光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

小试牛刀，首次收购海外大学

——宇华教育（6169.HK）收购点评

海外公司简报

◆**事件：公司以总代价 2.19 亿港元收购泰国斯坦福国际大学**

2 月 12 日晚，公司公告以总代价 2.19 亿港元向卖方美国劳瑞德教育集团（Laureate Education，原湖南涉外经济学院卖方）收购泰国斯坦福国际大学（Stamford International University）。

◆**标的学校为泰国优质的民办大学，国际化程度高且不设学额限制**

斯坦福国际大学创立于 1995 年，是一所由泰国高等教育部批准办学的私立大学，**其本科及硕士学历均受中国教育部承认。**该校于泰国曼谷及华欣市共有 3 个校区，提供国际及泰国本科和研究生学位课程，包括工商管理、传媒、航空管理、酒店管理、信息技术等多个学科领域，在泰国高等教育委员会教育质量评估中连续三年获得全优水平，也是首家通过美国国际大学商学院（IACBE）认证的泰国高校。学校近 70%教师为来自北美欧洲各国的外籍教师，近 40%在校学生来自全球 100 多个国家，75%以上课程采取全英文授课，平均学费约 35,000 元人民币/年，是泰国高性价比的国际大学。**17 年收入约 2000 万美元，净亏损约 380 万美元。相较于中国，泰国大学不设学额限制，市场化竞争，公司拟通过提升学校在校生人数及优化成本结构实现净利润的提升。**

◆**率先实现国际化联动，充足资金予以支持其稳步扩张**

并购泰国斯坦福大学是公司全球布局的第一步，未来宇华旗下从 K-12 到大学均将有机会与海外学校实现广泛、深入的互动及资源整合，进一步提升国际化程度和教学质量。截至 2018 财年，公司在手现金约 20 亿人民币。19 年 1 月 10 日，公司发行 9.4 亿港元可转债（1 年期，转换价 3.336 港元/股，年利率为 3%）。此外，公司已获得 IFC 7,500 万美元贷款。本次收购仅使用外币 2.19 亿港币，公司在手现金仍然充裕，为其国内外扩张提供资金保证。

◆**维持目标价 6.23 港元，维持“买入”评级**

考虑到本次收购的学校需要时间整合以实现盈利，以及发行可转债等利息费用，我们上调 19-21 年收入分别为 15.1/17.1/18.8 亿元人民币，同比增长 26%/14%/10%；下调 19/20 年调整后归母净利润至 6.9/8.6 亿元，上调 21 年调整后归母利润至 10.2 亿元，分别同比增长 13%/25%/18%。基于绝对估值，维持目标价 6.23 港元/股。我们认为公司运营稳健，外延并购有序推进，维持“买入”评级。

◆**风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、海外收购整合不达预期。**

业绩预测和估值指标

指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入（百万人民币）	846	1195	1506	1711	1879
营业收入增长率	8.31%	41.23%	25.99%	13.62%	9.82%
调整后归母净利（百万人民币）	409	609	688	862	1021
调整后归母净利润增长率	26.89%	49.12%	12.94%	25.25%	18.46%
EPS（港元）	0.18	0.22	0.24	0.31	0.36
ADJ P/E	19	16	14	11	10
ROE	18.53%	18.19%	16.47%	18.46%	19.11%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2019.2.13，财年截止日期 8.31

买入（维持）

当前价/目标价：3.49/6.23 港元

分析师

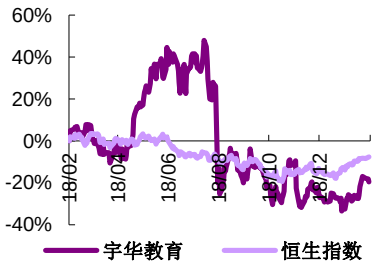
曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)
021-52523693
caoty@ebscn.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-52523839
qinbo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：32.65
总市值(亿港元)：112.34
一年最低/最高(港元)：2.67-6.34
近 3 月换手率：41.5%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.0	-19.8	-11.2
绝对	19.2	-10.0	-16.8

资料来源：Wind

利润表（百万元）	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	**846**	**1,195**	**1,506**	**1,711**	**1,879**
营业成本	-410	-524	-694	-730	-790
其他收入	23	16	32	40	44
销售费用	-4	-7	-8	-10	-10
管理费用	-147	-133	-116	-107	-47
其他经营净收益	1	32	0	0	0
营业利润	**309**	**579**	**719**	**905**	**1,076**
财务费用	5	15	-4	5	5
税前收入	**314**	**592**	**715**	**910**	**1,081**
税收支出	0	-4	-16	-20	-25
净利润	**314**	**588**	**699**	**890**	**1,056**
归母净利润	314	531	648	833	997
少数股东损益	0	57	51	57	59
调整后归母净利润	**409**	**609**	**688**	**862**	**1021**

资产负债表（百万元）	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
总资产	**3,375**	**5,367**	**6,184**	**7,033**	**7,962**
现金及等价物	643	590	1,394	2,236	3,160
短期投资	153	116	116	116	116
应收账款与票据	0	0	0	0	0
其他短期资产	846	968	968	968	968
财产、厂房及设备	1,714	2,914	2,927	2,934	2,939
长期投资与应收账款	0	0	0	0	0
其他长期资产	19	778	778	778	778
总负债	**897**	**1,376**	**1,685**	**1,890**	**2,057**
短期借款	0	63	63	63	63
应付及应计款项	266	299	376	428	470
长期借款	0	101	101	101	101
其他长期负债	0	21	21	21	21
股东权益	**2,477**	**3,991**	**4,499**	**5,143**	**5,905**
股本与资本公积	1,318	2,130	2,130	2,130	2,130
留存收益	976	1,351	1,808	2,395	3,098
其他股东权益	182	182	182	182	182
少数股东权益	0	328	378	435	494

现金流量表（千元）	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
经营活动现金流	**516**	**1,001**	**1,130**	**1,224**	**1,312**
净利润	314	531	648	833	997
折旧、摊销	75	120	122	130	89
其他非现金调整	78	57	51	57	59
非现金营运资本变动	49	293	309	204	167
投资活动产生现金流	**-1,076**	**-1,894**	**-136**	**-137**	**-94**
固定及无形资产变动	-56	-120	-136	-137	-94
长期投资净变动	0	0	0	0	0
收购与剥离净现金	0	-930	0	0	0
其他投资活动	-1,021	-845	0	0	0
融资活动现金流	**913**	**840**	**-191**	**-246**	**-294**
债务变动	-315	185	0	0	0
股本变动	1,325	812	-	-	-
支付的股利合计	-97	-157	-191	-246	-294
其他筹资活动产生的现金流量	0	0	0	0	0
净现金流	**338**	**-52**	**804**	**842**	**925**

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，财年截止日期 8.31

关键指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	8.31%	41.23%	25.99%	13.62%	9.82%
归母净利润增长率	0.68%	87.45%	18.82%	27.33%	18.64%
EBITDA 增长率	-6.70%	81.32%	20.76%	23.05%	12.60%
EBIT 增长率	-8.58%	86.89%	24.64%	25.84%	18.92%
估值指标					
PE	25	19	15	12	10
调整后 PE	19	16	14	11	10
PB	3.15	2.68	2.38	2.09	1.82
EV/EBITDA	27.66	15.26	12.63	10.27	9.12
EV/EBIT	34.42	18.42	14.78	11.74	9.87
盈利能力（%）					
毛利率	51.49%	56.12%	53.91%	57.36%	57.95%
EBITDA 率	45.39%	58.28%	55.86%	60.49%	62.02%
EBIT 率	36.48%	48.28%	47.76%	52.89%	57.27%
税前净利润率	37.08%	49.53%	47.50%	53.17%	57.53%
税后净利润率（归属母公司）	37.08%	49.22%	46.42%	52.02%	56.19%
ROA	11.62%	13.46%	12.10%	13.47%	14.08%
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.53%	18.19%	16.47%	18.46%	19.11%
偿债能力					
流动比率	1.8	1.3	1.6	1.9	2.2
速动比率	0.72	0.47	0.89	1.27	1.63
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	0.12	0.16	0.20	0.26	0.31
EPS(港元)	0.14	0.19	0.23	0.30	0.35
调整后 EPS(人民币元)	0.16	0.19	0.21	0.26	0.31
调整后 EPS(港元)	0.18	0.22	0.24	0.31	0.36

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
行业及公司评级	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。

万得资讯

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	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@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	lixy1@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
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com