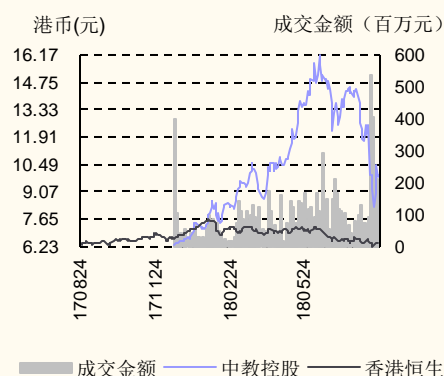


中教控股(00839.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市场数据(港币)

| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元) | 9.930 |
| 流通港股(百万股) | 2,020.20 |
| 总市值(百万元) | 20,060.61 |
| 年内股价最高最低(元) | 16.200/6.330 |
| 香港恒生指数 | 27790.46 |



| 股价表现(%) | 3个月 | 6个月 | 12个月 |
|---------|--------|-------|------|
| 绝对 | -27.09 | 18.21 | |
| 相对香港恒生 | -17.44 | 29.33 | |

相关报告

- 1.《中教控股：17 全年核心净利同比+15%，新校区&新课程&新学...》，2018.3.14
- 2.《民办高校龙头，品牌&规模构筑壁垒》，2018.1.15

郑慧琳 联系人
zhenghulin@gjzq.com.cn

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

中教控股 18 中报点评：营收增长+65%，并购效应初显，新并入学校盈利仍有提升空间

主要财务指标

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万) | 949 | 1721 | 2338 | 2682 |
| 同比增长 | 10.2% | 81.4% | 35.8% | 14.7% |
| 母公司股东溢利(百万) | 429 | 621 | 756 | 941 |
| 同比增长 | 4.0% | 51.1% | 25.4% | 24.2% |
| 毛利率 | 59.0% | 48.0% | 46.2% | 49.0% |
| 净利润率 | 45.2% | 37.6% | 34.8% | 37.6% |
| 每股收益 | 0.21 | 0.31 | 0.37 | 0.47 |
| 每股经营现金流 | 0.35 | 0.38 | 0.54 | 0.63 |
| 市盈率(倍) | 40.9 | 28.3 | 23.2 | 18.7 |
| 市净率(倍) | 3.1 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |

来源：公司年报、国金证券研究所注：货币单位是人民币

事件

- 8月24日，中教控股集团发布2018H1年业绩报告。2018H1实现营业收入人民币6.69亿元，同比增长65.1%，调整后归母净利润2.87亿人民币，同比增长41.0%。

评论

- 中教控股集团调整后归母净利润增速达到41.0%，主要是由于①白云技师学院、郑州学校和西安学校并表，增厚公司营收和利润规模。②集团调整优化课程结构，不断发展高利率课程，2018H1毛利率上升1.5pct；归母净利率51.6%，+2.2pct；调整后归母净利率为42.8%，-7.3pct，2018H1两所大学的净利率上升至56.3%，三所职业学校的净利率达48.0%，新并入学校相较原有两所运营成熟的学校的盈利水平而言，仍有提升空间。中教控股集团2017/2018学年总学生人数为12.13万人。集团学生人数稳步增长，随着学校规模逐渐扩大，品牌优势逐步凸显。
- 建设新校区助力学校扩容；收购四所学校扩大学校网络；携手惠理成立基金；更改财年。①新校区建设：广东白云学校新校区预计2018/2019年一期投入使用，容纳约10,000名学生，进一步提高公司的可容纳人数和学生数量。②收购4所学校进一步提高市场渗透率，其中2所已收购完成，松田大学和松田学院收购在进行，预期将于2018年末前完成。该收购完成后，学生规模或将增加至13.2万人。依托公司品牌市场认可度与30年深厚的办学经验，并购规模优势显著。③中教控股与其基石投资人惠理的进一步深度合作，成立基金。④公司决定更改财年结算日为8月31日，与学年结束日一致，下一个财政年度结算日将为2018年8月31日。

投资建议

- 郑州学校、西安学校收购事项于2018年3月23日完成，我们预计松田大学及松田学院于2018年9月1日开始并表，基于此，我们预测中教控股营收2018/2019年分别为17.21/23.38亿元人民币，同比增速达81%/36%，归母净利润为6.21/7.56亿元人民币，同比增速达51%/25%，对于P/E分别为28/23x，目标价为12港元，给予买入评级。

风险提示

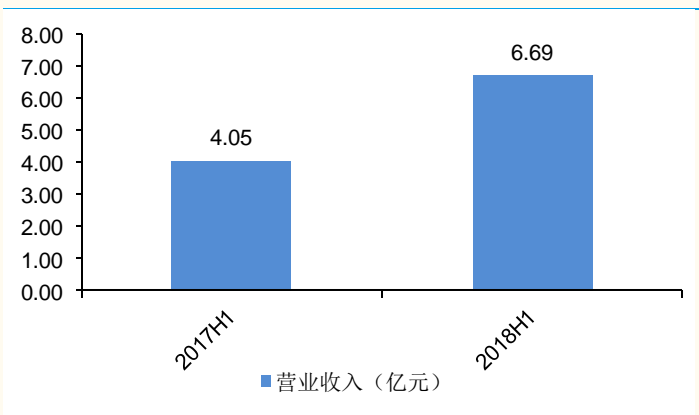
- 民促法送审稿公开征求意见结果仍存不确定性，民促法细则未完全落实等

1. 财务数据盘点：营收增速达 65.1%，调整后归母净利润同比增长 41.0%

1.1 营收规模扩大，增速达 65.1%，调整后归母净利润达 41.0%

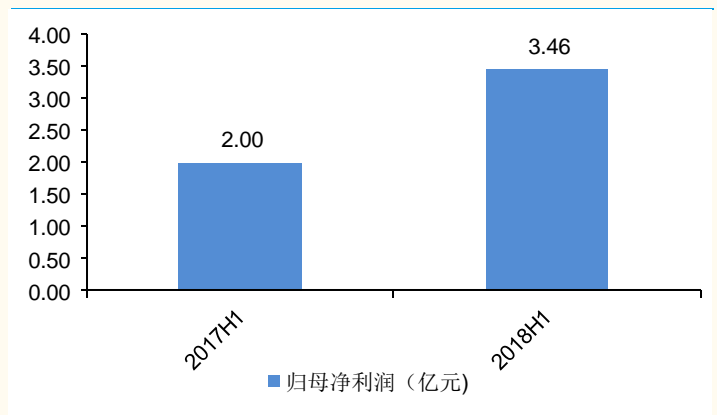
- 得益于白云技师学院、郑州城轨学校和西安技师学院并入，营收增速较快。中教控股集团 2018H1 收入为 6.69 亿元，同比增速达 65.1%。2017 年 8 月 14 日完成白云技师学院收购，而郑州城轨学校及西安铁道技师学院收购在 2018 年 3 月 23 日完成，三所职业学校营收贡献约 2.14 亿元，两所大学则为约 4.56 亿元，收入贡献稳步增长 12.4%。营业收入主要由学费、住宿费和配套服务构成，学费收入占比超过 90%。2018H1 学费收入为 8.58 亿元，+64.3% YoY；住宿费收入为 0.52 亿元，+89.1% YoY；配套服务收入为 0.12 亿元，+27.6% YoY。
- 中教控股 2018H1 实现归母净利润 3.46 亿元，同比增速 72.4%。经调整其他收益及亏损中的汇兑损益、上市开支、来自终止经营业务的期内利润后归母净利润为 2.87 亿元，同比增速 41.0%。我们认为调整上述一次性影响科目后其的归母净利润水平更能反映真实经营状况。

图表 1：2018H1 营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2018H1 归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

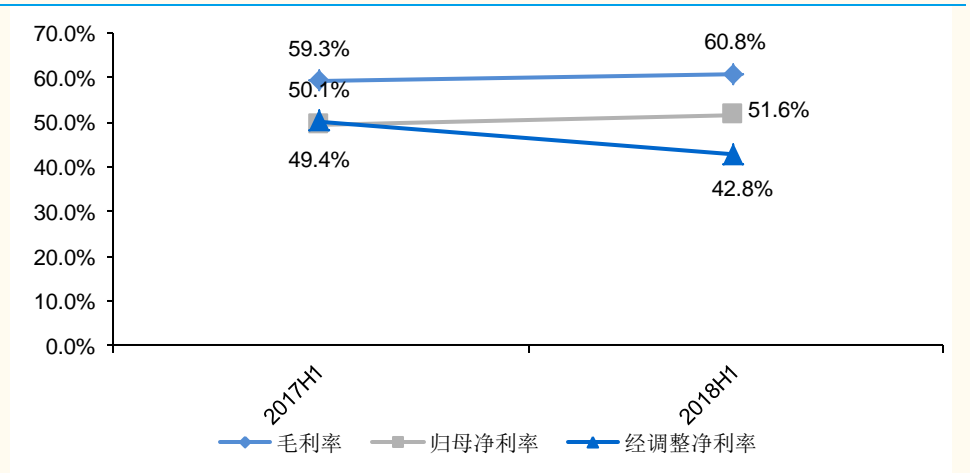
图表 3：2018H1 调整后归母净利润

| 单位：亿元, RMB | 2017H1 | 2018H1 |
|---------------|--------|--------|
| 归母净利润 | 2.00 | 3.46 |
| 其他收益及亏损-汇兑损益 | 0.00 | 0.59 |
| 上市开支 | -0.10 | 0.00 |
| 来自终止经营业务的期内利润 | 0.07 | 0.00 |
| 调整后归母净利润 | 2.03 | 2.87 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2018H1 毛利率水平为 60.8%，+1.5pct YoY；归母净利率 51.6%，+2.2pct；剔除非经常因素（其他收益及亏损中的汇兑损益、上市开支、来自终止经营业务的期内利润）影响后，调整后归母净利率为 42.8%，-7.3pct。2018H1 旗下两所大学的净利率上升至 56.3%，三所职业学校的净利率达 48.0%，新并入学校相较原有两所运营成熟的学校的盈利水平而言，仍有提升空间。

图表 4：毛利率、净利率和调整净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

2.运营情况：品牌优势突出，学生人数&学费实现“量价双增”

2.1 品牌优势突出，不断创新提供优质教育

- **中教控股集团是中国领先的民办高等及职业教育机构。**集团经营江西科技学院、广东白云学院两所大学及白云技师学院一所职业学院。2018年3月23日，公司完成收购郑州城轨学校及西安铁道技师学院，学校数目由3所学校扩至5所学校。并且收购广州松田大学及松田学院事项仍在进行中。江西科技学院及广东白云学院于1999年即获教育部批准建立，集团于2017年8月14日取得白云技师学院的控制权。江西科技学院连续9年名列中国排名第一民办大学，广东白云学院则连续10年名列广东省排名第一民办大学，白云技师学院连续7年名列广东省排名第一技工学院。江西科技学院为中国最大的民办大学，广东白云学院则为广东省最大的民办大学。集团拥有多年口碑，较好的生源质量，加上校企合作等特色培养模式，公司毕业生的高就业率令公司从中国民办院校中脱颖而出。

2.2 学生人数、学费及住宿费均有提升

- **集团学生人数稳步增长，横向扩张颇具空间。**中教控股集团在校生人数从2016/2017学年的75255人增长至2017/2018学年的121315人，江西科技学院2017/2018学年学生人数有所提高，广东白云学校持续扩招，在校生人数从2015/2016学年的25,741人上升到2017/2018学年的26,416人。并且新并入的郑州城轨学校和西安铁道技师学院2017/2018学年在校生人数分别为24476人和20635人。集团招生人数在我国民办教育集团（公司）中名列前茅。并且，公司计划每年不同课程学费增加0-10%。

图表 5：各学校在校生人数

| | 2016/2017 学年 | 2017/2018 学年 |
|----------|--------------|--------------|
| 江西科技学院 | 35,982 | 36,368 |
| 广东白云学院 | 25,741 | 26,416 |
| 白云技师学院 | 13,532 | 13,420 |
| 郑州城轨学校 | - | 24,476 |
| 西安铁道技师学院 | - | 20,635 |
| 总计 | 75,255 | 121,315 |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：各校学费及住宿费

| | 学费 (元) | | 住宿费 (元) | |
|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| | 2016/2017 学年 | 2017/2018 学年 | 2016/2017 学年 | 2017/2018 学年 |
| 江西科技学院 | | | | |
| 普通本科课程 | 14,000 - 18,000 | 15,000 - 20,000 | 1,480 - 1,680 | 1,600 - 2,000 |
| 普通专科课程 | 11,300 - 12,500 | 12,500 - 14,000 | 1,480 - 1,680 | 1,600 - 2,000 |
| 继续教育课程 | 7300-7800 | 5,000 | - | - |
| 广东白云学院 | | | | |
| 普通本科课程 | 19,000-26,000 | 19,000 - 28,000 | 1,500 | 1,500 |
| 普通专科课程 | 30,000 | 30,000 | 1,500 | 1,500 |
| 继续教育课程 | 3,000 - 6,000 | 3,000 - 6,000 | - | - |
| 白云技师学院 | | | | |
| 高等职业教育文凭课程 | 11,500 - 12,000 | 11,500 - 14,000 | 1,500 | 1,500 |
| 中等职业教育文凭课程 | 11,000 - 11,500 | 11,000 - 13,500 | 1,500 | 1,500 |
| 技师文凭课程 | 12,500 | 12,500 | 1,500 | 1,500 |
| 郑州城轨学校 | | | | |
| 中等职业教育文凭课程 | - | 7,300 | - | 1,000 |
| 西安铁道技师学院 | | | | |
| 技师文凭课程 | - | 9,800 - 16,000 | - | 1,000 |

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 重大举措：收购四所学校&成立惠理基金&更改财年结算日

3.1 完成收购郑州学校 80%股权和西安学校 62%股权

- 中教控股集团以 8.55 亿元人民币收购树人教育（郑州城轨交通中等专业学校的唯一控制人）80%的股份，其中 1.2 亿元用于转让股权，7.35 亿元用于向目标公司注入额外资本。中教控股拟以人民币 5.766 亿元通过公司附属上智教育咨询(赣州)有限公司收购西安铁道技师学院 62%股权，其中 4.72 亿元用于转让股权，1.04 亿元用于向目标公司注入额外资本，以削减西安学校债项并为学校持续扩建提供资金。公司收购两所学校后，5 所学校合计在校总人数约 12 万，集团在校生人数在我国民办教育集团（公司）中名列前茅。依托公司品牌市场认可度，结合公司 30 年深厚的办学经验，并购规模优势显著。

3.2 收购广州松田大学和松田学院 100%股权，预计 2018 年底前完成

- 2018 年 6 月 14 日，公司与独立第三方订立协议以收购目标公司的 100% 拥有权，该目标公司的主营业务为投资于松田公司，而松田公司拥有松田学校（松田大学及松田学院）的举办者权益。公司拟以 5.379 亿元人民币收购位于广州市的两所学校，中教控股成为目标公司唯一股东后，将以注资或股东贷款的方式，向目标公司注入不超过人民币 8.813 亿元，以供结付目标集团及注册股东的负债。截至 2018 年 6 月 30 日，收购事项仍在进行。管理层预期收购将于 2018 年年末前完成。该收购完成后，集团学生规模或将增加至 13.2 万人。中教控股有望通过本次交易进一步拓展其学校网络并提高市场渗透率，通过优化收购学校管理流程等，提高整体运营效率。两所学校可以助力集团在校生规模进一步扩大，同时集团有望利用其管理能力优化这两所学校的营运和财务表现，提高集团业绩弹性。
- 松田大学创办于 2000 年，2004 年 4 月获教育部批准并由松田公司与广州大学合作经营的民办大学（独立学院）。该大学位于中国广东省广州市，向全国统一招生。松田大学设有 8 系 3 部，提供全日制本科课程。2017/2018 学年，松田大学在校学生为 8700 多名。松田学院创办于 2000 年，经广东省人民政府批准设立，并报国家教育部备案的全日制普通高等职业院校。该学院位于中国广东省广州市。松田学院设 7 个教学系部，于 2007 年年开始招生。2017/2018 学年，松田学院全日制在校生为约 3300 人。

3.3 中教控股集团子公司华教教育携手惠理成立基金

- 2018年6月29日，中教控股集团子公司华教教育于惠理深圳（惠理子公司）就成立目标资产规模为50亿人民币（约60亿港元）的中国教育基金订立框架协议。惠理是中教控股集团的基石投资人之一。中教控股与其基石投资人惠理的进一步深度战略合作，依托集团本身行业经验和资源有望在民办高等教育行业取得进一步发展。
- 惠理成立于1993年，是一家根据主要面向投资基金和管理账户提供投资管理服务的公司。2007年11月惠理在香港联合交易所主板上市（股份编号：806），为第一家上市的资产管理公司。集团的总部位于香港，在北京、上海、深圳、新加坡和伦敦均设有办事处，专注大中华区和亚洲的投资。截止至2018年5月31日，资产管理规模为182亿美元。惠理深圳是惠理的全资子公司，主要业务为资产管理。

3.4 更改财年结算日为8月31日，与学年结束日一致

- 2018年8月3日，董事会议决将集团的财政年度结算日由12月31日更改为8月31日，更改结算日使得财政年度结算日与学校学年（学年于每年8月结束）保持一致，便于更好地反映经营业绩。集团下一个财政年度结算日将为2018年8月31日，而下一份经审核合并财务报表将涵盖2018年1月1日至2018年8月31日止八个月期间。

4. 投资建议

- 郑州学校、西安学校收购事项于2018年3月23日完成，我们预计松田大学及松田学院于2018年9月1日开始并表，基于此，我们预测中教控股营收2018/2019年分别为17.21/23.38亿元人民币，同比增速达81%/36%，归母净利润为6.21/7.56亿元人民币，同比增速达51%/25%，对于P/E分别为28/23x，目标价为12港元，给予买入评级。
- **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；收购交易还未完成；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 | 2697 | 3591 | 营业额 | 949 | 1721 | 2338 | 2682 |
| 现金及现金等价物 | 3243 | 1801 | 2387 | 3231 | 销售成本 | 389 | 895 | 1258 | 1368 |
| 交易用投资 | 3 | 8 | 9 | 9 | 毛利 | 560 | 826 | 1080 | 1314 |
| 应收款项 | 72 | 101 | 122 | 146 | 销售、一般性和行政开支 | 143 | 189 | 257 | 295 |
| 其他应收款 | 2 | 4 | 3 | 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 | 1111 | 1316 |
| 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 | 783 | 969 |
| 投资物业 | - | - | - | - | 融资收入净额 | -18 | 42 | 34 | 45 |
| 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 | 817 | 1014 |
| 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 | 813 | 1009 |
| 总资产 | 6672 | 7374 | 8208 | 9246 | 非控制性股东应占溢利 | -0 | 27 | 57 | 68 |
| 流动负债 | 947 | 894 | 915 | 944 | 股息 | - | - | - | - |
| 短期借款 | - | 20 | 40 | 60 | 母公司股东应占溢利 | 429 | 621 | 756 | 941 |
| 应付款项 | 11 | 22 | 20 | 26 | EPS | 0.21 | 0.31 | 0.37 | 0.47 |
| 预收账款 | - | - | - | - | | | | | |
| 其他 | 936 | 852 | 855 | 859 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 86 | 86 | 86 | 86 | 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 长期借款 | - | - | - | - | 成长性 | | | | |
| 其他 | 86 | 86 | 86 | 86 | 营业额增长率 | 10.2% | 81.4% | 35.8% | 14.7% |
| 负债合计 | 1033 | 980 | 1001 | 1030 | EBIT 增长率 | 0.3% | 37.9% | 28.6% | 23.8% |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长率 | 4.0% | 51.1% | 25.4% | 24.2% |
| 储备 | 5639 | 5746 | 5746 | 5746 | 盈利能力 | | | | |
| 保留溢利 | - | 621 | 1377 | 2318 | EBIT/营业额 | 46.5% | 35.4% | 33.5% | 36.1% |
| 非控制性股东权益 | - | 27 | 84 | 152 | EBITDA/营业额 | 60.8% | 53.0% | 47.5% | 49.1% |
| 总权益 | 5639 | 6394 | 7207 | 8216 | 毛利率 | 59.0% | 48.0% | 46.2% | 49.0% |
| 总负债和总权益 | 6672 | 7374 | 8208 | 9246 | 净利率 | 45.2% | 37.6% | 34.8% | 37.6% |
| | | | | | ROE | 7.6% | 9.8% | 10.6% | 11.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 15.5% | 13.3% | 12.2% | 11.1% |
| | | | | | 流动比率 | 3.66 | 2.34 | 2.95 | 3.80 |
| | | | | | 速动比率 | 3.61 | 2.28 | 2.89 | 3.75 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 资产周转率 | 0.14 | 0.23 | 0.28 | 0.29 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 2.61 | 20.00 | 21.00 | 20.00 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 32.46 | 105.77 | 111.52 | 117.65 |
| | | | | | 存货周转率 | 1366.48 | 1400.00 | 1650.00 | 1800.00 |
| | | | | | 每股资料 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.21 | 0.31 | 0.37 | 0.47 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.35 | 0.38 | 0.54 | 0.63 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.79 | 3.15 | 3.53 | 3.99 |
| | | | | | 估值比率(倍) | | | | |
| | | | | | PE | 40.94 | 28.27 | 23.23 | 18.66 |
| | | | | | PB | 3.11 | 2.76 | 2.47 | 2.18 |
| | | | | | EV/EBITDA | 13.46 | 17.34 | 13.78 | 11.06 |

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, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 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