并购夯实未来业绩

中教控股并购山东独立学院点评

核心结论

中教控股于1月15日公告以4.54亿的权益对价以及2100万元的贷款获得济南大学泉城学院举办方的全部股权。目前已签署其中50.91%股权的转让协议，剩余股权将通过挂牌出让方式获得。**我们认为此次交易略超预期，维持买入评级，目标价14港元，对应增长空间36%。**

一级市场并购价格由于独立学院转设要求再次被提出以及民促法对于公办大学独立学院的管理收紧出现明显下降，我们认为有利于上市高校未来进行并购扩张。济南大学泉城学院2018年在校生8529人，以4.54亿对价来计算，生均价格为5.3万元，显著低于之前并购的生均价格（本科生约为9万，专科生约为4.5万）。

学校已度过爬坡期，预计在2019财年（截止2019年8月底）开始盈利。我们预计泉城学院EBITDA率在3年内达到与公司当前类似水平（加回品牌服务费20%）。泉城学院2018财年（截止2018年8月底）收入9100万元，毛利率22%，净亏损2400万，EBITDA率为11.8%。当前泉城学院利用率与可容纳学生人数尚存在提升空间，泉城学院盈利能力将持续提升。

风险提示：民促法送审稿尚存在不确定性。详见文末风险提示。

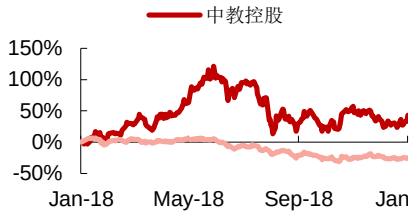
核心数据

	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
营业收入（百万元）	861	949	1574	2015	2348
增长率(%)	2%	10%	66%	28%	17%
净利润（百万元）	411	475	708	722	917
增长率(%)	18%	4%	77%	2%	25%
每股收益（EPS）	0.27	0.28	0.35	0.35	0.44
市盈率（P/E）	32.49	32.20	25.57	25.19	20.04
市净率（P/B）	7.12	3.19	2.81	2.51	2.21

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	00839.HK
目标价格	14
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	10.48

近一年股价走势



分析师
李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanli@research.xbmail.com.cn
联系人
杨振艺 S0800117110039
021-38584237
yangzhenyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

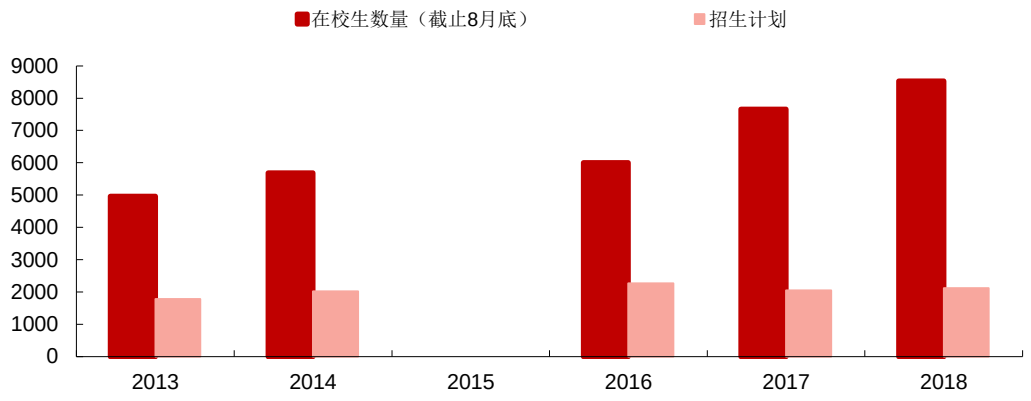
并购落地进一步充盈估值

我们使用分部估值法对中教控股进行估值。使用 DCF 估值法对中教控股现有学校进行估值，使用相对估值法对在手现金可带来未来的潜在并购学生人数进行估值。并购落地充盈绝对估值。

泉城学院学生人数稳步上升

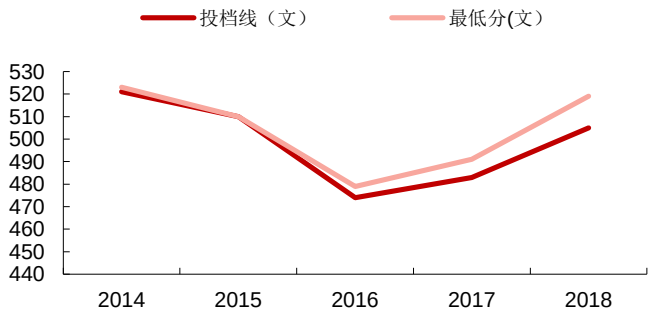
学校办学质量逐步提高，招生计划数量逐年提高，带动在校生人数逐年提高。我们认为，招生计划数量的提高以及在校生数量的提高主要来源学校办学质量的提高。学校录取分数线与本科投档线的差距逐渐扩大，意味着学校的生源质量在逐步提高。

图 1：济南大学泉城学院学生变化情况



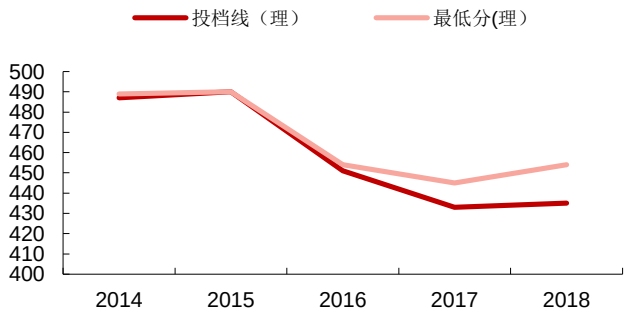
资料来源：西部证券研发中心，学校招生信息网

图 2：济南大学泉城学院本科录取分数线变化（文科）



资料来源：西部证券研发中心，学校招生信息网

图 3：济南大学泉城学院本科录取分数线变化（理科）



资料来源：西部证券研发中心，学校招生信息网

学校盈利能力逐步提升

学校从 2011 年开始搬迁至蓬莱校区，土地摊销以及建筑折旧开始计入成本，2018 财年学校收入 9100 万元，净亏损 2400 万元,EBITDA 为 1700 万元。当前学校师生比较低，约为 21，低于公司 25 的水平。较低的师生比水平使得学校在学生人数增加时教师成本不会上涨太快。根

据我们的推算，当学校收入达到 1.5 亿时，学校 EBITDA 率约为 40%，加回管理服务费后接近公司的 EBITDA 水平。我们认为，当前学校生均收入约为 1.2 万，低于山东省民办高校的平均水平。学校收入的增加来源于平均学费的增长以及学生人数的自然增长。

表 1：学校盈利能力测算

	2016	2018	测算
收入（万元）	6,970	9,100	15,000
毛利	1,100	2,002	
毛利率	16%	22%	
EBITDA（万元）	440	1,075	5,795
EBITDA%	6.3%	11.8%	39%

资料来源：西部证券研发中心，公司投资者会议

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. 无法招聘到合资格的教师

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资格的老师，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。

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
现金及现金等价物	247	3243	3735	4340	5660
应收款项	615	72	86	116	119
存货净额	0	0	1	1	1
其他流动资产	466	55	55	55	55
流动资产合计	**1329**	**3370**	**3877**	**4511**	**5836**
固定资产及在建工程	2416	2639	3090	3560	3604
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	0	565	556	548	541
其他非流动资产	121	98	175	272	385
非流动资产合计	**2537**	**3302**	**3820**	**4381**	**4530**
资产总计	**3866**	**6672**	**7697**	**8892**	**10366**
短期借款	210	0	0	0	0
应付款项	48	11	23	21	27
其他流动负债	812	936	1188	1612	2111
流动负债合计	**1070**	**947**	**1211**	**1632**	**2139**
长期借款及应付债券	243	0	0	0	0
其他长期负债	26	86	86	86	86
长期负债合计	**269**	**86**	**86**	**86**	**86**
负债合计	**1339**	**1033**	**1297**	**1718**	**2224**
股本	182	0	0	0	0
股东权益	2346	5639	6400	7174	8142
负债和股东权益总计	**3866**	**6672**	**7697**	**8892**	**10366**

现金流量表（百万元）	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
净利润	413	429	761	774	968
折旧摊销	114	136	160	185	202
营运资金变动	(46)	136	272	391	503
其他	-	1	2	3	4
经营活动现金流	**481**	**702**	**1195**	**1353**	**1677**
资本支出	(285)	(112)	(600)	(645)	(235)
其他	(288)	232	(79)	(101)	(117)
投资活动现金流	**(573)**	**120**	**(679)**	**(746)**	**(352)**
债务融资	(8)	(453)	0	0	0
权益融资	0	2746	0	0	0
其它	(27)	(118)	0	0	0
筹资活动现金流	**(34)**	**2175**	**0**	**0**	**0**
汇率变动	0.00	0.11	-22.49	0.00	0.00
现金净增加额	**(127)**	**2996**	**492**	**605**	**1321**

利润表（百万元）	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
营业收入	**861**	**949**	**1574**	**2015**	**2348**
营业成本	(405)	(389)	(660)	(851)	(932)
营业税金及附加	0	1	2	3	4
销售费用	(9)	(10)	(16)	(15)	(16)
管理费用	(102)	(133)	(273)	(361)	(377)
财务费用	(15)	(18)	(30)	0	0
其他费用/（-收入）	77	56	146	103	96
营业利润	**407**	**455**	**742**	**894**	**1123**
营业外净收支	7	22	20	19	19
利润总额	**414**	**477**	**762**	**913**	**1142**
所得税费用	(2)	(2)	1	(137)	(171)
净利润	**413**	**475**	**763**	**777**	**972**
少数股东损益	(1)	0	(55)	(55)	(55)
归属于母公司净利润	**411**	**475**	**708**	**722**	**917**

财务指标	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
盈利能力					
ROE	16%	8%	11%	10%	11%
毛利率	53%	59%	58%	58%	60%
营业利润率	13%	15%	18%	19%	17%
销售净利率	48%	50%	45%	36%	39%
成长能力					
营业收入增长率	2%	10%	66%	28%	17%
营业利润增长率	15%	12%	63%	16%	26%
净利润增长率	18%	4%	77%	2%	25%
偿债能力					
资产负债率	35%	15%	17%	19%	21%
流动比	0.34	0.51	0.50	0.51	0.56
速动比	1.24	3.56	3.20	2.76	2.73

每股指标与估值	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
每股指标					
EPS	0.27	0.28	0.35	0.35	0.44
BVPS	1.25	2.79	3.17	3.55	4.03
估值					
P/E	32.49	32.20	25.57	25.19	20.04
P/B	7.12	3.19	2.81	2.51	2.21
P/S	20.89	18.96	11.44	8.93	7.66

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	全国	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
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@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。