

宇华教育 (6169 HK) 2018 财年业绩点评

宇华教育集团公布截至 2018 年 8 月 31 日 2018 财年业绩，收入同比大增 41%至 11.95 亿人民币，毛利同比增 54%至 6.7 亿人民币，经调整公司股东应占净利润同比增 49%至 6.09 亿人民币。收入符合我们预期，净利润则超预期。

受益于湖南涉外经济学院并表，2018 财年业绩大涨

受益于湖南涉外经济学院于 2018 年 1 月 1 日并表及许昌宇华实验学校高中部于 2017 年 9 月 1 日开始运营，宇华教育 2018 财年收入同比大增 41%至 11.95 亿人民币，毛利同比增 54%至 6.7 亿人民币，经调整（撇除上市开支等一次性因素及政府补助等非经营因素）公司股东应占净利润同比增 49%至 6.09 亿人民币。截至 2018 年 8 月 31 日，集团的现金及现金等价物约为人民币 15.93 亿元，资产负债率为 38.7%。

高考成绩继续突破，K12 稳健扩张

2018 年高考宇华教育集团旗下高中毕业生被 985/211 高校录取率为 26.4%，创下新高（2017 年是 21.7%），河南省高考考生 985/211 录取率不足 3%，优秀的高考成绩相信对明年的招生有促进作用。新收购的开封博望高中，今年 9 月 1 日开始并表，收购时候的在校生人数是 4000 人，今年 9 月开学后在校生人数增至 4600 人。该校人均学费约 1 万人民币，和宇华本身的高中学校生均学费最低 2.2 万人民币相比，提升空间还很大。K12 学校整体利用率 63%，相信未来会逐年提升。

两所大学贡献了 71%的利润，未来以高等教育为主要发展方向

郑州工商学院今年 9 月第一次新生规模超过 10000 人，即使未来该校招生计划不再增加，郑州工商学院未来也可以达到 35000 在校生的规模（因包含本科、专科、专升本学生，在校时间不一样）；湖南涉外 2018 年在校生人数超过 3 万，宇华教育集团接手后，各项运营指标改善明显。湖南涉外 2017/2018 学年本科学费为 15000-17000 元人民币/年，专科学费为 9000-12000 元人民币/年，2018/2019 年本科学费上涨至 20000-22000 元人民币/年，专科学费上涨至 11000-14000 元人民币/年，本科及专科涨价幅度分别为 33%及 22%，在大幅提价的基础上，湖南涉外新生报到率却创出了历史新高，2018 年 9 月该校报到率 97%，往年在 90%左右。管理层对于湖南涉外明年净利润达到 1.6 亿人民币非常有信心。管理层表示未来会将发展重心放在高等教育阶段，我们相信是由于政策监管环境影响。

盈利预测及估值

我们预计公司 2019、2020 财年营收增速分别为 22.5%和 8.1%，分别达到人民

香港

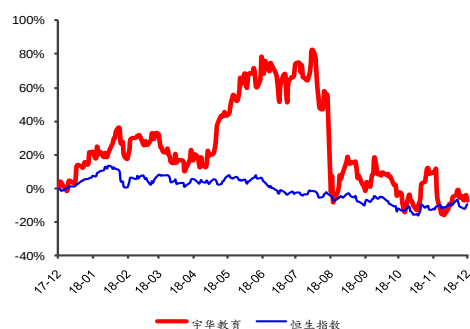
教育行业

2018 年 12 月 21 日 买入（维持）

目标价	HKD3.89(调升)
收盘价 (13 Dec 18)	HKD3.2
上升/下降空间	21.56%
恒生指数	26524.35
总市值 (HKD 亿)	104.48
52 周最高/最低 (HKD)	2.67-6.34

资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

股价走势图



数据来源：wind(截至 2018-12-13)，国信证券（香港）研究部

主要财务比率

	2016	2017	2018
毛利率	51.99%	51.49%	56.12%
净利率	39.86%	37.01%	49.11%
ROA	15.64%	11.62%	11.17%
ROE (摊薄)	34.26%	12.67%	15.27%
资产负债率	55.15%	26.59%	38.7%

资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

相关报告

《宇华教育 6169hk——基础教育稳打稳扎，高等教育占半壁江山》

杨晓琴

证监会中央编号:BBR309
+852 2899 8300
Vivian.yang@guosen.com.hk

币 14.7 亿和 15.9 亿，考虑到集团成本控制较预期好，我们将净利润预测稍微调升，预计 2019/2020 财年同比增长 20.4%及 7.8%至 6.39 亿、6.89 亿人民币，EPS 分别为 0.19、0.21 元人民币。我们给予宇华教育集团 18 倍 2019 财年市盈率，对应目标价为 3.89 元港币。（假设 1 港币=0.88 人民币）

Q&A

1. 管理层对幼儿园新政怎么看，宇华教育集团旗下幼儿园利润占比。

宇华教育集团幼儿园学生人数占比 2%，收入占比 5%，利润占比 3%左右，明年占比会更低因为湖南涉外经济大学贡献的利润占比会明显提升。对于幼儿园新政的看法：首先宇华幼儿园占比很小，不需要太担心。同时认为这个新政对幼教的影响的确较大，但也留意到政策提到未来目标是 80%的幼儿园为普惠幼儿园，那就意味着还有 20%可以是营利性幼儿园。宇华上市的时候幼儿园和 K12 占比很重，现在高等教育占比超过这两个学段，高等教育在校生人数超过 6 万人，未来也会以发展高等教育为主。

2. 宇华教育 2018 财年的收入端是符合预期的，超预期的主要是利润端，请问 2019 财年成本端控制还有多大空间，以及 2019 财年的增长指引？

今年利润超预期的部分一半是湖南涉外带来的，还有 1500 万（元人民币，后同）是郑州工商学院贡献的，另外 1000 万是高中、500 万是幼小初贡献的。超预期的原因，比如湖南涉外毕业生汇演申请经费 74000 元，最后宇华给批了 7400，但我们绝不是克扣经费。宇华进去后，在半年内将湖南涉外烂尾四年的综合楼盖好了，学生宿舍空调也开始安装了，我们知道什么钱该花什么钱不该花。利润增长空间：成本还是能继续控制，学生人数还能增加，学费也还能再涨。至于 2019 财年的增长指引不好说，我们现在在谈大量的海内外并购，尤其是海外并购项目，不可能一个谈不成。

3. 宇华教育集团旗下小升初、初升高的续读率；K12 学校的使用率

初中升高中续读率是 50%，K12 学校利用率 63%左右

4. 集团还有三笔诉讼，还会有不会有财务方面的调整？

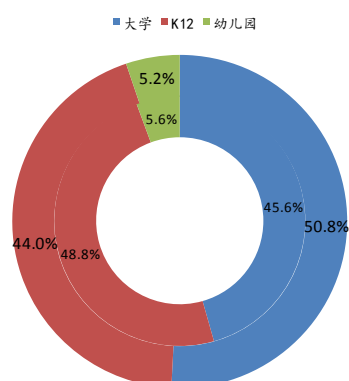
诉讼的结果最后对宇华只会有正向影响，败诉的话是劳瑞德赔款，赔款进我们账，这三笔诉讼有两个已经胜诉，且劳瑞德没有违约风险，因为我们收购湖南涉外的时候有一笔 2.6 亿的限制款项，是给劳瑞德对价的一部分，诉讼完全结束了才付给劳瑞德。

5. 刚管理层提到海外并购，是因为政策的原因吗？

国内的并购肯定还是要做的，海外并购一年前就已经在做了，最近觉得可以交账了，以前八字没一撇的时候不愿意声张。海外并购其实有更好的整合效果。比如没出去看之前我没想到马来西亚的私立大学都是全英文授课，无论是教育理念还是学生的交流互换，1+1 的整合大于对国内学校的收购。

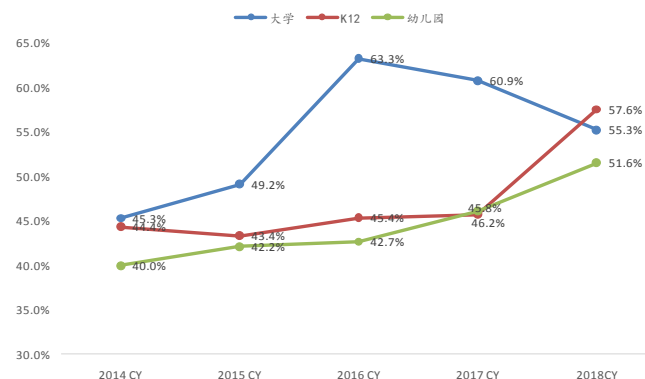
（以上数据、内容根据自宇华教育 2018 财年业绩发布会整理）

图 1 收入结构（内圈为 2018H1，外圈为 2018 财年全年）



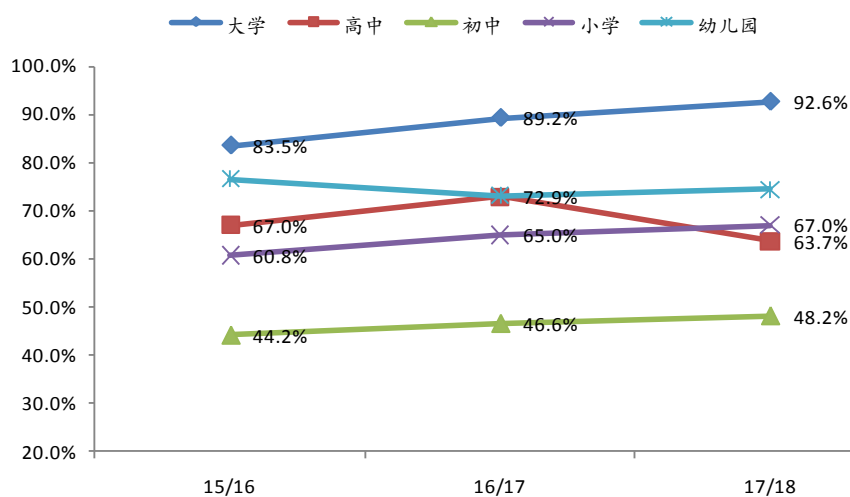
数据来源:公司公告, 国信证券(香港)研究部

图 2 分部毛利率



数据来源:wind, 国信证券(香港)研究部

图 3: 宇华教育各阶段学校使用率



数据来源:公司公告, 国信证券(香港)研究部整理

风险提示

政策风险

公司未能如规划在其他省份拓展业务;

公司未能如过去几年一样每年提升学费。

表 1 盈利预测表

			2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
	ccy	u	FY	FY	FY	FY	FY
Revenues	CNY	thd	781331	846222	1195110	1464010	1582595
COGS	CNY	thd	-375133	-410464	-524387	-658804	-712168
SG&A	CNY	thd	-74617	-150958	-139153	-146401	-158259
Other operating income (expense)	CNY	thd	667	1640	2639	10000	10000
Subtotal	CNY	thd	332248	286440	534209	668804	722168
EBIT	CNY	thd	332248	286440	534209	668804	722168
Equity earnings (losses)	CNY	thd	0	0	0	0	0
Interest & investment income	CNY	thd	1328	8318	18532	5222	6000
Interest expense	CNY	thd	-27386	-10456	-11218	-4280	-6280
Other non-operating income (expense)	CNY	thd	48	7209	5281	3000	3000
Earnings before extra-ordinary items	CNY	thd	306238	291511	546804	672747	724887
NON-recurring profit and loss items			5438	22290	45156	0	0
Earnings before taxes	CNY	thd	311676	313801	591960	672747	724887
Income taxes	CNY	thd	0	0	-3726	-33637	-36244
Minority interest	CNY	thd	0	0	-57422	0	0
Net profit from discontinued operation			0	0	0	0	0
Net income (loss)	CNY	thd	311676	313801	530812	639109	688643
EPS - Split Adjusted	CNY	units	0.10	0.10	0.16	0.19	0.21
Shares outstanding - Weighted Average - Split Adjusted		thd	3000000	3000000	3299127	3299127	3299127

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

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

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。

免责条款

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。