

睿見教育 (6068 HK)

開學季新生增量穩健，《民促法》風向積極

- ❖ **新生增量穩健，憧憬潛在收購。**公司最新披露 2017/2018 學年入學學生人數為 41,180（同比增長 30%），符合預期，主要受益於收購學校帶來的 4,500 學生增量及內生增長。考慮學校利用率空間并結合學校公衆號信息，我們預計 2017/2018 學年內生新增學生主要來自于惠州、東莞光正實驗學校，分別增加約 2000、1600 名。東莞光明中學及小學已趨近飽和。考慮盤錦光正、濰坊光正實驗學校已于今年開設高中部，盤錦光正實驗學校學生增量或超過我們此前預期，我們上調 2017/2018 學年該校學生人數至 2,200（vs. 此前預期：1,742）。鑒于目前學生數量已達預期、審批進度等因素，廣安光正實驗學校（原計劃于 2017 年 9 月開學）將遞延至 2018 年開始運營，故而 2018 至 2019 年儲備新校項目已高達 3 個。而考慮學校“2+2+2”計劃，2H17 或存在潛在收購機會以補充 2017 年新增學校數量。
- ❖ **看好學費提價空間，清北組合多元化凸顯集團合作辦學聯動效應。**2017 年高考集團旗下考入清北院校學生數量為 10 名，但學校分布分散化：東莞市光明中學（6 名）、惠州光正實驗中學（3 名）、東莞光正實驗中學（1 名），間接體現集團多點開花的聯動效應。學費優化層面，東莞市已于 2016/2017 學年進行學費上調，故而 2017/2018 學年學費將保持不變。我們預計國際部新生學費提升幅度達~20%。預計盤錦、濰坊、揭陽學校新生學費上調幅度分別為達 8%~30%，且舊生或存在學費提升可能。考慮東莞市外學校學費基數較低，後期優化空間持續可期。在更新 FY17 學生人數、部分學校學費提價空間及調整學校開設次序後，我們上調 FY18/19 收入 5%/4%，未來三年收入年均複合增長率為 26%。
- ❖ **《民促法》風向積極，利好稅率。**《民促法》于今年 9 月 1 日開始生效，但綜合各省細則制定進程，短期出臺或有待商榷。根據廣東省教育廳相關座談會內容，我們瞭解到民辦學校即便後期登記為非營利性，學費制定、配套設施運營、VIE 架構等相關實質操作或變動較小。此外，考慮營利性學校需補交土地差價，結合東莞市當地各校反饋，我們認為將高中部登記為營利性學校的隱性利好不足以抵消一次性補繳代價及後期稅率上調，故而集團 K12 體系或將全部登記為非營利性學校。而非營利性學校的登記將兌現此前預期的低優惠稅率利好（預計 FY18/19 有效稅率~15%）。
- ❖ **維持「買入」評級，上調目標價至 4.58 港元。**我們認為公司在積極擴張之餘，將受益於《民促法》積極風向、大灣區政策利好，而潛在收購項目及後期港股通納入憧憬或帶來持續催化劑。考慮新學校增量貢獻超預期，并結合東莞市外學校學費的提價空間，我們上調 FY18/19 調整後 EPS 6%/2%，目標價從 3.22 港元調高至 4.58 港元，相當于 FY18 的 25.4x PE，依舊低于行業平均 26.5x PE。重申「買入」評級。

財務資料

(截至 8 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	568.7	700.7	912.2	1,146.3	1,400.2
調整後淨利潤(百萬人民幣)	172.7	185.8	241.9	312.5	383.5
調整後 EPS (人民幣)	-	-	0.12	0.15	0.19
EPS 變動 (%)	-	-	-	29.2%	22.7%
市盈率(x)	-	-	27.4	21.2	17.3
市帳率(x)	-	-	3.8	3.5	3.1
股息率 (%)	-	-	1.1	1.6	2.0
權益收益率 (%)	27.0	18.6	12.9	16.3	17.9
淨財務杠杆率 (%)	187.1	60.7	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK\$4.58
(此前目標價)	HK\$3.22
潛在升幅	+19.6%
當前股價	HK\$3.83

黃群

電話：(852) 3761 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬港元)	7,810
3 月平均流通量(百萬港元)	12.8
5 周內股價高/低(港元)	3.88/1.61
總股本(百萬)	2,039.2

資料來源：彭博

股東結構

劉學斌	45.6%
李素文	28.0%
HSBC	1.7%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	32.1%	32.5%
3-月	31.2%	23.8%
6-月	90.7%	64.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：

www.wisdomeducationintl.com

圖 1: 2017/2018 學年學費變動預測

學費及住宿費(人民幣)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	變動*(%)
東莞光明中學					
高中	18,700-21,200	23,000-25,200	↑ 25,600-38,600	25,600-38,600	-
初中	21,000-23,200	21,000-23,200	↑ 23,600-27,600	23,600-27,600	-
國際部	92,600	92,600	92,600	↑ 110,000	~19%
東莞光明小學					
小學	15,040-21,000	15,040-21,000	↑ 18,180-24,400	18,180-24,400	-
東莞光正實驗學校					
高中	20,400-22,400	20,400-22,400	↑ 22,800-33,800	22,800-33,800	-
初中	18,000-19,400	18,000-19,400	↑ 19,800-23,000	19,800-23,000	-
小學	16,400-18,000	16,400-18,000	↑ 16,600-21,200	16,600-21,200	-
國際部	50,600-88,600	50,600-88,600	50,600-88,600	↑ 66,000-110,000	~25%
惠州光正實驗學校					
高中	23,000	23,000	↑ 23,000-25,600	23,000-25,600	-
初中	18,000	18,000	↑ 18,000-20,600	18,000-20,600	-
小學	18,200	18,200	↑ 18,200-20,800	18,200-20,800	-
盤錦光正實驗學校					
高中	-	-	-	20,600	NA
初中	18,000	18,000	18,000	↑ 19,000	~7%
小學	13,000-14,200	13,000-14,200	13,000-14,200	↑ 13,000-15,000	~9%
濰坊光正實驗學校					
高中	-	-	-	18,600	NA
初中	-	-	13,000	↑ 13,000-16,600	~28%
小學	-	-	11,000	↑ 11,000-15,000	~33%
揭陽學校(于1H17收購)					
平均	-	-	-	↑ 10,000	-

資料來源：公司，招銀國際預測

注釋：百分比變動為新生學生學費變動

圖 2: 2017/2018 學年學生人數細分預測

學生人數	2016	2017E (此前預測)	2017E(最新預測)	預測變動
東莞光明中學	10,510	10,595	10,595	0%
東莞光明小學	5,973	6,039	5,832	-3%
東莞光正實驗學校	9,094	10,371	10,678	3%
惠州光正實驗學校	3,903	5,496	6,007	9%
盤錦光正實驗學校	1,590	1,742	2,192	26%
濰坊光正實驗學校	718	1,950	1,380	-29%
揭陽學校(于1H17收購)		4,500	4,500	0%
总计	31,788	40,693	41,183	1%

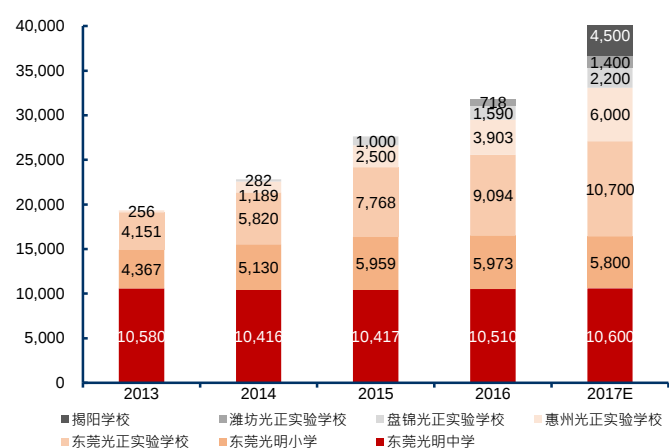
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 3: 盈利預測變動

	收入(百萬人民幣)			調整後淨利潤(百萬人民幣)			EPS (人民幣)		
	此前預測	最新預測	變動	此前預測	最新預測	變動	此前預測	最新預測	變動
FY17E	912	912	0.0%	242	242	0%	0.12	0.12	0%
FY18E	1,096	1,146	4.6%	295	313	6%	0.14	0.15	6%
FY19E	1,351	1,400	3.6%	377	383	2%	0.18	0.19	2%

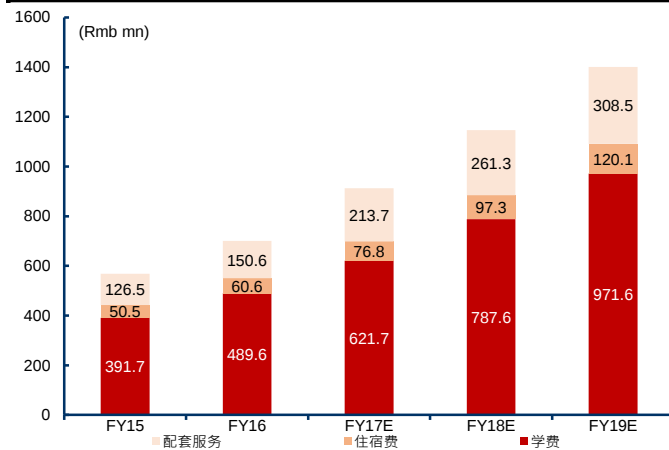
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 4: 學生人數變化及預測



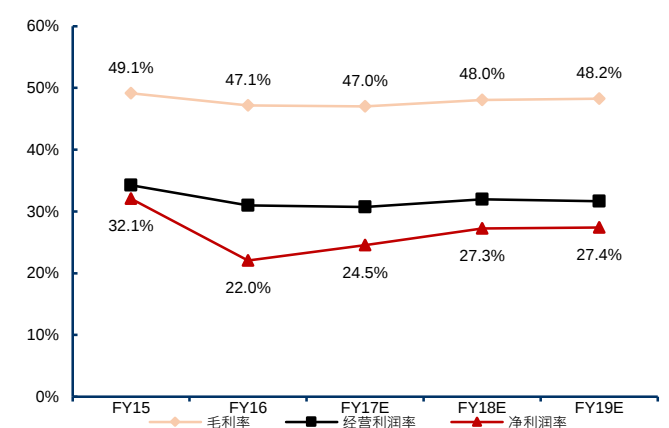
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 5: 收入細分預測



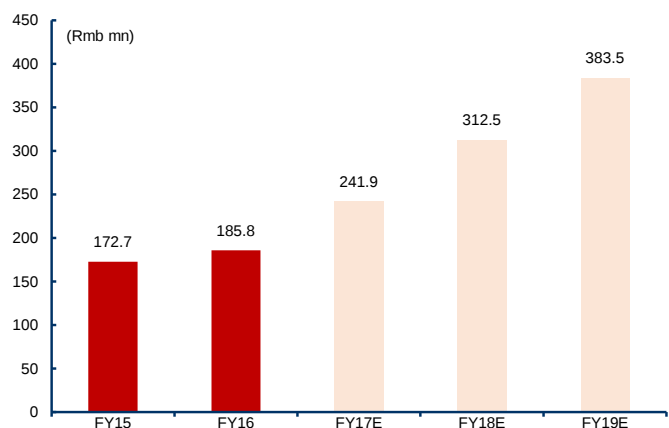
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 6: 利潤率預測



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 7: 調整後淨利潤預測



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 8: DCF 估值測算及敏感度分析

DCF估值模型 (Rmb mn)	高速成長期					穩定成長期				
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
現金流量預測										
息稅前利潤	367	443	519	597	656	715	773	827	876	920
實際稅項	-56	-69	-80	-92	-102	-111	-120	-128	-136	-142
折舊與攤銷	115	137	153	168	184	198	212	225	236	246
營運資本	126	262	270	278	286	295	303	312	322	331
資本開支	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
自由現金流量	51	273	361	450	524	597	668	736	799	855
自有現金流同比增速	127%	433%	32%	25%	16%	14%	12%	10%	8%	7%
折合至2017年的現金流量	47	228	276	315	335	349	357	360	357	5,191
永續期折現值										11,845

基本參數

WACC	9.4%
稅率	15.0%
無風險利率	2.0%
債務成本	1.2%
Beta	1.02
風險溢價	9.3%
權益成本	9.4%
目標債務/(權益+債務)	0.0%
長期增長率	2.0%
債券價值	0

公司價值計算

現金流折現	7,815
減：淨金融負債	-121
減：少數股東權益	5
股本價值	7,931
股本數量（預期）	2,037
DCF法之每股價值（港元）	4.58

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

		WACC				
長期增長率	~	7%	8%	9%	10%	11%
	0.5%	5.92	4.99	4.07	3.74	3.30
	1.0%	6.26	5.22	4.22	3.86	3.39
	1.5%	6.67	5.49	4.39	4.00	3.49
	2.0%	7.15	5.81	4.58	4.15	3.60
	2.5%	7.75	6.18	4.80	4.32	3.73
	3.0%	8.50	6.63	5.05	4.52	3.87
	3.5%	9.46	7.18	5.35	4.75	4.03

圖 9: 同業可比

市 值						EPS			PE		
公司名称	股票代码 (百万美元)	货币	股价	会计年度		FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
香港同业											
成实外教育集团	1565 HK	1,867.0	HKD	4.7	12/2016	0.11	0.15	0.20	37.6	25.8	19.7
枫叶教育	1317 HK	1,216.4	HKD	6.9	08/2016	0.29	0.35	0.42	20.0	16.4	13.7
睿见教育	6068 HK	998.1	HKD	3.8	08/2016	0.12	0.15	0.19	27.4	21.2	17.3
宇华教育	6169 HK	1,261.3	HKD	3.3	08/2016	0.11	0.15	0.18	25.0	18.5	15.6
民生教育	1569 HK	919.1	HKD	1.8	12/2016	0.08	0.10	0.11	18.0	14.9	13.6
新高教教育	2001 HK	647.4	HKD	3.5	12/2016	0.17	0.21	0.26	17.1	13.9	11.4
平均									24.2	18.5	15.2
海外同业											
新东方教育集团	EDU US	12,759.0	USD	80.9	05/2017	2.36	3.14	4.13	46.5	34.3	25.8
诺德安达教育集团 (Nord Anglia Education Inc)	NORD US	3,393.0	USD	32.6	08/2016	0.66	0.84	1.20	52.3	49.3	38.8
好未来	XRS US	15,381.1	USD	30.7	02/2017	0.41	0.64	0.97	125.7	74.4	47.9
K12学校 (K12 Inc)	LRN US	726.1	USD	17.8	06/2017	0.48	0.54	NA	58.2	37.1	33.3
大峡谷教育公司 (Grand Canyon Education, Inc)	LOPE US	3,913.2	USD	81.3	12/2016	3.83	4.09	4.60	22.1	21.2	19.9
斯特雷耶教育 (Strayer Education, Inc)	STRA US	882.9	USD	79.1	12/2016	3.33	3.77	4.33	22.3	23.7	21.0
达内科技	TEDU US	804.7	USD	14.0	12/2016	5.37	7.16	9.28	22.9	17.1	12.8
正保远程教育	DL US	231.2	USD	7.0	09/2016	0.57	0.52	0.57	10.9	12.3	13.5
海外教育公司 (Overseas Education Ltd)	OEL SP	107.7	SGD	0.4	12/2016	0.02	0.02	NA	27.7	17.5	17.5
平均									43.2	31.9	25.6
整体平均									35.6	26.5	21.4

資料來源：彭博，招銀國際預測

利潤表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	569	701	912	1,146	1,400
学费	392	490	622	788	972
住宿费	51	61	77	97	120
配套服务	126	151	214	261	308
销售成本	(289)	(370)	(483)	(596)	(725)
毛利	280	330	429	551	675
销售费用	(8)	(13)	(25)	(29)	(42)
管理费用	(76)	(94)	(124)	(156)	(190)
其他营运收入(支出)	(1)	(6)	1	1	0
经营利润	195	217	280	367	443
财务收入	118	64	7	6	5
财务费用	(107)	(70)	(12)	(8)	-
上市费用	-	(24)	(7)	-	-
其他收入	7	7	8	9	10
税前利润	212	195	276	373	458
所得税	(30)	(40)	(52)	(56)	(69)
非控制股东权益	0	0	0	(5)	(5)
归属股东净利润	182	154	224	313	383
调整后净利润	173	186	242	313	383

来源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	1,433	1,763	2,175	2,560	2,923
物业、厂房及设备	1,007	1,344	1,662	1,953	2,222
土地租赁费用	213	226	321	415	509
投资物业	18	20	20	20	20
关联方应收账款	99	-	-	-	-
其他	96	173	173	173	173
流动资产	1,532	695	941	833	880
现金及现金等价物	12	104	338	221	255
应收贸易款项	26	30	43	49	63
存货	2	5	4	6	6
关连款项	1,486	551	551	551	551
其他	5	6	6	6	6
流动负债	1,546	1,153	1,229	1,363	1,639
借债	538	142	-	-	-
应付贸易账款	229	247	375	392	541
应付税项	61	58	58	58	58
关连款项	433	340	340	340	340
递延收益	285	365	456	573	700
非流动负债	744	475	159	109	9
长期负债	738	465	150	100	-
递延税项	6	9	9	9	9
少数股东权益	(0)	-	(0)	5	10
股东权益	675	831	1,728	1,916	2,146
净资产总值	675	831	1,728	1,920	2,156

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
稅前利潤	212	195	276	373	458
折旧和摊销	46	53	88	115	137
营运资金变动	72	57	154	70	193
其他	(11)	33	12	2	(5)
经营活动所得现金净额	319	338	531	560	783
购置固定资产、无形资产及土地	(194)	(197)	(500)	(500)	(500)
其他	(115)	448	7	6	5
投资活动所得现金净额	(309)	251	(494)	(495)	(496)
资本变化	-	-	763	-	-
净银行借贷	6	(668)	(458)	(50)	(100)
其他	(17)	171	655	(133)	(153)
融资活动所得现金净额	(11)	(497)	197	(183)	(253)
現金增加净额	(1)	91	234	(117)	34
年初現金及現金等价物	13	12	104	338	221
汇兑					
年末現金及現金等价物	12	104	338	221	255
资产负债表の現金	12	104	338	221	255

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:8月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合(%)					
學費	68.9	69.9	68.2	68.7	69.4
住宿費	8.9	8.6	8.4	8.5	8.6
配套服務	22.2	21.5	23.4	22.8	22.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長(%)					
收入	26.1	23.2	30.2	25.7	22.1
毛利	32.4	18.2	29.8	28.4	22.7
經營利潤	46.4	11.5	29.2	30.7	21.0
淨利潤	100.5	(15.3)	44.9	41.8	22.7
盈利能力比率(%)					
毛利率	49.1	47.1	47.0	48.0	48.2
稅前利率	37.3	27.8	30.3	32.5	32.7
有效稅率	14.1	20.7	19.0	15.0	15.0
淨利潤率	32.1	22.0	24.5	27.7	27.8
資產負債比率					
流動比率(x)	1.0	0.6	0.8	0.6	0.5
平均應收賬款周轉天數	24.9	14.6	14.6	14.6	14.6
平均應付賬款周轉天數	334.5	234.9	234.9	234.9	234.9
平均存貨周轉天數	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
淨負債/總權益比率(%)	187.1	60.7	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	27.0	18.6	12.9	16.3	17.9
資產回報率	6.1	6.3	7.2	9.3	10.2
每股數據					
每股盈利(人民币)	-	-	0.119	0.153	0.188
每股股息(人民币)	-	-	0.044	0.061	0.075
每股賬面值(人民币)	-	-	0.848	0.943	1.058

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去 12 個月之內為睿見教育(6068 HK) 提供過上市服務，煩請知悉。