

## 中教控股 (839 HK)

### 收购山东泉城学院

#### 事件

中教控股于1月15日公布收购山东济南大学泉城学院100%股权。

#### 交易细节

中教向原始股东收购泉城学院50.91%，作价为人民币2.52亿元，其中包括向学校贷款2100万作为建设费用。由于学校剩下49.09%是由国资委旗下的山东大众报业（集团）持有，按照规定，出售资产时必须以山东文化产权交易所挂牌出让的方式，透过招标程序完成。交易完成后，中教将拥有标的学院100%股权，总作价为4.54亿元，全部来自于中教自有资金。

#### 财务影响

管理层预计泉城学院将于2019年下半年实行并表，对于2019年财务影响有限。假设2020年泉城学院1万学生，每人学费1万元计算，只占中教收入的5%，虽然泉城的利润率较低，但预计对中教的整体影响不大。

#### 中泰观点

这是中教在山东省内的第一所高校，进一步证明中教在异地收购的执行力。此次交易再次说明虽然《民促法实施条例》的最终稿还未出台，但未如市场担忧会影响高等教育的收购。现阶段的收购依然得到监管部门的认可。尤其是在独立学院领域，收购兼并将持续火热。这也有助于减缓投资者对于高教收购扩张方面的担忧。我们维持高等教育的政策风险较其他细分行业为小的看法。我们对中教的盈利预测维持不变，维持“买入”评级，目标价13.20港元。

#### 主要财务数据

年结8月31日 (人民币百万)	2017年实 际(年结12月)	2018年实 际	2019年预 测	2020年预 测	2021年预 测
收入	949	933	1,915	2,069	2,200
增长率(%)	10.2	(1.7)	105.3	8.0	6.4
净利润	421	358	845	933	978
增长率(%)	(0.4)	(15.2)	136.4	10.4	4.8
摊薄后每股盈利(人民币)	0.277	0.176	0.417	0.460	0.482
增长率(%)	(0.4)	(36.3)	136.4	10.4	4.8
对比前每股盈利(%)			N/A	N/A	N/A
市场共识每股盈利			0.428	0.512	0.625
净资产收益率(%)	10.3	6.0	13.2	13.6	13.1
市盈率(倍)	32.9	51.7	21.9	19.8	18.9
市账率(倍)	2.5	3.0	2.8	2.6	2.4
股息率(%)	0.0	0.7	2.1	1.8	1.9
每股股息(港元)	0.000	0.074	0.216	0.185	0.194

资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测\*2017年结12月；2018-2021年结8月

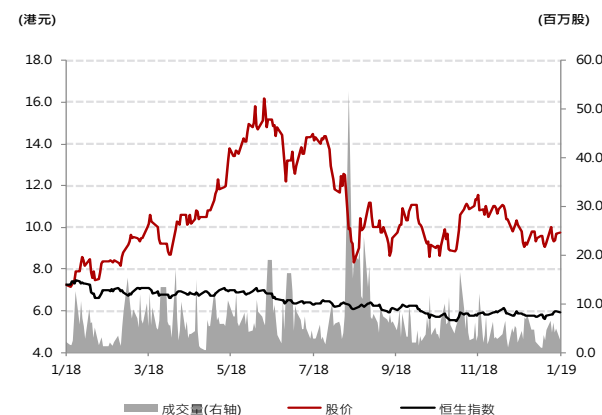
评级：买入；目标价 HK\$13.20

#### 公司基本资料 (更新至2019年01月15日)

最新价	10.48	(港元)
市值	211.7	(百万港元)
流通股比例(%)	25.8	(%)
已发行总股本(百万)	2,020.2	(百万股)
52周价格区间	7.05-16.60	(港元)
3个月平均每日成交	49.5	(百万港元)
主要股东	于果/谢可滔	(占75.2%)

来源：彭博

#### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告

百尺竿头 更进一步 - 20190109

#### 分析师

陈怡 (Vivien Chan)  
vivien.chan@ztsc.com.hk  
+852 3979294

## 济南大学泉城学院基本资料

泉城学院位于山东省蓬莱市，自 2011 年起与济南大学分校运营，占地 1387 亩。学院设有 38 个专业，9 个专科，共有学生 8529 人，其中 81% 为本科生，其余为专科生，学费范围在 8000 元-11000 元。据管理层介绍，泉城学院的录取分数线是山东省民办学校中最高的，在省内享有较高声誉。学校利用率 86%，中教预计经过改造和扩建，泉城学院的最高容量可达 2 万人以上。现在学院需要交纳学费收入的 20% 给济南大学，不过学院已经具备大部分专设成为独立大学的条件，日后转设成功后将不需向母体大学交纳管理费。学院自有土地部分全部为出让地，以后不需缴纳土地出让金。截止 2018 年 8 月，泉城学院的毛利率 22%，税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 率 11.8%，净亏损 2300 万。中教相信在提升学生人数、提高运营效率和优化成本结构后，学院将于 2019 年达至盈亏平衡。交易预计 2019 年下半年完成交割。

**图表 1：中教在校人数预测（未包括泉城学院）**

学年	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E
江西科技学院	37,702	35,982	36,368	37,002	37,534	37,712
广东白云学院	25,665	25,741	26,416	26,979	27,774	28,619
白云技师学院	14,016	13,532	13,420	13,018	13,120	13,564
郑州城轨学校	0	20,865	24,476	27,400	29,866	31,658
西安铁道学院	0	7,600	20,635	27,500	31,075	33,561
松田大学		0	8,700	9,000	9,630	10,015
松田学院		0	3,300	3,600	4,032	4,516
<b>总人数</b>	<b>63,367</b>	<b>75,255</b>	<b>121,315</b>	<b>144,500</b>	<b>153,031</b>	<b>159,646</b>
<b>在校生人数增长%</b>						
江西科技学院						
广东白云学院	(3.0)	(4.6)	1.1	1.7	1.4	0.5
白云技师学院	3.9	0.3	2.6	2.1	2.9	3.0
郑州城轨学校	9.3	(3.5)	(0.8)	(3.0)	0.8	3.4
西安铁道学院	0.0	0.0	0.0	11.9	9.0	6.0
松田大学	0.0	0.0	0.0	33.3	13.0	8.0
松田学院	0.0	0.0	0.0	3.4	7.0	4.0
<b>总人数</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>9.1</b>	<b>12.0</b>	<b>12.0</b>

资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：教育行业同业比较

公司	代码	股价(当地货币)	市值 (百万美元)	3 个月平均			每股盈利增 长 Y1(%)	每股盈利 增长 Y2(%)	历史股息 率 (%)	市帐率 FY0 (x)	市帐率 FY1 (x)	EV/EBITDA FY1	ROE FY0 (%)	ROE FY1 (%)	
				成交量 (百万美元)	市盈率 FY0 (x)	市盈率 FY1 (x)									
<b>K12</b>															
博实乐	BEDU US	11.06	1,371	2.6	37.0	23.0	18.6	60.8	23.6	N/A	3.37	2.98	21.8	11.3	12.4
枫叶教育	1317 HK	3.38	1,284	7.2	15.3	12.8	10.4	19.9	22.4	2.5	2.38	2.17	11.5	17.9	17.6
睿见教育	6068 HK	3.01	784	1.4	17.3	12.5	10.5	38.0	18.8	2.7	2.77	2.41	14.2	17.0	19.6
天立教育	1773 HK	1.57	415	0.6	N/A	14.4	10.8	N/A	33.0	N/A	N/A	1.22	16.4	20.2	14.8
<b>综合性</b>															
宇华教育	6169 HK	2.97	1,236	5.0	15.1	11.7	10.3	28.2	13.8	3.0	2.38	2.08	11.2	17.8	19.0
成实外教育	1565 HK	3.98	1,567	0.4	34.3	26.8	20.8	28.0	28.9	2.0	3.82	3.61	24.9	12.9	14.2
博骏教育	1758 HK	1.50	157	0.3	43.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.14	N/A	15.6	2.8	N/A
21 世纪教育	1598 HK	0.92	144	0.2	N/A	15.9	13.2	N/A	20.0	N/A	N/A	N/A	8.3	33.4	13.0
<b>高等教育</b>															
中教集团	839 HK	10.48	2,699	6.3	51.7	21.9	19.8	136.4	10.4	0.7	3.0	2.8	17.2	6.0	13.2
新高教集团	2001 HK	3.73	681	2.9	18.2	15.0	12.2	21.0	23.1	1.2	2.6	2.4	13.0	17.9	15.5
希望教育	1765 HK	0.80	680	1.9	21.2	17.3	10.4	22.8	66.3	0.0	1.2	1.2	7.8	37.7	13.9
民生教育	1569 HK	1.40	717	0.7	17.6	13.7	11.0	28.3	25.0	N/A	1.60	1.43	10.1	11.3	10.6
春来教育	1969 HK	1.44	220	0.1	8.9	6.2	4.4	42.9	40.0	N/A	2.50	0.90	7.0	22.9	17.1
新华教育	2779 HK	1.97	404	0.3	N/A	11.3	9.4	N/A	20.0	N/A	N/A	1.19	7.2	19.5	13.0
<b>培训机构</b>															
好未来	TAL US	29.21	16,570	124.0	77.3	54.4	37.6	42.1	44.7	N/A	8.92	8.72	56.7	18.6	18.3
新东方	EDU US	60.28	9,566	113.8	32.2	25.9	19.4	24.5	33.4	N/A	4.79	3.98	21.2	13.7	14.9
达内科技	TEDU US	6.49	347	0.6	13.5	N/A	N/A	N/A	N/A	1.8	2.13	2.09	6.7	(26.5)	(36.0)
精锐教育	ONE US	8.31	1,351	0.9	548.8	20.9	16.8	2,520.8	24.4	N/A	131.60	7.31	20.0	N/A	48.6
朴新教育	NEW US	5.64	461	0.6	N/A	N/A	12.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(9.0)	N/A	N/A
尚德机构	STG US	3.63	626	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(2.1)	N/A	N/A
瑞思教育	REDU US	8.39	507	0.6	N/A	19.2	15.7	N/A	22.4	N/A	7.88	6.70	N/A	N/A	40.1

资料来源：彭博，中泰国际研究

图表3：中教财务报表 (年结: 8月31日; 人民币百万元)

利润表						资产负债表					
单位: 百万人民币	年结 12 月					单位: 百万人民币					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	949	933	1,915	2,069	2,200	固定资产	2,639	3,259	3,812	4,134	4,386
同比%	10	(2)	105	8	6	无形资产及商誉	565	1,911	1,845	1,773	1,694
成本	(389)	(360)	(719)	(772)	(830)	联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
毛利	560	573	1,196	1,296	1,370	长期投资	98	1,451	1,451	1,451	1,451
毛利率	59.0%	61.4%	62.5%	62.7%	62.3%	其他非流动资产	0	54	54	54	54
其他收益	70	25	39	40	42	非流动资产	3,302	6,675	7,162	7,412	7,585
销售及分销成本	(10)	(18)	(20)	(21)	(22)	库存	0	0	0	1	1
行政成本	(179)	(168)	(265)	(265)	(290)	应收帐款	72	130	267	289	307
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	0	0	0	0	0
其他运营开支	0	0	0	0	0	其他流动资产	55	80	80	80	80
总运营开支	(189)	(186)	(285)	(286)	(312)	现金	3,243	1,848	2,313	3,003	3,898
营业利润 (EBIT)	442	412	950	1,051	1,101	流动资产	3,370	2,059	2,661	3,372	4,285
营业利润率	46.5%	44.2%	49.6%	50.8%	50.0%	应付帐款	11	31	20	21	23
拨备	0	0	0	0	0	税项	12	13	4	4	4
财务成本	(18)	(24)	(7)	(10)	(10)	预提费用及其他应付款	197	535	397	429	456
融资后利润	423	388	943	1,041	1,091	银行贷款和租赁	727	1,169	1,674	1,969	2,323
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	423	388	943	1,041	1,091	其他流动负债	0	0	0	0	0
所得税	(2)	13	(4)	(4)	(4)	流动负债	947	1,747	2,095	2,423	2,806
少数股东权益	0	(43)	(94)	(104)	(109)	银行贷款和租赁	26	164	334	334	334
净利润	421	358	845	933	978	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
年成长率%	(0.4)	(15.2)	136.4	10.4	4.8	递延所得税及其他	60	359	359	359	359
净利润率	44.4%	38.3%	44.1%	45.1%	44.4%	少数股东权益	0	319	413	517	625
EBITDA	572	523	1,128	1,250	1,315	非流动负债	86	843	1,107	1,210	1,319
EBITDA 利润率	60.3%	56.1%	58.9%	60.4%	59.8%	总净资产	5,639	6,143	6,621	7,150	7,745
EPS (人民币)	0.277	0.176	0.417	0.460	0.482	股东权益	5,639	6,143	6,621	7,150	7,745
年成长率%	(0.4)	(36.3)	136.4	10.4	4.8	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (人民币)	0.000	0.074	0.216	0.185	0.194	储备	5,639	6,143	6,621	7,150	7,745
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E	毛利率 (%)	59.0	61.4	62.5	62.7	62.3
EBITDA	572	523	1,128	1,250	1,315	营业利润率 (%)	46.5	44.2	49.6	50.8	50.0
营运资金变动	156	(128)	126	307	364	净利率 (%)	44.4	38.3	44.1	45.1	44.4
其他	(22)	11	0	0	0	销售及分销成本占收入百分比	1.0	2.0	1.0	1.0	1.0
经营活动现金流	706	407	1,254	1,556	1,679	行政成本占收入百分比	18.8	18.0	13.8	12.8	13.2
已付利息	(21)	(9)	(7)	(10)	(10)	派息率	0.0	0.0	45.0	35.0	35.0
所得税	(0)	(3)	(13)	(4)	(4)	有效税率 (%)	0.4	(3.4)	0.4	0.4	0.4
经营活动净现金	685	395	1,234	1,543	1,665	总负债比率 (%)	13.4	3.9	7.6	7.0	6.5
资本支出	(770)	(1,593)	(670)	(455)	(396)	净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
投资	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	3.6	1.2	1.3	1.4	1.5
已收股息	0	0	0	0	0	速动比率 (x)	3.6	1.2	1.3	1.4	1.5
资产出售	0	0	0	0	0	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
已收利息	5	15	5	7	9	应收账款周转率 (天)	28	51	51	51	51
其他	885	(78)	0	0	0	应付账款周转率 (天)	10	10	10	10	10
投资活动现金流	120	(1,656)	(665)	(448)	(387)	现金周转率 (天)	18	41	41	41	41
自由现金流	805	(1,261)	569	1,094	1,278	资产周转率 (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
发行股份	2,746	106	0	0	0	财务杠杆 (x)	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
股份回购	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	46.5	44.2	49.6	50.8	50.0
少数股东权益	0	0	0	0	0	利息开支 (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
已付股息	0	0	(367)	(405)	(383)	税务开支 (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
银行贷款变动净额	(453)	100	263	0	0	股本回报率 (%)	10.3	6.0	13.2	13.6	13.1
其他	(97)	(472)	0	0	0	ROIC (%)	13.4	9.7	18.8	20.2	21.6
筹资活动现金流	2,197	(266)	(104)	(405)	(383)						
现金变动净额	3,001	(1,527)	465	690	895						

资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测 \*2017 截止 12 月底·2018 及未来截止 8 月

# 历史建议和目标价

## 中教 (839 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2019/1/09	HK\$ 9.49	买入	HK\$13.20

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。