

2018H1 业绩超预期，盈利能力持续增强

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 中期报告, 实现营业收入 6.69 亿元, 同比增长 65.1%; 实现净利润 3.7 亿元, 同比增长 86.2%; 实现经调整净利润 3.4 亿元, 同比增长 76.6%。
- **收购并表及汇兑收益增厚作用明显, 2018H1 业绩超预期:** 公司公告称, 2018H1, 实现营业收入 6.69 亿元, 同比增长 65.1%; 公司 2018 年上半年收入大幅增加, 主要原因在于新并表白云技师学院、郑州城轨学校及西安铁道技师学院; 白云技师学院于 2017 年 8 月并表、郑州及西安学校于 2018 年 3 月并表。其中, 三所职业学校贡献收入 2.14 亿元, 两所大学贡献收入 4.56 亿元 (+12.4%), 两所大学仍然是公司主要收入来源。分业务来看, 公司旗下院校学费占比 90.4%, 住宿费及配套服务分别占比 7.7% 及 1.9%, 学费占收入比例较大。2018H1 公司实现净利润 3.7 亿元, 同比增长 86.2%, 除新并表三所学校增厚业绩外, 公司报告期内实现其他收益 5760 万元, 较上年大幅增长 12.7 倍, 主要原因在于人民币兑美元贬值导致产生汇兑收益 5900 万元。
- **期间费用大幅增长, 盈利能力持续增强:** 2018H1, 公司销售费用/管理费用/财务费分别为 790 万元、1.18 亿元、1500 万元, 均较上年增幅较大, 主要原因在于收购白云技师、郑州、西安三所职业学院, 营销及招生、行政开支增幅较大; 财务费用主要为帮助郑州学校偿还利息, 预计 2018 年其债务将全部结清。从利润率情况来看, 公司毛利率由 2017H1 的 59.3% 上升至 2018H1 的 60.8%; 净利率由 49.4% 增长至 55.7%, 盈利能力持续增强。其中, 公司旗下两所大学净利率为 56.3%, 三所职业学校净利率为 48.0%, 大学净利率水平较高。
- **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 (考虑新收购), 合计在校生人数达 13.2 万人, 是民办高等教育板块龙头。

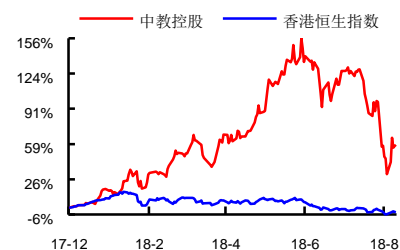
内生方面: 广东白云学院新校区的首期工程将于 2019 年竣工, 学生容量为 8000 名; 第二期计划于 2021 年完成。新校区地盘面积达 48.9 万平方米, 学生容量为 18000 名。预计 2019 年新校区竣工后, 白云学院在校生人数将有所增长。

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, 体现公司并购及资金实力雄厚。郑州学校、西安学校拥有在校生合计 45000 人, 均为轨道交通相关的职业教育院校, 为北上广深等一线城市轨交系统输送人才, 就业情况较好。2018 年 7 月, 公司联手惠里集团设立教育产业基金, 一期目标规模为 50

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
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)	6.33-16.2
3 个月平均成交量(百万)	9.36
流通股数(亿)	20.20
市值(亿)	202.02

相关研究

1. 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)
2. 中教控股 (0839.HK): 业绩符合预期, 外延迅速落地 (2018-03-15)
3. 中教控股 (0839.HK): 高等教育领跑者, 内生外延齐并进 (2018-01-18)

指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	861	949	1,746	2,297	2,643
增长率	1.8%	10.2%	83.9%	31.6%	15.0%
归属母公司净利润(百万元人民币)	413	429	665	855	949
增长率	14.0%	3.9%	55.0%	28.7%	11.0%
每股收益 EPS	0.28	0.29	0.33	0.42	0.47
净资产收益率	16.3	7.6	10.9	12.8	12.9
PE	31	30	26	20	18

数据来源: 公司资料, 西南证券

亿元，定位于教育产业创新投资并购，主要用于高等教育与职业教育领域，预计未来并购基金将为公司储备优质标的资源，助力公司未来外延扩张



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

- **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，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，使得公司可选优质并购标的增加；另外，送审稿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。
- **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。此次公司2018年中期业绩超市场预期，我们上调公司盈利预测，预计公司2018-2020年EPS分别为0.33元、0.42元和0.47元，由于政策落地前预计市场波动较大，我们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。

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	861	949	1,746	2,297	2,643	税前利润	425	423	684	881	977
毛利	457	560	825	1,191	1,397	税项	1	61	-54	-0	-43
EBIT	-111	-143	-257	-346	-436	營運資本變動	-358	674	-572	212	-284
財務收入(費用)	346	417	568	845	962	經營現金流量	68	1,158	58	1,092	650
聯營公司	3	-4	12	8	3	資本開支	-185	-223	-698	-276	-264
非經常性項目	0	0	0	0	0	自由現金流量	-117	935	-495	992	590
稅前利潤	425	423	684	881	977	股息	0	0	-199	-257	-285
稅項	-2	-2	-20	-25	-28	其他非流動資產變動	173	-542	0	0	0
非控股權益	0	0	0	0	0	股本變動	0	-182	1	0	0
已终止经营业务利润	-11	7	0	0	0	其他	-6	2,865	-0	-0	0
淨利潤(歸屬母公司)	412.6	428.8	664.6	855.2	949.3	淨現金流量	50	3,077	-694	736	305
						期初淨現金(負債)	150	187	3,268	2,676	3,479
						期終淨現金(負債)	218	3,268	2,578	3,318	3,523
資產負債表						財務比率					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	665	3,294	2,578	3,218	3,423	增長(%)					
應收賬款	615	0	623	410	708	收入	1.8	10.2	83.9	31.6	15.0
存貨	0	0	1	1	1	EBITDA	13.5	15.5	35.1	43.2	14.2
其他流動資產	48	76	77	163	270	EBIT	10.7	20.5	36.2	48.9	13.8
物業、廠房及設備	2,416	2,639	3,192	3,292	3,352	淨利潤	14.0	3.9	55.0	28.7	11.0
無形資產	0	565	565	565	565	每股盈利	14.0	3.6	13.5	28.7	11.0
其他非流動資產	122	98	98	98	98	利潤率(%)					
總資產	3,866	6,672	7,134	7,746	8,417	毛利	53.0	59.0	47.3	51.9	52.9
						EBIT	40.1	43.9	32.5	36.8	36.4
應付賬款	48	11	67	55	77	淨利潤	47.9	45.2	38.1	37.2	35.9
短期借款	210	0	0	0	0	其他比率					
其他流動負債	812	936	932	942	934	期間費用率(%)	12.5	15.5	14.1	14.7	16.4
長期借款	243	0	0	0	0	ROE(%)	16.3	7.6	10.9	12.8	12.9
遞延稅項負債	0	60	30	45	37	ROA(%)	10.7	6.4	9.3	11.0	11.3
其他非流動負債	26	26	0	0	0	淨負債率	(8.6)	(57.9)	(42.2)	(49.5)	(47.8)
總負債	1,339	1,033	1,029	1,042	1,048	利息覆蓋率(倍)	23.2	22.5	126.4	188.2	256.9
						應收賬款周轉天數	260.6	0.0	130.3	65.2	97.7
股本	182	0	1	1	1	應付賬款周轉天數	43.1	10.0	26.6	18.3	22.4
儲備	2,342	5,639	6,104	6,703	7,367	存貨周轉天數	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
股東權益	2,524	5,639	6,105	6,704	7,368	有效稅率(%)	0.4	0.4	2.9	2.9	2.9
非控股權益	4	0	0	0	0						
總權益	2,527	5,639	6,105	6,704	7,368						
淨現金(負債)	187	3,294	2,578	3,218	3,423						

数据来源：公司資料，西南證券

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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn