

# 中教控股 (839 HK)

## 集团目前最大一单并购花落海南

中教控股 0839.HK 公告拟以 13.56 亿元人民币收购海口经济学院及海口经济学院附属艺术学校 60% 股权，交易对价对应 9.3x2019 年业绩 PE 及 13.9 倍 EV/EBITDA。同时，集团与并购标的签订合同，中教控股收购并购标的 60% 股权，并享有并购标的自并购完成后起至 2023 年 2 月以前的 100% 利润。我们认为该笔交易作价理想。并购学校目前在校生人数合计约 4.4 万人，并表后将使中教控股集团在校生人数达 22.6 万人，较并购前增加 30%。中教控股也将成为上市高等教育集团中首家于海南自贸区布局的民办高教集团。本次并购不涉及举办者变更，预料于公告后两个月内完成交易。我们预计本次并购将对集团下个财年业绩产生重要影响。

### 并购标的不仅规模大且高端专业办学成果斐然

海口经济学院是海南省最大的民办本科院校，目前在校生人数约 4.25 万人，其中本科约 1.6 万人，大专约 6 千人，继续教育约 2 万人。该校于 2008 年获中国教育部批准升格为本科学校，成为海南历史最久的民办本科高校，于营运高质量合作学院专业，尤其是艺术及影视相关专业方面成果斐然。目前学校共有 4 个高端学院。2019/2020 学年新生学额中高端学院占比 29%，而 2020/2021 学年，新生学额中高端学院占比 51%。海口经济学院本科专业学费约 2.4-10 万元人民币/年，大专学费 1.36-4.99 万元人民币/年。

值得一提的是，近 3 年该校新生学额年复合增速 17%，2020 年其普通本科及大专课程的年度招生学额超过 11,000 名学生。该校校园占地 1400 亩，最大可容纳 3.7-38 万名学生（因为继续教育学生不住校，不占使用率名额）。

### 并购标的财务状况改善空间大

并购标的 2018/2019 财年（截至 8 月 31 日）收入分别为 5.16/5.78 亿元人民币，税后净利润分别为 7316.3/4473.3 万元人民币，EBITDA 分别为 2.25/2.42 亿元人民币。预计并购标的 2020 财年收入 6.3 亿元人民币，EBITDA 2.49 亿元人民币。并购标的净利润减少主要与财务费用相关，截至 2020 年 4 月底，并购标的计息负债 14.48 亿元人民币，其中部分借款年息高达 12%，相信中教控股并购后能立即着手优化其财务状况，减少利息费用，增厚利润。

### 并购完成后中教控股巩固龙头地位

本次并购不涉及举办者变更，集团预计将于公告后两个月内完成，并购带来的收入、利润增厚将计入下一个财年。我们上调了我们上调了 21/22 财年的盈利预测，并上调目标价至 18.7 港币，对应 25 倍 2021 财年 PE。

（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；按 1 元港币=0.9 元人民币兑换）

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	4,046	4,729
经营利润	682	772	1,095	1,606	1,871
净利润	670	734	924	1,375	1,540
每股盈利 (RMB)	0.31	0.29	0.45	0.68	0.76
每股股息 (RMB)	0.07	0.09	0.19	0.22	0.25
市盈率 (x)	49.49	52.37	33.59	22.57	20.16
股息率 (%)	0.48	0.59	1.24	1.44	1.61
市净率 (x)	4.80	4.71	4.72	4.19	3.73
每股盈利增长 (%)	N/A	(5.5)	55.9	48.8	12.0

资料来源: 公司数据 (行情数据截至 2020-08-10 收盘), 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

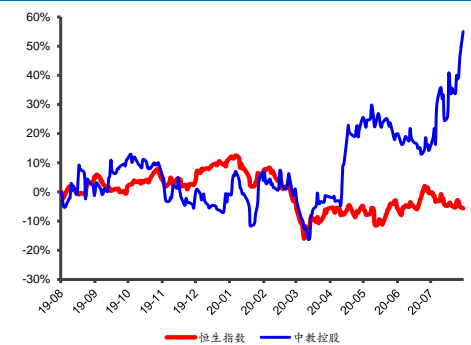
中国 教育  
民办高等教育

2020 年 8 月 10 日 买入(维持)

目标价	HKD18.7 (调升)
上次评级/目标价	买入/16.1
收盘价 (10 Aug 20)	HKD16.8
上行/下行空间 (%)	11.3%
恒生指数	24377.43
总市值 (亿 HKD)	339
52 周最高 (HKD)	16.8
52 周最低 (HKD)	8.9
近 3 个月日均成交量 (千股)	4107.8

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 2020-08-10 收盘), 国信证券 (香港) 研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报	35.70%	27.47%	56.42%
相对 HSI 回报	40.95%	26.86%	62.45%

资料来源: Wind (截至 2020-08-10 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，集团旗下运营 10 所高校，其中一所位于澳大利亚，集团也是于粤港澳大湾区拥有最多校区的高等教育上市公司。截至 2020 年 2 月底，集团在校生规模达 18.2 万人。

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

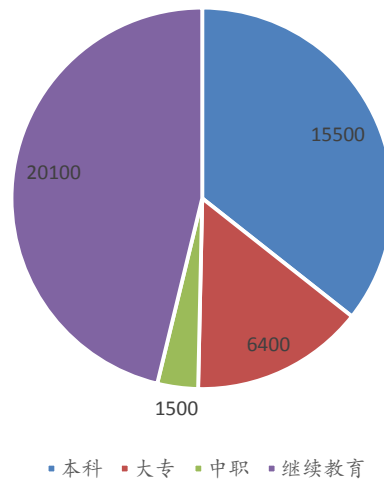
并购标的不仅规模大且高端专业办学成果斐然

海口经济学院是海南省最大的民办本科院校，目前在校生人数约 4.25 万人，其中本科约 1.6 万人，大专约 6 千人，继续教育约 2 万人。该校于 2008 年获中国教育部批准升格为本科学校，成为海南历史最久的民办本科高校，于运营高质量合作学院专业，尤其是艺术及影视相关专业方面成果斐然。目前学校共有 4 个高端学院。2019/2020 学年新生学籍中高端学院占比 29%，而 2020/2021 学年，新生学籍中高端学院占比 51%。海口经济学院本科专业学费约 2.4-10 万元人民币/年，大专学费 1.36-4.99 万元人民币/年。

值得一提的是，近 3 年该校新生学籍年复合增速 17%，2020 年其普通本科及大专课程的年度招生学籍超过 11,000 名学生。该校校园占地 1400 亩，最大可容纳 3.7-38 万名学生（因为继续教育学生不住校，不占使用率名额）。

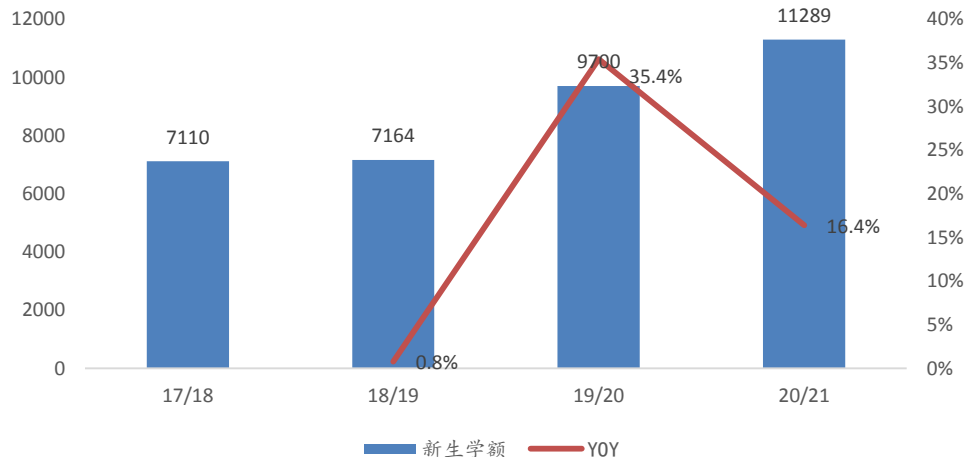
海口经济学院附属艺术学校是一所中等职业学校，目前在校生人数约 1500 人，学费 0.8-1.3 万/学年。该校毕业的学生可通过考试升入海口经济学院的本科或专科课程。

图 1 并购标的生源结构 (2019/2020 学年, 单位: 人)



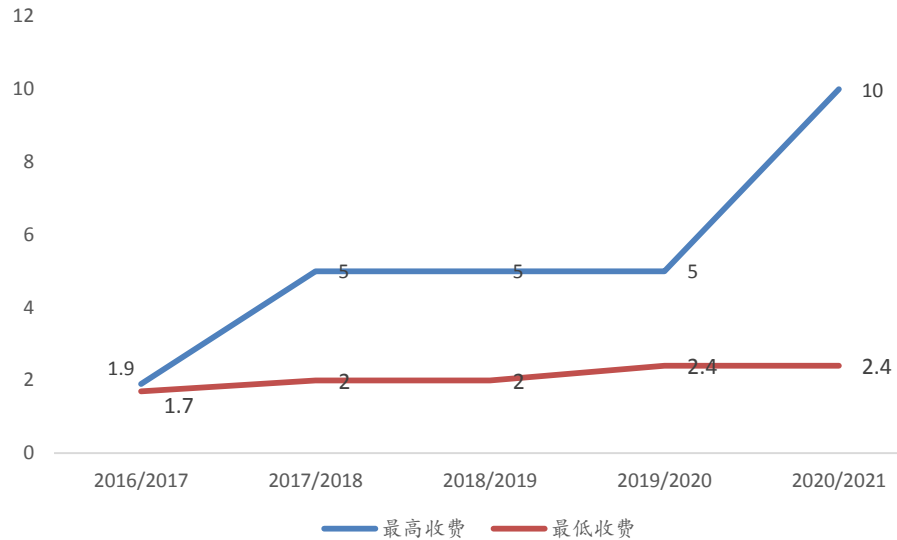
数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 2 海口经济学院本科及大专近三年新生学籍年复合增速达 17%



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图3 海口经济学院本科专业学费 (单位: 万元人民币/年)



数据来源: 公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

### 并购标的财务状况改善空间大

并购标的 2018/2019 财年 (截至 8 月 31 日) 收入分别为 5.16/5.78 亿元人民币, 税后净利润分别为 7316.3/4473.3 万元人民币, EBITDA 分别为 2.25/2.42 亿元人民币。预计并购标的 2020 财年收入 6.3 亿元人民币, EBITDA 2.49 亿元人民币。并购标的净利润减少主要与财务费用相关, 截至 2020 年 4 月底, 并购标的计息负债 14.48 亿元人民币, 其中部分借款年息高达 12%, 相信中教控股并购后能立即着手优化其财务状况, 减少利息费用, 增厚利润。

中教控股管理层预计未来两年收入增速不小于 20%, ebitda 高于收入。净利润预计会有巨大提升。

表 2 并购标的财务状况

单位: 亿元人民币	2018	2019	2020E
收入	5.16	5.78	6.30
收入 YOY		12.1%	9.0%
净利润 (税前)	0.78	0.50	0.48
净利润 (税后)	0.73	0.45	0.44
EBITDA	2.25	2.42	2.49
EBITDA 率	43.59%	41.88%	39.52%

数据来源: 公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

### 并购完成后中教控股巩固龙头地位

本次并购不涉及举办者变更, 集团预计将于公告后两个月内完成, 且集团与并购标的已订立合约, 约定从并购完成至 2023 年 2 月前标的学校 100% 利润归属中教控股。完成本次并购后, 集团在校生人数将增加 30% 至 22.6 万人。截至 2020 年 2 月底, 集团账面现金及现金等价物合计约 28 亿元人民币, 足以支付本次并购, 且马上进入 20/21 学年, 9 月集团旗下学校预收

学费不会低于 20 亿元，集团现金充裕。同时管理层表示，未来维持每年 2-3 所并购项目，目前正在谈判下一个并购标的，未来并购速度不会减速，甚至要加速。

本次并购将反映在 2021 财年及以后的业绩中，因此我们上调了 21/22 财年的盈利预测，并上调目标价至 18.7 港币，对应 25 倍 2021 财年 PE。

(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；按 1 元港币=0.9 元人民币兑换)

### 风险提示

- 1) 政策风险：民促法实施条例尚未落地，或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) 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。

财务报表摘要 (截至每财年 12 月 31 日)

损益表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
收益	1,520	1,955	2,655	3,936	4,609
收益增长率 (%)	0.0	28.6	35.8	48.3	17.1
销售成本	(650)	(833)	(1,102)	(1,614)	(1,890)
毛利	870	1,121	1,553	2,322	2,719
其他收入	70	114	100	110	120
经营费用	(258)	(463)	(557)	(827)	(968)
经营溢利	682	772	1,095	1,606	1,871
经营溢利增长率 (%)	0.0	0.0	29.3	19.6	9.1
其他营业外收入/(支出)	0	0	0	0	0
财务收入	32	0	70	42	55
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	1,559	1,836
所得税	(35)	19	(54)	(78)	(184)
少数股东损益	0	(95)	(101)	(106)	(113)
净利润	670	593	924	1,375	1,540
其他调整	0	141	0	0	0
实际利润	670	734	924	1,375	1,540
实际利润增速 (%)	2.7	9.5	25.9	48.8	12.0
每股收益-摊薄(人民币元)	0.309	0.292	0.421	0.626	0.701
每股收益(人民币元)	0.309	0.292	0.455	0.677	0.758
每股收益增速 (%)	17.2	(5.5)	55.9	48.8	12.0
每股股息(人民币元)	0.07	0.09	0.19	0.22	0.25
每股股息增速 (%)	N/A	22.1	110.4	15.8	12.0

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	8,166	8,680
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	3,414	4,191	4,336	4,848	5,118
非流动资产	6,736	11,093	11,689	13,015	13,797
存货	0	1	1	1	1
应收款及预付款项	132	596	796	1,181	1,383
银行存款及现金	1,738	3,497	2,100	2,745	3,771
其他	126	153	159	236	277
流动资产	1,997	4,246	3,056	4,163	5,432
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	39	46
应付税项	0	21	0	0	138
其他	1,609	3,400	2,602	3,857	4,517
流动负债	1,747	3,729	2,913	4,181	4,986
银行及其他借款	130	3,982	4,082	4,182	4,282
其他	394	620	133	197	230
非流动负债	524	4,602	4,215	4,379	4,512
净资产	6,462	7,008	7,618	8,618	9,731
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	7,375	8,263
少数股东权益	319	414	515	621	734
总权益	6,462	6,595	7,103	7,996	8,997
每股净资产(人民币元)	3.2	3.2	3.2	3.6	4.1

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	59.0	59.0
经营利润率 (%)	44.9	39.5	41.3	40.8	40.6
实际利润率 (%)	41.2	30.3	34.8	34.9	33.4
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	21.5	8.8
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
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	22.3	25.2
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	4.0	3.6
应付账款周转天数	11.7	11.9	8.3	7.5	8.3
存货周转天数	2,047.2	1,809.8	1,648.7	1,632.4	1,474.3
现金循环天数	13.0	56.2	87.7	84.4	93.5
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)	(2.2)	(2.0)
经营利润率 (%)	44.9	39.5	41.3	40.8	40.6
资产周转率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
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	9.3	9.0
净资产收益率 (%)	10.6	9.3	13.5	18.2	18.1

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	1,606	1,871
折旧与摊销	121	236	345	368	408
利息费用	23	-104	-16	-46	-35
营运资本变动	508	44	-1,003	807	424
已交税金	-35	19	-54	-78	-184
其他经营性现金流	-44	174	-122	-106	26
经营活动	1,255	1,141	246	2,550	2,510
资本支出	-532	-26	-796	-1,181	-922
自由现金流	722	1,115	-551	1,369	1,588
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
投资减少	-7	-305	-136	-384	-202
投资增加	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	-2,745	-1,937	-9	-128	-67
投资活动	-3,284	-2,268	-941	-1,693	-1,191
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	-481	-539
其他融资性现金流	654	-81	-386	170	146
融资活动	525	2,810	-702	-211	-293
现金增加/(减少)	-1,505	1,684	-1,397	645	1,026
年初现金	3,243	1,738	3,497	2,100	2,745
外汇汇率影响	0	74	0	0	0
年末现金	1,738	3,497	2,100	2,745	3,771

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

## 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.



## 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。