

839.HK 中教控股

港股通（深）

未评级

收购广东两所学校，办学规模再提升

2018年6月15日

市场数据

日期	2018.6.15
收盘价(港元)	14.82
总股本(亿股)	20.2
总市值(亿港元)	317
净资产(亿元)	56.4
总资产(亿元)	66.7
每股净资产(元)	2.8

数据来源: Wind

相关报告

《百舸争流，奋楫者先》
20180417
《收购两所学校，业绩增长可期》
20180316
《三家教育公司近日正式进入深港通》
20180305
《教育行业大有可为》
20171127

海外教育研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

团队成员:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SAC: S0190518010002

事件:

- 6月14日，公司公告收购目标公司广州邦瑞教育投资有限公司100%股权及100%债权，共涉及现金付款12.78亿元，对应2017财年EV/EBITDA 11.8倍。目标公司旗下包括两所学校资产，两校股权通过投资并控制的松田公司持有。松田公司拥有广州大学松田学院100%联席举办者权益，100%广州松田职业学院举办者权益。两校共拥有学生12050人，待收购完成后公司将于全国4省拥有共7所学校，13.3万名学生。

点评:

- **我们的观点:** 中教控股是国内按照学生人数计算排名领先的高等教育集团。此次收购涉及广州一所本科学校及一所专科学校，与公司旗下白云学校及白云技师学院同处一城，预计可在1) 管理体系协同；2) 校企资源协同；3) 教师培养协同上发挥较大效果。公司收购整合实力强劲，通过百日提升计划及八项具体提升方案，预计会进一步改善两所学校的管理水平及经营效率。目前公司采取三种措施1) 增加招生计划，预计2018年9月增加500名本科学额；2) 提升学费，根据18/19学年招生章程两所学校学费均有提升；3) 提升报到率来综合提升财务表现。2017财年两所学校未经审计净利润达到公司净利润规模的17.6%，我们预计唯待交易完成后，两所学校并入将对公司利润规模有较大提升空间，建议投资者关注并购进展。
- **广州大学松田学院:** 始建于2000年9月，位于广州市增城。2004年4月经教育部批准，学院从专科升格为独立学院，2005年1月学院顺利通过了教育部专项检查。2011年，学院及15个申报专业一次性通过了广东省学位委员会组织的学士学位授予权评估，作为全日制普通本科院校，面向全国统一招生，学制四年。2017年学校在校生8700余人，教师400余人。
- **广州松田职业学院:** 自2007年开始招生，位于广州市增城，是经广东省人民政府批准、教育部备案的全日制普通高等职业院校。2018年有全日制在校生3330人，教职工200余人。
- **11.8倍EV/EBITDA收购估值:** 公司预计支付12.78亿元现金用于收购目标公司100%股权及100%债权，按照松田公司准则下未经审计的2017财年EBITDA计算，收购指标EV/EBITDA达到11.8倍。
- **联席举办者权益纠纷:** 松田公司现为松田大学联席举办人，2015-2016年间松田公司与另一名卖方订立多份协议将松田大学联席举办人改为该订约方，基于纠纷上述交易已终止。2017-2018年间订约方申请仲裁。目标公司、卖方、卖方之最终拥有人、松田公司及该学校向投资人保证松田公司为学校合法联席举办人，松田公司不会因为举办权纠纷而丧失举办人身份及学校权益。投资者与卖方签订协议若举办权纠纷裁决失败，则卖方赔偿公司两倍收购定金，并根据协议向投资者进行赔偿。

风险提示: 1) 收购学校举办者权益纠纷; 2) 收购整合不达预期; 3) 中国教育政策变动; 4) 招生人数不达预期; 5) 公司营业收入来自中国少数几个城市; 6) VIE架构政策风险。

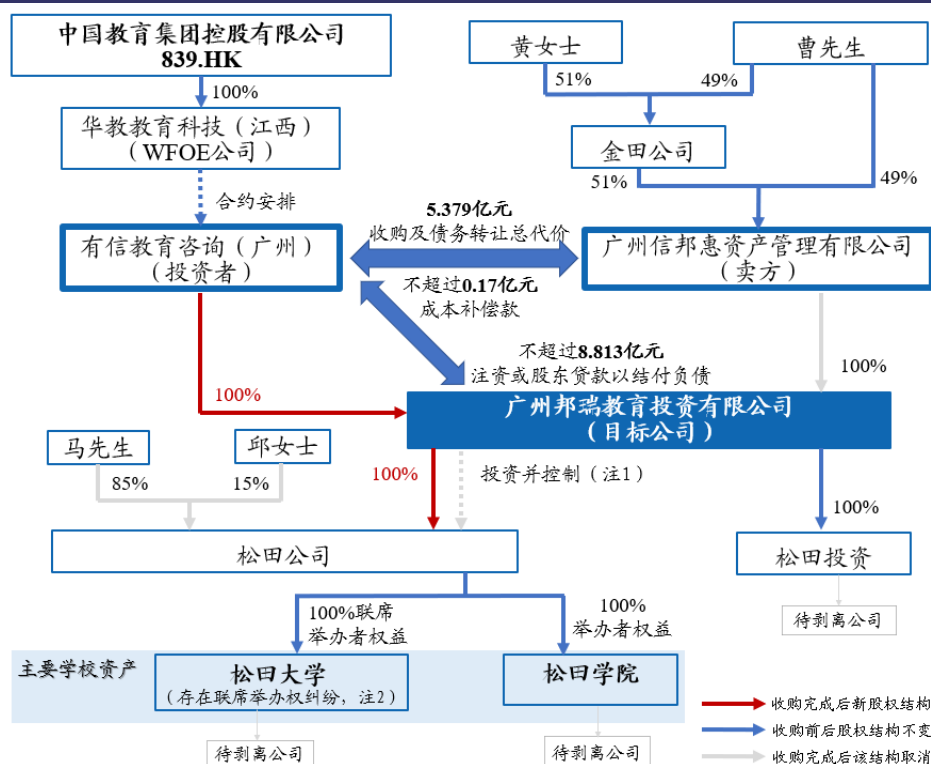
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

- **12.78 亿元收购一所本科及一所专科学校：**6月14日，公司公告收购目标公司广州邦瑞教育投资有限公司100%股权及100%债权，共涉及现金付款12.78亿元，对应2017财年EV/EBITDA 11.8倍。目标公司旗下包括两所学校资产，两校股权通过投资并控制的松田公司持有。松田公司拥有广州大学松田学院100%联席举办者权益，100%广州松田职业学院举办者权益。两校共拥有学生12050人，待收购完成后公司将于全国4省拥有共7所学校，13.3万名学生。

图 1、收购股权结构图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注 1：松田公司股权目前尚在被法院冻结中。因涉及学校债权人的债权尚未被清偿而引起诉讼纠纷，松田公司股权作为该债权的抵押物暂被 100% 冻结。预期中教控股集团将提供资金结清债务，以撤销冻结令。

注 2：松田大学存在联席举办权纠纷，目前举办权在松田公司。投资者与卖方签订协议若举办权纠纷裁决失败，则卖方赔偿公司两倍收购定金，并根据协议向投资者进行赔偿。

表 1、公司收购涉及款项及支付条件

项目	金额(人民币)	支付时间	支付条件
定金	1.687 亿元	已支付	
第一期	0.5 亿元(现金)	达成条件后十个工作日	与目标集团协定雇佣合约 1. 投资者成为目标公司唯一股东 2. 目标公司成松田公司唯一股东
第二期	0.5 亿元(现金)	达成条件后十个工作日	3. 董事会成员及法人变更 4. 结清结欠负债 5. 转让债务权利至投资者
第三期	0.5 亿元(现金)	达成条件后十个工作日	解除学校所用土地及其他物业产权负担
第四期	0.5 亿元(现金)	达成条件后十个工作日	结清与债权人负债至未偿还金额不超过 1.25 亿人民币
第五期	1.692 亿元(现金)	2019 年 12 月 31 日或达成条件后十个工作日(较迟者)	1. 完成待剥离公司的剥离 2. 结清目标集团及注册股东于 2019 年 12 月 31 日之前及投资者注册为目标公司唯一股东之前的所有负债
小计	5.379 亿元		
成本补偿	不超过 0.17 亿元(现金)	连同第一期代偿付款支付	
注资	不超过 8.813 亿元(注资+股东贷款)	投资者成为目标公司唯一股东后	
总计	不超过 14.362 亿元		
其中:			
公司支付	12.78 亿元(现金)		
松田学校	1.582 亿元(账面现金)		

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 广州大学松田学院(公告称“松田大学”)

办学历史: 广州大学松田学院始建于 2000 年 9 月, 位于广州市增城。2004 年 4 月, 经教育部批准, 学院从专科升格为独立学院, 2005 年 1 月, 学院顺利通过了教育部专项检查。2011 年, 学院及 15 个申报专业一次性通过了广东省学位委员会组织的学士学位授予权评估。学院为全日制普通本科院校, 面向全国统一招生, 学制四年。

专业设置: 学院设有 8 系 3 部, 即电气与汽车工程系、计算机科学与技术系、管理学系、经济学系、法政系、外语系、艺术与传媒系、社会体育系、通识教学部、社会科学部、英语学部, 设有 28 个本科专业, 涵盖了文学、法学、经济学、管理学、教育学、工学、艺术学等七大学科门类; 全院在校学生 8718 名。学院现有专任教师 400 余人, 其中正、副教授 100 多人。

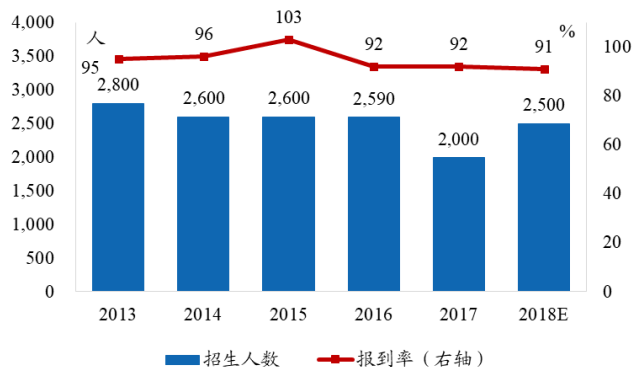
联席举办者权益纠纷: 松田公司现为松田大学联席举办人, 2015-2016 年间松田公司与另一名卖方订立多份协议将松田大学联席举办人改为该订约方, 基于纠纷上述交易已终止。2017-2018 年间订约方申请仲裁。目标公司、卖方、卖方之最终拥有人、松田公司及该学校向投资人保证松田公司为学校合法联席举办人, 松田公司不会因为举办权纠纷而丧失举办人身份及学校权益。

表 2、松田大学运营情况及财务状况

项目	具体信息	
学生人数	8718 人	
教师人数	400 余人	
土地面积	540 亩	
校舍面积	21.7 万平方米	
办学年份	2000 年 9 月	
办学层次	本科第二批次，过往三年录取分数线超出二本线 20-40 分	
报到率	92%	
就业率	95.6% (全国平均 77%)	
学额	2000 人 (2017 年), 2500 人 (预计 2018 年)	
优势学科	汽车、电子 (与白云学校符合)	
学费水平	2017/18 学年:	
	2018/19 学年:	
	文科、理科 1.95 万元/学年	文科、理科 2.3 万元/学年
	体育类专业 1.95 万元/学年	体育类专业 2.3 万元/学年
	美术类专业 2.15 万元/学年	美术类专业 2.5 万元/学年
	住宿费 1500 元/学年	住宿费 1500 元/学年
收入	1.8 亿元	
毛利润 (毛利率)	8300 万元 (46%)	
净利润 (净利率)	5900 万元 (33%)	
广州大学服务费率	18%	

资料来源：公司公告，学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、松田大学历年招生人数及报到率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、松田大学实景图



资料来源：学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 广州松田职业学院（公告称“松田学院”）

办学历史：广州松田职业学院是经广东省人民政府批准、教育部备案的全日制普通高等职业院校。目前占地面积 190 亩，建筑面积 11 万多平方米。正在筹建中的新校园占地面积 367 亩，校园扩建项目已经广东省发展与改革委员会核准立项。学院从 2007 年开始招生，办学规模逐步扩大，2018 年有全日制在校生 3330 人。

全日制专科专业：开设有财务会计类、电子商务类、经济贸易类、工商管理类、市场营销类、金融类、语言类、艺术设计类、法律实务类、道路运输类等 17 个高等职业教育专科招生专业，设置 7 个教学系（部）。学院师资队伍建设奉行“双师素质”和“双师结构”，现有教职工 224 人，其中专任教师 182 人。

继续教育专业：

合作单位：中山大学公共与政治学院、华南农业大学农学院、广东外语外贸大学继教学院、华南师范大学、广东外语外贸大学、广东财经大学。

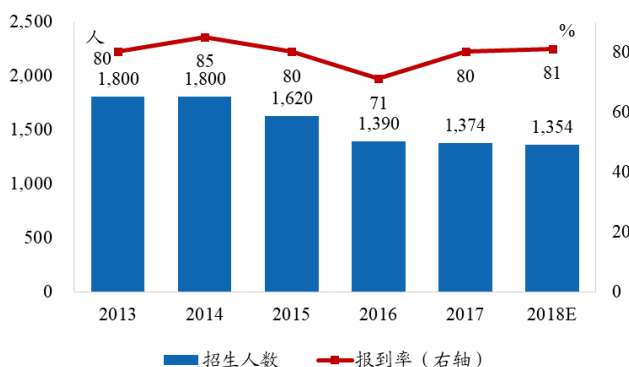
开设专业：开办自学考试“专升本”培训班，包括行政管理学、乡镇区域发展、商务秘书(商务管理)、人力资源管理、艺术设计、法律、金融管理、市场营销、会计、商务英语、日语、移动商务技术、嵌入式技术共 10 余个专业。

表 3、松田学院运营情况及财务状况

项目	具体信息
学生人数	3332 人
教师人数	220 余人
土地面积	已有 190 亩，预计扩张 367 亩，共 557 亩（有升本计划）
校舍面积	11 万平方米
办学层次	大专学校，继续教育专升本学校
办学年份	2007 年
报到率	80%
就业率	98.44%（全国平均 77%）
学额	1300 人（2017 年），1300 人（预计 2018 年）
优势学科	汽车、电子（与白云学校符合）
学费水平	2017/18 学年： 四专业 1.65 万元/学年 其余 1.35 万元/学年 住宿费 1500 元/学年
	2018/19 学年： 五专业 1.65 万元/学年 其余 1.35 万元/学年 住宿费 1500 元/学年
收入	5200 万元
毛利润（毛利率）	1970 万元（38%）
净利润（净利率）	1500 万元（29%）

资料来源：公司公告，学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、松田学院历年招生人数及报到率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、松田学院实景图



资料来源：学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**中教控股是国内按照学生人数计算排名领先的高等教育集团。此次收购涉及广州一所本科学校及一所专科学校，与公司旗下白云学校及白云技师学院同处一城，预计可在 1) 管理体系协同；2) 校企资源协同；3) 教师培养协同上发挥较大效果。公司收购整合实力强劲，通过百日提升计划及八项具体提升方案，预计会进一步改善两所学校的管理水平及经营效率。目前公司采取三种措施 1) 增加招生计划，预计 2018 年 9 月增加 500 名本科学额；2) 提升学费，根据 18/19 学年招生章程两所学校学费均有提升；3) 提升报到率来综合提升财务表现。2017 财年两所学校未经审计净利润达到公司净利润规模的 17.6%，我们预计唯待交易完成后，两所学校并入将对公司利润规模有较大提升空间，建议投资者关注并购进展。
- **风险提示：**1) 收购学校举办者权益纠纷；2) 收购整合不达预期；3) 中国教育政策变动；4) 招生人数不达预期；5) 公司营业收入来自中国少数几个城市；6) VIE 架构政策风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited和江西银行股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。