

新高教集團 (2001.HK)

內地高等教育領先者

香港 | 教育 | 公司研報

25 May 2018

投資概要

新高教集團是中國民辦高等教育其中之一的領先者。我們認為集團在未來將繼續領先，原因是在集團經營的七個省份中，其中四個的：1) 高考生人數保持穩定上升；2) 高等教育毛入學率低於全國平均，因此這省份肯定會受惠於高等教育普及和避過出生率下跌的影響。我們預計2017年、2018年的純利增長率為37%/14.3%，假設28倍PE（平均預測市盈率20倍，並加上40%溢價）得到目標價8.19港元，上升空間12.2%，給予“增持”評級。

公司概況

新高教分別在雲南、貴州、新疆、黑龍江、湖北和河南六個省份辦學，並正在甘肅興建新學校。集團學校以職業導向為主，著重應用型學科，以此令學生在工作市場上有更大競爭力，並且，透過良好校譽來吸引更多優良的高校畢業生，最後把商業模式複製到不同省份。這戰略為雲南和貴州兩校在2017年帶來98.1%的理想就業率。

圖表：集團發展概況



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

學校

新高教總部設立在北京，並在雲南、貴州、新疆、黑龍江、湖北、河南和甘肅等省擁有高等院校，其中甘肅學校正在興建，預計在2019年興建完成。

1. 雲南工商學院 (雲南學校)

學校位於雲南昆明市，是集團在2005年自行興建，並提供二十四個本科課程及二十八個應用科學專科課程，例如：理科(土木工程、計算機科學與技術、建築設計及汽車檢測與維修技術)和商科(會計、審計、財政管理及物流管理)。

2017年的在校人數為23,642人，過去四年的複合增長率約12.8%。適度的複合增長率反映雲南省的生源增長理想。此外，根據雲南教育廳，在2016年佔雲南民辦教育市場10.5%。

增持 (首次)

現價: HKD7.30

(現價截至5月23日)

目標價: HKD8.19 (+12.2%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,347
市值 (港幣百萬元):	10,447
52周 最高價/最低價 (港幣):	7.60 / 2.57

主要股東, %

李孝軒先生	55.34
平安保險	12.42

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
新高教集團	26.96	38.78	232.48
恒生指數	1.36	-1.92	20.72

股價 & 恒生指數



Source: Aastocks, Phillip Securities

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Net Sales	341	414	507	617
Net Profit	111	233	320	366
EPS, HKD	0.121	0.213	0.293	0.335
PER, x	54.29	30.73	22.42	19.61
BVPS, HKD	0.957	1.578	1.783	2.017
P/BV, x	6.86	4.16	3.68	3.25
ROE, %	18.1	17.9	17.4	17.6

Source: Company, Wind, Phillip Securities Est.

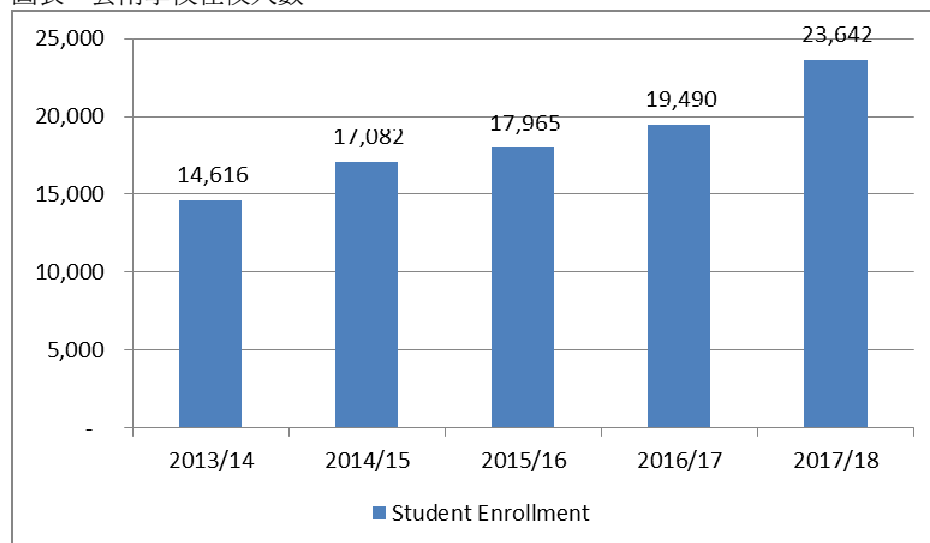
研究分析員

李學滔

(2277 6527)

terryli@phillip.com.hk

圖表：雲南學校在校人數



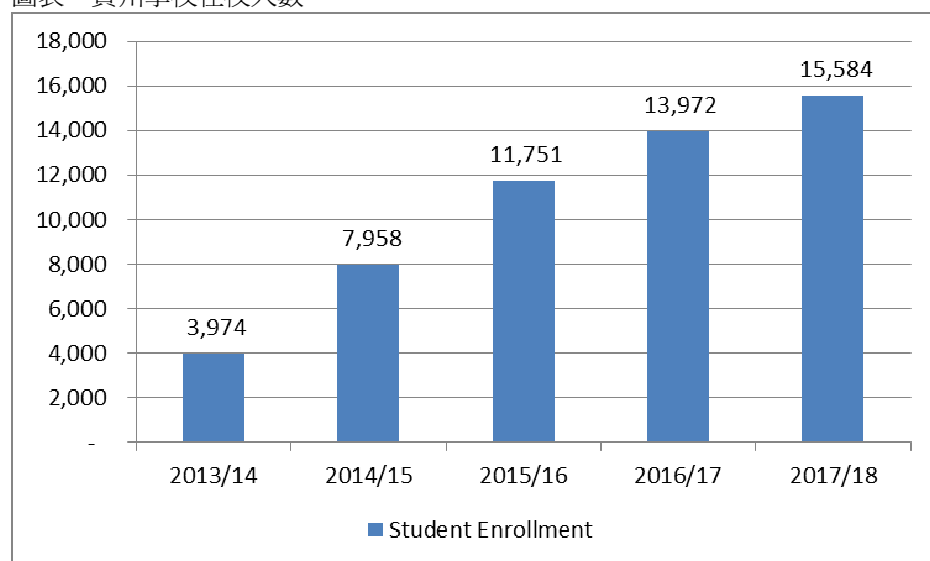
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd

2. 貴州工商職業學院 (貴州學院)

學校處位貴州貴陽市，在 2012 年開始營運，擁用六個學院一共三十個專科課程 (會計、土木工程、工商管理、設計與工程、護理及體育)。學校會安排實際培訓給被選應屆畢業生，並設立基礎教育學院負責教授計算機及大學英語等一般技能，亦提供繼續教育學院負責組織及準備課程給已參加自修生本科考試及其他所需考試的學生，以取得學士學位。

2017 年的在校人數為 15,584 人，過去四年複合增長率約 40.7%。儘管複合增長率高，但因為學校已逐漸進入成熟階段，所以近年增長已開始減慢。在 2016 年，學校約佔貴州民辦高等教育市場 3.3%。

圖表：貴州學校在校人數



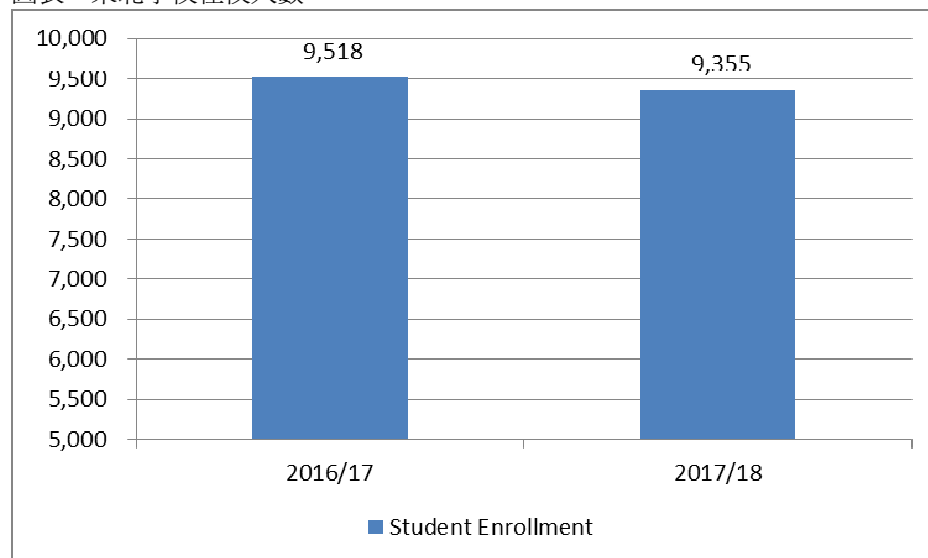
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd

3. 哈爾濱華德學院 (東北學院)

學校位於黑龍江哈爾濱，集團擁有 73.91% 股權，下設八所學院，例如：電子與信息工程、機電與汽車工程、建築與土木工程、藝術與傳媒、經濟管理、外語、服裝學院及機器人工程，合共三十六個專業。

2017 年在校人數為 9,355 人，輕微下跌 1.7%。管理層解釋由於學校正進行本科升級評估，所以目前把重點放在學生質素上。另外，以 2017 年來計，學校佔黑龍江民辦高等教育市場約 8.4%。

圖表：東北學校在校人數

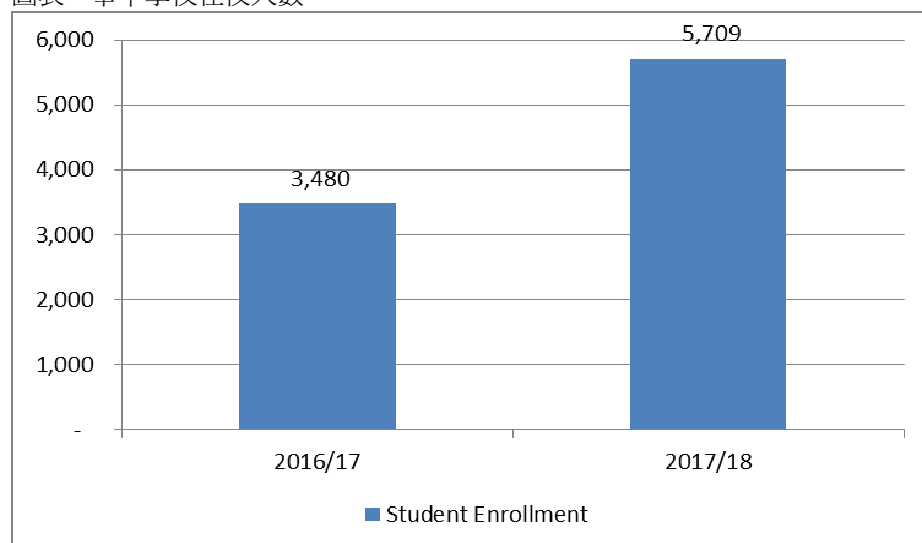


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd

4. 湖北民族學院科技學院 (華中學校)

學校設於湖北恩施市，為集團全資擁用，提供四十個本科、專科及預科教育課程，包括：醫學院、音樂、體育、電子與信息工程、建築設計、經濟和文化及媒體。2017 年在校人數為 5,709 人，同期上升 64%，並佔湖北民辦高等教育市場 1.3%。

圖表：華中學校在校人數



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd

5. 新疆財經大學商務學院 (新疆學校)

學校位於新疆庫爾勒市，集團持有 56% 股權，主要提供商業本科，包括：會計、財務管理、市場推廣、人力資源、旅遊及法律等。2017 年的在校人數為 3,746 人。而新疆最新的民辦高等教育在學人數約 34,500 人，因此，我們估計學校市佔率約 8-9%。

6. 洛陽科技職業學院 (河南學校)

集團在 2018 年 1 月正式投資位置河南洛陽市的學校，並持有 55% 股權。學校提供專科及中專課程，例如：電子商貿、信息工程、智能製造、藝術、旅遊及國際金融等。現時在校人數為 18,243 人，佔河南民辦高等教育市場 4%。

7. 西北工商職業學院 (西北學校)

集團在 2017 年 7 月開始在蘭州興建，並預計在 2019 年 9 月完成。

學費

在 2018/19 學期，雲南、貴州、華中及東北學校的平均學費為 \$11,548 人民幣，仍然落後於一般民辦高等院校的學費 (\$13,068 人民幣)。

學校	學費 (RMB)
雲南	\$12,000
貴州	\$8,500-9,000
東北	>\$13,000
華中	>\$13,000
新疆	\$11,000
河南	\$5,000-6,000 (專科) \$2,800 (中專)

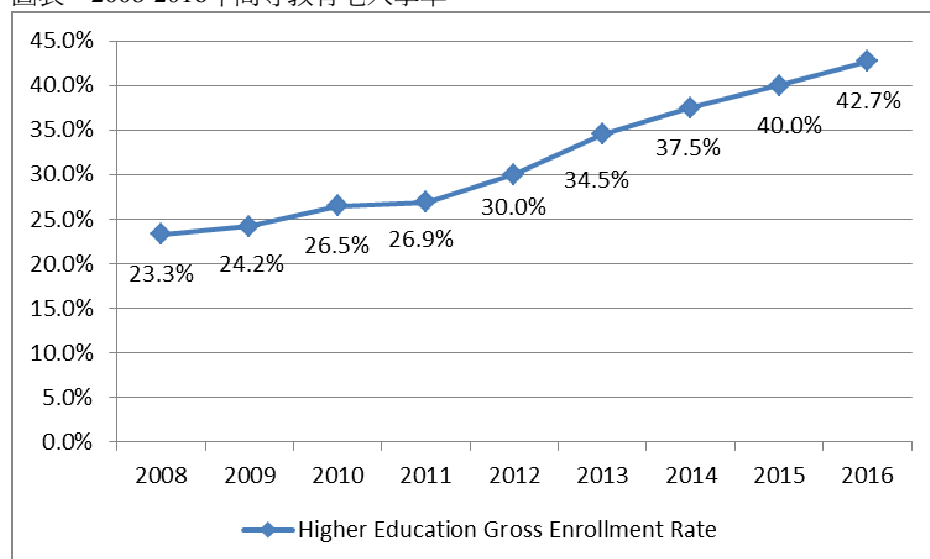
行業概況

在過去十年，由於經濟逐步發展令高等教育毛入學率提升，中國民辦高等教育發展迅速，但低出生率卻使高等教育適齡人口不斷下降，抵消了部份毛入學率增長所帶來的紅利。

內地高等教育逐步普及:

高等教育毛入學率由 2008 年的 23.3% 上升至 2016 年的 42.7%。基於中國經濟水平將繼續提升及逐步拉近和西方國家差距，我們相信高等教育毛入學率將保持上升勢頭。

圖表：2008-2016年高等教育毛入學率

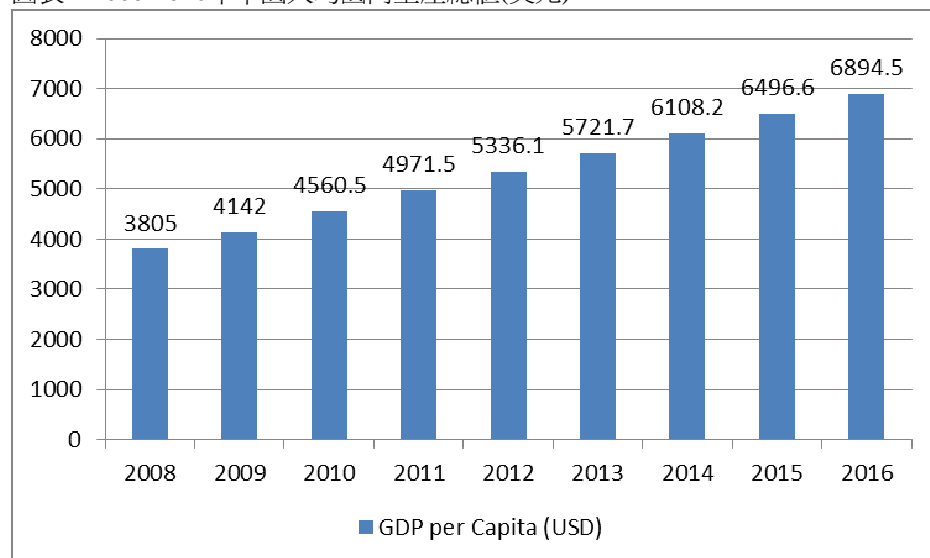


Source: Ministry of Education of the People's Republic of China, Phillip Securities (HK) Research

中國經濟水平提升

中國自從改革開放後，逐漸成為世界強國，國民亦開始富起來。中國的人均國內生產總值在2016年達到\$6,894.5美元，複合增長率約7.7%。我們預計高等教育將隨著經濟水平提升而逐步普及。

圖表：2008-2016年中國人均國內生產總值(美元)

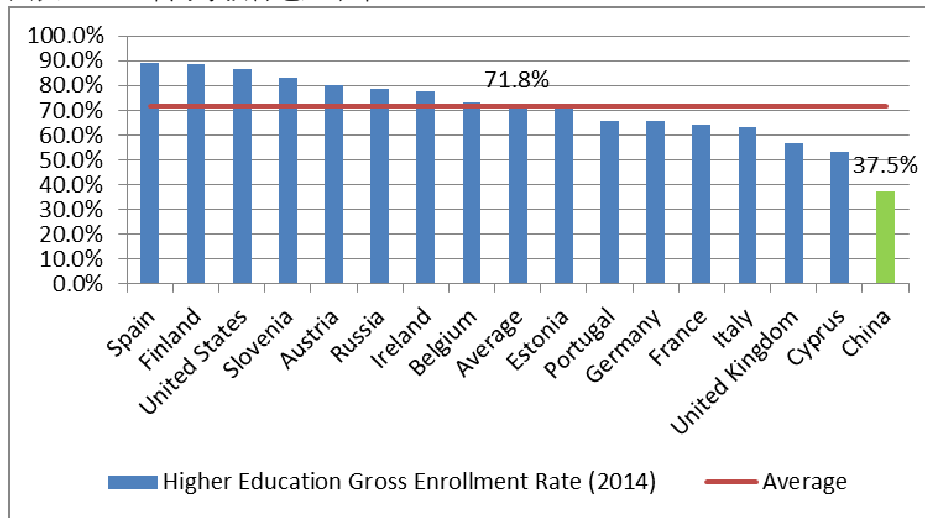


Source: The World Bank, Phillip Securities (HK) Research

仍較西方國家落後

和其他已發展西方國家比較，中國的高等教育毛入學率明顯落後，在2014年只得37.5%，而美國、英國、德國及平均則分別為86.7%、56.5%、65.5%和71.8%。隨著中國經濟繼續發展，我們預期中國高等教育毛入學率將穩步上升，並逐步和西方國家拉近。

圖表：2004年高等教育毛入學率

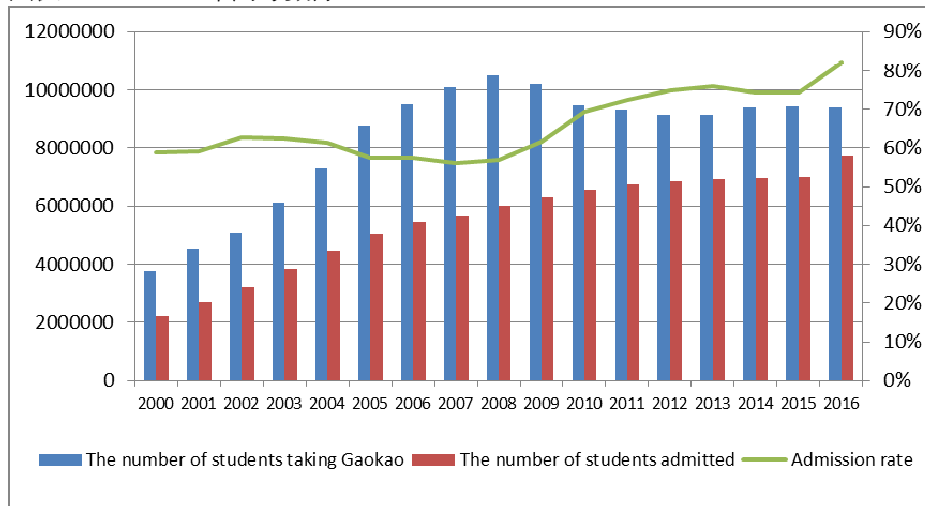


Source: The World Bank, Phillip Securities (HK) Research

高考取錄率上升，惟高考人數正下跌

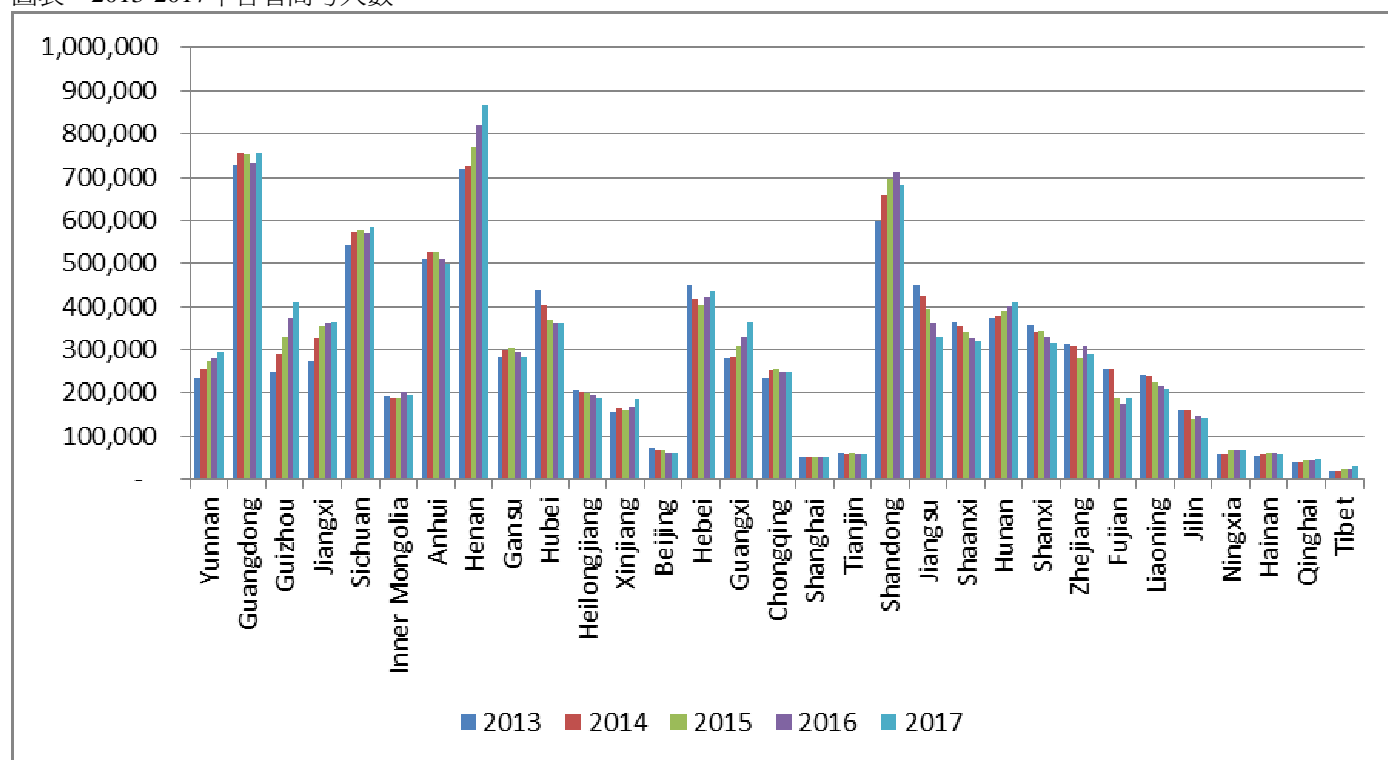
高考取錄率自2008年到2016年起由57%上升至82%，由於高等教育逐漸普及。然而，高考人數卻在2008年見頂，並維持在900萬人左右，抵消了部份取錄率所帶來的增幅。這使取錄人數實際只是以3.2%複合增長率上升(2008-2016)。可是，事實上，部份省份仍然錄得高考人數增幅，例如：雲南、貴州、江西、新疆等等。因此，我們認為未來民辦高等教育的領先者將會是那些把學校置立在這類省份的辦學團體。

圖表：2000-2016年高考數據



Source: 中國教育在線, Phillip Securities (HK) Research

圖表：2013-2017年各省高考人數



Source: 中國教育在線, Phillip Securities (HK) Research

為何選擇新高教？

基於高等教育的行業狀況，我們認為假如那些高等學校所在的省份符合1) 高考生人數保持穩定上升；2) 高等教育毛入學率低於全國平均等條件的話，當地民辦學校將會更容易在未來取得成功。

首先，為了提高高等教毛入學率，教育部已表明高考取錄率將不會下降，因此高考人數上升便代表高考取錄人數同樣上升。其次，民辦高等學校的學生生源多數來自本省，例如，雲貴兩校有90%學生皆來自本省，表示假如本省高考取錄人數上升，本省的民辦學校肯定能夠受惠。

在眾多教育股當中，新高教是現時最符合以上兩個條件的公司。在公司經營的七個省份中，其中四個（雲南、貴州、河南和新疆）都符合以上條件。

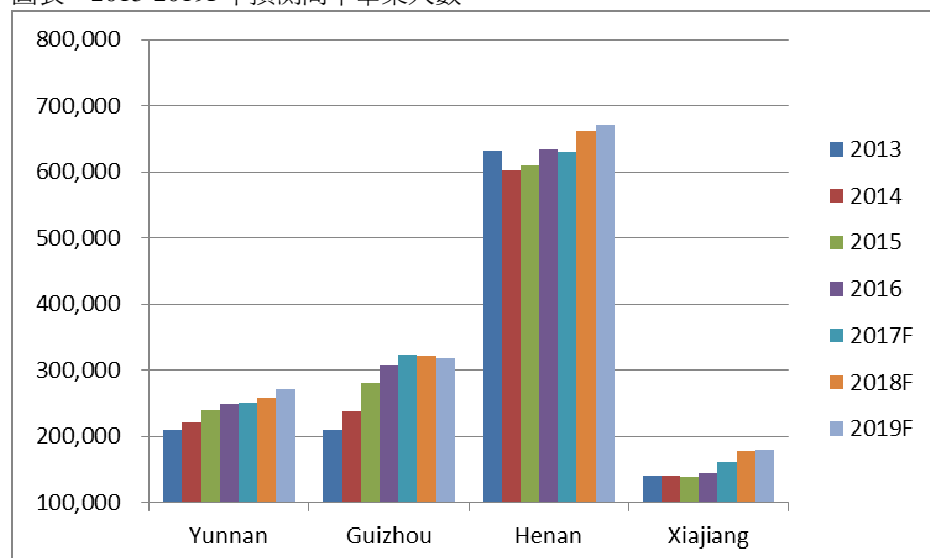
1) 高考生人數保持穩定上升

為了預測未來高考人數，高中畢業人數是一個重要的參考指標，因為他們是高考生主要來源。

我透過2016年的高一、二、三的學生人數加以調整來預測2017-2019的高中畢業生。我們相信一旦學生進入高中，他們十分大機會完成整個學業，因此高一、二、三的學生人數會是一個預測未來高中畢業生可靠的指標。

從結果來看，雲南、貴州、河南和新疆在高中畢業生都沒有出現下跌情況。雲南、河南和新疆甚至錄得上升。只有貴州增長出現放慢，在2019年約下跌1%。

圖表：2013-2019F年預測高中畢業人數



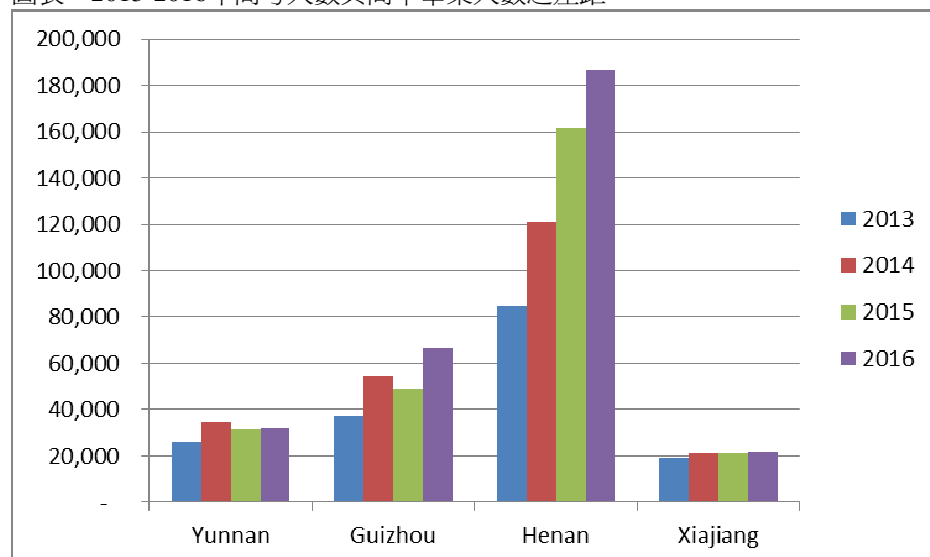
Source: Ministry of Education of the People's Republic of China, Phillip Securities (HK) Research

此外，由於部份高考人數是來自自修生，並不會計入高中畢業生，因此他們長期出現差別。有鑑於此，我們相信研究兩者之間的差距同樣是十分重要。

總體來說，除了雲南之外，貴州、河南和新疆所出現的差距都呈上升趨勢，說明愈來愈多高考生是來自高中畢業以外的來源。

隨著高中畢業生平穩，甚至上升，加上高中畢業以外的來源正不斷增加。我們相信對這四個省份作出高考人數保持穩定上升之假設實屬合理。

圖表：2013-2016年高考人數與高中畢業人數之差距



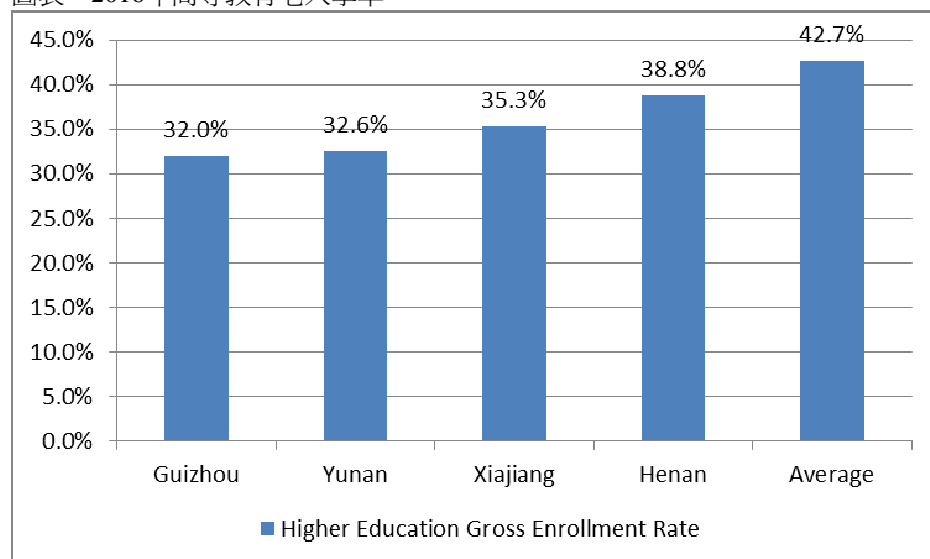
Source: 中國教育在線, Ministry of Education of the People's Republic of China, Phillip Securities (HK) Research

2) 高等教育毛入學率低於全國平均

十三五規劃中，高等教育在2020年的目標毛入學率為50%，在2016年為42.7%。在新高教已進入的省份中，貴州(32%)、雲南(32.6%)、新疆(35.3%)及河南(38.8%)的高等教育毛入學率皆低於全國平均。此外，需要注意的是高等教育毛

入學率的上升有機會是因為該省高等教育適齡人口下降。儘管如此，由於毛入學率強勁的增長，我們相信高等學校入讀人數仍然會上升。

圖表：2016年高等教育毛入學率



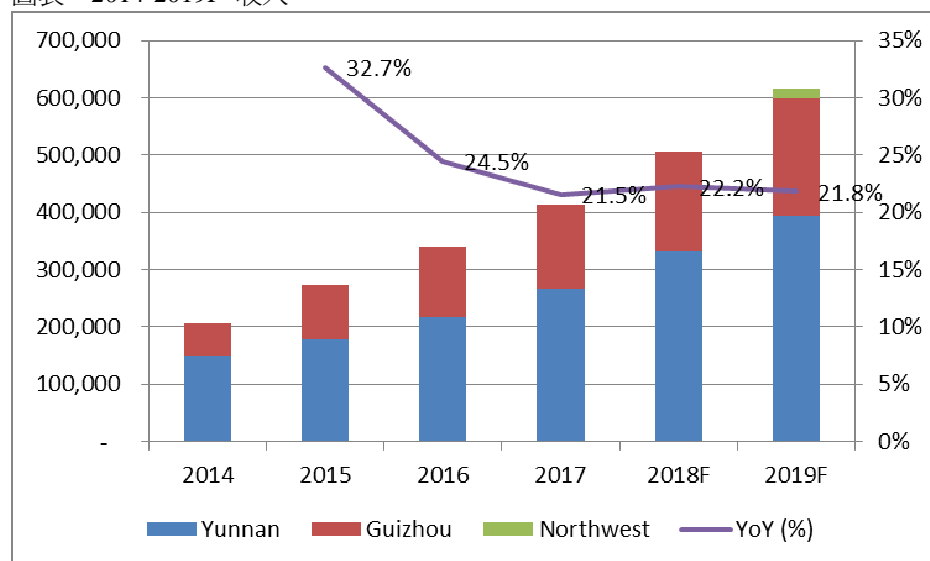
Source: Education development reports for respective provinces, Phillip Securities (HK) Research

盈利預測

收入

我們預期收入在 18/19 年將錄得 22.2%/21.8%增長，原因是雲南和貴州在學生人數和學費及寄宿費皆有不錯的升幅，加上西北學校將在 2019 年完成。這個增長假設只計算了雲南、貴州和西北三間學校，因為東北、華中、新疆及黑龍江尚未併表。但是，管理層有信心在今年內將會完成併表。

圖表：2014-2019F 收入



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

學生人數

我們預計雲南和貴州學校在未來幾年將保持現有動力，而根據我們的高中畢業人數預測估計雲南增長會比貴州稍強。另外，東北在校人數在 2018/19 年將保持

平穩，由於學校正進行本科升級評估，所以目前把重點放在學生質素方面。由於，華中及新疆學校今年並無畢業生，因此預計兩校將會有 65% 的增長。而我們的高中畢業人數預測亦估計新疆在 2019 年的增長會比華中強。此外，基於河南學校容納人數約 20,000 人，我們預期河南學校將會在 2018/19 年分別錄得 10%/2% 上升，管理層預計在 2019 年達至額滿，因此 2019 年增長率較低。最後，我們預期西北學校將會在 2019 年完工，而第一年的在學人數約為 2,000 人。

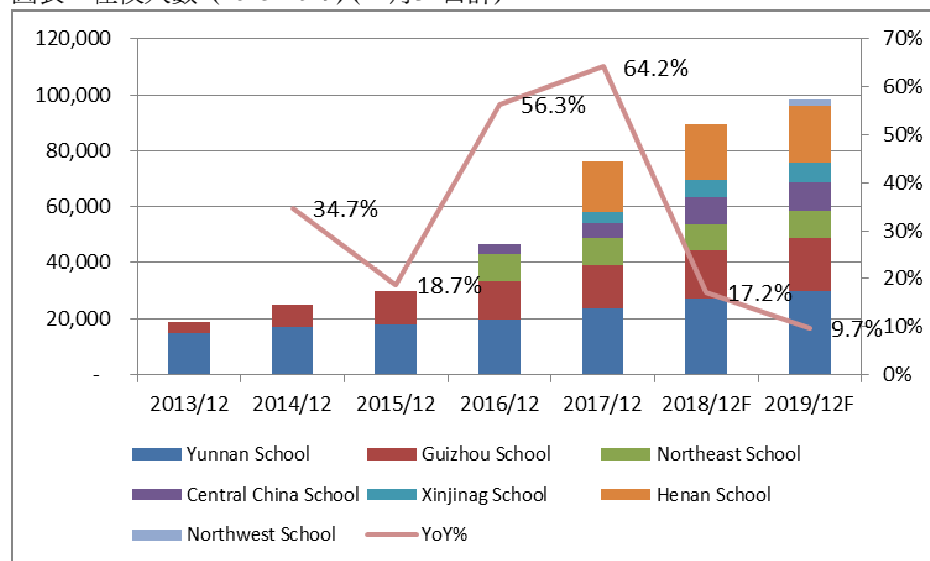
圖表：在校人數假設 (2018-2019) (12月31日計)

Student enrollment (YoY%/Number)	2018/12F	2019/12F
Yunnan School	14.0%	11.0%
Guizhou School	12.0%	9.0%
Northeast School	0.0%	0.0%
Central China School	65.0%	10.0%
Xinjinag School	65.0%	13.0%
Henan School	10.0%	2.0%
Northwest School	-	2,000

Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

我們預期合計學生人數將會在 2018 年上升 17.2% 至 89,429 人，而在 2019 年則為 9.7% 至 98,111 人。

圖表：在校人數 (2013-2019) (12月31日計)

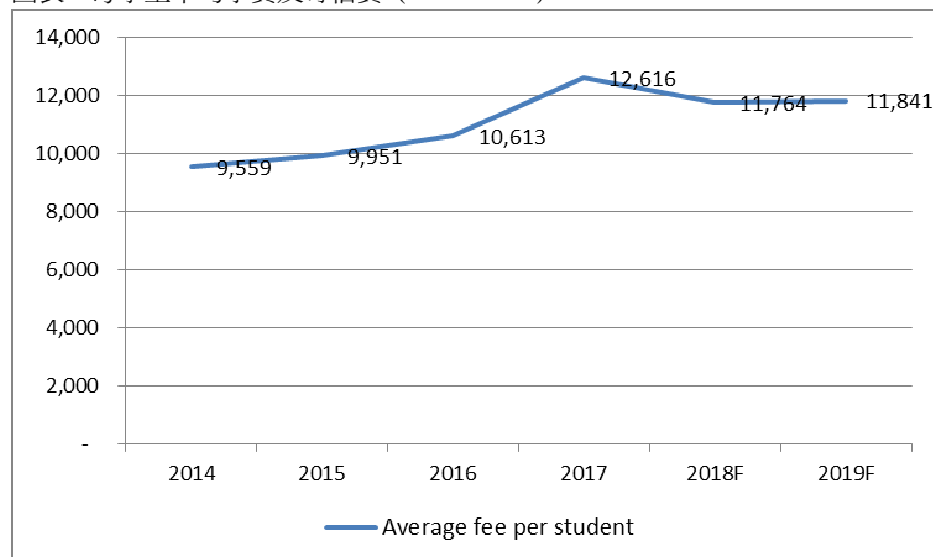


Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

學費及寄宿費

由於 2018 年投資的河南學校收費較低，所以我們預計每位學生在 2018 年平均收費將會下跌 7%，而在 2019 年則輕微回升 0.7%。

圖表：每學生平均學費及寄宿費 (2014-2019F)



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

毛利率

集團在 2017 年毛利率有顯著升幅，主要是由於收入升幅比成本升幅高。我們預期 2018/19 年的毛利率分別為 56%/56.5%，反映集團集中各學校資源後所帶來的營運效率改善。

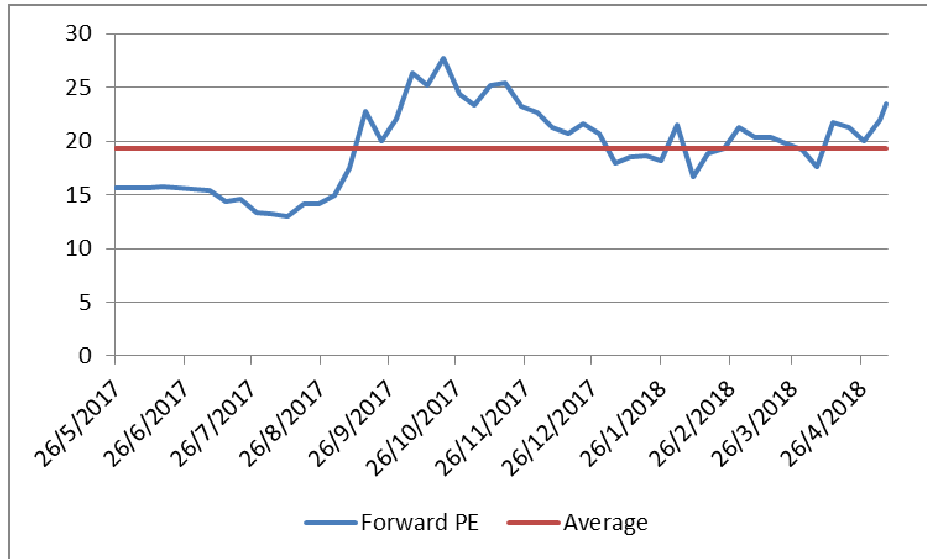
純利率

由於東北和華中學校利潤只在服務費收入反映，集團 2017 年的純利率抬高至 56.3%。我們預計在 2018/19 年的純利率為 63.1%/59.3% (假設併表尚未完成，除了雲南、貴州和西北學校以外，其他學校之利潤將全數反映在服務費收入中)。

估值

基於新高教的競爭優勢，我們給予 28 倍 PE (平均預測市盈率 20 倍，並加上 40% 溢價)，並得出目標價 8.19 港元。上升空間約為 12.2%，給予“增持”評級。(CNY/HKD = 1.233)

圖表：預測市盈率



Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

風險提示

- VIE 結構在中國被禁止
- 出生率下跌快過預期
- 新收購學校未能為集團帶來價值

財務報告

FYE DEC	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios						
P/E (X), adj	82.22	64.39	59.59	33.73	24.61	21.52
P/B (X)	17.54	19.33	7.53	4.56	4.04	3.57
Dividend Yield (%)	N/A	N/A	0.0%	0.8%	1.2%	1.4%
Per share data (RMB)						
EPS, (Basic)	0.071	0.091	0.098	0.173	0.237	0.271
EPS, (Diluted)	0.071	0.091	0.098	0.173	0.237	0.271
DPS (HKD)	0	0	0	0.057	0.088	0.100
BVPS	0.33	0.30	0.78	1.28	1.45	1.64
Growth & Margins (%)						
Grwoth						
Revenue	N/A	32.7%	24.5%	21.5%	22.2%	21.8%
EBIT	N/A	37.8%	6.7%	94.3%	28.3%	14.4%
Net Income (excluding gain/loss from discontinued operations)	N/A	32.4%	6.0%	111.1%	37.1%	14.3%
Margins						
Gross margin	48.8%	49.5%	48.0%	54.9%	56.0%	56.5%
EBIT margin	49.1%	51.0%	43.7%	69.9%	73.4%	68.9%
Net Profit Margin	39.4%	37.9%	32.9%	56.3%	63.1%	59.3%
Key Ratios						
ROE	N/A	28.6%	18.1%	17.9%	17.4%	17.6%
Income statement (RMB mn)						
Revenue	206	274	341	414	507	617
Gross Profit	101	136	164	228	284	349
EBIT	101	140	149	290	372	425
EBT	81	110	113	250	340	389
Net profit (excluding gain/loss from discontinued operations)	79	104	111	233	320	366
Minority Interest	0	(0)	0	(0)	0	0
Net profit for owners	81	104	112	233	320	366

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

匯率為 HKD/CNY 5 月 22 日成交價。

(財務資料截至 2018 年 5 月 23 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2018 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005