

## 公司研究

中教控股 (0839.HK) : 20 财年中中期业绩增长强劲, 维持买入评级

# 中教控股 (0839 HK)

## 20 财年中中期业绩增长强劲, 维持买入评级

中教控股 0839.HK 公布截至 2020 年 2 月 29 日止的 20 财年中中期业绩: 集团收入同比增长 41.8% 至 13.15 亿元人民币 (下同), 符合我们的预期; 毛利同比增长 41.2% 至 7.57 亿元, 毛利率 59.8%, 同比提升 2 个百分点; 撇除汇兑损失等因素后经调整核心净利润同比增长 31.6% 至 4.91 亿元, 每股派中期息 0.134 港元, 中期派息率高达 54%, 预计未来派息率维持在 30-50%。截至 2 月底, 集团共运营 10 所学校, 去年同期为 7 所。集团在校生人数 18.18 万人, 同比增加 23.3%。今年全国专升本扩招, 中教控股料将受益。截至 2 月底, 集团银行结余及现金共 27.66 亿元人民币, 预计未来几年集团外延内生增长大有空间, 我们的目标价 14.3HKD, 对应 25x2021 财年预测 PE, 维持买入评级。

### 2020 财年中中期业绩增长强劲

中教控股 2020 财年中中期业绩增长强劲: 收入同比大增 41.8% 至 13.15 亿元人民币, 主要由于新增三所学校: 山东泉城学院及重庆翻译学院、澳大利亚国王学院并表 (分别于 2019 年 3 月、7 月、10 月并表), 以及内生增速可观。期内, 集团旗下高等教育分部收入同比增长 45.6% 至 5.99 亿元, 职业教育分部收入同比增加 14.2% 至 3.28 亿元。澳大利亚国王学院贡献收入 0.68 亿元人民币。除外延式并购, 集团老校内生性增长也不俗, 江西科技学院和广东白云学院中期收入同比增长约 15%。

### 并购学校整合情况良好, 利润率有进一步提升空间

2020 财年中中期, 集团经调整核心净利润率 (撇除汇兑损益、以股份为基础的开支、递延现金对价的推算利息及可换股债券的公允价值变动等非经营性因素) 40.6%, 较去年同期的 45% 降低 4.4 个百分点, 主要是由于新并购学校的纯利润率较集团成熟学校低, 但这些学校的利润率提升空间很大。集团上市后并购了三所独立学院, 广州松田学院和山东泉城学院向合作大学缴纳的管理费率分别为 18% 和 20%, 成功转设后无需再交管理费, 利润率提升空间很大。

### 轻资产布局英国, 和里士满大学建立合作关系

今年 3 月底, 集团公告与伦敦里士满美国国际大学订立合作协议, 伦敦里士满大学成立于 1972 年, 为一所同时获认证授予英国及美国学位的大学, 提供学士学位及硕士学位课程, 目前共有约 1500 名在校生。根据协议, 中教控股独家向里士满提供全球招生等服务, 中教控股收取运营服务费。里士满大学目前没有来自中国的学生, 预计该合作模式能为中教控股探索新的创收模式。

### 疫情对集团业务影响甚微, 预计受益于专升本扩招

集团旗下学校尚未开学, 但按照停课不停学的安排进行远程网络教学, 且集团学费、住宿费都是按年预收, 开学时间不影响学费、住宿费的确认。至于某些省份要求高校退还部分住宿费, 中教控股表示集团所在省份暂时未出台相关政策, 即使要退还部分住宿费, 影响也不大, 因为住宿费目前只占集团收入的 6.7%, 假设需要退还一学期住宿费的 1/3, 对收入影响也只有 1-2%。延迟开学, 集团学校餐厅收入减少, 但其他开支也相应减少, 如水电费、行政管理费等, 整体来说, 疫情对集团业务影响甚微。而年初教育部出台的专升本扩招政策, 从已经出台政策的省份来看, 粗略估计今年全国专升本扩招一倍, 集团料受益。

截至 2020 年 2 月 29 日, 集团账面现金有 27.66 亿元人民币, 未来并购的资金充足。考虑到集团非常优秀的并购纪录, 我们有理由相信中教控股的成长空间巨大。我们维持买入评级 2020 年 4 月 23 日收盘价 11.8 港币, 对应 20.8 倍 2021 财年 PE, 处于公司历史估值水平下轨, 我们的目标价 14.3HKD, 对应 25 倍 2021 财年 PE, 较目前股价有 21.2% 上行空间。

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理



国信证券(香港)  
GUOSEN SECURITIES (HK)



中国

教育行业  
民办高等教育

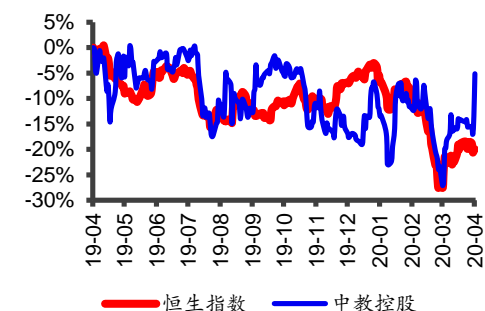
2020 年 4 月 24 日

买入  
(维持)

目标价	HKD14.3
上次评级/目标价	买入/14.7
收盘价 (23 Apr 20)	HKD11.8
上行/下行空间 (%)	21.2
恒生指数	23977.32
总市值 (亿 HKD)	238.36
52 周最高 (HKD)	12.88
52 周最低 (HKD)	8.9
3 个月平均成交量 (千股)	3408.9

资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部

### 股价表现



资料来源: Wind (截至 2020-04-23), 国信证券 (香港) 研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报 (%)	30.10	9.67	-5.14
相对 HSI 回报 (%)	19.58	23.75	14.83

资料来源: Wind (截至 2020-04-23 收盘), 国信证券 (香港) 研究部

### 公司简介

中教控股是一家中国领先大型民办高等教育集团, 运营数所最顶尖及久享盛誉的民办高等教育机构。公司专注于通过创新提供优质教育。公司的创始人于先生及谢先生在中国民办教育界备受认可。于先生是二十世纪九十年代唯一来自中国民办教育界的第九届全国人民代表大会代表, 并推动了《中华人民共和国民办教育促进法》的出台, 为中国民办教育行业的快速发展奠定了基石。公司的创始人同时各自获委任为中国民办教育协会副会长, 均在民办教育领域经验丰富并对民办高校的发展有着深刻洞见。

资料来源: 公司资料, 国信证券 (香港) 研究部

### 杨晓琴

证监会中央编号: BBR309

+852 2899 6772

Vivian.yang@guosen.com.hk

## 公司研究

### 中教控股 (0839.HK) : 20 财年中中期业绩增长强劲, 维持买入评级



(注: 中教控股 2018 年将财年截止日期改为 8 月 31 日, 2018 财年数据为国信证券 (香港) 研究部调整)

表 1: 盈利预测

截至 Aug31 (人民币百万)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
营业额	1,590	2,069	2,755	3,292	3,824
经营利润	682	772	1,095	1,351	1,565
净利润	670	734	924	1,133	1,267
摊薄后每股盈利 (RMB)	0.33	0.36	0.42	0.52	0.58
每股股息 (RMB)	0.07	0.09	0.19	0.18	0.20
市盈率 (x)	32.50	29.71	25.50	20.79	18.60
股息率 (%)	0.69	0.84	1.76	1.68	1.88
市净率 (x)	3.37	3.31	3.32	3.00	2.72
摊薄后每股盈利增长 (%)	n.a.	9.4	16.5	22.6	11.8

资料来源: Wind(行情截至 2020-04-23), 公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

## 风险提示

- 1) **政策风险:** 民办教育促进法实施条例迟迟未落地, 可能有超乎市场预期的严格监管条例。
- 2) **成本上升风险:** 民促法实施条例 (送审稿) 确定了营利性、非营利性学校分类管理的方向, 未来营利性学校土地成本、有效税率预期上升。
- 3) **竞争风险:** 行业高度分散且正处于结构性调整阶段, 领先者继续以通过并购寻求增长的主要策略发展, 预期此行业成熟参与者的竞争将持续加剧。
- 4) **安全事故风险:** 学校运营须就学生或其他人士在学校发生意外或受伤或其他伤害承担责任。

## 公司研究

中教控股 (0839.HK) : 20 财年中期业绩增长强劲, 维持买入评级

入评级

财务报表摘要 (2018 年后截至每财年 8 月 31 日)



损益表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
收益	1,520	1,955	2,655	3,182	3,704
收益增长率 (%)	0.0	28.6	35.8	19.9	16.4
销售成本	(650)	(833)	(1,102)	(1,273)	(1,482)
毛利	870	1,121	1,553	1,909	2,222
其他收入	70	114	100	110	120
经营费用	(258)	(463)	(557)	(668)	(778)
经营溢利	682	772	1,095	1,351	1,565
经营溢利增长率 (%)	0.0	0.0	29.3	9.8	9.2
其他营业外收入/(支出)	0	0	0	0	0
财务收入	32	0	70	42	58
财务费用	(9)	(104)	(86)	(88)	(90)
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	705	668	1,079	1,305	1,533
所得税	(35)	19	(54)	(65)	(153)
少数股东损益	0	(95)	(101)	(106)	(113)
净利润	670	593	924	1,133	1,267
其他调整	0	141	0	0	0
实际利润	670	734	924	1,133	1,267
实际利润增速 (%)	2.7	9.5	25.9	22.6	11.8
每股摊薄收益(人民币元)	0.309	0.292	0.421	0.516	0.577
每股收益(人民币元)	0.309	0.292	0.455	0.558	0.623
每股收益增速 (%)	17.2	(5.5)	55.9	22.6	11.8
每股股息(人民币元)	0.07	0.09	0.19	0.18	0.20
每股股息增速 (%)	N/A	22.1	110.4	(4.6)	11.8

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

资产负债表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
固定资产	3,322	6,902	7,353	7,622	7,982
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	3,414	4,191	4,336	4,547	4,756
非流动资产	6,736	11,093	11,689	12,169	12,737
存货	0	1	1	1	1
应收款及预付款项	132	596	796	955	1,111
银行存款及现金	1,738	3,497	2,100	2,921	3,855
其他	126	153	159	191	222
流动资产	1,997	4,246	3,056	4,068	5,189
银行及其他借款	107	285	285	285	285
应付贸易账款及其他应付款项	31	23	27	32	37
应付税项	0	21	0	0	111
其他	1,609	3,400	2,602	3,118	3,630
流动负债	1,747	3,729	2,913	3,435	4,063
银行及其他借款	130	3,982	4,082	4,182	4,282
其他	394	620	133	159	185
非流动负债	524	4,602	4,215	4,341	4,467
净资产	6,462	7,008	7,618	8,460	9,396
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
溢价及储备	6,143	6,341	6,341	6,341	6,341
股东应占权益	6,143	6,181	6,588	7,218	7,929
少数股东权益	319	414	515	621	734
总权益	6,462	6,595	7,103	7,839	8,663
每股净资产(人民币元)	3.2	3.2	3.2	3.6	3.9

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

财务比率	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
毛利率 (%)	57.3	57.4	58.5	60.0	60.0
经营利润率 (%)	44.9	39.5	41.3	42.5	42.2
实际利润率 (%)	41.2	30.3	34.8	35.6	34.2
净债务/权益	0.0	0.6	0.6	0.6	0.5
净债务/总资产	(24.4)	11.7	31.9	19.7	8.2
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.6
股息支付率	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4
利息覆盖率 (倍)	84.7	9.7	16.7	19.5	21.5
股息覆盖率 (倍)	4.2	3.2	2.2	2.9	2.9
应收账款周转天数	14.9	5.4	3.8	3.6	3.6
应付账款周转天数	11.7	11.9	8.3	8.4	8.5
存货周转天数	2,047.2	1,809.8	1,648.7	1,453.8	1,434.4
现金循环天数	13.0	56.2	87.7	92.3	93.6
杜邦分析	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
税负率 (%)	(5.0)	2.8	(5.0)	(5.0)	(10.0)
利息负担率 (%)	(0.6)	(5.3)	(3.3)	(2.8)	(2.4)
经营利润率 (%)	44.9	39.5	41.3	42.5	42.2
资产周转率 (倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
杠杆率 (倍)	1.4	2.3	2.1	2.1	2.1
资产收益率 (%)	9.4	6.8	6.0	7.7	7.8
净资产收益率 (%)	10.6	9.3	13.5	15.2	15.4

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

现金流量表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
息税前利润	682	772	1,095	1,351	1,565
折旧与摊销	121	236	345	368	381
利息费用	23	-104	-16	-46	-32
营运资本变动	508	44	-1,003	332	329
已交税金	-35	19	-54	-65	-153
其他经营性现金流	-44	174	-122	-106	-2
经营活动	1,255	1,141	246	1,833	2,088
资本支出	-532	-26	-796	-636	-741
自由现金流	722	1,115	-551	1,197	1,347
非流动资产处置	0	0	0	0	0
联营公司及合营公司 (净值)	0	0	0	0	0
已收利息	-7	-305	-136	-158	-157
已收股息	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	-2,745	-1,937	-9	-53	-52
投资活动	-3,284	-2,268	-941	-847	-950
新增贷款	20	3,081	100	100	100
偿还贷款	0	0	0	0	0
已付股息	-149	-190	-416	-397	-443
其他融资性现金流	654	-81	-386	133	139
融资活动	525	2,810	-702	-164	-205
现金增加/(减少)	-1,505	1,684	-1,397	822	933
年初现金	3,243	1,738	3,497	2,100	2,921
外汇汇率影响	0	74	0	0	0
年末现金	1,738	3,497	2,100	2,921	3,855

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Buy</b>	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Accumulate</b>	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
<b>Reduce</b>	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
<b>Sell</b>	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

#### Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Outperform</b>	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
<b>Underperform</b>	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

### Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 公司研究

中教控股 (0839.HK) : 20 财年中中期业绩增长强劲, 维持买入评级

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%, 或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间, 或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间, 或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间, 或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%, 或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%, 或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间, 或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%, 或行业基本面不理想。

## 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士, 分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员, 也未持有其任何财务权益。

本报告中, 国信证券(香港)经纪有限公司及其所属关联机构(合称国信证券(香港))并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股), 在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系, 亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

## 免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌, 甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润, 反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券(香港)的推荐意见, 也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券(香港)或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。国信证券(香港)不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息, 我们力求准确可靠, 但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要, 并不构成个人投资建议, 客户据此投资, 责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送, 未经国信证券香港书面授权许可, 任何人不得引用、转载以及向第三方传播, 否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见, 如有任何更改, 本司将不作另行通知。在一些管辖区域内, 针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券(香港)受制于任何注册或领牌规定, 则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体