

中教控股 (0839.HK) 并购点评

并购广州两所学校，学生人数达 13.2 万人

核心结论

我们将，目标价从12.3元港币上调至17元港币，维持增持评级。

我们预计新增的两所学校将在2018年为公司贡献12%的额外收入增长。新并购的学校全年收入约为2.4亿元，若在2018年下半年并表，将带来1.2亿元收入。两所学校的新增收入将使公司收入从15亿增长至16.8亿元。

我们预计新增的两所学校将在2018年为公司贡献11%的额外净利润增长。新并购的学校2017年全年净利润为7406万元，净利率为30%。由于松田学院需要向广州大学支付学费的18%作为品牌管理费，其净利率相对公司较低。若在2018年下半年并表，将带来约3700万元净利润。两所学校新增净利润将使公司净利润从6.4亿元增长至7.1元。

风险提示：新并购学校存在纠纷、新并购学校债务较大

核心数据

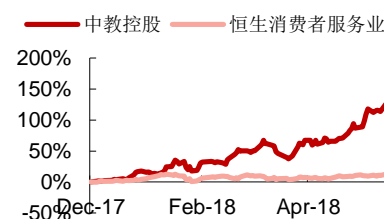
	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
营业收入 (百万元)	861	949	1620	2304	2774
增长率(%)	3%	7%	67%	41%	20%
净利润 (百万元)	411	474	717	1036	1381
增长率(%)	18%	4%	67%	44%	33%
每股收益 (EPS)	0.27	0.28	0.36	0.51	0.67
市盈率 (P/E)	43.24	42.85	33.38	23.19	17.57
市净率 (P/B)	9.48	4.25	3.77	3.24	2.73

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	增持
股票代码	00839.HK
目标价格	17
前次评级	增持
评级变动	维持
当前价格	15.7

近一年股价走势



分析师

李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanni@research.xbmail.com.cn

联系人

杨振艺 S0800117110039
021-38584237
yangzhenyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

交易事件	3
事件点评	3
目标价从 12.3 元港币上调至 17 元港币	3
学校较为成熟	3
学校真实利润率接近公司水平	4
收购估值相对之前较低	4
风险提示	5

图表目录

图 1：两所新学校招生计划	4
表 1：2018 年因并购可能支付的现金	3
表 2：2017 年财务对比	4

交易事件

中教控股在 6.14 盘后宣布，以 5.38 亿元人民币的代价收购两所位于广州的高等学校。两所学校分别为广州大学松田学院以及广州松田职业学院。两所学校 2016/2017 年税后净利分别为 7882 万/7406 万元人民币。两所学校现有学生 8700 人(本科)/3300 人(专科)。取得股权后，公司将以注资或者股东贷款的方式，向公司注入 8.8 亿，以供卖方及其股东偿还负债。

事件点评

目标价从12.3元港币上调至17元港币

我们认为公司现有业务以及已宣告的并购业务总体估值为 15 元港币，而公司将继续寻求优质高校资源进行并购，从可用现金计算，未来并购带来的估值增长为每股 2 元港币。

我们采用分部估值法对公司进行估值。其中已宣告的并购业务以及其原有学校业务采用 DCF 绝对估值法。该部分估值为 15 元港币。此外，我们认为公司将继续需求优质标的进行并购，目前公司在手现金 32 亿，扣除递延收入后可用现金为 28 亿。扣除掉此次并购与前两次并购在 2018 年可能支付的 15 亿现金，则公司可用于并购的现金为 13 亿。我们采用相对估值对这部分可用现金带来的并购学生数量进行估值。可用现金进行并购带来的潜在空间估值为 2 元港币。

表 1：2018 年因并购可能支付的现金

亿元	郑州高校	西安高校	广州高校
定金			1.7
第一期	3.8	3.0	0.5
第二期	4.2	0.4	0.5
第三期			0.5
第四期			0.5

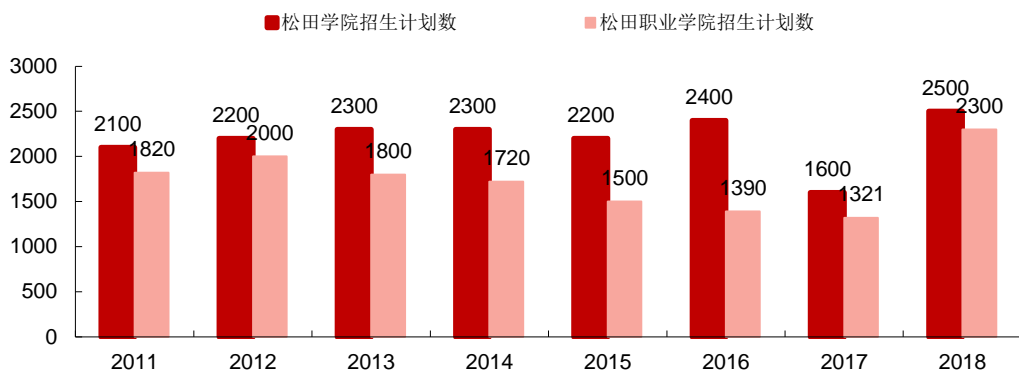
资料来源：西部证券研发中心，中教控股（公司公告）

学校较为成熟

根据广州大学松田学院 2018 招生计划，2018 年招生计划约为 2500 人，考虑到学校办学时间已长，招生计划名额正在恢复中，我们估计学校可容纳学生人数约为 11000 人。本科学校目前利用率约为 77%。

根据广州松田职业学院 2018 招生计划，2018 年招生计划为 2300 人，考虑到学校办学时间已长，招生较为稳定，我们估计学校可容纳人数约为 7000 人。专科学校目前率为 47%。

图 1：两所新学校招生计划



资料来源：西部证券研发中心，广州大学松田学院官网。广州松田职业学院官网

学校真实利润率接近公司水平

两所学校 2017 年税后利润为 7406 万元，根据学费及住宿费推算，我们估计两所学校 2017 年收入约为 2.47 亿元，即 17 年净利润为 30%。扣除学校自有现金约 1.4 亿，公司支付对价 12.8 亿，对应 EV/EBITDA 为 11.8 倍。意味着公司约有 3400 万利息支出及折旧摊销。公司 EBITDA 为 1.08 亿，EBITDA 率为 45%。考虑到松田学院每年需要支付学费的 18% 给广州大学作为品牌管理费，其真实 EBITDA 率接近 60%，与公司水平类似。

收购估值相对之前较低

此次并购 EV/EBITDA 为 11.8x，相对前次收购郑州学校 13.4x 的估值较低。

表 2：2017 年财务对比

亿元	广州学校	中教控股	郑州学校
收入	2.47	9.5	1.89
EBITDA	1.08	6.1	0.8
净利润	0.74	4.7	0.23
净利润率	30%	49%	12%
EV/EBITDA(2017)	11.8	36	13.4
P/E(2017)	19	61	46.5

资料来源：西部证券研发中心，中教控股（公司公告）

风险提示

1. 主管部门对于学费定价的管控

中国于2015年开始，全国各地开始放开民办高校的学费及住宿费定价，实行备案制。如果主管部门决定加强对于收费的管控，将使得中教控股无法提高学费。

2. 商誉减值风险

公司溢价收购白云技师学院，产生3.2亿的商誉。如果白云技师学院后续无法保证招生或教学质量致使学生数量下降，将会产生商誉减值风险。

3. 学校网络的外延扩张无法顺利进行

公司目前有计划进行学校网络的外延扩张，若无法寻找到适合的标的或者标的价格过高，又或者收购后无法顺利整合，将使得学校网络的外延扩张无法顺利进行。

4. 无法招聘到合格的教师

政府对于高校的教师数量和质量均有明确要求，如果学校无法招聘到合格的老师，将无法扩大招生规模。

5. 校园内发生意外事故

高校为学生聚集地方，如果校园内或学生在校外发生意外事故，将影响学校的声誉，对学校的招生造成不利影响。同时学校必须承担责任，造成营业外支出。

6. 学生就业率下降

民办高校因此办学层次较低，因此大多学生毕业后需求就业。如果学校的毕业就业率下降，将对学校的招生造成不利影响。

7. 举办人纠纷

当前并购标的存在举办人纠纷，若纠纷无法解决或败诉，则公司收购可能失败。

8. 收购标的负债率高

当前收购标的负债率高，且多为民间借贷，债务问题无法解决将导致公司收购失败。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E	利润表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
现金及现金等价物	247	3243	3676	4869	6475	营业收入	861	949	1620	2304	2774
应收款项	615	72	90	140	137	营业成本	(405)	(389)	(679)	(986)	(1081)
存货净额	0	0	1	1	1	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	466	55	55	55	55	销售费用	(9)	(10)	(13)	(16)	(17)
流动资产合计	1329	3370	3822	5065	6669	管理费用	(102)	(133)	(284)	(345)	(372)
固定资产及在建工程	2416	2639	3109	3210	3358	财务费用	(15)	(18)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	77	56	60	61	60
无形资产	0	565	558	551	544	营业利润	407	454	704	1018	1365
其他非流动资产	121	98	177	289	423	营业外净收支	7	22	16	22	22
非流动资产合计	2537	3302	3844	4050	4325	利润总额	414	476	720	1040	1387
资产总计	3866	6672	7666	9115	10994	所得税费用	(2)	(2)	(3)	(4)	(6)
短期借款	210	0	0	0	0	净利润	413	474	717	1036	1381
应付款项	48	11	24	26	29	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	812	936	1199	1610	2105	归属于母公司净利润	411	474	717	1036	1381
流动负债合计	1070	947	1224	1637	2134	财务指标	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
长期借款及应付债券	243	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	26	86	86	86	86	ROE	16%	8%	11%	14%	16%
长期负债合计	269	86	86	86	86	毛利率	53%	59%	58%	57%	61%
负债合计	1339	1033	1309	1722	2220	营业利润率	13%	15%	18%	16%	14%
股本	182	0	0	0	0	销售净利率	48%	50%	44%	45%	50%
股东权益	2346	5639	6357	7392	8774	成长能力					
负债和股东权益总计	3866	6672	7666	9115	10994	营业收入增长率	3%	7%	67%	41%	20%
						营业利润增长率	15%	12%	49%	45%	34%
						净利润增长率	18%	4%	67%	44%	33%
						偿债能力					
						资产负债率	35%	15%	17%	19%	20%
						流动比	0.34	0.51	0.50	0.56	0.61
						速动比	1.24	3.56	3.12	3.09	3.12
						每股指标与估值	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
						每股指标					
						EPS	0.27	0.28	0.36	0.51	0.67
						BVPS	1.25	2.79	3.15	3.66	4.34
						估值					
						P/E	43.24	42.85	33.38	23.19	17.57
						P/B	9.48	4.25	3.77	3.24	2.73
						P/S	27.81	25.23	14.78	10.40	8.63

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC
 北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
 深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
郭佳	深圳	区域销售总监	13725585618	guojia@research.xbmail.com.cn
郝少佳	深圳	区域销售副总监	15989857755	haoshaojia@research.xbmail.com.cn
杨敏诗	深圳	机构销售	17512036780	yangminshi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。