

睿见教育 (6068 HK)

开学季新生增量稳健，《民促法》风向积极

- ❖ 新生增量稳健，憧憬潜在收购。**公司最新披露 2017/2018 学年入学学生人数为 41,180 (同比增长 30%)，符合预期，主要受益于收购学校带来的 4,500 学生增量及内生增长。考虑学校利用率空间并结合学校公众号信息，我们预计 2017/2018 学年内生新增学生主要来自于惠州、东莞光正实验学校，分别增加约 2000、1600 名。东莞光明中学及小学已趋近饱和。考虑盘锦光正、潍坊光正实验学校已于今年开设高中部，盘锦光正实验学校学生增量或超过我们此前预期，我们上调 2017/2018 学年该校学生人数至 2,200 (vs. 此前预期：1,742)。鉴于目前学生数量已达预期、审批进度等因素，广安光正实验学校（原计划于 2017 年 9 月开学）将递延至 2018 年开始运营，故而 2018 至 2019 年储备新校项目已高达 3 个。而考虑学校“2+2+2”计划，2H17 或存在潜在收购机会以补充 2017 年新增学校数量。
- ❖ 看好学费提价空间，清北组合多元化凸显集团合作办学联动效应。**2017 年高考集团旗下考入清北院校学生数量为 10 名，但学校分布分散化：东莞市光明中学（6 名）、惠州光正实验中学（3 名）、东莞光正实验中学（1 名），间接体现集团多点开花的联动效应。学费优化层面，东莞市已于 2016/2017 学年进行学费上调，故而 2017/2018 学年学费将保持不变。我们预计国际部新生学费提升幅度达~20%。预计盘锦、潍坊、揭阳学校新生学费上调幅度分别为 8%~30%，且旧生或存在学费提升可能。考虑东莞市外学校学费基数较低，后期优化空间持续可期。在更新 FY17 学生人数、部分学校学费提价空间及调整学校开设次序后，我们上调 FY18/19 收入 5%/4%，未来三年收入年均复合增长率为 26%。
- ❖ 《民促法》风向积极，利好税率。**《民促法》于今年 9 月 1 日开始生效，但综合各省细则制定进程，短期出台或有待商榷。根据广东省教育厅相关座谈会内容，我们了解到民办学校即便后期登记为非营利性，学费制定、配套设施运营、VIE 架构等相关实质操作或变动较小。此外，考虑营利性学校需补交土地差价，结合东莞市当地各校反馈，我们认为将高中部登记为营利性学校的隐性利好不足以抵消一次性补缴代价及后期税率上调，故而集团 K12 体系或将全部登记为非营利性学校。而非营利性学校的登记将兑现此前预期的低优惠税率利好（预计 FY18/19 有效税率~15%）。
- ❖ 维持「买入」评级，上调目标价至 4.58 港元。**我们认为公司在积极扩张之余，将受益于《民促法》积极风向、大湾区政策利好，而潜在收购项目及后期港股通纳入憧憬或带来持续催化。考虑新学校增量贡献超预期，并结合东莞市外学校学费的提价空间，我们上调 FY18/19 调整后 EPS 6%/2%，目标价从 3.22 港元调高至 4.58 港元，相当于 FY18 的 25.4x PE，依旧低于行业平均 26.5x PE。重申「买入」评级。

财务资料

(截至 8 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	568.7	700.7	912.2	1,146.3	1,400.2
调整后净利润(百万人民币)	172.7	185.8	241.9	312.5	383.5
调整后 EPS (人民币)	-	-	0.12	0.15	0.19
EPS 变动 (%)	-	-	-	29.2%	22.7%
市盈率(x)	-	-	27.4	21.2	17.3
市帐率(x)	-	-	3.8	3.5	3.1
股息率 (%)	-	-	1.1	1.6	2.0
权益收益率 (%)	27.0	18.6	12.9	16.3	17.9
净财务杠杆率 (%)	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$4.58
(此目前标价)	HK\$3.22
潜在升幅	+19.6%
当前股价	HK\$3.83

黄群

电话：(852) 3761 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	7,810
3月平均流通量(百万港元)	12.8
5周内股价高/低(港元)	3.88/1.61
总股本(百万)	2,039.2

资料来源：彭博

股东结构

刘学斌	45.6%
李素文	28.0%
HSBC	1.7%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	32.1%	32.5%
3-月	31.2%	23.8%
6-月	90.7%	64.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：

www.wisdomeducationintl.com

图 1: 2017/2018 学年学费变动预测

学费及住宿费(人民币)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	变动*(%)
东莞光明中学					
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	-
国际部	92,600	92,600	92,600	↑ 110,000	~19%
东莞光明小学					
小学	15,040-21,000	15,040-21,000	↑ 18,180-24,400	18,180-24,400	-
东莞光正实验学校					
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	-
小学	16,400-18,000	16,400-18,000	↑ 16,600-21,200	16,600-21,200	-
国际部	50,600-88,600	50,600-88,600	50,600-88,600	↑ 66,000-110,000	~25%
惠州光正实验学校					
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	-
小学	18,200	18,200	↑ 18,200-20,800	18,200-20,800	-
盘锦光正实验学校					
高中	-	-	-	20,600	NA
初中	18,000	18,000	18,000	↑ 19,000	~7%
小学	13,000-14,200	13,000-14,200	13,000-14,200	↑ 13,000-15,000	~9%
潍坊光正实验学校					
高中	-	-	-	18,600	NA
初中	-	-	13,000	↑ 13,000-16,600	~28%
小学	-	-	11,000	↑ 11,000-15,000	~33%
揭阳学校(于1H17收购)					
平均	-	-	-	↑ 10,000	-

资料来源:公司,招银国际预测

注释:百分比变动为新生学生学费变动

图 2: 2017/2018 学年学生人数细分预测

学生人数	2016	2017E(此前预测)	2017E(最新预测)	预测变动
东莞光明中学	10,510	10,595	10,595	0%
东莞光明小学	5,973	6,039	5,832	-3%
东莞光正实验学校	9,094	10,371	10,678	3%
惠州光正实验学校	3,903	5,496	6,007	9%
盘锦光正实验学校	1,590	1,742	2,192	26%
潍坊光正实验学校	718	1,950	1,380	-29%
揭阳学校(于1H17收购)	-	4,500	4,500	0%
总计	31,788	40,693	41,183	1%

资料来源:公司,招银国际预测

图 3: 盈利预测变动

	收入(百万人民币)			调整后净利润(百万人民币)			EPS(人民币)		
	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动
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%

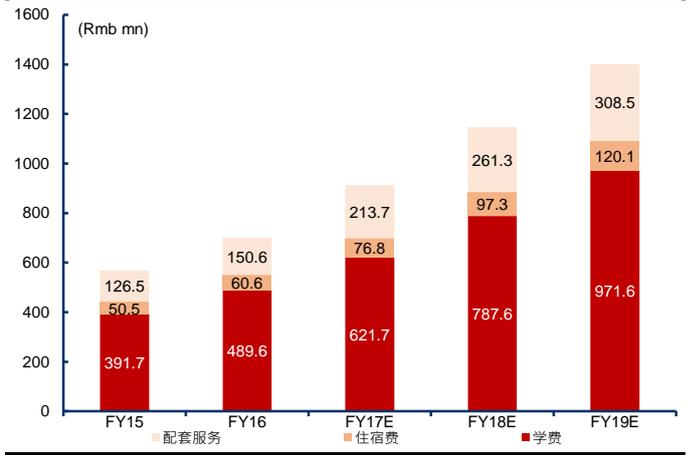
资料来源:公司,招银国际预测

图 4: 学生人数变化及预测



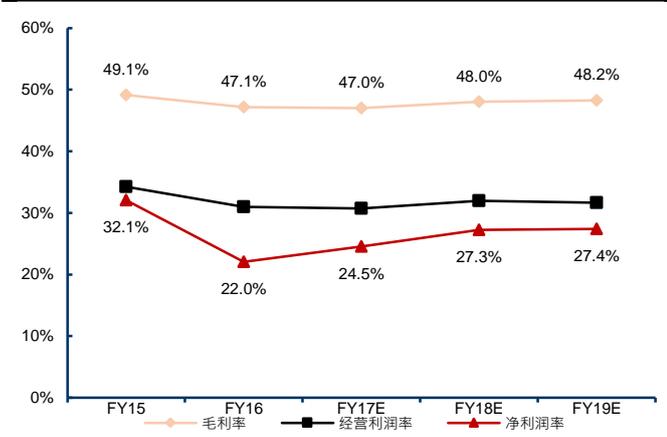
资料来源：公司，招银国际预测

图 5: 收入细分预测



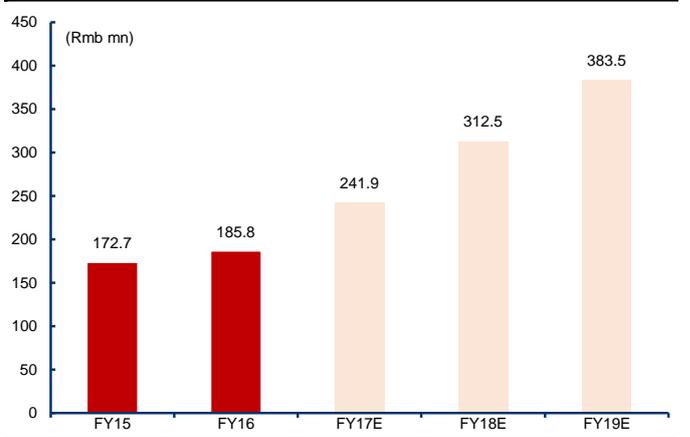
资料来源：公司，招银国际预测

图 6: 利润率预测



资料来源：公司，招银国际预测

图 7: 调整后净利润预测



资料来源：公司，招银国际预测

图 8: DCF 估值测算及敏感度分析

DCF估值模型 (Rmb mn)	高速增长期					稳定成长期				
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
现金流量预测										
息税前利润	367	443	519	597	656	715	773	827	876	920
实际税项	-56	-69	-80	-92	-102	-111	-120	-128	-136	-142
折旧与摊销	115	137	153	168	184	198	212	225	236	246
营运资本	126	262	270	278	286	295	303	312	322	331
资本开支	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
自由现金流量	51	273	361	450	524	597	668	736	799	855
自有现金流同比增速	127%	433%	32%	25%	16%	14%	12%	10%	8%	7%
折合至2017年的现金流量	47	228	276	315	335	349	357	360	357	5,191
永续期折现值										11,845

基本参数

WACC	9.4%
税率	15.0%
无风险利率	2.0%
债务成本	1.2%
Beta	1.02
风险溢价	9.3%
权益成本	9.4%
目标债务/(权益+债务)	0.0%
长期增长率	2.0%
债券价值	0

公司价值计算

现金流折现	7,815
减: 净金融负债	-121
减: 少数股东权益	5
股本价值	7,931
股本数量 (预期)	2,037
DCF法之每股价值 (港元)	4.58

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际预测

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

图 9: 同业可比

公司名称	股票代码	市值			会计年度	EPS			PE		
		(百万美元)	货币	股价		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

资料来源: 彭博, 招银国际预测

利润表

年结: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:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结: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:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	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)
现金增加净额	(1)	91	234	(117)	34
年初现金及现金等价物	13	12	104	338	221
汇兑					
年末现金及现金等价物	12	104	338	221	255
资产负债表的现金	12	104	338	221	255

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:8月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
学费	68.9	69.9	68.2	68.7	69.4
住宿费	8.9	8.6	8.4	8.5	8.6
配套服务	22.2	21.5	23.4	22.8	22.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长(%)					
收入	26.1	23.2	30.2	25.7	22.1
毛利	32.4	18.2	29.8	28.4	22.7
经营利润	46.4	11.5	29.2	30.7	21.0
净利润	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
税前利率	37.3	27.8	30.3	32.5	32.7
有效税率	14.1	20.7	19.0	15.0	15.0
净利润率	32.1	22.0	24.5	27.7	27.8
资产负债比率					
流动比率(x)	1.0	0.6	0.8	0.6	0.5
平均应收账款周转天数	24.9	14.6	14.6	14.6	14.6
平均应付帐款周转天数	334.5	234.9	234.9	234.9	234.9
平均存货周转天数	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
净负债/总权益比率(%)	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	27.0	18.6	12.9	16.3	17.9
资产回报率	6.1	6.3	7.2	9.3	10.2

每股数据

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
每股账面值(人民币)	-	-	0.848	0.943	1.058

来源:公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为睿见教育(6068 HK) 提供过上市服务，烦请知悉。