



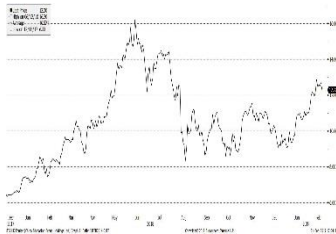
GREAT ROC
CAPITAL SECURITIES LIMITED

鴻騰資本證券有限公司
A Wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HKE stock code 1468)
實領(控股)有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號:1468)

中教控股 KB LAMINATES

(0839.HK)

22 FEB 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	12.30
市值 (億港元)	248.5
52週高位	16.60
52週低位	8.03

*截至2月21日

8M18 財務資料摘要

人民幣(億元)	
營業收入	9.3
變動(%)	58.6
毛利	5.7
變動(%)	70.8
淨利潤	4.0
變動(%)	65.9

主要股東資料

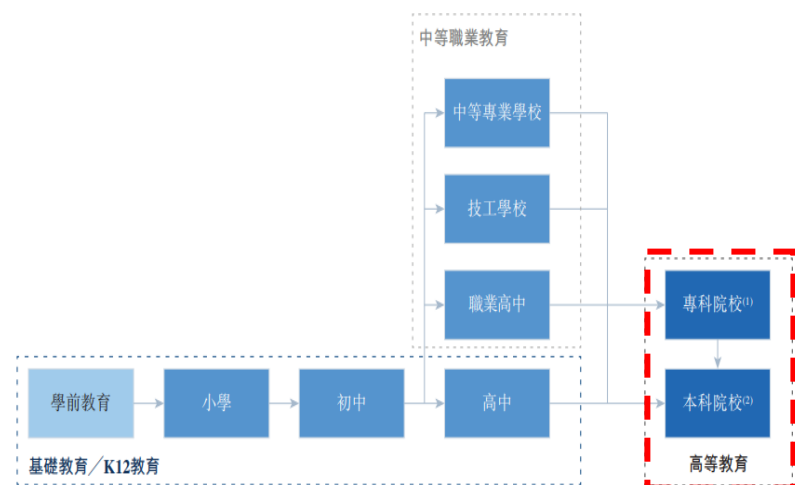
	持股
于果、謝可滔	75.2%

來源: 披露易

業務模式

- 中教控股為中國民辦高等及職業教育機構。截至目前，公司合共營運7間學校，包括3所大學和4所職業學校，分布於江西、廣東、河南以及陝西4個省份。其中松田大學和松田學院的收購於2018年9月完成，兩間院校均位於廣東省廣州市。於2018/19學年，公司的在校人數合共約145,000人。
- 集團的旗艦院校江西科技學院於中國民辦院校綜合競爭力排行榜，連續9年名列第一位；以在校學生人數計，為國內最大的本科院校。廣東白雲學院則連續12年名列廣東省排名第一的民辦大學。
- 公司的收入來源分為三部分，包括學費、住宿費以及配套費，學費佔約九成的收入比重。

中國學歷教育系統

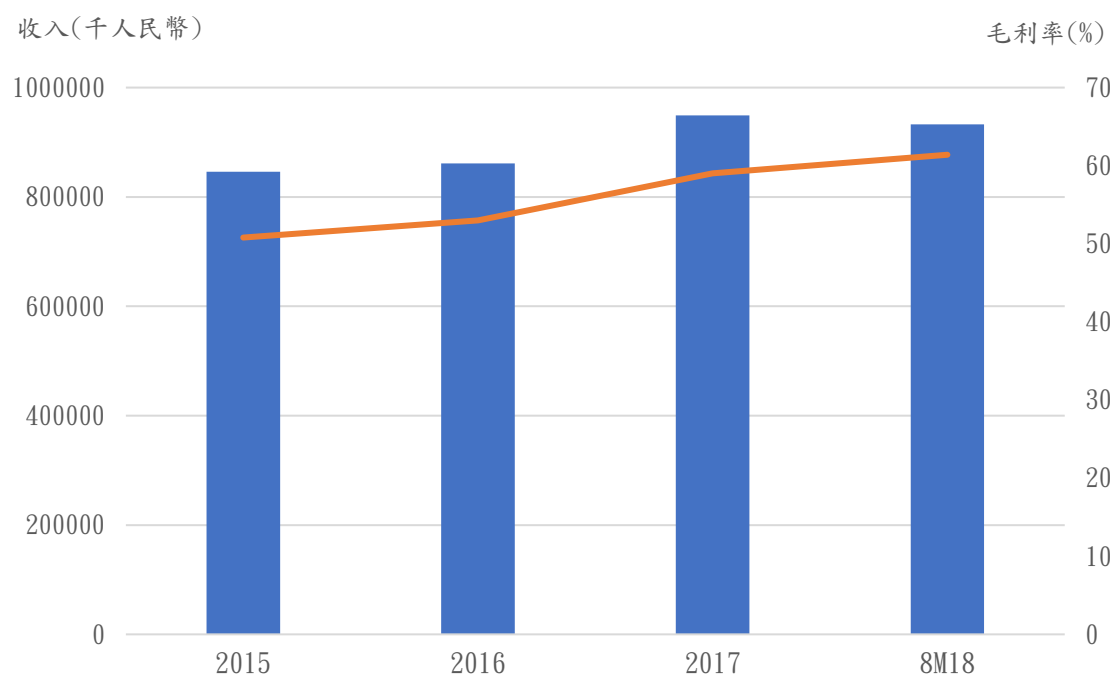


圖片來源: 公司招股書, 經鴻騰資本證券整理

註: - - - - 為中教控股的主要業務範疇

經營業績及近期發展

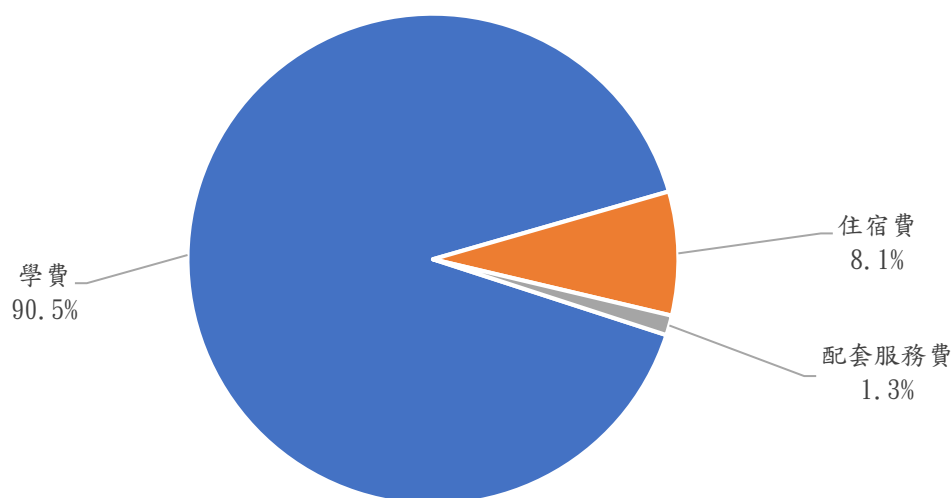
- 由於公司調整財政年度結算日，由 12 月 31 日改至 8 月 31 日。截至 2018 年 8 月底止之全年業績僅有 8 個月。期內收入為 9.3 億人民幣，與備考期（截至 2017 年 8 月底止之 8 個月）相比，增加 58.6%；純利為 4.0 億人民幣，較 2017 年度之備考期顯著增長 65.9%。收入大幅增長主要是公司併入三所職業學院，令學生人數增加。受惠於控制成本措施見成效，期內毛利率由 57% 升至 61.4%。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 廣東白雲學院正進行新校區建設計劃，地盤面積達到 489,000 平方米，劃分為兩期。第一期將於今年內竣工，學生容量為 8,000 名。第二期計劃於 2021 年完工，學生容量為 18,000 名。
- 公司於 1 月中旬公布，將斥收購山東濟南大學泉城學院全部權益。其交易總代價為 4.5 億人民幣，當中包括 2.1 億元貸款。泉城大學擁有本科專業 38 個，專科專業 9 個，涵蓋經濟學、管理學、文學、理學、工學和藝術學等 6 個學科門類，目前有在校學生 8,529 人。該校的最大學生容量為 23,000 人，意味學生人數未來仍有不少增長潛力。收購對中教控股為正面，除學生人數有所提升，為學費增長提供新動力外，亦將學校網絡擴展至山東省。

收入分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018*
學費	775,600	786,285	857,539	844,702
住宿費	51,677	53,779	65,279	76,031
配套費	18,739	21,225	26,353	12,177
總數	846,016	861,289	949,171	932,910

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

*由於財政年度結算日轉為8月31日，18年度只涵蓋8個月

成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018*
銷售開支	14,289	9,367	9,676	18,235
行政成本	103,385	101,523	133,369	167,520
上市開支	-	-	45,498	-
財務成本	12,294	14,889	18,472	24,381
總開支	129,968	125,779	207,015	210,136

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

*由於財政年度結算日轉為8月31日，18年度只涵蓋8個月

前景

- 於今年2月13日，國務院公布《國家職業教育改革實施方案》，提出將職業教育放在教育改革及經濟社會發展中更突出位置，鼓勵社會支持職業教育。方案提出多項具體措施，包括(1)在職業院校、應用型本科高校啟動「學歷證書+若干職業技能等級證書」制度試點工作；(2)至2020年，職業院校教學條件基本達標，一大批普通本科高等學校向應用型轉變，建設50所高水平高等職業學校；(3)建成覆蓋大部分行業，具先進水平的職業教育標準體系以及(4)企業參與職業教育的積極性有較大提升。
- 今次《方案》明確表示中央政府對職業教育的支持。首先，推出證書制度試點無疑提高職業教育的認受性，有助改善職業教育院校畢業生待遇，吸引更多年青人報讀職業教育院校，推動行業加快發展。事實上，過去職業教育由公營市場主導，《方案》提到辦學格局轉向社會多元辦學，政府角色負責統籌管理，希望藉此提高辦學質素。中教控股目前已經有4間職業教育院校，在管理和營運方面有一定經驗，相對於新進入市場參與者有一定競爭優勢。加上2018年8月的民辦教育促進法發布，規定公營學校不得參與營運營利性民辦學校，為公司帶來更多併購機會。

本港上市教育公司提供的教育範疇

公司	編號	K12 教育		高等教育	
		幼兒園	小學至高中	本科	專科(職業教育)
中教控股	839. HK			✓	✓
楓葉教育	1317. HK	✓	✓		
誠實外教育	1565. HK	✓	✓	✓	
民生教育	1569. HK		✓	✓	✓
21世紀教育	1598. HK	✓			✓
博駿教育	1758. HK	✓	✓		
希望教育	1765. HK			✓	✓
天立教育	1773. HK	✓	✓		
銀杏教育	1851. HK			✓	
新高教	2001. HK			✓	✓
新華教育	2779. HK				✓
睿見教育	6068. HK		✓		
宇華教育	6169. HK	✓	✓	✓	✓

來源：綜合各公司通告、招股書資料，經鴻鵬資本證券整理

- 自上市後，中教控股積極進行併購活動。計及剛公布收購的泉城學院，公司旗下的院校數目將會增加至 8 間。截至 2018 年 8 月底止，公司手頭上的現金逾 17 億人民幣，意味公司有充裕資金進行更多併購。預期隨著院校數目會繼續增加，加上公司擴充現有學校的容量，均有利學生人數和收入增加。另一方面，目前公司的學校位於廣東、江西為主，上述省份容許院校自主調整學費，為收入增長提供額外動力。

風險因素

- 教育政策風險
- 併購進度遜於預期
- 院校收生人數低於預期

估值

	2019E	2020E
市盈率	24.6	19.8
股息率	1.1	1.3

投資建議

- 中教控股專注於高等教育，面對的政策風險相對較低。憑著積極收購和擴建現有學校容量，迅速增加學生人數數目，相信其盈利增長動力較其他同業優勝。特別是公司近期幾項收購涉及職業教育院校，未來將受惠於中央推動職業教育發展。現價為 2019 年度預測市盈率 24.6 倍，明顯高於同業平均水平。縱使公司盈利前景正面，市值較大，與同業之間存有溢價屬合理。惟現階段估值過高，建議等待最佳的入市時機。

盈利預測

人民幣(億元)	2018A*	2019E	2020E	2021E
收入	9.3	20.3	24.2	28.7
稅前盈利	3.9	9.3	11.3	13.8
淨利潤	4.0	8.6	10.4	12.4

來源：公司年報、彭博

*由於財政年度結算日轉為 8 月 31 日，18 年度只涵蓋 8 個月

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
中教控股	839.HK	248.5	28.1	24.6	1.1
楓葉教育	1317.HK	109.0	5.2	13.8	3.0
誠實外教育	1565.HK	114.9	-5.6	19.3	2.4
民生教育	1569.HK	69.1	31.3	13.6	0.7
21世紀教育	1598.HK	11.3	-2.1	-	-
博駿教育	1758.HK	11.2	-32.0	-	-
希望教育	1765.HK	82.7	45.9	14.3	1.1
天立教育	1773.HK	37.8	29.1	13.0	-
銀杏教育*	1851.HK	6.9	-4.2	-	-
新高教	2001.HK	63.0	28.7	12.9	2.2
新華教育	2779.HK	46.0	48.2	13.8	1.7
睿見教育	6068.HK	74.3	26.9	15.0	3.0
宇華教育	6169.HK	105.8	1.3	13.0	3.7

來源: 彭博

*公司自 2019 年 1 月 18 日於主板掛牌

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發,內容基於其認為可靠的來源,但就其是否公平、準確、完整或正確,鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改,恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽,並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下,鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人,可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸,以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意,投資的價值和證券的價格可以上升或下跌,過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見,鴻鵬在任何情況下,就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失,概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可,任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點,由證監會持牌分析師擬備,並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露,否則於本報告刊發日期,就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券,本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址: 香港灣仔港灣道 1 號會展廣場辦公大樓 44 樓

電話: (852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵: info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk