

中國科培 (1890 HK)

內生外延雙引擎 推動未來業績高增長
香港 | 教育行業 | 首次覆蓋

6 Aug 2020

投資概要

公司自建學院位於廣東省，地理位置優勢顯著

根據廣東省統計局，廣東省 2019 年已成為中國人口第一大省，佔中國總人口 8.23%。2019 年年末廣東常住人口為 1.15 億人，按年上升 175 萬人，這龐大的人口增長亦意味著廣東省人民對高教資源需求增加。另一方面，廣東省的高教毛入學率目前低於中國各省的平均值。根據廣東省教育研究院，廣東省 2019 年的高教毛入學率僅為 46%，而中國 2019 年的平均高教毛入學率約為 52%，在廣東省高教需求日益增長的情況下，該毛入學率差距反映出目前廣東省高教市場有著供不應求的現象。此外，根據《廣東省教育發展“十三五”規劃（2016-2020 年）》，廣東省 2020 年高教教育毛入學率需達至 50%，因此 2020 年廣東省的毛入學率將至少按年提升 4%。至於學費方面，根據國家統計局，廣東省 2020 年上半年的人均可支配收入為 20,774 元人民幣，遠高於全國平均 15,666 元人民幣。由此可見，在高教需求旺盛的情況下，廣東省的平均高教學費有望提升。

公司旗下學院的較高市場認可度及優質教學質量

公司旗下廣東理工學院的本科畢業初次就業率於廣東省名列前茅。根據廣東省教育廳，廣東省 2018 及 2019 年的平均本科畢業初次就業率分別為 93.8% 及 93.4%。而廣東理工學院於 2017/2018 學年以及 2018/2019 學年共有本科畢業生 1,023 名及 3,196 名，初次就業率分別高達 96.8% 以及 97.8%，對比廣東省平均值高出 3.0 及 4.4 百分點，充分彰顯出公司旗下本科畢業生的廣泛市場認可。

哈爾濱石油學院實屬優質資產，公司未來將繼續外延以持續實現高增長

公司於 2020 年 1 月收購哈爾濱石油學院 100% 權益。哈石油學校共有 31 個本科課程，2019/2020 年學年本科在校學生為 9,366 人，按年增長 5%。學校教育質量高，2019 年的報到率及就業率為 97.1% 及 96.2%，分別為黑龍江省民辦學院中排名第一及第二名，哈爾濱石油學院 2019 年純利約為 6,800 萬元人民幣，按年上漲 88%。該學校目前淨利率較公司自建學院的淨利率低，約 44%，未來有望可通過與廣東理工學院的協同，進一步提升。目前公司已完成學校接管，學校淨利潤可併表，但全面的資產併表則需等舉辦者變更完成後才可實現（預計舉辦者變更將於年底前完成）。綜合而言，哈爾濱石油學院絕對稱得上為優質資產，未來與公司旗下其他學院的協同效應可期。展望未來，公司未來將繼續外延以持續實現高增長。

《民促法》對公司的影響有限

《民促法》目前尚未完全落地，實施條例暫未頒布，但公司管理層認為該政策未來對公司的負面影響有限。預計該政策落地後，公司的有效稅率將從 2019 年的 0.4% 提升至 10-15%，該政策對公司業績影響有限，而且我們認為此消息已被市場投資人所消化。另一方面，該政策出台後將要求民辦教育集團需要對旗下的土地進行補地價。根據公司管理層，公司旗下自建學院（廣東理工學院、肇慶學校）的土地來源於拍賣形式，因此未來無需補地價。至於哈爾濱石油學院的土地，公司未來只需補約 1 億元人民幣的地價，且可分多年付款，故此對公司未來現金流及業績並無構成重大壓力。

估值

公司具備併購基因，且內生增長潛力較大，未來業績有望可通過內生外延雙引擎推動，快速增長。我們預計公司 2020/2021 年的每股盈利 0.31/0.36 元人民幣，我們給予公司目標價 HKD 7.20，對應 2020/2021 年淨利潤 P/E 為 21.0x/17.9x。首次覆蓋給予“增持”評級。（匯率：0.9 人民幣/港元）（現價截至 8 月 4 日）

風險：外延不如預期、教育質量下滑、政策變動、學生人數增加遜預期

增持（首次覆蓋）

現價 HKD 6.25

（現價截至 8 月 4 日）

目標價 HKD 7.20 (+15%)

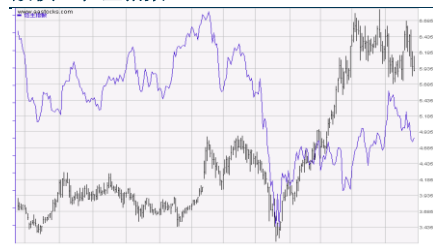
公司資料

普通股股東(百萬股):	2,001
市值(港幣百萬元):	11,266
52 周 最高價/最低價(港幣元):	6.86/3.21

主要股東 %

Qiaoge Company Limited	33.74
Chenye Company Limited	14.99
Shuye Company Limited	18.74
SKYLINE MIRACLE LIMITED	7.33

股價 & 恒生指數



Source: Aastock, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY18	FY19	FY20E	FY21E
Net Sales	576	714	1,080	1,236
Profit	342	456	617	726
EPS, CNY	0.23	0.23	0.31	0.36
P/E, x	24.5	24.7	18.2	15.5
BVPS, CNY	0.72	1.39	1.57	1.78
P/BV, x	7.9	4.0	3.6	3.2
DPS (HKD)	0.10	0.10	0.13	0.16
Div. Yield (%)	1.60	1.60	2.08	2.56

資料來源：公司，Phillip Securities Est.

研究員

趙明志 (+852 22776514)

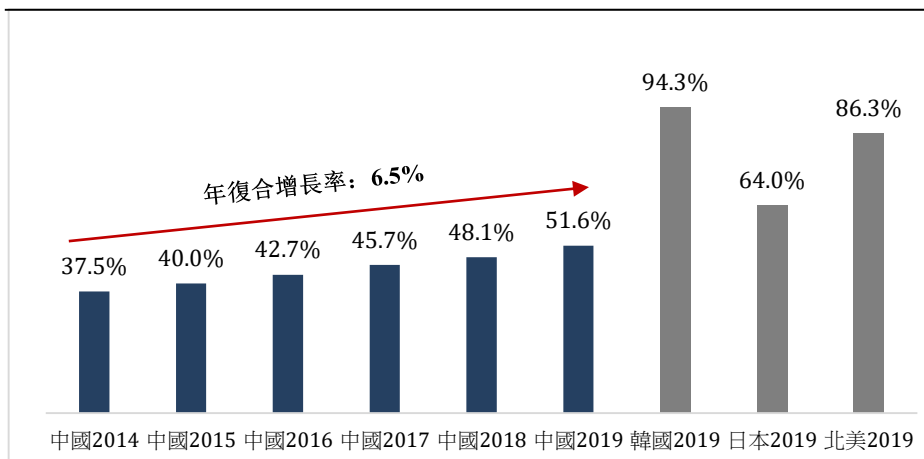
kevinchiu@phillip.com.hk

行業概況及預測

中國高等教育市場

中國高等教育院校主要可被分為兩大種類，公辦高等教育院校以及民辦高等教育院校，前者為中國國家級地區政府所成立及經營，而後者則為個人及民辦實體所成立。根據中國教育局數據以及聯合國教科文組織，中國近年的高教毛入學率有著上升的趨勢，從 2014 年的 37.5% 上升至 2019 年的 51.6%。儘管中國的高教毛入學率近年迅速增長，但仍然低於其他發達國家（韓國/日本/北美的 2019 年高等教育毛入學率分別為 94%/64%/86%），隨著中國人民對高等教育學歷的追求以及中國人均可支配收入的上升，我們預計中國高等教育毛入學率未來將繼續增長並有望趕上其他發達國家。

圖一：中國及其他發達國家高教毛入學率對比

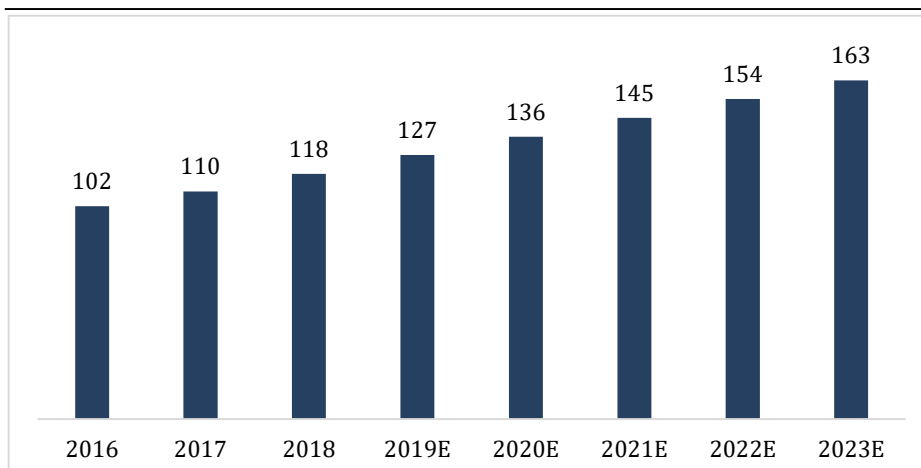


資料來源：中國教育局、聯合國教科文組織，PSHK

中國民辦高等教育市場

中國民辦高等教育可被分為三大類，民辦普通大學、民辦普通專科以及獨立學院。根據弗若斯特沙利文報告，中國民辦高等教育的總收生人數由 2014 年的 5.9 百萬人增加至 2018 年的 6.5 百萬人，複合年增長率為約 2.6%，並預期將由 2018 年的 6.5 百萬人增加至 2023 年的 6.7 百萬人，複合年增長率為約 0.5%。儘管未來的中國民辦教育收生人數增長緩慢，但隨著中國家庭的教育開支增長，中國未來的民辦高等教育收入預計將穩健上漲。根據弗若斯特沙利文報告，民辦高等教育行業的經費總收入由 2014 年的人民幣 829 億元逐步增加至 2018 年的人民幣 1,180 億元，複合年增長率為 9.2%，並預期將由 2018 年的人民幣 1,180 億元增加至 2023 年的人民幣 1,637 億元，複合年增長率為 6.8%。

圖二：中國民辦高教經費總收入（十億元人民幣）



資料來源：弗若斯特沙利文，PSHK

中國民辦高教的未來趨勢

中國民辦高等教育行業的主要發展趨勢包括以下兩項：

1) 獨立學院轉型為民辦大學

中國教育局 2020 年 5 月 18 日公佈《教育部辦公廳印發〈關於加快推進獨立學院轉設工作的實施方案〉的通知》，並要求中國各獨立學院於 2020 年底前分別制定其轉設方案，而轉設路徑為轉為民辦、轉為公辦、撤銷三類。隨着民辦教育營運商整合優質學術及資本資源的能力不斷提高，以及彼等的教育質素及認受性不斷提升，獨立學院轉型為民辦大學很可能成為主要發展趨勢。

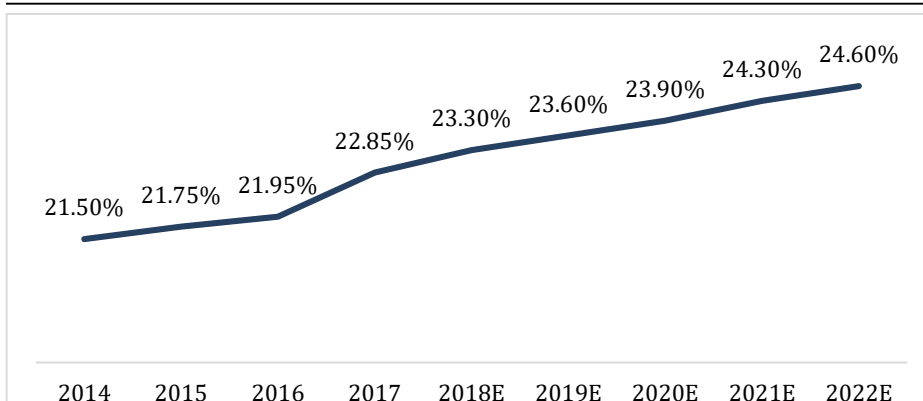
2) 行業整合

高等教育學院需投入的運營資本較大，包括師資、硬件、管理各方面，因此非上市高教學院的財力將難以與上市公司旗下的高教學院匹敵，故此非上市民辦高校未來的普遍出路分別為被收購或獨立上市。此外，行內較大參與者近年紛紛花費不少資金於併購交易上，以實現業績的高增長。儘管 2018 年 8 月份的《民促法-送審稿》提出“實施集團化辦學的，不得通過兼併收購、加盟連鎖、協定控制等方式控制非營利性民辦學校”。但目前看來，中國上市民辦高教集團的併購活動並沒有受太大限制，於送審稿出台後，仍然有著不少已上市民辦高教集團收購標的學校。另一方面，中國教育局 2020 年 5 月 18 日公佈《教育部辦公廳印發〈關於加快推進獨立學院轉設工作的實施方案〉的通知》反而增加了併購的標的學院，刺激併購交易。

按年穩健上漲的民辦高等教育滲透率

根據弗若斯特沙利文，中國民辦高等教育的滲透率從 2014 年的 21.5% 上升至 2017 年的 22.8%，預計未來將保持穩健上升的趨勢，預期於 2022 年達至 24.6%。這意味著對比公立高校，越來越多的中國學生選擇就讀於民辦高校。滲透率的預期增長主要歸根於未來中國的財政性教育開支將難以獨自滿足中國的高教需求，預計中國政府將逐漸放寬對民辦高教的限制（如近年給予廣東省民辦高教自主定價的權利）。

圖三：民辦高等教育滲透率



資料來源：弗若斯特沙利文，PSHK

疫情對中國民辦高教行業的影響

對比其他傳統行業，疫情對民辦高教行業影響甚少，主要原因為高等教育集團一般於學年初（9 月份）便收取全年學費。其次，目前絕大部分民辦高教集團已開展線上招生，因此預計疫情對明年高教集團的招生亦影響不大。另一方面，因受疫情影響，中國教育部為了穩就業，於今年 2 月份增加全國專升本的招生規模約 32 萬人，上升至 57 萬人，有利中國高教集團發展。

公司概況及競爭競爭

華南領先的民辦高教營辦商

中國科培為華南地區一家領先的民辦高等教育營辦商，專注於專業型教育。於 2019/2020 學年，公司營辦的中國學校的在校學生總數為 57,924 名。公司旗下的自建學院共兩所，分別為廣東理工學院及肇慶學校。根據近期市場研究，按新收學生及在校學生的人數計，廣東理工學院於華南地區民辦高等教育機構（獨立學院除外）中排名第一。按在校學生人數計，肇慶學校在廣東省民辦中專學校中排名第一。

廣東理工學院於 2005 年成立，主要提供本科、大專及成人教育課程。於 2019/2020 學年，廣東理工學院的在校學生總數為 50,315 名，包括就讀本科課程的 23,823 名學生、就讀大專課程的 6,833 名學生及就讀成人大學的 19,659 名學生。廣東理工學院提供 41 個專業，涉及科目領域廣泛，包括 29 個本科專業及 20 個大專專業，核心專業包括標準化管理、電氣工程與自動化、電子信息工程及機械設計。廣東理工學院 2019-2020 學年的本科課程、大專課程、在校成人大學課程以及校外成人大學課程的學費分別為 23,800、17,300、5,900-13,300 以及 680-980 元人民幣。

另一方面，肇慶學校為一所於 2000 年成立的中等職業學校，提供 12 個專業的中等職業教育，該等專業包括汽車維修、電子商務及機電技術應用。於 2019/2020 學年，其在校學生總數為 7,609 名。肇慶學校的 2019-2020 學年的中等職業教育課程學費為 7,200-11,100 元人民幣。

圖四：廣東理工學院及肇慶學校 2019-2020 年學年學生及學費

	廣東理工學院	肇慶學校
19-20 學年學費	23,800 元 (本科), 17,300 元 (大專)、5,900-13,300 元 (在校成人大學), 680-980 元 (校外成人大學)	7,200-11,000 元 (中等職業教育)
19-20 學年學生人數	50,315 名	7,609 名

資料來源：公司資料，PSHK

2020 年 1 月 13 日，公司宣佈收購哈爾濱石油學校。哈爾濱石油學校為一所於 2003 年成立的民辦普通本科院校。截止 2020 年 1 月，哈爾濱石油學校有約 9,366 名就讀本科課程的學生，物業土地使用權的總面積約 666,667 平方米。此次交易總金額約為 14.5 億元人民幣。2019 年財年哈爾濱石油學校的淨利潤約為 6,800 萬元人民幣。公司於 2020 年 3 月份已完成學校接管。

圖五：廣東理工學院、肇慶學校及哈爾濱石油學校校區

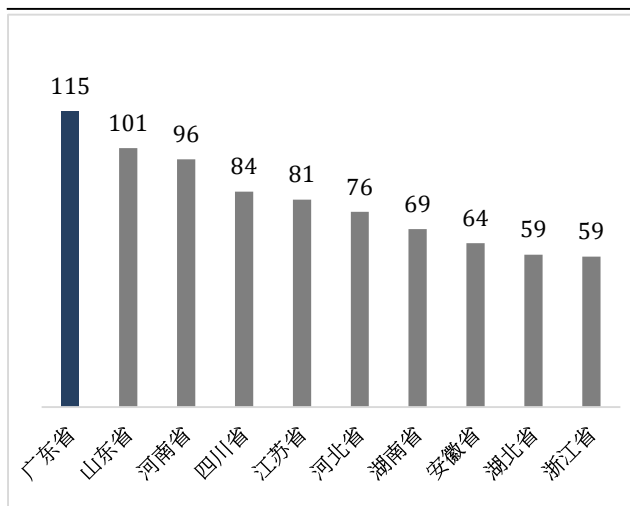


資料來源：Google

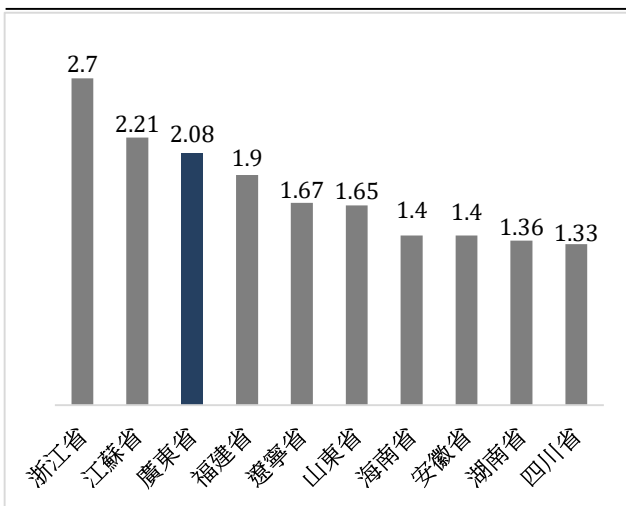
廣東省高等教育市場的明顯優勢

根據廣東省統計局，廣東省 2019 年已成為中國人口第一大省，佔中國總人口 8.23%。2019 年年末廣東常住人口為 1.15 億人，按年上升 175 萬人，其中自然增長人口為 92.38 萬人，外地淨流入人口為 82.62 萬，這龐大的人口增長亦意味著廣東省人民對高教資源需求增加。另一方面，廣東省的高教毛入學率目前低於中國各省的平均值。根據廣東省教育研究院，廣東省 2019 年的高教毛入學率僅為 46%，而中國 2019 年的平均高教毛入學率約為 52%，在廣東省高教需求日益增長的情況下，該毛入學率差距反映出目前廣東省高教市場有著供不應求的現象。此外，根據《廣東省教育發展“十三五”規劃（2016-2020 年）》，廣東省 2020 年高教教育毛入學率需達至 50%，因此 2020 年廣東省的毛入學率將至少按年提升 4%。至於學費方面，根據國家統計局，廣東省 2020 年上半年的人均可支配收入為 20,774 元人民幣，遠高於全國平均 15,666 元人民幣。由此可見，在高教需求旺盛的情況下，廣東省的平均高教學費有望提升。另外，自 2007 年，為扶持及推動廣東省高教市場的發展以緩和高等教育服務於廣東省供不應求的問題，廣東省政府已全面開放民辦高教的自主定價。

圖六：中國 2019 年 10 大人口省份（百萬人）



圖七：2019 年 10 大最高人均可支配收省份（萬元）



資料來源：國家統計局，PSHK

民促法對公司的影響有限

《民辦教育促進法修訂草案》（民促法）目前尚未完全落地，實施條例暫未頒布，但公司管理層認為該政策未來對公司的負面影響有限。預計該政策落地後，公司的有效稅率將從 2019 年的 0.4% 提升至 10-15%，因此該政策對公司業績影響有限，而且我們認為此消息已被市場投資人所消化。另一方面，該政策出台後將要求民辦教育集團需要對旗下的土地進行補地價。根據公司管理層，公司旗下自建學院（廣東理工學院、肇慶學校）的土地來源於拍賣形式，因此未來無需補地價。至於哈爾濱石油學院的土地，公司未來只需補約 1 億元人民幣的地價，且可分多年付款，故此對公司未來現金流及業績並無構成任何重大壓力。

公司旗下學院的較高市場認可度及優質教學質量

出於市場對公司所提供教育的質素及學生優異成績的認可，公司自成立起屢獲獎項且備受認可，獎項包括《廣東高等職業教育院校（民辦）競爭力十強單位》、《全國應用型人才培养工程培養基地》、《廣東省眾創空間試點單位》等。另一方面，公司旗下的廣東理工學院的本科畢業初次就業率於廣東省名列前茅。根據廣東省教育廳，廣東省 2018 及 2019 年平均本科畢業初次就業率分別為 93.8% 及 93.4%。而廣東理工學院於 2017/2018 學年以及 2018/2019 學年的共有本科畢業生 1,023 名及 3,196 名，初次就業率分別為 96.8% 以及 97.8%，對比廣東省平均值高出 3.0% 及 4.4%，充分彰顯出公司旗下本科畢業生獲得市場廣泛的認可。

專升本的擴招政策刺激公司內生增長

因受疫情影響，中國教育部為了穩就業，於今年2月份增加全國專升本的招生規模約32萬人，上升至57萬人。受惠於此政策，廣東理工學院2020學年共有3600個專升本學位，而2019年僅有390個專升本學位，最後錄取83名學生。假若2020年學年的3600個專升本學位全被錄取，廣東理工學院2020年的本科學生人數則增加3513人，以2019年的本科學費推算，該本科人數增長將為公司帶來額外8,300萬元人民幣收入，佔2019年總收入的11.7%。

校園及宿舍持續擴建以提升校園可容納學生數量

廣東理工學院已於肇慶市鼎湖區建立新鼎湖校區。第一期建築工程已於2017年9月完成，學校可容納人數增加約6,000名學生。第二期建築工程於2018年第三季度竣工，學校可容納人數增加4,000多名學生。第三期建築工程預計於2020年底前後竣工，並進一步將廣東理工學院的可容納人數增加逾3,000名學生。另一方面，公司計劃進一步改造廣東理工學院的高要校區，重點擴張此校區的宿舍。該擴建預計將於2021年為公司帶來約7,000張新增床位。我們預計廣東理工學院未來兩年的可容納人數將從2019年學年的2.9萬人增加至3.9萬人。校園及宿舍擴建為公司未來在校人數規模的上升提供了一定的支持及保障。

校企合作培訓計劃以提高學生職業前景

公司與不少廣東省知名企業合作，為公司旗下學院學生提供寶貴的實踐培訓，幫助學生於畢業後就業。通過校企計劃，企業作為外部培訓基地向學生提供實習機會，而學校則向企業提供受過良好培訓的畢業生，打造雙贏局面。未來，公司計劃將進一步擴大及豐富校企合作項目，與更多行業領先企業建立合作關係及加深與現有合作夥伴的關係。此外，公司亦設立超過100個實訓基地，使學生可以親身體驗真實的職場環境，幫助學生鞏固實踐技能及迅速適應日益增長及瞬息萬變的市場需求。公司以實踐能力為首要教學目標，使其畢業生深受市場歡迎，提升公司本科課程的初次就業率。

圖八：公司校企計劃合作夥伴



資料來源：公司資料

學生多元化的就讀選擇 - 「2+2」項目

除了基本的本科課程以及大專課程，公司亦與包括西三一大學（加拿大）、德克薩斯衛斯理大學（美國）、哈德斯菲爾德大學（英國）及中西州立大學（美國）在內的知名海外院校合作設立「2+2」項目，為其本科生及大專生提供於海外完成餘下兩年學業的機會。「2+2」項目首兩年的學費由廣東理工學院收取，而餘下兩年的學費由海外機構收取。廣東理工學院就「2+2」項目收取的學費一般高於我們普通本科及大專項目的學費，介乎每學年人民幣15,000元至人民幣30,000元。完成「2+2」項目的學生獲得海外院校及廣東理工學院頒發的學位。公司的「2+2」項目給予學生多元化的就讀選擇，提升廣東理工學院的競爭力，同時亦為公司添加一項額外收入來源。

圖九：公司「2+2」項目合作的海外學院

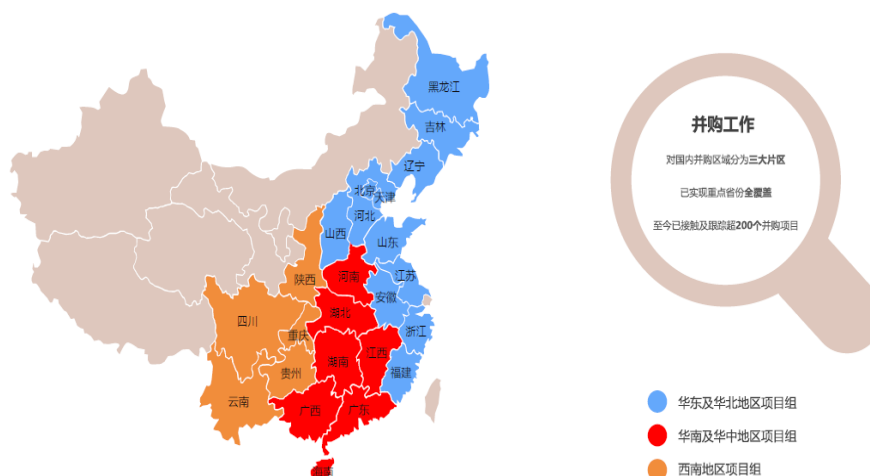


資料來源：Google

哈爾濱石油學院實屬優質資產，公司未來將繼續外延以持續實現高增長

對於民辦高教學院而言，因每年新增學生的數量有限，因此若只依靠內生增長將難以在未來持續實現高增長，近年不少較大規模的民辦高教集團紛紛以外延擴展（收購優質標的學院）來實現收入增長。公司於 2020 年 1 月收購哈爾濱石油學院 100%權益。哈爾濱石油學院擁有 1000 畝教學用地，位於哈爾濱市核心地帶，交通方便。學校共有 31 個本科課程，2019/2020 年學年本科在校學生為 9,366 人，按年增長 5%。學校教育質量高，2019 年的報到率及就業率為 97.1%及 96.2%，分別為黑龍江省民辦學院中排名第一及第二名，學校目前已有 700 餘名畢業生成功考取清華大學、中國石油大學等 985、211 高校研究生。哈爾濱石油學院 2019 年純利約為 6,800 萬元人民幣，按年上漲 88%。該學校目前淨利率較公司自建學院的淨利率低，約 44%，未來有望可通過與廣東理工學院的協同，進一步提升。學校資產負債表健康，2019 年資產負債率僅為 11%。哈石油未來學費以及學生人數亦有望提升。學校的 1000 畝地最多可容納約 2 萬學生，對比目前在校學生人數有超過 1 倍的增長空間。另一方面，學校目前的平均學費低於全省平均約 10%，未來可望提升至全省平均水平。目前公司已完成學校接管，學校淨利潤可併表，但全面的資產併表則需等舉辦者變更完成後才可實現（預計舉辦者變更將於年底前完成）。綜合而言，哈爾濱石油學院絕對稱得上為優質資產，未來與公司旗下其他學院的協同效應可期。展望未來，雖然公司今年約有 14.5 億元人民幣資金流出，但公司今年 9 月將會有新學年學費流入，且公司還有約 23 億元人民幣的浦發銀行併購授信額度，未來將有足夠資金繼續外延以持續實現高增長。公司內部已組成 3 個併購項目組，主要覆蓋不同地區的主要省份，尋求優質併購機遇。

圖十：公司的 3 個併購項目組

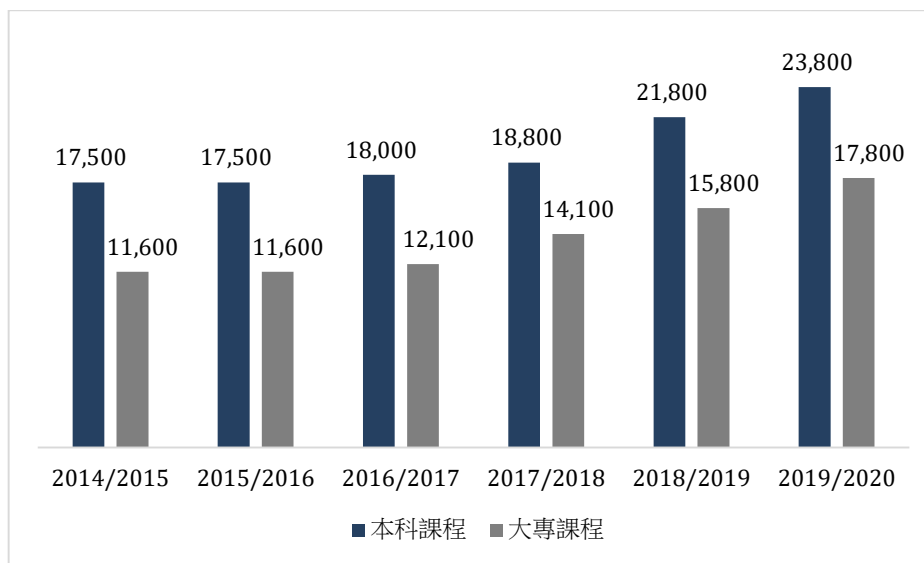


資料來源：公司資料

公司旗下學院收取的學費近年迅速上升，該趨勢未來有望維持

公司旗下學院收取的學費普遍於近年有著上升的趨勢，其中公司旗下廣東理工學院本科及大專課程的學費增幅更是驚人。我們認為公司旗下學院的學費未來仍有上升空間，主要原因為廣東省目前對高等教育的需求龐大，再加上廣東省2019年的人均可支配收入為全國第三，因此廣東省學生的支付能力較強。此外，公司旗下學院的知名度甚高，畢業生的初次就業率亦高於同行平均，故此公司旗下的學院有著較高的議價能力，促使其未來於上調學費的同時仍能維持招生競爭力。

圖十一：公司本科及大專課程學費下限（元人民幣）



資料來源：公司資料，PSHK

財務分析及預測

收入分析

公司的總收入從 2017 年的 4.55 億元人民幣上升至 2019 年的 7.14 億元人民幣，年復合增長率為 25%。其中，公司本科課程的總學費收入升幅最大，2017-2019 年的年復合增長率為 44.5%。主要因為廣東理工學院在 2014 年才成功轉型成本科學院，因此於 2018-2019 年學年前，廣東理工學院本科課程的學生尚未覆蓋課程的 4 個年級（尚未產生任何畢業生離校），導致本科總學費收入的高增長。其次，廣東省學生對高等教育的巨大需求以及廣東理工學院的高質量教學促使公司過去數年能在調高學費的同時仍能提升每年的本科的招生人數。我們相信公司未來將受惠於國家專升本擴招政策，本科人數預計於 2020 學年上升約 4517 人（包括新增的 3517 個專升本學位）或 14.7%，達至約 28340 人，而 2021 學年的本科學生增幅將回復正常，增長約 5%。另一方面，我們預計公司本科學費將按年上升 12%。基於以上預測，公司 2020/2021 年的本科收入預計分別為 6.0/7.05 億元人民幣，按年上漲 33%/18%。

另一方面，由於公司過去不斷減少學費較低的大專課程學位以騰空及投放更多資源於學費較高的本科課程，因此公司大專課程的總學費收入由 2017 年的 1.33 億元人民幣下降至 2019 年的 1.13 億元人民幣，年復合增長率為-7.5%。但我們相信公司未來將受高職專科擴招的政策影響，大專人數預計於 2020 學年/2021 學年分別上升 7%/6%。此外，我們認為大專學費將按年上升 5%。我們預計公司 2020/2021 年的大專收入分別為 1.27/1.42 億元人民幣，按年上漲 12%/11%。

哈爾濱石油學院的資產及收入預計將於年底前併入公司財報。哈石油 2019 年收入為 1.55 億元人民幣。我們預計哈石油的收入將於 2020/2021 年分別按年增長 8%/10%，達至 1.67/1.84 億元人民幣。

我們預計公司 2020/2021 年的總收入為 10.8/12.4 億元人民幣，按年增幅為 51%/15%。公司的過去及預測收入明細如下。

圖十二：公司收入明細（百萬元人民幣）

	2017	2018	2019	2020E	2021E
學費					
本科課程	215.1	330.5	449.0	598.2	705.9
大專課程	132.5	116.3	113.4	127.4	141.8
成人大學課程	21.8	27.5	42.1	71.6	85.9
專升本培訓	5.1	5.3	4.2	3.8	3.4
中等職業教育	39.0	41.5	46.9	44.5	42.3
學費總額	413.4	521.1	655.6	845.5	979.3
住宿費	36.5	44.2	52.4	60.3	66.3
其他教育服務費	5.5	10.1	6.2	6.2	6.2
哈爾濱石油學院收入				167.6	184.4
總收入	455.4	575.5	714.2	1079.6	1236.2

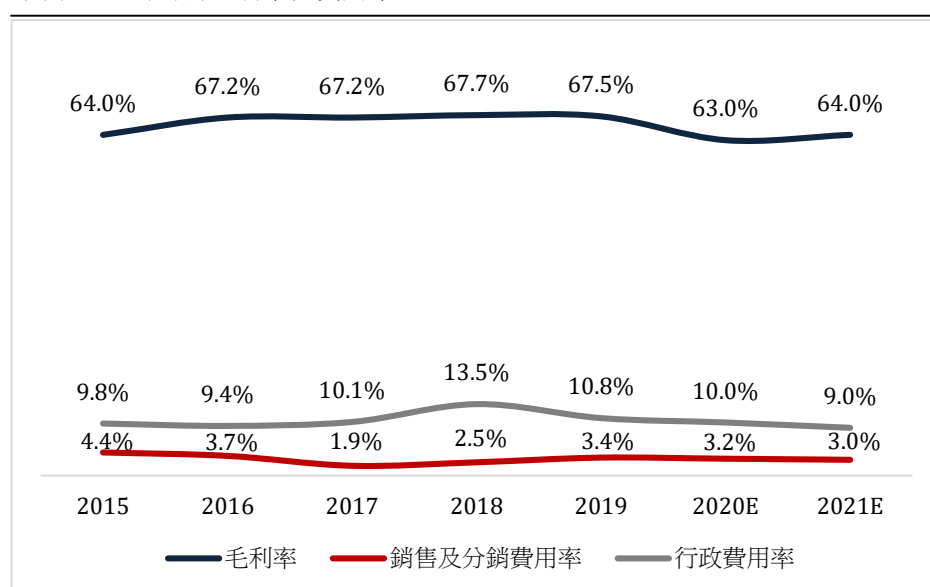
資料來源：公司資料，PSHK

成本及費用

公司過往幾年的毛利率相當穩定，介乎於 67%-68%之間。我們認為公司 2020/2021 年的毛利將低於 67%，主要原因為 2020 年併表的哈爾濱石油學院利潤率較低，因此將帶動公司整體毛利率下跌，但哈石油的利潤率未來有望可通過與公司旗下其他學院的協同，逐漸上升。基於以上原因，我們預測公司 2020/2021 年的毛利率分別為 63%及 64%。

至於費用方面，我們認為公司的銷售及分銷費用率將穩健下跌，主要原因為未來公司的廣告費用佔收入佔比有望隨著公司知名度的提升而逐漸下降，我們預測公司 2020/2021 年的銷售及分銷費用率分別為 3.2%/3.0%，按年下降 0.21/0.20 百分點。另一方面，我們認為公司 2020/2021 年的行政開支費用率將會因公司的規模效益而按年逐步下跌，分別為 10%/9%。

圖十三：公司的毛利率及費用率



資料來源：公司資料，PSHK

估值

行業平均 2020 P/E 為 18.8x，其中行業龍頭公司中教（839.HK）、宇華教育（6169.HK）以及希望教育（1765.HK）2020 P/E 分別為 30.0x、28.8x 及 27.9x。公司具備併購基因，且內生增長潛力較大，未來業績有望可通過內生外延雙引擎推動，快速增長，增長速度甚至可比美行業龍頭的水平，因此我們認為從估值上而言，公司未來的估值有望追落後，從行業的頸部水平逐漸提升至頭部水平。我們給予公司 2020 年市盈率 21x。

我們預計公司 2020/2021 年的每股盈利 0.31/0.36 元人民幣，目標價為 HKD 7.20，對應 2020/2021 年淨利潤 P/E 為 21.0x/17.9x。首次覆蓋給予“增持”評級。（匯率：0.9 人民幣/港元）（現價截至 8 月 4 日）

圖十四：同業估值

公司	股份編號	收盤價	市值	P/E			P/B		
				TTM	2020	2021	TTM	2020	2021
		(原幣)	(百萬人民幣)						
中國科培	1890 hk equity	6.25	11,266	24.5x	18.6x	15.2x	4.0x	3.2x	2.8x
中教控股	839 hk equity	15.16	27,593	34.9x	30.0x	24.8x	4.0x	3.9x	3.5x
宇華教育	6169 hk equity	7.84	23,589	47.1x	28.8x	19.4x	6.3x	5.6x	4.7x
希望教育	1765 hk equity	2.79	16,980	28.9x	27.9x	20.4x	3.7x	3.4x	3.1x
中滙集團	382 hk equity	5.94	5,450	20.0x	17.9x	14.0x	3.4x	2.8x	2.4x
華立大學集團	1756 hk equity	3.12	3,373	6.3x	11.0x	8.8x	0.6x	1.3x	1.1x
民生教育	1569 hk equity	1.11	4,218	11.8x	9.3x	7.9x	1.1x	0.9x	0.9x
新高教集團	2001 hk equity	5.72	7,942	19.8x	15.2x	12.5x	3.2x	2.7x	2.3x
中國新華教育	2779 hk equity	2.36	3,420	12.6x	10.6x	9.3x	1.3x	1.2x	1.0x
平均值				22.9x	18.8x	14.7x	3.1x	2.8x	2.4x
中位數				20.0x	17.9x	14.0x	3.4x	2.8x	2.4x

資料來源：bloomberg, PSHK（現價截至 8 月 4 日）

財務報表

財務摘要

FYE DEC	FY18	FY19	FY20E	FY21E
Valuation Ratio				
P/E ratio (x)	24.5	24.7	18.2	15.5
P/B ratio (x)	7.9	4.0	3.6	3.2
Dividend yield	1.60%	1.60%	2.08%	2.56%
Per share data (RMB)				
EPS	0.23	0.23	0.31	0.36
Book value per share	0.72	1.39	1.57	1.78
Dividend per share (HKD)	0.10	0.10	0.13	0.16
Growth & Margin				
Revenue Growth	26.4%	24.1%	51.2%	14.5%
Operating income growth	45.9%	31.1%	35.3%	17.6%
net income growth	48.1%	33.4%	35.3%	17.6%
Gross Profit Margin	67.7%	67.5%	63.0%	64.0%
Operating profit Margin	61.0%	64.4%	57.7%	59.2%
Net Profit Margin	59.4%	63.9%	57.2%	58.7%
Key Ratios				
ROE	24%	16%	20%	20%
ROA	15%	13%	16%	17%

(現價截至 8 月 4 日)

綜合損益表

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Tuition fee					
Undergraduate program	215.1	330.5	449.0	598.2	705.9
Junior college program	132.5	116.3	113.4	127.4	141.8
Adult college program	21.8	27.5	42.1	71.6	85.9
Upgrade of junior college students to undergraduate students	5.1	5.3	4.2	3.8	3.4
Secondary vocational education	39.0	41.5	46.9	44.5	42.3
Total Tuition fee	413.4	521.1	655.6	845.5	979.3
Boarding fees	36.5	44.2	52.4	60.3	66.3
Other education service fees	5.5	10.1	6.2	6.2	6.2
Harbin Institute of Petroleum				167.6	184.4
Total Revenue	455.4	575.5	714.2	1079.6	1236.2
Cost of Sale	-149.2	-185.9	-232.4	-399.5	-445.0
Gross profit	306.2	389.5	481.8	680.2	791.2
Other income and gain	8.7	58.0	81.0	85.1	89.3
Selling and distribution expense	-8.5	-14.5	-24.3	-34.5	-37.1
Administrative expense	-46.0	-77.5	-77.3	-108.0	-111.3
Other expense	-13.1	-4.6	-0.8	0.0	0.0
P/L of JV and other investment	-6.8	0.0	-0.3	0.0	0.0
Operating Profit	240.5	350.9	460.1	622.7	732.1
Finance cost	-9.6	-9.0	-1.9	-2.2	-2.5
Profit before tax	230.9	342.0	458.2	620.5	729.6
Income tax	0.0	0.0	-1.9	-3.1	-3.6
Profit for the year	230.9	342.0	456.3	617.4	726.0
share outstanding			2000.799	2000.799	2000.799
EPS (RMB)			0.23	0.31	0.36
DPS (HKD)			0.1	0.13	0.16

綜合財務狀態表

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Non current asset					
Property, plant and equipment	1,001.5	1,274.4	1,422.6	1,564.9	1,721.3
Right of use of asset	0.0	0.0	208.0	201.9	195.9
Others	161.9	329.1	349.7	1,753.2	1,729.9
Total non-current assets	1,163.4	1,603.4	1,980.3	3,519.9	3,647.2
Current asset					
Trade receivables	18.1	22.7	29.7	43.4	49.7
Cash and cash equivalents	369.1	432.9	1,111.7	45.8	393.5
Others	457.6	271.3	301.4	304.4	307.6
Total current assets	844.7	726.8	1,442.9	393.6	750.8
Total asset	2,008.1	2,330.3	3,423.1	3,913.5	4,398.0
Non current Liabilities					
Interest bearing bank loans	325.0	100.0	100.0	115.0	130.0
Others	4.8	4.0	12.2	12.2	12.2
Total non current liabilities	329.8	104.0	112.2	127.2	142.2
Current Liabilities					
Other payables and accruals	220.2	115.6	105.9	116.5	128.2
Others	289.6	678.1	415.1	522.5	574.5
Total current liabilities	509.8	793.7	521.0	639.0	702.7
Total Liabilities	839.5	897.7	633.2	766.2	844.9
Equity					
Share capital	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Reserve	1,168.6	1,432.6	2,789.8	3,147.1	3,553.0
Total Equity	1,168.6	1,432.6	2,789.9	3,147.3	3,553.1
Total liabilities and Equity	2,008.1	2,330.2	3,423.1	3,913.5	4,398.0

綜合現金流量表

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Profit before tax	230.9	342.0	458.2	620.5	729.6
change in working capital	95.5	95.8	41.9	102.2	54.1
depreciation and amortisation	38.8	57.3	72.8	74.0	80.7
Others	33.4	-11.5	-33.9	44.7	22.1
Cash flow from operating activities	398.5	483.6	539.0	841.5	886.5
Cash flow from investing	-171.0	-514.1	-413.9	-1660.2	-231.2
Cashflow from financing	55.2	67.9	543.1	-247.3	-307.6
foreign exchange effect	0.0	26.4	10.6	0.0	0.0
Cash at beginning	86.3	369.1	432.9	1111.7	45.8
Cashflow during the year	282.8	63.9	678.8	-1066.0	347.7
Cashflow at the end	369.1	432.9	1111.7	45.8	393.5

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>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

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 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

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

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 (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN

Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA

PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA

Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm