

希望教育 (1765 HK)

對 2021 年度學生人數趨樂觀

我們上調 2021/22 年度學生人數預測 3%/4%，淨利潤預測上調 3%/6%，目標價由 2.80 港元上調至 3.17 港元，對應 32.4 倍 2020 年度預測市盈率及 1 倍 PEG。我們預計公司 2020-22 年度每股盈利年均複合增長率為 32.4%，高於行業平均的 19%。相對中教控股 (839 HK, 未評級, 1.4 倍 PEG) 和宇華教育 (6169 HK, 未評級, 1.0 倍 PEG)，希望教育目前 0.8 倍 PEG 的估值不算高。維持希望教育為我們的行業首選，重申買入評級。

- **2021 年度招生前景趨樂觀。**主要原因包括：1) 貴州兩所大學本科學位名額 (包括專升本) 增加了 30-35%；2) 四川將其專升本學額由 12,000 個提高至 32,000 個 (同比增加 167%)，希望學院有望受惠；3) 有報道指四川報名單獨招生考試的學生人數增加 30,000 人至超過 200,000 人。2019 年度希望教育共有 30% 的學生來自四川的職業學院，因此亦受益於學生人數增長。
- **天一學院 2020-21 年度學額大增。**天一學院單獨招生名額大增 69% 至 7,200 個，倘若其高考統招學額與去年一樣 (4,752 個)，其 2020-21 年度總學額 (11,952 個) 將超越其 2019-20 年度的學生總數 (11,521 個)。天一學院今年推出創新的工學結合班，學生可至少獲得三個月工作實習機會，以及每個年度賺取大約 12,000 人民幣的收入。企業將補貼部份學費，而學生的工作收入將高於學生所需繳交學費，學生畢業後亦會獲優先考慮聘用。我們認為這個計劃對學生來說十分吸引。
- **兩所獨立學院最早於 2022 年度實現轉設。**5 月 18 日教育部發出公告，加快獨立學院實現轉設。原則上，部省合建高校舉辦的獨立學院要率先完成轉設。由於貴州大學屬於此類高校，貴州大學科技學院或成為公司內率先完成轉設的四所獨立學院之一。另外，晉祠學院已提交轉設工作計劃。我們預計兩家學院的管理費用佔公司 2022 年度淨利潤 6%。
- **催化劑：** (1) 2020-21 年學生人數高於預期； (2) 收併購； (3) 獨立學院轉設； (4) 政策不利因素消除。

財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入 (百萬元人民幣) | 1,030 | 1,331 | 1,607 | 2,235 | 2,847 |
| 變動 (%) | 37 | 29 | 不適用 | 39 | 27 |
| 淨利潤 (百萬元人民幣) | 168 | 490 | 528 | 731 | 950 |
| 經調整淨利潤 (百萬元人民幣) | 320 | 474 | 585 | 807 | 1,027 |
| 經調整每股盈利 (人民幣) | 0.056 | 0.071 | 0.088 | 0.121 | 0.154 |
| 變動 (%) | 不適用 | 26 | 不適用 | 38 | 27 |
| 市場每股盈利預測 | 不適用 | 不適用 | 0.093 | 0.121 | 0.136 |
| 經調整市盈率 (倍) | 37.0 | 30.6 | 25.3 | 18.3 | 14.4 |
| 股息率 (%) | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 2.1 |
| 市淨率 (倍) | 13.3 | 10.9 | 13.1 | 16.5 | 18.5 |
| 淨現金 (百萬元人民幣) | 907 | 255 | 1,192 | 935 | 1,317 |

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測，*2018/19 年度結算至 12 月 31 日

買入 (維持)

| | |
|---------|----------|
| 目標價 | HK\$3.17 |
| (此前目標價) | HK\$2.80 |
| 潛在升幅 | +28% |
| 當前股價 | HK\$2.47 |

中國教育行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyip@cmbi.com.hk

公司數據

| | |
|-----------------|------------|
| 市值 (百萬港元) | 16,494 |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 53.27 |
| 52 周內股價高/低 (港元) | 2.73/ 1.00 |
| 總股本 (百萬) | 6,666.7 |

資料來源：彭博

股東結構

| | |
|---------------------------|--------|
| Hope Education Investment | 62.75% |
|---------------------------|--------|

資料來源：港交所

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 20.2% | 16.5% |
| 3-月 | 37.4% | 47.8% |
| 6-月 | 85.2% | 98.1% |

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

| 截止12月底(百萬元人民幣) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 銷售收入 | 1,030 | 1,331 | 1,607 | 2,235 | 2,847 |
| 學費 | 854 | 1,093 | 1,358 | 1,852 | 2,411 |
| 住宿費 | 85 | 103 | 97 | 153 | 178 |
| 其他 | 90 | 136 | 151 | 231 | 257 |
| 銷售成本 | (562) | (657) | (798) | (1,059) | (1,319) |
| 毛利 | 467 | 675 | 808 | 1,176 | 1,527 |
| 其他收入 | 101 | 130 | 156 | 170 | 208 |
| 銷售費用 | (21) | (45) | (59) | (103) | (142) |
| 管理費用 | (111) | (152) | (220) | (329) | (433) |
| 其它費用 | (5) | (16) | (10) | (10) | (12) |
| 息稅前收益 | 431 | 591 | 675 | 905 | 1,148 |
| 財務收入 | 79 | 94 | 98 | 90 | 91 |
| 財務費用 | (201) | (171) | (200) | (193) | (193) |
| 合資企業 | (2) | 5 | 13 | 17 | 21 |
| 非經營性項目 | (148) | 36 | 13 | 10 | 10 |
| 稅前利潤 | 159 | 556 | 599 | 829 | 1,078 |
| 所得稅 | 8 | (66) | (71) | (98) | (127) |
| 非控制股東權益 | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 淨利潤 | 168 | 490 | 528 | 731 | 950 |
| 經調整淨利潤 | 320 | 474 | 585 | 807 | 1,027 |

現金流量表

| 截止12月底(百萬元人民幣) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|-------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| 息稅前收益 | 159 | 556 | 528 | 731 | 950 |
| 折舊和攤銷 | 161 | 218 | 294 | 357 | 413 |
| 運營資金變動 | 249 | (47) | 87 | 385 | 319 |
| 其它 | 233 | (29) | 12 | 103 | 71 |
| 經營活動所得現金流 | 802 | 697 | 921 | 1,576 | 1,753 |
| 資本開支 | (624) | (279) | (500) | (500) | (500) |
| 收購 | (15) | (447) | (56) | (936) | (401) |
| 其它 | (130) | (1,139) | 1,055 | (19) | (28) |
| 投資活動所得現金淨額 | (769) | (1,865) | 499 | (1,455) | (929) |
| 股份發行 | 2,705 | - | 5 | - | - |
| 淨借貸 | 259 | 313 | 299 | - | - |
| 股息 | - | (105) | (150) | (169) | (234) |
| 其它 | (595) | (272) | 124 | (208) | (208) |
| 融資活動所得現金淨額 | 2,369 | (65) | 278 | (377) | (442) |
| 現金增加淨額 | 2,402 | (1,232) | 1,697 | (257) | 382 |
| 年初現金及現金等價物 | 181 | 3,039 | 829 | 2,526 | 2,270 |
| 匯兌 | 2,584 | 1,806 | 2,526 | 2,270 | 2,651 |
| 年末現金及現金等價物 | 3,039 | 1,690 | 2,526 | 2,270 | 2,651 |

資產負債表

| 截止12月底(百萬元人民幣) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 非流動資產 | 5,119 | 7,348 | 7,775 | 8,815 | 8,923 |
| 固定資產 | 3,448 | 4,564 | 4,903 | 5,664 | 5,838 |
| 土地租賃預付款 | 590 | 1,163 | 1,122 | 1,055 | 984 |
| 合資及聯營公司投資 | - | 196 | 210 | 227 | 248 |
| 其它非流動資產 | 1,081 | 1,425 | 1,540 | 1,869 | 1,853 |
| 流動資產 | 3,172 | 3,508 | 3,934 | 3,708 | 4,124 |
| 現金及現金等價物 | 3,039 | 1,690 | 2,526 | 2,270 | 2,651 |
| 預付款 | 129 | 252 | 310 | 341 | 376 |
| 其它流動資產 | 4 | 1,565 | 1,097 | 1,097 | 1,097 |
| 流動負債 | 1,851 | 3,143 | 4,057 | 4,385 | 4,275 |
| 合約負債 | 591 | 806 | 1,803 | 2,157 | 2,418 |
| 其它應付款 | 637 | 1,176 | 1,148 | 1,121 | 751 |
| 借貸 | 527 | 1,003 | 981 | 981 | 981 |
| 應付稅款 | 34 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 其它 | 62 | 91 | 60 | 60 | 60 |
| 非流動負債 | 2,280 | 3,149 | 3,031 | 2,956 | 2,873 |
| 遞延收入 | 658 | 1,073 | 1,051 | 1,004 | 948 |
| 借貸 | 1,605 | 1,594 | 1,515 | 1,515 | 1,515 |
| 其它 | 17 | 482 | 466 | 438 | 410 |
| 淨資產總額 | 4,160 | 4,565 | 4,620 | 5,182 | 5,899 |
| 股東權益 | 4,157 | 4,562 | 4,616 | 5,178 | 5,895 |
| 少數股東權益 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 |

主要比率

| 截止12月底 | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 銷售組合(%) | | | | | |
| 學費 | 83.0 | 82.1 | 84.5 | 82.8 | 84.7 |
| 住宿費 | 8.3 | 7.7 | 6.1 | 6.8 | 6.3 |
| 其他 | 8.7 | 10.2 | 9.4 | 10.3 | 9.0 |
| 合計 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 | | | | | |
| 毛利率 | 45.4 | 50.7 | 50.3 | 52.6 | 53.7 |
| 息稅前利潤率 | 41.9 | 44.4 | 42.0 | 40.5 | 40.3 |
| 有效稅率 | 31.1 | 35.6 | 11.8 | 11.8 | 11.8 |
| 淨利潤率 | (4.9) | 11.8 | 36.4 | 36.1 | 36.1 |
| 派息比率 | 31.3 | 31.7 | 32.0 | 32.0 | 32.0 |
| 資產負債比率 | | | | | |
| 流動比率(x) | 1.7 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 1.0 |
| 資產周轉率(x) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 淨現金(百萬元人民幣) | 907 | 255 | 1,192 | 935 | 1,317 |
| 回報率(%) | | | | | |
| 經調整資本回報率 | 13.3 | 10.9 | 13.1 | 16.5 | 18.5 |
| 經調整資產回報率 | 4.6 | 4.9 | 5.3 | 6.7 | 8.0 |
| 每股數據(人民幣) | | | | | |
| 經調整每股盈利(人民幣) | 0.056 | 0.071 | 0.088 | 0.121 | 0.154 |
| 每股股息(人民幣) | 0.015 | 0.023 | 0.025 | 0.035 | 0.046 |
| 每股淨資產(人民幣) | 0.624 | 0.684 | 0.692 | 0.776 | 0.884 |

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

| | |
|-----|------------------------------|
| 買入 | : 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15% |
| 持有 | : 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10% |
| 未評級 | : 招銀國際證券並未給予投資評級 |

招銀國際證券行業投資評級

| | |
|------|--------------------------|
| 優於大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標 |
| 同步大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若 |
| 落後大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標 |

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樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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聞，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。