

睿见教育 (6068 HK)

收购揭阳学校，巩固广东大本营

❖ **收购揭阳学校，巩固广东大本营。**公司6月19日晚发布公告披露收购广东揭阳学校（华南师大粤东实验学校）65%权益，收购后学校将为全寄宿式学校，该项目将自2017年9月1日起并表。收购价格：学校9,100万（人民币·下同）+学校使用资产1.33亿。按学校整体收购价格计算，估值约为20x FY18 PE，略高于目前公司17x FY18 PE，低于行业平均PE。考虑每名学生对收购价格约5万（按4,500计），我们认为该收购价格较合理（管理层指引新建一所容量为1万名学生的学校，CAPEX约5亿元，且需2~3年实现盈利。而目标学校已初具规模、管理成熟，且前期耗资已超2.8亿。）此外，收购PB估值较集团现价一致。

❖ **收购标的：学费及学生人数提价空间较大。**目标学校成立于2000年，中考成绩表现优异，其中2016年中考该校揭阳一中、揭东一中上线学生人数高达406人。学校现拥有3,200名学生，设有小学、初中和高中部（约90%为初中生）。2016年净利润712.5万（登记为不追求合理回报，故享受税收豁免），预计2017/2018学年学生人数达4,500名，且新入学学生学费提高不少于15%，人均学杂费及住宿费高于10,000元。学校最大容量可扩至18,000名（现有建筑面积最大容量约6,000名，扩充教学楼及宿舍楼后可达约8,000名；在政府支持土地扩张后可达18,000名）。学校现有专任教师245人（包括特级教师2人，高级教师82人，一级教师126人），师生比约为1:13，略高于集团（1:16），故我们认为毛利率有较大提升空间。并购后将有集团学校老师参与合作教学，如高中部清华班由东莞市光明中学教师任教。后期招生及管理有望受益于集团口碑效应及合作办学的联动效应。

❖ **未来三年收入年均复合增长率为24.5%。**除东莞市外，集团其他学校均不受学费“两年一提”限制。我们预计FY18（即2017/2018学年）其他学校或有提价空间，其中潍坊方正实验中学学费基数较低，预计潜在提升幅度最优。在纳入收购学校财务贡献、部分学校学费提价空间及并入此前安岳学校项目后，我们上调FY18/19收入4%/5%，未来三年收入年均复合增长率为24.5%。

❖ **维持「买入」评级，上调目标价至3.22港元。**公司近期在加快学校网路扩张进程的同时，始终坚持“立足广东、多点辐射”的发展策略。在“大湾区”发展规划逐步推进之际，有望受益于政策春风、教育需求攀升的隐形利好。考虑收购学校于FY18并表，并结合东莞市外学校学费的提价空间，我们上调FY18/19调整后EPS 3%/5%，目标价从2.79港元调高至3.22港元，相当于FY18的19.3x PE，低于行业平均23.8x PE。重申「买入」评级。

财务资料

(截至8月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	568.7	700.7	912.2	1,095.5	1,351.0
调整后净利润(百万人民币)	172.7	185.8	247.7	294.8	376.7
调整后EPS(人民币)	-	-	0.12	0.14	0.18
EPS变动(%)	-	-	-	19.0	27.8
市盈率(x)	-	-	19.7	16.5	12.9
市帐率(x)	-	-	2.8	2.6	2.3
股息率(%)	-	-	1.6	2.1	2.7
权益收益率(%)	27.0	18.6	12.9	15.4	17.6
净财务杠杆率(%)	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$3.22
(此前目标价)	HK\$2.79
潜在升幅	+17.9%
当前股价	HK\$2.73

黄群

电话：(852) 3761 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	5,567
3月平均流通量(百万港元)	14.8
5周内股价高/低(港元)	2.96/1.61
总股本(百万)	2,039.2

资料来源：彭博

股东结构

刘学斌	45.6%
李素文	28.0%
HSBC	1.7%

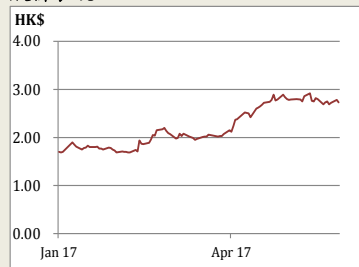
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.4%	-3.2%
3-月	26.4%	19.9%
6-月	-	-

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：

www.wisdomeducationintl.com

利润表

年结: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:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结: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:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	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
资产负债表的现金	12	104	384	250	330

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:8月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
学费	68.9	69.9	68.2	67.5	68.5
住宿费	8.9	8.6	8.4	8.3	8.5
配套服务	22.2	21.5	23.4	24.1	23.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长(%)					
收入	26.1	23.2	30.2	20.1	23.3
毛利	32.4	18.2	29.8	21.6	26.4
经营利润	46.4	11.5	29.2	23.3	26.0
净利润	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
税前利率	37.3	27.8	30.3	32.2	33.3
有效税率	14.1	20.7	19.0	15.0	15.0
净利润率	32.1	22.0	24.5	27.3	28.3
资产负债比率					
流动比率(x)	1.0	0.6	0.8	0.7	0.6
平均应收账款周转天数	24.9	14.6	14.6	14.6	14.6
平均应付帐款周转天数	334.5	234.9	234.9	234.9	234.9
平均存货周转天数	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
净负债/总权益比率(%)	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	27.0	18.6	12.9	15.5	17.7
资产回报率	6.1	6.3	7.2	9.0	10.2

每股数据

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
每股账面值(人民币)	-	-	0.848	0.937	1.051

来源: 公司及招银国际研究部预测

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于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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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上责任。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)2000 年英国不时修订之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。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为睿见教育(6068 HK) 提供过上市服务，烦请知悉。