

民生教育 (1569HK)

NDR 会议纪要；并购驱动未来成长

- ❖ **并购驱动未来成长** 我们昨天举行了业绩后路演，投资者比较关注公司增长前景及南昌学校的并购。公司自 2017 年 3 月上市以来已进行了 9 项并购及投资，截至 FY18 年底公司持有十亿人民币净现金，加上工商银行重庆分行一百亿人民币意向性融资及与中金资本成立教育产业并购基金(总规模一百亿人民币)，未来将以并购驱动成长。我们认为独立学院从公办脱钩以及国家计划于 2020 年前形成 300 个示范性职业教育集团/联盟将为行业带来并购机遇。
- ❖ **滇池学院是 FY19E 的增长动力** 公司透过股权托管及委托管理协议于 2018 年 8 月至 12 月获取了持股 51% 的滇池学院的全部净利息作为管理费收入。展望 2019/20 学年，该校计划提高专升本及本科学额，并考虑开设高职课程，加上学费于 2018/19 学年有双位数增长，我们估计 FY19E 净利润可能增长至 1.2 亿人民币。
- ❖ **南昌学校的收购可于 FY20E 带来净利润贡献** 公司于 3 月 15 日公告以 5.1 亿人民币收购南昌职业学院(本科)的 51% 权益，该校于 FY18 录得二千万人民币亏损，管理层目标是 FY19 打平。我们认为 FY20E 起该校可望强劲增长，原因是(1)在获得升本资格后，该校于 2019 年 9 月有第一批本科生入读，学费估计在 13,000-15,000 人民币水平，较专科学费水平 7,300-8,000 人民币高；(2)为达到升本对师生比的要求(低于 18:1)，该校招聘了很多老师，估计随着日后学生数量增长，师生比可望回升；(3)该校为准备升本投入了很多设施，而学校容量约两万名学生(目前 9,500 名学生)，估计无需投入很多资本开支也可以应付学生数量增长。
- ❖ **并购后内生增长动力增强** 在不包括滇池学院并购下，我们算出原有业务 FY18 经调整净利润有所下跌，原因是老师数量上升及工资提高。在并购滇池学院及南昌学校后，公司内生增长将有所加强。
- ❖ **FY19E 指引** 管理层收入目标是增长 53%-61% 至 9.5-10 亿人民币，我们估计净利润可增长 30%-35% 至 4.3-4.5 亿人民币，增长动力来自滇池学院(2018 年 12 月完成交割)及重庆两所大学内生增长(预期 2019/20 学年上调学费)。该指引不包括数个尚未完成交割并表的并购项目(安徽文达、远东学院及南昌学校)。资本开支约 4-5 亿人民币。公司目标是进行 2-3 个并购。
- ❖ **估值** 根据彭博预测，公司目前估值为 14.7 倍 FY19E 市盈率，低于行业平均值 16.1 倍，现时市场预期公司 FY19E 净利润 4.26 亿人民币，或有低估可能。公司 FY19-20E 每股盈利年均复合增长率为 20%，我们认为估值吸引。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A
营业收入(百万人民币)	426	445	478	623
净利润(百万人民币)	203	243	260	333
经调整后净利润(百万人民币)	203	229	309	338
经调整后每股盈利(人民币)	na	na	0.082	0.084
每股盈利变动(%)	na	na	na	3.0
市盈率(倍)	na	na	19.3	18.3
市帐率(倍)	na	na	2.1	1.8
股息率(%)	na	na	na	na
权益收益率(%)	12.8	15.8	13.5	10.5
净资产负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及彭博预测

未评级

当前股价

HK\$1.82

叶建中, CFA

电话: (852) 3900 0838

邮件: albertyip@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	7,312
3 月平均流通量(百万港元)	9.7
52 周内股价高/低(港元)	2.39/1.13
总股本(百万)	4,017.2

资料来源：彭博

股东结构

李学春	74.67%
-----	--------

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.0%	-0.4%
3-月	34.8%	20.9%
6-月	7.1%	-0.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：安永

公司网站：www.minshengedu.com

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之分析员，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 及 46 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上责任。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人。