

收购湖南民办教育业务，盈利有望加速释放

海外公司研究简报

◆事件：公司拟以 14.3 亿元人民币收购湖南民办教育业务

宇华教育公告称，公司于 12 月 27 日订立收购协议，拟以总代价 1.43 亿元人民币收购 LEI Lie Ying Limited。标的公司拥有 70% 湖南猎鹰股权，而湖南猎鹰拥有民办学堂湖南涉外经济学院、湖南猎鹰技工学校、湖南涉外经济学院职业技能培训中心及湖南猎鹰物业管理全部举办者权益。

◆标的学校净利率仅为 14.6%，利润率有较大提升空间

湖南涉外经济学院成立于 1997 年，设有 49 个本科专业及 10 个专科专业，现有本科在读学生 26,000 名及专科在读学生 3,000 名。本科课程学费为人民币 15,000-17,000 元，而大专学费约为人民币 9,000-12,000 元。2016 年公司营收约 4.16 亿元人民币，净利润约 6,100 万元人民币，净利率仅为 14.6%。

我们对比三家港股高教类企业（民生教育、新高教、中教控股）发现，1H17 高教类教育企业净利润率全部高于 40%。因此我们判断标的学校的盈利能力有较大提升空间。而宇华教育在教育办学领域经验丰富，已拥有累计超过 17 年的办学经验，我们相信在宇华管理团队的带领下，湖南涉外经济学院的运营情况将显著改善。

◆维持“买入”评级，目标价上调至 5.00 港元

基于本次收购事项，上调公司 18/19 年收入分别为 13.0、14.8 亿元人民币，同比分别增长 53.7%、13.98%；上调期权及上市费用等调整后净利润分别为 5.2、6.4 亿元，同比分别增长 27%、36%。考虑到公司此前配售的股本变动，调整后 EPS 分别为 0.20、0.27 港元。综合公司标的学校盈利状况提升的预期，及 K-12 办学可复制等多方面因素，我们给予公司 18 年调整后 EPS 25 倍 PE 水平，上调目标价至 5.00 港元，较当前有 41% 的空间，维持“买入”评级。

◆风险提示：教育政策变动、省外扩张及盈利不达预期可能对公司股价有不利影响。此外，本次收购事项尚未完成交割，存在一定不确定性影响。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	698	781	846	1,301	1,482
营业收入增长率	16.41%	11.99%	8.31%	53.71%	13.98%
净利润（百万人民币）	91	312	314	481	698
净利润增长率	-56.12%	241.75%	0.68%	53.32%	44.98%
EPS（港元）	0.05	0.16	0.14	0.17	0.25
调整后 EPS（港元）	0.13	0.17	0.19	0.20	0.27
P/E	75	22	25	20	14
调整后 P/E	28	21	18	18	13

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，财年截至 8 月 31 日

买入（维持）

当前价/目标价：3.55/5.00 港元

目标期限：6 个月

分析师

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-22169323
qinbo@ebscn.com

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)
021-22169105
caoty@ebscn.com

市场数据

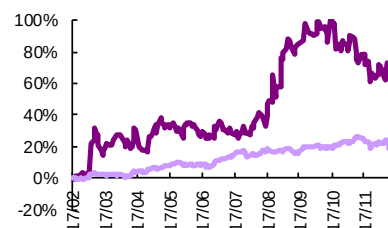
总股本(亿股)：32.53

总市值(亿港元)：115.49

一年最低/最高(港元)：2.05-4.34

近 3 月换手率：53.7%

股价表现(一年)



宇华教育 恒生指数

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.3	-16.0	48.5
绝对	-3.5	-8.0	72.2

相关研报

《华中地区 K-12 教育龙头，前期投入进入收获阶段》

2017-08-26

《配售增强资金储备，扩张前景更为明朗》

2017-11-03

《业绩超预期，经营杠杆逐步释放》

2017-11-24

1、湖南涉外经济学院简介

公司概况：湖南涉外经济学院是经国家教育部批准成立的民办普通本科院校。学校现有校园面积 95.60 万平方米，建筑面积 48.53 万平方米，其中教学行政用房 23.89 万平方米，学生宿舍 22.51 万平方米。学校有纸质图书 170.34 万册，电子图书 110.4 万册，各类实验实训室 76 间，教学及办公电脑 5596 台；有多媒体教室 284 间，多媒体座位 20214 个；语音室 7 间，语音室座位 392 个。学校教学设备仪器总值 10750.9 万元。

在校生人数：学校有全日制在校学生 27233 人，其中统招本科学生 23969 人，统招高职专科学生 3264 人。建校 20 年来，学校累计为国家和社会培养各类专门人才 77669 人。

师资力量：学校拥有一支以博士教授为龙头、中青年教师为骨干的师资队伍。学校现有教职工 1555 人，其中自有教师 1040 人（含专任教师 859 人，教学兼管理人员 171 人），外聘教师 514 人。学校自有教师中有博士学位的 85 人，硕士学位的 778 人；有正高职称的 73 人，副高职称的 320 人；享受国务院特殊津贴专家 5 人。

发展历程：学校由湖南猎鹰实业有限公司投资创建于 1997 年，原名“湘南文理专修学院”；1998 年迁址长沙市岳麓区麓谷园，更名为“湖南涉外经济学院（筹）”；2000 年经湖南省人民政府批准设置为高职专科学校；2005 年经国家教育部和湖南省人民政府批准，升格为本科院校。2009 年，学校通过学士学位授予权评估，获得学士学位授予权。2015 年通过教育部本科教学工作合格评估。

表 1：2017 年公司各学位人数及费用区间（单位：人民币元）

学位	人数	价格区间
本科	26,000	15,000-17,700
专科	3,000	9,200-12,000
会计学（中外合作办学）		23,330

资料来源：公司公告，湖南涉外经济学院官网（2017 年新生学费公示）

图 1：湖南涉外经济学院全貌



资料来源：湖南涉外经济学院官网

2、财务资料

表 2：2015-2017（1-9 月）收入及利润情况（单位：百万人民币）

	2015	2016	2017（1-9 月）
收入	421	416	278
毛利	399	395	268
税前净利润	16	50	29
税后净利润	10	61	25
毛利率（%）	94.7%	95.0%	96.4%
净利率（%）	2.4%	14.6%	8.8%

资料来源：公司公告，光大证券研究所，(USD:RMB=1:6.55)

表 3：2015-1H17 港股高校类上市公司盈利情况对比

		2015	2016	1H17
毛利率	民生教育	61.4%	58.1%	65.2%
	新高教	49.5%	48.0%	57.1%
	中教控股	50.8%	53.0%	59.3%
净利率	民生教育	49.5%	55.7%	62.5%
	新高教	33.1%	28.5%	42.3%
	中教控股	38.4%	44.1%	47.6%

资料来源：wind，光大证券研究所

我们对比三家港股高教企业（民生教育、新高教、中教控股）发现，高教类教育企业净利润率于 1H17 全部高于 40%。因此我们判断标的学校的盈利能力有较大提升空间。而宇华教育在教育办学领域经验丰富，已累计超过 17 年的办学经验，我们相信在宇华管理团队的带领下，湖南涉外经济学院的盈利情况将显著改善。

利润表 (百万 RMB)	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	698	781	846	1,301	1,482
营业成本	-379	-375	-410	-635	-621
毛利	10	6	23	39	44
其他营业收入	-4	-4	-4	-8	-6
销售费用	-54	-70	-147	-221	-208
管理费用	-154	0	1	0	0
财务费用	116	338	309	476	692
其他经营净收益	-24	-26	5	5	5
经营利润	91	312	314	481	698
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	91	312	314	481	698

资产负债表 (百万 RMB)	2015	2016	2017	2018E	2019E
总资产	1,956	2,028	3,375	3,883	4,259
现金与现金等同	154	305	1,475	1,895	2,155
应收账款与票据	18	11	13	20	23
按公允价值计入损益的金融资产	60	0	153	153	153
受限制现金	58	0	1	0	0
净固定资产	1,409	1,465	1,477	1,559	1,673
无形资产	1	2	2	2	2
预付土地租赁款项	231	225	236	236	236
其他长期资产	24	21	18	18	18
总负债	1,358	1,119	897	1,165	1,192
短期借款	362	120	0	0	0
递延收入	592	609	632	670	710
应计负债及其他应付款项	210	157	266	495	483
长期借款	140	195	0	0	0
其他长期负债	55	38	0	0	0
总股东权益	598	910	2,477	2,717	3,067
股本溢价	0	0	1,318	1,318	1,318
留存收益	0	0	0	0	0
储备	299	523	642	883	1,232

现金流量表 (百万 RMB)	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动现金流	168	420	516	843	820
净利润	91	312	314	481	698
折旧、摊销	66	74	167	139	139
其他非现金调整	-3	0	-12	0	0
非现金营运资本变动	14	35	47	223	-16
投资活动产生现金流	-304	-42	-1,076	-221	-252
固定及无形资产变动	-189	-163	-56	-221	-252
长期投资净变动	-60	62	0	0	0
其他投资活动	-55	59	-1,021	0	0
融资活动现金流	30	-227	913	-203	-309
债务变动	30	-227	-315	38	40
股本变动					
支付的股利合计	0	0	-97	-241	-349
其他筹资活动产生的现金流	0	-1	0	0	0
净现金流	-105	151	353	419	260

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

关键指标	2015	2016	2017	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.41%	11.99%	8.31%	53.71%	13.98%
净利润增长率	-56.12%	241.75%	0.68%	53.32%	44.98%
EBITDA 增长率	-46.13%	170.07%	35.08%	28.75%	34.49%
EBIT 增长率	-64.86%	327.07%	11.62%	52.48%	44.51%
估值指标					
PE	75	22	25	20	14
调整后 PE	28	21	18	18	13
PB	13.36	8.78	3.72	4.25	3.77
EV/EBITDA	13.53	4.79	3.91	3.18	2.50
EV/EBIT	26.93	6.03	5.96	4.09	2.99
盈利能力 (%)					
毛利率	45.62%	51.99%	51.49%	51.20%	58.10%
EBITDA 率	19.09%	46.03%	57.41%	48.09%	56.74%
EBIT 率	9.59%	36.56%	37.68%	37.38%	47.39%
税前净利润率	13.07%	39.89%	37.08%	36.99%	47.05%
税后净利润率 (归属母公司)	13.07%	39.89%	37.08%	36.99%	47.05%
ROA	4.66%	15.37%	9.30%	12.39%	16.38%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.25%	34.26%	12.67%	17.70%	22.75%
偿债能力					
流动比率	0.3	0.4	1.8	1.8	2.0
速动比率	0.25	0.36	1.83	1.77	1.95
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	0.04	0.14	0.12	0.15	0.21
EPS(港元)	0.05	0.16	0.14	0.17	0.25
调整后 EPS(人民币元)	0.11	0.14	0.17	0.17	0.23
调整后 EPS(港元)	0.13	0.17	0.19	0.20	0.27
每股红利(人民币元)	0.00	0.00	0.04	0.07	0.11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com