

中教控股 (0839.HK)

内生稳健，外延强劲

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

研究助理：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)	10.60
市值(亿港元)	21412
流通市值(亿港元)	21412

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	1853	2468	2824
增长率 yoy%	2	10	95	33	14
净利润	413	429	750	976	1165
增长率 yoy%	18	4	75	30	19
每股收益(元)	0.20	0.21	0.37	0.48	0.58
每股现金流量	(0.06)	1.49	1.49	0.03	0.50
净资产收益率	16	8	12	13	14
P/E	45	40	24	19	16
PEG	2.4	10.2	0.3	0.6	0.8
P/B	7	3	3	3	2

备注：股价使用 2018 年 11 月 20 日收盘价。

投资要点

- **事件：**公司财年截止日已由 12 月 31 日变为 8 月 31 日，最新年报涵盖 2018 年 1 月 1 日至 8 月 31 日的 8 个月。2018 年 1-8 月实现收入 9.33 亿元 (+58.6%)，毛利 5.73 亿元 (+70.8%)，纯利 4.01 亿元 (+65.9%)，经调整纯利 4.82 亿元 (+62.9%)，毛利率 61.4% (+4.4pct)，经调整纯利率 51.63% (+1.35pct)，摊薄每股收益 0.18 元。拟派息每股普通股 7.4 港仙。
- **点评：**
- **并表致收入高增长。**2018 年 1-8 月收入较 17 年同期增长 58.6%，主要是因为白云技师学院、郑州和西安学校并表所致。收入结构中，学费 8.45 亿元，占比收入 90.5%，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，公司已于 2018 年 9 月完成收购松田大学、松田学院，集团旗下学校增至 7 所，2018/19 学年在校生规模达到 14.5 万，较 2017/18 学年 5 所学校增长 19.5%，民办高教龙头地位稳固。
- **松田学校收购完成，未来招生潜力大。**9 月公告松田大学、松田学院收购事项完成，旗下学校增至 7 所，2018/19 学年在校生规模达到 14.5 万人。且松田学校区位优势明显，受益粤港澳大湾区建设，未来学生人数增长潜力较大。
- **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 19.07 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。
- **业绩符合预期，民办高教龙头地位稳固。**内生方面，白云学院扩建带来的学生人数增长可期；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。由于财政年度调整暂无追溯数据，盈利预测暂沿用 12 月 31 日为财年截止日。考虑松田大学、松田学院并表，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 7.50/9.76/11.65 亿元，EPS0.37/0.48/0.58 元人民币或 0.44/0.57/0.68 港元，估值 24x/19x/16x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**民办学校的政策风险；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	- 5 -
风险提示	- 5 -

事件

- 公司财年截止日已由 12 月 31 日变为 8 月 31 日，最新年报涵盖 2018 年 1 月 1 日至 8 月 31 日的 8 个月。2018 年 1-8 月实现收入 9.33 亿元 (+58.6%)，毛利 5.73 亿元 (+70.8%)，纯利 4.01 亿元 (+65.9%)，经调整纯利 4.82 亿元 (+62.9%)，毛利率 61.4% (+4.4pct)，经调整纯利率 51.63% (+1.35pct)，摊薄每股收益 0.18 元。拟派息每股普通股 7.4 港仙。

点评

- **并表致收入高增长。**2018 年 1-8 月收入较 17 年同期增长 58.6%，主要是因为白云技师学院、郑州和西安学校并表所致。收入结构中，学费 8.45 亿元，占比收入 90.5%，仍为主要收入来源；住宿费 0.76 亿元，占比收入 8.15%；配套服务费 0.12 亿元，占比收入 1.3%。

图表 1: 2018 年 1-8 月收入拆分

单位: 万元	收入	占比
学费	84470	90.5%
住宿费	7603	8.1%
配套服务费	1218	1.3%

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, 公司已于 2018 年 9 月完成收购松田大学、松田学院, 集团旗下学校增至 7 所, 2018/19 学年在校生规模达到 14.5 万, 较 2017/18 学年 5 所学校 12.1 万人增长 19.5%, 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	2018/19 学年	YOY
江西科技学院	35982	36368	37000	1.7%
广东白云学院	25741	26416	27000	2.2%
白云技师学院	13532	13420	13000	-3.1%
郑州城轨学校		24476	27000	10.3%
西安铁道技师学院		20635	28000	35.7%
松田大学		8700	9000	3.4%
松田学院		3300	4000	21.2%
合计	75255	121315	145000	19.5%

来源: 公司公告, 集团官网, 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

- **毛利率有所提升。**2018 年 1-8 月毛利率为 61.4%，较 17 年同期 57% 增加 4.4 个百分点。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。
- **产生汇兑损失 3990 万元。**由于期内将港元兑换为升值的人民币用以支付收购款，产生汇兑损失 3990 万元。
- **外延致期间费用率提高。**销售费用率 1.95%，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 17.96%，主要是因为股份支付、新并入 3 所学校带来的行政开支增加，以及华教教育及香港办事处行政开支合并增加所致；财务费用率 2.61%，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。

展望

- **松田学校收购完成，未来招生潜力大。**9 月公告松田大学、松田学院收购事项完成，旗下学校增至 7 所，2018/19 学年在校生规模达到 14.5 万人。且松田学校区位优势明显，受益粤港澳大湾区建设，未来学生人数增长潜力较大。
- **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 19.07 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

- 业绩符合预期，民办高教龙头地位稳固。内生方面，白云学院扩建带来的学生人数增长可期；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。由于财政年度调整暂无追溯数据，盈利预测暂沿用 12 月 31 日为财年截止日。考虑松田大学、松田学院并表，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 7.50/9.76/11.65 亿元，EPS0.37/0.48/0.58 元人民币或 0.44/0.57/0.68 港元，估值 24x/19x/16x，维持“买入”评级。

风险提示

- 民办学校的政策风险；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 (单位: 人民币百万元)

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	1,853	2,468	2,824	货币资金	247	3,243	6,254	6,324	7,329
营业成本	405	389	746	979	1,117	存货	0	0	0	0	0
毛利率	53.03%	58.97%	59.76%	60.33%	60.45%	其他流动资产	1,081	127	164	203	229
其他收入	74	55	71	88	105	流动资产	1,329	3,370	6,417	6,526	7,558
销售费用	9	10	28	45	46	固定资产	2,416	2,639	2,656	2,684	2,721
营业费用率	1.09%	1.02%	1.52%	1.82%	1.62%	无形资产	0	240	225	210	195
管理费用	102	133	316	433	490	其他长期资产	121	423	465	510	559
管理费用率	11.79%	14.05%	17.05%	17.55%	17.35%	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	9,763	9,929	11,032
财务费用率	1.73%	1.95%	2.77%	2.79%	1.46%	短期借款	210	0	1,800	800	800
利润总额	425	423	800	1,063	1,269	应付账款	208	197	377	495	565
所得税	2	2	3	4	5	其他流动负债	652	750	1,055	1,262	1,315
所得税率	0.46%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	流动负债	1,070	947	3,232	2,557	2,679
少数股东损益	0	0	47	82	98	长期负债	243	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	413	429	750	976	1,165	其他长期负债	26	86	95	103	113
净利率	47.90%	45.18%	40.49%	39.56%	41.25%	非流动性负债	269	86	95	103	113
摊薄每股收益(元)	0.20	0.21	0.37	0.48	0.58	负债合计	1,339	1,033	3,327	2,660	2,792
						股本	182	0	0	0	0
						资本公积	2,342	5,639	6,389	7,141	8,013
						股东权益合计	2,527	5,639	6,436	7,269	8,240
						少数股东权益	4	0	47	129	227
						负债股东权益总计	3,866	6,672	9,763	9,929	11,032
						比率分析					
							FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
						增长率 (%)					
						营业收入	1.8	10.2	95.2	33.2	14.4
						净利润	18.5	4.0	75.0	30.1	19.3
						利润率 (%)					
						毛利率	53.0	59.0	59.8	60.3	60.4
						净利率	47.9	45.2	40.5	39.6	41.3
						回报率 (%)					
						净资产收益率	16.3	7.6	11.7	13.4	14.1
						总资产收益率	10.7	6.4	7.7	10.0	10.8
						其他 (%)					
						资产负债率	34.6	15.5	34.1	26.8	25.3
						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)。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人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, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

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，并仅限中国内地使用。

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。