

證券業務部每周證券評論

中國楓葉教育集團有限公司 (股份代號: 01317)

China Maple Leaf Educational Systems Limited

30 OCT 2018

目標價 \$3.56

公司簡介

重點財務數據 (截至31/08/2017止)

每股基本盈利 人民幣0.3063
元

全年每股股息 人民幣0.0625
元

市盈率(x) 18.27

市帳率(x) 3.18

派息比率 40.81%

資料來源:
彭博、中國楓葉教育集團有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

中國楓葉教育集團有限公司(簡稱“楓葉教育”或“集團”)，集團於1995年在大連成立，並於2014年11月28日於香港聯合交易所主版上市。按入讀學生人數計，集團是中國領先的國際學校辦學的團體，主要提供學前教育至第十二級(「K-12」)教育。楓葉教育於國內擁有超過20年的教學經驗，主要通過中西方教育理念，於中國的21座城市(即大連、武漢、天津、重慶、鎮江、洛陽、鄂爾多斯、上海、平頂山、義烏、荊州、平湖、西安、淮安、鹽城、湖州、濰坊、海口、深圳、甘肅市及列治文市)提供優質K-12教育。於2018年3月31日，集團在中國擁有29,991名學生、2,754名教師及77所學校，包括13所高中(為十至十二年級學生而設)、21所初中(為七至九年級學生而設)、21所小學(為一至六年級學生而設)、19所幼兒園及3所外籍人員子女學校。學生當中約90%為來自中國中產階層家庭的本地人，其餘為外籍人員。而集團的高中已獲加拿大英屬哥倫比亞省(「BC省」)教育部及中國當地政府認證，可為學生提供雙語及雙課程教育。集團的高中畢業生獲授得到完全認可的BC省文憑及中國文憑。此外，集團所有的高中及楓葉教育集團均獲美利堅合眾國最大的學校認證機構AdvanceED認證。據統計數據顯示，2017/2018學年集團的高中畢業生超過83%升入海外大學及大專院校，其中超過58%的高中畢業生收到世界前100名的大學(根據楓葉大學排名)的錄取通知書。

業績回顧 (截至28/02/2018止)

截至2018年2月28日的六個月止，集團上半年的收益同比增長30.7%至6.32億元(人民幣·下同)；整體毛利同比增長29.5%至2.95億元；毛利率較去年同期的47%下跌了0.4個百分點至46.6%；股東應佔溢利同比增長30.9%至2.36億元。

財務方面，截止2018年2月28日止，集團的資產總值為47.48億元，較2017年8月31日的44.17億元，增長7.5%；負債總額為13.27億元，較2017年8月31日的19.15億元，減少30.7%；集團持有銀行結餘及現金為16.64億元，較2017年8月31日的16.49億元，提升了0.9%；集團的流動比率為1.75x，較2017年8月31日的1.11x的流動比率提升了0.64x；集團的銀行借款為4.12億元。

圖表一

業績	截至2月28日止6個月		
	2018	2017	變動%
人民幣千元			
收益	631,829	483,259	30.7%
毛利	294,536	227,357	29.5%
毛利率	46.6%	47.0%	-0.4%
股東應佔利潤	236,489	180,655	30.9%
每股基本盈利(人民幣元)	0.171	0.1355	26.2%
人民幣千元			
總資產	4,748,031	4,416,918	7.5%
總負債	1,326,792	1,915,400	-30.7%
流動比率(x)	1.75	1.11	0.64
現金及現金等價物	1,664,227	1,649,296	0.9%

資料來源: 中國楓葉教育集團有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

分部收入(人民幣千元)	截至2月28日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
學費及寄宿費	84.8%	535,788	85.5%	413,225	29.7%
- 高中	41.7%	263,511	46.4%	224,212	17.5%
- 初中	15.2%	95,906	14.6%	70,591	35.9%
- 小學	22.2%	139,980	19.2%	92,790	50.9%
- 幼兒園	3.7%	23,438	3.4%	16,225	44.5%
- 外籍人員子女學校	2.1%	12,953	1.9%	9,407	37.7%
其他	15.2%	96,041	14.5%	70,034	37.1%
- 課本	4.0%	25,200	4.3%	20,785	21.2%
- 冬夏令營	3.4%	21,564	4.3%	20,692	4.2%
- 其他教育服務	0.7%	4,435	0.2%	1,161	282.0%
- 其他	7.1%	44,842	5.7%	27,396	63.7%
總計	100.0%	631,829	100.0%	483,259	30.7%

資料來源: 中國楓葉教育集團有限公司

增加主要由於期內,入讀學生的人數增加 37.2%以及自 2016 年 9 月起若干學校的學費水平增加所致。

其他: 佔集團整體收入 15.2%的其他分部,其 2018 年上半年的收入同比增長 37.1%至 9,604 萬元。其中,課本的收入同比增長 21.2%至 2,520 萬元,冬夏令營的收入同比增長 4.2%至 2,156 萬元,其他教育服務的收入同比增長 2.82 倍至 444 萬元,而其他收入同比增長 63.7%至 4,484 萬元。集團於 2017/18 年度的學年初新增了 17 間學校,當中包括:於 2017 年 9 月,集團於加拿大 BC 省列治文開設一所高中,於陝西省西安開設一所高中,於遼寧省大連開設一所初中(為七至九年級學生而設)及一所小學(為一至六年級學生而設),於江蘇省鹽城開設一所小學,於重慶梁平開設一所初中、一所小學及一所幼兒園,於浙江省湖州開設一所初中、一所小學及一所幼兒園,於山東省濰坊開設一所初中、一所小學及一所幼兒園;另外,集團又於 2018 年 1 月,完成收購伊思頓國際教育投資(深圳)有限公司 55%股權,因此,集團的學校網絡新增一所高中、一所初中及一所小學。

截至 2018 年 2 月 28 日止,集團分別於 21 個城市擁有 77 間學校,13 間為高中、21 間為初中、21 間為小學、19 間為幼兒園及 3 間為外籍人員子女學校;入讀學生總數上升 37.2%至 28,321 人,入讀學生總數的增加主要因為集團位於淮安、平湖、西安、鄂爾多斯及義烏的學校入讀學生人數增加;及自 2017 年 9 月開始於大連、重慶、西安、濰坊、鹽城、湖州及列治文設立新學校。截至 2018 年 2 月 28 日止 6 個月,位於淮安、西安及平湖的學校入讀學生人數錄得顯著增長。學費方面,每名學生的平均學費同比下跌 4.8%至 1.97 萬元,6.6%,主要由於初中及小學學生人數佔整體學生人數較高所影響。

另外,集團學校的使用情況方面,至 2018 年 2 月 28 日止,集團學校整體的使用率較去年同期的 58.4%下跌 0.4 個百分點至 58.0%,整體使用率稍為下跌主要由於新開的 17 間學校額外增加 13,500 個床位/座位,令可容納人數顯著增加所致。

2. **五五規劃。**集團訂立的五年計劃,在計劃中集團設定了兩個核心戰略目標。第一個戰略目標與集團的基礎教育發展有關,聚焦於兩個轉型,一是培養重點從國際型人才轉向精英型人才,二是從獨立性學校向教育園區及從教育園區向大區轉型的戰略性擴張。從獨立性學校向教育園區及從教育園區向大區轉型的戰略性擴張意味著在旗下的高中所在位置附近將設立更多的初中及小學,主要的目的是旗下的高中輸送學生。從長遠來看,集團預期將建立一個小學、初中及高中入讀學生人數呈金字塔形的結構,且內部升學率將得到提升。第二個戰略目標針對有關學生基本必需品的若干行業的發展,如於校內經營食堂、超市及文化用品商店,以及銷售校服及瓶裝礦泉水。

投資要點及利好因素

現時集團仍有多個收購及建設事項在進行當中，包括：於 2018 年 1 月 25 日，集團訂立購股協議以收購海口美舍學校、海口美文學校、海口常春藤幼兒園、海口美華學校及海口市青少年服務中心的 100% 股權。該等學校／服務中心於中國海南省提供初中、小學及幼兒園教育及培訓服務。美舍前沿、美文前沿、美文學校、常春藤前沿、美華前沿、美華學校及美成智術於 2018 年 3 月 31 日的人讀學生總數將超過 33,000 人，倘收購完成後，符合集團第五個五年計劃下制定的 2017/2018 學年入讀學生人數目標；集團於 2017/2018 學年結束前在重慶及天津(泰達)學校完成建設更多宿舍及教學樓；而集團計劃於 2018/2019 學年，預期將擴張於武漢的學校，從而使 2019/2020 學年我們的可容納總人數增加 1,500 人；於 2017 年 12 月 14 日，集團與深圳市龍崗區鵬達學校訂立一份購股協議，內容有關收購伊思頓國際教育投資(深圳)有限公司 55% 股權，總代價為人民幣 8,904.5 萬元。收購事項於 2018 年 1 月完成。該校是集團於深圳市以及於廣東省的第一間楓葉學校。這是集團於中國其中一個一線城市及經濟最發達地區之一的省份建立戰略據點及打造品牌知名度以及日後於粵港澳大灣區其他城市進一步擴展其學校網絡提供良好的踏腳石；於 2017 年 1 月 15 日，集團與濟南市政府訂定合作協議，根據該協定，訂約雙方同意章丘政府應負責建設濟南楓葉國際學校，並確保建設項目於 2019 年 5 月底前竣工。集團將提供智慧財產權、品牌推廣、教師及管理隊伍以及教育體系，並負責濟南楓葉國際學校的組織及管理。預期濟南楓葉國際學校將會提供高中、初中、小學及幼兒園教育，可容納學生總人數目標為約 2,700 人；在 2018/2019 學年，集團將於澳大利亞阿德萊德開設一所高中，並於江蘇省鹽城的現有學校網絡設立一所高中及一所初中。該等新學校及校園乃按輕資產模式開設，預期將可容納總人數增加 1,900 人；於 2018 年 3 月 27 日，集團與南澳大學(University of South Australia) (「UniSA」) 簽署協議以在澳大利亞開設首所楓葉大學學校。預期將於 2019 年 2 月在 UniSA 的莫森湖(Mawson Lakes)校區開設楓葉大學學校－南澳大學(Maple Leaf University School - University of South Australia)。UniSA 乃澳大利亞領先學校之一，躋身 QS 及泰晤士高等教育(Times Higher Education)公佈的世界年輕大學排名前 50；於 2018 年 8 月 29 日，集團以人民幣 1.3 億元收購湖北省襄陽市襄陽君鵬教育諮詢 100% 股權，襄陽君鵬教育擁有 7 間幼兒園，在校學生約 1,380 名。若上述的項目完成收購或建設後，可為集團帶來共 40,480 個學生人數，進一步提升集團的收入。

最新公佈，截至 2018 年 10 月 15 日，楓葉學校入讀學生總數為 36,564 名學生。入讀學生人數較去年同期增加 30.1% 及較 2018 年 3 月 31 日增加 21.9%。集團不斷收購擴大規模，未來集團將繼續採納多重擴張策略，包括在中國及海外按輕資產模式開設更多學校、收購與集團有協同作用的學校及擴大若干使用率較高的自有學校。而集團認為，為學生設立從幼兒園升至高中的「直通車」可提高集團學校系統的效率，同時令學生在集團的高中能更好地備戰 BC 省文憑，並為前往海外大學深造作更好準備。為達成目標，集團將繼續於中國二三線城市設立更多初中及小學，規模大至可作為大區學校，向集團的高中輸送學生。預計未來就讀初中及小學學生的百分比將持續增長。除擴張中國版圖之外，集團認為海外擴張是集團長期增長策略的一部分。因為楓葉品牌學校的全球版圖可助集團在中國的招生，原因是中國父母認識到楓葉能夠為其子女提供層面更廣的教育渠道。截至 2018 年 2 月 28 日止，集團擁 16.64 億元的銀行結餘及現金，現金流充裕，有十足的能力去支持集團繼續通過收購擴大規模。

3. **教育政策** 於 2018 年 8 月 10 日，中國司法部發佈《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例(修訂草案) (送審稿)》供公眾諮詢。當中的第五條、第十二條及第四十五條，新增了在中國境內設立的外商投資企業以及外方為實際控制人的社會組織不得舉辦、參與舉辦或者實際控制實施義務教育的民辦學校；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；民辦學校應當建立利益關聯方交易的資訊披露制度。教育行政部門、人力資源社會保障部門應當加強對非營利性民辦學校與利益關聯方簽訂協定的監管，對涉及重大利益或者長期、反復執行的協議，應當對其必要性、合法性、合規性進行審查審計。

投資要點及利好因素

集團現時主要以內生及收購的方式擴展規模，若內地真的加強監管，會對集團的收入構成較大的影響。但現時該送審稿條例的發佈僅供諮詢之用，且並非為中國具有約束力的法律或法規。所以對楓葉集團的影響僅可於送審後及採納最終條例後方可判斷。

另外，國務院於8月底時印發《關於進一步調整優化結構提高教育經費使用效益的意見》指，要持續保障財政投入，全面建立生均撥款制度，保證國家財政性教育經費支出佔國內生產總值比例一般不低於4%，確保一般公共預算教育支出逐年只增不減，確保按在校學生人數平均的一般公共預算教育支出逐年只增不減。與此同時，鼓勵擴大社會投入。支持社會力量興辦教育，逐步提高教育經費總投入中社會投入所占比重。進一步調整優化結構，提高教育經費使用效益，相信對辦學的楓葉教育的收入有正面的影響。

股價走勢

集團於10月29日的收市價為\$3.21，股價按年跌25.26%。集團股價在8月10日，中國司法部發佈《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例（修訂草案）（送審稿）》供公眾諮詢後裂口低開，因集團的業務在新政下或會影響其規模擴展及收入，因此集團的股價在送審稿發佈後由6.5元的位置大跌至4.48元，單日跌幅達31.08%。現時股價已由52月周7.63元高位大跌57.9%。14天相對強弱指數亦已跌至40.4982的水平，股價亦已跌至10天、20天及50天移動平均線以下。而MACD線及訊號線於利淡的區間內，大市波動氣氛轉差小心短期集團的股價會繼續受壓。集團已表示，現時該送審稿條例的發佈僅供諮詢之用，且並非為中國具有約束力的法律或法規。所以對楓葉集團的影響僅可於送審後及採納最終條例後才可判斷。但相信集團亦會為新增關係到集團發展的送審稿條例進行研究及調整業務的發展，雖然在調整期間或會對集團的業績構成負面影響，但長遠而言，教育仍為一國發展的主要基石，楓葉教育作為現時國內市佔率最大的國際學校辦學團體，亦同時是能夠提供雙語及雙課程的教育機構，在需求上升下集團的收入會維持穩定的增長。建議投資可於3元附近的水平增持或吸納。

資料來源: 彭博

估值預測

以10月29日的收市價\$3.21計算，其市盈率及市帳率分別為16.68及2.51倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低的水平。據教育部發佈的2016年全國教育事業發展統計公報顯示，學前教育毛入園率達77.4%。全國九年義務教育鞏固率93.4%。全國高中階段毛入學率87.5%。全國各類高等教育毛入學率42.7%。而根據《國家教育事業發展“十三五”規劃》，到2020年我國教育現代化取得重要進展，教育總體實力和國際影響力顯著增強。全民終身學習機會進一步擴大，學前三年毛入園率達到85%，九年義務教育鞏固率達到95%，高中階段教育毛入學率達到90%。現時我國的教育毛入學率仍較發達國家的為低，一孩政策的放鬆，教育市場仍有十足的發展空間。雖然集團業務正面對不明朗因素，政策收緊、經濟下行壓力加大，但集團目標的中產階層人士數目正在增加，中產階級消費已抬頭，加上中國人“望子成龍”的傳統思想，及中國實行了幾十年的“一孩政策”，令內地“虎爸虎媽”心態及行為隨處可見，因此預期這將不會影響中產階層家長將其子女送往國際學校的意願，因普遍認為高質素的教育是為其子女的未來所作的投資。中國家長甚至認為其子女越早接受國際學校的優質教育，日後進入海外頂尖大學的機會就越大。楓葉教育作為國內最大民辦的國際學校，擁較強的定價能力，而且在開學前收取全年學費，所以集團是一隻現金流強勁的現金牛。因每年學費收入相對穩定，加上採用輕資產的模式擴展業務，並從教育園區向大區轉型及建立一個小學、初中及高中入讀學生人數呈金字塔結構發展，這將為楓葉教育的高中提供源源不絕的客源，將內部升學率提升，有助吸引更多家長選擇將子女由小開始入讀，集團業務存在較大的發展空間。雖然8月10日發佈的《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例（修訂草案）（送審稿）》，其新增的三條新例對集團的收入會構成負面影響，而當中初中、小學及其他服務如冬夏令營、其他教育服務的收入影響最大，約佔集團整體收入40%至50%。集團股價在送審稿公佈後已由高位下調超過5成，現時股價已作出反映。而該送審稿只是草案，仍未成為有約束力的法律，加上

估值預測

集團若能調節業務的經營模式以迎合新政，屆時在需求持續增長下，集團的收入可維持穩定的增長。所以會將楓葉教育的目標價定在\$3.56 即相當於 17.55 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 10.96%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 國內經濟下行壓力加大，影響收生的人數
- 聘請合資格的教資成本增加，會對集團的盈利構成壓力
- 集團未能維持學生的質量，導致未能通過加拿大 BC 省的每年考核，對集團的聲譽造成影響，影響招生數量
- 政策面存在不明朗因素，中華人民共和國國民辦教育促進法實施條例（修訂草案）（送审稿）》新增的規定對集團的業務發展構成負面影響

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告內所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。