

839.HK 中教控股

港股通（沪、深）

未评级

维持一贯收购标准，内生增长待验证

2019年6月26日

市场数据

日期	2019.6.25
收盘价(港元)	12.18
总股本(亿股)	20.2
总市值(亿港元)	246
净资产(亿元)	67
总资产(亿元)	101.4
每股净资产(元)	3.04

数据来源: Wind

相关报告

《变更财年截止日，业绩依旧亮眼》20181122

《业绩大幅提升，收购整合支撑高速发展》20180826

《收购广东两所学校，办学规模再提升》20180615

《收购两所学校，业绩增长可期》20180316

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

事件:

- 6月25日，公司公告收购目标学校四川外国语大学重庆南方翻译学院100%举办者权益，共涉及股权收购款10.1亿元及5.1亿元潜在债务偿还款。目标学校在校生1.3万人均为本科生，生均学费及住宿费1.66万元/年。收购完成后，公司旗下学生人数预计超过17万人。

点评:

- 10.1亿元股权收购款+5.1亿潜在债务偿还收购一所本科独立学院，预计将快速并表：**6月25日，公司公告全资收购目标学校四川外国语大学重庆南方翻译学院，此次收购涉及举办者变更，但公司计划将以管理协议方式实现最快20天并表，在并表架构上做出新的尝试。学校现在在校学生1.3万人均为本科生，校园容量1.9万人，校区坐落于重庆市渝北区及綦江区，占地面积共1572亩，其中渝北市区校区占地566亩。此次收购目标学校EV为15.1亿元，对应10.1亿元为100%股权收购，以及5.1亿元额外有息负债偿还，减去1千万账面现金。学校2018年EBITDA1.07亿元，预计2019年EBITDA1.24亿元，对应2018/19年EV/EBITDA率14.1/12.2倍，2018年经调整后偿还贷款前的12.9倍PE，若悉数偿还贷款的2019年21倍PE，生均股权收购成本7.8万元/人及生均收购成本11.6万元/人。
- 利润率有改善空间，内生增长仍需时间验证：**该校2018年收入2.2亿元，EBITDA1.07亿元，未经审计略有净亏损，加回关联交易费用后经调整净利润1300万元。该校总资产15.9亿元，净资产5.4亿元，拥有8亿元有息负债其中包括5.1亿金融机构债务及2.9亿卖方关联方债务，剩余2.5亿元债务基本为递延收入。债务为该校2018年带来财务费用6557万元，综合财务成本8.2%。此次股权收购款中包含2.93亿元卖方及关联方债务归还，我们预计公司会将剩余5.1亿元金融机构债务做低息置换，预计2020财年该校将视置换情况定而为公司贡献2000-4000万元净利润。现在2019年招生计划已出，过往两个学年学额分别内生增长4%、5%，我们预计在公司将生均学费自1.4万元/年提升至1.5万元/年，对应收入端提升约7%至约为2.4亿元，对应经调整净利率将自5.9%提升至8.3%-16.7%。
- 收购承诺兑现，维持一贯标准：**2019年公司计划完成3所收购，截至目前已有济南大学泉城学院、四川外国语大学重庆南方翻译学院两所本科独立学院收购落地，且均为全资收购，拥有规模较大的校区及清晰的土地权属。观察过往，公司落地的本科收购标的均有8000人以上的规模、自有土地、可供继续扩张的容量，而公司亦偏好全资、一次性收购及快速实现并表，不为未来留下过多需要增加资本开支的条件。随着市场收购案例增多，并表整合问题将会愈发凸显，我们认为公司的收购标准相对可规避一些潜在风险。2019年行业估值中枢下移，这为处在五年并购窗口期的高校收购扩张之路造成一定阻碍，此时公司的持续兑现收购承诺一定程度彰显了其行业领先的整合实力。

风险提示：1)、收购进程不达预期；2)、聘用及留任的合格教师数不及预期；3)、招收学生数量少于预期；4)、营业收入来自中国少数几个城市；5)、中国教育政策变动；6)、VIE架构政策风险；7)、商誉减值风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

- **10.1 亿元股权收购款+5.1 亿潜在债务偿还收购一所本科独立学院，预计将快速并表：**6 月 25 日，公司公告全资收购目标学校四川外国语大学重庆南方翻译学院，此次收购涉及举办者变更，但公司计划将以管理协议方式实现最快 20 天并表，在并表架构上做出新的尝试。学校现在在校学生 1.3 万人均为本科生，校园容量 1.9 万人，校区坐落于重庆市渝北区及綦江区，占地面积共 1572 亩，其中渝北市区校区占地 566 亩。此次收购目标学校 EV 为 15.1 亿元，对应 10.1 亿元为 100% 股权收购，以及 5.1 亿元额外有息负债偿还，减去 1 千万账面现金。学校 2018 年 EBITDA 1.07 亿元，预计 2019 年 EBITDA 1.24 亿元，对应 2018/19 年 EV/EBITDA 率 14.1/12.2 倍，2018 年经调整后偿还贷款前的 12.9 倍 PE，若悉数偿还贷款的 2019 年 21 倍 PE，生均股权收购成本 7.8 万元/人及生均收购成本 11.6 万元/人。
- **利润率有改善空间，内生增长仍需时间验证：**该校 2018 年收入 2.2 亿元，EBITDA 1.07 亿元，未经审计略有净亏损，加回关联交易费用后经调整净利润 1300 万元。该校总资产 15.9 亿元，净资产 5.4 亿元，拥有 8 亿元有息负债其中包括 5.1 亿金融机构债务及 2.9 亿卖方关联方债务，剩余 2.5 亿元债务基本为递延收入。债务为该校 2018 年带来财务费用 6557 万元，综合财务成本 8.2%。此次股权收购款中包含 2.93 亿元卖方及关联方债务归还，我们预计公司会将剩余 5.1 亿元金融机构债务做低息置换，预计 2020 财年该校将视置换情况定而为公司贡献 2000-4000 万元净利润。现在 2019 年招生计划已出，过往两个学年学额分别内生增长 4%、5%，我们预计在公司将生均学费自 1.4 万元/年提升至 1.5 万元/年，对应收入端提升约 7% 至约为 2.4 亿元，对应经调整净利率将自 5.9% 提升至 8.3%-16.7%。
- **收购承诺兑现，维持一贯标准：**2019 年公司计划完成 3 所收购，截至目前已有济南大学泉城学院、四川外国语大学重庆南方翻译学院两所本科独立学院收购落地，且均为全资收购，拥有规模较大的校区及清晰的土地权属。观察过往，公司落地的本科收购标的均有 8000 人以上的规模、自有土地、可供继续扩张的容量，而公司亦偏好全资、一次性收购及快速实现并表，不为未来留下过多需要增加资本开支的条件。随着市场收购案例增多，并表整合问题将会愈发凸显，我们认为公司的收购标准相对可规避一些潜在风险。2019 年行业估值中枢下移，这为处在五年并购窗口期的高校收购扩张之路造成一定阻碍，此时公司的持续兑现收购承诺一定程度彰显了其行业领先的整合实力。
- **风险提示：**1)、收购进程不达预期；2)、聘用及留任的合格教师数不及预期；3)、招收学生数量少于预期；4)、营业收入来自中国少数几个城市；5)、中国教育政策变动；6)、VIE 架构政策风险；7)、商誉减值风险。

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

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.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其或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、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、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团和华检医疗控股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。