

不经历疾风，怎能知劲草



《民办教育促进法》开启民办教育资本化时代

《民办教育促进法》于 2016 年 11 月正式通过，从法律层面破解了民办教育发展目前面临的法人属性、产权归属、扶持政策、平等地位等方面的突出矛盾和问题。民促法三审的核心在于非义务教育阶段民办学校可以自主选择成为非营利性或者营利性教育机构，义务教育阶段的民办学校必须为非营利性。民促法三审从营利与非营利的划分标准、税收优惠、用地政策、剩余财产处理、过渡办法等多个维度进行完善，明确了民办教育的市场属性。

《民促法实施条例（送审稿）》动摇了民办教育上市地位与扩张模式，但我们认为对高等教育影响有限

1) 关于送审稿第 12 条，K9 阶段必须登记为非营利性，未来新法若适用，那么 K9 作为标的被兼并收购也大概率不可行；高等教育可以选择登记为营利性或非营利性，兼并收购或协议控制上市在营利性前提下仍具可行性，但由于设立为营利性后，相关的土地和税收优惠减少，运营成本上升，存在盈利能力下滑的风险，可通过扩大学生规模、适当提高学费、多元化教育业务等方式进行对冲。

2) 送审稿第 7 条对民办高校的影响较大，母体高校将在政策要求下逐步实现与营利性独立学院脱钩，从财务角度看，民办高校的成本端将节省向母体高校支付的管理费。此外，由于母体高校被强制性退出，独立学院等将会加速转设成为民办普通院校，潜在的高校并购标的数量有望增加。我们认为送审稿对民办高校的影响较为有限，外延并购逻辑不受影响。

上市公司先发优势明显，进入扩张竞争时期

截至 2016 年，全国共有民办高校 742 所，新设立民办高校的牌照审批速度减缓，资源有限，民办高教行业已经进入存量博弈时代。目前行业集中度低，未来行业整合和集中度提升是必然趋势，各个民办高教集团将会加速跑马圈地，优质学校标的倾向于选择与教育从业经验丰富、业内口碑良好、运营管理能力强的教育集团合作。上市公司凭借雄厚的资本实力，通过收购进行跑马圈地，扩张学校网络，壮大集团优势。

2019 继续向前，期待估值修复

我们认为民办高校原则上可以选择登记为营利性，因此送审稿的规定限制有限。收购兼并新学校依然是高教集团业绩增长的驱动力。从政策端、需求端和供给端分析，我们认为在 2019 年政策逐渐落地明朗化后，市场悲观情绪有望缓解，板块估值有望迎来修复。

高教公司重点推荐：

公司	代码	评级	货币	股价	目标价	市盈率 FY1	市盈率 FY2	潜在升幅
中教控股	839 HK	买入	港元	9.49	13.20	21.2	19.2	39%
新高教	2001 HK	买入	港元	3.37	6.10	13.6	11.1	81%
希望教育	1765 HK	买入	港元	0.79	1.16	17.0	10.3	46%

资料来源：彭博，中泰国际研究部

陈怡
 分析员
 vivien.chan@ztsc.com.hk
 +852 3979 2941



每月分享

60+ 份细分领域深度报告

120+ 份外刊资料

最新华尔街日报、金融时报、时代周刊等

400+ 份当月券商深度报告

200+ 份国际投行细分报告

50+ 份其他

金融电子书、考证 / 培训课件等



扫码关注，回复“**研究报告**”

加入报告分享社群

搜搜报告 (ID:sosobaogao)

目录

2019 外延并购逻辑持续·期待估值修复.....	4
高等教育板块政策风险较小	4
《送审稿》暂不影响民办高校 VIE 架构和外延并购逻辑.....	4
新学校驱动业绩增长.....	4
2019 年港股高教板块有望迎来估值修复.....	4
行业整合空间大·龙头成长路径清晰.....	5
风险提示.....	5
中国学历教育体制发展.....	6
学历教育体制发展完善.....	6
民办高校需求旺盛.....	8
民办高等学院占比上升.....	8
四因素推动民办高等教育渗透率和招生人数持续上升.....	9
《民办教育促进法》开启民办教育资本化时代.....	11
《民办教育促进法》修法历程.....	11
《民办教育促进法》对高等教育的监管.....	13
“营利性”属性对高等教育的影响.....	14
上市公司先发优势明显·扩张竞争加剧.....	15
投资首选.....	16
新高教集团 (2001.HK): 应用型高教发展红利的收益者.....	16
中教控股 (839.HK): 百尺竿头 更进一步.....	18
希望教育 (1765.HK): 蜀贵高教龙头再创高峰.....	20
公司及行业评级定义.....	23
重要声明.....	24

图表目录

图表 1：上市公司积极扩张.....	5
图表 2：中国学历教育体系.....	6
图表 3：2016 年教育经费占 GDP 比重 4.2%.....	7
图表 4：高等教育经费.....	7
图表 5：民办高等院校数量.....	8
图表 6：民办高等学院占比.....	8
图表 7：独立学院数量开始下降.....	8
图表 8：民办高等教育渗透率.....	9
图表 9：高等教育入学率.....	10
图表 10：本科和专科招生人数持续上扬.....	10
图表 11：营利性和非营利性学校的主要差别.....	11
图表 12：民办教育相关法规.....	12
图表 13：新高教主要财务数据.....	17
图表 14：新高教市盈率走势.....	17
图表 15：中教主要财务数据.....	19
图表 16：中教市盈率走势.....	19
图表 17：希望教育主要财务数据.....	21
图表 18：希望教育市盈率走势.....	21
图表 19：教育公司同业对比.....	22

2019 外延并购逻辑持续，期待估值修复

高等教育板块政策风险较小

如果《民促法实施条例》最终稿和《送审稿》一样，我们相信上市的高等教育机构将会全部选择成为“营利性”，利润将受到较高所得税税率和补缴土地出让金的影响，但影响非常有限。同时，高等教育将会有更多的兼并收购的机会。另一面，我们认为法规对 K-12 阶段教育，尤其是义务教育阶段的不确定性应该还会持续一段时间。应为《送审稿》列明义务教育不允许以兼并收购的方式控制非营利性学校。我们认为这将影响 K-12 学校的扩张步伐。我们相信 2019 年将依然是政策变化较多的一年。我们预期更多法案的细节将会公布，政策和经营环境的确定性也会随之提升，教育板块的前景将更加明朗化。我们认为行业透明度的提高也会进而改善教育机构的利润可见性。

《送审稿》暂不影响民办高校 VIE 架构和外延并购逻辑

2018 年 8 月《送审稿》发布后，应发投资者对教育机构未来发展的担忧，市场情绪普遍悲观，导致港股教育板块重挫。我们认为民办高校原则上可以选择登记为营利性，因此不受送审稿第 12 条规定限制，且当前属于送审稿尚未落地的政策真空期，并购整合依旧可行。送审稿之后，中教控股、民生教育、新高教集团仍在进行对外收购，且在河南省经营三所高等院校的春来教育也成功登陆港股，进一步说明高等教育 VIE 架构和外延并购逻辑在当前环境下仍可操作。

新学校驱动业绩增长

以中教控股、民生教育、新高教集团、中国新华教育、希望教育、中国春来 6 家高教企业为统计样本，2018 上半年港股高教总营收为 22.07 亿元，同比增长 33%，主要是中教控股和希望教育外延并表大幅提高增速水平，剔除掉并表因素，中教控股和希望教育的收入增速分别约为 12% 和 21%，总的来看，高教企业收入保持平均 10-15% 的内生稳定增长。盈利端，2015-2017 年高教上市公司净利润复合增速约为 34%，2018 上半年为 33%，业绩增速整体高于收入增速，主要是上市的高校基本上运营时间较长，早已度过爬坡期，边际成本增量有限，业绩加快释放，净利率稳步提升。

2019 年港股高教板块有望迎来估值修复

受《送审稿》政策波动影响，港股高教板块估值明显下移，相较高峰时期估值折价幅度近 50%。政策端，《送审稿》发布对板块估值形成压制，导致估值出现较大幅度调整，但本质上高教的外延并购逻辑不变。需求端，高考报名人数重回增长通道，2018 年达到 975 万人，同比增加 35 万人，创下 2010 年来新高。供给端，2017 年我国高等教育毛入学率仅为 45.7%，与发达国家普遍 50% 以上的水平相比仍有差距，高等教育在我国仍属稀缺品。总的来看，高等教育板块面临的政策风险相对较小，需求端生源基数扩大，而供给端名额数量有限，在 2019 年政策逐渐落地明朗化后，市场悲观情绪有望缓解，板块估值有望迎来修复。

行业整合空间大，龙头成长路径清晰

我们估计 2018/19 学年，港股上市的 6 家高教企业旗下 35 所高等院校的在校生人数合计超过 39 万人，占 2017 年全国民办高校在校生 628 万人的 6%，行业集中度有所提高，但依然偏低。较低的市场集中度为龙头企业提供了广阔的整合空间。以高等教育龙头中教控股为例，从上市之初的三所院校，到现在旗下共有 7 所高校，上市不足 1 年，学生规模接近翻倍。除了中教，其他高教机构也积极寻找收购标的，扩张学校网络和辐射范围。

图表 1：上市公司积极扩张

上市公司	上市时旗下学校数/学生数	截止 2018 年底学校数 (不包括未并表学校) /学生数
中教控股	3 所/7.5 万	7 所/14.4 万
新高教	2 所/3.3 万	4 所/7.9 万
民生教育	4 所/3.2 万	10 所/6.6 万

资料来源：中泰国际研究部

我们认为增强学校的市场地位和名誉，学校自身的进化也是学校在成长路径上不可缺少的一部分。对于民办学校而言，学校的声誉直接与学费水平相关，民办学校将会继续提高自身的教育质量以提升民办大学在学生和家长心目中的地位，提升渗透率。民办高校相比较公办大学可以依据市场需求提供更加灵活的课程，培养出更适应就业市场的毕业生。民办学校可以进行推广和宣传，改变学生和家長对于应用型大学了解片面的现状，通过线上和线下的渠道提高社会对民办学校的品牌意识，以吸引更多的生源。

向外扩张，加上自身学校进化，提高教学质量，将会是未来民办高校成长路上的主旋律。在《送审稿》要求公办母校退出独立学院、民办高校负债运营偿还压力较大等背景下，市场上的潜在并购标的数量有望增加，龙头企业通过并购整合能有效促进规模和业绩增长，成长路径清晰。

风险提示

政策的变化依然会是行业的主要风险。公司层面的投资风险包括并购步伐减慢；招生人数低于预期；并表速度慢于预期等。

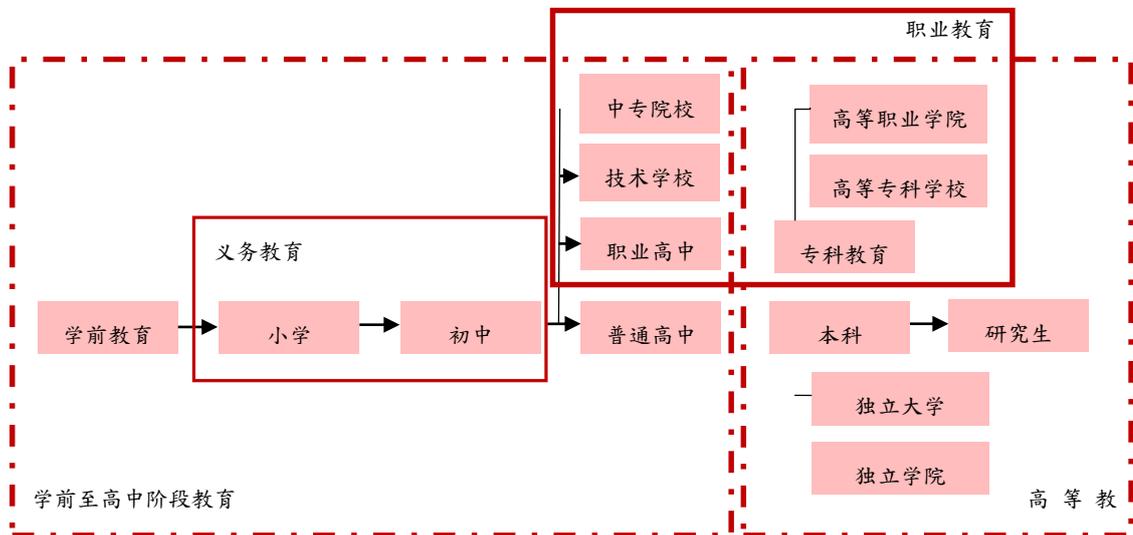
中国学历教育体制发展

学历教育体制发展完善

学历教育是指学生完成学业后，由学校颁发国家统一印制的毕业证书和学位证书。非学历教育是指各种培训、进修，完成学业后，由培训部门颁发相应结业证书。学历教育按学习阶段分为学前教育、义务教育（包括小学和中学阶段）、高中和高等教育阶段。高中阶段教育包括普通高中、职业高中、技术学校和中专院校。高中阶段之后的教育正式进入高等教育阶段，按层次分为专科、本科和研究生教育。专科层次包括高等职业技术学院和高等专科学校。本科层次包括独立大学和独立学院。独立学院是由普通本科高校（申请者）与社会力量（合作者，包括企业、事业单位、社会团体或个人和其他有合作能力的机构）合作举办的进行本科层次教育的高等教育机构。独立学院的举办方是普通高校，合作方的社会力量。独立学院在设立之初弥补了中国高等教育不足的问题，成为中国高等教育体制组成的重要部分。专科层次教育与中专院校、技术学校、职业高中又组成了职业教育。

根据学校的举办者以及办学经费的来源不同，各个阶段的学历教育又可划分为公办和民办。公办教育由国家或地方政府建立及运营，办学经费主要来源于公共教育支出，而民办教育由国家机构以外的社会组织或者个人建立及运营，办学经费主要来源于非国家财政性经费。

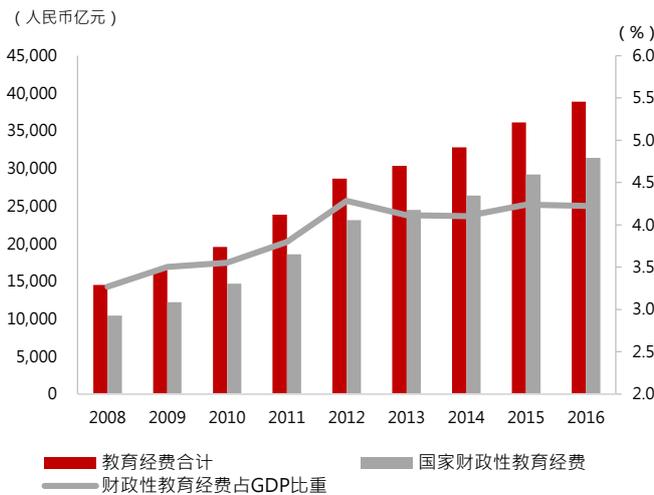
图表 2：中国学历教育体系



资料来源：中泰国际研究部

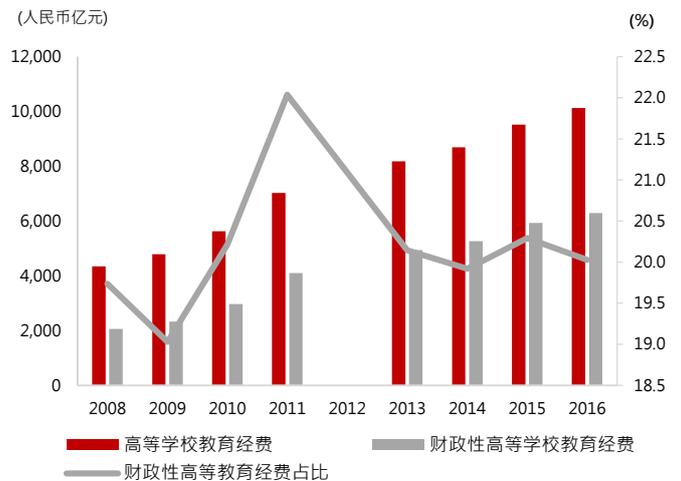
我国 2016 年教育经费为 38,888 亿元，其中财政性教育经费为 31,396 亿元，占国内生产总值比重为 4.2%，根据弗若斯特沙利文报告，此比重低于美国（6.0%）、法国（6.0%）以及英国（5.3%）的占比。我国财政性教育经费十年复合增长率为 19.8%，高于 GDP14.8% 的复合增长率。其中，财政性高等教育经费也以 18.7% 的复合增长率增长，2015 年达人民币 5,930 亿元，占财政性教育经费的比重为 20.3%，高于美国（19.4%）。我国目前的教育投入逐年持续增大，但相比欧美发达国家仍有增长的空间，而高等教育的投入占比高于美国等发达国家水平，已经跃升世界高等教育大国前列。

图表 3：2016 年教育经费占 GDP 比重 4.2%



资料来源：万得、中泰国际研究部

图表 4：高等教育经费



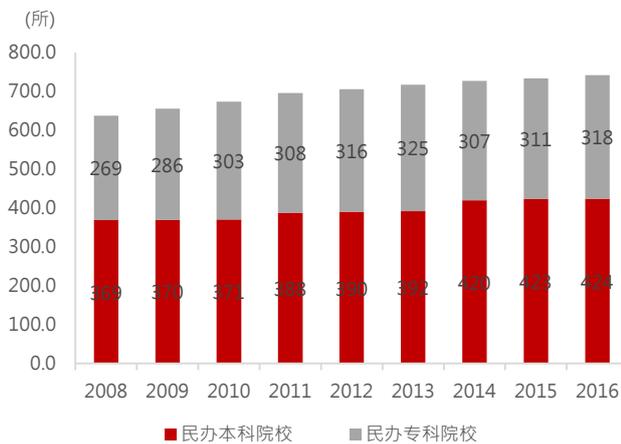
资料来源：万得、中泰国际研究部

民办高校需求旺盛

民办高等学院占比上升

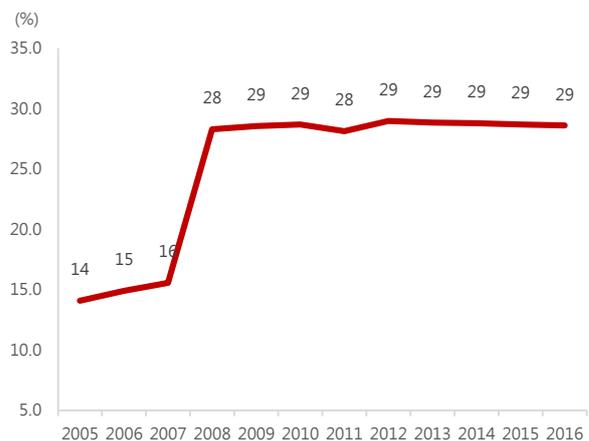
截至 2016 年，全国有高等院校 2,596 所，按照本科专科划分，本科院校 1,237 所，专科院校 1,359 所；按照公办民办划分，公办高等院校 1,854 所，民办高等院校 742 所。民办高校的比重从 2004 年的 13.1% 上升至 2016 年的 28.6%。742 所民办高校中民办本科有 424 所（包括 266 所独立学院），民办专科 318 所，民办本科相比 2008 年的 369 所增加了 55 所（15%）。2008 年教育部发布《独立学院设置与管理办法》，规定将独立学院计入本科高等学校校数统计，高校统计方法发生变化，2008 年开始增加至 369 所。《办法》同时规定了实施起 5 年内，符合一定条件的独立学院可以与大学脱钩，转设为独立大学。因此独立学院的数量在 2010 年后逐步下降。

图表 5：民办高等院校数量



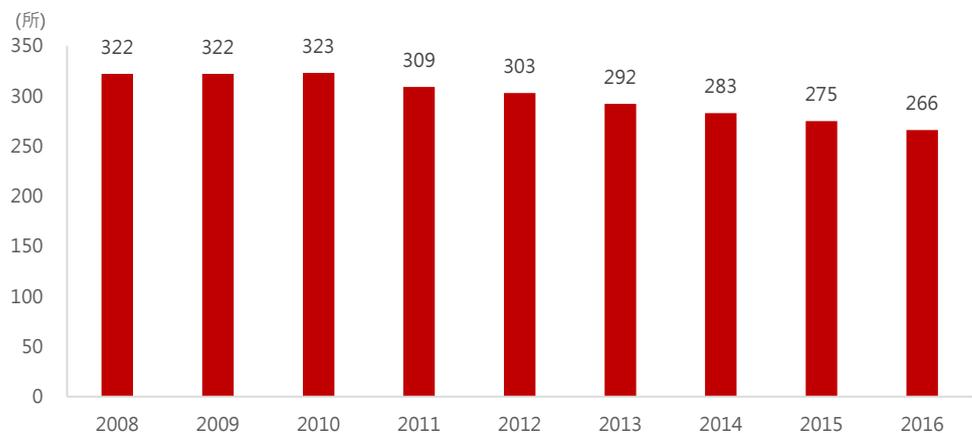
资料来源：统计局、中泰国际研究部

图表 6：民办高等学院占比



资料来源：万得、中泰国际研究部

图表 7：独立学院数量开始下降



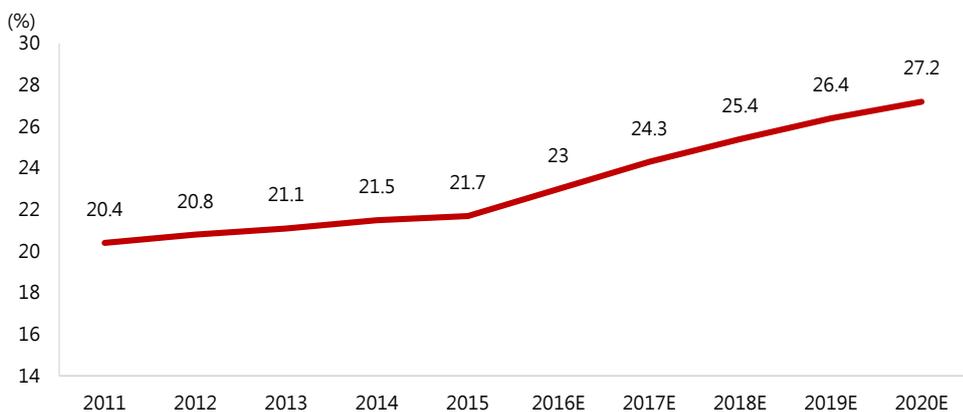
资料来源：万得、中泰国际研究部

四因素推动民办高等教育渗透率和招生人数持续上升

中国民办高校的渗透率从 2011 年的 20.4% 升至 2015 年的 21.7%，并预期于 2020 年进一步增至 27.2%，表示民办教育的重要性日渐提高，更多学生将选择就读民办大学或学院。这背后主要的推动力是：

- 1) 政府支持。政府推出各项政策推动行业发展，其中《民办教育促进法》包括现行法律的修改，民办学校可选择注册为营利性实体或非营利性实体。营利性实体可自主厘定收取的学费，而无需寻求相关政府机关的批准。
- 2) 财富效应及对高等教育的需求增加。随着中国人均收入增加和居住生活条件改善，大众更加意识到教育的重要。凭借对高等教育快速增长的需求及相对有限的公共高等教育资源之间的缺口，民办教育已取得长足发展。预计中国高等教育整体招生率将继续快速上升，其中公共教育资源的发展将保持稳定。因此，民办教育将填补该缺口并保持强劲发展。
- 3) 劳动力供需的结构性失衡。中国教育机构与产业结构不匹配的情况导致就业市场存在“就业难”及“用工荒”的问题。民办高等教育机构主要培养学生具备实践经验及适用技能，以及培养技术技能人才，以就业为导向，弥补应用型人才的严重不足。
- 4) 教育质量提升。一批在资源及教育质量方面可与一流公立大学媲美的领先民办大学的兴起，表明该等民办大学的教育质量提高及社会认可度提升。民办高等学历教育机构的毕业生就业率及毕业生平均入职薪酬相对较高，预期将吸引更多学生及家长考虑民办高等教育，进而推动民办高等学历教育行业的增长。

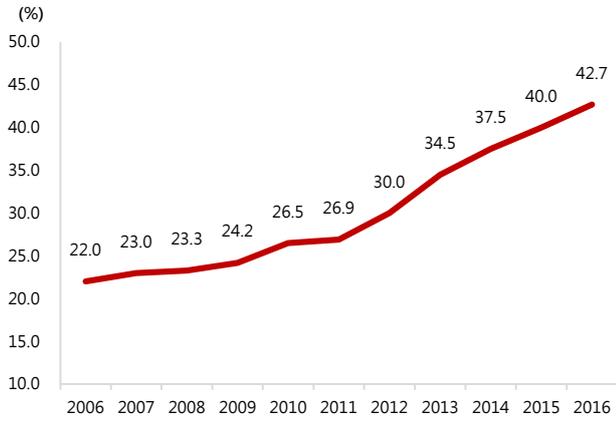
图表 8：民办高等教育渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文、中泰国际研究部

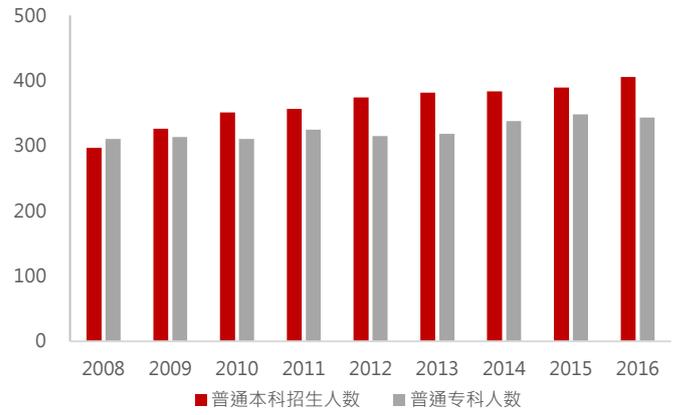
高等教育在适龄（18 岁-22 岁）人口中的毛入学率由 2006 年的 22% 提升至 2016 年的 42.7%。高等教育招生总人数从 2008 年的 608 万人递增至 2016 年的 749 万人，年复合增长 2.6%；期内本科招生人数和专科招生人数分别年复合增长 4.0% 和 1.3%。2016 年本科招生人数和专科招生人数分别占比 54% 和 46%。

图表 9：高等教育入学率



资料来源：万得、中泰国际研究部

图表 10：本科和专科招生人数持续上扬



资料来源：万得、中泰国际研究部

《民办教育促进法》开启民办教育资本化时代

《民办教育促进法》修法历程

为实施科教兴国战略，促进民办教育事业的健康发展，以及维护民办学校和受教育者的合法权益，2002 年全国人大常委会通过《民办教育促进法》（《民促法》），自 2003 年 9 月实施。

之后在 2010 年国家提出修改《民促法》前，围绕《民促法》还出台了一系列法规条文，例如 2004 年实施的《民办教育促进法实施条例》等。

2015 年，《教育法》和《高等教育法》获表决过会。《民促法》因当时分歧教大，暂缓表决。

2016 年 1 月，《民办教育促进法》修正案草案二次审议稿公布，民办学校的分类标准出台，民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。

2016 年 11 月，延期再修的民促法修订草案内容做了新的修改，民促法修改草案在第三次审议后获得人大常委会通过，确定在 2017 年 9 月 1 日实施新修订版的民促法。

民促法修正案指出，民办学校举办者可以自主选择设立非营利性或营利性民办学校，但提供义务教育阶段(小学一年级至初中三年级)的民办学校不能设立为营利性。修正案强调了民办学校与公办学校相等的法律地位，规定了非营利性和营利性民办学校在财政、税收优惠、用地、收费等方面的差别化扶持政策。顾名思义，非营利性学校的股东不得从办学结余中取得分红收益，收取费用全部用于办学和学校未来的发展建设。学校的举办者可以自行选择开办营利或非营利民办学校。两类学校将得到不同程度的政策扶持。

图表 11：营利性和非营利性学校的主要差别

要点	营利性民办学校	非营利民办学校
准入	不得实施义务教育	没有限制
办学收益	举办者可以取得办学收益，学校的办学结余依照公司法等有关法律、行政法规的规定处理	举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学
收费	收费标准实行市场调节，由学校自由决定	收费标准由省、自治区、直辖市人民政府制定
政府财政扶持政策	县级以上各级人民政府可以采取购买服务、助学贷款、奖助学金和出租、转让闲置的国有资产等措施对民办学校予以扶持	县级以上各级人民政府可以采取购买服务、助学贷款、奖助学金和出租、转让闲置的国有资产等措施对民办学校予以扶持。对非营利性民办学校还可以采取政府补贴、基金奖励、捐资激励等扶持政策
税收优惠	民办学校享受国家规定的税收优惠政策	非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策
土地政策	地方人民政府可以依法以招拍挂或者协议方式供应土地，也可以采取长期租赁、先租后让、租让结合的方式供应土地。土地出让价款和租金，可以给予适当优惠并可以在规定期限内按合同约定分期缴纳。教育用地不得用于其他用途	新建、扩建营利性民办学校，人民政府应当按照与公办学校同等原则，以划拨等方式给予用地优惠。教育用地不得用于其他用途

资料来源：教育部、中泰国际研究部

图表 12：民办教育相关法规

时间	颁布机构	政策法规	相关内容
2002 年	人大常委会	《民办教育促进法》	对民办学校设立、组织活动等做出详细规定
2004 年	国务院	《民办教育促进法实施条例》	保证《民办教育促进法》的更好实施
2005 年	发改委教育部	《民办教育收费管理暂行办法》	规范民办学校的收费行为
2007 年	教育部	《民办高等学校办学管理若干规定》	规范实施专科以上高等学历教育的民办学校的办学行为
2008 年	教育部	《独立学院设置与管理办法》	对独立学院的设立等做出规定
2010 年	国务院	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010 - 2020 年）》	基本普及学前教育；巩固提高九年义务教育水平；普及高中阶段教育；大力支持民办教育，依法管理民办教育，积极探索营利和非营利性民办教育分类管理
2012 年	教育部	《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》	充分发挥民间资金推动教育事业发展的作用、拓宽民间资金参与教育事业发展的渠道、制定完善促进民办教育发展的政策、引导民办教育健康发展、健全民办教育管理与服务体系
2015 年	教育部	《教育法》、《高等教育法》、《民办教育促进法》等一篮子教育法律修正案	将教育法第二十五条第三款“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”改成“以财政性经费、捐赠资金举办或者参与举办的学校或者其他教育机构不得设立为营利性组织”。删除高等教育法第二十四条关于设立高等学校“不得以营利为目的”内容。
2016 年	全国人大	《民办教育促进法》二次修订	支持和规范社会力量兴办教育，保证民办教育事业健康发展。
2016 年	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	《规划》提出，利用信息化手段不断扩大优质教育资源覆盖面，以构建网络化、数字化、个性化、终身化的教育体系，建设学习型社会；推进就业、养老、教育、职业培训、技能人才评价、工伤、生育、法律服务等信息全国联网，构建线上线下相衔接的信息服务体系。
2017 年	教育部等五部门	《民办学校分类登记实施细则》	重点解决营利性民办学校“能办什么学校”、“怎么办”、“怎么办好学”的问题，对营利性民办学校的设立、组织机构、教育教学、财务资产、信息公开、变更与终止、监督与处罚等内容作出安排
2018 年	教育部	《民促法（修订草案）（征求意见稿）》	支持和规范社会力量兴办教育，保证民办教育事业健康发展；再次强调营利性学校与非营利性学校各行其道的宏观导向
2018 年	司法部	《民促法实施条例》（送审稿）	实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校；继续强调公开、公平、公允的原则，强调建立利益关联方交易的信息披露制度；对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。

资料来源：教育部、司法部、其他报告、中泰国际研究部

《民办教育促进法》对高等教育的监管

2018 年 4 月教育局发布了《民促法实施条例(修订草案)(征求意见稿)》，对修订 2004 年版的《民促法实施条例》面向社会公开征求意见。

2018 年 8 月司法部发布了《民促法实施条例(修订草案)送审稿》(《送审稿》)，《送审稿》在 4 月的征求意见稿的基础上做了修改。虽然《送审稿》不是最终版，但对最终出版的《民促法实施条例》具有强烈的参考意义。

《送审稿》中与民办高等教育相关的条例：

1. 《送审稿》第七条新增内容中明确提出“公办学校参与举办非营利性民办学校时，不得以品牌输出方式获得收益。”

这项改动将会加速全国 200 多所独立学院(包括 80 多所“校中校”)的脱钩改制，有利于加快优质民办高等教育公司对于独立学院的整合。独立学院的举办人将于母体学校协商脱钩的程序和费用，因为有了法规的强制要求，母体学校的议价能力将降低。一旦政策设下转制的时间底线，很可能会出现零买断费的情况，预计短期将会有更多的独立学院选择尽早“脱钩”。大部份独立学院每年向母体学院上缴营业收入的 10%-20%作为管理费，正式脱钩后，独立学院将省下昂贵的管理费。

2. 《送审稿》第十二条“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。”

第十二条是《送审稿》中最定义最不清晰、市场争议最大的一条。条例并没有对“集团化办学”、“协议控制”给出定义。

我们认为两种解读的可能性较大：解读 1.集团化办学指的是同一举办人控制多所学校的情况。条例的目的在于隔离同一举办人名下的多个学校，避免出现循环出资或互相抵押的情况，防止单体学校资金断裂而其他学校的运营风险。同时隔离非营利学校之间的运营风险，防止营利性学校和非营利性学校之间的利益输送。条例中的“协议控制”并不是针对很多学校执行中的 VIE 架构。解读 2.条例彻底否定学校集团对非营利性学校的收购；并且“协议控制”针对的是 VIE 架构。

我们认为第 1 种解读的可能性较高。对于将来选择成为“营利性”的高等教育机构，这条例则不适用。

3. 《送审稿》第四十五条明确非营利性民办学校允许关联交易，但与关联方的交易需要受到教育行政部门、人力资源社会保障部门的监管。

条例在允许民办学校建立关联方教育的前提下，加强对学校关联交易公允性的监管，确保其必要性、合法性、合规性。如果第十二条内的“控制协议”是指 VIE 架构，将会与第四十五条形成冲突，因此，我们认为第四十五条明确了 VIE 架构的可行性和合法性。

4. 《送审稿》第五十五条实施学前教育、学历教育的民办学校使用土地，地方人民政府可以依法以招拍挂或者协议方式供应土地，也可以采取长期租赁、先租后让、租让结合的方式供应土地，土地出让价款和租金，可以给予适当优惠并可以在规定期限内按合同约定分期缴纳。

《送审稿》再一次明确营利性民办学校可享受相应的税收优惠政策，以及允许地方政府以优惠条件向营利性学校提供土地，两项条款为地方政府向营利性学校提供税收、土地优惠建立了法律基础。

《送审稿》不是最终版本，目前还在修订阶段，在最终版生效以前对行业并无实质影响。而税收和土地优惠政策未明确以前，现有民办学校暂时不做出选择。各个省份地区将按当地民办教育行业情况出台实施细则。已知的大部分地区都将给予民办学校 3-5 年过渡期，例如四川省要求民办学校举办者在 2020 年 9 月 1 日前提交办学属性的选择。选择成为营利性的高等教育机构，应当在 2023 年 9 月 1 日前完成登记手续。我们预期其他省份将陆续出台适合当地情况的民促法实施细则。

“营利性”属性对高等教育的影响

我们相信大部分高等教育机构将会选择成为营利性学校。我们总结了高等教育机构选择成为营利性学校以后的影响：

学费：《民促法》中指出营利性学校可以按市场调节机制，自由制定收费标准。放开高等学校的定价权将促进市场竞争，有利于提升利润。

税率：我们预计高等教育机构的有效税率将提升至 15%-20% 之间。在《民促法》之前，大部分民办学校都注册成为“不要求合理回报”，因此，可以和公办学校一样享受减免所得税的优惠。教育机构成为营利性以后需要依法缴纳 25% 的企业所得税，但我们认为大部分地区政府将给予民办教育 15% 的优惠税率。对于大部分香港上市的高等教育机构来说，提升学费和住宿费将抵消税率上升的影响。独立学院与母体学校脱钩而节省的管理费，也将抵消税率的影响。所以，我们认为税率上升是对高等教育的影响是中性至正面的。

土地：《民促法》中表明营利性学校用地将以出让形式给予。以前“不要求合理回报”的学校用地大部分是政府的划拨地。营利性学校需要以出让价收购土地，当地政府可以给予适当优惠。我们从上市公司了解到，选择成为营利性以后，学校需要补缴土地出让金，具体金额将与当地政府磋商而定。对于上市公司，出让金将成为资本开支的一部分，将以 50 年年限做折旧处理，预计每年将轻微增加折旧开支。我们认为出让金对于高等教育机构的利润影响有限。

未来扩张：《民促法》没有限制营利性学校以收购方式扩张。我们认为教育部限制义务教育机构成为营利性，限制义务教育机构收购兼并是因为为了确保每个适龄人群，不论贫富水平都可以享受义务教育；以及确保义务教育学校避免激进的收购动作产生不稳定性对学生的影响。但高等教育与义务教育的定位不同，民办高教不会与公办高教产生直接竞争性。而且，独立学院强制脱钩的政策也为优质民办高教创造兼并扩张的市场条件。我们预期未来 1-2 年将是独立学院专设脱钩的高峰期。

上市公司先发优势明显，扩张竞争加剧

民办高教作为我国教育体系中重要一环，未来的需求增长确定，行业景气势必带来新进入者。相对于学前教育以及 K12 阶段的学历教育，高等教育进入门槛相对较高，在监管批文、营运经验及管理能力和品牌知名度及生源、可用土地及相关设施、资本要求、教学团队等方面都有相应壁垒。截至 2016 年，全国共有民办高校 742 所，新设立民办高校的牌照审批速度减缓，资源有限，民办高教行业已经进入存量博弈时代。

2017 年以来，民办高教加速登陆资本市场。2017 年 3 月 22 日，民生教育 (1569.HK) 登陆港交所，正式开启民办高教资本化。目前行业集中度低，按学生人数就算，上市的高教集团的市场份额不到 10%，未来行业整合和集中度提升是必然趋势，各个民办高教集团将会加速跑马圈地，优质学校标的倾向于选择与教育从业经验丰富、业内口碑良好、运营管理能力强的教育集团合作。上市公司凭借雄厚的资本实力，通过收购进行跑马圈地，扩张学校网络，壮大集团优势。

投资首选

新高教集团 (2001.HK) : 应用型高教发展红利的收益者

首次覆盖给予「买入」评级，目标价港元 6.10

新高教现在估值为 2018E/2019E 年的 16.1 倍/13.0 倍。我们给予新高教目标价 6.10 港元。我们预测 2018E 净利润 2.8 亿人民币，以及未来三年(2018E-2019E)的净利润复合增长 24.6%。目标价约等于 2019E 年市盈率的 20 倍，1.0 倍 PEG，或者 15 倍 2019E EV/EBITDA。我们认为民办高校未来 3-5 年仍处于高增长时期，所以市盈率估值法(PE)和市盈率相对盈利增长(PEG)更适合用于高增长期中的民办高教。

专注培养应用型人才

新高教坚定应用型人才培养战略，以市场为导向，以雇主需求为办学方向。课程设计都精准的定位于应用型课程，学生在结束课程后具备基本就业所需的行业技能与专业知识。通过丰富的校企合作，新高教的学生有机会在一些知名企业进行实习，或接手一些企业的外包工作，从而获得实践经验。这种办学策略令新高教毕业生就业率领先于同业，受到学生、家长、企业的认同。新高教对于应用型人才的培养有助于解决应用型人才紧缺的难题。

专注于高等教育入学率较低地区

中国高等教育存在两大问题：1) 平均入学率不高；2) 地区分布不均。新高教坚持在低高等教育毛入学率区域发展战略，旗下学校大多分布在拥有较高的入学率增长潜力的中西部省份。入学率较低的省政府迫切地希望提升高等教育的录取率，将会给予优质高教更多的招生名额。弗若斯特沙利文预期到 2020 年云南、贵州、黑龙江和甘肃省的平均高等教育录取率将分别上升至 40.8%、41.1%、46.3% 以及 32.4%。我们认为新高教的地区优势明显，在校生规模能保持业内领先的增速。

风险提示

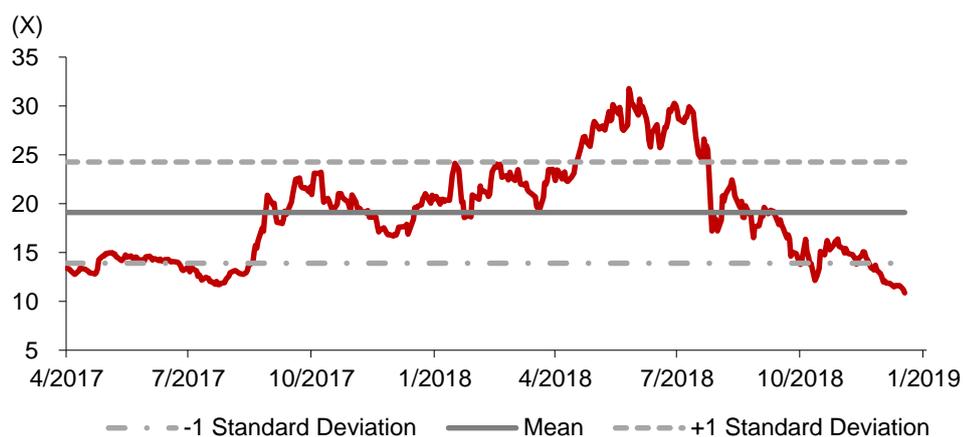
1) 政策的不确定性；2) 一级市场竞争加剧；3) 延迟并表风险。

图表 13：新高教主要财务数据

年结12月31日 (人民币百万)	2016年实际	2017年实际	2018年预测	2019年预测	2020年预测
收入	341	414	536	906	1,312
增长率(%)	24.5	21.5	29.3	69.0	44.9
净利润	112	233	282	369	452
增长率(%)	7.6	108.8	21.0	30.7	22.3
摊薄后每股盈利	0.098	0.173	0.210	0.258	0.316
增长率(%)	7.6	77.4	21.0	23.1	22.3
对比前每股盈利 (%)			N/A	N/A	N/A
市场共识每股盈利(人民币)			0.209	0.292	0.374
净资产收益率 (%)	18.1	17.9	15.5	18.0	19.4
市盈率 (倍)	47.6	26.8	22.2	18.0	14.7
市账率 (倍)	7.5	3.9	3.5	3.1	2.7
股息率 (%)	0.0	0.8	1.4	1.7	2.0
每股股息 (港元)	0.000	0.054	0.088	0.108	0.132

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 14：新高教市盈率走势



资料来源：彭博，中泰国际研究部

中教控股 (839.HK) : 百尺竿头 更进一步

首次覆盖给予「买入」评级，目标价港元 13.20

中教上市以来的估值在市盈率范围在 18-36 倍，早前因为《民促法实施条例》送审稿的出台，中教的估值下调到 20 倍。随着政策的趋势明朗化，我们认为中教的估值将会回到估值区间的平均值附近。我们给予中教港元 13.20 的目标价，相当于 25 倍 2019E 市盈率。我们认为中教体量较大，协同效应明显，收购兼并经验丰富，执行力强，内生外延动力充足，资金实力雄厚，所以预期估值应该比竞争对手有 20% 溢价。我们的目标价约等于 22 倍 EV/EBITDA。

品牌效应明显，扩建校园+提升学费增长可期

校园扩容计划包括：1) 为白云学院建设新校区，第一期容量为 8000 人。2019 年 3 月完成后，将白云学院接受继续教育的 8,000 人搬去新校区，腾出地方可以为白云学院和白云技师学院招收更多的学生；2) 松田大学和松田学院的利用率较低，随着中教收购，相信可以争取到更多招生名额，利用率将稳步上扬。中教也计划将松田学院申请成为本科大学。校园扩容的同时，中教也将持续优化课程设计和内容，以进一步增强课程的竞争力和吸引力。我们预期学费平均每年增长 3%-4%。

良好高效的并购记录铸就行业领军地位

中教在上市以后接连宣布收购 4 所高校，是业内收购速度和效率最高的高教集团。鉴于中国铁路行业发展迅速，人才短缺，2018 年 3 月中教布局中西部职业学校，同时收购郑州和西安以铁道交通为主打科目的学校。6 月中教又收购广州松田大学和松田学院，一年内为集团增加 50,000 名学生。中教更与 IFC 和惠理等联手，增强资金实力，助力公司在高教领域大展拳脚。

投资风险

1) 政策风险；2) 对利润贡献大的学校利用率较高；3) 投后管理风险。

图表15：中教主要财务数据

年结8月31日 (人民币百万)	2017年实际(年 结12月)	2018年实际	2019年预测	2020年预测	2021年预测
收入	949	933	1,915	2,069	2,200
增长率(%)	10.2	(1.7)	105.3	8.0	6.4
净利润	421	358	767	847	887
增长率(%)	(0.4)	(15.2)	114.6	10.4	4.8
摊薄后每股盈利(人民币)	0.277	0.176	0.378	0.417	0.437
增长率(%)	(0.4)	(36.3)	114.6	10.4	4.8
对比前每股盈利 (%)			N/A	N/A	N/A
市场共识每股盈利			0.428	0.497	0.540
净资产收益率 (%)	10.3	6.0	12.1	12.4	12.1
市盈率 (倍)	29.8	46.8	21.8	19.8	18.9
市账率 (倍)	2.2	2.7	2.5	2.4	2.2
股息率 (%)	0.0	0.8	2.1	1.8	1.9
每股股息 (港元)	0.000	0.074	0.196	0.168	0.176

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 16：中教市盈率走势



资料来源：彭博·中泰国际研究部

希望教育 (1765.HK) : 蜀贵高教龙头再创高峰

首次覆盖给予「买入」评级，目标价港元 1.16

我们首次覆盖希望教育集团，给予买入评级，目标价为港元 1.16。希望教育上市后市盈率估值最高在 28 倍，平均市盈率 16 倍。我们认为高等教育的合理预估市盈率在 18 倍-20 倍。由于希望教育的市值以及流动性较低，我们给予的目标价为 15 倍预估 (2019E) 市盈率。我们的目标价约等于 9.8 倍 2019E EV/EBITDA，或 0.6 倍 PEG。

十年飞跃发展，聚焦中西部高教需求

希望教育自 2005 从四川起步，在十年间，分别自建 4 所学校和收购 5 所学校，分布在四川、贵州和山西。公司是四川和贵州省最大的高教集团。按截止 2017 年 12 月 31 日的就读学生人数计算，希望教育是中国第二大民办高等教育机构。在教育资源供需失衡的情况下，中西部高等教育毛入学率大幅低于全国平均水平，对优质高教需求旺盛。2018/19 年共有在校生 83,238 名。

利润增长：学校扩容+外延并购+提升学费

希望教育正在为四川天一学院和贵州应用技术学院进修扩建。西南交通大学希望学院和山西晋祠医学院亦有扩建计划。公司还在为四川天一学院、四川文化传媒职业学院和四川托普信息技术职业学院向省教育厅提出“专升本”的申请。外延方面，公司公布在未来 3 年自建三所新学院的计划，并按人数增长逐年匹配校舍和设备。我们保守预期 2018/19-2020/21 年间在校人数复合增长 11.6%。预测希望教育 2018E/2019E 净利润分别同比上升 28.2%/66.7%，主要来自于新学校并表的效应，每年 11%-13%在校人数的增长，以及平均 3%-5%学费提升。

风险提示

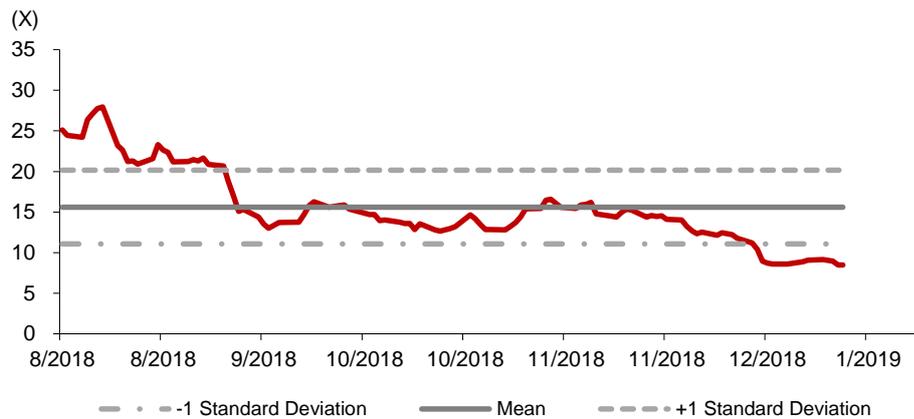
1) 政策风险；2) 并购竞争加剧；3) 股东背景风险。

图表 17：希望教育主要财务数据

年结12月31日 (人民币百万)	2016年实际	2017年实际	2018年预测	2019年预测	2020年预测
收入	614	752	1,001	1,134	1,285
增长率(%)	26.2	22.5	33.1	13.2	13.3
净利润	155	210	269	448	501
增长率(%)	136.6	35.5	28.2	66.7	11.9
摊薄后每股盈利(人民币)	0.023	0.031	0.039	0.064	0.075
增长率(%)	N/A	35.5	28.2	66.7	11.9
对比前每股盈利 (%)			N/A	N/A	N/A
市场共识每股盈利			0.047	0.081	0.102
净资产收益率 (%)	43.5	37.7	14.4	11.9	12.1
市盈率 (倍)	27.6	20.4	15.9	9.5	8.5
市账率 (倍)	9.2	6.6	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	0.0	0.0	1.3	2.1	2.3
每股股息 (港元)	0.000	0.000	0.010	0.016	0.018

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 18：希望教育市盈率走势



资料来源：彭博，中泰国际研究部

图表19：教育公司同业对比

公司	代码	市值		3 个月平均			每股盈利增 长 Y1(%)	每股盈利增 长 Y2(%)	历史股息率 (%)	市帐率 FY0 (x)	市帐率 FY1 (x)	EV/EBITDA FY1	ROE FY0 (%)	ROE FY1 (%)	
		股价(当地货币)	市值(百万美元)	成交量 (百万美元)	市盈率 FY0 (x)	市盈率 FY1 (x)									市盈率 FY2 (x)
K12															
博实乐	BEDU US	11.30	1,400	2.5	38.3	23.8	19.3	60.8	23.6	N/A	3.49	3.08	23.0	11.3	12.4
枫叶教育	1317 HK	3.06	1,163	7.2	14.1	11.7	9.6	19.9	22.4	2.7	2.18	1.99	10.2	17.9	17.6
睿见教育	6068 HK	2.66	693	1.4	15.5	11.2	9.5	38.0	18.8	2.9	2.49	2.16	13.0	17.0	19.5
天立教育	1773 HK	1.44	381	0.6	N/A	13.4	10.1	N/A	33.0	N/A	N/A	1.14	15.3	20.2	14.8
综合性															
宇华教育	6169 HK	3.02	1,258	4.6	15.5	12.1	10.6	28.2	14.7	3.0	2.45	2.14	11.6	17.8	19.0
成实外教育	1565 HK	3.88	1,529	0.4	33.9	26.5	20.6	28.0	28.9	2.1	3.78	3.57	24.6	12.9	14.2
博骏教育	1758 HK	1.58	166	0.3	46.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.21	N/A	17.8	2.8	N/A
21 世纪教育	1598 HK	0.93	145	0.2	N/A	16.3	13.5	N/A	20.0	N/A	N/A	N/A	8.7	33.4	13.0
高等教育															
中教集团	839 HK	9.49	2,446	6.5	46.8	21.8	19.8	114.6	10.4	0.8	2.7	2.5	33.5	6.0	12.1
新高教集团	2001 HK	3.46	632	3.2	16.9	14.0	11.4	21.0	23.1	13	2.4	2.2	12.2	17.9	15.5
希望教育	1765 HK	0.79	672	1.9	20.9	17.0	10.3	22.8	66.3	0.0	6.8	1.2	17.0	37.7	13.9
民生教育	1569 HK	1.34	687	0.7	17.1	13.3	10.6	28.3	25.0	N/A	1.56	1.39	9.6	11.3	10.6
春来教育	1969 HK	1.48	227	0.1	9.2	6.5	4.6	42.9	40.0	N/A	2.61	0.94	7.3	22.9	17.1
新华教育	2779 HK	1.85	380	0.4	N/A	10.8	9.0	N/A	20.0	N/A	N/A	1.13	6.6	19.5	13.0
培训机构															
好未来	TAL US	26.86	15,237	128.7	71.1	49.9	34.3	42.3	45.4	N/A	8.21	8.02	51.7	18.6	18.5
新东方	EDU US	58.62	9,302	114.1	31.3	24.8	18.9	26.6	31.1	N/A	4.66	3.86	20.4	13.7	14.8
达内科技	TEDU US	6.59	352	0.6	13.9	N/A	N/A	N/A	N/A	1.8	2.19	2.15	6.9	(26.5)	(36.0)
精锐教育	ONE US	8.65	1,406	0.9	579.0	22.1	17.8	2,520.8	24.4	N/A	138.84	7.71	21.3	N/A	48.6
朴新教育	NEW US	5.72	467	0.7	N/A	N/A	13.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(9.3)	N/A	N/A
尚德机构	STG US	3.74	645	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(2.3)	N/A	N/A
瑞思教育	REDU US	8.26	499	0.7	N/A	19.2	15.7	N/A	22.4	N/A	7.86	6.69	N/A	N/A	40.1

资料来源：彭博·中泰国际研

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5% 至 20% 之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于 -10% 至 5% 之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 238 号 2 楼

电话：(852) 3979-2985

传真：(852) 2511-3599