

民生教育 (1569HK)

NDR 會議紀要：併購驅動未來成長

- ❖ **併購驅動未來成長** 我們昨天舉行了業績後路演，投資者比較關注公司增長前景及南昌學校的併購。公司自 2017 年 3 月上市以來已進行了 9 項併購及投資，截至 FY18 年底公司持有十億人民幣淨現金，加上工商銀行重慶分行一百億人民幣意向性融資及與中金資本成立教育產業併購基金(總規模一百億人民幣)，未來將以併購驅動成長。我們認為獨立學院從公辦脫鉤以及國家計劃於 2020 年前形成 300 個示範性職業教育集團/聯盟將為行業帶來併購機遇。
- ❖ **滇池學院是 FY19E 的增長動力** 公司透過股權託管及委託管理協議於 2018 年 8 月至 12 月獲取了持股 51% 的滇池學院的全部淨利息作為管理費收入。展望 2019/20 學年，該校計劃提高專升本及本科學額，並考慮開設高職課程，加上學費於 2018/19 學年有雙位數增長，我們估計 FY19E 淨利潤可能增長至 1.2 億人民幣。
- ❖ **南昌學校的收購可於 FY20E 帶來淨利潤貢獻** 公司於 3 月 15 日公告以 5.1 億人民幣收購南昌職業學院(本科)的 51% 權益，該校於 FY18 錄得二千萬人民幣虧損，管理層目標是 FY19 打平。我們認為 FY20E 起該校可望強勁增長，原因是(1)在獲得升本資格後，該校於 2019 年 9 月有第一批本科生入讀，學費估計在 13,000-15,000 人民幣水平，較專科學費水平 7,300-8,000 人民幣高；(2)為達到升本對師生比的要求(低於 18:1)，該校招聘了很多老師，估計隨著日後學生數量增長，師生比可望回升；(3)該校為準備升本投入了很多設施，而學校容量約兩萬名學生(目前 9,500 名學生)，估計無需投入很多資本開支也可以應付學生數量增長。
- ❖ **併購後內生增長動力增強** 在不包括滇池學院併購下，我們算出原有業務 FY18 經調整淨利潤有所下跌，原因是老師數量上升及工資提高。在併購滇池學院及南昌學校後，公司內生增長將有所加強。
- ❖ **FY19E 指引** 管理層收入目標是增長 53%-61% 至 9.5-10 億人民幣，我們估計淨利潤可增長 30%-35% 至 4.3-4.5 億人民幣，增長動力來自滇池學院(2018 年 12 月完成交割)及重慶兩所大學內生增長(預期 2019/20 學年上調學費)。該指引不包括數個尚未完成交割併表的併購項目(安徽文達、遠東學院及南昌學校)。資本開支約 4-5 億人民幣。公司目標是進行 2-3 個併購。
- ❖ **估值** 根據彭博預測，公司目前估值為 14.7 倍 FY19E 市盈率，低於行業平均值 16.1 倍，現時市場預期公司 FY19E 淨利潤 4.26 億人民幣，或有低估可能。公司 FY19-20E 每股盈利年均複合增長率為 20%，我們認為估值吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A
營業收入(百萬人民幣)	426	445	478	623
淨利潤(百萬人民幣)	203	243	260	333
經調整後淨利潤(百萬人民幣)	203	229	309	338
經調整後每股盈利(人民幣)	na	na	0.082	0.084
每股盈利變動(%)	na	na	na	3.0
市盈率(倍)	na	na	19.3	18.3
市帳率(倍)	na	na	2.1	1.8
股息率(%)	na	na	na	na
權益收益率(%)	12.8	15.8	13.5	10.5
淨資產負債率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及彭博預測

未評級

當前股價

HK\$1.82

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)	7,312
3 月平均流通量(百萬港元)	9.7
52 周內股價高/低(港元)	2.39/1.13
總股本(百萬)	4,017.2

資料來源：彭博

股東結構

李學春	74.67%
-----	--------

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.0%	-0.4%
3-月	34.8%	20.9%
6-月	7.1%	-0.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：安永

公司網站：www.minshengedu.com

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。