

希望教育 (1765 HK)

1H19 業績良好，預期 FY20-21E 每股盈利年均增長 31%

1H19 業績良好，經調整淨利潤同比增長 34%，毛利率同比改善了 3.8 個百分點。公司公佈以 14.5 億人民幣收購銀川多所學校 100% 權益，我們預期該收購將驅動公司 FY20-21E 增長，希望教育仍是我們行業首選。

- **1H19 業績優於預期。**經調整淨利潤同比增長 34% 至 2.56 億人民幣，相當於我們 FY19E 全年預測的 57%(1H18 經調整淨利潤只佔全年的 54%)。收入增長 13%，動力來自 14% 的學生人數增長。由於成本控制得宜，毛利率令人驚喜地提升 3.8 個百分點至 53.1%，經營費用率下跌 9.4 個百分點至 13.6%，主要是股票認購權及上市費用減少。財務費用下跌 31%。
- **收購銀川多所學校。**集團公佈以 14.5 億人民幣(5.5 億人民幣收購 100% 股權、4 億人民幣承擔債務、5.5 億人民幣用作競投新校區固定資產)收購銀川多所學校 100% 權益(能源大學及其他五所學校)。該等學校總學生人數 15,108 人，FY18 收入及淨利潤分別為 2.01 億人民幣及 3,000 萬人民幣。管理層計劃將該等學校的利潤水平於 2-3 年內提升至集團水平，措施包括提升招生能力，成本控制及置換掉利率較高的貸款。有關標的獲得超過十家以上機構競購，管理層認為成功競購的原因是當地政府有部門及教育部對希望教育集團認可。我們預期該等學校是將會是集團於 FY20-21E 的重要增長動力。
- **具有充足資產用作併購。**截止 2019 年 6 月 30 日止，集團持有現金結餘 26 億人民幣，管理層預期於 FY19E 支付併購的現金支出不超過十億人民幣。我們估計 9 月份集團將收取約 16 億人民幣學宿費，集團仍具有充足財政資源用作併購。
- **估值。**我們上調 FY19/20/21E 經調整淨利潤 5%/12%/14%，以反映利潤率較預期佳及近期的多項併購，包括銀川多所學校、昆山學校及鶴壁學校。我們預測集團 FY20-21E 年均每股盈利複合增長率 31%(行業平均為 24%)。我們將目標價從 1.65 港元上調至 1.96 港元，基於 FY20E 18 倍市盈率(仍是歷史平均水平加一個標準差)，以及將估值基準推前(以前是 FY19E 21 倍市盈率)。**催化劑：**(1)政策不明朗性消除、(2)學生人數超預期、(3)併購。**風險：**教師費用大幅增加。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	752	1,030	1,329	1,784	2,053
變動 (%)	22	37	29	34	15
淨利潤(百萬元人民幣)	212	168	454	653	819
經調整淨利潤(百萬元人民幣)	183	315	474	653	819
變動 (%)	2	72	50	38	25
經調整每股盈利(人民幣)	不適用	0.056	0.071	0.098	0.123
變動 (%)	不適用	NA	28.0	37.6	25.5
經調整市盈率(倍)	不適用	20.5	17.0	12.4	9.9
股息率 (%)	不適用	1.3	1.8	2.6	3.2
市淨率(倍)	不適用	1.8	1.8	1.6	1.4
淨現金(百萬元人民幣)	(2,327)	907	705	1,015	1,609

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$1.96
(此前目標價)	HK\$1.65)
潛在升幅	+45%
當前股價	HK\$1.35

中國教育行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyp@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	9,000
3 月平均流通量(百萬元港元)	9.38
52 周內股價高/低(港元)	1.75/0.75
總股本(百萬)	6,666.7

資料來源：彭博

股東結構

Hope Education Investment	62.1%
---------------------------	-------

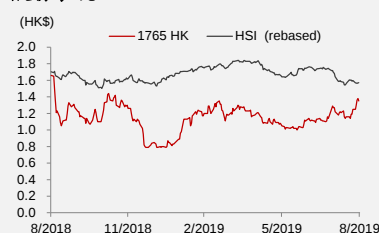
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.5%	19.8%
3-月	27.8%	35.4%
6-月	15.0%	28.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

“希望教育 - 估值在 3 年年均每股盈利複合增長率 25% 下顯得吸引” - 2019 年 3 月 27 日

圖 1 盈利預測

US\$ mn	New			Old			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	1,329	1,784	2,053	1,271	1,561	1,814	5%	14%	13%
Gross Profit	628	851	1,015	587	735	868	7%	16%	17%
Operating Profit	558	756	922	543	689	821	3%	10%	12%
Net profit	475	653	820	452	581	720	5%	12%	14%
Gross Margin	47.2%	47.7%	49.4%	46.2%	47.1%	47.8%	+1.0ppt	+0.6ppt	+1.6ppt
Operating Margin	42.0%	42.4%	44.9%	42.8%	44.1%	45.3%	-0.8ppt	-1.7ppt	-0.4ppt
Net Margin	35.7%	36.6%	39.9%	35.6%	37.2%	39.7%	+0.1ppt	-0.6ppt	+0.2ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 招銀國際與市場預測

US\$ mn	CMBI			Consensus			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	1,329	1,784	2,053	1,271	1,540	1,799	5%	16%	14%
Gross Profit	628	851	1,015	597	748	880	5%	14%	15%
Operating Profit	558	756	922	517	683	839	8%	11%	10%
Net profit	475	653	820	440	566	689	8%	15%	19%
Gross Margin	47.2%	47.7%	49.4%	47.0%	48.6%	48.9%	+0.2ppt	-0.9ppt	+0.5ppt
Operating Margin	42.0%	42.4%	44.9%	40.7%	44.4%	46.6%	+1.3ppt	-2.0ppt	-1.7ppt
Net Margin	35.7%	36.6%	39.9%	34.6%	36.8%	38.3%	+1.1ppt	-0.2ppt	+1.6ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	752	1,030	1,329	1,784	2,053
學費	621	854	1,120	1,518	1,757
住宿費	63	85	115	167	192
其他	68	90	94	99	104
銷售成本	(392)	(562)	(701)	(932)	(1,038)
毛利	360	467	628	851	1,015
其他收入	78	101	117	150	171
銷售費用	(29)	(21)	(33)	(41)	(43)
管理費用	(79)	(111)	(149)	(200)	(216)
其它費用	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
息稅前收益	328	431	558	756	922
財務收入	19	79	93	55	51
財務費用	(145)	(201)	(171)	(179)	(172)
合資企業	(2)	(2)	15	41	43
非經營性項目	29	(148)	(20)	-	-
稅前利潤	229	159	474	673	845
所得稅	(20)	8	(20)	(20)	(25)
非控制股東權益	(2)	(1)	0	0	0
淨利潤	212	168	454	653	819
經調整淨利潤	183	315	474	653	819

現金流量表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	229	159	474	673	845
折舊和攤銷	121	161	220	276	284
運營資金變動	80	249	(15)	191	172
其它	70	233	118	103	87
經營活動所得現金流	501	802	798	1,243	1,387
資本開支	(925)	(624)	(300)	(400)	(400)
收購	(750)	(15)	(499)	(515)	(50)
其它	710	(100)	70	306	38
投資活動所得現金淨額	(965)	(739)	(729)	(609)	(412)
股份發行	-	2,705	-	-	-
淨借貸	207	259	200	(20)	(20)
股息	-	-	(100)	(145)	(209)
其它	296	(595)	(171)	(179)	(172)
融資活動所得現金淨額	503	2,369	(71)	(345)	(401)
現金增加淨額	39	2,432	(2)	289	575
年初現金及現金等價物	143	181	3,039	3,037	3,326
匯兌	181	2,614	3,037	3,326	3,901
年末現金及現金等價物	181	3,039	3,037	3,326	3,901

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	4,551	5,119	6,418	6,583	6,743
固定資產	3,195	3,448	5,062	5,209	5,348
土地租賃預付款	595	590	566	551	537
合資及聯營公司投資	143	-	163	204	247
其它非流動資產	618	1,081	628	619	610
流動資產	1,044	3,172	3,631	3,486	4,077
現金及現金等價物	181	3,039	3,037	3,326	3,901
預付款	121	129	142	156	171
其它流動資產	741	4	452	4	4
流動負債	2,098	1,851	2,397	2,422	2,609
合約負債	535	591	892	1,048	1,191
其它應付款	732	637	701	750	795
借貸	614	527	527	527	527
應付稅款	54	34	34	34	34
其它	163	62	242	62	62
非流動負債	2,817	2,280	3,118	2,606	2,557
遞延收入	629	658	685	708	729
借貸	1,265	1,605	1,805	1,785	1,765
其它	922	17	628	113	63
淨資產總額	679	4,160	4,535	5,043	5,653
股東權益	649	4,157	4,532	5,039	5,649
少數股東權益	30	3	3	3	4

主要比率

截止12月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
學費	82.5	83.0	84.3	85.1	85.6
住宿費	8.4	8.3	8.6	9.3	9.4
其他	9.1	8.7	7.1	5.6	5.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	47.8	45.4	47.2	47.7	49.4
息稅前利潤率	43.5	41.9	42.0	42.4	44.9
有效稅率	24.3	30.6	35.7	36.6	39.9
淨利潤率	8.6	(4.9)	4.2	3.0	3.0
派息比率	NA	31.7	32.0	32.0	32.0
資產負債比率					
流動比率(x)	0.5	1.7	1.5	1.4	1.6
資產周轉率(x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
淨現金(百萬元人民幣)	(2,327)	907	705	1,015	1,609
回報率(%)					
經調整資本回報率	32.9	13.1	10.9	13.6	15.3
經調整資產回報率	3.6	4.6	5.2	6.5	7.8
每股數據(人民幣)					
經調整每股盈利(人民幣)	不適用	0.056	0.071	0.098	0.123
每股股息(人民幣)	不適用	0.015	0.022	0.031	0.039
每股淨資產(人民幣)	不適用	0.624	0.680	0.756	0.847

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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，並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，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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。