

民生教育收购山东一所高职院校

事件：民生教育集团（1569.HK）宣布以9180万人民币收购曲阜永51%股权，通过该项收购持有山东曲阜远东职业技术学院51%举办者权益。收购将分三个阶段进行，首阶段收购并购目标51%权益，交割后6个月内收购14%权益，共计65%权益。远东职业技术学院目前在校生人数5417人，以大专学生为主。

该笔并购估值便宜

民生教育集团（1569.HK）以9180万人民币收购目标学校51%权益，相当于整体估值1.8亿人民币，而远东职业技术学院2017年税前净利润1116.3万人民币，交易对价相当于约16倍PE；而截至2018年10月31日，远东职业技术学院税前净利润1369.5万人民币，已超过去年全年，并且学校账上有4000余万现金，相当于整笔收购净现金对价1.4亿人民币，相对于2018年的市盈率只有不到10倍，估值相当便宜。完成并购后，民生教育集团将在山东省拥有一所大专、一所中专及两所高中，实现协同效应。

该笔收购民生教育集团将分三期付款，第一期款项为1836万元人民币，按照双方的托管安排，民生教育集团完成第一期付款后集团及可以享有目标学校51%的净利润。收购将分三个阶段进行，首阶段收购并购目标51%权益，交割后6个月内收购14%权益，共计65%权益，这65%权益都将按照总体1.8亿人民币估值对价进行。而完成收购65%权益后的3-5年内，民生教育集团将有权选择是否收购剩下的35%权益。

目标学校增长有空间

远东职业技术学院位于山东省曲阜市，2018/2019学年在校生人数5417人，相对于2017/2018学年在校生人数仅轻微增长2.77%，主要由于学校校舍使用率已满。民生教育集团收购之后，有意向向学校提供最多不超过1.7亿人民币贷款，用来建设新校区。新校区位于曲阜高铁站附近，已动工，占地250亩，顺利的话预计2019年新学年开始可以启用。新校区将提供4000-5000个学生容量。

远东职业技术学院新校区建成后，土地面积将达到升本科的门槛，集团计划在未来3-5年内启动学校的专升本。目前远东职业技术学院学费4300-9680人民币/年（视乎专业和学制不同），2019年将调整学费，预计上升10%左右。上一次调整学费是在2016年，调升7%左右。

民促法实施条例送审稿出台之后，集团并购步伐并未减速

8月15日民促法实施条例修订案送审稿出台之后，民生教育集团宣布了两笔并购（8月底民生教育宣布了签约收购云南大学滇池学院51%股权），并购步伐并未减速。集团预期未来每年并购2-3间学校，以本科学校为主。截至2018年6月30日，集团账上现金及现金等价物尚余19.5亿人民币，

香港

教育行业
民办高等教育

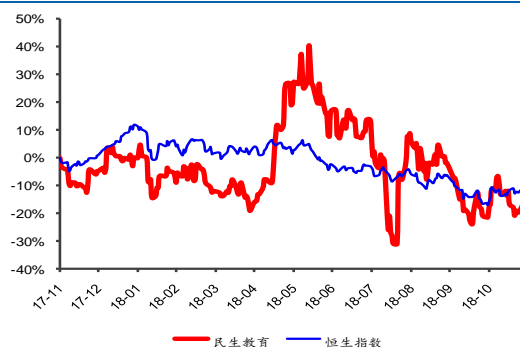
2018年12月5日

买入

目标价	HKD2.64（维持）
收盘价（29 Nov 18）	HKD1.41
上升/下降空间	87.2%
恒生指数	26451.03
总市值（HKD 亿）	56.65
52周最高/最低（HKD）	2.39/1.13

资料来源：Wind，国信证券（香港）研究部整理

近一年股价涨跌幅



资料来源：Wind（截至2018-11-29收盘），国信证券（香港）研究部整理

主要财务比率

	2016	2017	2018H1
毛利率	58.11%	58.33%	59.62%
净利率	55.66%	53.42%	69.32%
ROA	11.5%	8.07%	5.25%
ROE	15.5%	8.59%	6.68%
资产负债率	29.36%	25.47%	17.06%

资料来源：Wind，国信证券（香港）研究部

相关报告：

《民生教育(1569 HK)2018年中报点评外延式扩张明显提速，估值有望上台阶》
 《民生教育集团(1569 HK)调研纪要》

杨晓琴

SFC CE No.: BBR309

+852 2899 8300

Vivian.yang@guosen.com.hk

支付并购滇池学院及山东远东职业技术学院交易对价后，仍有逾 10 亿现金，8 月 28 日公司公告与工商银行重庆分行签订全面战略合作协议，在未来三年内工商银行重庆分行将以银行基准利率向本公司提供累计不低于人民币 100 亿元的意向性融资，用于支持本公司发展教育及教育相关业务等多样化的需求，集团并购资金充裕。

盈利预测

考虑到集团新的并购，及 8 月底并购的云南大学滇池学院将将在 2018 财年贡献 3 个月的托管利润及 1 个月的并表数据，但安徽文达工程信息学院的并表进度可能不及预期，我们将集团的盈利预测做出相应调整。将 2019CY 营收及净利润预测较原先分别上调 3.5% 及 2.8%，考虑到人民币兑港币汇率贬值因素，维持原先目标价 2.64HKD 不变。

表 1 盈利预测

	ccy	u	2015A FY	2016A FY	2017A FY	2018E FY	2019E FY	2020E FY
Revenues	CNY	thd	426317	444997	477780	632506	1047430	1414030
COGS	CNY	thd	-164653	-186391	-199092	-255416	-439921	-565612
SG&A	CNY	thd	-70673	-101739	-158706	-129568	-209486	-282806
Other operating income (expense)	CNY	thd	4965	3737	10494	3000	3000	3000
Subtotal	CNY	thd	195956	160604	130476	250522	401023	568612
EBIT	CNY	thd	195956	160604	130476	250522	401023	568612
Equity earnings (losses)	CNY	thd	-928	-667	-269	-78	-78	-78
Interest & investment income	CNY	thd	3340	1500	7789	10222	6581.84	6000
Interest expense	CNY	thd	-305	-2595	-3043	-4712	-850	-1350
Other non-operating income (expense)	CNY	thd	39989	52829	25053	12472	3000	3000
Earnings before extra-ordinary items	CNY	thd	238052	211671	160006	268426	474193	632375
NON-recurring profit and loss items			8627	39687	102956	100000	100000	100000
Earnings before taxes	CNY	thd	246679	251358	262962	368426	509677	676184
Income taxes	CNY	thd	-33222	-1609	-2115	-11104	-25484	-33809
Minority interest	CNY	thd	-10250	-6318	-900	-6156	-10000	-10000
Net profit from discontinued operation			0	0	0	0	0	0
Net income (loss)	CNY	thd	203207	243431	259947	369622	474193	632375
EPS - Split Adjusted	CNY	units	0.067	0.080	0.069	0.092	0.118	0.157
Shares outstanding - Weighted Average - Split Adjusted		thd	3042795.4	3042795.4	3791640.1	4023954.1	4023954.1	4023954.1

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

风险提示

民促法实施条例未落地，收购项目举办者变更尚有不不确定性

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Overweight: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Underweight: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

超配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

低配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。