

## 中教控股(0839.HK)/教育

## 广东省再落两子，龙头地位稳固

**评级：买入(维持)**

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	861	949	1617	2138	2427
增长率 yoy%	2	10	70	32	14
净利润	413	429	640	870	1036
增长率 yoy%	18	4	49	36	19
每股收益(元)	0.20	0.21	0.32	0.43	0.51
每股现金流量	(0.06)	1.48	0.60	0.08	0.16
净资产收益率	16	8	10	12	13
P/E	63	57	38	28	23
PEG	3.4	14.3	0.8	0.8	1.2
P/B	10	4	4	3	3

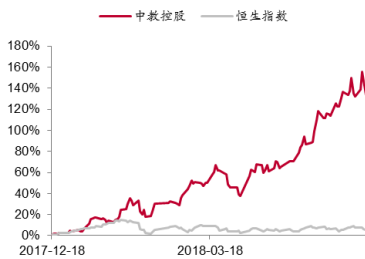
备注：股价使用 2018 年 6 月 14 日收盘价。

**投资要点**

- **事件：**集团拟以 5.38 亿元现金收购广州大学松田学院和广州松田职业学院，其中 5000 万元用于收购标的，4.88 亿元用于债务转让。
- **点评：**
- **收购广东省两所学校，畅享毛入学率提升、人口、支付能力优势。**从供给角度看，根据我们此前的报告《民办高等教育领域如何选择并购标的？》，广东省高等教育毛入学率远低于全国平均水平（广东省 17 年 37.5%，16 年 35.1%，全国 16 年 42.7%），高等教育供给严重不足。从需求角度看，广东省为我国人口第一大省（17 年末常住人口 1.11 亿人），同时也是人口增长最快的省份，在毛入学率提升相同百分比的前提下，人口基数较大的省将增加更多的生额。从支付能力看，广东省人均 GDP 较高（16 年 7.4 万），支撑后续学费的提价空间。
- **学生规模进一步提升，龙头地位稳固。**两所学校 2016 年净利润 7882.4 万元，2017 年净利润 7406.1 万元。收购完成后，集团的学生人数将达到 13.2 万人，进一步巩固国内民办高教板块的龙头地位。集团将在广州拥有 4 所学校，课程、师资、后勤等方面具有协同的空间，广东白云学院是广东省民办学校的第一名，有望进一步带动收购标的办学质量以及招生能力的提升。
- **高校收购能力得以彰显。**此次收购是集团上市后首次落地民办高校（本科和专科）的外延，体现了公司管理层和并购团队的决心和能力。此次收购前，由于获得基石投资者 IFC2 亿美金的长期贷款，集团在手现金超过 30 亿，此次并购使用 5.38 亿元，仍剩余 25 亿元，后续并购能力依旧强劲。
- **投资建议：**继西安和郑州学校之后，集团首次落地民办高校的两项收购，进一步巩固了民办高教板块的龙头地位，彰显了并购能力和实力。假设本次并购的两所学校于 9 月开始并表，预计 2018/19/20 财年净利润 6.40/8.70/10.36 亿元，EPS0.32/0.43/0.51 元人民币或 0.39/0.53/0.63 港元，估值 38x/28x/23x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**两所学校收购尚具有不确定性；招生人数不仅受到招生指标的影响，还受到报到率的影响，存在招生人数不达预期的可能性；学费提价不达预期。

**基本状况**

总股本(百万股)	2020
流通股本(百万股)	2020
市价(港元)	14.82
市值(百万港元)	29939
流通市值(百万港元)	29939

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 业绩符合预期，两项外延迅速落地
- 2 白云飞动蔚蓝天，民办高教龙头任翱翔

## 内容目录

事件 .....	- 3 -
点评 .....	- 3 -

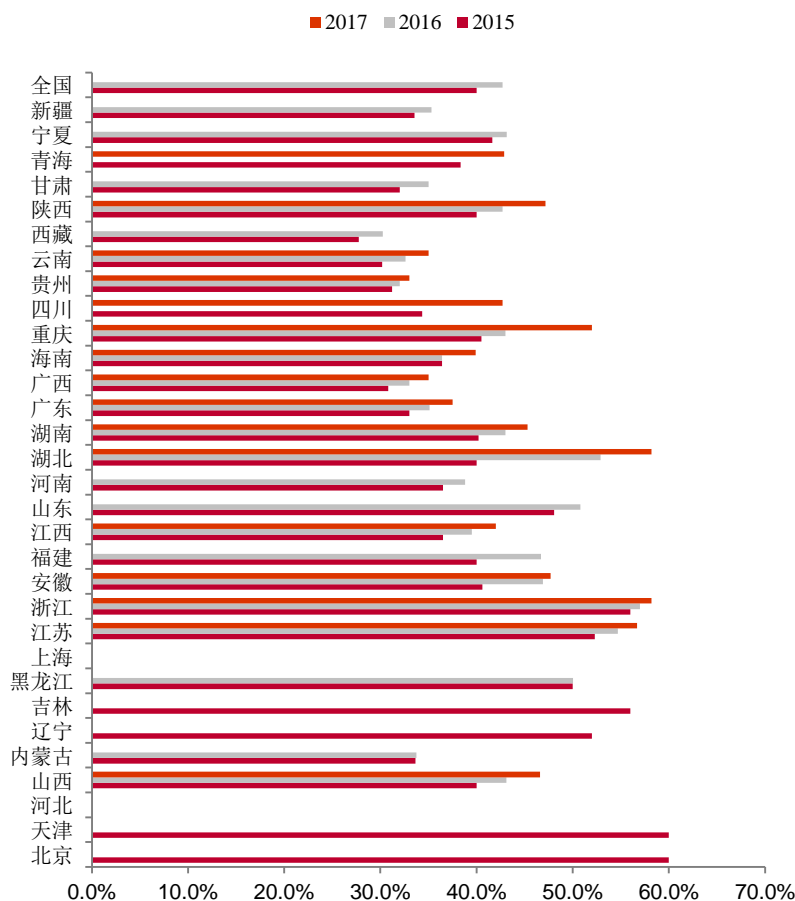
事件

- 集团拟以 5.38 亿元现金收购广州大学松田学院和广州松田职业学院，其中 5000 万元用于收购标的，4.88 亿元用于债务转让。

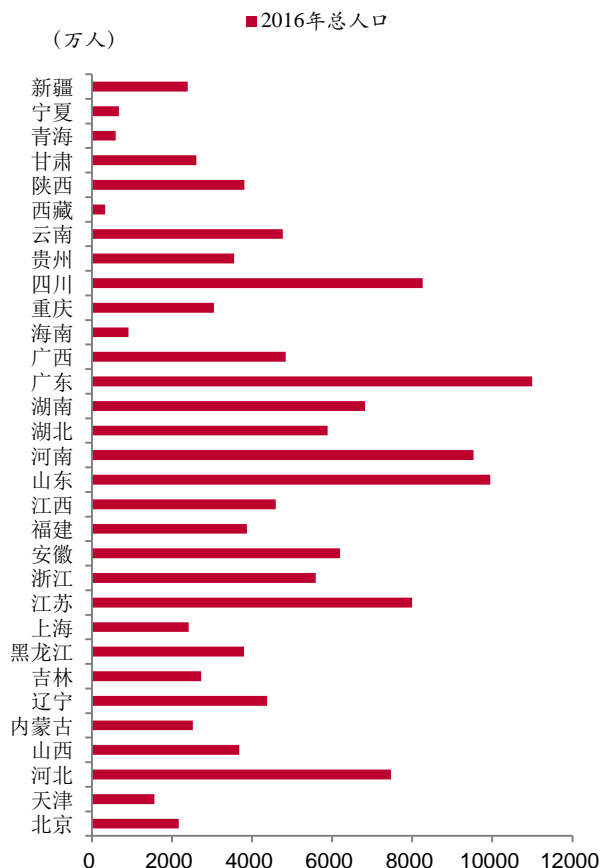
点评

- 收购广东省两所学校，畅享毛入学率提升、人口、支付能力优势。从供给角度看，根据我们此前的报告《民办高等教育领域如何选择并购标的？》，广东省高等教育毛入学率远低于全国平均水平（广东省 17 年 37.5%，16 年 35.1%，全国 16 年 42.7%），高等教育供给严重不足。从需求角度看，广东省为我国人口第一大省（17 年末常住人口 1.11 亿人），同时也是人口增长最快的省份，在毛入学率提升相同百分比的前提下，人口基数较大的省将增加更多的生额。从支付能力看，广东省人均 GDP 较高（16 年 7.4 万），支撑后续学费的提价空间。

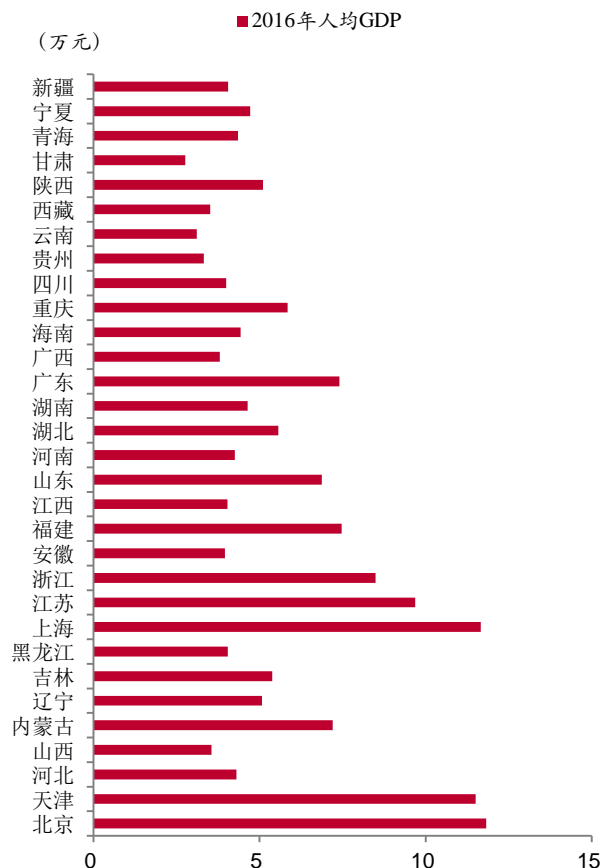
图表 1: 各省高等教育毛入学率



来源：各省教育厅，中泰证券研究所

**图表 2: 各省 2016 年总人口**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 各省 2016 年人均 GDP**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 广州大学松田学院是 2004 年 4 月获批成立的由松田公司与广州大学合作经营的独立学院(本科层次), 设有 8 系 3 部, 在校生 8700 多人, 2017 年毕业生初次就业率高达 95.55% (远高于全国平均水平 77%)。根据 2018/19 学年的招生简章, 拟招生 2499 人, 其中 2199 人学费 2.3 万元/年, 300 人学费 2.5 万元/年, 住宿费均为 1500 元/年。

**图表 4: 2018/19 学年广州大学松田学院招生计划**

系别	学费 (万/年)	招生人数	住宿费 (元/年)
金融学、会计学等	2.3	2199	1500
动画、美术学等	2.5	300	
合计		2499	

来源: 学校官网, 中泰证券研究所

- 广州松田职业学院是全日制普通高等职业院校, 从 2007 年开始招生, 设有 7 个教学系部, 在校生 3300 人, 2017 年毕业生初次就业率高达 98.44% (远高于全国平均水平 77%)。根据 2018/19 学年的招生简章, 拟招生 1885 人, 其中 1600 人学费 1.35 万元/年, 285 人学费 1.65 万元/年, 住宿费均为 1500 元/年。

**图表 5: 2018/19 学年广州松田职业学院招生计划**

系别	学费 (万/年)	招生人数	住宿费 (元/年)
机电与信息工程系	1.35	1600	1500
财经系			
管理系			
国际商务系			
艺术系	1.65	285	
合计		1885	

来源: 学校官网, 中泰证券研究所

- **学生规模进一步提升, 龙头地位稳固。**两所学校 2016 年净利润 7882.4 万元, 2017 年净利润 7406.1 万元。收购完成后, 集团的学生人数将达到 13.2 万人, 进一步巩固国内民办高教板块的龙头地位。集团将在广州拥有 4 所学校, 课程、师资、后勤等方面具有协同的空间, 广东白云学院是广东省民办学校的第二名, 有望进一步带动收购标的办学质量以及招生能力的提升。
- **高校收购能力得以彰显。**此次收购是集团上市后首次落地民办高校(本科和专科)的外延, 体现了公司管理层和并购团队的决心和能力。此次收购前, 由于获得基石投资者 IFC2 亿美金的长期贷款, 集团在手现金超过 30 亿, 此次并购使用 5.38 亿元, 仍剩余 25 亿元, 后续并购能力依旧强劲。
- **投资建议:**继西安和郑州学校之后, 集团首次落地民办高校的两项收购, 进一步巩固了民办高教板块的龙头地位, 彰显了并购能力和实力。假设本次并购的两所学校于 9 月开始并表, 预计 2018/19/20 财年净利润 6.40/8.70/10.36 亿元, EPS0.32/0.43/0.51 元人民币或 0.39/0.53/0.63 港元, 估值 38x/28x/23x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**两所学校收购尚具有不确定性; 招生人数不仅受到招生指标的影响, 还受到报到率的影响, 存在招生人数不达预期的可能性; 学费提价不达预期。

图表 6: 集团主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
营业收入	861	949	1,617	2,138	2,427	货币资金	247	3,243	4,449	4,621	4,945
营业成本	405	389	655	813	909	存货	0	0	0	1	1
毛利率	53.03%	58.97%	59.52%	61.95%	62.55%	其他流动资产	1,081	127	150	179	198
其他收入	74	55	67	81	94	流动资产	1,329	3,370	4,600	4,800	5,144
销售费用	9	10	68	94	90	固定资产	2,416	2,639	3,389	3,936	4,528
营业费用率	1.09%	1.02%	4.22%	4.42%	3.72%	无形资产	0	240	0	0	0
管理费用	102	133	282	377	416	其他长期资产	121	423	453	493	536
管理费用率	11.79%	14.05%	17.45%	17.65%	17.15%	非流动资产	2,537	3,302	3,843	4,429	5,064
财务费用	15	18	21	39	35	资产总计	3,866	6,672	8,443	9,229	10,208
财务费用率	1.73%	1.95%	1.32%	1.84%	1.43%	短期借款	210	0	800	600	650
利润总额	425	423	658	922	1,100	应付账款	208	197	331	411	460
所得税	2	2	3	4	4	其他流动负债	652	750	923	1,094	1,131
所得税率	0.46%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	流动负债	1,070	947	2,054	2,105	2,240
少数股东损益	0	0	16	49	60	长期负债	243	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	413	429	640	870	1,036	其他长期负债	26	86	95	103	113
净利率	47.90%	45.18%	39.54%	40.68%	42.67%	非流动性负债	269	86	95	103	113
摊薄每股收益(元)	0.20	0.21	0.32	0.43	0.51	负债合计	1,339	1,033	2,149	2,208	2,353
						股本	182	0	0	0	0
						资本公积	2,342	5,639	6,279	6,956	7,731
						股东权益合计	2,527	5,639	6,294	7,021	7,855
						少数股东权益	4	0	16	64	124
						负债股东权益总计	3,866	6,672	8,443	9,229	10,208
						比率分析					
							FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
						增长率(%)					
						营业收入	1.8	10.2	70.4	32.2	13.5
						净利润	18.5	4.0	49.1	36.0	19.1
						利润率(%)					
						毛利率	53.0	59.0	59.5	62.0	62.6
						净利率	47.9	45.2	39.5	40.7	42.7
						回报率(%)					
						净资产收益率	16.3	7.6	10.2	12.4	13.2
						总资产收益率	10.7	6.4	7.6	9.5	10.3
						其他(%)					
						资产负债率	34.6	15.5	25.5	23.9	23.1
						所得税率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						股利支付率	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。