

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国教育集团(839 HK)

澳洲并购赋能增长, 海外征途正式开启

- 中国教育集团宣布以9.4倍EV/EBITDA的估值收购澳大利亚国王学院
- 新增学校将与中教集团现有学校形成协同效应, 提升20财年收入10%、核心每股盈利6%
- 重申买入评级, 上调盈利预测及目标价

新增并购: 澳大利亚国王学院

中教控股9月23日公告以1.34亿澳元(合6.47亿人民币)的总支付对价, 无现金无负债收购澳大利亚国王学院100%股权。总对价中包含1.05亿澳元的延迟支付, 作为对原管理层的业绩激励对价, 业绩达标后支付。收购后澳大利亚国王学院原首席执行官将仍作为校长留任。对比中教先前于6月收购的重庆学校的12.2倍EV/EBITDA, 以及行业平均14-15倍的水平, 我们认为此次交易的9.4倍EV/EBITDA的估值非常具有吸引力。澳大利亚国王学院提供12个硕士及本科层次的项目, 并且已经获得中国教育部涉外监管认证。

协同效应提振盈利

澳大利亚国王学院是中教控股第一个海外并购, 也是上市以来的第七个并购。目前学校共有2,455名学生, 其中99%的学生为国际学生。澳大利亚国王学院2019财年(6月30日年结)收入为人民币1.83亿元, 毛利率达到60.2%, EBITDA利润率为37.5%, 净利润率为23.4%。管理层看好海外留学市场的长期发展, 并且计划提升澳大利亚国王学院的中国学生比例(目前仅占1%)。管理层强调此次收购对于中教控股的好处有: 1) 管理层将很快推进澳大利亚国王学院与中教控股其他学校之间的国际项目, 以期在这些学校之间形成协同效应。2) 澳大利亚国王学院将于20财年完成并表, 我们预计可以立即提振中教控股20财年收入10%, 及核心每股盈利6%。

维持买入评级, 上调盈利预测, 上调目标价至14.4港元

我们维持对中教控股的看好观点。针对此次收购并表, 我们调升20/21财年核心盈利预测6%/4%。目前20/21财年的核心每股盈利预测为0.46元/0.50元人民币。我们上调目标价至14.4港元, 基于未来12个月的28倍市盈率(维持不变), 隐含28倍20财年市盈率及26倍21财年市盈率

盈利预测及估值

年结8月31日(百万人民币)	FY17*	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	949	933	1,898	2,340	2,545
毛利润	560	573	1,106	1,389	1,514
净利润	429	401	643	860	946
核心净利润	420	445	743	935	1,008
核心每股盈利(人民币)	0.28	0.22	0.37	0.46	0.50
全面摊薄每股盈利(人民币)	0.28	0.22	0.34	0.43	0.46
核心市盈率(x)	37.4	47.0	30.3	24.0	22.3
市净率(x)	2.8	3.4	3.2	2.9	2.7
股利收益率(%)	0.0	0.0	1.1	1.4	1.5
净资产回报率(%)	10.5	6.6	9.6	12.0	12.4
净负债率(%)	(57.5)	(23.2)	(18.6)	(18.5)	(22.2)

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2019年9月24日。

*注: 2018年及以后, 中教控股年结日由12月31日变更为8月31日。

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

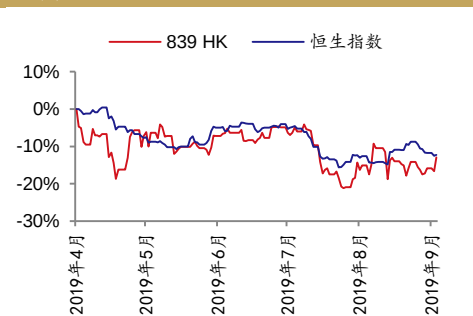
最新变动

收购一所澳洲高校, 上调目标价

买入

前次评级	买入
股价	HK\$11.3
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$14.4 (+27%)
前次目标价	HK\$13.7

股价表现



数据来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
839 HK	2.5	(4.1)	10.5
MXCN	0.4	(9.7)	(4.4)

行业: 教育

恒生指数	26,281
国企指数	10,271

重要数据

52周股价区间(港元)	8.34-13.56
港股市值(百万港元)	22,909
日均成交量(百万股)	9.62
每股净资产(港元)	3.54

主要股东

蓝天教育国际有限公司	37.13%
谢可滔	37.13%
流通股数(百万股)	2020
外部流通股	25.74%

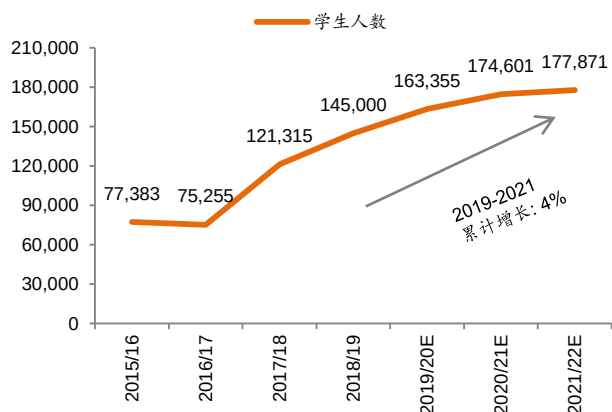
资料来源: 彭博

相关报告

1. China Education Group (839 HK) - Songtian expansion highlights commitment to GBA (BUY) 2019/08/21
2. China Education Group (839 HK) - Market correction opens up buying opportunity (BUY) 2019/08/16
3. China Education Group (839 HK) - New engine from Chongqing acquisition (BUY) 2019/06/26

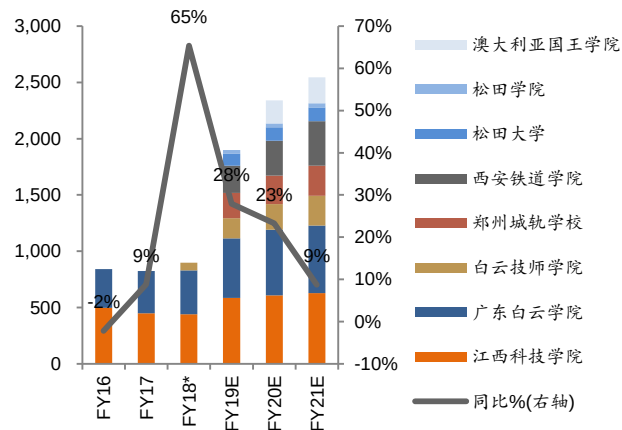
中教控股(839 HK) 重点图表

图1: 按学年学生人数



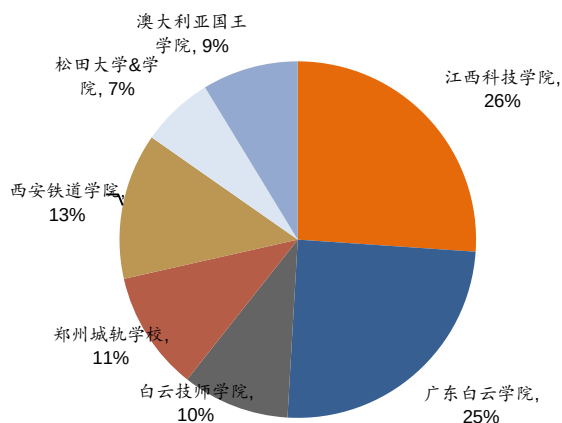
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 分部收入预测



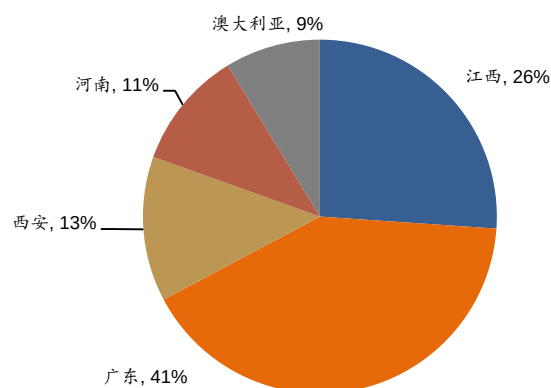
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; *代表累计年化数据

图3: 分学校收入占比



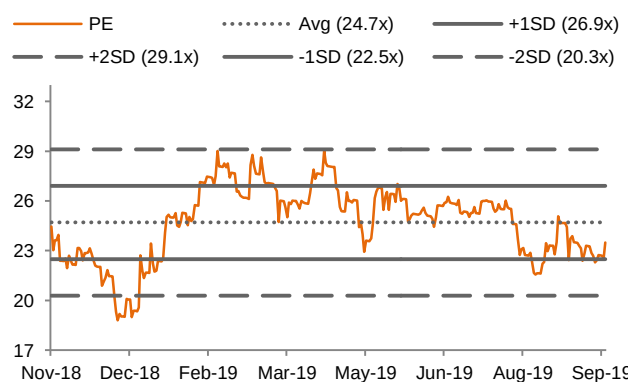
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 注: 1) 数据基于20财年预测; 2) 仅包含并表学校

图4: 分地区收入占比



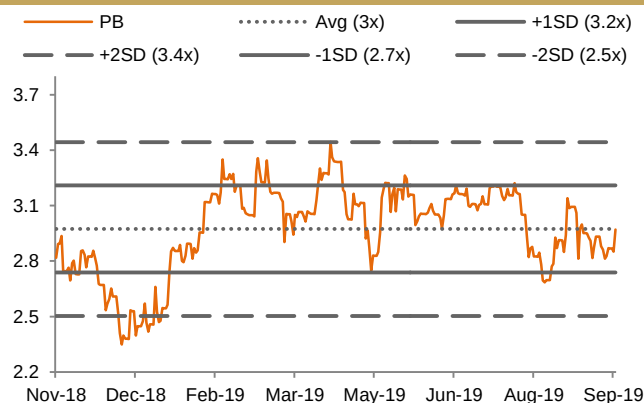
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 注: 1) 数据基于20财年预测; 2) 仅包含并表学校

图5: 市盈率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 市净率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

2019 年 9 月 24 日 (星期二)

财务预测

资产负债表

人民币百万元 年结	FY17 12.31	FY18 8.31	FY19E 8.31	FY20E 8.31	FY21E 8.31
物业、厂房及设备	2,639	3,259	4,797	5,658	5,864
预付租赁款项	55	63	110	135	147
商誉	326	917	886	856	828
无形资产	240	1,048	1,013	979	947
购买物业、厂房及设备的按金	2	1,275	695	22	8
其他非流动资产	40	113	97	127	124
非流动资产	3,302	6,675	7,598	7,777	7,918
银行结余及现金	3,243	1,738	4,552	4,653	5,007
应收款及预付款	72	256	143	176	192
其他流动资产	56	64	4	4	5
流动资产	3,370	2,059	4,699	4,834	5,203
总资产	6,672	8,733	12,297	12,611	13,121
银行借款	0	107	100	100	100
递延收入	727	24	30	30	30
应付账款	11	31	22	26	28
其他应付及应计费用	197	535	396	475	516
合同义务	0	1,038	1,271	922	1,066
其他流动负债	12	13	12	11	11
流动负债	947	1,747	1,831	1,565	1,751
银行借款	0	130	3,175	3,175	3,175
递延税项负债	60	259	259	259	259
其他非流动负债	26	135	150	150	150
非流动负债	86	524	3,584	3,584	3,584
总负债	1,033	2,271	5,415	5,149	5,335
总净资产	5,639	6,462	6,882	7,462	7,786
股本	0	0	0	0	0
储备	5,639	6,143	6,563	7,143	7,786
股东权益	5,639	6,143	6,563	7,143	7,786
非控股权益	0	319	319	319	0
总权益	5,639	6,462	6,882	7,462	7,786
总债务	0	237	3,275	3,275	3,275
净现金(债务)	3,243	1,501	1,278	1,378	1,732

现金流量表

人民币百万元 年结	FY17 12.31	FY18 8.31	FY19E 8.31	FY20E 8.31	FY21E 8.31
经营利润	471	441	819	1,074	1,168
折旧及摊销	135	173	179	210	221
营运资金变化	156	(645)	(96)	51	27
其他	(56)	438	203	75	(370)
运营现金	706	407	1,104	1,410	1,045
已付税项	(0)	(3)	(4)	(21)	(23)
经营活动净现金	706	404	1,100	1,389	1,022
资本开支	(113)	(102)	(405)	(1,008)	(366)
结构性存款变动	424	0	0	0	0
其他	(191)	(1,554)	(695)	0	0
投资活动净现金	120	(1,656)	(1,101)	(1,008)	(366)
股票发行收益	2,746	0	0	0	0
债务变动净额	(453)	237	3,038	0	0
已付上市费用	(77)	0	0	0	0
其他	(40)	(512)	(223)	(281)	(303)
融资活动净现金	2,175	(275)	2,815	(281)	(303)
现金净变动	3,001	(1,527)	2,814	100	354
调整	(5)	22	0	0	0
期初现金	247	3,243	1,738	4,552	4,653
期末现金	3,243	1,738	4,552	4,653	5,007

资料来源: 公司数据、招商證券 (香港) 预测

利润表

人民币百万元 年结	FY17 12.31	FY18 8.31	FY19E 8.31	FY20E 8.31	FY21E 8.31
收入	949	933	1,898	2,340	2,545
销售成本	(389)	(360)	(792)	(951)	(1,031)
毛利	560	573	1,106	1,389	1,514
其他收入	55	54	90	95	99
销售费用	(10)	(18)	(55)	(82)	(89)
行政费用	(133)	(168)	(323)	(328)	(356)
总营运开支	(88)	(132)	(288)	(315)	(346)
经营利润	471	441	819	1,074	1,168
投资收入	10	0	0	0	0
上市费用	(45)	0	0	0	0
利息收入	5	15	79	115	121
融资成本	(18)	(24)	(70)	(131)	(131)
特殊项目	1	(44)	(100)	(75)	(63)
税前利润	423	388	727	983	1,095
税项	(2)	13	(4)	(21)	(23)
税后利润	421	401	723	962	1,072
年度非持续性经营损益	7	0	0	0	0
非控股权益	0	0	(80)	(102)	(126)
净利润	429	401	643	860	946
非核心项目调整	9	(44)	(100)	(75)	(63)
核心利润	420	445	743	935	1,008
EBITDA	606	614	998	1,284	1,388
基本每股盈利(人民币)	0.28	0.22	0.37	0.46	0.50
全面摊薄每股盈利(人民币)	0.28	0.22	0.34	0.43	0.46

财务比率

人民币百万元 年结	FY17 12.31	FY18 8.31	FY19E 8.31	FY20E 8.31	FY21E 8.31
同比增长率变化					
营业额	10.2	(1.7)	103.5	23.3	8.8
EBITDA	13.9	1.2	62.5	28.8	8.1
经营利润	12.3	(6.5)	12.3	12.3	12.3
核心利润	(0.1)	5.8	67.1	25.9	7.8
利润率 (%)					
毛利率	59.0	61.4	58.3	59.4	59.5
EBITDA 利润率	63.9	65.8	52.5	54.9	54.6
EBIT 利润率	49.7	47.3	43.1	45.9	45.9
净利润率 核心利润)	44.3	47.7	39.1	40.0	39.6
实际税率	0.4	n.a.	0.6	2.2	2.1
总经营开支占收入百分比	9.3	14.1	15.2	13.5	13.6
利息覆盖率 (x)	33.8	46.6	(97.4)	67.5	114.0
净债务权益	(57.5)	(23.2)	(18.6)	(18.5)	(22.2)
净债务总资本	(135.4)	(30.3)	(22.8)	(22.7)	(28.6)
流动比率 (x)	3.6	1.2	2.6	3.1	3.0
回报					
资产周转率 (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率 (x)	1.3	1.3	1.6	1.7	1.7
EBIT 利润率(%)	49.7	47.3	43.1	45.9	45.9
利息负担(x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
税项负担(x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	10.5	6.6	9.6	12.0	12.4
ROIC (%)	18.4	n.a.	15.5	18.4	19.3
核心市盈率(x)	37.4	47.0	30.3	24.0	22.3
市净率(x)	2.8	3.4	3.2	2.9	2.7

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。