

楓葉教育(1317 HK, HK\$5.30, 未評級) - 靚麗業績持續, 政策風險仍存

- ❖ **“量價”齊升, FY2016 強勁業績持續。**公司 FY2016 收入為 8.3 億元(人民幣·下同), 同比增長 27.1%, 調整後淨利潤達 3.1 億, 同比增長 63.5%。其強勁業績持續受益於: 1) 量: 利用率的優化及學校網絡的擴張(新增 6 所學校)支撐學生人數穩健增長。FY2016 入學總人數達 19,334 人, 同比增長 20.3%, 其中高中/初中/小學的學生人數分別同比上升 18%/13%/41%。2) 價: 平均學費同比增長 4.7%至 39,240 元/人。穩健增長的生源、可複製的商業模式及持續可期的收入貢獻為公司長期業績增長提供有力支撐。
- ❖ **《民促法》下的“轉與機”。**2016 年 11 月通過的《民促法》中“不得設立實施義務教育的營利性民辦學校”這一規定, 給享受多年政策紅利的民辦教育帶來了盈利不確定性: 1) 義務教育階段民辦教育的辦學結餘和辦學終止後剩餘財產的分配受到限制; 2) 登記為“營利性”的民辦學校的扶持政策、土地供給、收費、稅收優惠政策或受負面影響。我們認為, 新法的實施或將引導民辦教育行業中 K12 產業鏈轉向以學前和高中為主、小學初中收縮的“啞鈴型”發展。雖然公司除大連校區以外都登記為“不要求取得合理回報”的民辦學校, 但考慮監管的收緊、過渡期的模糊、稅收劃分等細節政策的“懸而未定”, 公司合作辦學項目的擴張速度及政策優惠紅利存在不確定性。此外, 公司高中部計劃在新法下登記為“營利性”並按照公司化模式進行運營, 雖能享受靈活定價的利好, 但考慮高中部的錄取壓力與公司品牌效應的正相關性, 短期高中部生源進入大規模擴張仍需過渡時間, 利潤空間的釋放有待市場驗證。
- ❖ **VIE 架構影響輕微。**公司採用 VIE 架構(即通過公司在境內的全資子公司收取所屬關聯校區的知識產權使用費和服務費), 雖然新法下初小學的辦學結餘不能向投資者分配, 但辦學結餘仍可通過 VIE 架構向上市公司支付知識產權使用費, 故而新法對該模式的合理性及可持續性影響相對輕微。雖然存在新法實施後部分交易真實性及使用費定價公允受到監管收緊的風險, 但考慮公司目前對知識體系體量擴充、知識產權開發加大的推進, 該模式下的盈利能力依舊可期。
- ❖ **“輕資產持續+海外擴張”助推大區轉型。**“五五計劃”下公司於 2019/2020 學年年終前學生人數將超過 40,000 名, 並通過打造金字塔式 K12 產業鏈及豐富教育衍生需求來驅動內生增長。公司輕資產模式的可複製性營造了高商業能見度, 同時未來的海外布局也將擴大生源並拓展品牌效益, 進而推動公司從獨立性學校向教育園區及從教育園區向大區轉型的戰略性擴張。

財務資料

(截至 8 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬元人民幣)	540.3	653.0	829.8
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	121.7	186.5	302.9
經調整後每股盈利(人民幣)	0.05	0.17	0.23
每股盈利變動(%)	20.7	234.8	35.3
市盈率(x)	92.9	27.3	20.2
市帳率(x)	7.6	3.4	3.2
股息率(%)	4.2	3.0	3.3
權益收益率(%)	9.1	18.0	16.0
淨資產負債率(%)	33.8	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究

黃群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

中小股

楓葉教育(1317 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$5.30
目標價	不適用
市值(港幣百萬)	7,130
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	63.97
52 周高/低(港幣)	8.64/3.01
發行股數(百萬)	1,360.8
主要股東	Liang Sherman Shu (54.6%) Buena Vista Fund (6.1%) Van Eck Associate Corp (1.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.8%	-2.2%
3 月	-22.0%	-17.6%
6 月	-26.5%	-31.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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: 香港中環夏愨道 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。