

證券業務部每周證券評論

中國宇華教育集團有限公司 (股份代號: 06169)

China Yuhau Education Corporation Ltd.

23 DEC 2019

公司簡介

中國宇華教育集團有限公司(簡稱“宇華教育”或“集團”)於2017年2月28日,集團在香港聯合交易所主板上市。宇華教育集高等教育、基礎教育、學前教育於一體,現有從幼稚園到大學共有29所學校,校區遍佈山東省、湖南省及泰國。集團有超過17年於河南省營運民辦學校的經驗。

業績回顧 (截至31/08/2019止)

截至2019年8月31日止年度,集團的收入同比增長43.5%至17.14億元(人民幣,下同);毛利同比增長49.1%至10億元;經調整毛利率較去年同期的56.1%提升了2.2個百分點至58.3%;股東應佔溢利同比下跌8.6%至4.85億元。每股基本盈利為人民幣0.15元,較去年同期的人民幣0.17元下跌11.8%。

財務方面,截至2019年8月31日止,集團的總資產較2018年8月31日增長59.5%至97.83億元;而總負債則較2018年12月31日增長1.38倍至56.4億元。於2019年8月31日,集團持有現金及現金等價物為21.26億元,較2018年8月31日的15.93億元增長33.4%;集團的流動比率為0.64x,較2018年8月31日的1.13x下降了0.5x;期內,集團的資本負債比率(即按銀行計息貸款總額除以股本總額)為26.4%,較2018年8月31日的13.4%增加了13個百分點。

圖表一

業績	截至08月31日止12個月		
	2019	2018	變動%
人民幣千元			
收入	1,714,485	1,195,110	43.5%
毛利	999,893	670,723	49.1%
經調整毛利率	58.3%	56.1%	2.2%
經調整的股東應佔溢利	484,955	530,812	-8.6%
每股基本盈利(港仙)	0.15	0.17	-11.8%
人民幣千元	2019年8月31日	2018年8月31日	變動
總資產	9,783,298	6,132,060	59.5%
總負債	5,639,723	2,372,877	137.7%
流動比率(x)	0.64	1.13	(0.50)
現金及現金等價物	2,125,719	1,593,177	33.4%
資本負債比率(%)	26.4%	13.4%	13.0%

資料來源: 中國宇華教育集團有限公司

前日收市價 \$5.40
(20/12/2019)

目標價 \$6.62

股份資料 (截止 20/12/2019)

52周高位: HK\$5.56

52周低位: HK\$2.78

市值: HK\$17,757.90
(百萬)

已發行股數: 3,228.5(百萬股)

買賣單位: 2000股

重點財務數據

(截至31/08/2018止)

每股基本盈利 人民幣0.15元

全年每股股息 人民幣0.12075元

市盈率(x) 26.35

市帳率(x) 4.43

派息比率 80.503%

資料來源:
彭博、AAStock、中國宇華教育集團有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

投資要點及利好因素

圖表二

分部收入及業績	截至13月31日止12個月				
	2019		2018		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
分部收入(人民幣千元)					
幼兒園	3.4%	57,474	5.2%	62,328	-7.8%
1至12年級學校	34.6%	592,985	44.0%	525,650	12.8%
大學	62.1%	1,064,026	50.8%	607,132	75.3%
總計	100.0%	1,714,485	100.0%	1,195,110	43.5%
	截至13月31日止12個月				
	2019		2018		變動%
經營利潤(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
幼兒園	4.6%	26,101	4.5%	26,190	-0.3%
1至12年級學校	52.1%	295,555	50.4%	291,739	1.3%
大學	97.6%	553,497	73.9%	428,312	29.2%
未分配的經營利潤	-54.4%	(308,295)	-28.8%	(166,876)	84.7%
總計	100.0%	566,858	100.0%	579,365	-2.2%

資料來源：中國宇華教育集團有限公司

1. **分部表現及營運數據**。截至2019年8月31日止年度，集團今年上半年的收入同比增長43.5%至17.14億元。收入增長主要由於集團多間學校的招生人數及學費有所增加，以及完成收購多間學校；毛利同比增長49.1%至10億元(經調整毛利同比增長49.7%至10.49億元)；毛利率較去年同期的56.1%提升了2.2個百分點至58.3%(經調整毛利率為61.2%較去年同期的58.6%提升了2.6個百分點)。毛利增長主要由於實施成本控制有效所致；股東應佔溢利同比下跌8.6%至4.85億元(經調整股東應佔溢利同比增長30.1%至7.93億元)。集團2018/19年度三大分部的表現如下：

幼兒園：佔集團整體收入3.4%的幼兒園收入同比下跌7.8%至5,747.4萬元，經營利潤同比下跌0.3%至2,610.1萬元；

1至12年級學校：佔集團整體收入34.6%的1至12年級學校收入同比增長12.8%至5.93億元，經營利潤同比增長1.3%至2.96億元；

大學：佔集團整體收入62.1%的大學收入同比增長75.3%至10.64億元，經營利潤同比增長29.2%至5.53億元。

2. **今年已完成3家學校的收購**。於2019年8月31日，集團於中國河南省有26所學校，於中國山東省、湖南省及泰國各有一所學校。當中包括：

2018/19年度，集團共增加了一所國內大學、一所國內高中，以及一所國外大學。

下表概述本集團於2019年及2018年8月末按類別劃分的學校：

	於2019年 8月31日	於2018年 8月31日
本集團在中國的學校數量		
大學	3 (附註1)	2 (附註1)
高中	5 (附註2)	4
初中	7	7
小學	6	6
幼兒園	7	8
本集團在海外的學校		
大學	1 (附註3)	—
總計	29	27

集團2019年2月12日公佈，其全資附屬公司中國宇華教育投資以總代價約218.78百萬港元收購LEI Singapore Holdings Pte. Ltd.及旗下的附屬公司。而附屬公司為斯坦福國際大學的牌照持有人。斯坦福國際大學於1995年創立，於泰國擁有及經營一所私立大學，設有三個分校(兩所位於曼谷及一所位於華欣)，學生逾4,000名，提供國際及泰國本科和研究生學位課程，包括商業管理、傳媒、酒店管理及資訊科技，課程、課程範疇及學位獲泰國教育部和大學事務部全面認可。斯坦福已獲錄入大學事務部的泰國認可私立大學名單。相信此項海外收購事項可擴大集團的學校網絡的地域覆蓋，豐富教育服務種類，令集團與目標集團業務實現協同效應，亦可借助目標集團在泰國民辦高等教育市場的領先地位，提升集團盈利潛力及長遠的業務持續經營能力。

投資要點及利好因素

集團2019年4月19日宣佈，以總代價1.07億元人民幣收購慧博教育70%股權。慧博教育全資擁有開封市祥符區博望高中，該校目前擁有超過4000名學生，是河南省開封市祥符區最大民辦高中之一。目前，宇華教育集團在開封地區擁有一所小學、一所初中，今次收購開封市祥符區博望高中，將在開封地區提供涵蓋小學、中學以至高中的全產業鏈教育服務，形成資源聚合效應，進一步提升宇華教育在開封地區的市場份額及競爭力。

2019年7月19日，集團宣佈以總代價人民幣14.9億元收購濟南雙勝教育諮詢有限公司90%的股權。而濟南雙勝教育諮詢有限公司持有一所位於中國山東濟南的民辦高等教育機構－山東英才學院。根據山東英才學院提供的資料顯示，山東英才學院建於1998年，學院佔地189英畝（約76.67萬平方米），目前有約31,500名學生，其中約21,000名學生報讀本科課程，10,000名學生報讀專科課程及500名學生報讀職業技能培訓課程。山東英才學院學院每年每名學生平均學費為人民幣15,000元。

至今集團旗下大學數量達到4所，幼兒園及K-12學校維持25所，總在校生人數超過13萬人。

集團以收購的手段擴大其學校規模，加上其管理經營的方式，將收購回來但營運不善的湖南涉外學院項目改善，將其營運成本降低，增加收生人數及學費，令湖南涉外學院去年淨利潤大幅提高約3倍之多。集團在2018/19年度已完成3個收購項目，不單增加了在校的人數，相信有能力將其整合並進一步提升其營運效率，增加集團的收入及利潤。

股價走勢 (圖表四)



資料來源：中國宇華教育集團有限公司

股價走勢 (圖表四)

集團於12月20日的收市價為\$5.4，股價按年升79.4%。走勢上，集團股價由2018年中的高位6.34元急插至3.17元，跌幅近1倍之多。教育股的股價受到去年8月10日，內地司法部公佈的《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例修訂草案（送審稿）》，此送審稿一度被解讀不利民辦教育公司的併購、上市的消息。當時消息拖累了全線上市教育股的股價受壓。現時集團的已由今年6月的低位3元反覆上升至上周五收市5.4元的水平，較去同期的底位回升超過70%。現時9天相對強弱指數亦已升高位至68.591的水平，股價亦已升身穿多條主要平均線。而MACD線及訊號線於利好的區間內，短期集團的股價仍有上升的動力。集團近月的走勢，因2018/19業績表現佳而上升。建議投資可於5元附近的水平增持或吸納，長遠而言，教育已成社會發展重要的一環，未來市場空間大發展前景佳，集團在斷拼購擴大規模下，未來的發展及收入值得憧憬。

資料來源: AAStock

估值預測

以12月20日的收市價\$5.40計算，其市盈率及市帳率分別為33.06及4.45倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。2018年11月15日，中國共產黨中央委員會及中國國務院發佈《關於學前教育深化改革規範發展的若干意見。今年國家又推出《國家職業教育改革實施方案》、《中國教育現代化2035》、《加快推進教育現代化實施方案（2018—2022年）》、《職業技能提升行動方案（2019至2021年）》。之後，在2019《政府工作報告》中提出高職院校今年大規模擴招100萬人。宇華教育提供的教育程度涵蓋幼兒園至大學，而在併購加快下集團的大學收入佔比由去年度的50.8%提升至今年度的62.1%，收入結構進一步優化。集團未來會繼續發掘在中國及海外的其他潛在收購目標或合作機會，目標是優質的高等教育機構，以擴大集團的學校網絡及規模。而收購亦需要有資金，2017年2月集團上市時已集資了16.81億港元，去年5月集團向動用了國際金融提供的7500萬美元的可轉股貸款，今年1月集團與和美林證券簽訂協定，擬發行9.4億港元可轉股債券(已動用作收購之用)。近日，宇華教育計劃發行20.24億港元可換股公司債券，即兩年之內集團已通過多種方式共籌集超55億港元資金，現時集團可用作收購新項目的資金充裕，在併購擴規模的目標下集團未來的收入將會繼續快速增長。集團2018/19年度收購了3間學校，併購為集團帶來接近4萬名的在校生，相信在學生人數及學費增長的帶動下明年度集團的收入將會出現顯著增長。所以會將宇華教育的目標價定在\$6.62即相當於19.836市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有22.62%的潛在升幅。

風險因素

- 中國教育政策變動
- 集團收購進度不及預期
- 教育業界的競爭可造成價格壓力、減低經營利潤、失去市場份額、重要員工流失及資本開支增加
- 集團業務、營運及集團架構可能受中國的監管變化影響

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。

本文件由中國工商銀行（亞洲）有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。