

希望教育 (1765 HK)

对 2021 年度学生人数趋乐观

我们上调 2021/22 年度学生人数预测 3%/4%，净利润预测上调 3%/6%，目标价由 2.80 港元上调至 3.17 港元，对应 32.4 倍 2020 年度预测市盈率及 1 倍 PEG。我们预计公司 2020-22 年度每股盈利年均复合增长率为 32.4%，高于行业平均的 19%。相对中教控股 (839 HK, 未评级, 1.4 倍 PEG) 和宇华教育 (6169 HK, 未评级, 1.0 倍 PEG)，希望教育目前 0.8 倍 PEG 的估值不算高。维持希望教育为我们的行业首选，重申买入评级。

- **2021 年度招生前景趋乐观。**主要原因包括：1) 贵州两所大学本科学位名额 (包括专升本) 增加了 30-35%；2) 四川将其专升本名额由 12,000 个提高至 32,000 个 (同比增加 167%)，希望学院有望受惠；3) 有报道指四川报名单独招生考试的学生人数增加 30,000 人至超过 200,000 人。2019 年度希望教育共有 30% 的学生来自四川的职业学院，因此亦受益于学生人数增长。
- **天一学院 2020-21 年度学额大增。**天一学院单独招生名额大增 69% 至 7,200 个，倘若其高考统招学额与去年一样 (4,752 个)，其 2020-21 年度总学额 (11,952 个) 将超越其 2019-20 年度的学生总数 (11,521 个)。天一学院今年推出创新的工学结合班，学生可至少获得三个月工作实习机会，以及每个年度赚取大约 12,000 人民币的收入。企业将补贴部份学费，而学生的工作收入将高于学生所需缴交学费，学生毕业后亦会获优先考虑聘用。我们认为这个计划对学生来说十分吸引。
- **两所独立学院最早于 2022 年度实现转设。**5 月 18 日教育部发出公告，加快独立学院实现转设。原则上，部省合建高校举办的独立学院要率先完成转设。由于贵州大学属于此类高校，贵州大学科技学院或成为公司内率先完成转设的四所独立学院之一。另外，晋祠学院已提交转设工作计划。我们预计两家学院的管理费用占公司 2022 年度净利润 6%。
- **催化剂：**(1) 2020-21 年学生人数高于预期；(2) 收并购；(3) 独立学院转设；(4) 政策不利因素消除。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	1,030	1,331	1,607	2,235	2,847
变动 (%)	37	29	不适用	39	27
净利润 (百万元人民币)	168	490	528	731	950
经调整净利润 (百万元人民币)	320	474	585	807	1,027
经调整每股盈利 (人民币)	0.056	0.071	0.088	0.121	0.154
变动 (%)	不适用	26	不适用	38	27
市场每股盈利预测	不适用	不适用	0.093	0.121	0.136
经调整市盈率 (倍)	37.0	30.6	25.3	18.3	14.4
股息率 (%)	0.7	1.0	1.1	1.6	2.1
市净率 (倍)	13.3	10.9	13.1	16.5	18.5
净现金 (百万元人民币)	907	255	1,192	935	1,317

数据源：公司、彭博及招银国际证券预测，*2018/19 年度结算至 12 月 31 日

买入 (维持)

目标价	HK\$3.17
(此前目标价)	HK\$2.80
潜在升幅	+28%
当前股价	HK\$2.47

中国教育行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyip@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	16,494
3 月平均流通量 (百万港元)	53.27
52 周内股价高/低 (港元)	2.73/ 1.00
总股本 (百万)	6,666.7

数据源：彭博

股东结构

Hope Education Investment	62.75%
---------------------------	--------

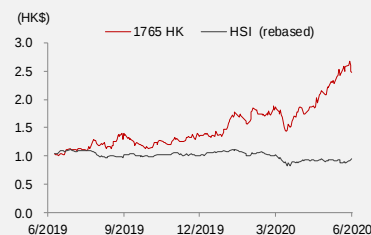
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	20.2%	16.5%
3-月	37.4%	47.8%
6-月	85.2%	98.1%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	1,030	1,331	1,607	2,235	2,847
学费	854	1,093	1,358	1,852	2,411
住宿费	85	103	97	153	178
其他	90	136	151	231	257
销售成本	(562)	(657)	(798)	(1,059)	(1,319)
毛利	467	675	808	1,176	1,527
其他收入	101	130	156	170	208
销售费用	(21)	(45)	(59)	(103)	(142)
管理费用	(111)	(152)	(220)	(329)	(433)
其它费用	(5)	(16)	(10)	(10)	(12)
息税前收益	431	591	675	905	1,148
财务收入	79	94	98	90	91
财务费用	(201)	(171)	(200)	(193)	(193)
合资企业	(2)	5	13	17	21
非经营性项目	(148)	36	13	10	10
税前利润	159	556	599	829	1,078
所得税	8	(66)	(71)	(98)	(127)
非控制股东权益	(1)	0	0	0	0
净利润	168	490	528	731	950
经调整净利润	320	474	585	807	1,027

现金流量表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	159	556	528	731	950
折旧和摊销	161	218	294	357	413
运营资金变动	249	(47)	87	385	319
其它	233	(29)	12	103	71
经营活动所得现金流	802	697	921	1,576	1,753
资本开支	(624)	(279)	(500)	(500)	(500)
收购	(15)	(447)	(56)	(936)	(401)
其它	(130)	(1,139)	1,055	(19)	(28)
投资活动所得现金净额	(769)	(1,865)	499	(1,455)	(929)
股份发行	2,705	-	5	-	-
净借贷	259	313	299	-	-
股息	-	(105)	(150)	(169)	(234)
其它	(595)	(272)	124	(208)	(208)
融资活动所得现金净额	2,369	(65)	278	(377)	(442)
现金增加净额	2,402	(1,232)	1,697	(257)	382
年初现金及现金等价物	181	3,039	829	2,526	2,270
汇兑	2,584	1,806	2,526	2,270	2,651
年末现金及现金等价物	3,039	1,690	2,526	2,270	2,651

资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	5,119	7,348	7,775	8,815	8,923
固定资产	3,448	4,564	4,903	5,664	5,838
土地租赁预付款	590	1,163	1,122	1,055	984
合资及联营公司投资	-	196	210	227	248
其它非流动资产	1,081	1,425	1,540	1,869	1,853
流动资产	3,172	3,508	3,934	3,708	4,124
现金及现金等价物	3,039	1,690	2,526	2,270	2,651
预付款	129	252	310	341	376
其它流动资产	4	1,565	1,097	1,097	1,097
流动负债	1,851	3,143	4,057	4,385	4,275
合约负债	591	806	1,803	2,157	2,418
其它应付款	637	1,176	1,148	1,121	751
借贷	527	1,003	981	981	981
应付税款	34	65	65	65	65
其它	62	91	60	60	60
非流动负债	2,280	3,149	3,031	2,956	2,873
递延收入	658	1,073	1,051	1,004	948
借贷	1,605	1,594	1,515	1,515	1,515
其它	17	482	466	438	410
净资产总额	4,160	4,565	4,620	5,182	5,899
股东权益	4,157	4,562	4,616	5,178	5,895
少数股东权益	3	3	4	4	4

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
学费	83.0	82.1	84.5	82.8	84.7
住宿费	8.3	7.7	6.1	6.8	6.3
其他	8.7	10.2	9.4	10.3	9.0
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.4	50.7	50.3	52.6	53.7
息税前利润率	41.9	44.4	42.0	40.5	40.3
有效税率	31.1	35.6	11.8	11.8	11.8
净利润率	(4.9)	11.8	36.4	36.1	36.1
派息比率	31.3	31.7	32.0	32.0	32.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.7	1.1	1.0	0.8	1.0
资产周转率(x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
净现金(百万元人民币)	907	255	1,192	935	1,317
回报率(%)					
经调整资本回报率	13.3	10.9	13.1	16.5	18.5
经调整资产回报率	4.6	4.9	5.3	6.7	8.0
每股数据(人民币)					
经调整每股盈利(人民币)	0.056	0.071	0.088	0.121	0.154
每股股息(人民币)	0.015	0.023	0.025	0.035	0.046
每股净资产(人民币)	0.624	0.684	0.692	0.776	0.884

数据源：公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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为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法律责任。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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。