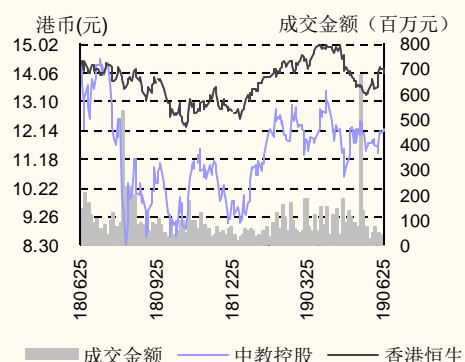


市场数据(港币)

收盘价(元)	12.180
流通港股(百万股)	2,020.20
总市值(百万元)	24,606.06
年内股价最高最低(元)	14.500/8.300
香港恒生指数	28185.98



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	3.92	24.41	-15.65
相对香港恒生	5.11	14.53	-12.97

相关报告

- 1.《中教控股 FY19H1:调整后净利+42%,融资&整合能力突出...》, 2019.4.29
- 2.《发行3亿美元可转债,行业发展红利期攻城略地补充粮草,投资者结...》, 2019.3.22
- 3.《中教控股拟收购山东本科学校,扩张顺利推进,扩张逻辑清晰不受影...》, 2019.1.16
- 4.《中教控股18中报点评:营收增长+65%,并购效应初显,新并入...》, 2018.8.25

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

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

收购重庆本科学学校落地, 彰显系统性实力

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	949	1721	2060	2617
同比增长	10.2%	81.4%	19.7%	27.0%
母公司股东溢利(百万)	429	621	719	935
同比增长	4.0%	51.1%	20.9%	29.5%
毛利率	59.0%	48.0%	50.0%	52.0%
净利润率	45.2%	37.6%	38.0%	38.8%
每股收益	0.21	0.31	0.36	0.46
每股经营现金流	0.35	0.38	0.57	0.61
市盈率(倍)	50.4	34.8	30.0	23.1
市净率(倍)	3.8	3.4	3.0	2.7

来源: 公司年报、国金证券研究所, 注: 货币单位是人民币, 注 FY2019 及 FY2020 为新财年预测值

事件

- 2019年6月25日, 中教控股发布公告, 拟收购位于重庆的本科层次学校——四川外国语大学重庆南方翻译学院(独立学院, 下称目标学院)。

评论

- **扩张进程再推进, 学校版图再完善。**学院 2017 年/2018 年未经实核净亏损分别为人民币 1985/401 万元, 亏损有所缩窄; 学院 2017 年/2018 年未经审计财务成本分别为 6123/6557 万元, 中教并购后财务状况有望改善; 学院 2018 年未经审计资产总值/资产净值分别为 15.95/5.43 亿元。
- **收购目标学院的全部举办人权益, 总代价为 10.1 亿元。**本次收购目标公司为重庆南方集团有限公司(下称卖方), 其拥有四川外国语大学重庆南方翻译学院的 100% 举办人权益。考虑 5.1 亿元的未偿还贷款和扣除掉营运资本后的现金 1000 万元之后, 企业价值 EV 为 15.1 亿, 根据中教测算, 预计 CY2019EV/EBITDA 为 12.2x, 估值合理, 有望增厚集团整体 EPS。
- **校区面积大, 已有容量大, 未来仍有增长空间。**学院占地总面积 1572 亩, 有渝北和綦江两个校区。根据公司口径, 两校区已有容量约超过 1.8 万人, 校区面积大, 未来进行扩容的空间大。截至 2019 年 6 月 25 日, 学院在校生规模约 13252 人全部为本科生, 未来可通过增加专科生扩大规模。
- **中教控股版图持续扩张, 扩张逻辑清晰不受影响。**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。中教控股本次并购顺利推进, 也反映出作为高校及职教集团, 中教控股的扩张逻辑依然清晰不受影响。同时独立学院脱钩或持续推进, 上市公司可选并购标的丰富。

投资建议

- **全国大高校&职校集团, 政策风险相对较小, 扩张路线清晰发展可期。**2018/2019 学年, 集团旗下学校学生数已达 15.6 万人, 未来规模化优势或将进一步体现。中教控股于 2019 年 2 月 28 日, 账上现金约为 17.9 亿元人民币, 于 2019 年 3 月成功发行可换股债券, 于 2019 年 4 月提取国际金融公司贷款, 合计可用资金约 47.9 亿元人民币, 资金充足, 外延预期强劲。不考虑重庆学校, 我们预计 FY2019/FY2020 归母净利润为 7.19/9.35 亿元, 对应 PE30/23x, 维持买入评级, 目标价 15 港元。
- **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

拟收购重庆本科学校，扩张进程再推进，学校版图再完善

- **扩张进程再推进，学校版图再完善。**2019年6月25日，中教控股发布公告，拟收购位于重庆的本科层次学校——四川外国语大学重庆南方翻译学院（独立学院，下称目标学院）。学院2017年/2018年未经实核净亏损分别为人民币1985/401万元，亏损有所缩窄；学院2017年/2018年未经审计财务成本分别为6123/6557万元，中教并购后财务状况有望改善；学院2018年未经审计资产总值/资产净值分别为15.95/5.43亿元。
- **收购目标学院的全部举办人权益，总代价为10.1亿元。**本次收购目标公司为重庆南方集团有限公司（下称卖方），其拥有四川外国语大学重庆南方翻译学院的100%举办人权益。卖方及其关联方针对给予目标学院的贷款向金融机构提供抵押品，根据协议计划，会通过由买方提供抵押品替代品或由目标学院提前偿还所有未偿还贷款的方式，解除由卖方及其关联方提供的所有抵押品，抵押品涉及最多约人民币5.1亿元的未偿还贷款。考虑5.1亿元的未偿还贷款和扣除掉营运资本后的现金1000万元之后，企业价值EV为15.1亿，根据中教测算，预计CY2019EV/EBITDA为12.2x，估值合理，有望增厚集团整体EPS。
- **支付条款，总代价将分为两部分进行支付——第一部分代价：**总金额人民币7.93元将按以下方式支付：(a)人民币5亿元将于达成（或豁免）若干条件后10个工作日内支付予卖方，其中人民币6000万元已作为押金支付给卖方；及(b)人民币2.93亿元将于达成（或豁免）若干条件后10个工作日内直接支付给目标学院，以偿还卖方及其关联方欠付目标学院相同金额的部分未偿还债务。预计第一部分代价的条件将于协议日期起20个工作日内达成，届时有望实现并表。第二部分代价：人民币2.17亿元将于达成（或豁免）若干条件后支付予卖方。
- **四川外国语大学重庆南方翻译学院——地处重庆的本科学校，在校生规模约1.3万人。**重庆南方翻译学院2001年经重庆市教委批准，由四川外国语大学和重庆南方集团有限公司联合举办的全日制本科高校，学院具备招收本科和专科层次学历教育资格。2003年经教育部确认为独立学院，2011年获得学士学位授予权。截至2019年6月25日，学院在校生规模约13252人全部为本科生，未来可通过增加专科生扩大规模。
- **校区面积大，已有容量大，未来仍有增长空间：**学院占地总面积1572亩，有渝北和綦江两个校区。其中，渝北校区占地566亩，地处国家级开发区——重庆市两江新区，拥有功能完善、配套齐全的教学、实验实训、运动和生活设施；綦江校区占地1006亩，地处重庆东大门——綦江区东部新城，目前已建成教学楼、实训大楼、体育馆、标准田径运动场、学生公寓、教师公寓、医院、食堂、餐演中心等配套的校舍设施。渝北校区和綦江校区万兆光纤互联互通，两校区无线宽带网络信号全覆盖，校园网络信息点达1.6万余个，被列入重庆市独立学院唯一一家“智慧校园”试点单位。根据中教公司口径，两个校区已有容量约超过1.8万人，校区面积大，未进行容量扩张的空间大。
- **学科建设，实验室与实训基地建设：**学校已建设成为以文学学科为主，以语言学科专业为优势，文学、经济学、管理学、艺术学等多学科协调发展的多科性大学。学校现设有英语学院、西方语学院、东方语学院、国际商贸与管理学院、国际传媒学院、国际汉语教育学院、艺术学院、音乐学院、继续教育学院、思想政治理论教研部、体育部等11个二级学院（部），开设英语、翻译、国际商务与贸易、酒店管理、广告学、产品设计、音乐表演等33个本科专业，面向全国31个省、市、自治区招生。学校建有语音、同声传译、录播、计算机基础、工程管理、国际经济与贸易、图形设计、自主学习中心等实验实训室47个，还建有校外实习实训基地120余个。

图表 1：四川外国语大学重庆南方翻译学院



来源：学校官网，国金证券研究所

- **中教控股版图持续扩张，扩张逻辑清晰不受影响。**我们认为，中教控股本次收购顺利推进，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。最近一年，有关部门出台了以《民办教育促进法送审稿》为代表的相关法规，提出了一些对民办学校投资并购的要求，但《送审稿》中结合 11 月 15 日发布的《学前教育深化改革规范发展的若干意见》，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。中教控股本次并购顺利推进，也反映出作为高校及职教集团，中教控股的扩张逻辑依然清晰不受影响。
- **独立学院脱钩或持续推进，上市公司可选并购标的丰富。**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。中教控股此前并购的济南大学泉城学院，广州大学松田学院，本次拟并购的重庆南方翻译学院均为独立学院。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。

投资建议

- **可用资金充足，外延预期强劲。**中教控股于 2019 年 2 月 28 日，账上银行结余及现金约为 17.90 亿元人民币，于 2019 年 3 月成功发行 23.55 亿港元可换股债券，于 2019 年 4 月提取国际金融公司贷款 1.34 亿美元。按照港元汇率 0.88，美元汇率 6.88 计算，可用资金合计 47.88 亿元人民币。
- **全国大高校&职校集团，政策风险相对较小，扩张路线清晰发展可期，维持买入评级。**中教控股是全国规模最大的高等教育&职业教育集团，其业务领域政策风险相对较小，扩张路线清晰，发展可期。公司 FY2019H1 实现营业收入 9.27 亿元，同比增长 71%，净利润 3.44 亿人民币，同比增长 34%，调整后净利润 3.93 亿人民币，同比增长 42%，内生+外延实现快速增长。2018/2019 学年，集团旗下学校学生数已达 15.6 万人，未来规模化优势或将进一步体现。不考虑重庆学校，我们预计 FY2019/FY2020 归母净利润为 7.19/9.35 亿元，对应 PE30/23x，维持买入评级，目标价 15 港元。

图表 2：中教控股旗下学校（截止 2019 年 4 月）

学校名称	学校类型	地理位置	股权比例	创办年度	收购公告时间	并表时间	2017/2018 学年学生人数 (截止 2018.8.31)	2018/2019 学年学生人数 (截止 2019.2.28)	描述
江西科技学院	高等教育 ——本科+专科	江西	100%	1993年	-	-	36368	40458	连续9年名列中国排名第一民办大学，就在校大学生而言，为中国最大的民办大学，亦为经教育部批准成立的江西省首批几所民办大学之一
广东白云学院	高等教育 ——本科+专科	广东	100%	1989年	-	-	26416	27072	自2003年至2014年连续12年，名列广东省排名第一民办大学，为经教育部批准成立的广东省首批几所民办大学之一
白云技师学院	职业教育 ——高职+中职+技师	广东	100%	1989年	-	2017年8月14日	13420	13498	就教育竞争力而言，自2008年至2014年连续7年在广东省技工学校中排名第一，就在校大学生而言，为中国第二大民办技工学校
郑州城轨学校	职业教育 ——中职	河南	80%	2010年	2018年3月14日	2018年3月23日 (FY2018H2)	24476	27518	就在校大学生而言，为中国最大民办中等职业学校
西安铁道学院	职业教育 ——技师	陕西	62%	2006年	2018年2月14日	2018年3月23日 (FY2018H2)	20635	26133	就在校大学生而言，为中国最大民办技工学校
松田大学	高等教育 ——本科+专科	广东	100%	2000年	2018年6月14日	2018年9月3日 (FY2019H1)	8718	9270	获广州日报颁授“改革开放30周年广东最具竞争力独立学院奖”
松田学院	高等教育&职业教育 ——高职	广东	100%	2000年	2018年6月14日	2018年9月3日 (FY2019H1)	3332	3465	于广东省普通专科学校中，毕业生的就业现状满意度为最高
泉城学院	高等教育 ——本科+专科	山东	51%+49%	2005年	2019年1月14日 &2019年3月20日	2019年3月 (FY2019H2)	-	8529	泉城大学的录取分数高于2018年山东省当地录取标准21分（理科）和17分（文科）
合计人数（2017/2018学年不包含郑州、西安、松田两所、泉城学校）							76204	155943	-

来源：公司公告，国金证券研究所整理

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	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3468	2090	4840	6751	营业额	949	1721	2060	2617
现金及现金等价物	3243	1801	4603	6348	销售成本	389	895	1030	1256
交易用投资	3	8	9	9	毛利	560	826	1030	1361
应收款项	72	101	96	166	销售、一般性和行政开支	143	189	227	288
其他应收款	2	4	2	5	研究发展费用	-	-	-	-
存货	0	1	0	1	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	3204	5284	5511	5655	EBITDA	577	912	1106	1379
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	135	303	329	347
联营和共同控制实体的投资	-	-	-	-	EBIT	442	609	778	1032
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-18	42	10	-12
固定资产	2639	3528	3820	4031	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	423	651	788	1020
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	2	3	4	5
无形资产	565	1756	1690	1625	除所得税后溢利	429	648	784	1015
总资产	6672	7374	10351	12407	非控制性股东应占溢利	-0	27	64	80
流动负债	947	894	1587	1628	股息	-	-	-	-
短期借款	-	20	720	740	母公司股东应占溢利	429	621	719	935
应付款项	11	22	13	29	EPS	0.21	0.31	0.36	0.46
预收账款	-	-	-	-					
其他	936	852	855	859	主要财务比率				
非流动负债	86	86	1586	2586	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	-	-	1500	2500	成长性				
其他	86	86	86	86	营业额增长率	10.2%	81.4%	19.7%	27.0%
负债合计	1033	980	3173	4214	EBIT 增长率	0.3%	37.9%	27.7%	32.7%
股本	0	0	0	0	净利润增长率	4.0%	51.1%	20.9%	29.5%
储备	5639	5746	5746	5746	盈利能力				
保留溢利	-	621	1340	2275	EBIT/营业额	46.5%	35.4%	37.7%	39.4%
非控制性股东权益	-	27	91	172	EBITDA/营业额	60.8%	53.0%	53.7%	52.7%
总权益	5639	6394	7178	8193	毛利率	59.0%	48.0%	50.0%	52.0%
总负债和总权益	6672	7374	10351	12407	净利率	45.2%	37.6%	38.0%	38.8%
					ROE	7.6%	9.8%	10.2%	11.7%
综合现金流量表					偿债能力				
单位:百万					资产负债率	15.5%	13.3%	30.7%	34.0%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	3.66	2.34	3.05	4.15
除所得税后溢利	423	648	784	1015	速动比率	3.61	2.28	3.02	4.11
折旧和摊销	135	303	329	347	营运能力				
利息费用	-5	-42	-10	12	资产周转率	0.14	0.23	0.20	0.21
营运资本的变动	156	-52	44	-148	应收帐款周转率	2.61	20.00	21.00	20.00
经营活动产生现金流量	706	776	1148	1230	应付帐款周转率	32.46	105.77	120.00	125.00
资本性支出	-112	-2383	-555	-492	存货周转率	1366.48	1400.00	1650.00	1800.00
投资、贷款于联营和共同控制实体	-0	-	-	-	每股资料				
投资活动产生现金流量	120	-2388	-556	-493	每股收益	0.21	0.31	0.36	0.46
借款变动	-492	20	2200	1020	每股经营现金流	0.35	0.38	0.57	0.61
发行股份	2746	107	-	-	每股净资产	2.79	3.15	3.51	3.97
支付的股利和利息	-23	42	10	-12	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	2175	170	2210	1008	PE	50.39	34.80	30.04	23.12
现金净变动	3001	-1443	2802	1745	PB	3.83	3.39	3.05	2.69
现金的期初余额	247	3243	1801	4603	EV/EBITDA	13.46	21.78	17.48	13.55
现金的期末余额	3243	1801	4603	6348					

来源：公司年报、国金证券研究所，注 FY2019 及 FY2020 为新财年预测值

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