

中教控股 (00839.HK) 动态点评

收购两高校深化广东布局, 巩固行业领军地位

2018 年 06 月 20 日

【事项】

- ◆ 2018 年 6 月 14 日盘后, 中教控股公告收购目标集团, 包括 (1) 拥有广州大学松田学院 100% 联席举办权及广州松田职业学院 100% 举办权的松田公司及 (2) 提供支持服务的松田投资。
- ◆ 广州大学松田学院是经教育部 2004 年 4 月批准成立, 由松田公司及广州大学合办的独立学院, 目前在校生 8700 余人。广州松田职业学院是经广东省人民政府批准设立, 报国家教育部备案的民办高等职业学院, 目前在校生约 3300 人。
- ◆ FY16 及 FY17, 目标集团税后净利润分别为 7882 万元及 7406 万元, 截至 2017 年 12 月 31 日, 目标公司备考总资产及备考净资产分别为 9.95 亿元及 5.82 亿元。
- ◆ 此项交易代价为现金 5.38 亿元, 其中 5000 万元用于收购目标公司 (的所有者权益, 4.88 亿用于收购对目标集团及注册股东的债权。此外, 中教控股同意在完成变更后, 对目标公司注资不超过 8.81 亿元, 以结付目标集团及注册股东的负债。考虑负债及后续注资, 此次收购总代价 12.78 亿元, 对于 2017 年 EV/EBITDA 为 11.8X, 生均收购成本为 10.65 万元。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师: 闵立政

证书编号: S1160516020001

联系人: 宋璿

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	29979.80
流通市值 (百万港元)	29979.80
52 周最高/最低 (港元)	16.60/6.24
52 周最高/最低 (PE)	76.31/28.64
52 周最高/最低 (PB)	6.18/2.61
52 周涨幅 (%)	134.44
52 周换手率 (%)	40.55

相关研究

《收购两所铁道学校, 布局中西部职业中学》

2018.03.16

【评论】

广州大学松田学院目前在校生8700余人；该独立学院在招生人数及学费均有提升空间。根据学校招生网站，其学额在2017年有明显下滑，或因为原举办者的治理问题和纠纷，而2018年，松田学院普高计划招生人数达到2499人，比2017年增加约900人。此外，2018年学校的一般专业和艺术专业的学费提升约4000元，将为未来4年贡献收入增量。

图表 1: 广州大学松田学院招生名额及学费变化

	一般专业			艺术专业		
	本省	外省	学费+住宿 (K)	本省	外省	学费+住宿 (K)
2018	1994	205	23+1.5	235	65	25+1.5
2017	1251	131	19.5+1.5	160	60	21.5+1.5
2016	1934	135	17.5+1.5	244	65	19.5+1.5
2015	1864	135	17.5+1.5	220	63	19.5+1.5

资料来源: 学校网站、东方财富证券研究所

广州松田职业学院，目前在校生3300余人。过去三年，学校学额出现波动，整体报到率在八成左右；2018年学额计划有显著提升。未来，中教控股或可改善学校的管理和运营，而该校的报到率有进一步提升空间。

图表 2: 广州松田职业学院招生名额及学费变化

	一般专业			艺术专业	
	文科	理科	学费+住宿 (K)	招生人数	学费+住宿 (K)
2018	835	610	13.5+1.5	240	16.5+1.5
2017	730	376		215	
2016	750	420		220	
2015	930	320		170	

注: 2018年招生计划另有“3+证书”200人。

资料来源: 学校网站、东方财富证券研究所

松田公司作为广州大学松田学院的联席举办者，涉及纠纷：

“于 2015年至 2016年间，松田公司与另一名订约方订立多份协议，据此订约方同意将松田大学的联席举办人由松田公司改为该订约方。基于该等纠纷，松田公司已终止上述交易。

于 2017年至 2018年间，该订约方申请仲裁，寻求（其中包括）将松田大学的联席举办人由松田公司改为其本身。”

目前，卖方及最终所有人已做出保证，松田公司为学校合法联席举办人及举办人，不会因为纠纷丧失举办者权益。

未来，若纠纷裁决独立学院的联席举办人由松田公司变更为另一方，构成协议根本违约，中教控股可终止协议；获得定金两倍返还并根据协议条款获得赔偿。

图表 3: 交易分期支付条件

期限	金额	条件
1	5000 万	第一期付款将于该协议日期及若干条件达成 (或豁免) 后十个工作日内以现金支付, 包括与目标集团 <u>订立或协议雇佣合约</u>
2	5000 万	第二期付款将于若干条件达成 (或豁免) 后十个工作日内以现金支付, 包括投资者向 <u>监管机构注册为目标公司之唯一股东、目标公司注册为松田公司之唯一股东, 连同登记董事会成员及法定代表更换、调解机构裁定于相关时间结清目标集团及注册股东所结欠的负债, 以及根据债务转让将债务权利转移至投资者;</u>
3	5000 万	第三期付款将于若干条件达成 (或豁免) 后十个工作日内以现金支付, 包括 <u>解除该等学校所用土地及其他物业之产权负担</u>
4	5000 万	第四期付款将于若干条件达成 (或豁免) 后十个工作日内以现金支付, 包括目标集团及 <u>注册股东结清与其债权人之负债, 致使相关未偿还金额不得超过人民币 125,000,000 元</u>
5	1.69 亿	第五期付款将于 2019 年 12 月 31 日或若干条件达成 (或豁免) 后十个工作日 (以较迟者为准) 以现金支付, 包括 (i) <u>完成待剥离公司的剥离;</u> 及 (ii) <u>结清目标集团及注册股东于 2019 年 12 月 31 日之前以及投资者注册为目标公司之唯一股东之前产生的所有负债。</u>

资料来源: 公司公告、东方财富证券研究所

中教控股将根据条件达成分期支付收购款项, **该收购不存在下行风险。**

通过对广州大学松田学院及广州松田职业学院的收购, 中教控股**强化其在广东布局, 未来可形成协同。**中教控股可对两所学校输出管理、共享资源 (招生、教师、IT、合作项目等), 提升两校的竞争力; 而广州松田职业学院拥有专科成人课程牌照, 这一收购可帮助集团补齐在继续教育的布局。

由于收购标的的并表时间尚不能确定, 我们维持公司FY18/FY19/FY20盈利预测, 预期每股收益0.27/0.30/0.32元, 维持“增持”评级不变。

【风险提示】

并购整合慢于预期
 仲裁纠纷结果对集团不利
 学额增长、招生不及预期，学费提价不及预期

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	949.17	1104.37	1208.44	1275.36
增长率 (%)	10.20	16.35	9.42	5.54
EBITDA (百万元)	551.53	697.81	753.84	791.07
归母净利润 (百万元)	428.88	551.48	601.01	636.52
增长率 (%)	4.26	28.59	8.98	5.91
EPS (元/股)	0.21	0.27	0.30	0.32
市盈率 (P/E)	57.21	44.49	40.82	38.55
市净率 (P/B)	2.18	2.07	1.97	1.88
EV/EBITDA	44.49	35.16	32.55	31.02

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。