

# 中教控股 (00839)

证券研究报告

2018年08月26日

## 西安郑州等校并表带动经调业绩+78%，高教龙头整合优势凸显

**FY18H1 收入 6.69 亿人民币，同比增长 65.13%。**按服务收入分：FY18H1 学费收入为人民币 6.05 亿元（占比 90.41%），同比增长 64.35%，收入大幅增长主要系并入白云技师学院、郑州城轨学校及西安铁道技师学院所致；白云技师学院收购于 2017 年 8 月 14 日完成，而郑州城轨学校及西安铁道技师学院收购于 2018 年 3 月 23 日完成；住宿费收入人民币 5178 万元（占比 7.74%），同比增长 87.97%；配套服务实现收入人民币 1240.3 万元，仅占总收入的 1.85%，同比增长 27.59%。**分学历层次看**，三所职业学校营收为人民币 2.14 亿元，占比 31.99%；两所大学营收为人民币 4.56 亿元，占比 68.01%。

同时，公司拟更改财年年度结算日，由原来的 12 月 31 日改为 8 月 31 日，与学年同步；8 月 23 日，公司将公告截至 630 的半年度财务数据，并于 11 月 30 日前公告截至 831 的 8 个月财务数据，此后将财年正式改为 831。

**成本方面**：FY18H1 主营业务成本 2.62 亿元，同比增长 59.0%。其中职业学院所占成本约为 0.92 亿元，大学所占成本约为 1.71 亿元。不计三所新学校带来的影响，收入成本增长 3.3%，表明公司管理团队对收入直接成本的控制有所改善。

**利润端**：FY18H1 毛利 4.07 亿元，同比增长 69.4%；净利 3.73 亿元，同比增长 86.2%；调整上市费用后的经调净利约 3.45 亿元，同比增长 76.6%。FY18H1 毛利率 60.8%，同比增加 1.5 个百分点；净利率 55.7%，同比增加 6.3 个百分点。其中，两所大学的净利率上升至 56.3%，三所职业学校的净利率达到 48.0%。

**各项费用**：销售费用率为 1.17%，同比增加 1.03 个百分点，主要由于学校营销及招生开支增加所致，两所大学的销售费用为 420 万元，三所职业学校的销售费用为 370 万元；管理费用率 17.6%，同比增加 3.4 个百分点，管理费用增加主要是由于购股权开支约人民币 0.30 亿元、并入三所职业学校的管理费用合共人民币 0.19 亿元以及华教教育及香港办事处的行政开支合共人民币 0.13 亿元所致；财务费用率为 2.26%，同比下降 0.21 个百分点；公司所有银行贷款已于 2017 年 12 月 31 日前结清，财务费用为郑州城轨学校产生的利息开支。

**学生方面**，受并表西安及郑州学校，2017/18 学年，公司旗下总在校生 12.1 万人（暂未考虑松田学院及松田大学），同比增长 61%；若考虑松田学院及松田大学则在校生突破 13 万人。具体来看，江西科技 3.6 万人，广州白云 2.6 万人，白云技师 1.3 万人，郑州城轨 2.4 万人，西安铁道技师 2.1 万人。2018 年 6 月，公司拟收购松田公司 100% 股权，预计收购将于 2018 年年末前完成。

**维持盈利预测，给予买入评级**，公司作为港股最大高等学历教育集团，一方面现有学校品牌效应显著；同时通过继续教育项目/新建校舍等增加在校生；另一方面外延已储备丰富高校资源，并购规模优势显著。2017/18 学年，公司旗下总在校生 12.1 万人（暂未考虑松田学院及松田大学），同比增长 61%；若考虑松田学院及松田大学则在校生突破 13 万人。公司旗下学校资源协同共享，区位及课程优势显著。按西安、郑州（已并表）备考业绩计算（其中西安学校持股 62%，18-19 年对赌分别为 7400 万、1 亿人民币；郑州学校持股 80%，18-20 年对赌分别为 4500 万，8000 万，9000 万元），暂不考虑未并表松田学院及松田学校，我们预计公司 FY18-19 年 EPS 分别为 0.38 元港币，0.44 元港币；PE 分别为 26x，23x。

**风险提示**：目前公司旗下学校均登记为不追求合理回报的主体，享受税收减免以及划拨土地；未来学校选择为营利性后，成本费用或有所提升

投资评级	
行业	能源业/石油及天然气
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.00 港元
目标价格	港元

基本数据	
港股总股本(百万股)	2,020.20
港股总市值(百万港元)	20,202.02
每股净资产(港元)	3.03
资产负债率(%)	18.81
一年内最高/最低(港元)	16.60/6.24

作者	
刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
张璐芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001 zhanglufang@tfzq.com	
孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《中教控股-公司点评:联手惠理成立 50 亿人民币基金，充足弹药加速外延》 2018-07-03
- 2 《中教控股-公司点评:5.38 亿元收购松田大学+松田学院，产业整合再下一城》 2018-06-19
- 3 《中教控股-公司点评:FY17 经调净利 +15%至 4.74 亿人民币，大手笔收购郑州 / 西安两学校》 2018-03-15

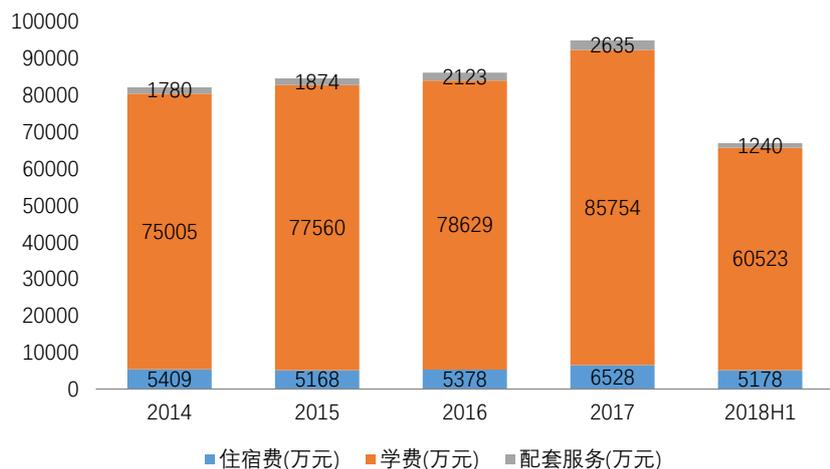
8月24日，中教控股公告FY18H1财报(18/1/1-18/6/30)。

**FY18H1 收入 6.69 亿人民币，同比增长 65.13%。**按服务收入分：FY18H1 学费收入为人民币 6.05 亿元（占比 90.41%），同比增长 64.35%，收入大幅增加主要系并入白云技师学院、郑州城轨学校及西安铁道技师学院所致；白云技师学院收购于 2017 年 8 月 14 日完成，而郑州城轨学校及西安铁道技师学院收购于 2018 年 3 月 23 日完成；住宿费收入人民币 5178 万元（占比 7.74%），同比增长 87.97%；配套服务实现收入人民币 1240.3 万元，仅占总收入的 1.85%，同比增长 27.59%。**分学历层次看**，三所职业学校营收为人民币 2.14 亿元，占比 31.99%；两所大学营收为人民币 4.56 亿元，占比 68.01%。

FY18H1 递延收入为人民币 3978.9 万元，较去年同期人民币 7.53 亿元有所下滑主要系公司调整会计准则，使得总递延收入中学费人民币 6.52 亿元、住宿费人民币 5193.5 万元及配套服务费人民币 1050.6 万元按国际财务报告准则第 15 号重新分类至合约负债。截至 2018 年 6 月 30 日，公司账面资金为人民币 12.79 亿元，没有银行借款。

同时，公司拟更改财政年度结算日，由原来的 12 月 31 日改为 8 月 31 日，与学年同步；8 月 23 日，公司将公告截至 630 的半年度财务数据，并于 11 月 30 日前公告截至 831 的 8 个月财务数据，此后将财期正式改为 831。

图 1: FY18H1 中教控股营业收入 6.69 亿人民币，同比增长 65.13%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**成本方面** FY18H1 主营业务成本 2.62 亿元，同比增长 59.0%。其中职业学院所占成本约为 0.92 亿元，大学所占成本约为 1.71 亿元。不计三所新学校带来的影响，收入成本增长 3.3%，表明公司管理团队对收入直接成本的控制有所改善。

**利润端**：FY18H1 毛利 4.07 亿元，同比增长 69.4%；净利 3.73 亿元，同比增长 86.2%；调整上市费用后的经调净利约 3.45 亿元，同比增长 76.6%。

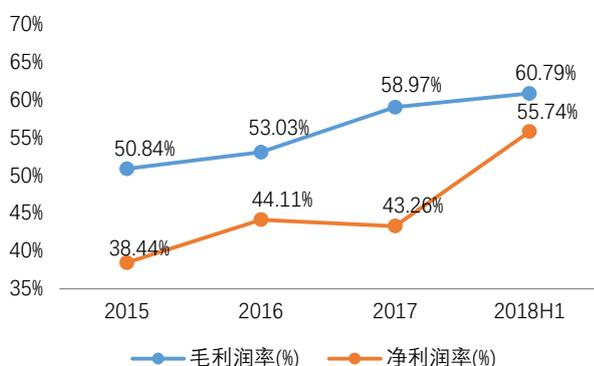
FY18H1 毛利率 60.8%，同比增加 1.5 个百分点；净利率 55.7%，同比增加 6.3 个百分点。其中，两所大学的净利率上升至 56.3%，三所职业学校的净利率达到 48.0%。

**其他收益及亏损**：FY18H1 公司其他收益及亏损约人民币 5760 万元，较去年同期上升 12.7 倍，主要系是人民币兑美元贬值导致产生汇兑收益人民币 5900 万元。

**各项费用**：销售费用率为 1.17%，同比增加 1.03 个百分点，主要由于学校营销及招生开支增加所致，两所大学的销售费用为 420 万元，三所职业学校的销售费用为 370 万元；管理费用率 17.6%，同比增加 3.4 个百分点，管理费用增加主要是由于购股权开支约人民币 0.30 亿元、并入三所职业学校的管理费用合共人民币 0.19 亿元以及华教教育及香港办事处的行政开支合共人民币 0.13 亿元所致；财务费用率为 2.26%，同比下降 0.21 个百分点；公

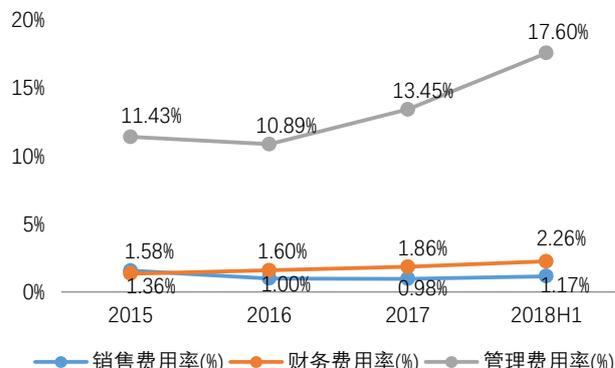
司所有银行贷款已于 2017 年 12 月 31 日前结清，财务费用为郑州城轨学校产生的利息开支。

图 2: FY18H1 公司毛利率 60.79%，同比增加 1.52 个百分点；净利率 55.74%，同比增加 8.14 个百分点。



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3: FY18H1 公司销售费用率为 4.2%，管理费用率为 18.6%，财务费用率为 1.46%。



资料来源：公司公告，天风证券研究所

学生方面，受并表西安及郑州学校，2017/18 学年，公司旗下总在校生 12.1 万人（暂未考虑松田学院及松田大学），同比增长 61%；若考虑松田学院及松田大学则在校生突破 13 万人。具体来看，江西科技 3.6 万人，广州白云 2.6 万人，白云技师 1.3 万人，郑州城轨 2.4 万人，西安铁道技师 2.1 万人。2018 年 6 月，公司拟收购松田公司 100% 股权，预计收购将于 2018 年年末前完成。

表 1: 截至 6/30 合计拥有 5 所学校（其中 3 所职业学校，2 所本科）

	创办时间	加入本集团时间	简介
江西科技学院	1993 年	2007 年 12 月	连续 9 年名列中国排名第一民办大学；就在校学生而言，为中国最大的民办大学
广东白云学院	1989 年	2007 年 12 月	连续 12 年名列广东省排名第一民办大学为 1999 年经教育部批准成立的首批民办大学之一
白云技师学院	1989 年	2017 年 8 月	连续 7 年名列广东省排名第一职业学院就在校学生而言，为中国第二大民办技工学校
郑州城轨学校	2010 年	2018 年 3 月	就在校学生而言，为中国最大民办中等职业学校
西安铁道技师学院	2006 年	2018 年 3 月	就在校学生而言，为中国最大民办技工学校

资料来源：公司公告、天风证券研究所

此前，郑州城轨交通中等专业学校 80% 股权作价 8.55 亿人民币，其中 1.2 亿用于转让股权，7.35 亿元用于向目标公司注入额外资本，以削减郑州学校债项并为学校持续扩建提供资金。2017/18 学年郑州城轨交通中等专业学校在校生为 2.37 万人，同比增长 13.5%。

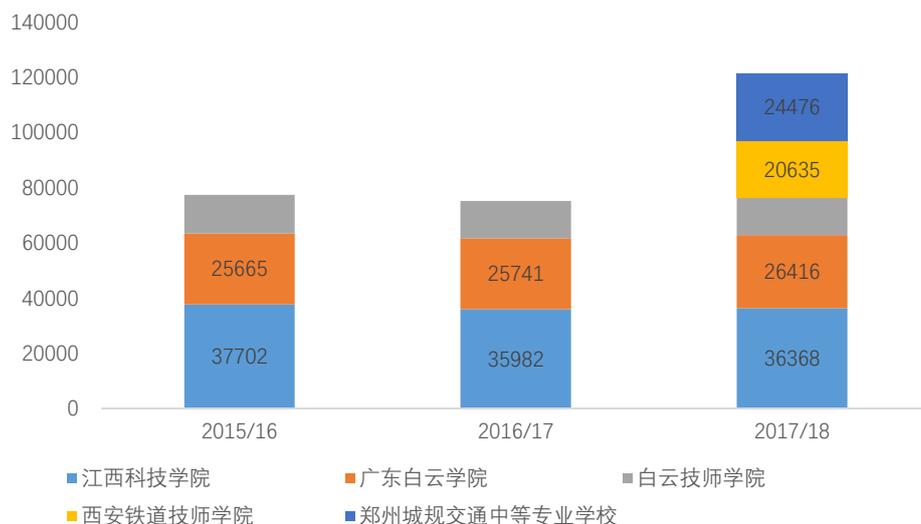
郑州城轨交通中等专业学校于 2010 年成立，并获纳入省统招计划。郑州学校座落于河南省郑州市新郑新村产业园区（龙湖大学城南，107 国道东侧），占地面积约 42.3 万平方米，建筑面积超过 30 万平方米，在校生超过 24000 人。郑州学校开设有城市轨道交通运营管理、城市轨道交通供电、城市轨道交通信号、城市轨道交通车辆运用与检修、城市

轨道交通运营管理（乘务方向）、汽车运用与维修、汽车电子技术运用等专科项目。

收购西安铁道技师学院 62%股权合计支付 5.77 亿人民币，其中 4.72 亿用于转让股权，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。2017/18 学年西安铁道技师学院在校生为 2 万余人，同比增长 163.2%。

西安学校前身是西安数位科技专修学院创办于 2006 年，于 2015 年变更为西安铁道技师学院，西安学校是培养轨道交通类事业人才的技工技师学院，西安学校面向全国范围招生。

图 4： 2017/18 学年，公司旗下总在校生 12.1 万人（暂未考虑松田学院及松田大学）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**维持盈利预测，给予买入评级**，公司作为港股最大高等学历教育集团，一方面现有学校品牌效应显著；同时通过继续教育项目/新建校舍等增加在校生；另一方面外延已储备丰富高校资源，并购规模优势显著。2017/18 学年，公司旗下总在校生 12.1 万人（暂未考虑松田学院及松田大学），同比增长 61%；若考虑松田学院及松田大学则在在校生突破 13 万人。公司旗下学校资源协同共享，区位及课程优势显著。按西安、郑州（已并表）备考业绩计算（其中西安学校持股 62%，18-19 年对赌分别为 7400 万、1 亿人民币；郑州学校持股 80%，18-20 年对赌分别为 4500 万，8000 万，9000 万元），暂不考虑未并表松田学院及松田学校，我们预计公司 FY18-19 年 EPS 分别为 0.38 元港币，0.44 元港币；PE 分别为 26x，23x。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com