

# IPO 認購指南

# 宇華教育 (6169.HK)

申購

2017-02-16 星期四

## 一、IPO 申購建議：

宇華教育成立於2001年，最开始仅有一所以北京大學附屬中學河南分校名義運行的學校，後來逐漸發展為擁有1所大學（鄭州工商學院）、16所K12學校、8所幼兒園的大型民辦教育集團。集團業務重心分布在中國人口最多的省份河南，旗下25所學校覆蓋河南九個城市，目前共有48220名學生在公司旗下學校就讀。

公司收入主要來自學生的學費，分教育階段來看，幼兒園課程學費為1.6萬元至3.25萬元，小學課程學費為1.4萬元至3.4萬元/年，初中課程學費為1.2萬元至3.35萬元/年，高中課程學費為1.95萬元至3.35萬元/年，大學課程學費為1.3萬至1.5萬元/年。從學生群體分布來看，大學生佔了學生群體總數的大半。分別為：大學生佔52%、高中生佔11%、初中生佔16%、小學生佔15%、幼兒園佔6%。根據於2013年、2014年及2015年記錄，鄭州工商學院畢業生就業率分別為91.3%、91.0%及83.3%，高於中國學院和大學整體的平均就業率水平，因此該大學在當地擁有較好的口碑，而K-12業務也在蓬勃發展。

於往績記錄期間，公司在招生、教師聘用及收入方面取得穩定增長。從2014年至2016年，收入從6億元增長至7.8億元，公司的總收入年複合增長率約為14.2%，學生人數年複合增長率約為16.6%，其中大學課程收入佔比36%，K-12課程收入佔比55.8%。公司目前大學課程的學校利用率約為83.5%，為歷史較高水平，未來提升空間較小；小初高課程的學校利用率總體約在50%左右，增長潛力巨大。公司的K12課程在最近幾年才開始經營，同時K12教育是一個需要口碑積累和品牌運營的行業，需要一定時間的沉澱，一般回本時間為5到7年。

預計未來收入增長主要來自三個方面，一是學費增長，根據公司過往業績表現，通常每年會上調K12學校的學費，但學費的上調需要得到政府的批准，預計每年有10%的提升；二是新學校建設，公司計劃未來繼續建設新校區來提升最大學生容量，目前有三所新高中在建設計劃中；三是提升現有學校的利用率水平，主要在：大學方面，公司計劃進一步擴建校園；對於K-12學校，公司計劃著重在閒置的土地上興建更多學校設施，從而增加現有K-12學校的容量，以應對K-12學校學位供不應求的局面，預計現有學校還可以再容納1.8萬人以上，我們認為K-12課程是公司未來重點建設的項目。公司的淨利潤由2014年的人民幣2.07億元增長至2016年人民幣3.22億元，複合年增長率為22.5%。公司2016年實現經營性現金流為4.2億元，淨現金增加1.54億元。資產負債率為55%，低於行業平均水平。淨利潤率為40%，遠高於同行業水平。

從估值的角度，目前公司估值67.8億港幣（按招股價中位數2.26港元計算），公司對應2016年淨利潤PE約為18.6倍，我們認為該估值較為合理，另外我們預計學生增速應該維持在10至15%的增長速度，配合學費的提升每年收入增速應該在20%左右，建議**申購**。

## 二、K12 行業估值比較

代碼	公司名稱	股價	市值(億)	PE			PB		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
HLG US	海亮教育	8.60	2.21	18.08	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EDU US	新東方	47.99	75.57	31.49	27.08	21.33	5.36	4.51	3.76
XRS US	好未來	75.27	60.88	50.21	48.97	34.27	14.83	11.18	8.37
1317 HK	楓葉教育	4.78	65.04	21.44	16.65	13.45	2.95	2.62	2.33
	平均			30.30	30.90	23.01	7.71	6.10	4.82

數據來源：彭博，國元證券（香港）

### 三、宇华教育（6169.HK）招股详情

名称及代码	宇华教育（6169.HK）
保荐人	中信证券国际
上市日期	2017年02月28日(周二)
招股价格	1.98-2.54 港元
集资额	16.08 亿港元（以中位数 2.26 港元计算）
每手股数	2000
入场费	5153.2
招股日期	2017年02月16日~02月21日中午12时整
国元(香港)认购截止日期	2017年02月20日
招股总数	7.50 亿股(可予调整及视乎超额配售权的行使情况而定)
国际配售	6.75 亿股(可予调整及视乎超额配售权的行使情况而定)，约占 90.0%
公开发售	7500 万股(可予调整及视乎超额配售权的行使情况而定)，约占 10.0%

数据来源：公司资料，国元证券（香港）

### 四、宇华教育（6169.HK）简介

宇华教育成立于2001年，是一家大型民办教育集团。公司未来计划选择性改变现有经营模式，转型为通过与第三方伙伴合作的轻资产模式来扩大K-12学校网络。该模式会让公司减少有关兴建新学校的资本开支，并提高资本回报。潜在第三方伙伴包括地方政府、房地产开发商及其他公立和民办办学机构，由他们提供校舍的土地使用权，并且建设学校设施，而公司负责营运及管理新学校并提供教师。公司将向就读新学校的学生收取学费，同时向第三方合作伙伴支付租金。这种轻资产模式相比较原有模式，将会使得公司资金周转更加灵活，降低整体运营风险，回本周期缩短。公司的看点在于：1、公司是河南地区最大的民办教育集团；2、实现优秀学习成绩及提供优质中国课程的良好声誉；3、公司业绩稳定，同时每年保持增长。同时根据学生的入学数量和扩张计划可以推测下一年收入规模，可预见性强；4、拥有可复制的盈利业务模式；5、稳定的管理团队。

## 五、募集资金用途

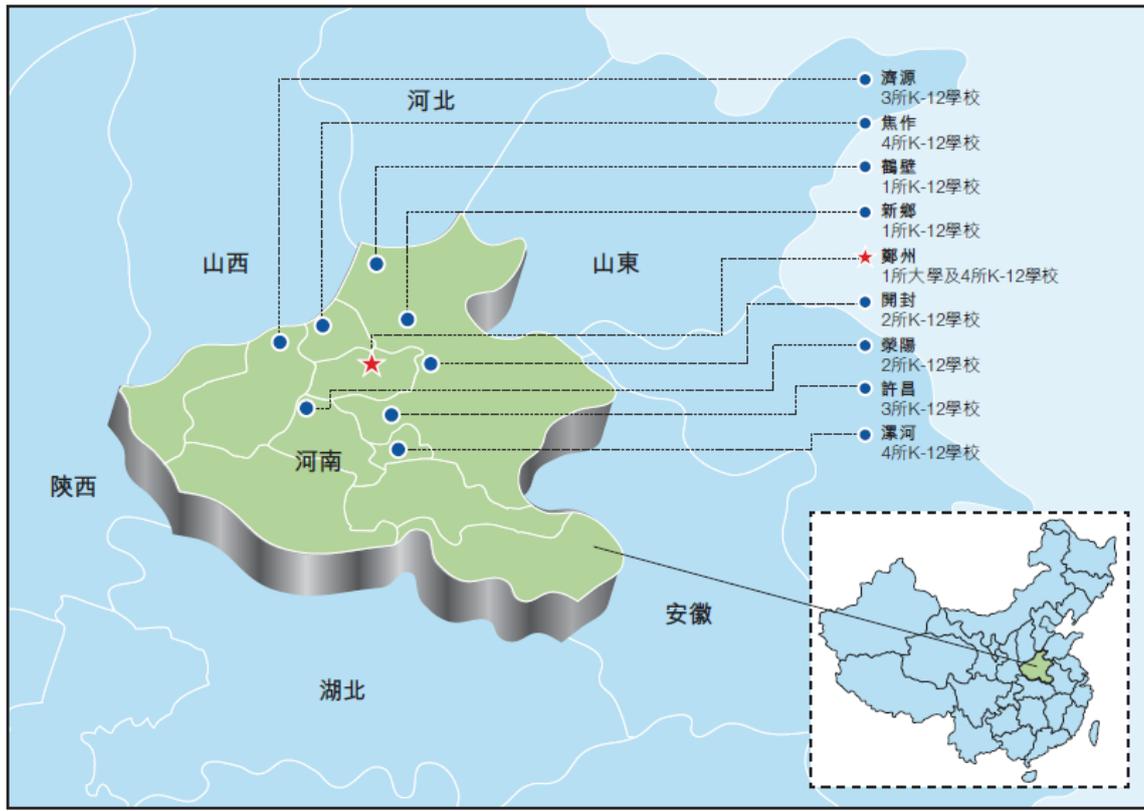
假设以中间价 2.26 港元计算，估计全球发售所得全部款项净额(经扣除与全球发售有关的包销费及应付的估计费用，并假设超额配股权未获行使)将约为 16.08 亿港元。公司目前拟将该等款项净额用作以下用途：

表 2：资金用途归类

用 途	资金分配
1) 用于建立新学校及通过轻资产模式与第三方合作发展新学校，以扩大于河南省的学校网络并进入中国其他具吸引力的市场。具体而言，计划未来三年于许昌宇华实验学校校区、开封市宇华实验学校校区及济源市宇华实验学校校区设立新高中；	约 30.0%
2) 用于收购河南省及河南省周边地区K-12学校及大学，以补充学校网络；	约 28.0%
3) 用于升级学校设施及扩充现有学校容量；	约 25.0%
4) 用于补充营运资本和其他一般企业用途；	约 10.0%
5) 用于偿还以下银行贷款；	约 7.0%

数据来源：公司资料，国元证券（香港）

表 3: 公司學校分布



数据来源: 公司资料, 国元证券 (香港)

## 免责声明

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

### 国元证券(香港)有限公司

公司地址：香港干诺道中3号中国建设银行大厦22楼

公司电邮：cs@gyzq.com.hk 公司主机：+852-37696888

公司传真：+852-37696999 服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>