

希望教育(1765 HK)

高教行業擴張路上的先行者

- ❖ **中國第二大民辦高等教育集團。**希望教育目前在全國擁有九所學校，市占率為1.1%，按入學人數計算，是中國第二大民辦高等教育集團。考慮其市場導向的多元化教學服務，學生高就業率和出色的并購擴張能力，我們認為公司未來增長可期。受惠于學校容量、利用率的提升及平均學費的增加，我們預計公司FY18-20E收入/調整後淨利潤複合年增長率達20%/48%。
- ❖ **出眾的并購能力護航學校網絡擴張。**相較于大多數港股上市的高教同業公司，希望教育擁有卓越的并購及院校創辦能力。截止1H18，公司已完成五項收購并自建四所學校，收購後的資源整合成果顯著。我們相信公司豐富的并購經驗將有助于其更好地篩選和評估潛在標的，并在收購後有效改善并購院校的運營效率，釋放招生及營收潛力。
- ❖ **看好招生人數及學費提升空間。**我們預計公司FY18-20E學生人數複合年增長率為18%，受益於：1) 利用率提高：三所學校目前利用率低于60%，預計可貢獻超過30%的學生複合年增長率；2) 學校容量提升：目前有五所學校正處於施工/規劃階段，預計全部落成後可貢獻9%的容量複合年增長率。此外，我們看好公司學費提價空間，預計FY18-20E平均學費將以4%的複合年增長率增長，原因在於1) 部分學校已經獲准于FY18E增加學費；2) 目前學費基數較低；3) 受益於學生高就業率的強大市場競爭力。
- ❖ **利潤率改善，受惠于經營效率優化及財務費用降低。**我們預計，FY19E希望教育的調整後淨利率將提升至40%（對比FY17的28%），原因在於：1) 由于生師比提升以及管理費、租金及水電費占收入比重下降，公司毛利率將從FY18E回升；2) 營銷投入的減少及經營效率的優化導致經營費率自FY19E下降；3) 由于有息負債下降和利率降低，財務成本將從FY19E開始減少。
- ❖ **靜待政策逐步走向明朗。**自今年8月《民促法》送審稿出臺以來，整體教育板塊情緒受挫，估值已下調30%。然而我們注意到最近政府不斷釋放敦促政策落地的積極信號（包括國務院印發的兩則有關《完善消費機制改革》的方案稿中，多次強調抓緊修訂《民促法》實施條例）。鑒于本身高教板塊受政策實質影響較小，且受益於獨立學院脫鉤改制，待政策明朗後，期待整體高教板塊信心回升，股價反彈。
- ❖ **首次覆蓋，給予「買入」評級。**基于DCF估值法，我們預測公司目標價為1.62港元（潛在升幅47%），相當于FY19E 18.4倍市盈率。公司目前股價為1.10港元，相當于FY19E 12.2倍市盈率，略低于港股行業平均水平（FY19E 13.9倍市盈率）。考慮公司未來強勁的收入增長潛力以及債務負擔的大幅緩解，我們認為當前估值吸引。建議靜候《民促法》送審稿後的進一步政策出臺，若政策明朗化，將有助于板塊估值重塑。首次覆蓋，給予「買入」評級。

財務資料

(截止12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	614	752	1,065	1,293	1,542
調整後淨利潤(百萬人民幣)	156	212	308	516	675
調整後每股盈利(人民幣)	NA	NA	0.04	0.08	0.10
市盈率(x)	NA	NA	30.9	18.4	14.1
市帳率(x)	NA	NA	2.4	2.0	1.7
股息率(%)	0	0	0	0	0
權益收益率(%)	31.6	31.1	5.8	10.5	12.0
淨財務杠杆(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$1.62
潛在升幅	+47%
當前股價	HK\$1.10

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬港元)	7,333
3月流通量(百萬港元)	NA
5周內股價高/低(港元)	2.22/1.03
總股本(百萬)	6,666.7

資料來源：彭博

股東結構

Hope EDU Inv. Group	65.7%
PEARL GLORY GLOBAL	6.2%
Value Partners Group Ltd	3.4%

資料來源：彭博

股東結構

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.5%	1.1%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

資料來源：彭博

股價表現



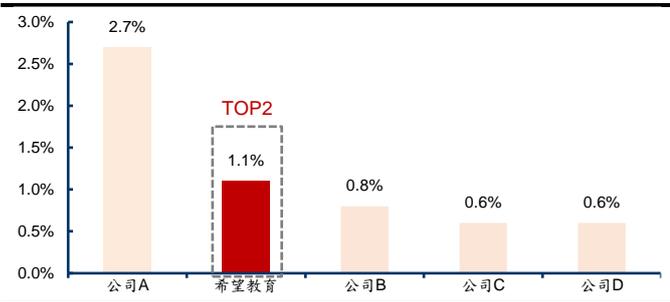
資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.hopeedu.com

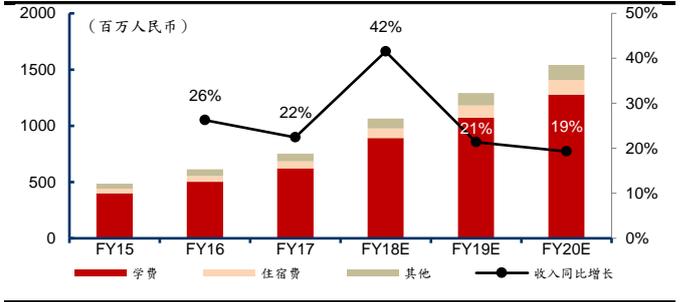
主要圖表

圖 1 希望教育排名全國民辦高等教育第二名 (按照學生人數), 2017



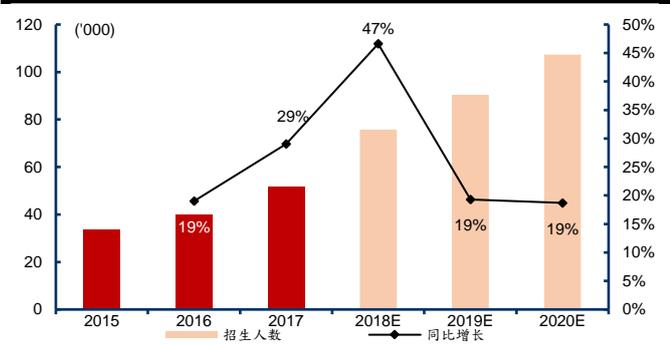
資料來源：弗羅斯特沙利文報告

圖 2: FY18-20E 收入複合年增長率為 20%



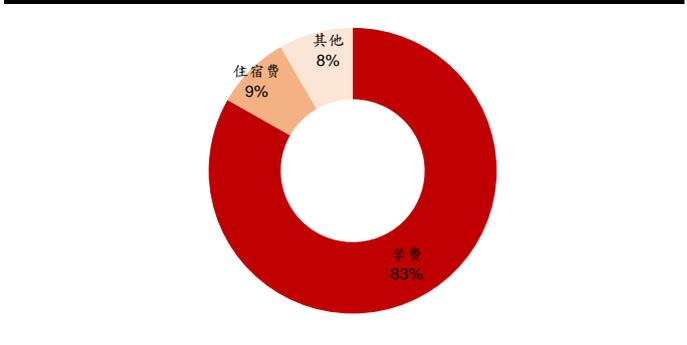
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 3: 希望教育全日制課程招生人數預測



資料來源：公司及招銀國際預測

圖 4: FY19E 收入細分



資料來源：招銀國際預測

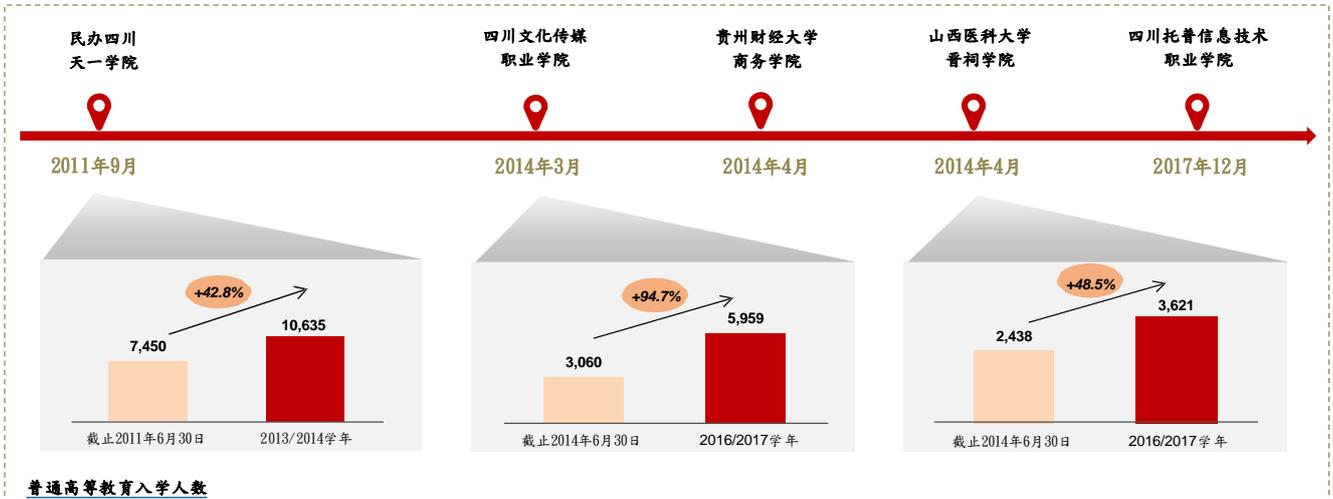
圖 5: 過往成功的併購經驗

一支專業的併購團隊負責戰略性篩選潛在標的

- 公司擁有一支專業的併購團隊，系統地篩選、評估和跟蹤全國潛在的併購目標院校



強大的併購後資源整合能力，幫助收購院校迅速提升運營效率



資料來源：公司及招銀國際預測

估值

首次覆蓋，給予「買入」評級。基于 DCF 估值以及同業比較，我們預測希望教育的估值為 108 億港元（相當于 18.4 倍 FY19E 市盈率），即每股 1.62 港元。

(1) DCF 估值

鑒于學校經營能夠產生長期穩健的現金流，故而採用 DCF 模型作為首選估值法。根據 1.80% 的無風險利率、14.40% 的風險溢價以及結合 Beta 值 1.20，推算出 WACC 為 15.3%。基于 15.3% 的 WACC 及 3% 的長期增長率假設，求得公司 DCF 估值結果為 1.62 港元，相當于公司 FY19E 調整後每股盈利的 18.4 倍，首次評級買入。

圖 6: DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (百万人民币)	高速成長期					穩定成長期				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
現金流量預測										
息稅前利潤	643	814	977	1,143	1,308	1,469	1,622	1,766	1,899	2,021
實際稅項	(39)	(51)	(61)	(71)	(196)	(220)	(243)	(265)	(285)	(303)
折舊與攤銷	105	109	110	111	112	113	113	114	114	115
營運資本	157	173	175	176	178	180	182	184	185	187
資本開支	(500)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)	(350)
自由現金流量	366	696	851	1,010	1,052	1,191	1,324	1,448	1,564	1,670
自有現金流同比增速	84%	90%	22%	19%	4%	13%	11%	9%	8%	7%
折合至 2018 年的現金流量	318	524	556	572	517	508	490	465	435	3,790
永續期折現值										14,021

基本參數

WACC	15.3%
稅率	15.0%
無風險利率	1.80%
債務成本	6.0%
Beta	1.20
風險溢價	14.4%
權益成本	16.9%
目標債務/(權益+債務)	14.0%
長期增長率	3.0%
債券價值	1,265

公司價值計算

現金流折現	8,373
減：淨金融負債	(1,170)
減：少數股東權益	30
股本價值	9,513
匯率	0.88
公司估值 (百万港元)	10,810.2
目標價 (港元)	1.62

		WACC					
		~	13%	14%	15%	16%	17%
長期增長率	1.5%	1.88	1.72	1.55	1.47	1.37	
	2.0%	1.92	1.75	1.57	1.49	1.38	
	2.5%	1.96	1.78	1.60	1.51	1.40	
	3.0%	2.00	1.81	1.62	1.53	1.42	
	3.5%	2.05	1.85	1.65	1.55	1.44	
	4.0%	2.11	1.89	1.68	1.58	1.45	
	4.5%	2.17	1.94	1.71	1.60	1.48	

資料來源：公司、彭博及招銀國際預測

(2) 同業比較分析

考慮上市公司經歷市場檢驗後估值相對客觀，採用可比公司估值法作為公司估值對比分析。我們選用了八家港股上市教育公司，平均 FY19E 市盈率為 13.9 倍。公司估值的 18.4 倍 FY19E 市盈率相較行業平均有 32% 的溢價。考慮公司改善利用率及提升學費後帶來的出眾收入增長潛力，我們認為公司目標價溢價合理。

此外，我們認為教育板塊自《民促法送審稿》調整後，目前估值已處於低位。建議靜候《民促法》送審稿後的進一步政策出臺，若政策明朗化，將有助於板塊估值重塑。

圖 7: 同業比較

公司名稱	股票代碼	市值		股份	會計年度	EPS			PE			FY0-2 EPS CAGR
		(百萬美元)	貨幣			FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	
海外同業												
大峽谷教育(Grand Canyon Edu)	LOPE US	5,807	USD	120.4	12/2017	4.88	5.13	5.76	24.7	23.5	20.9	9%
好未來	TAL US	13,422	USD	23.7	02/2018	0.55	0.83	1.21	42.8	28.5	19.6	48%
斯特雷耶教育(Strayer Edu)	STRA US	2,854	USD	131.5	12/2017	4.28	5.90	7.23	30.7	22.3	18.2	30%
達內科技	TEDU US	462	USD	8.4	12/2017	-3.64	1.74	4.66	NA	33.4	12.5	NA
好未來	EDU US	10,031	USD	63.2	05/2018	2.88	3.69	4.61	28.8	22.0	17.1	27%
平均						1.79	3.46	4.69	31.8	25.9	17.7	28%
香港同業												
K12+國際教育												
楓葉教育	1317 HK	1,193	HKD	3.1	12/2017	0.19	0.23	0.27	14.6	11.9	10.2	20%
成實外教育	1565 HK	1,812	HKD	4.6	12/2017	0.13	0.17	0.21	31.3	24.2	19.2	28%
宇華教育	6169 HK	1,233	HKD	3.0	08/2017	0.17	0.22	0.25	15.6	12.0	10.5	22%
睿見教育	6068 HK	816	HKD	3.1	08/2017	0.16	0.20	0.26	17.9	13.6	10.8	29%
平均						0.16	0.21	0.25	19.9	15.5	12.7	24%
高等教育												
新高教教育	2001 HK	732	HKD	3.9	12/2017	0.22	0.29	0.38	16.1	11.8	9.1	33%
中教控股	839 HK	2,268	HKD	8.6	12/2017	0.33	0.45	0.52	23.0	17.1	14.8	25%
民生教育	1569 HK	666	HKD	1.3	12/2017	0.09	0.11	0.13	12.9	10.2	9.1	19%
新華教育	2779 HK	427	HKD	2.1	12/2017	0.15	0.18	0.22	12.2	10.2	8.5	20%
平均						0.20	0.26	0.31	16.0	12.3	10.3	24%
香港同業平均						0.18	0.23	0.28	17.9	13.9	11.5	24%
香港同業平均(剔除成實外)						0.19	0.24	0.29	16.0	12.4	10.4	24%
總平均						0.80	1.47	1.98	22.5	18.5	13.9	26%

資料來源：彭博及招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	487	614	752	1,065	1,293	1,542
学费	400	502	621	890	1,072	1,279
住宿费	41	50	63	86	109	130
其他	46	62	68	89	111	133
销售成本	(240)	(305)	(392)	(533)	(617)	(707)
毛利	247	310	360	532	676	835
销售费用	(35)	(33)	(29)	(35)	(34)	(35)
管理费用	(56)	(70)	(89)	(180)	(110)	(119)
其他营运收入(支出)	7	25	66	89	110	133
经营利润	162	232	308	407	643	814
财务收入	12	3	19	7	12	14
财务费用	(108)	(77)	(145)	(163)	(103)	(105)
其他收入	1	3	47	-	-	-
税前利润	68	161	229	251.1	552	722
所得税	(4)	(5)	(20)	(18)	(39)	(51)
非控制股东权益	0	(0)	(2)	-	-	-
归属股东净利润	64	156	212	234	513	672
调整后净利润	64	156	212	308	516	675

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,271	2,957	4,416	4,795	5,165	5,381
物业、厂房及设备	1,661	2,219	3,195	3,596	3,991	4,232
土地租賃費用	421	445	595	587	577	567
商譽	53	53	481	481	481	481
无形资产	117	216	119	104	90	75
预付款	15	18	18	18	18	18
合营公司投资	5	6	8	8	8	8
流动资产	1,395	1,631	1,036	3,907	4,198	4,816
现金及现金等价物	92	143	181	3,035	3,322	3,935
应收贸易款项	10	0	-	-	-	-
预付款, 存款和其他应收	93	72	121	139	143	148
关连款项	1,169	1,259	733	733	733	733
抵押存款	30	157	-	-	-	-
流动负债	2,063	2,455	2,098	2,325	2,487	2,665
借債	618	834	614	614	614	614
应付贸易账款	587	614	732	732	732	732
应付稅項	31	35	54	54	54	54
关连款项	523	576	155	155	155	155
递延收益	304	396	544	771	932	1,110
非流动负债	1,479	1,652	2,817	2,501	2,115	2,099
递延收入	513	584	629	618	605	589
借債	944	795	1,265	1,865	1,492	1,492
递延稅項	-	-	11	11	11	11
可轉債	15	15	629	-	-	-
认沽期權	-	251	276	-	-	-
其他應付款	7	7	7	7	7	7
少数股东权益	2	32	30	30	30	30
股东权益	250	495	679	4,018	4,904	5,576
净资产总值	248	463	649	3,988	4,874	5,546

資料來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	68	161	229	251	552	722
折舊和攤銷	73	89	111	114	120	124
營運資金變動	28	118	65	210	157	173
其他	0	0	0	0	0	0
經營活動所得現金淨額	278	446	501	715	887	1,066
購買固定資產、無形資產及土地	(249)	(292)	(925)	(500)	(500)	(350)
其他	(359)	(90)	(40)	2	2	2
投資活動所得現金淨額	(609)	(382)	(965)	(498)	(498)	(348)
資本變化	-	-	-	2,800	-	-
淨銀行借貸	307	67	207	-	-	-
其他	54	(81)	296	(163)	(103)	(105)
融資活動所得現金淨額	361	(14)	503	2,637	(103)	(105)
現金增加淨額	30	50	39	2,854	287	613
年初現金及現金等价物	62	92	143	181	3,035	3,322
年末現金及現金等价物	92	143	181	3,035	3,322	3,935
資產負債表的現金	92	143	181	3,035	3,322	3,935

資料來源：公司及招銀國際預測

關鍵比率**主要比率**

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)						
學費	82.2	81.7	82.5	83.6	83.0	82.9
住宿費	8.4	8.2	8.4	8.0	8.5	8.4
其他	9.4	10.1	9.1	8.3	8.6	8.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長 (%)

收入	NA	26.2	22.5	41.5	21.4	19.3
毛利	NA	25.6	16.2	47.8	27.1	23.5
經營利潤	NA	42.8	32.7	32.3	57.8	26.7
調整後淨利潤	NA	145.1	35.3	45.4	67.8	30.8

盈利能力比率 (%)

毛利率	50.7	50.4	47.8	50.0	52.3	54.1
稅前利率	13.9	26.1	30.5	23.6	42.7	46.8
有效稅率	5.5	2.8	8.6	7.0	7.0	7.0
調整後淨利潤率	13.1	25.5	28.1	28.9	39.9	43.8

資產負債比率

流動比率 (x)	0.7	0.7	0.5	1.7	1.7	1.8
平均應收賬款週轉天數	3.7	3.0	0.0	-	-	-
平均應付賬款週轉天數	446.4	719.8	626.0	501.1	433.2	377.7
平均存貨週轉天數	-	-	-	-	-	-
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	25.5	31.6	31.1	5.8	10.5	12.0
資產回報率	1.7	3.4	3.9	2.7	5.5	6.6

每股數據

每股盈利(人民幣)	-	-	-	0.035	0.077	0.101
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-	-

資料來源：公司及招銀國際預測

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。