

希望教育 (1765HK)

估值在3年年均每股盈利複合增長率25%下顯得吸引

- ❖ **FY18 業績高於預期但毛利率遜預期** 經調整淨利潤同比上升72%至3.15億人民幣，較市場及我們預測高5%，原因是有稅項回撥、其他收入高於預期及銷售費用低於預期，但部份被低於預期的毛利率所抵銷。公司宣佈派發末期息每股1.8港仙，相當於經調整淨利潤的32%派息比率。
- ❖ **業績回顧** 收入同比增長37%，動力來自19%內生收入增長及於2017年12月併購托普學院。毛利率同比下跌2.5個百分點至45.4%，原因是全職老師人數增加及2017年9月上調工資25%，但是，薪酬調整的影響已於2H18減弱，毛利率同比上升0.6個百分點至41.3%。其他收入在政府補貼及服務收入驅動下上升29%，銷售費用則下跌29%，原因是廣告費在學校品牌提升下減少了52%。經營利潤增加32%，經營利潤率下跌了1.7個百分點至41.9%，主要原因是毛利率下跌。公司錄得了800萬人民幣稅項回撥(FY17稅項開支20百萬元人民幣)，基於FY17中國土地增值稅超額撥備，以及WFOE公司免稅。FY18年底淨現金9.07億人民幣。
- ❖ **教育質量提升** 2018年就業率同比上升近2個百分點至92.19%，新生報到率上升4.63個百分點至88.57%。
- ❖ **或於1H19併購** 公司於FY18年底持有30億人民幣現金，併購團隊目前有33人，並於每個省跟蹤1-2個標的。對於中國市場的併購，公司會專注於本科學院的併購，獨立學院從公辦大學脫鉤將帶來併購機會。海外市場方面，公司將於一帶一路地區，特別是東南亞地區尋求合作，理想的合作伙伴能提供本科及研究生課程，讓公司能輸送高職/本科畢業生到海外升學。
- ❖ **內生增長** 公司的45%學生來自高職學校，將會受益於職業教育發展。旗下四所四川省高職學校於2019/20學年的單獨招生學額獲得提升42%至15,998人。此外，公司亦有三所自建高職學校(廣東、重慶及甘肅)在規劃當中，以填補當地市場之空白。
- ❖ **盈利預測調整** 我們上調了FY19/20E經調整淨利潤3%/5%，以反映年內併購貴州大學科技學院七成權益的貢獻，該學校現時有9,050名全職本科學生，於FY18的稅後利潤為15百萬元人民幣。
- ❖ **維持買入** 我們認為公司未來發展既有內生增長(高職學校學額增加及自建項目)，亦有併購(持有30億人民幣現金)。我們預測未來三年收入年均增長複合率為21%(15%來自平均學生增長、6%來自平均學費增長)，加上經營槓桿及毛利率受惠師生比增加而上升，未來三年經調整每股盈利年均複合增長率達25%。我們將目標價從1.61港元上調至1.65港元，對應FY19E 21倍市盈率(在歷史平均值加一個標準差水平)，目前估值為14.1倍FY19E市盈率，估值便宜。催化劑：(1)併購，(2)學生人數或學費增長超預期；風險：(1)政策風險，(2)老師成本大幅增加。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	752	1,030	1,271	1,561	1,814
淨利潤(百萬元人民幣)	212	168	432	581	720
經調整後淨利潤(百萬元人民幣)	183	315	452	581	720
經調整後每股盈利(人民幣)	na	0.056	0.068	0.087	0.108
每股盈利變動(%)	na	na	21.9	28.7	23.9
市盈率(倍)	na	17.6	14.7	11.4	9.2
市帳率(倍)	na	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率(%)	na	1.5	2.1	2.8	3.5
權益收益率(%)	32.9	13.1	10.4	12.3	13.8
淨資產負債率(%)	343	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及彭博預測

買入(維持)

目標價	HK\$1.65
(此前目標價)	HK\$1.61
潛在升幅	+43%
當前股價	HK\$1.16

葉建中, CFA

電話：(852) 3900 0838

郵件：albertyip@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬元)	7,867
3月平均流通量(百萬元)	23.6
52周內股價高/低(港元)	2.22/0.75
總股本(百萬)	6,666.7

資料來源：彭博

股東結構

Hope Education Investment	62.10%
---------------------------	--------

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.9%	-0.7%
3-月	43.9%	12.8%
6-月	-9.9%	3.7%

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.hopeedu.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。