

中教控股 (0839 HK)

收购全国排名第三的独立学院

中教控股 0839.HK 于 7 月 26 日公告以 24.46 亿元人民币（下同）收购隆兴投资有限公司 100% 权益，隆兴投资有限公司持有四川大学锦城学院 51% 的权益。交易对价中的 16.76 亿元将以现金支付，约 7.7 亿元将由配发及发行 5899.6 万股代价股份支付，代价股份发行价为 15.688 港币，较 7 月 26 日收盘价有 21.6% 溢价。四川大学锦城学院是全国排名第三的独立学院，在校生人数 2.6 万人。并购标的会保留红筹架构，不涉及举办者变更，预计一个月内完成收购。我们假设集团能在 9 月落实该笔并购并实现并表，相应提升 22-23 财年的营收、盈利预测。

收购标的规模、质地均为行业上乘

根据广州日报的 2021 年全国独立学院的排名，四川大学锦城学院是全国排名第三的独立学院（前二均为公办），位于四川成都市高新西区，是为数不多的 985 高校合作举办独立学院。目前在校生规模约 2.6 万人，其中 77% 为本科生。占地 1900 亩。锦城学院 2020 年收入为 4.3 亿人民币，过去两年 EBITDA 率分别为 2019/2020 年税后净利润分别为 1.6、1.71 亿元人民币。学校没有负债，在手现金约 3.3 亿。该笔并购对应 2020 年 PE28x，PB2.4x，及 12.7x EBITDA（同业过往收购倍数约 12-18x），处于同行本科院校收购的较低水平。2020 年锦城学院文理科录取分数线均在四川省独立学院中排名第一，审计学专业为第一批本科招生。

收购标的财务状况良好，在校生规模、学费上升空间大

收购标的没有任何负债之余还有 3.3 亿元人民币现金，2021 年 EBITDA 预计 3.5 亿元，净利润 3.1 亿元。锦城大学财务状况良好，学校占地 1900 亩，拥有建筑面积 60 万平方米，地理位置优越，位于成都地铁二号线锦城学院站，校园可扩建面积大，已经拿到政府批准可在现有校区内新建 100 万平方米的建筑，使建筑面积再扩 170%。过去四年锦城学院的招生名额分别为 6597/7577/9192/7636 人，21/22 学年招生学额为 8558 人，集团收购后目标是再 2-3 年内达到年招生名额 1 万人（其中本科约占 80%）。四川省 2020 年放开了民办高校的学费政策，锦城学院本科学费 1.7-2 万元/学年，住宿费 1200-2000 元/学年。（对比江西科技学院本科学费为 2.2-2.9 万/学年），和其他省份同等级本科学校比提升空间较大。

中教控股投后整合能力证实出色

过去两年集团并购的三个独立学院在完成并购后盈利状况显著改善：2019 年集团以 4.76 亿人民币收购山东泉城学院 100% 权益，集团接手后，该校招生学额已经从 19/20 学年的 3470 人增加至 21/22 学年的 6170 人，收入从 19/20 财年的 1.23 亿增至 20/21 财年的 1.5 亿，经调整归母净利润从 3100 万增至 4350 万。2019 年收购的重庆南方翻译学院，在校生人数从 18/19 学年的 1.3 万人增至 20/21 学年的 1.56 万人，收入从 2 亿增至 2.52 亿，经调整归母净利润从 2330 万增至 1.18 亿。2018 年收购的松田学院（含松田职业学院）在校生人数从 1.2 万人增至 20/21 学年的接近 2 万人，收入从 17/18 学年的 2.17 亿元增至 20/21 学年的 3.7 亿元，经调整归母净利润从 110 万增至 1.36 亿。

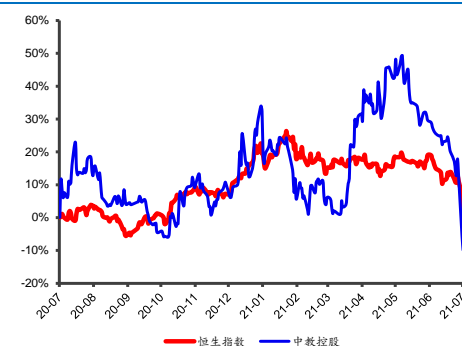
中国 教育行业
民办高等教育

2021 年 7 月 27 日 买入(维持)

目标价	HKD22.3(下调)
上次评级/目标价	买入/22.7
收盘价 (27 Jul 21)	HKD12.3
上行/下行空间 (%)	81.5
恒生指数	25086.43
总市值(亿 HKD)	280
52 周最高 (HKD)	20.8
52 周最低 (HKD)	11.3

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 2021-07-27 收盘), 国信证券（香港）研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报	-30.51%	-30.43%	-9.96%
相对 HSI 回报	-16.16%	-17.11%	-11.92%

资料来源: 彭博 (截至 2021-07-27 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末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

高等教育板块受情绪影响被错杀，估值吸引

近期因为教培行业“双减”文件监管力度远超市场预期，令投资情绪迅速降温，对政策风险的忧虑不仅波及教育行业所有板块并蔓延至其他行业。我们认为对于民办高等教育&职业教育板块，政策是明确鼓励民营资本进入，提高职业教育办学质量的。政策强调了K12教育的公益属性，势必要在财政支出上向K12阶段倾斜，社会力量 and 民营资本对促进高等教育&职业教育高质量发展的作用不可忽视。

盈利预测及估值

截至2021年7月底，集团拥有现金及现金等价物近55亿元人民币，未来并购的资金充足。管理层透露目前储备的并购项目多达70多个，相信民促法实施条例落地后，民办高等教育的并购将迎来更好的环境。假设锦城学院的并购于一个月内完成并于9月实现并表，我们调升集团22-23财年的营收、盈利预测，预计22/23财年营收分别为49.12/55.34亿元，归母净利润分别为17.17/20亿元，每股摊薄EPS为0.74、0.87元人民币。我们的目标价22.3HKD，对应25倍2022财年预测PE，较目前股价（2021-07-27收盘价）有81.5%上行空间。（注：按1元人民币=1.2元港币兑换）

表1 盈利预测

截至 Aug31 (人民币百万)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	2,069	2,810	3,924	4,912	5,534
经营利润	772	1,191	1,629	2,089	2,392
净利润(调整后)	734	1,047	1,435	1,794	2,087
经调整每股摊薄后盈利(RMB)	0.36	0.51	0.61	0.74	0.87
每股股息(RMB)	0.09	0.14	0.27	0.34	0.39
市盈率(x)	28.39	19.98	16.78	13.76	11.83
股息率(%)	0.88	1.36	2.68	3.27	3.80
市净率(x)	3.16	2.44	2.57	2.39	2.15
经调整每股盈利增长(%)	N/A	42	19	22	16

数据来源：Wind（行情截至2021-07-27收盘），公司公告，国信证券（香港）研究部

风险提示

- 政策风险：**教育行业发展与行业政策休戚相关
- 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。
- 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) : 收购全国排名第三的独立学院

财务报表摘要 (截至每财年8月31日)

损益表(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收益	1,955	2,678	3,857	4,842	5,464
收益增长率 (%)	N/A	37.0	44.0	25.6	12.8
销售成本	(833)	(1,077)	(1,523)	(1,903)	(2,131)
毛利	1,121	1,601	2,333	2,939	3,333
其他收入	114	132	67	70	70
经营费用	(463)	(541)	(771)	(920)	(1,011)
经营溢利	772	1,191	1,629	2,089	2,392
经营溢利增长率 (%)	N/A	0.0	25.3	17.5	12.3
其他营业外收入/(支出)	0	0	0	0	0
财务收入	0	0	69	62	85
财务费用	(104)	(93)	(103)	(105)	(107)
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	668	1,099	1,595	2,046	2,370
所得税	19	(19)	(80)	(102)	(119)
少数股东损益	(95)	(77)	(80)	(150)	(165)
净利润	593	1,002	1,435	1,794	2,087
其他调整	141	44	0	0	0
经调整核心净利润	734	1,047	1,435	1,794	2,087
经调整核心净利润增速 (%)	N/A	42.7	37.1	25.0	16.3
每股摊薄收益(人民币元)	0.292	0.313	0.662	0.806	0.937
经调整摊薄后每股收益(人民币元)	0.361	0.513	0.611	0.745	0.866
每股收益增速 (%)	N/A	42.1	19.1	21.9	16.3
每股股息(人民币元)	0.09	0.14	0.27	0.34	0.39
每股股息增速 (%)	N/A	55.2	96.8	21.9	16.3

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)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
固定资产	6,902	6,847	7,661	8,247	8,927
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	4,191	6,911	7,145	7,539	7,788
非流动资产	11,093	13,757	14,806	15,786	16,715
存货	1	1	1	1	2
应收款及预付款项	596	594	856	1,075	1,213
银行存款及现金	3,497	3,443	3,100	4,249	5,222
其他	153	180	231	291	328
流动资产	4,246	4,217	4,189	5,616	6,765
银行及其他借款	285	292	292	292	292
应付贸易账款及其他应付款项	23	33	39	48	55
应付税项	21	19	0	145	164
其他	3,400	3,035	3,780	4,746	5,355
流动负债	3,729	3,379	4,110	5,231	5,865
银行及其他借款	3,982	4,815	4,915	5,015	5,115
其他	620	874	193	242	273
非流动负债	4,602	5,689	5,108	5,257	5,388
净资产	7,008	8,907	9,777	10,913	12,226
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
溢价及储备	6,341	6,341	6,341	6,341	6,341
股东应占权益	6,181	8,240	8,949	9,786	10,768
少数股东权益	414	334	414	564	729
总权益	6,595	8,573	9,363	10,349	11,497
每股净资产(人民币元)	3.2	4.2	4.0	4.3	4.8

资料来源: 公司数据, 国信证券(香港) 研究部

财务比率	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
毛利率 (%)	57.4	59.8	60.5	60.7	61.0
经营利润率 (%)	39.5	44.5	42.2	43.1	43.8
实际利润率 (%)	30.3	23.6	37.2	37.0	38.2
净债务/权益 (%)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
净债务/总资产	11.7	19.4	22.5	10.2	1.6
流动比率	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5
股息支付率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	9.7	16.3	19.1	23.5	26.2
股息覆盖率(倍)	3.2	2.2	2.2	2.2	2.2
应收账款周转天数	5.4	4.5	5.3	5.0	4.8
应付账款周转天数	11.9	9.6	8.6	8.3	8.8
存货周转天数	1,809.8	1,250.3	1,302.1	1,458.4	1,378.4
现金循环天数	56.2	71.7	60.3	64.7	67.9
杜邦分析	FY19F	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
税负率(%)	2.8	(2.6)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
利息负担率 (%)	(5.3)	(3.5)	(2.7)	(2.2)	(2.0)
经营利润率 (%)	39.5	44.5	42.2	43.1	43.8
资产周转率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
杠杆率(倍)	2.3	2.1	2.0	2.1	2.0
资产收益率 (%)	6.8	4.1	8.0	9.4	9.7
净资产收益率 (%)	9.3	8.3	16.0	18.2	19.1

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)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
息税前利润	772	1,191	1,629	2,089	2,392
折旧与摊销	236	322	342	383	412
利息费用	(104)	(93)	(34)	(43)	(22)
营运资本变动	44	(381)	436	698	440
已交税金	19	(19)	(80)	(102)	(119)
其他经营性现金流	174	830	(99)	(5)	(146)
经营活动	1,141	1,851	2,194	3,020	2,958
资本支出	(26)	(805)	(1,157)	(968)	(1,093)
自由现金流	1,115	1,046	1,037	2,051	1,865
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	(305)	(163)	(334)	(296)	(187)
投资增加	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	(1,937)	(2,556)	100	(99)	(62)
投资活动	(2,268)	(3,524)	(1,391)	(1,363)	(1,342)
新增贷款	3,081	100	100	100	100
偿还贷款	0	0	0	0	0
已付股息	(190)	(285)	(646)	(807)	(939)
其他融资性现金流	(81)	1,805	(601)	199	196
融资活动	2,810	1,620	(1,147)	(508)	(643)
现金增加/(减少)	1,684	(54)	(343)	1,149	973
年初现金	1,738	3,497	3,443	3,100	4,249
外汇汇率影响	74	0	0	0	0
年末现金	3,497	3,443	3,100	4,249	5,222

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

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

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	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)：收购全国排名第三的独立学院

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。