



2019 外延首单落地，收购标的优质

投资要点

- **事件:** 公司公告收购目标公司拥有的济南大学泉城学院 100% 股权，均以现金支付，交易总对价 4.545 亿元。
- **2019 年收购首单落地，权属架构清晰:** 公司今日公告称，拟收购山东济南大学泉城学院 100% 股权，交易总对价 4.545 亿元。其中 50.91% 股权分别归属于山东蓝科等 3 家公司，作价 2.5 亿元；公司计划于近期以山东文化产权交易所挂牌出让方式收购标的余下 49.09% 股权，交易对手方为山东大众报业集团。
- **泉城学院区位/声誉优良，规模提升空间较大:** 泉城学院位于山东省蓬莱市，在山东省内具有优良的口碑，2018 年本科招录分数线分别高于当地录取标准 21 分(理科)、17 分(文科)，位列山东省独立学院第一。学校目前拥有在校生 8529 人(预计校区最大容量超 23000 人)，占地 1387 亩。该校目前本科学费平均 11000 元/学年，专科学费平均 8000 元/学年，对应山东省民办本科最高收费 16000 元/学年，专科收费 11000 元/年，提升空间较大。
- **内生外延并举，民办高教板块龙头地位凸显:** 公司目前旗下拥有 7 所学校，合计在校生人数达 14.5 万人，是民办高等教育板块龙头。

内生方面: 广东白云学院新校区的首期工程将于 2019 年竣工，学生容量为 8000 名；第二期计划于 2021 年完成，新校区地盘面积达 48.9 万平方米，学生容量为 18000 名。预计 2019 年新校区竣工后，白云学院在校生人数将有所增长。

外延方面: 公司自 2017 年 12 月上市以来已收购 4 所优质学校，包括郑州学校、西安学校、松田大学和松田学院，收购标的质地均较为优良；公司目前在手现金约 19 亿元，若目标负债率 40%-50%，还可借款余额 26-32 亿元，资本储备充足。公司此次收购优质标的泉城学院，办学声誉良好，且增长潜力较大，再次彰显公司较强的办学运营能力及办学声誉，预计未来新并购标的成长性较强。

- **民促法《送审稿》发布，预计对公司影响有限:** 2018 年 8 月 10 日，民办教育促进法实施条例“送审稿”发布，对于集团化办学的主体通过多种形式控制非营利性民办学校提出限制，公司旗下院校均可转设为营利性学校，且在土地、税收、补贴等方面均对于公司整体利润影响较小，待政策落地实施后，便可根据政策走向相应调整应对，预计政策对于公司未来发展影响较小；另外，送审稿明确规定“公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校，”且禁止公办学校利用品牌输出收取费用，预计将加速推动独立学院脱离母体，泉城学院作为优质独立学院，满足独立学院转设的各项要求，预计未来转设投入较小。
- **盈利预测与评级:** 公司是规模最大的民办高等教育上市集团，内生外延并举，收购标的均较为优质且整合能力较强，并表后业绩增长潜力较大。由于资产过户暂未完成，我们暂时不考虑外延并购并表，维持前期盈利预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.31 元、0.42 元和 0.47 元，由于政策落地预计市场波动较大，暂不给予目标价及评级。
- **风险提示:** 产业政策变动的风险，学校招生或不及预期的风险，外延并购或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险，规模扩张带来的管理风险，产业基金募资不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	861	949	1,634	2,066	2,278
增长率	1.8%	10.2%	72.1%	26.5%	10.2%
归属母公司净利润(百万元人民币)	413	429	621	840	951
增长率	14.0%	3.9%	44.8%	35.3%	13.2%
每股收益 EPS	0.28	0.29	0.31	0.42	0.47
净资产收益率	16.3	7.6	10.2	12.4	12.7
PE	33.3	32.1	29.1	21.5	19.2

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

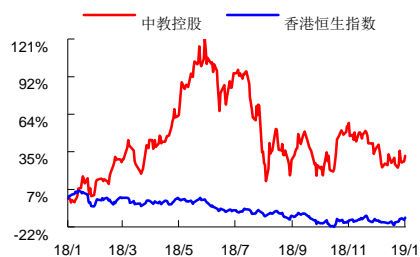
分析师: 朱芸

执业证号: S1250517070001

电话: 010-57758600

邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	7.11-16.2
3 个月平均成交量(百万)	4.83
流通股数(亿)	20.20
市值(亿)	211.72

相关研究

1. 中教控股 (0839.HK): 2018 年业绩符合预期, 盈利能力持续增强 (2018-11-26)
2. 中教控股 (0839.HK): 2018H1 业绩超预期, 盈利能力持续增强 (2018-08-27)
3. 中教控股 (0839.HK): 成立教育产业并购基金, 开创行业先河 (2018-07-03)
4. 中教控股 (0839.HK): 业绩符合预期, 外延迅速落地 (2018-03-15)
5. 中教控股 (0839.HK): 高等教育领跑者, 内生外延齐并进 (2018-01-18)

附：财务报表
损益表

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	861	949	1,634	2,066	2,278
毛利	457	560	765	1,013	1,123
EBIT	346	417	528	731	827
财务收入(费用)	3	-4	13	10	16
联营公司	3	-4	12	8	3
非经常性项目	0	0	0	0	0
税前利润	425	423	639	865	979
税项	-2	-2	-18	-25	-28
非控股权益	0	0	0	0	0
已终止经营业务利润	-11	7	0	0	0
净利润(归属母公司)	412.6	428.8	621.0	840.0	950.9

资产负债表

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
现金及现金等价物	665	3,294	2,961	3,634	3,936
应收账款	615	0	583	369	610
存货	0	0	1	1	1
其他流动资产	48	76	78	163	272
物业、厂房及设备	2,416	2,639	2,847	2,966	3,067
无形资产	0	565	565	565	565
其他非流动资产	122	98	98	98	98
总资产	3,866	6,672	7,132	7,796	8,549
应付账款	48	11	63	53	71
短期借款	210	0	0	0	0
长期借款	243	0	0	0	0
递延税项负债	0	60	30	45	37
其他非流动负债	26	26	0	0	0
总负债	1,339	1,033	1,024	1,041	1,042
股本	182	0	1	1	1
储备	2,342	5,639	6,108	6,755	7,506
股东权益	2,524	5,639	6,109	6,756	7,507
非控股权益	4	0	0	0	0
总权益	2,527	5,639	6,109	6,756	7,507
净现金(负债)	187	3,294	2,961	3,634	3,936

现金流量表

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	425	423	639	865	979
税项	1	61	-54	3	-45
营运资本变动	-358	674	-537	216	-232
经营现金流量	68	1,158	48	1,084	702
资本开支	-185	-223	-327	-248	-228
自由现金流量	-117	935	-160	964	602
股息	0	0	-152	-193	-200
其他非流动资产变动	173	-542	0	0	0
股本变动	0	-182	1	0	0
其他	-6	2,865	-0	-0	-0
净现金流量	50	3,077	-311	771	402
期初净现金(负债)	150	187	3,268	2,961	3,634
期末净现金(负债)	218	3,267	2,961	3,734	4,036

财务比率

12月31年结	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
增长(%)					
收入	1.8	10.2	72.1	26.5	10.2
EBITDA	13.5	15.5	22.7	32.7	11.1
EBIT	10.7	20.5	26.8	38.2	13.2
净利润	14.0	3.9	44.8	35.3	13.2
每股盈利	14.0	3.6	6.0	35.3	13.2
利润率(%)					
毛利	53.0	59.0	46.8	49.0	49.3
EBIT	40.1	43.9	32.4	35.4	36.3
净利润	47.9	45.2	38.0	40.7	41.7
其他比率					
ROE(%)	16.3	7.6	10.2	12.4	12.7
ROA(%)	10.7	6.4	8.7	10.8	11.1
净负债率	(8.6)	(57.9)	(48.5)	(55.3)	(53.8)
利息覆盖率(倍)	23.2	22.5	147.1	162.7	315.6
应收账款周转天数	260.6	0.0	130.3	65.2	97.7
应付账款周转天数	43.1	10.0	26.6	18.3	22.4
存货周转天数	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
有效税率(%)	0.4	0.4	2.9	2.9	2.9

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -10% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn