

宇华教育(6169.HK)

宇华教育：外延再下一城，高速增长可期 买入(维持)

2018年4月19日

证券分析师 马莉

执业证书编号：0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证书编号：0600516070001
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林驥川

执业证书编号：0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

研究助理 林瑶

liny@dwzq.com.cn

事件：

■ **公司公告**：以现金 1.07 亿元收购开封市祥符区博望高中 70% 股权，目标学校为开封市祥符区最大的民办高中之一，拥有超过 4000 名学生，17 年度该校实现收入约 3800 万元，净利润 1200 万元。公司收购总作价 1.53 亿对应 17 年目标学校净利润 12.7X。

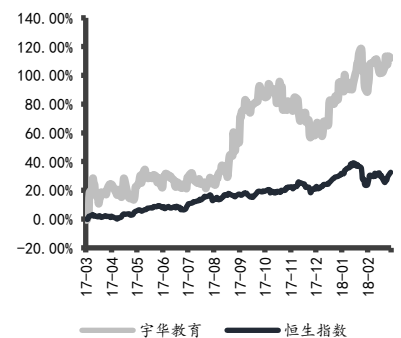
投资要点：

■ **此次收购的意义**：第一，公司目前在开封设有一所小学及一所初中尚未拥有高中，本次收购后公司在开封实现 K12 一站式教育服务，公司在河南省设有中小学的郑州、焦作、开封、漯河、许昌、济源六市仅剩济源尚未设立高中，根据前期公告未来济源也将开设高中，实现河南各市 K12 一站式覆盖；第二，目标学校于下一财年合并报表，增厚财务业绩，如考虑此次收购，目前公司旗下涵盖 8 所幼儿园、6 所小学、7 所初中、5 所高中及 2 所大学共 28 所学校，在校学生总数约至 8.6 万；第三，本次收购战略意义更大，由于自主开办学校前期资本开支较大获资质流程繁杂，公司前期借助收购湖南涉外实现高等教育领域扩张，此次收购也成为上市后首例 K12 领域收购，未来依托资本市场高速增长可期。

■ **我们如何看宇华教育的护城河？**（1）区位优势：位于全国高考第一大省河南（占全国高考人数 9% 排名第一，8% 的一本录取率全国末位），优质应试教育资源更加珍稀。（2）优异的高考升学率打造基础教育系统王牌口碑：2017 年 985、211 录取率 21.7% 创历史新高，一本录取率 36.1% 远超行业水平，得益于其长期的办学经验、优秀的教师队伍、集团的管理优势，宏志班培育优秀学苗，优秀的高考成绩强化了整体基础教育阶段品牌力。（3）高等教育就业率+平均起薪高于行业水平，就业导向形成显著口碑。据弗若斯特沙利文报告，2015 年宇华旗下郑州工商学院就业率 83%（与河南理工合并统计）VS 全国 77.7%；15/16 学年本科生起薪 3401 元/月，同比增长 8.3%，得益于其就业导向的课程设置和与优秀制造、服务业用人单位的稳定合作关系。

■ **我们如何看宇华教育的内生增长？**从量价驱动看，高等教育学生人数每年近 2000 人增长（17 年 7%）；学费未来预计增长平稳（每三年上调 15-20%，针对新生）；K-12 阶段，学生数量上 14-17 年新增学校是主要学生人数驱动力，未来随着投入期学校渐进成熟学费将恢复增长。从盈利性角度，宇华 11-14 年是快速扩张期分别新增 8、2、3、6 家学校，目前基本进入收获期，资本开支下降，每年折旧摊销总计 7500 万左右维持稳定，毛利率（51%+）预计持续稳定提升+期间费用规模效应显著带来较大利润端弹性。

股价走势



市场数据

| | |
|----------------|-----------|
| 收盘价（港币） | 4.09 |
| 一年最低/最高价 | 2.29/4.76 |
| 市净率（倍） | 3.94 |
| 流通 H 股市值（百万港币） | 13,354 |

基础数据

| | |
|-------------|-------|
| 每股净资产（元） | 0.83 |
| 资产负债率（%） | 26.59 |
| 总股本（百万股） | 3265 |
| 流通 H 股（百万股） | 3265 |

相关研究

1. 宇华教育：华中地区民办教育龙头，内生外延成长破茧成蝶

- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2018-2020FY 营业总收入为 9.2、10.0、11.0 亿元, 同比增长 8.69%、9.24%、9.23%, 归母净利润为 4.5、5.4、6.5 亿元, 同比增长 42.2%、21.6%、20.5%; 当前 107 亿人民币市值对应 PE24X、20X、16X, 考虑到上述盈利预测暂未考虑湖南涉外及此次收购学校并表, 其成长性更为突出, 当前时点维持“买入”评级。
- **风险提示:** 民促法相关政策不确定性风险, 学校扩张不及预期风险, 学费提价幅度不及预期风险

宇华教育三大财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (百万元) | 2017FY | 2018FY | 2019FY | 2020FY | (百万元) | 2017FY | 2018FY | 2019FY | 2020FY |
| 流动资产: | 1,641.39 | 1,959.60 | 2,348.07 | 2,815.35 | 营业总收入 | 846.22 | 919.77 | 1004.80 | 1097.53 |
| 现金 | 642.51 | 960.67 | 1,349.42 | 1,816.73 | 营业成本 | 410.46 | 418.79 | 428.82 | 441.75 |
| 应收款项 | 12.94 | 13.58 | 13.30 | 13.28 | 经营活动的汇兑损益 | - | - | - | - |
| 存货 | - | - | - | - | 销售费用 | 3.75 | 3.68 | 3.52 | 3.29 |
| 其他 | 985.94 | 985.35 | 985.35 | 985.35 | 管理费用 | 147.20 | 104.87 | 97.18 | 82.80 |
| 非流动资产: | 1,733.13 | 1,693.83 | 1,633.03 | 1,561.57 | 其他经营收益 | 23.93 | 36.71 | 44.72 | 54.72 |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | 营业利润 | 308.73 | 429.14 | 520.00 | 624.41 |
| 固定资产净值 | 1,477.43 | 1,446.61 | 1,394.19 | 1,330.99 | 财务收入/(费用)净额 | 5.07 | 17.04 | 22.49 | 29.01 |
| 商誉及无形资产 | 1.69 | 1.57 | 1.43 | 1.28 | 融资活动的汇兑损益 | - | - | - | - |
| 土地使用权 | 236.32 | 230.86 | 225.53 | 220.32 | 应占联营公司及共同控制 | - | - | - | - |
| 其他 | 17.69 | 14.79 | 11.89 | 8.99 | 实体损益 | - | - | - | - |
| 资产总计 | 3,374.52 | 3,653.43 | 3,981.10 | 4,376.92 | 应占联营公司损益 | - | - | - | - |
| 流动负债: | 897.42 | 962.29 | 1,029.71 | 1,112.07 | 除税前溢利 | 313.80 | 446.18 | 542.50 | 653.42 |
| 短期借款 | - | - | - | - | 所得税 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付款项 | 265.71 | 292.68 | 319.92 | 359.69 | 净利润(含少数股东权益) | 313.80 | 446.18 | 542.50 | 653.42 |
| 其他 | 631.71 | 669.61 | 709.79 | 752.38 | 归母净利润 | 313.80 | 446.18 | 542.50 | 653.42 |
| 非流动负债合计 | - | - | - | - | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借贷 | - | - | - | - | EBIT | 318.87 | 463.21 | 564.99 | 682.42 |
| 其他 | - | - | - | - | EBITDA | 394.25 | 540.41 | 642.83 | 760.51 |
| 负债总计 | 897.42 | 962.29 | 1,029.71 | 1,112.07 | 重要财务与估值指标 | | | | |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | 每股收益(元) | 0.10 | 0.14 | 0.17 | 0.20 |
| 归属母公司股东权益 | 2,477.10 | 2,691.14 | 2,951.39 | 3,264.85 | 每股净资产(元) | 0.83 | 0.82 | 0.90 | 1.00 |
| 负债和所有者权益合计 | 3,374.52 | 3,653.43 | 3,981.10 | 4,376.92 | 发行在外股份(百万股) | 3000.00 | 3264.94 | 3264.94 | 3264.94 |
| 现金流量表 | 2017FY | 2018FY | 2019FY | 2020FY | ROIC(%) | 16% | 20% | 22% | 23% |
| (百万元) | | | | | ROE(%) | 18.53% | 17.27% | 19.23% | 21.02% |
| 经营活动现金流 | 515.81 | 627.54 | 700.68 | 790.52 | 毛利率(%) | 51.49% | 54.47% | 57.32% | 59.75% |
| 投资活动现金流 | (1,076.43) | 17.29 | 48.73 | 72.46 | EBIT Margin(%) | 38% | 50% | 56% | 62% |
| 筹资活动现金流 | 913.37 | (326.68) | (360.67) | (395.67) | 销售净利率(%) | 37.08% | 48.51% | 53.99% | 59.53% |
| 汇率变动的的影响 | (15.23) | - | - | - | 资产负债率(%) | 26.59% | 26.34% | 25.87% | 25.41% |
| 现金净增加额 | 352.75 | 318.16 | 388.75 | 467.31 | 收入增长率(%) | 8.31% | 8.69% | 9.24% | 9.23% |
| 折旧与摊销 | 75.38 | 77.20 | 77.84 | 78.08 | 净利润增长率(%) | 0.68% | 42.19% | 21.59% | 20.45% |
| 资本开支 | (104.94) | (41.88) | (21.03) | (10.60) | P/E | 34.06 | 23.96 | 19.70 | 16.36 |
| 营运资本变动 | 1,313.52 | 253.34 | 321.05 | 384.93 | P/B | 4.32 | 3.97 | 3.62 | 3.27 |
| 企业自由现金流 | 1,602.83 | 751.88 | 942.85 | 1,134.83 | EV/EBITDA | 27.76 | 19.78 | 16.13 | 13.13 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测 (2018/4/19 港币兑人民币汇率中间价 0.7991)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

