新东方教育集团	EDU US	13,603.1	USD	86.0	05/2017	2.21	3.01	4.08	39.0	28.6	21.1	
好未来	XRS US	20,237.6	USD	35.5	02/2017	0.38	0.62	0.96	93.0	57.8	37.1	
大峡谷教育公司 (Grand Canyon Education, Inc)	LOPE US	5,020.9	USD	104.0	12/2017	4.03	4.70	5.13	25.4	21.9	20.0	
斯特雷耶教育 (Strayer Education, Inc)	STRA US	1,103.5	USD	98.9	12/2017	3.94	4.43	5.10	25.1	22.3	19.4	
达内科技	TEDU US	622.3	USD	11.1	12/2017	4.80	6.84	7.80	14.5	10.2	8.9	
平均									39.4	28.1	21.3	
整体平均									29.7	22.1	17.7	

资料来源：彭博，招银国际预测

利润表

年结:8月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	701	979	1,216	1,542	1,857
学费	490	596	746	945	1,133
住宿费	61	75	92	117	140
配套服务	151	308	377	481	584
销售成本	(370)	(529)	(660)	(821)	(978)
毛利	330	450	556	721	879
销售费用	(13)	(17)	(21)	(25)	(28)
管理费用	(94)	(126)	(151)	(188)	(223)
其他营运收入(支出)	(6)	(26)	(4)	(5)	(6)
经营利润	217	281	381	503	623
财务收入	64	7	5	5	5
财务费用	(70)	(18)	(15)	(15)	(15)
上市费用	(24)	(10)	-	-	-
其他收入	7	11	12	13	14
税前利润	195	270	382	506	627
所得税	(40)	(70)	(65)	(89)	(110)
非控制股东权益	0	0	(5)	(5)	(5)
归属股东净利润	154	200	313	412	512
调整后净利润	186	249	313	412	512

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:8月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	1,763	2,728	3,017	3,374	3,715
物业、厂房及设备	1,344	1,779	2,025	2,287	2,534
土地租赁费用	226	299	435	529	624
投资物业	20	20	20	20	20
关联方应收账款	-	-	-	-	-
其他	173	630	538	538	538
流动资产	695	604	536	678	895
现金及现金等价物	104	378	294	431	631
应收贸易款项	30	26	44	44	62
存货	5	9	8	13	12
关连款项	551	7	7	7	7
其他	6	7	6	6	6
流动负债	1,153	1,094	1,136	1,383	1,627
借债	142	155	-	-	-
应付贸易账款	247	393	406	489	576
应付税项	58	122	122	122	122
关连款项	340	-	-	-	-
递延收益	365	423	608	771	929
非流动负债	475	493	479	479	479
长期负债	465	467	467	467	467
递延税项	9	12	12	12	12
少数股东权益	-	(0)	5	10	16
股东权益	831	1,746	1,934	2,181	2,488
净资产总值	831	1,746	1,938	2,191	2,503

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:8月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	195	270	382	506	627
折旧和摊销	53	89	123	143	160
营运资金变动	57	12	115	153	118
其他	33	21	10	10	10
经营活动所得现金净额	338	393	630	812	915
购置固定资产、无形资产及土地	(197)	(500)	(600)	(500)	(500)
其他	448	33	5	5	5
投资活动所得现金净额	251	(467)	(596)	(496)	(496)
资本变化	-	763	-	-	-
净银行借贷	(668)	14	(155)	-	-
其他	171	360	36	(180)	(219)
融资活动所得现金净额	(497)	374	(119)	(180)	(219)
现金增加净额	91	300	(84)	137	200
年初现金及现金等价物	12	104	378	294	431
汇兑					
年末现金及现金等价物	104	378	294	431	631
资产负债表中的现金	104	378	294	431	631

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:8月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
学费	69.9	60.9	61.4	61.3	61.0
住宿费	8.6	7.7	7.6	7.6	7.5
配套服务	21.5	31.5	31.0	31.2	31.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	23.2	39.7	24.2	26.8	20.4
毛利	18.2	36.2	23.5	29.7	22.0
经营利润	11.5	29.4	35.5	32.2	23.8
净利润	(15.3)	29.7	58.6	31.5	23.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	47.1	45.9	45.7	46.7	47.3
税前利率	27.8	27.6	31.5	32.8	33.8
有效税率	20.7	25.9	17.0	17.5	17.5
净利润率	22.0	20.4	26.1	27.1	27.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
平均应收账款周转天数	14.6	10.4	10.4	10.4	10.4
平均应付账款周转天数	234.9	221.0	221.0	221.0	221.0
平均存货周转天数	3.2	4.6	4.6	4.6	4.6
净负债/总权益比率 (%)	60.7	3.8	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	18.6	11.5	16.2	18.9	20.6
资产回报率	6.3	6.0	8.9	10.3	11.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	-	0.122	0.153	0.202	0.250
每股股息(人民币)	-	0.040	0.061	0.081	0.100
每股账面值(人民币)	-	0.856	0.949	1.072	1.225

来源: 公司及招银国际研究部预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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責任。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人士。