

公司研究報告

2018 年 3 月 19 日

# 中國教育(839.HK)

張健民, CFA

研究部主管

[ivan.cheung@sinopac.com](mailto:ivan.cheung@sinopac.com)

李文傑

研究員

[mkli@sinopac.com](mailto:mkli@sinopac.com)

伍其峰

研究員

[dkfng@sinopac.com](mailto:dkfng@sinopac.com)

黃景成

研究員

[gary.wong@sinopac.com](mailto:gary.wong@sinopac.com)

股票資料

股份編號:	839.HK
市價:	HKD9.83
市值:	約 HKD192.1 億
52 周低/高位:	HKD6.24-9.9
現價市盈率:	28.65 倍
預計市盈率:	26.38 倍
建議買進價:	9.05 元
建議止蝕價:	8.45 元
預期目標價:	12.0 元

公司簡介

- 公司是一家中國大型民辦的領先高等教育集團，運營數所著名民辦高等教育機構。創辦者于先生是唯一中國民辦教育界的第九屆全國人大代表，並推動了《中華人民共和國民辦教育促進法》的出台。
- 公司經營兩所民辦學校，即江西科技學院及廣東白雲學院。加上公司最新收購了鄭州一家職業學校的 80% 股權，以及西安一家技師學院的 62% 股權，總代價為 14.3 億元（人民幣，下同），分別為集團帶來 2 萬及 2.4 萬學生。
- 截至 2017 年學年末，集團估計料今年總學生人數最少達 12 萬人，在中國民辦高等教育行業中競爭力排名領先。
- 期內營業額為 9.5 億元，按年上升 10.2%；毛利為 5.6 億元，按年急增 22.6%；毛利率為 59.0%，按年增加 6.0%；股東應佔溢利約 4.3 億元，同比升 4.0%。
- 17 年現金為 32.4 億元人民幣，沒有銀行借款（上年 2.4 億現金及 4.5 億借款）。
- 股份獲深圳證券交易所納入為深港通下的港股通股票名單，2018 年 3 月 5 日開始生效。另外該公司獲納入恒生綜合指數及其旗下之小型股指數。

圖 1：中國教育(839.HK)股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

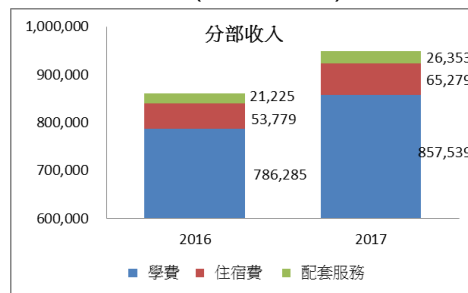
## 收入及業務增長強勁

- 2017 年年尾總收入同比增長 10.2% 至 9.5 億人民幣，要受益學費收入增長穩定（佔收入 90%），增至 8.6 億，同比上升 9.1%。主要來自學院學費同比上升 9.1%。
- 其他收入方面，住宿費佔收入 6.9% 達 6527 萬，同比上升 6.2%。配套服務收費只佔收入 2.8% 達 2635 萬，同比上升 24.2%。

## 成本控制有效及利潤增長穩定（圖 4 和 5）

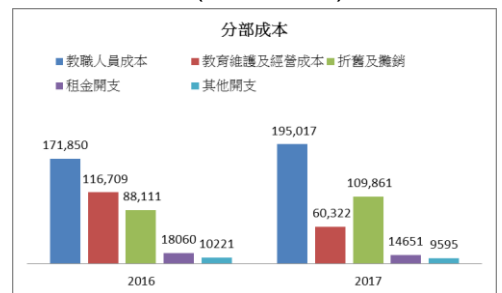
- 成本控制方面，總成本由 4.0 億元下降至 3.9 億元，同比下降了 3.7%。主要來自進修課程開支的大減 48%。進修課程開支減至六千萬，而原因是因集團更變了一些毛利率不高但高成本的課程範圍，包括合併，更變，整理或刪除該課程範圍等。
- 盈利能力方面，毛利上升 22.6% 至 5.6 億元，毛利率同比上升六個百分點至 53.0%，毛利及毛利率超出我們的預期而理想。
- 股東應佔純利同比增長 4.0% 至約 4.3 億人民幣。而除去一次性的上市費用，核心應佔純利約 4.7 億人民幣，同比增長 15.0%。每股攤薄盈利為 27.67 分人民幣，不派末期股息。集團承諾派發不少於利潤 30% 的股息，但在 2019 年才收到首次股息。
- 集團現有約 32 億元人民幣現金，亦無銀行借貸，而集團目標負債比率為 30-40%，若向銀行借貸可額外增加約 17-22 億元現金，可解作為有本錢收購其他院校。

圖 2：分部收入(人民幣千元)



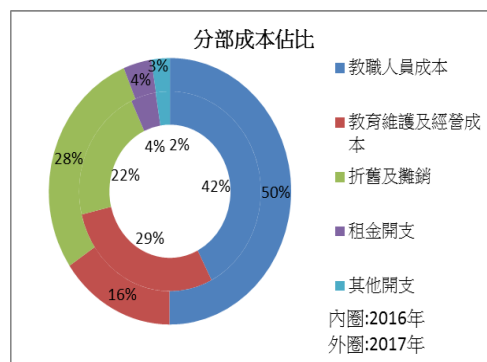
資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 3：分部成本(人民幣千元)



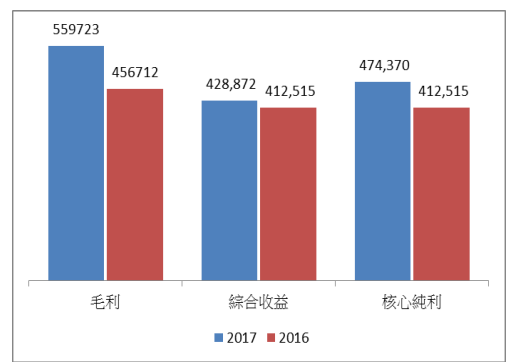
資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 4：分部成本佔比



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 5：毛利、綜合收益及核心純利



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

## 一條龍服務

- 集團現時有白雲工商技師學院、廣東白雲學院及江西科技學院。年齡由 15 至 22 歲以上；學歷由高中至碩士都可以在集團中尋找課程進修，無疑是教育一條龍服務。集團可以持續地保留學生在集團的教育產業當中，對集團持續收入有一定正面幫助。

## 擴大市佔率方向正確

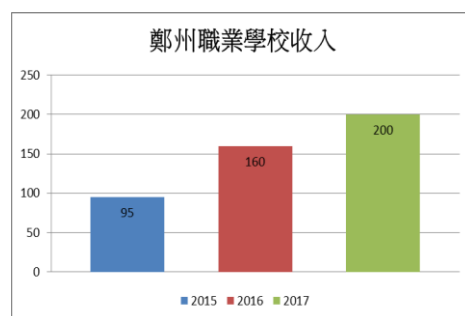
- **擴建新校區:**廣東白雲學院亦擴建新校區，新校區可容納 2.6 萬 學生，相信對集團收入有利，唯新校區第一期落成時間，將於 2018 年 9 月至 2019 年 6 月期間落成，預計起碼在 2019 年年度才能反映。
- **創造新課程迎合新時代:**集團新增了 17 個新的課程，當中包括新能源汽車科技、工業機器人技術及 VR 技術等。現時中國對這些技術都有很大需求。

## 戰略性收購計劃明確

### 戰略性收購

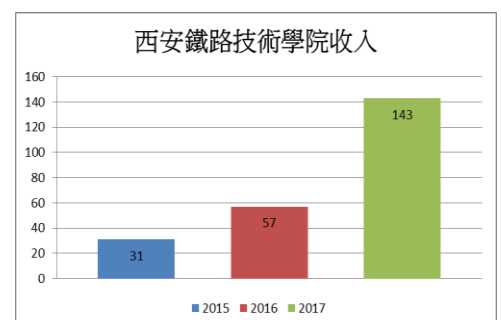
- 集團今年打算發展中部及西部的市場及規模，在業績記者會中，集團公布剛收購鄭州及西安兩所學校，於收購後，集團的學生總數將進一步增加並提高其盈利能力。
- 集團已代價 8.55 億收購鄭州一家職業學校的 80% 股權，其為中國最大班的私營職業學校，其中 1.2 億元用於轉讓股權，而 7.35 億元用於向目標公司注入額外資本，以削減鄭州學校債項並為學校持續擴建提供資金。其收入增長為 25% 達 2 億元。學校發展重心在中國國策所支持的鐵路科技科目，為集團帶來 2.4 萬額外學生。
- 而集團亦以總代價為 5.7 億元收購西安一家技師學院的 62% 股權。為集團帶來 2.0 萬學生。西安鐵路技術學院是全國最大的技術學院，位於中國中部。西安鐵路技術學院由 2015 至 2017 年的複合年均增長率為 115%，金額達 1.4 億元。集團向目標公司注入了約 1 億元額外資本以削減學校債項，提升利潤。

圖 4：鄭州職業學校收入(人民幣百萬元)



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 4：西安鐵路技術學院收入(百萬元)



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

### 背靠中國國策支持

- 在國家宏觀政策引導及扶持下，中國城市軌道交通在「十三五」期間進入蓬勃發展時期。十三五計劃目標指出 2020 年高鐵營運里程需再增 10,000 公里。
- 故未來就業市場對於軌道交通技術人才需求龐大，平均一公里的營運里程需要 11.7 個技術及營運人員支持，而西安及鄭州作為第二大及第四大的路線覆蓋城市，對於軌道交通技術人才需求更龐大。
- 因此公司收購西安學院及鄭州職業學校作貫徹公司策略發展，以全面職業培訓應付增長的軌道交通需求。

### 我們的看法

- 中國教育將受惠於收購及擴建新校區的計劃，隨着相關新校區及課程陸續實施運用，預料集團的學費收入將有不錯的增長，可以候低吸納，建議 9.05 元左右，即預期市盈率約 26.4 倍水平買入，建議止蝕價在 8.45。另外，高毛利率的教育業務增長潛力強，預料業績將會持續強勢，因此我們預期目標價暫在 12 元左右，即預期市盈率約 35.0 倍水平。
- 近年來有多間教育企業來港上市，例如新華教育集團 ( 2779 )，宇華教育 ( 6169 ) 及民生教育 ( 1569 ) 等，使更多投資者關注物中國私人教育市場的增長潛力，或會重估相關企業的價值。

表 1：損益表 (人民幣千元)

	FY17	FY16
收入	949,171	861,289
分部		
學費	857,539	786,285
住宿費	65,279	53,779
配套服務	26,353	21,225
收入成本	(389,448)	(404,577)
<b>毛利</b>	<b>559,723</b>	<b>456,712</b>
其他收入	55,919	76,506
投資收入	14,568	17,861
銷售開支	(9,676)	(9,367)
行政開支	(133,369)	(101,523)
上市開支	(45,498)	
財務費用	(18,472)	(14,889)
稅前利潤	423,195	425,300
所得稅開支	(1,730)	(1,949)
年度利潤	421,465	423,351
已終止經營業務	7,407	(10,836)
<b>總綜合收益</b>	<b>428,872</b>	<b>412,515</b>

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 2：盈利與股息 (人民幣分)

	FY17	FY16
每股盈利(基本)	27.67	28.22
每股盈利(攤薄)	27.67	不適用
每股派息	-	-

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 3：增長

	FY17	FY16
收益增長	10.2%	1.8%
毛利率	59.0%	53.0%
毛利增長	22.6%	6.2%
純利率	44.4%	49.2%

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	FY17
市盈率(倍)	27.82
市帳率(倍)	不適用

資料來源：彭博·永豐金證券(亞洲)

表 5：財務狀況表 (人民幣千元)

	FY17	FY16
<b>非流動資產</b>		
物業、廠房及設備	2,638,560	2,415,697
商譽	325,629	-
無形資產	239,547	-
預付租賃款項的已付按金	40,496	66,130
預付租賃款項	54,946	50,663
其他非流動資產	2,405	4,673
	3,301,583	2,537,163
<b>流動資產</b>		
貿易及其他應收款項	71,563	39,612
其他	55,662	1,042,178
銀行結餘及現金	3,243,144	247,133
	3,370,369	1,328,923
<b>總資產</b>	<b>6,671,952</b>	<b>3,866,086</b>
<b>流動負債</b>		
遞延收入	727,280	595,208
其他應付款項及應計開支	196,908	207,684
其他	22,929	57,057
銀行借款	-	209,936
	947,117	1,069,885
<b>非流動負債</b>		
銀行借貸	-	243,140
遞延稅項負債	59,887	-
遞延收入	25,905	25,722
	85,792	268,862
<b>負債總額</b>	<b>1,032,909</b>	<b>1,338,747</b>
<b>權益</b>		
股本及股份溢價	17	181,680
儲備	5,639,026	2,341,938
保留盈利		
	5,639,043	2,523,618
非控股權益	-	3,721
<b>權益總額</b>	<b>5,639,043</b>	<b>2,527,339</b>
<b>權益及負債總額</b>	<b>6,671,952</b>	<b>3,866,086</b>
<b>資產總額減流動負債</b>	<b>5,724,835</b>	<b>2,796,201</b>
<b>流動資產淨值</b>	<b>2,423,252</b>	<b>259,038</b>

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

## 免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

## 一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

## 根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2018 年 3 月 23 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

## 分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。