

中教控股 (0839.HK)

并表因素+汇兑收益致业绩高增长

评级: 买入(维持)

分析师: 范欣悦

执业证书编号: S0740517080004

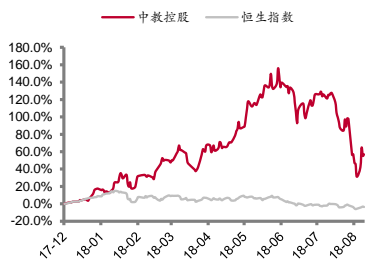
Email: fanxy@r.qizq.com.cn

联系人: 吴张爽

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2020
流通股本(百万股)	2020
市价(港元)	9.93
市值(亿港元)	20059
流通市值(亿港元)	20059

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 与惠理成立产业基金, 加速行业整合
2. 广东省再落两子, 龙头地位稳固

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	861	949	1744	2454	2829
增长率 yoy%	2	10	84	41	15
净利润	413	429	697	952	1147
增长率 yoy%	18	4	63	37	21
每股收益(元)	0.20	0.21	0.35	0.47	0.57
每股现金流量	(0.06)	1.49	1.42	0.06	0.49
净资产收益率	16	8	11	13	14
P/E	42	38	24	18	15
PEG	2.3	9.6	0.4	0.5	0.7
P/B	7	3	3	2	2

备注: 股价使用 2018 年 8 月 23 日收盘价。

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2018H1 实现收入 6.69 亿元, 同增 65.1%, 毛利 4.07 亿元, 同增 69.4%, 纯利 3.73 亿元, 同增 86.2%, 经调整纯利 3.45 亿元, 同增 76.6%, 基本每股收益 0.17 元/股。
- **点评:**
- **汇兑收益显著增厚利润。** 2018H1, 由于人民币对美元贬值, 汇兑收益达 5900 万元, 同比增加 12.7 倍, 显著增厚利润。
- **并表致收入高增长。** 收入同比增长 65.1%, 主要是因为白云技师学院、郑州和西安学校并表所致, 扣除三所学校贡献的收入 2.14 亿元, 原两所学校贡献收入 4.56 亿元, 内生增速 12.4%。收入结构中, 学费 6.05 亿元, 同增 64.34%, 占比收入 90.4%, 仍为主要收入来源。
- **学生规模进一步提升。** 2017/2018 学年, 5 所学校在校生总规模 12.1 万人, 相比 2016/17 学年 3 所学校 7.53 万人, 增长 60.7%。此外, 公司预计年内完成收购松田大学、松田学院, 届时总学生人数将达到 13.3 万人, 民办高教龙头地位稳固。
- **递延收入大幅增长。** 递延收入约为 4.54 亿元, 同增约 79% (部分递延收入重新划分至合约负债项目), 对后续收入增长具有较强的指导意义。
- **白云学院建设新校区, 预计扩容 2.6 万人。** 白云学院新校区在建, 新校区占地面积达 48.9 万平方米, 分两期建设, 一期将在 2019 年完成, 学生容量 8000 人, 二期计划于 2021 年完成, 学生容量 1.8 万人。合计扩容 2.6 万人, 为内生增长创造条件。
- **资金实力较强, 具有持续外延的潜力。** 目前, 集团银行余额及现金合计 12.69 亿元, 且拟与惠理成立教育产业基金, 目标规模 50 亿元, 在手现金充裕。
- **投资建议:** 中报业绩符合预期, 民办高教龙头地位稳固。内生方面, 主要依赖白云学院扩建带来的学生人数增长; 外延方面, 资金实力雄厚, 具有持续并购的实力。但《送审稿》带来的政策风险将在短期压制港股教育板块的估值。假设松田大学、松田学院于 2019 年并表, 不考虑汇兑损益的影响, 调整 2018/19/20 财年盈利预测至净利润 6.97/9.52/11.47 亿元, EPS0.35/0.47/0.57 元人民币或 0.41/0.55/0.67 港元, 估值 24x/18x/15x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 民办学校的政策风险; 两所学校收购尚具有不确定性; 招生人数及学费提价不达预期。

内容目录

事件	- 3 -
点评	- 3 -
展望	- 4 -
投资建议	- 4 -
风险提示	- 5 -

事件

- 公司发布半年报，2018H1 实现收入 6.69 亿元，同增 65.1%，毛利 4.07 亿元，同增 69.4%，纯利 3.73 亿元，同增 86.2%，经调整纯利 3.45 亿元，同增 76.6%，基本每股收益 0.17 元/股。

点评

- **汇兑收益显著增厚利润。**2018H1，由于人民币对美元贬值，汇兑收益达 5900 万元，同比增加 12.7 倍，显著增厚利润。
- **并表致利润高增长。**收入同比增长 65.1%，主要是因为白云技师学院、郑州和西安学校并表所致，扣除三所学校贡献的收入 2.14 亿元，原两所学校贡献收入 4.56 亿元，内生增速 12.4%。收入结构中，学费 6.05 亿元，同增 64.34%，占比收入 90.4%，仍为主要收入来源；住宿费 5178 万元，占比 7.7%，配套服务费 1240 万元，占比 1.9%。

图表 1: 2018H1 收入拆分

单位: 万元	收入	YOY	占比
学费	60523	64.3%	90.4%
住宿费	5178	89.0%	7.7%
配套服务费	1240	27.6%	1.9%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **学生规模进一步提升。**2017/2018 学年，5 所学校在校生总规模 12.1 万人，相比 2016/17 学年 3 所学校 7.53 万人，增长 60.7%。此外，公司预计年内完成收购松田大学、松田学院，届时总学生人数将达到 13.3 万人，民办高教龙头地位稳固。

图表 2: 在校生规模

	2016/17 学年	2017/18 学年
江西科技学院	35,982	36,368
广东白云学院	25741	26416
白云技师学院	13532	13420
郑州学校	20865	24476
西安学校	7600	20635
松田大学		8700
松田学院		3300
合计	75,255	121,315

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 灰色部分为实际并表学校人数。

- **学费稳健增长。**学费提价带来的年化增速一般在个位数百分比。住宿费除江西科技学院有所增长以外，其他学校无变动。

图表 3: 各学校学费、住宿费增长情况

学校	课程	各学年学费		各学年住宿费	
		2016/17	2017/18	2016/17	2017/18
江西科技学院	普通本科课程	14000-18000	15000-20000	1480-1680	1600-2000
	普通专科课程	11300-12500	12500-14000	1480-1680	1600-2000
	继续教育课程	7300-7800	5000		
广东白云学院	普通本科课程	19000-26000	19000-28000	1500	1500
	普通专科课程	30000	30000	1500	1500
	继续教育课程	3000-6000	3000-6000		
白云技师学院	高等职业教育文凭课程	11500-12000	11500-14000	1500	1500
	中等职业教育文凭课程	11000-11500	11000-13500	1500	1500
	技师文凭课程	12500	12500	1500	1500
郑州城轨学校	中等职业教育文凭课程		7300		1000
西安铁道技师学院	技师文凭课程		9800-16000		1000

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **毛利率略有提升。**2018H1 毛利率为 60.8% (+1.5pct)。不计新并入的 3 所学校影响, 收入同增 12.4%, 成本同增 3.3%, 主要是因为学校的专业结构优化及成本管控能力提升所致。
- **外延致期间费用率提高。**销售费用率 1.17% (+1.16pct), 主要是新并入 3 所职业学校带来的营销及招生费用增长所致; 管理费用率 17.6% (+3.43pct), 主要是新并入 3 所学校带来的行政开支增加所致; 财务费用率 2.26% (-0.21pct), 主要是偿还郑州学校债务带来的利息费用所致, 预计将于 18 年末清偿完毕。期间费用率合计 20.09% (+3.31pct)。

展望

- **递延收入大幅增长。**递延收入约为 4.54 亿元, 同增约 79% (部分递延收入重新划分至合约负债项目), 对后续收入增长具有较强的指导意义。
- **白云学院建设新校区, 预计扩容 2.6 万人。**白云学院新校区在建, 新校区占地面积达 48.9 万平米, 分两期建设, 一期将在 2019 年完成, 学生容量 8000 人, 二期计划于 2021 年完成, 学生容量 1.8 万人。合计扩容 2.6 万人, 为内生增长创造条件。
- **资金实力较强, 具有持续外延的潜力。**目前, 集团银行余额及现金合计 12.69 亿元, 且拟与惠理成立教育产业基金, 目标规模 50 亿元, 在手现金充裕。《民促法实施条例(送审稿)》发布, 由于文件并非终稿, 具体影响具有不确定性, 我们认为高教板块并购逻辑仍在, 政策窗口期还有提速的可能, 若《送审稿》第十二条写入终稿, 长期来看或将影响并购成本和速度。

投资建议

- 中报业绩符合预期, 民办高教龙头地位稳固。内生方面, 主要依赖白云学院扩建带来的学生人数增长; 外延方面, 资金实力雄厚, 具有持续并购的实力。

但《送审稿》带来的政策风险将在短期压制港股教育板块的估值。假设松田大学、松田学院于 2019 年并表，不考虑汇兑损益的影响，调整 2018/19/20 财年盈利预测至净利润 6.97/9.52/11.47 亿元，EPS0.35/0.47/0.57 元人民币或 0.41/0.55/0.67 港元，估值 24x/18x/15x，维持“买入”评级。

风险提示

- 民办学校的政策风险；两所学校收购尚具有不确定性；招生人数及学费提价不达预期。

图表 4: 集团主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
营业收入	861	949	1,744	2,454	2,829	货币资金	247	3,243	6,118	6,238	7,232
营业成本	405	389	699	976	1,120	存货	0	0	0	0	0
毛利率	53.03%	58.97%	59.93%	60.23%	60.41%	其他流动资产	1,081	127	157	202	229
其他收入	74	55	71	88	105	流动资产	1,329	3,370	6,275	6,441	7,461
销售费用	9	10	35	62	66	固定资产	2,416	2,639	2,656	2,684	2,721
营业费用率	1.09%	1.02%	2.02%	2.52%	2.32%	无形资产	0	240	225	210	195
管理费用	102	133	304	441	502	其他长期资产	121	423	465	510	559
管理费用率	11.79%	14.05%	17.45%	17.95%	17.75%	非流动资产	2,537	3,302	3,346	3,403	3,474
财务费用	15	18	51	69	41	资产总计	3,866	6,672	9,620	9,843	10,935
财务费用率	1.73%	1.95%	2.94%	2.80%	1.46%	短期借款	210	0	1,800	800	800
利润总额	425	423	743	1,027	1,238	应付账款	208	197	353	494	566
所得税	2	2	3	4	5	其他流动负债	652	750	994	1,255	1,317
所得税率	0.46%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	流动负债	1,070	947	3,147	2,548	2,683
少数股东损益	0	0	42	71	86	长期负债	243	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	413	429	697	952	1,147	其他长期负债	26	86	95	103	113
净利率	47.90%	45.18%	39.98%	38.77%	40.55%	非流动性负债	269	86	95	103	113
摊薄每股收益(元)	0.20	0.21	0.35	0.47	0.57	负债合计	1,339	1,033	3,242	2,651	2,796
						股本	182	0	0	0	0
						资本公积	2,342	5,639	6,336	7,078	7,940
						股东权益合计	2,527	5,639	6,379	7,192	8,139
						少数股东权益	4	0	42	114	199
						负债股东权益总计	3,866	6,672	9,620	9,843	10,935
						比率分析					
							FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
						增长率(%)					
						营业收入	1.8	10.2	83.7	40.8	15.3
						净利润	18.5	4.0	62.5	36.5	20.6
						利润率(%)					
						毛利率	53.0	59.0	59.9	60.2	60.4
						净利率	47.9	45.2	40.0	38.8	40.5
						回报率(%)					
						净资产收益率	16.3	7.6	10.9	13.2	14.1
						总资产收益率	10.7	6.4	7.3	9.8	10.7
						其他(%)					
						资产负债率	34.6	15.5	33.7	26.9	25.6
						所得税率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						股利支付率	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。