

新華教育 (2779 HK)

FY18 業績超預期；FY19E 目標進行兩筆併購

- ❖ **業績高於預期** 淨利潤同比增長 49%至 2.56 億人民幣，高於市場及我們預測 7%，原因是毛利率及其他收入優於預期。收入增長 14%至 3.86 億元，低於市場預期 3%及符合我們預測。公司派發末期息每股 4.77 分人民幣，相當於 30% 派息比率。
- ❖ **業績回顧** 收入增長 14%來自經調整平均學費增長 12%以及平均全職學生人數增長 1%。毛利率同比上升 2.7 個百分點至 59.7%，較我們預期高 2.1 個百分點，原因是平均學費及折舊開支優於預期。經營利潤同比升 39%，經營利潤率提升 11.1 個百分點至 62.4%，動力來自其他收入錄得 40%增長及經營費用比率在上市費用減少下降低了 4.8 個百分點。
- ❖ **併購戰略** 截至 FY18 年底，公司持有淨現金 19 億人民幣，公司計劃於 FY19E 進行兩筆併購，標的聚焦於獨立學院、財經類或醫藥類本科，以及位處長三角地區的。公司目標五年後學生規模達到十萬人(FY18 年底學生人數 34.756)。
- ❖ **收購紅山學院** 公司於 2019 年 2 月成功以 3.05 億元中標南京財經大學紅山學院，該校目前學生人數約 8,600 人，公司認為未來具增長空間，一方面現時學費只是的每年一萬四千元，較新華學院的一萬六千五至兩萬五人民幣為低；另一方面，現時學額只有 2,400 人，也屬偏低水平。
- ❖ **臨床醫學院是新增長點** 公司計劃投入 5.5 億人民幣於新校舍土地及學校設施，最終學生容量一萬人。有關開支將分期支付，預期 1-2 億人民幣的土地成本於 FY19E 支付。由於教育部門對學校質量滿意，公司預期 2019/20E 學年的學額將可於去年 600 人的基礎上翻番，並提高學費水平。管理層預期該校於 2020 年跟公辦學校脫鉤，亦無需支付分手費。
- ❖ **維持買入** 我們將 FY19/20E 平均學費及學生人數預測調高，並將經調整淨利潤分別上調 1%/4%，估計 FY19-21E 收入年均複合增長率達 17%，動力來自平均全職學生人數增長 6%及經調整平均學費增長 11%，經調整淨利潤年均複合增長率可達 15%。我們將目標價從 3.7 港元微調至 3.71 港元，維持對應 FY19E 17.9 倍市盈率，相當於歷史平均值加一個標準差。**催化劑：**(1)併購，(2)學生人數或學費增長優於預期。**風險因素：**(1)政策風險，(2)老師成本急升。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬人民幣)	338	386	456	538	620
淨利潤(百萬人民幣)	172	256	290	340	392
經調整後淨利潤(百萬人民幣)	198	260	290	340	392
經調整後每股盈利(人民幣)	na	0.172	0.180	0.211	0.244
每股盈利變動(%)	na	na	4.9	17.1	15.5
市盈率(倍)	na	13.0	12.6	10.8	9.3
市帳率(倍)	na	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	na	2.1	2.4	2.8	3.2
權益收益率(%)	22.4	15.4	11.6	12.5	13.1
淨資產負債率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$3.71
(此前目標價)	HK\$3.70)
潛在升幅	+40%
當前股價	HK\$2.65

葉建中, CFA

電話：(852) 3900 0838

郵件：albertyip@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬港元)	4,440
3 月平均流通量(百萬港元)	4.7
52 周內股價高/低(港元)	4.47/1.65
總股本(百萬)	1,609

資料來源：彭博

股東結構

吳俊保	71.50%
-----	--------

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.2%	1.1%
3-月	14.8%	8.6%
6-月	-9.4%	6.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：KPMG

公司網站：www.chinaxhedu.com

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	338	386	456	538	620
学费	301	342	411	488	563
住宿费	37	45	45	50	56
销售成本	(145)	(156)	(180)	(206)	(232)
毛利	192	230	276	332	387
销售费用	(5)	(6)	(6)	(6)	(7)
管理费用	(67)	(58)	(63)	(73)	(81)
其他营运收入（支出）	53	74	68	72	76
经营利润	173	241	275	325	376
财务收入	1	17	17	17	19
财务费用	-	(0)	-	-	-
税前利润	174	258	292	342	395
所得税	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
归属股东净利润	172	256	290	340	392
經調整净利润	198	260	290	340	392

資料來源：公司資料，招銀國際預測

资产负债表

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	786	768	1,263	1,394	1,516
物业、厂房及设备	492	476	522	661	792
土地租赁费用	90	88	234	228	220
投资物业	5	204	202	201	199
关联方应收账款	198	-	-	-	-
收购的预付款	-	-	305	305	305
流动资产	541	1,935	1,707	1,894	2,126
现金及现金等价物	293	1,862	1,631	1,815	2,044
应收贸易款项	0	0	0	0	0
预付款	12	13	15	18	21
关连款项	-	-	-	-	-
其他	236	60	60	60	60
流动负债	326	319	372	438	502
递延收入	192	213	249	293	335
应付贸易账款	131	101	119	141	162
关连款项	1	-	-	-	-
应付税项	2	3	2	3	3
借债	-	-	-	-	-
其他	1	2	2	2	2
非流动负债	1	-	-	-	-
递延收益	1	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	1,000	2,385	2,598	2,850	3,141
净资产总值	1,000	2,385	2,598	2,850	3,141

資料來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	174		292	342	395
折旧和摊销	52		60	68	78
营运资金变动	46		52	63	60
其他	(15)		(1)	1	0
经营活动所得现金净额	257		404	474	534
购置固定资产	(59)		(250)	(200)	(200)
收购	-		(305)	-	-
其他	(72)		(3)	(3)	(3)
投资活动所得现金净额	(131)		(558)	(203)	(203)
资本变化	-		-	-	-
支付股息	-		(77)	(87)	(102)
净银行借贷	-		-	-	-
其他	61		-	-	-
融资活动所得现金净额	61		(77)	(87)	(102)
现金增加净额	187		(231)	184	229
年初现金及现金等价物	106	293	1,862	1,631	1,815
汇兑					
年末现金及现金等价物	293	1,862	1,631	1,815	2,044

資料來源：公司資料，招銀國際預測

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
学费	89.0	88.5	90.1	90.7	90.9
住宿费	11.0	11.5	9.9	9.3	9.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	11.4	14.3	18.1	18.0	15.2
毛利	7.4	19.7	19.7	20.5	16.6
经营利润	(0.6)	38.9	14.1	18.2	15.7
經调整净利润	14.8	31.2	11.5	17.1	15.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	57.0	59.7	60.5	61.8	62.5
经营利润率	51.3	62.4	60.3	60.4	60.7
净利润率	50.9	66.3	63.6	63.1	63.3
有效税率	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
經调整净利润率	58.6	67.3	63.6	63.1	63.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	6.1	4.6	4.3	4.2
资产周转率 (x)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
总资产/总负债 (x)	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2
股本平均回报率 (%)	22.4	15.4	11.6	12.5	13.1
资产平均回报率 (%)	16.8	12.9	10.2	10.9	11.3
净负价比率 (%)	(29.3)	(78.1)	(62.8)	(63.7)	(65.1)

資料來源：公司資料，招銀國際預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

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，並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，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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。接收本報告之行為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。