

希望教育 (1765 HK)

1H19 业绩良好，预期 FY20-21E 每股盈利年均增长 31%

1H19 业绩良好，经调整净利润同比增长 34%，毛利率同比改善了 3.8 个百分点。公司公布以 14.5 亿人民币收购银川多所学校 100% 权益，我们预期该收购将驱动公司 FY20-21E 增长，希望教育仍是我们行业首选。

- **1H19 业绩优于预期。**经调整净利润同比增长 34% 至 2.56 亿人民币，相当于我们 FY19E 全年预测的 57%(1H18 经调整净利润只占全年的 54%)。收入增长 13%，动力来自 14% 的学生人数增长。由于成本控制得宜，毛利率令人惊喜地提升 3.8 个百分点至 53.1%，经营费用率下跌 9.4 个百分点至 13.6%，主要是股票认购权及上市费用减少。财务费用下跌 31%。
- **收购银川多所学校。**集团公布以 14.5 亿人民币(5.5 亿人民币收购 100% 股权、4 亿人民币承担债务、5.5 亿人民币用作竞投新校区固定资产)收购银川多所学校 100% 权益(能源大学及其他五所学校)。该等学校总学生人数 15,108 人，FY18 收入及净利润分别为 2.01 亿人民币及 3,000 万人民币。管理层计划将该等学校的利润水平于 2-3 年内提升至集团水平，措施包括提升招生能力，成本控制及置换掉利率较高的贷款。有关标的获得超过十家以上机构竞购，管理层认为成功竞购的原因是当地政府有部门及教育部对希望教育集团认可。我们预期该等学校是将会是集团于 FY20-21E 的重要增长动力。
- **具有充足资产用作并购。**截止 2019 年 6 月 30 日止，集团持有现金结余 26 亿人民币，管理层预期于 FY19E 支付并购的现金支出不超过十亿人民币。我们估计 9 月份集团将收取约 16 亿人民币学宿费，集团仍具有充足财政资源用作并购。
- **估值。**我们上调 FY19/20/21E 经调整净利润 5%/12%/14%，以反映利润率较预期佳及近期的多项并购，包括银川多所学校、昆山学校及鹤壁学校。我们预测集团 FY20-21E 年均每股盈利复合增长率 31%(行业平均为 24%)。我们将目标价从 1.65 港元上调至 1.96 港元，基于 FY20E 18 倍市盈率(仍是历史平均水平加一个标准差)，以及将估值基准推前(以前是 FY19E 21 倍市盈率)。**催化剂：**(1)政策不明朗性消除、(2)学生人数超预期、(3)并购。**风险：**教师费用大幅增加。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	752	1,030	1,329	1,784	2,053
变动 (%)	22	37	29	34	15
净利润(百万元人民币)	212	168	454	653	819
经调整净利润(百万元人民币)	183	315	474	653	819
变动 (%)	2	72	50	38	25
经调整每股盈利(人民币)	不适用	0.056	0.071	0.098	0.123
变动 (%)	不适用	NA	28.0	37.6	25.5
经调整市盈率(倍)	不适用	20.5	17.0	12.4	9.9
股息率 (%)	不适用	1.3	1.8	2.6	3.2
市净率(倍)	不适用	1.8	1.8	1.6	1.4
净现金(百万元人民币)	(2,327)	907	705	1,015	1,609

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$1.96
(此前目标价)	HK\$1.65
潜在升幅	+45%
当前股价	HK\$1.35

中国教育行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyp@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	9,000
3 月平均流通量(百万港元)	9.38
52 周内股价高/低(港元)	1.75/0.75
总股本(百万)	6,666.7

资料来源：彭博

股东结构

Hope Education Investment	62.1%
---------------------------	-------

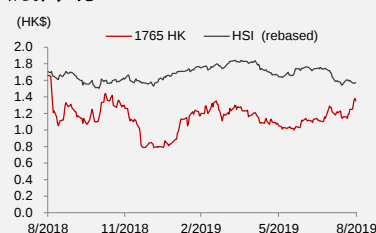
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.5%	19.8%
3-月	27.8%	35.4%
6-月	15.0%	28.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

近期报告

“希望教育 - 估值在 3 年年均每股盈利复合增长率 25% 下显得吸引” - 2019 年 3 月 27 日

图 1 盈利预测

US\$ mn	New			Old			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	1,329	1,784	2,053	1,271	1,561	1,814	5%	14%	13%
Gross Profit	628	851	1,015	587	735	868	7%	16%	17%
Operating Profit	558	756	922	543	689	821	3%	10%	12%
Net profit	475	653	820	452	581	720	5%	12%	14%
Gross Margin	47.2%	47.7%	49.4%	46.2%	47.1%	47.8%	+1.0ppt	+0.6ppt	+1.6ppt
Operating Margin	42.0%	42.4%	44.9%	42.8%	44.1%	45.3%	-0.8ppt	-1.7ppt	-0.4ppt
Net Margin	35.7%	36.6%	39.9%	35.6%	37.2%	39.7%	+0.1ppt	-0.6ppt	+0.2ppt

资料来源：公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

US\$ mn	CMBI			Consensus			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	1,329	1,784	2,053	1,271	1,540	1,799	5%	16%	14%
Gross Profit	628	851	1,015	597	748	880	5%	14%	15%
Operating Profit	558	756	922	517	683	839	8%	11%	10%
Net profit	475	653	820	440	566	689	8%	15%	19%
Gross Margin	47.2%	47.7%	49.4%	47.0%	48.6%	48.9%	+0.2ppt	-0.9ppt	+0.5ppt
Operating Margin	42.0%	42.4%	44.9%	40.7%	44.4%	46.6%	+1.3ppt	-2.0ppt	-1.7ppt
Net Margin	35.7%	36.6%	39.9%	34.6%	36.8%	38.3%	+1.1ppt	-0.2ppt	+1.6ppt

资料来源：公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

截止 12 月底(百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	752	1,030	1,329	1,784	2,053
学费	621	854	1,120	1,518	1,757
住宿费	63	85	115	167	192
其他	68	90	94	99	104
销售成本	(392)	(562)	(701)	(932)	(1,038)
毛利	360	467	628	851	1,015
其他收入	78	101	117	150	171
销售费用	(29)	(21)	(33)	(41)	(43)
管理费用	(79)	(111)	(149)	(200)	(216)
其它费用	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
息税前收益	328	431	558	756	922
财务收入	19	79	93	55	51
财务费用	(145)	(201)	(171)	(179)	(172)
合资企业	(2)	(2)	15	41	43
非经营性项目	29	(148)	(20)	-	-
税前利润	229	159	474	673	845
所得税	(20)	8	(20)	(20)	(25)
非控制股东权益	(2)	(1)	0	0	0
净利润	212	168	454	653	819
经调整净利润	183	315	474	653	819

现金流量表

截止 12 月底(百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	229	159	474	673	845
折旧和摊销	121	161	220	276	284
运营资金变动	80	249	(15)	191	172
其它	70	233	118	103	87
经营活动所得现金流	501	802	798	1,243	1,387
资本开支	(925)	(624)	(300)	(400)	(400)
收购	(750)	(15)	(499)	(515)	(50)
其它	710	(100)	70	306	38
投资活动所得现金净额	(965)	(739)	(729)	(609)	(412)
股份发行	-	2,705	-	-	-
净借贷	207	259	200	(20)	(20)
股息	-	-	(100)	(145)	(209)
其它	296	(595)	(171)	(179)	(172)
融资活动所得现金净额	503	2,369	(71)	(345)	(401)
现金增加净额	39	2,432	(2)	289	575
年初现金及现金等价物	143	181	3,039	3,037	3,326
汇兑	181	2,614	3,037	3,326	3,901
年末现金及现金等价物	181	3,039	3,037	3,326	3,901

资产负债表

截止 12 月底(百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	4,551	5,119	6,418	6,583	6,743
固定资产	3,195	3,448	5,062	5,209	5,348
土地租赁预付款	595	590	566	551	537
合资及联营公司投资	143	-	163	204	247
其它非流动资产	618	1,081	628	619	610
流动资产	1,044	3,172	3,631	3,486	4,077
现金及现金等价物	181	3,039	3,037	3,326	3,901
预付款	121	129	142	156	171
其它流动资产	741	4	452	4	4
流动负债	2,098	1,851	2,397	2,422	2,609
合约负债	535	591	892	1,048	1,191
其它应付款	732	637	701	750	795
借贷	614	527	527	527	527
应付税款	54	34	34	34	34
其它	163	62	242	62	62
非流动负债	2,817	2,280	3,118	2,606	2,557
递延收入	629	658	685	708	729
借贷	1,265	1,605	1,805	1,785	1,765
其它	922	17	628	113	63
净资产总额	679	4,160	4,535	5,043	5,653
股东权益	649	4,157	4,532	5,039	5,649
少数股东权益	30	3	3	3	4

主要比率

截止 12 月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
学费	82.5	83.0	84.3	85.1	85.6
住宿费	8.4	8.3	8.6	9.3	9.4
其他	9.1	8.7	7.1	5.6	5.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	47.8	45.4	47.2	47.7	49.4
息税前利润率	43.5	41.9	42.0	42.4	44.9
有效税率	24.3	30.6	35.7	36.6	39.9
净利润率	8.6	(4.9)	4.2	3.0	3.0
派息比率	NA	31.7	32.0	32.0	32.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.5	1.7	1.5	1.4	1.6
资产周转率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
净现金 (百万元人民币)	(2,327)	907	705	1,015	1,609
回报率 (%)					
经调整资本回报率	32.9	13.1	10.9	13.6	15.3
经调整资产回报率	3.6	4.6	5.2	6.5	7.8
每股数据(人民币)					
经调整每股盈利 (人民币)	不适用	0.056	0.071	0.098	0.123
每股股息 (人民币)	不适用	0.015	0.022	0.031	0.039
每股净资产 (人民币)	不适用	0.624	0.680	0.756	0.847

资料来源：公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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。