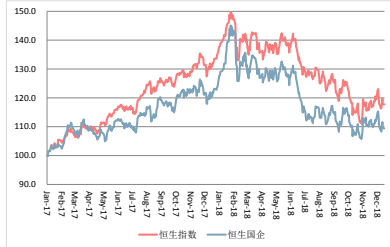


恒生指数与股价一年表现


国内外主要市场指数

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	26,088.0	(0.03)
上证指数	2,598.0	0.16
标准普尔指数500	2,545.9	(2.08)
道琼斯指数	23,593.0	(2.11)
纳斯达克指数	6,753.7	(2.27)
日经225指数	21,506.9	0.62
富时100指数	6,773.2	(1.05)
欧洲Stoxx50指数	3,063.7	(0.94)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	49.9	(0.82)
COMEX黄金	1,245.9	(0.00)
LME铜	6,123.0	(0.14)
CBOT大豆	918.0	0.47
BDI	1,401.0	3.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘 (%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	2.6905	(0.13)
美国5年期国债	2.6890	(0.19)
美国10年期国债	2.8542	(0.13)
美国30年期国债	3.1127	(0.04)
德国10年期国债	0.2551	1.65

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8131	(0.01)
美元/人民币	6.8973	(0.15)
欧元/人民币	7.8221	0.32
港币/人民币	0.8828	0.17
美元/日元	112.83	0.08
欧元/美元	1.1348	(0.02)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	12.02	(0.33)
安硕A50	11.90	(1.49)
德银X-trackers	22.70	(1.39)
恒生H股指数	105.00	(0.10)
中银报诚-沪深300	28.80	-
华夏沪深300	32.25	(0.46)
CBOX VIX	12.84	(1.15)

恐慌指数	收盘	涨跌 (%)
------	----	--------

资料来源: 彭博

宏观要闻

- 根据美国财政部数据, 中国 10 月份持有美国国债规模连续第五个月下降, 从 9 月份的 1.15 万亿美元缩小至 1.14 万亿美元, 创 2017 年 5 月以来最低。 [彭博]
- 意大利将削减赤字目标至 2.04%, 新预算提案赢得民粹主义者支持。 [彭博]
- 美国 12 月住宅建筑商信心指数降至三年最低, 逊于全部预测, 表明在房价和借款成本上升的情况下, 行业处境愈发艰难。 [彭博]
- 英国首相特丽莎·梅计划于 1 月 14 日当周举行脱欧协议议会投票。预计脱欧谈判持续到 2019 年。首相发言人表示, 梅没有打算让议会就其他脱欧方案投票。 [彭博]
- 今日公布宏观数据: 新西兰 ANZ 商业信心指数 (12 月), 澳大利亚储备银行公布会议纪要, 德国 IFO 商业景气指数 (12 月), 德国 IFO 商业预期指数 (12 月), 德国 IFO 商业现况指数 (12 月), 美国营建许可月率 (11 月), 美国新屋开工月率 (11 月)。 [彭博]

公司及行业讯息

- 神华(01088.HK) 11 月商品煤产量同比增 6.2% 煤炭销量跌 3% [阿斯达克财经]
- 五菱汽车(00305.HK) 料全年溢利按年大幅减少 [阿斯达克财经]
- 四川成渝高速(00107.HK) 11 月通行费收入按年升 21.4% [阿斯达克财经]
- 国泰航空(00293.HK) 11 月载客量按年升 1.4% 载货量跌 1.3% [阿斯达克财经]
- 腾讯(00700.HK) 发布新手游「使命召唤」将启动小范围测试 [阿斯达克财经]
- 中钢协文章: 国际钢市已现反弹迹象 [阿斯达克财经]
- 传苹果或把中国出售 iPhone 转交和硕生产 避开禁售判决 [阿斯达克财经]
- 五矿地产(00230.HK) 斥 2.16 亿人民币入股广州地块 [阿斯达克财经]
- 重庆银行(01963.HK) 拟设理财子公司 注册资本最少 10 亿人民币 [阿斯达克财经]
- 南航集团转让中航信(00696.HK) 内资股股份予中移资本 [阿斯达克财经]
- 呷哺呷哺(00520.HK) 近月斥 3.6 亿人民币认购金融产品 [阿斯达克财经]

朝闻香江导读
【近期研究报告】

- 雅迪 (1585 HK): 市场领导地位稳固 (买入/目标价: 3.6 港币/20181213)
- 中教控股 (839 HK): 2018 年业绩稳健, 维持“买入”(买入/目标价: 15.0 港币/买入)
- 中国煤炭月报: 供给宽松需求疲弱下, 煤炭价格承压 (20181119)
- 新高教 (2001 HK): 强劲增长前景不变 (买入/目标价: 6.8 港币/20181108)
- 中国汽车行业: 旺季下销售将继续下滑 (20181031)
- 中国煤电月报: 旺季后用电量增速减缓 (20181029)
- 新高教 (2001 HK): 并购带来强劲增长 (买入/目标价: 7.31 港币/20180919)
- 中国风电板块: 新增装机放缓表明风电发展减速 (20180914)
- 广汽(2238 HK): 未来 SUV 市场将迎来更多逆风 (买入/目标价: 10.8 港币/20180912)
- 港股教育股“企业推介日”会议摘要 (20180910)
- 新高教 (2001 HK): 强劲增长势头继续 (买入/目标价: 7.1 港币/20180905)
- 华晨汽车 (1114 HK): 估值承压 (买入/目标价: 17.4 港币/20180903)
- 中广核 (1816 HK): 少数股东权益提升侵蚀归母净利润 (买入/目标价: 2.60 港币/20180830)
- 中教控股 (839 HK): 强劲增长势头持续 (买入/目标价: 15.7 港币/20180827)

近期研究报告

❖ 雅迪 (1585 HK): 市场领导地位稳固 (买入/目标价: 3.6 港币/20181213)

- 我们与管理层最近的沟通坚定了我们对于雅迪在国内电动两轮车市场领导地位的积极观点。
- 公司研发费用的持续投入、产品的不断升级以及对高端市场的开拓,使得雅迪的市场地位继续得以稳固。
- 我们将 2018/19 财年的盈利预测分别下调 4.3%/1.4%,并预测 2020 年盈利达 6.61 亿元人民币。基于 DCF 模型,我们将 2019 年的目标价上调为 3.6 港币 (2018 年底为 2.3 港币),与目前的股价相比有 33.8% 的上升空间。维持“买入”。

近期产品组合优化可期。通过对经销商加大折扣力度和对部分商品进行降价的措施,雅迪 2017 年按销量和收入的市场份额分别达 11.6% 和 11.5%。在市场份额提升、品牌形象得到认可后,雅迪已计划进行产品和技术的新一轮升级,以推高平均销售价格和利润率,但同时可能造成销量的放缓。由于公司 2017 年的整体毛利率已经触底 (14.9%),我们认为其毛利率将在未来的两至三年超过 17%。

规管趋严下,市场领导力将进一步得到稳固。公司产能强劲 (年产能超过 700 万台)、销售渠道布局广泛 (截至 1H18,共 1,821 经销商和 10,080 销售点) 以及产品性能卓越,已具备涉足高端产品的“蓝海”市场 (包括单价 5,000 元人民币以上的高端电动助力自行车、几万元-几十万元级别的电动摩托车)。政策方面,电动自行车新国标将从 2019 年 4 月起正式实施,或将推动行业和技术全面升级,乃至全行业的整合。我们认为,雅迪将成为新国标的最大受益者。

主要风险。我们认为主要风险包括: 1) 国内经济增速疲弱; 2) 监管风险; 以及 3) 市场对高端产品的接受度。

行业领导地位稳固、估值便宜。由于平均价格上涨和毛利润率提升,我们将 2018/19 财年的收入预测分别上调 11.4%/12.2%; 同时由于研发成本增加,将利润预测分别下调 4.3%/1.4%。我们预测 2020 年公司将实现收入 111.57 亿元人民币,利润 6.61 亿元人民币。因此,基于 DCF 模型,我们将 2019 年的目标价上调为 3.6 港币 (2018 年底为 2.3 港币),与目前的股价相比有 33.8% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率分别为 14.4 倍/12.6 倍,市帐率为 2.5 倍/2.2 倍,行业领导地位稳固、估值吸引。维持“买入”。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

❖ 中教控股 (839 HK): 2018 年业绩稳健,维持“买入” (买入/目标价: 15.0 港币/买入)

- 中教控股 2018 年 1-8 月业绩稳健,经调整后的净利润达 4.419 亿元人民币,利润率增速超过我们的预期。
- 有鉴于强劲增速的可见性高、政策的不确定性较少,我们重申对国内民办高等教育板块的积极观点。
- 我们将 2019/20 财年的净利润预期分别下调 2.2%/上调 0.3%,并基于 DCF 模型将目标价由 15.7 港币下调至 15.0 港币。重申“买入”。

业绩稳健、利润率改善好于预期。中教公告将财年结算日由 12 月 31 日改为 8 月 31 日,与学年结束时间一致;并公告了其 2018 年 1-8 月的业绩,其中收入同比增长 58.6% 至 9.329 亿元人民币,主要由于新收购的三家学校收入并表。剔除一次性项目,经调整后的归属上市公司股东净利润达 4.419 亿元人民币,略好于我们的预期。毛利润率为 61.4%,较去年同期相比增加了 4.4 个百分点。利润率的改善主要来自于成本控制得当。

2018/19 学年学生入学人数强劲。2018/19 学年，中教的学生入学人数达 145,000 人次左右，其中，郑州和西安学校的同比增速分别达 14%/40%左右。此外，我们最近参观了中教新收购的松田大学。被收购后，松田大学的经营情况有明显的改善。松田大学 2018/19 学年招生计划增长超 50%。

财务健康、未来并购驱动强劲增长。截至 2018 年 8 月 31 日，公司在手净现金达 16.08 亿元人民币。我们认为，充足的现金和其他融资渠道（例如银行贷款和产业基金）可以使得中教继续现有的收购战略。此外，两所松田大学预计于今年 9 月并表，将成为 2019 财年公司新的增长驱动力。

重申对民办高等教育的积极看法。我们认为，与 K12 教育相比，民办高等教育公司的政策风险较低。根据最新的政策，政府将增加学前教育的公共开支，提供普惠的学前教育。因此，我们认为，在国内高等教育资源不足的背景下，民办高等教育的重要性将日益提升。

维持“买入”评级，目标价调整至 15.0 港币。我们将财年结算日调整至 8 月 31 日，并将 2019/20 财年的净利润预期分别下调 2.2/ 上调 0.3%，基于 DCF 模型下调目标价至 15.0 港币，对应目前股价有 36.4%的涨幅空间。根据我们的预测，中教目前 2019 财年的市盈率为 21.9 倍。

（许绮雯 XU Qiwen CE No. : BIC457）

❖ 中国煤炭月报：供给宽松需求疲弱下，煤炭价格承压（20181119）

经济下行、用电量增速放缓。有鉴于中国 10 月制造业 PMI 仅为 50.2（年初以来最低），而秋末冬初为传统的用电淡季，国内社会用电量由 9 月的同比增加 8%（环比减少 11.9%）放缓至 10 月的同比增加 6.7%（环比减少 4.6%）。随着 11 月中冬季供暖的开始，我们预计用电量的环比增速会逐步提升，但同比增速可能受疲弱的经济环境影响而继续下行。

新增产能释放、煤炭供给意外增加。10 月，国内煤炭总供给同比增加 7.7%（环比减少 0.9%）至 328.2 百万吨，主要由于国内产量的同比增速达 8%（环比减少 0.3%）、煤炭进口同比增加 8.5%（环比减少 8.2%）。我们预计，与 10 月相比，11 月的煤炭供给将基本持平，主要由于国内煤炭产能提升将被煤炭进口限制所部分抵消。

煤炭需求耗增加和进口限制或推动煤价逐步回升。秦皇岛 5,500 大卡煤价由 10 月 18 日 670 元人民币/吨的高位回落至 11 月 16 日的 625 元人民币/吨。我们预计，未来的几个月，煤价将从目前低位逐步回升。随着 11 月中开始的冬季供暖，我们认为煤炭需求将在 10 月触底后于 11 月中下旬开始反弹。此外，为保持 2018 年全年的进口煤炭总量与 2017 年持平，发改委已开始限制 2018 年年底前的煤炭进口。不过，由于主要火电厂的库存水平较高、以及今年暖冬的预期，对 2018/19 年冬季煤价强劲反弹而言仍是不确定因素。

个股：我们重申华能电力（902 HK，“买入”，目标价：6.80 港币）和华电（1071 HK，“买入”，目标价：4.20 港币），有鉴于预计两家公司明年一季度燃料成本的同比减少以及净利润对煤价变化的高敏感度。此外，考虑到 2018 年 11 月中至 2019 年 2 月煤炭价格回升的可能性，我们推荐神华（1088 HK，“持有”，目标价：21.00 港币）。

（姚雪 Snowy YAO CE No. : AWK470）

❖ 新高教 (2001 HK): 强劲增长前景不变 (买入/目标价: 6.8 港币/20181108)

- 新高教公告终止新疆财经大学商学院 (新疆学校) 的收购事项。我们认为, 公司此举与行业政策变动无关, 并不会对其自身盈利造成重大影响。
- 公司 2018/19 学年营运数据强劲。考虑到公司新收购的学校, 我们认为新高教在未来三年的盈利年复合增长率可达到 33.0%。
- 我们将公司 2018/19 财年的 EPS 预测分别下调 1.0%/2.1%, 并基于 DCF 模型将目标价调整为 6.8 港币, 与目前的股价有 49.8% 的上涨空间。维持“买入”。

终止收购新疆学校与行业政策变化无关。新高教公告终止新疆学校的收购计划, 主要由于该等股权转让协议项下的若干完成条件尚未达成。该收购计划终止后, 新高教将撤回先前用于收购的 5,600 万元人民币, 计划于未来的其他收购。在我们看来, 终止收购与行业政策变化无关。相反, 新高教已于 2018 年 10 月完成了广西学校的收购。

终止收购不会对盈利造成重大影响, 并购计划仍然强劲。我们预计, 新疆学校将从 2018 年开始贡献管理服务费用收入, 并于 2019 年下半年并表。根据我们的预测, 终止收购将导致 2018/19 财年的归属上市公司股东净利润分别减少 3%/4.5% 左右。我们预计河南及东北学校将于 2018 年下半年开始并表, 广西及华中学校将于 2019 年初开始并表。受新收购学校的利润贡献影响, 我们估计新高教 2017-20 财年的盈利年复合增长率可达到 33.0%。

最新的营运数据符合预期。新高教公布的最新营运数据显示, 2018/19 学年, 云南、贵州、华中和东北地区学校的学生入学总人数达 62,428 人, 同比增加 15%, 增加的学生主要来自于云南学校。加上广西及河南学校, 6 所学校的学生总数达 93,548 人, 平均学费达 9,947 元人民币/人, 分别同比增加 72%/5%, 与我们的预期相符。

估值吸引。考虑到终止收购的影响和学生人数的轻微变化, 我们将 2018/19 财年的盈利预测分别下调 1.0%/2.1% 至 3.075 亿元人民币/4.359 亿元人民币。基于 DCF 模型, 我们将目标价由 7.31 港币下调至 6.8 港币, 与目前的股价相比有 49.8% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率分别为 18.6/13.1 倍。有鉴于公司未来收入和盈利增长强劲可见性高, 我们认为公司目前估值吸引。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

❖ 中国汽车行业: 旺季下销售将继续下滑 (20181031)

2018 年 9 月起, 受轿车销售所拖累, 乘用车整体销售降幅进一步扩大至双位数。2018 年 9 月, 轿车和 SUV 的销售降幅进一步扩大至双位数, 由 8 月的 3.4%/4.7% 分别扩大至 13.4%/10.1%。由于轿车销售与乘用车出货量的占比通常超过 50%, 传统旺季下, 轿车车型销售的进一步下跌预示着今年年底前整个乘用车市场的疲弱态势。

零售销售数据表明 10 月销售下跌持续, 从而使得四季度出货量承压。全国乘联会数据显示, 2018 年 10 月的前三周, 平均单日零售销售分别同比减少 49%/12.7%/23.3%, 销售降幅与 9 月的前三周相比进一步扩大 (-29.4%/-22.5%/-18.5%)。因此, 我们认为 10 月零售销售增速的持续放缓、去年四季度的高基数效应会在很大程度上拖累四季度的出货量增速, 并可能使得全年增速出现 20 年来首次同比下跌。

可能爆发的价格战。尽管乘用车出现了全市场的销售下跌, 但是部分经销商的降价策略依然出现了良好的反馈。例如, 长城汽车的市占率由 2018 年 8 月的 3.58% 扩大至 9 月的 4.2%, 主要就是由于 H6 的官方价格自 9 月下调后, 出货量出现提升。不过, 我们认为, 其他经销商也可能在四季度就未出售的车型开展促销活动。如果四季度爆发价格战, 汽车主机厂和经销商将受到成本和毛利率减少的冲击。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791)

❖ 中国煤电月报：旺季后用电量增速减缓（20181029）

用电量增速可能在10月进一步放缓。今年9月，全国用电量的同比/环比增速放缓至8%/-11.9%，均不及8月的8.8%/0.6%。我们预计，由于全国气温下降，10月的用电量增速将进一步放缓；但11月开始冬季供暖后，增速可能有所提升。此外，全国制造业PMI由8月的51.3意外降至9月的50.8，引起市场恐慌，从而加剧了投资者对中国经济进一步放缓、用电量继续下滑的顾虑。

10月煤炭供给预计会出现环比下跌。今年8-9月，煤炭供给经历了连续两个月的温和增长（8月同比增长2.9%/环比增长4.8%，9月同比增长1.8%/环比增长1.8%）。在煤炭进口减少、消费旺季结束后国内煤炭产出放缓的背景下，我们认为煤炭的环比增速将在10月进一步下滑。

煤价或已在9月中-10月末达到最高点，或在11月中前持续下跌。9月末开始，火电厂开始为冬储煤炭。在此影响下，尽管10月是传统煤炭消耗的淡季，秦皇岛5,500大卡煤炭价格由9月18日的624元人民币/吨上涨至10月18日的670元人民币/吨。有鉴于主要火电厂的库存天数上升到历史新高的31天以上，另煤炭价格由670元/吨的高位开始回落，我们认为目前的煤价水平已经完全反映了冬储因素的影响。华北地区将从11月初起逐步开始供暖；但是由于库存充足，我们预计煤价将在未来的一个月保持下跌趋势。

个股：我们重申华能（902 HK，买入，目标价：6.80 港币）以及华电（1071 HK，买入，目标价：4.20 港币）。尽管华能第三季度的业绩不及市场一致预期，受煤价下跌影响，国内的火电板块仍处于盈利回升的轨道之中。

（姚雪 Snowy YAO CE No. : AWK470）

❖ 新高教（2001 HK）：并购带来强劲增长（买入/目标价：7.31 港币/20180919）

- 新高教公告计划在广西收购三间新学校，总代价为1.467亿元人民币，相当于2017年15.7倍市盈率。
- 该收购证明最新的政策对民办高等教育上市公司收购的负面影响有限。我们重申之前的积极观点，认为行业仍可通过内生和外延增长实现稳健发展。
- 我们将2018/19财年的EPS预测分别下调0.3%/上调2.6%，并基于DCF模型将目标价调整为7.31港币，与目前的股价相比有43.9%的上升空间。维持“买入”评级。

新收购标的估值便宜。新高教公告收购广西学校51%的股权，其中包括一所学院、一所职业学校和一所高中，总代价达1.467亿元人民币，相当于2017年15.7倍的市盈率。考虑到未来增长前景良好，我们认为该收购标的估值便宜。

收购标的营运改善空间大。2018/19学年，三所学校总的入学人数预计将达到10,000人次，高于2017/18年的8,434人次，其中约有1,600名为高中生。被收购的学校营运改善空间大，包括1)学院非常有可能在“十三五计划”结束前升级为本科制大学；2)学生入学人数增速预计将达到10-15%左右/年；3)学费上涨幅度将预计将达到5-10%/年。学院已经将学费由2017/18学年的6,000-7,500元人民币上调至2018/19年的7,000/8,500元人民币/年，学费仍然偏低，上涨空间充足；4)利润率改善，被收购公司目前的利润率低于新高教（毛利率为32%，新高教为56%），主要由于招生成本高（4,000元人民币左右/学生）、人才队伍不够以及品牌影响力低。我们预计新高教完成收购后，目标公司的营运能力将有大幅改善。

负债率提升，但仍处于健康范围内。截止2018年上半年，新高教的净负债率上升至54.7%，净负债总额达10亿元人民币。我们认为，新高教未来的收购将加强与产业基金等第三方的合作，以减少初始投资规模。由于公司并表的学校数量将有所增加、新高教将从下半年开始收取学费，其净负债率或将在2018年年底前有所下降。

送审稿影响有限。本次收购证明最新的政策对民办高等教育上市公司收购的负面影响有限。我们重申之前的积极观点，认为行业仍可通过内生和外延增长实现稳健发展。新高教本次收购获得了当地政府的大力支持。过渡期后，公司将选择营利性。就广西学

校，其目前的土地（约 250 亩）属于划拨土地，平均价格为 50,000 元人民币/亩。公司选择营利性学校后，可能需要支付 1,250 万元人民币的土地出让金。

维持“买入”、上调目标价至 7.31 港币。我们将 2018/19 财年的收入/盈利预测分别上调 0.0%/9.2%和下调 0.3%/上调 2.6%，以反映最新的收购（假设在 2019 年并表）。我们基于 DCF 模型将目标价由 7.1 港币上调为 7.31 港币，与目前的股价相比有 43.9% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率为 20.6 倍/14.6 倍。我们认为，公司收入和盈利的强劲增长未来可见性高，目前估值吸引。维持“买入”评级。

（许绮雯 XU Qiwen CE No. : BIC457）

❖ 中国风电板块：新增装机放缓表明风电发展减速（20180914）

- 我们认为，目前困扰中国风电行业的主要问题是由于 2017 年以来限电率大幅下降、以及装机量持续增加而导致的新能源电价补贴缺口的不断扩大。
- 2018 年上半年，国家能源局出台两项重要文件：“关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知”、“可再生能源电力配额及考核办法（征求意见稿）”。我们认为，这两项文件其最终目的均旨在解决日益增加的新能源发电补贴缺口。
- 在此背景之下，有鉴于风电发电量的温和增长以及上网平均电价的持续摊薄，我们认为风电场的盈利增速在 2018 年达到顶峰后，将于 2019-20 年开始放缓。

限电率下降导致上网电价补贴增加。由于政府不遗余力的提升清洁能源消耗占比，风电的限电率由 2016 年的 17.7%下降至 2018 年第二季度的 8.8%，期间的风电发电量增速提升至同比 20-30%，高于 2016 年之前的 10-20%。由于风电的上网电量上升，用于风电发电的补贴也相应增加。根据财政部数据显示，可再生能源电价补贴缺口总额已经由 2016 年年底的 700 亿元人民币扩大至 2017 年年底的 1,000 亿元人民币。

两项文件旨在解决补贴缺口问题。2018 年上半年，能源局出台了两项重要文件：“关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知”、“可再生能源电力配额及考核办法（征求意见稿）”。我们认为，前者旨在通过竞价的方式降低 2019 年后新风电项目的上网电价补贴，后者则通过新绿证交易方式为 2019 年前现有风电项目的上网电价补贴提供资金支持。（尽管新绿证交易机制的最终方案尚未出台，我们认为能源局减少现有风电项目补贴的初衷不会改变）。

新增装机量停滞表明风电发电增速放缓。2018 年 5 月，国家能源局宣布新风电项目的上网电价将采取竞价机制，自 2019 年起生效。与此同时，自 2017 年以来，对于新风电项目相关环保和电网连接评估更为严格。因此，我们预计风电年新增装机量将在 2019-20 年呈下滑趋势，从而我们认为“十三五”规划中 210 吉瓦风电装机量的目标可能无法在 2020 年底实现。此外，由于风电厂的限电率已经下跌至 2017 年来的最低水平，可比基数相应大幅上升，预计将拖累风电的发电量增速。

直供电和竞价机制进一步摊薄上网电价。一方面风电公司 2018 年发电量的直供电占比预计将从 2016 年的 10%左右提升至 20-30%，目前直供电上网电价较平均风电电价折让平均为 15%左右。此外，新项目的竞价上网电价将参照当地火电项目的上网电价而定，其与风电的平均上网电价相比有 30%的折让。总体而言，我们预计风电场的平均上网电价将在 2019-20 年进入下行通道。

个股推荐。我们推荐龙源电力（916 HK，“买入”，目标价：7.00 港币），公司应收账款增速企稳、自由现金流不断改善。此外，我们重申华能（958 HK，“买入”，目标价：3.00 港币）的“买入”评级：鉴于其盈利能力稳步改善、风电和光伏发电项目限电率不断下跌，尽管公司由于上网电价补贴延迟导致应收账款快速增长，压低 DCF 模型的估值。

（姚雪 Snowy YAO CE No. : AWK470）

❖ 广汽(2238 HK)：未来 SUV 市场将迎来更多逆风（买入/目标价：10.8 港币/20180912）

- 由于 GS4 的产品组合占比接近 50%，GS4 换代车型出货量疲弱将使得传祺下半年的销售大幅承压。
- 我们认为，国内 SUV 销量增速放缓可能导致传祺成本上升，特别是在同业进行降价促销之后。
- 考虑到 SUV 未来销售增速放缓、毛利润率随着同业降价促销而进一步下降，我们将广汽 2018/19 财年的盈利预期分别下调 6.7%/3%。此外，我们将目标价下调至 10.8 港币，与目前的股价相比有 54% 的上升空间。因此，维持“买入”。

GS4 改款销售疲弱，传祺下半年出货量承压。 广汽传祺的平均库销比已经从今年二季度的超过 3 个月水平降至 8 月的 2 个月，主要原因是 GS4 旧车型去库存，从 6 月的 3 万台左右库存（大多数是 GS4 旧车型）降到 8 月 2 万多台（大多数是 GS4 升级版），其中 GS4 的换代新车在 2018 年 6 月推出后，销量表现却非常低迷。由于改款 GS4 的配置和设计提升比较有限，我们认为 GS4 升级版的出货量很难回到之前每月超过 3 万辆的水平。鉴于 GS4 上半年在产品组合中的占比超过 45%，我们认为传祺下半年的出货量将进一步承压。

传祺下半年的平均售价有可能下跌。 一般来看每年下半年传祺的平均售价都会低于上半年，主要由于销售费用和经销商返点的增加会递减收入，从而导致收入增速不及出货量增速。与此同时，针对 9-10 月的销售旺季，公司管理层正在考虑制定新的经销商商务政策，我们认为这可能会导致公司的激励金额增加，以应对最近的同行降价。此外，我们预计下半年紧凑型车的销量占比会依靠 GS3 和 GS4 改款进一步提升，相反，尽管下半年 GM8 MPV 的产能将提升至每月 4,000 台，同时 GS5 的改款也会在下半年推出，但我们认为大尺寸的车型销量占比可能会保持下滑，从而对下半年的平均售价进一步形成下行压力。

广汽丰田再一次提高 2018 年全年的销售目标。 广汽丰田将 2018 年全年的销售目标由 55 万台提升至 58 万台，有鉴于新凯美瑞轿车的出货量强劲（该车型的销售目标由 12 万台上调至 17 万台）。由于新凯美瑞和 CH-R 是 TNGA 平台最先推出的两款车型，与旧产能相比，对新平台的额外投资将使得 2018 年的固定成本增加，我们预计 2018 年广汽出货量的强劲增长可能最终会带来利润的温和提升。

SUV 增长顾虑导致估值承压。 基于 SUV 市场未来销售放缓、毛利润率随着同业降价促销而进一步下降的预期，我们将广汽 2018/19 财年的盈利预期分别下调 6.7%/3%。此外，我们将目标价下调至 10.8 港币，相当于 2019 年 7.0 倍的市盈率。调整后的股价与目前的股价相比有 54% 的上升空间，因此维持“买入”。

（田阳 TIAN Yang CE No. : BGL791）

❖ 港股教育股“企业推介日”会议摘要（20180910）

我们于 2018 年 9 月 3 日-4 日开展了港股教育股“企业推介日”。大多数公司的管理层对教育行业的成长前景仍持积极态度，并认为政策层面的影响有限。投资者对政策仍有担忧。

- **投资者反馈表明，大多数的投资者对民促法送审稿的影响仍有担忧。** 对于民办高等教育公司，送审稿对其盈利的负面影响主要来自于税率的上调、划拨土地补交土地出让金以及政府补贴减少。对于涉及义务教育的 K12 公司而言，主要的担忧可能是未来的外延扩张。
- **管理层对送审稿仍持积极看法。** 民办高等教育公司的管理层对于送审稿仍持有积极的看法，主要由于送审稿的目的在于推动民办教育，而不是限制其扩张。总体来说，民办高等学校选择营利性后税收将上升至 15% 左右；而土地出让金增加的影响有限，主要由于该金额不大及可作 50 年摊销、公司的收购计划也在稳步推进。另外，尽管义务教育仅可选择非营利性，K12 公司能够享受的福利比营利学校多，并且主要通过自建形式拓展业务。

- 我们重申对民办高等教育产业的积极看法，有鉴于学生需求增加以及公办高等教育投放资源有限。由于民办高等教育公司可选择营利性，学费调整将更为灵活，从而抵御税率上调带来的负面影响。在近期的市场回调之后，纯民办高等教育公司2018/19财年的平均市盈率为19.3/15.0倍。有鉴于盈利强劲增长的可见性（假设没有进一步的新收购，盈利同比增长通常超过30%），我们认为该估值水平吸引。我们首推中教控股（839 HK，“买入”，目标价：15.7港币）。

就K12方面，若属于集体化办学的公司，其接下来的收购可能受限。不过，由于我们看到K12学校主要通过自建扩张，因此收购对未来增长的影响有限。此外，我们并不认为送审稿将对K12目前的VIE结构产生影响。然而，最近的政策反映了教育行业，尤其是K12教育的政策风险，近期将造成市场的不确定性、影响投资者的情绪。

同业估值

Company	Ticker	Ccy	Close Px (Local\$)	Mkt Cap (Local\$/Bn)	Fiscal Y/E	EPS Growth (%)			Gross margin (%)			ROE (%)			ROA (%)			PER (x)			PBR (x)			Yield (%)		
						18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	18E	19E	20E	18E	19E	18E	19E			
Hong Kong listed																										
CHINA EDU	839 HK	HKD	9.75	19.7	Dec	54.9	30.9	59.0	56.5	56.7	10.5	11.2	12.9	8.1	8.9	10.1	25.6	19.1	16.4	2.7	2.3	0.9	1.4			
HOPE EDU	1765 HK	HKD	1.36	9.1	Dec	30.1	99.6	47.8	n.a.	n.a.	38.1	n.a.	n.a.	4.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.2	1.9	n.a.	n.a.			
CHINA NEW HIGHER EDU	2001 HK	HKD	5.15	7.4	Dec	31.0	33.8	54.9	54.1	53.2	17.9	16.0	18.3	10.2	9.9	10.4	20.9	15.6	12.2	3.2	2.7	1.4	1.9			
MINSHENG EDU	1569 HK	HKD	1.70	6.8	Dec	29.3	23.4	58.3	56.3	57.7	11.3	10.4	11.5	8.1	7.8	8.6	17.2	14.0	13.0	1.7	1.5	0.7	1.1			
XINHUA EDU	2779 HK	HKD	2.50	4.0	Dec	40.5	20.8	57.0	57.9	59.4	n.a.	12.6	12.0	n.a.	11.9	10.7	14.3	12.3	10.1	1.6	1.4	2.1	2.6			
TOP EDU	1752 HK	HKD	0.38	1.0	Jun	n.a.	n.a.	52.8	n.a.	n.a.	32.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
CHINA YUHUA EDU	6169 HK	HKD	3.86	12.6	Aug	63.2	31.8	51.5	53.6	56.2	18.5	16.7	18.8	11.6	11.2	12.3	21.1	16.3	14.2	3.4	3.0	2.3	3.0			
MAPLEAF EDU	1317 HK	HKD	4.04	12.0	Aug	29.5	26.3	49.8	50.2	50.9	18.4	18.8	20.3	10.7	11.3	12.1	17.9	14.6	12.3	3.1	2.8	2.3	2.8			
WISDOM EDU	1565 HK	HKD	4.65	14.4	Dec	26.3	30.2	47.7	46.6	49.0	11.8	14.1	17.5	7.1	9.3	11.7	31.1	24.1	19.1	4.3	3.9	1.3	1.9			
WISDOM EDU	6068 HK	HKD	4.42	9.0	Aug	53.8	31.9	45.9	45.8	46.2	15.5	16.2	18.9	6.9	8.6	9.8	24.8	18.9	14.9	4.0	3.5	1.7	2.3			
TIANLI EDU	1773 HK	HKD	1.94	4.0	Dec	36.2	40.7	42.3	42.8	43.4	20.2	16.0	16.4	7.7	7.6	7.5	18.0	12.7	8.9	1.4	1.3	n.a.	n.a.			
21CE EDU	1598 HK	HKD	0.97	1.2	Dec	60.8	18.2	45.0	n.a.	n.a.	33.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
Average						41.4	35.2	51.0	51.5	52.5	20.8	14.7	16.3	8.3	9.6	10.3	21.2	16.4	13.5	2.7	2.4	1.6	2.1			
US listed																										
TAL EDUCATIO-ADR	TAL US	USD	29.26	16.6	Feb	95.3	50.1	48.6	48.0	50.5	21.6	24.5	17.8	8.1	9.3	7.7	75.8	53.7	34.1	14.9	8.8	0.0	0.0			
NEW ORIENTAL-ADR	EDU US	USD	75.53	11.9	May	26.5	36.0	56.5	56.4	57.1	17.8	17.1	19.4	10.4	8.8	9.4	34.5	25.9	19.5	6.0	4.7	0.7	0.9			
HARTFORD FINLSV	HIG US	USD	50.44	18.1	Dec	(156.4)	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	-20.6	12.7	13.3	-1.4	11.1	11.5	10.7	10.1	9.3	1.4	1.3	2.2	2.5			
TARENA INTER-ADR	TEDU US	USD	8.62	0.5	Dec	(205.0)	(206.5)	69.6	63.9	65.8	11.4	-17.7	1.9	8.5	-11.9	1.5	n.a.	19.9	9.9	2.3	2.2	0.9	0.9			
CHINA DISTAN-ADR	DL US	USD	9.21	0.3	Sep	n.a.	n.a.	56.2	n.a.	n.a.	31.8	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
CHINA ONLINE-ADR	COE US	USD	9.15	0.2	Dec	n.a.	n.a.	63.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-74.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
BRIGHT SCHOL-ADR	BEDU US	USD	11.89	1.5	Aug	58.9	50.5	35.2	n.a.	n.a.	22.4	12.9	13.3	8.8	n.a.	n.a.	34.3	23.2	19.5	n.a.	n.a.	0.0	0.0			
RISE EDUCAT-ADR	REDU US	USD	10.25	0.6	Dec	(488.2)	37.7	53.3	n.a.	n.a.	n.a.	45.1	40.7	n.a.	n.a.	n.a.	21.7	15.9	12.3	8.0	5.4	n.a.	n.a.			
RYB EDUCATION-AD	RYB US	USD	19.90	0.6	Dec	37.1	160.8	21.0	n.a.	n.a.	13.3	7.8	20.3	4.3	n.a.	n.a.	82.9	27.4	20.7	5.7	4.8	n.a.	n.a.			
Average						(90.3)	18.8	50.4	56.1	57.8	14.0	14.6	18.1	-3.5	4.3	7.5	43.3	25.2	17.9	6.4	4.5	0.7	0.8			

来源：彭博，中信建投（国际）研究部，股价截止2018年9月7日

睿见教育（6068 HK，未评级）

学生入学人数最新情况：2018/19学年，公司的学生入学总人数达到51,000人次。其中，光明学校接受的申请超过20,000人次，惠州学校的学生人数超过8,000人次。即使公司没有新学校，现有学校的可容纳学生人数可扩张至76,000人以上。

学费上涨的可见性高：东莞学校每两年上调一次学费；其2018/19学年的学费上涨可观。

未来发展策略：考虑到粤港澳大湾区的潜在增长，公司未来将专注于广东省内的业务。扩张策略包括扩张现有学校的可容纳学生人数、设立新学校、收购以及轻资产战略。

对送审稿的看法：管理层认为，最近的政策对公司的影响有限。公司已经在业内建立了强大的品牌和名声，计划在未来专注于建立新学校。送审稿第12条对目前VIE结构没有影响。此外，与营利性学校相比，非营利性学校可以更多的享受税收、土地和政府补贴方面的优惠。

21世纪教育（1598 HK，未评级）

受益于京津冀一体化的发展：21世纪教育的业务主要位于京津冀地区，公司已经将总部由河北迁往北京。

未来发展策略：考虑到自建的回收期比并购长，21世纪将主要专注于京津冀地区幼儿园的并购。

对送审稿的看法：管理层认为，由于21世纪教育涉及幼儿园、课外培训以及民办高等教育业务，因此最新的政策对公司没有影响。公司选择营利性之后，更可能被征收15%的税率，但对土地和政府补贴的影响很小，主要由于大学的土地属于出让土地，之前的政

府补贴金额就很少。

中教控股 (839 HK, “买入”, 目标价: 15.7 港币)

现有学校最新情况: 郑州和西安的学生入学人数未来会有显著增长。广东白云大学的新校区预计将于 2019 年 9 月投入运营。此外, 松田学院将在未来升级成为大学。

中国教育基金: 该基金仍处于募资阶段, 进展好于预期。

未来发展策略: 中教已经对超过 110 家标的学校进行了调研, 其中大多数为本科学校。地区、估值和增长潜力将成为并购的重要因素。

对送审稿的看法: 管理层认为最新的政策对中教的影响很小。独立学院 (全国范围内约 260 所) 的加速剥离将利好中教。未来的并购标的主要是营利性学校。管理层认为, 税收对盈利的影响为 5-10%, 公司将就划拨土地支付 1.2 亿元人民币左右。学费的调整可抵消税率上涨的负面影响。

民生教育 (1569 HK, 未评级)

现有学校最新情况: 文达学校 2018/19 学年本科阶段的学费已经从 11,000 元人民币上调至 14,000-16,000 元人民币, 主要由于安徽省放开了学费控制。滇池学校 2018/19 学年的入学人数超过 19,000 人次。此外, 重庆学校的学费也实现稳步增长。由于本科教育具有学生需求充沛、学费及入学率均高于大专等特点, 民生主要专注于本科教育。

对送审稿的看法: 民生倾向于学校注册为营利性。管理层预计营利性学校的税率为 15% 左右, 预计在过渡期后才有确切需要补交的土地出让金数目。管理层指引, 每年至少完成两家并购。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

❖ 新高教 (2001 HK): 强劲增长势头继续 (买入/目标价: 7.1 港币/20180905)

- 新高教 2018 年上半年业绩符合我们和市场的预期, 净利润同比增长 36.0%, 主要由于稳健的内生增长及来自新收购的学校的管理服务费。
- 考虑到公司收购学校未来的并表及学生人数的提升, 我们认为公司未来三年的净利润年复合增长率将超过 30%。
- 我们将公司 2018/19 财年的 EPS 分别下调 0.9%/上调 1.7%, 并基于 DCF 模型将目标价调整为 7.1 港币, 与目前的股价相比有 37.9% 的上升空间。维持“买入”。

2018 年上半年盈利符合预期。新高教的收入和盈利分别同比增长 17.1%/36.0%。剔除上市费用后, 公司的经调整盈利同比增加 17.3%, 与我们的预期相符。尽管东北学校的并表进度不及预期, 但新高教上半年的管理服务收入同比大幅增加 85.2% 至 6,250 万元人民币, 我们认为, 该反映了东北和华中学校的贡献, 以及新疆和河南学校的首次并表。此外, 公司的毛利率率同比减少 0.8 个百分点至 56.2%, 主要由于员工成本增加。

收购和自有学校建设推升负债水平和财务成本。截止 2018 年上半年, 公司的净负债和杠杆水平分别达到 10 亿元人民币和 54.7% (2017 年年底为 13.5%)。负债水平增加主要由于收购和建造云南和贵州学校的资本开支增加。考虑到公司自 2018 年下半年会收取学费, 其净负债率可能在今年年底有所减少。

对送审稿维持乐观。管理层对民办高等教育行业的政策前景依然乐观，未来非常有可能将学校登记为营利性。考虑到政府在高等教育方面的资金限制，我们认为该行业可持续的发展将在未来推升民间投资。此外，我们认为未来会有越来越多的独立学院等待收购，从而利好新高教。

未来增长稳健。除云南和贵州学校稳定的内生增长之外，我们预计东北和河南学校将于今年下半年完成并表，华中学校将在2019年上半年完成，而新疆学校将在2019年下半年完成，从而保障新高教强劲的盈利增长（我们预计2017-20年复合增长率达33.7%）。

维持“买入”评级，提升目标价至7.1港币。我们将公司2018/19财年的收入和盈利预测分别下调12.0%/下调0.4%和下调0.9%/上调1.7%，主要反映更新后的并表速度及财务成本。我们基于DCF模型将目标价由6.8港币上调为7.1港币，与目前股价相比有37.9%的上升空间。公司2018/19财年的市盈率为20.8/15.2倍。考虑到公司收入和盈利前景增长可见性高，我们认为目前的估值吸引。

（许绮雯 XU Qiwen CE No. : BIC457）

❖ 华晨汽车（1114 HK）：估值承压（买入/目标价：17.4港币/20180903）

- 有鉴于2017年华颂的减值损失核销，我们认为雷诺金杯未来的损失将有所收窄。
- 华晨宝马的价格折扣可能在2018年第三季度结束，主要由于主机厂已经采取更多措施改善经销商的供需关系。
- 由于2018年下半年经济环境较差，我们将2018/19财年的盈利预测分别下调15.5%/19.4%，并将目标价调整为17.4港币，相当于2019年9.0倍的市盈率（之前相当于2018年13倍的市盈率），低于历史平均水平。

我们预计雷诺金杯的亏损将在未来收窄。2018年上半年，由于轻型客车出货量同比减少32.4%导致销售成本同比减少21.7%，公司的毛利同比大幅增长34%。我们认为，雷诺金杯的轻型客车业务正在逐步实现在2020年前扭亏为盈。公司已经计划未来两年时间将引进雷诺的Master品牌，同时发布新的雷诺金杯轻型客车品牌，该品牌将利用雷诺的底盘技术以及华晨的品牌及外观设计，从而推动销售。与此同时，由于过去几年华晨金杯的轻型客车车型市场竞争力相对较差，雷诺金杯计划通过对现有产品的升级改造，以维持市场地位和销售的增长。鉴于2015年以来亏损严重的华颂品牌已经在2017年确认减值亏损，我们认为雷诺金杯未来的亏损将会收窄。

华晨宝马售价折扣将于2018年第三季度结束。由于主机厂已经采取了各种措施去改善经销商的供需平衡，我们预计华晨宝马的平均售价将会从3季度开始逐步恢复，特别是在2季度经销商库存高企和产品竞争力较弱的影响下价格出现大幅下滑之后，其中3系和5系轿车受影响最大。但是随着7月份订单的恢复并超过过去3个月的平均水平多达1万台，经销商库存情况开始有所缓解。根据我们的渠道调研，宝马3系轿车在2季度出现了最大的折扣力度达到25%，主要是因为相对竞品相对过时的配置和设计，而全新换代的宝马3系将会在2019年上市，因此我们预计下半年3系的销量和价格可能仍会保持在一个相对较弱的水平。此外由于降低经销商的批发供应，宝马5系的综合折扣也已经缩窄到14%左右（相比2季度为17%-18%）。

长期不确定性下，公司短期估值承压。中国政府于今年4月宣布将取消外资车企在中国合资公司的投资比例限制的消息后，宝马已经开始与其合资方华晨宝马商讨中国市场的未来发展战略。因此，尽管该公告暂无执行的细节披露，但是我们不排除宝马将在2022年现有政策退出后，提升其在现有合资公司和其他形式合资公司的持股比例。在经济环境疲弱和行业长期不确定性笼罩下，我们预期未来市场增长将受到贸易战和宏观经济增速放缓的影响，将盈利预测分别下调15.5%/19.4%，并将目标价调整为17.4港币，相当于2019年9.0倍的市盈率（之前相当于2018年13倍的市盈率），低于历史平均水平。

（田阳 TIAN Yang CE No. : BGL791）

❖ **中广核 (1816 HK): 少数股东权益提升侵蚀归母盈利 (买入/目标价: 2.60 港币/20180830)**

- 我们将公司 2018/19 财年的核心 EPS 预测分别从 0.20/0.22 元人民币下调 6.3%/12.6%至 0.18/0.20 元人民币, 以反映公司少数股东权益的增加。
- 公司上半年的经常性利润同比减少 10.8%。随着阳江 5 号和台山 1 号机组开始商运, 以及 2017 年下半年的低基数效应, 我们预计公司的盈利同比增速将在 2018 年下半年回升, 同比增长 17.4%。
- 我们重申“买入”评级和 2.60 港币的目标价。有鉴于经营性现金流的增加, 以及 2018 年下半年至 2020 年期间相对稳定的资本开支, 我们认为公司的自由现金流将持续改善。因此, 我们维持目标价不变。

少数股东权益提升, 侵蚀归母盈利。2018 年上半年, 中广核的经常性盈利同比大幅减少 10.8%至 43 亿元人民币, 低于市场一致预期。我们认为, 由于阳江核电站 17%的股权转让给中电、与深圳国同共同设立防城港核电投资公司, 令公司少数股东权益在税后利润的占比由去年同期的 22%增加至 35.9%, 从而导致其中期业绩逊于预期。未来由于新建的核电站中少数股东权益占比相对较大, 我们预计少数股东权益占比可能在 2018 年下半年小幅提升至 37.4%左右, 2019 年 37.5%左右, 2020 年 38%左右。

我们预计下半年上网电量增速稳定、但增速放缓。主要受阳江 5 号和台山 1 号机组商运推动我们预计公司的上网电量将在下半年同比增加 11.6%。值得注意的是, 由于可比基数增加, 未来上网电量增速将继续放缓。因此, 我们认为 2018 年公司的上网电量将同比增加 12%左右, 较去年 19.2%的增速有所放缓。由于国内用电量增速快于预期, 新的增速预期稍高于我们年初给定的 10%的同比增速预期。

上半年上网电价环比趋于稳定。由于直供电占比由 2017 年的 10%左右提升至 2018 年上半年的 35%左右, 上网电价(税后)由 2017 年上半年的 367 元人民币/兆瓦时下跌至 353 元人民币/兆瓦时。根据公司目标, 我们预计公司直供电占比将在 2018 年年底收缩至 20%, 因此, 我们预计 2018 年全年上网电价达到 352 元人民币/兆瓦时, 较上半年企稳, 但仍低于 2017 年全年 359 元人民币/兆瓦时的水平。

2018 年下半年新机组投运导致折旧加速。由于阳江 5 号和台山 1 号机组的投入商运, 我们估算折旧费用将在 2018 年同比大幅增加 19.3%左右, 高于上半年的 5.5%。由于台山 1 号属于第三代核电技术, 资本开支预计是二代的三倍, 因此我们在折旧时采用 40 年使用寿命进行计算。

估值吸引。鉴于公司 2018 年的 ROE 为 12.2%, 市帐率为 1.0 倍, 自由现金流增加, 因此我们认为中广核已经超卖。因此, 我们重申“买入”评级和 2.60 港币的目标价, 相当于 2018/19 财年 1.4 倍/1.2 倍的市帐率。

(姚雪 Snowy YAO CE No.: AWK470)

❖ **中教控股 (839 HK): 强劲增长势头持续 (买入/目标价: 15.7 港币/20180827)**

- 中教控股 2018 年上半年业绩好于预期, 收入/净利润分别同比增加 65.1%/72.4%, 主要由于并表和利润率改善快于预期。
- 未来的两至三年, 我们预计中教的内生增长和外延并购都将维持增长势头。
- 我们将公司 2018/19 财年的 EPS 分别上调 13.1%/3.4%, 并基于 DCF 模型将目标价调整为 15.7 港币, 与目前的股价相比有 43.7%的上升空间。维持“买入”。

2018 年上半年业绩好于预期。中教控股 2018 年上半年业绩强劲, 收入/净利润分别同比增加 65.1%/72.4%。剔除一次性收入/费用, 经调整后的净利润同比增加 54.5%。增速强劲主要由于新收购的学校并表进程以及利润率改善快于预期。其中, 新收购的三所学校提振收入 52.7%, 原来的两所大学收入实现 12.4%的同比增长。

协同性加强，推动利润率改善。中教控股 2018 年上半年的毛利润率为 60.8%，同比上升 1.5 个百分点。经营效率的改善及成本控制使得大学及职业学校的毛利润率分别达 62.6%及 56.9%。值得一提的是，新收购学校的利润率改善显著好于我们的预期。

内生增长、外延并购带来强劲增长。在未来，我们预计公司在未来 2-3 年将继续实现强劲增长，有鉴于 1) 稳健的内生增长。根据 2018/19 学年学生入学计划，我们认为公司广东白云学院和江西科技学院的学费将分别上调 6-10%左右；2) 西安和郑州学校以及持续收购的并表。截至 2018 年 6 月 30 日，中教在手现金为 13 亿元人民币，没有银行借贷。公司的目标负债率为 40-50%，我们认为在手现金足够支持后续收购。此外，我们认为民促法修订草案送审稿将加快民办高校的收购进程。

维持“买入”和 15.7 港币的目标价。我们将 2018/19 财年的盈利预测分别上调 13.1%/3.4%，以体现并表进程、利润率改善以及由于新收购学校带来的财务成本。基于 DCF 模型将目标价调整为 15.7 港币，与目前的股价相比有 43.7%的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率分别为 26.8/21.1 倍。有鉴于公司的行业龙头地位以及强势增长的可见性，我们认为从长期而言公司目前的估值吸引，因此维持“买入”。

(许绮雯 XU Qiwen CE No. : BIC457)

附表 1: IPO 招股备忘

上市代号	公司名称	行业	招股价	招股日期	上市日期
01796. HK	耀高控股有限公司	建筑及装修	1. 05-1. 25	2018/12/13-2018/12/18	31/12/2018
01759. HK	中油洁能控股集团有限公司	石油及天然气	2. 80-3. 40	2018/12/14-2018/12/19	28/12/2018
01713. HK	四川能投发展股份有限公司- H 股	供电供热	1. 76-2. 34	2018/12/13-2018/12/18	28/12/2018
03978. HK	卓越教育集团	其他支援服务	2. 20-2. 90	2018/12/12-2018/12/17	27/12/2018
01877. HK	上海君实生物医药科技股份 有限公司- H 股	生物科技	19. 38-20. 38	2018/12/11-2018/12/14	24/12/2018
03868. HK	信义能源控股有限公司	替代能源	1. 89-2. 42	2018/12/10-2018/12/13	21/12/2018
01820. HK	国际济丰包装集团	印刷及包装	3. 98-4. 76	2018/12/10-2018/12/13	21/12/2018
01762. HK	万咖壹联有限公司	电子商贸及互联网服务	3. 56-4. 62	2018/12/11-2018/12/14	21/12/2018
02892. HK	万城控股有限公司	地产发展	1. 07-1. 33	2018/12/10-2018/12/13	20/12/2018
01675. HK	亚信科技控股有限公司	软件开发	10. 50-13. 50	2018/12/06-2018/12/11	19/12/2018
01995. HK	永升生活服务集团有限公司	物业管理及代理	1. 60-2. 08	2018/12/04-2018/12/07	17/12/2018
01983. HK	泸州市商业银行股份有限公 司- H 股	银行	3. 15-3. 40	2018/12/04-2018/12/10	17/12/2018

(来源: 阿斯达克财经网)

附表 2: 近期配股集资公司

日期	代号	名称	配售价	集资金额	配售类别	占已发行股本 (%)	集资方法 (集资目的)
13/12/2018	1385	上海复旦	RMB 5. 730	RMB 201. 536M	非流通股份	5. 335	配售/发行 (扩大资本基础)
12/12/2018	768	开明投资	HKD 0. 082	HKD 17. 380M	普通股份	20	配售/发行 (业务发展)



12/12/2018	715	中泛控股	--	HKD 600.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
10/12/2018	1495	集一家居	HKD 0.700	HKD 60.500M	普通股份	14.286	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目)
10/12/2018	1317	枫叶教育	HKD 3.524	HKD 56.863M	普通股份	0.542	代价发行 (收购项目 购国内寄宿学校业务; 代价 相等于 5000 万元人民币)
9/12/2018	1060	阿里影业	HKD 1.250	HKD 1.250B	普通股份	3.923	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 业务发展)
7/12/2018	860	力世纪	HKD 0.510	HKD 169.630M	普通股份	5.493	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
7/12/2018	8260	银合控股	HKD 0.466	HKD 64.950M	普通股份	9.03	代价发行 (收购项目 购游乐场大型电玩制造业 业务; 代价相等于 5760 万元人民币)
6/12/2018	8347	F 8 企业	--	HKD 40.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
6/12/2018	377	华君国际集团	HKD 10.488	HKD 9.165M	普通股份	1.44	代价发行 (收购项目 购液力机械制造及光伏产 品业务; 代价相等于 811 万元人民币)
5/12/2018	33	亚投金融集团	--	HKD 70.000M	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购安保服务业务)
5/12/2018	2012	阳光油砂	HKD 0.137	HKD 3.834M	普通股份	0.463	代价发行 (偿还债务 代价相等于 64.9 万加元)
5/12/2018	3866	青岛银行	RMB 4.520	RMB 2.038B	A 股	11.111	配售/发行 (扩大资本基础 于深圳上市)
4/12/2018	803	昌兴国际	--	HKD 10.000M	可换股债券	0	配售/发行

(扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)

4/12/2018	803	昌兴国际	--	HKD 20.000M	可换股债券	0	配售/发行
-----------	-----	------	----	-------------	-------	---	-------

(扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)

4/12/2018	8238	惠陶集团	--	HKD 60.000M	可换股债券	0	代价发行
-----------	------	------	----	-------------	-------	---	------

(偿还债务)

4/12/2018	8238	惠陶集团	HKD 0.060	HKD 63.600M	普通股份	12.269	代价发行
-----------	------	------	-----------	-------------	------	--------	------

(偿还债务)

4/12/2018	340	潼关黄金	HKD 0.400	HKD 220.000M	普通股份	19.351	代价发行
-----------	-----	------	-----------	--------------	------	--------	------

(收购项目 购陕西省金矿业务)

30/11/2018	1096	中能国际控股	--	HKD 50.000M	可换股债券	0	配售/发行
------------	------	--------	----	-------------	-------	---	-------

(扩大资本基础; 业务发展)

30/11/2018	2393	巨星医疗控股	HKD 1.790	HKD 411.700M	普通股份	10.574	配售/发行
------------	------	--------	-----------	--------------	------	--------	-------

(扩大资本基础; 收购项目; 偿还债务)

29/11/2018	1049	时富投资	HKD 0.100	HKD 20.400M -	普通股份	100	供股/公开发售
------------	------	------	-----------	---------------	------	-----	---------

83.100M

(业务发展; 偿还债务 一供一)

29/11/2018	1933	元力控股	HKD 0.680	RMB 75.000M	普通股份	32.59	代价发行
------------	------	------	-----------	-------------	------	-------	------

(收购项目 购工业物联网业务)

(来源: 经济通)

评级说明

以恒生指数涨跌幅为基准。

买入 未来 12 个月绝对总回报不小于 10%

持有 未来 12 个月绝对总 回报大于-10%但小于 10%

卖出 未来 12 个月绝对总回报不大于-10%

利益披露声明

截至本报告的日期，

1. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- I. 本报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每一位分析师对作为分析对象的证券和发行者的个人观点；
- II. 分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去，现在及将来均不会直接或间接涉及本报告所表达的任何具体建议或观点。

2. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师,或其关联方, 均不在本报告提及的任何公司中拥有任何权益（包括直接或间接拥有证券、安排财务融通或担任高级管理人员）。

3. 本报告由中信建投（国际）证券有限公司（下称“中信建投（国际）”）受香港证券及期货监察委员会监管（中央编号：BAU373）发出。

4. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，没有持有本报告提及的任何公司高于市场资本值的 1%。

5. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，在过去 12 个月内可能向本报告提及的任何公司就投资银行服务收取任何报酬或接受任何委托。

6. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无雇员或其有关联的个人担任此报告内所评论的任何上市公司的高级人员。

7. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，可能有为此报告所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

免责声明

此报告只提供参考之用，在任何地区皆不可作为证券出售要约或证券买卖的邀请。此报告所提及的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中信建投（国际）编写，所载资料的来源被中信建投（国际）认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠资料为基础，只是表达观点；中信建投（国际）或任何个人不对其准确性或完整性作任何担保。此报告所载的资料（除另有说明）、意见及推测反映中信建投（国际）于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改。由于假设及准则不一，不同的观点及分析方法可能被应用于准备有关材料，中信建投（国际）并无责任向任何接受本报告的人士提供该等材料。中信建投（国际）、其控股公司或任何其附属公司不对因使用此报告的材料而引致的直接或间接损失而负任何责任。

此报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此报告中所提及投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何人的投资目标、财物状况或特殊需求考虑进去。投资者应该不依靠此报告而是靠自己作出投资决定。客户在做出任何以此报告的建意为依据的投资行动前，应先咨询专业意见。在投资于本报告所涉及的证券前，投资者应考虑其个人投资目标及财物状况，并在有需要时就财政、税务及法律征询专业意见。

本报告的收件人须对本报告严格保密。本报告以仅供参考为目的而提供，且不得以任何目的被复制、再散布或传递（无论直接或间接）给其他任何人或被全部或部分公开。在其他管辖区散布本报告的行为可能受到法律的限制，且拥有本报告的任何人均应自行获悉所有该等限制或任何须遵守的规定。

中信建投（国际）研究部

香港中环交易广场 2 期 18 楼

电话：(852) 34655600 传真：(852) 21809495 Bloomberg: CSCR <Go>