

睿見教育 (6068 HK)

收購揭陽學校，鞏固廣東大本營

❖ **收購揭陽學校，鞏固廣東大本營。**公司6月19日晚發布公告披露收購廣東揭陽學校（華南師大粵東實驗學校）65%權益，收購後學校將為全寄宿式學校，該項目將自2017年9月1日起并表。收購價格：學校9,100萬（人民幣·下同）+學校使用資產1.33億。按學校整體收購價格計算，估值約為20x FY18 PE，略高于目前公司17x FY18 PE，低于行業平均PE。考慮每名學生對應收購價格約5萬（按4,500計），我們認為該收購價格較合理（管理層指引新建一所容量為1萬名學生的學校，CAPEX約5億元，且需2~3年實現盈利。而目標學校已初具規模、管理成熟，且前期耗資已超2.8億。）此外，收購PB估值較集團現價一致。

❖ **收購標的：學費及學生人數提價空間較大。**目標學校成立於2000年，中考成績表現優異，其中2016年中考該校揭陽一中、揭東一中上線學生人數高達406人。學校現擁有3,200名學生，設有小學、初中和高中部（約90%為初中生）。2016年淨利潤712.5萬（登記為不追求合理回報，故享受稅收豁免），預計2017/2018學年學生人數達4,500名，且新入學學生學費提高不少於15%，人均學雜費及住宿費高于10,000元。學校最大容量可擴至18,000名（現有建築面積最大容量約6,000名，擴充教學樓及宿舍樓後可達約8,000名；在政府支持土地擴張後可達18,000名）。學校現有專任教師245人（包括特級教師2人，高級教師82人，一級教師126人），師生比約為1:13，略高于集團（1:16），故我們認為毛利率有較大提升空間。并購後將有集團學校老師參與合作教學，如高中部清華班由東莞市光明中學教師任教。後期招生及管理有望受益於集團口碑效應及合作辦學的聯動效應。

❖ **未來三年收入年均複合增長率為24.5%。**除東莞市外，集團其他學校均不受學費“兩年一提”限制。我們預計FY18（即2017/2018學年）其他學校或有提價空間，其中濠坊光正實驗中學學費基數較低，預計潛在提升幅度最優。在納入收購學校財務貢獻、部分學校學費提價空間及并入此前安岳學校項目後，我們上調FY18/19收入4%/5%，未來三年收入年均複合增長率為24.5%。

❖ **維持「買入」評級，上調目標價至3.22港元。**公司近期在加快學校網路擴張進程的同時，始終堅持“立足廣東、多點輻射”的發展策略。在“大灣區”發展規劃逐步推進之際，有望受益於政策春風、教育需求攀升的隱形利好。考慮收購學校于FY18并表，并結合東莞市外學校學費的提價空間，我們上調FY18/19調整後EPS 3%/5%，目標價從2.79港元調高至3.22港元，相當于FY18的19.3x PE，低于行業平均23.8x PE。重申「買入」評級。

財務資料

(截至8月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	568.7	700.7	912.2	1,095.5	1,351.0
調整後淨利潤(百萬人民幣)	172.7	185.8	247.7	294.8	376.7
調整後EPS(人民幣)	-	-	0.12	0.14	0.18
EPS變動(%)	-	-	-	19.0	27.8
市盈率(x)	-	-	19.7	16.5	12.9
市帳率(x)	-	-	2.8	2.6	2.3
股息率(%)	-	-	1.6	2.1	2.7
權益收益率(%)	27.0	18.6	12.9	15.4	17.6
淨財務杠杆率(%)	187.1	60.7	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK\$3.22
(此前目標價)	HK\$2.79
潛在升幅	+17.9%
當前股價	HK\$2.73

黃群

電話：(852) 3761 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬港元)	5,567
3月平均流通量(百萬港元)	14.8
5周內股價高/低(港元)	2.96/1.61
總股本(百萬)	2,039.2

資料來源：彭博

股東結構

劉學斌	45.6%
李素文	28.0%
HSBC	1.7%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.4%	-3.2%
3-月	26.4%	19.9%
6-月	-	-

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：

www.wisdomeducationintl.com

利潤表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	569	701	912	1,096	1,351
学费	392	490	622	740	926
住宿费	51	61	77	91	114
配套服务	126	151	214	264	311
销售成本	(289)	(370)	(483)	(574)	(692)
毛利	280	330	429	522	659
销售费用	(8)	(13)	(25)	(27)	(41)
管理费用	(76)	(94)	(124)	(149)	(184)
其他营运收入(支出)	(1)	(6)	1	1	0
经营利润	195	217	280	346	435
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	352	450
所得税	(30)	(40)	(52)	(53)	(67)
非控制股东权益	0	0	0	(5)	(5)
归属股东净利润	182	154	224	295	377
调整后净利润	173	186	248	295	377

来源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	1,433	1,763	2,129	2,471	2,794
物业、厂房及设备	1,007	1,344	1,626	1,884	2,122
土地租赁费用	213	226	311	395	479
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	987	858	956
现金及现金等价物	12	104	384	250	330
应收贸易款项	26	30	43	45	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	1,310	1,599
借债	538	142	-	-	-
应付贸易账款	229	247	375	364	526
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	548	675
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	1,905	2,131
净资产总值	675	831	1,728	1,909	2,141

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
稅前利潤	212	195	276	352	450
折旧和摊销	46	53	84	108	127
营运资金变动	72	57	154	24	204
其他	(11)	33	12	2	(4)
经营活动所得现金净额	319	338	527	487	776
购置固定资产、无形资产及土地	(194)	(197)	(450)	(450)	(450)
其他	(115)	448	7	6	5
投资活动所得现金净额	(309)	251	(444)	(445)	(446)
资本变化	-	-	763	-	-
净银行借贷	6	(668)	(458)	(50)	(100)
其他	(17)	171	655	(126)	(151)
融资活动所得现金净额	(11)	(497)	197	(176)	(251)
现金增加净额	(1)	91	280	(134)	80
年初现金及现金等价物	13	12	104	384	250
汇兑					
年末现金及现金等价物	12	104	384	250	330
资产负债表中的现金	12	104	384	250	330

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:8月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
學費	68.9	69.9	68.2	67.5	68.5
住宿費	8.9	8.6	8.4	8.3	8.5
配套服務	22.2	21.5	23.4	24.1	23.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	26.1	23.2	30.2	20.1	23.3
毛利	32.4	18.2	29.8	21.6	26.4
經營利潤	46.4	11.5	29.2	23.3	26.0
淨利潤	100.5	(15.3)	44.9	33.8	27.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	49.1	47.1	47.0	47.6	48.8
稅前利率	37.3	27.8	30.3	32.2	33.3
有效稅率	14.1	20.7	19.0	15.0	15.0
淨利潤率	32.1	22.0	24.5	27.3	28.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.0	0.6	0.8	0.7	0.6
平均應收賬款周轉天數	24.9	14.6	14.6	14.6	14.6
平均應付賬款周轉天數	334.5	234.9	234.9	234.9	234.9
平均存貨周轉天數	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
淨負債/總權益比率 (%)	187.1	60.7	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	27.0	18.6	12.9	15.5	17.7
資產回報率	6.1	6.3	7.2	9.0	10.2
每股數據					
每股盈利(人民币)	-	-	0.122	0.145	0.185
每股股息(人民币)	-	-	0.044	0.058	0.074
每股賬面值(人民币)	-	-	0.848	0.937	1.051

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，并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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去 12 個月之內為睿見教育(6068 HK) 提供過上市服務，煩請知悉。