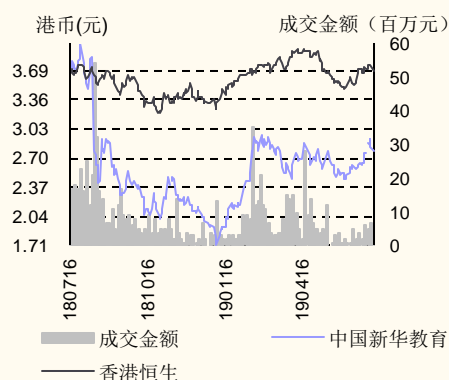


## 市场数据(港币)

收盘价(元)	2.770
流通股(百万股)	1,608.58
总市值(百万元)	4,455.77
年内股价最高最低(元)	3.990/1.710
香港恒生指数	28331.69



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	2.59	40.61	-26.53
相对香港恒生	7.55	35.01	-25.85

## 相关报告

- 1.《收购红山学院正式协议落地，扩张逻辑打开，政策疑云释缓-收购红...》，2019.4.30
- 2.《新华教育 FY18 调整其他收益后的净利润同增 39%，期待收入多...》，2019.3.27
- 3.《成功中标收购南财红山学院，实现上市以来重要突破，持续印证高校...》，2019.2.9
- 4.《中国新华教育 18H1 中报点评：净利同增 34.2%，现金充沛无...》，2018.9.1
- 5.《中国新华教育：增长扎实，盈利强劲，资源丰富，外延可期，潜力巨...》，2018.8.2

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人  
zhenghui@gjzq.com.cn

## 高校行业迄今最大并购之一花落新华，并购海源学院及卫生学校终落地

### 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	386	455	534	604
同比增长	14.3%	17.9%	17.3%	13.1%
母公司股东溢利(百万)	256	282	334	378
同比增长	48.9%	10.3%	18.2%	13.2%
毛利率	59.7%	58.8%	58.5%	58.3%
净利润率	66.3%	62.0%	62.5%	62.5%
每股收益	0.16	0.18	0.21	0.23
每股经营现金流	0.00	0.15	0.23	0.24
市盈率(倍)	14.7	13.3	11.2	9.9
市净率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2

来源：公司年报、国金证券研究所注：货币单位是人民币

### 事件

- 2019年7月12日，中国新华教育发布公告，拟收购富达公司持有的昆明医科大学海源学院及昆明市卫生学校 60% 举办者权益（下称目标学院）。

### 评论

- 收购总代价为 9.18 亿元，将分为两部分进行支付。①现金代价 6.12 亿元。②向苏先生配发 3.06 亿元股份（发行价 4 港元，预计发行 8710 万股，占发行后总股本 5.1%，相较上周五收盘价溢价 50%，彰显信心）。
- 目标公司 2018 年收入同增 20%，净利同增 51%，质地优异。目标公司 2018 年实现收入 3.12 亿，+20.3%YOY；除税后利润 1.24 亿，+51.0%YOY；利润率为 39.8%，同比提高 8.1pct，经营业绩表现良好。据中国新华教育集团测算，目标公司 2019 年 EBITDA 约为 2.1 亿，对应 2019 年 EV/EBITDA 为 10.6 倍，标的质量优良，性价比高。
- 昆明医科大学海源学院——独立本科学院，办学质量高+学费弹性大+专升本计划+空余床位出租。于 2001 年 6 月经省教育厅批准创办，是云南省唯一一所医学类本科独立学院。学院现有临床医学、口腔学等 17 个本科专业，2018-2019 学年在校生 1.2 万人，学费约为 1.7-2.5 万元/年，云南省学费为备案制，收费相对市场化。根据电话会议内容，2019 年普通本科招生计划为 2685 人，专升本计划名额为 1500 人。此外，由于学院现有床位数量空余较多，2019 年做出两项租赁安排，预计带来 4000-5000 万收入。
- 昆明市卫生学校——中等职业学校，2019 年学费明显提升+学额不受限制。始建于 1953 年，是一所历史悠久的老牌医护中专学校。学校开设护理、助产等八个专业，学制三年。学校与海源学院同在一个校区，形成互动办学，2018-2019 学年在校生 0.62 万人，学费约为 6000 元/年。根据中国新华教育电话会议内容，2019-2020 学年学费将提至 8000 元/年。

### 投资建议

- 高校及职教集团的扩张逻辑依然清晰，独立学院脱钩或持续推进，可选并购标的丰富。本次收购是公司业务首次延伸到长三角区域以外，有助于学校网络扩张及渗透率提升。不考虑本次交易，预计公司 FY19、20 归母净利润 2.82/3.34 亿元，对应 PE 为 13/11x。目标价 4.0 港元，维持买入评级。
- 风险提示：送审稿最终版仍存不确定性，交易尚未完成，招生不及预期等

## 拟收购昆明医科大学海源学院和昆明市卫生学校，高校行业迄今最大并购之一花落新华，扩张再落一城

- **收购目标学院 60%举办者权益，走出长三角，扩张进程再推进。**2019 年 7 月 15 日，中国新华教育发布公告，拟收购富达公司（作为目标公司）持有的昆明医科大学海源学院及昆明市卫生学校 60%举办者权益（不包括剥离资产，剥离资产应通过富达公司分立的方式于签署协议后两年内从富达公司分立出来）。
- **收购总代价为 9.18 亿元，将分为两部分进行支付——**
  - 第一部分代价：现金代价 6.12 亿元将按以下方式支付：(a) 分两期向富达公司支付人民币 4.28 亿元，第一期于协议签署后两个工作日内支付 3.06 亿元，第二期于完成股份登记及法人变更后 5 个工作日内支付 1.22 亿元；及 (b) 分两期向卖方苏先生与岳女士支付人民币 1.84 亿元，第一期于完成股份登记及法人变更后 5 个工作日内支付 0.616 亿元，第二期于目标学校完成董事及法人代表更改且重组章程细则修订完成后 5 个工作日内支付。
  - 第二部分代价：向苏先生配发 3.06 亿元股份（发行价 4 港元，预计发行 8710 万股，占发行后总股本 5.1%）。如于代价股份发行起计 24 个月届满日（但不超过该协议签署后 36 个月）前十个交易日的成交均价低于每股 4 港元，且无协议规定的不予补偿事项发生，则新华集团须就尚未出售的剩余代价股份向苏先生作出补偿。
- **配股发行价为 4 港元，溢价 50%彰显信心。**根据协议，配发 3.06 亿元股份的发行价为 4 港元/股，假设按 1 港元=人民币 0.87834 元的汇率计算，则发行约 0.87 亿股代价股份，发行后，苏先生将持有新华教育 5.1%股份；控股股东吴俊保有限公司持有新华教育股份将由 71.5%变为 67.9%，公众股东持有新华教育股份将由 28.5%变为 27%。

图表 1：发行代价股份对公司股权结构的影响

股东	于本公告日期		紧随代价股份发行后	
	股份数目 (亿股)	概约百分比	股份数目 (亿股)	概约百分比
吴俊保有限公司	11.5	71.5	11.5	67.9
苏先生 (或其指定人士)	-	-	0.9	5.1
公众股东	4.6	28.5	4.6	27.0

来源：公司公告，国金证券研究所

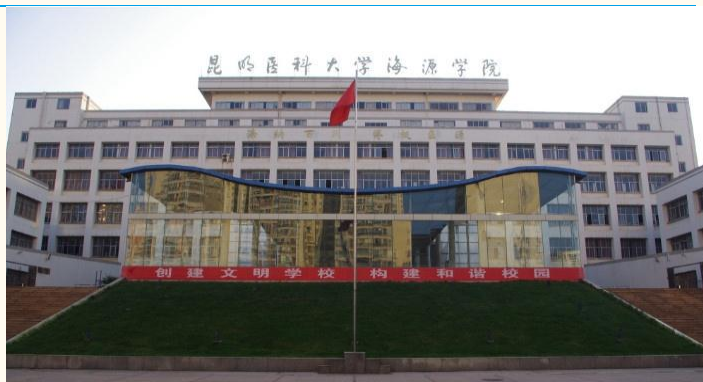
- **目标公司 2018 年收入同增 20%，净利同增 51%，质地优异。**新华集团仅负责与所有订约方于该协议项下所协定的 7 亿元教育债务。新华集团仅负责目标学校截至 2019 年 5 月 31 日所欠的第三方有限债务，总额为人民币 7 亿元（不含欠苏先生及其关联方债务），概不负责与目标集团的教育业务无关的负债及资产。目标公司 2018 年实现收入 3.12 亿，+20.3%YOY；除税后利润 1.24 亿，+51.0%YOY；利润率为 39.8%，同比提高 8.1pct，经营业绩表现良好。据中国新华教育集团测算，目标公司 2019 年 EBITDA 约为 2.1 亿，对应 2019 年 EV/EBITDA 为 10.6 倍，标的质量优良，性价比高。
- **昆明医科大学海源学院——独立本科学院，在校生规模约 1.2 万人，办学质量高+学费弹性大+专升本计划+空余床位出租。**昆明医科大学 1956 年独立建校，1981 年获硕士学位授予权，1998 年获博士学位授予权。昆明医科大学海源学院于 2001 年 6 月经省教育厅批准创办，2004 年通过国家教育部首批审核确认的“独立学院”，是云南省唯一一所医学类本科独立学院。学院现有临床医学、口腔学、医学影像检测、康复学等 17 个本科专业，2018-2019 学年在校生 1.2 万人，学费约为 1.7-2.5 万元/年，云南省学费为备案制，收费相对市场化。根据中国新华教育电话会议内容，海源学院 2019 年普通本科招生计划为 2685 人（40%为临床医学和口腔医学专业），专升本计划名额为 1500 人。学院现有高新、杨林两个校区，其中杨林校区为本次交易事项一部分，将转让于新华集团；高新校区作为剥离资产的一部分，由卖方拥有，但海源学院将有权于签署该协议后十年内及于完成



将海源学院建设成一所独立本科大学前，根据现时所遵守的相同条款及条件继续使用高新校区。此外，由于海源学院现有床位数量空余较多，海源学院做出了如下两项租赁安排：①与商务学院（苏先生拥有）订立自 2019 年 8 月 1 日起为期 5 年的新租赁协议，第一年租金上限为 0.27 亿元（最多 6000 名学生/年×4500 元/人），之后每年增加 5%；②与云南林业职业技术学院（独立第三方）订立自 2019 年 8 月 1 日起为期 6 年的学校设施使用协议，租金上限为 0.27 亿元（最多 6000 名学生/年×4500 元/人）。

- **昆明市卫生学校——中等职业学校，在校生规模约 0.62 万人，2019 年学费明显提升+学额不受限制。**昆明市卫生学校始建于 1953 年，是一所历史悠久的老牌医护全日制普通中等专业学校。学校开设护理、助产、药剂、医学检验技术、康复技术、农村医学、医学影像技术、口腔修复工艺等八个专业，学制三年。学校位于昆明市嵩明县杨林职教园区，与昆明医科大学海源学院同在一个校区，形成互动办学，护理、助产、药剂专业可申请昆明医科大学对应的自学助考，成绩合格后可同时获得昆明医科大学自考大学专科毕业证书。学校 2018-2019 学年在校生 0.62 万人，学费约为 6000 元/年，根据中国新华教育电话会议内容，2019-2020 学年学费将提至 8000 元/年。

图表 2：昆明医科大学海源学院



来源：Bing，国金证券研究所

图表 3：昆明市卫生学校



来源：Bing，国金证券研究所

- **开拓云南战略新高地，加固医科类办学地位，或产生协同效应。**我们认为本次收购有望为公司带来以下两点益处：①开拓云南市场，跨出长三角地区，完善全国拓展。近几年来云南省高考人数逐年增加，2019 达到 32.6 万人，同比增加 9%。2018 年全国高等教育毛入学率 48.1%，云南只有 41%。云南未来高等教育需求，质量提升空间很大。同时，云南经济水平持续提升，根据国统局统计，2018 年云南省 GDP 增速为 8.5%，位列第三，超出全国平均水平 2 个百分点，生活水平提升促进教育需求增长。同时，本次收购是公司业务首次延伸到长三角区域以外，有助于集团学校网络的进一步扩张及市场渗透率提升，扩大整体办学规模；②占据云南省及周边西南区域医科类教育要地，昆明医科大学海源学院和昆明市卫生学校分别为本科和中职学校，处于同一校区，虽然分属不同办学层次，但是在教学资源、专业设置和办学管理等方面具备较高的协同效应，同时新华教育旗下的安徽医科大学临床医学院也是一所稀缺的医学类独立学院，医学类办学地位进一步巩固。
- **中国新华教育版图持续扩张，扩张逻辑清晰不受影响，独立学院脱钩或持续推进，上市公司可选并购标的丰富。**我们认为，中国新华教育本次收购顺利推进，意味着其扩张逻辑保持清晰，并未受到相关法规政策明显影响。我们认为，《送审稿》中提出的包括收购兼并，加盟连锁，协议控制等要求，主要是针对幼儿园及低龄段相关学校进行的规范。而高校及职业教育是政策所鼓励的方向，并未受政策明显影响。新华教育本次并购顺利推进，也反映出作为高校及职教集团，其扩张逻辑依然清晰不受影响。2018 年教育部政府工作文件提出，加快独立学院转设脱钩，或为上市公司提供更为丰富的并购标的。新华教育此前并购的红山学院，本次拟并购的海源学院均为独立学院。上市公司能够从资金，信贷关系，政府背书等多层面帮助

独立学院转设脱钩，这也是独立学院愿意选择被上市公司并购的重要愿意。未来预计越来越多的独立学院会选择通过并购关系与上市公司合作。

**图表 4：中国新华教育旗下学校&拟收购学校在校生人数**

学校名称	在校学生人数	截止时间
新华学院	28911 (含继续教育课程 6030 人)	截止 2018 年 12 月 31 日
新华学校	5270	截止 2018 年 12 月 31 日
临床医学院	575	截止 2018 年 12 月 31 日
南京财经大学红山学院	9000	截止 2019 年 4 月 30 日
昆明医科大学海源学院	12026	2018-2019 学年
昆明市卫生学校	6247	2018-2019 学年
<b>合计</b>	<b>62029</b>	

来源：公司公告，公司电话纪要，国金证券研究所

注：前三所学校在校生人数来源于年报，红山学院来源于公司电话纪要，昆明两所学校来源于公司收购公告

### 近期进展：红山学院拟以 3.04 亿元收购 950 亩教育用地土地使用权

- **拟以 3.04 亿收购 950 亩土地使用权。**2019 年 4 月 29 日，新华集团与南京财经大学及基金会协议共同运营红山学院。为进一步设立红山学院新校区，2019 年 7 月 6 日红山学院与南京市高淳区人民政府签订协议，红山学院将通过招拍挂的方式，以人民币 3.04 亿元代价收购位于高淳区科教新城片区一块面积约 950 亩教育用地 50 年的土地使用权，其中 0.6 亿元作为启动资金，于签订投资办学协议后七个工作日内支付，其余款项于招拍挂程序完成后按约定支付，董事会预期将不迟于 2020 年 2 月。
- **将用于新校区建设，预计取得证书后两年内完成一期建设。**红山学院拟将收购地块用于新校区建设，并将于取得目标地块土地使用权证书后的两年内开始及完成一期工程建设工作。同时，为使红山学院吸引及留任优秀人才，南京市高淳区人民政府将负责协调在主要城区内或学校附近建设约 8 万平方米的商品房，并将其优惠售予红山学院的教职员工。
- **红山学院新校区土地落实，我们认为从三个角度来说均有益处：**①保证办学规模，助力长期发展——该地块位于南京市，未来红山学院转设以后，可以南京 XX 大学命名，将使学校具备更高的品牌价值与人才吸引力。同时，近千亩的教育用地足以保证红山学院未来发展到 1.5 万-2 万人的办学规模，为长期发展打开了空间；②交通便利，性价比高，配套建设有助于吸引留住人才——目标地块选址在地铁站边，交通便利，同时南京市有关部门大力支持推进独立院校快速、有序和科学地进行转设，在土地价格方面给予优惠，性价比较高，政府同时承诺配套建设教职工安居房，为红山学院吸引及留任优秀人才，打下了良好基础；③有利于推动红山学院盈利提升——用地的落实有望加快新校区建设速度，若红山学院更早迁入新校区运营，可以更早降低运营成本（根据公司口径，如整体搬迁至新校区后，每年最多可节省 3600 万设施使用费），并可以快速申请增加学额和学费，对于提升学院的收入规模和盈利水平作用明显。

### 投资建议

- **扩张路线清晰，发展可期，维持买入评级。**昆明医科大学海源学院是云南省唯一一所医学类本科独立学院，昆明市卫生学校是一所历史悠久的老牌医护中专学校，学校办学质量优异，收购价格合理。本次收购是公司业务首次延伸到长三角区域以外，有助于集团整体学校网络的进一步扩张及市场渗透率提升。不考虑本次交易两所学校，新华教育预计 FY19、20 实现归母净利润 2.82/3.34 亿元，对应 PE 为 13/11x。目标价 4.0 港元，维持买入评级。

### 风险提示

- 民促法送审稿公开征求意见结果仍存不确定性，民促法细则未完全落实；收购整合存在一定不确定性；交易尚未完成；学校招生不及预期等风险。

**附录：三张报表预测摘要**

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2023	2111	2191	2248	<b>营业额</b>	386	455	534	604
现金及现金等价物	1862	1892	1980	1988	销售成本	156	188	222	252
交易用投资	60	60	60	60	<b>毛利</b>	230	268	312	352
应收款项	0	0	0	0	销售、一般性和行政开支	64	73	86	88
其他应收款	13	12	20	14	研究发展费用	-	-	-	-
存货	-	-	-	-	其他营业收入	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	680	790	944	1151	<b>EBITDA</b>	258	301	367	435
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	-	57	71	96
联营和共同控制实体的投资	-	-	-	-	<b>EBIT</b>	258	244	295	339
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-0	42	44	45
固定资产	476	588	743	953	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	<b>除所得税前溢利</b>	258	287	339	384
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	2	4	5	6
无形资产	204	202	200	198	<b>除所得税后溢利</b>	256	282	334	378
<b>总资产</b>	2703	2901	3135	3399	非控制性股东应占溢利	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	319	319	319	319	股息	77	85	100	113
短期借款	-	-	-	-	<b>母公司股东应占溢利</b>	256	282	334	378
应付款项	-	-	-	-	<b>EPS</b>	0.16	0.18	0.21	0.23
预收账款	-	-	-	-					
其他	319	319	319	319	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	-	-	-	-	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	-	-	-	-	<b>成长性</b>				
其他	0	0	0	0	营业额增长率	14.3%	17.9%	17.3%	13.1%
<b>负债合计</b>	319	319	319	319	EBIT 增长率	48.3%	-5.3%	20.9%	14.8%
股本	13	13	13	13	净利润增长率	48.9%	10.3%	18.2%	13.2%
储备	2372	2372	2372	2372	<b>盈利能力</b>				
保留溢利	-	198	431	696	EBIT/营业额	66.8%	53.7%	55.3%	56.1%
非控制性股东权益	-	-	-	-	EBITDA/营业额	66.8%	66.1%	68.7%	72.0%
<b>总权益</b>	2385	2582	2816	3081	毛利率	59.7%	58.8%	58.5%	58.3%
<b>总负债和总权益</b>	2703	2901	3135	3399	净利率	66.3%	62.0%	62.5%	62.5%
					ROE	10.7%	10.9%	11.9%	12.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	11.8%	11.0%	10.2%	9.4%
					流动比率	6.35	6.62	6.87	7.05
					速动比率	6.35	6.62	6.87	7.05
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.18
					应收帐款周转率	1671.55	1671.55	1671.55	1671.55
					应付账款周转率	1511.26	-	-	-
					存货周转率	-	-	-	-
					<b>每股资料</b>				
					每股收益	0.16	0.18	0.21	0.23
					每股经营现金流	0.00	0.15	0.23	0.24
					每股净资产	1.48	1.61	1.75	1.92
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	14.66	13.29	11.24	9.93
					PB	1.57	1.45	1.33	1.22
					EV/EBITDA	3.11	6.00	4.68	3.94

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;  
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;  
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH