

内生外延增长优势兼具

中教控股(0839.HK)，首次覆盖

核心结论

首次覆盖，增持评级。目标价12.3港元，对应空间16%。

民办高校总体规模平稳增长，高等教育大众化程度存在地区性差异。目前全国民办高校渗透率达28%，而高考人数的稳定使得渗透率趋于稳定，总体规模增长主要来源于学费的增长。不同地区的高考录取率的差异使得个别地区高校获得内生增长机会。

民办高校政策趋紧，出现行业整合机会。民办高校的设置标准从2000年开始制定，随后逐渐细化和严格。较高的设置标准使得准入门槛变高，同时使得行业出现整合机会。我们认为行业的整合机会主要出现在面临转设的独立学院。

中教控股在内生增长上有优势。内生增长优势来源于高校所在地低录取率带来的容量扩张可能、充足需求带来的学费持续增长以及生源地多样化带来的招生稳定性。

中教控股在外延增长上有优势。外延增长来源于大体量下的可用于并购的现金规模大；低资产负债率以及低有息负债率使得公司可以通过财务杠杆效应最大。

风险提示：监管风险，招生不达预期。详见文末风险提示

核心数据

	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
营业收入(百万元)	861	949	1438	1907	2329
增长率(%)	3%	7%	49%	31%	21%
净利润(百万元)	411	474	640	831	1138
增长率(%)	18%	4%	49%	30%	37%
每股收益(EPS)	0.27	0.28	0.32	0.41	0.56
市盈率(P/E)	30.87	30.59	26.72	20.64	15.22
市净率(P/B)	6.77	3.03	2.72	2.40	2.07

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	增持
股票代码	00839.HK
目标价格	12.3
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	10.58

近一年股价走势



分析师

王艳茹 S0800517050001
021-38584240
wangyanru@research.xbmail.com.cn

联系人

杨振艺 S0800117110039
021-38584237
yangzhenyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

总体规模平稳增长，大众化程度存在地区差异	4
高等教育大众化态势明显，总体渗透率待突破	4
定价天花板打开，民办高校行业规模超千亿	6
各地区高等教育大众化程度存在差异，存在地区性发展机会	7
民办高校政策趋紧，带来并购机会	9
民办高校进入规范化发展时代，设置标准趋严	9
独立学院的政策收紧对于民办高校来说是并购机会	12
高校估值驱动力来源于扩张能力	14
扩张性：国际学校>K12>高校	14
高校内生增速来源于计划利用率与产能利用率的差异	14
高产能利用率与师生比的硬要求使高校盈利性差距不大	15
中教控股在内生扩张上具有优势	17
上市高校利用率已高，学生人数提高来源于容量扩张	17
录取率低的地区更具有容量扩张可能性	17
利用率的提高和保持建立在毕业生就业率上	18
充足的需求使得学费能保持增长	18
生源地多样化对招生有保证	20
中教控股在外延扩张上具有优势	21
上市后现金储备充足，财务杠杆效应尚未体现	21
可用现金充裕，潜在并购学生数量大	21
财务杠杆效应仍未显现	22
并购有助标的改善经营情况	22
公司估值	24
DCF 目标价=12.3 港元@RWACC=13%, terminal growth=3%	24
同业比较	25
风险提示	26

图表目录

图 1：中国高考录取率	4
图 2：国家高等教育财政性经费及其占 GDP 比例	4
图 3：国家高等教育财政性经费及其占比	4

图 4: 高等教育生均财政经费及其增长	5
图 5: 民办高校数量及其渗透率	5
图 6: 民办高校在校生数量及其渗透率	5
图 7: 中国高考录取人数与民办高校渗透率比较	6
图 8: 民办高校行业规模及其增长率	6
图 9: 民办高校在校生数量及变化	7
图 9: 各地区录取率比较 (横轴为总录取率, 纵轴为二三本录取率)	9
图 10: 独立学院数量及其变化	13
图 11: 高校在校本专科学生人数增速对比	15
图 12: 高校上市公司毛利率对比	16
图 13: 高校师生比对比	16
图 14: 高校产能利用率对比	16
图 15: 中教控股旗下高校所在地区高考报名人数增速	17
图 16: 江西科技学院在江西文科分数线与省控线差距	19
图 17: 江西科技学院在江西理科分数线与省控线差距	19
图 18: 广东白云学院在广东文科分数线与省控线差距	19
图 19: 广东白云学院在广东理科分数线与省控线差距	19
图 20: 上市高校负债率对比	22
图 21: 高校有息负债率在 IPO 后降低	23
表 1: 民办高校行业规模测算	7
表 2: 2016 年各地区高考计划录取情况	8
表 3: 普通高校设置标准变化	9
表 4: 独立学院数量变化及其原因	13
表 5: 各学校学校数量与扩张方式对比	14
表 6: 计划利用率与产能利用率关系	15
表 7: 毛利率敏感性分析	16
表 8: 各上市高校所在地学历教育需求	17
表 9: 各高校毕业就业率对比	18
表 10: 充足的需求使得学费能保持持续增长	19
表 11: 各高校本地生源占比	20
表 12: 各高校集团收购标的情况	21
表 13: 上市高校可用现金-学生人数折算	21
表 14: 负债提升后可用现金-并购学生数量折算	22
表 15: 并购后偿还债务对并购标的净利润影响	23
表 15: DCF 估值表	24
表 16: 同业估值比较表	25

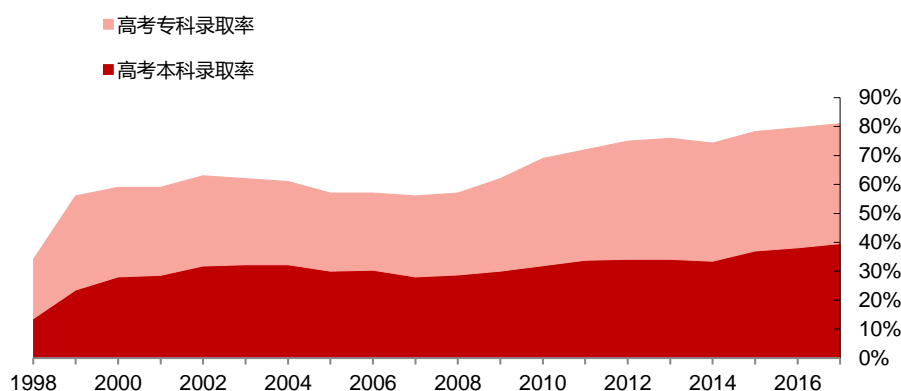
总体规模平稳增长，大众化程度存在地区差异

高等教育大众化态势明显，总体渗透率待突破

中国高考录取率的逐年提高，意味着中国高等教育正在走向大众化。高等教育大众化趋势下，国家对于高等教育的投入，无论是生均投入还是占 GDP 的比例，与世界其他国家仍有有差距。国家的投入不足意味着民办高校渗透率提升存在可能性。

自 1998 年高校扩招以来，中国高等教育大众化趋势明显，高考录取率从 1998 年的 34% 上升至 2017 年的 81%，高等教育从精英教育向大众教育转变。而高等教育相对义务教育来讲更类似准公共物品，其外部性相对义务教育更小，其投入在理论上来说应该由受益者负担更多。

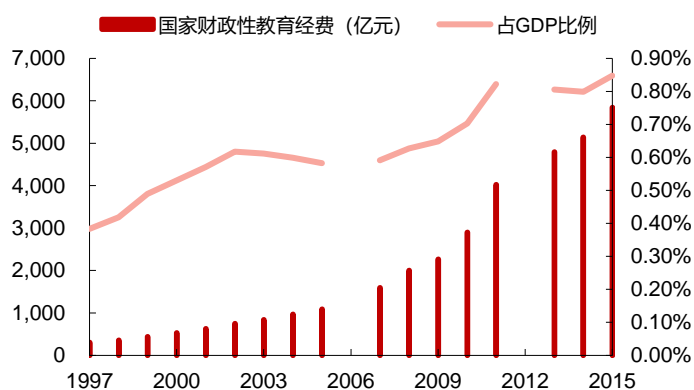
图 1：中国高考录取率



资料来源：西部证券研发中心，教育部

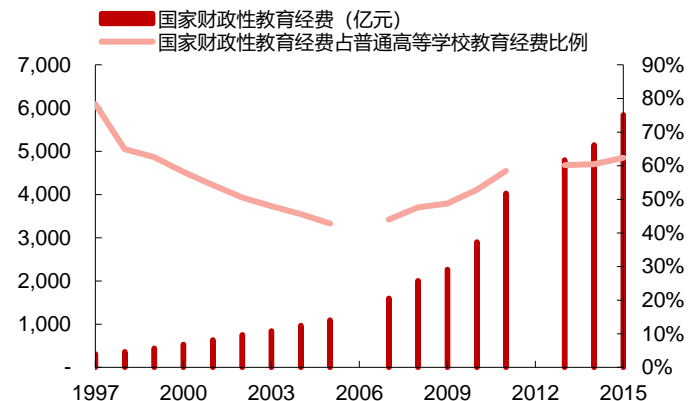
从高等教育的财政支出来看，中国高等教育财政支出占 GDP 比例从 1997 年的 0.38% 提高至 2015 年的 0.85%，仅相当于 2005 年的全球平均水平。与此同时，国家普通高等教育财政性支出占高等教育的经费比例从 1997 年的 78% 下降至 2015 年的 62%。在高等教育大众化的趋势下，国家对于高等教育的支持力度显弱。

图 2：国家高等教育财政性经费及其占 GDP 比例



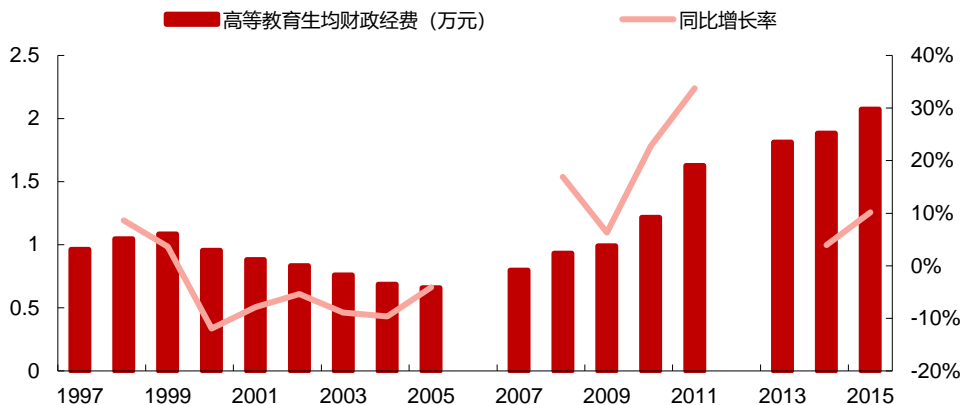
资料来源：西部证券研发中心，万得（缺 2006、2012 年数据）

图 3：国家高等教育财政性经费及其占比



资料来源：西部证券研发中心，万得（缺 2006、2012 年数据）

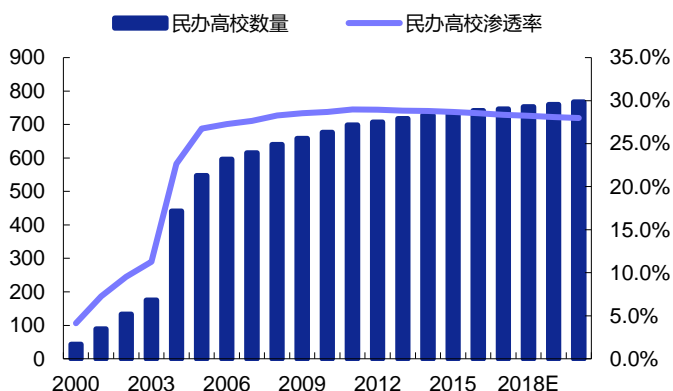
图 4：高等教育生均财政经费及其增长



资料来源：西部证券研发中心，万得（缺 2006、2012 年数据）

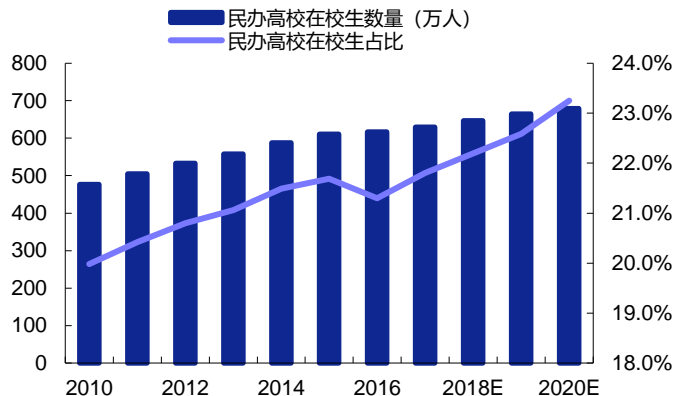
根据教育部统计的数字，2016 年中国民办高校（受教育部认可，可颁发学位证书，不包括成人高校）数量达 741 所，占全部高校的 28.6%。民办高校在校学生数量达 616 万，占全部高校在校生数量的 21.4%；民办高校招生数量达 181 万，占全部高校招生数量的 21.5%。中国民办高校的真正发展开始于 20 世纪末、21 世纪初的高校扩招，公办高校的有限容量为民办高校打开空间。

图 5：民办高校数量及其渗透率



资料来源：西部证券研发中心，教育部

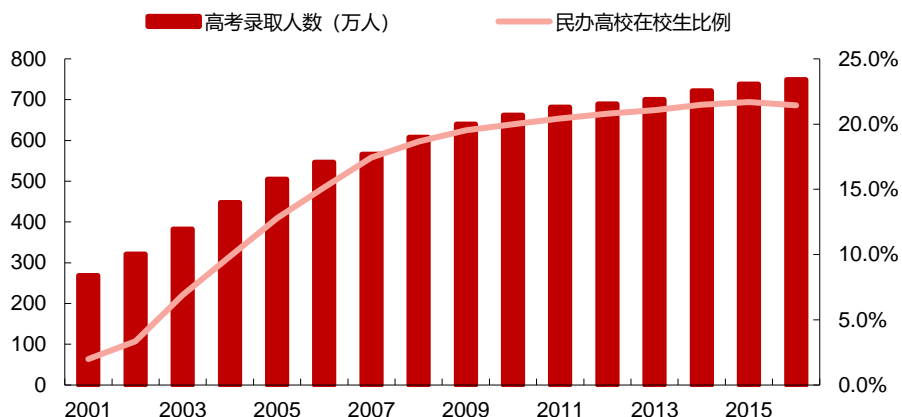
图 6：民办高校在校生数量及其渗透率



资料来源：西部证券研发中心，教育部

我们认为，由于中国高中毕业生以及大学毕业生数量在未来 3-5 年保持稳定水平，中国民办高校渗透率在短期内（3-5 年）将保持稳定。而 2010 年开始，长达 6 年的出生潮，则会在更长时期内形成大学入学潮。随着新生儿儿童死亡率的下降，九年义务教育完成率以及普通高中的录取率的上升，我们认为大学入学潮将会推前至 2022 年。当大学入学潮来临，高考录取人数增多，国家对于高等教育的投入明显不足时，民办高校渗透率的提高到了一个切实可行的时间点。

图 7：中国高考录取人数与民办高校渗透率比较



资料来源：西部证券研发中心，教育部

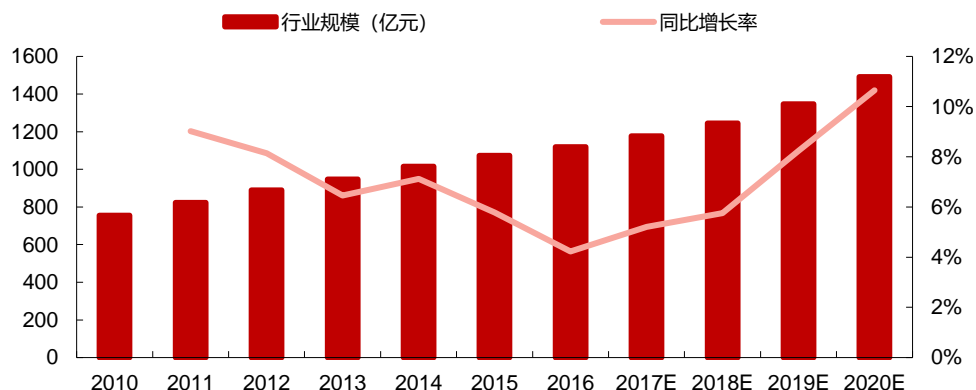
在 21 世纪初，伴随着录取人数的快速增长，民办高校在校生比例迅速提高，2010 年开始，中国高考录取人数增速开始放缓，每年同比增长 3% 左右，与此同时，民办高校在校生的比例增速也同时放缓，趋于平缓。我们认为，高考录取人数的提高将会产生对民办高校的需求，是民办高校渗透率提高的前提。

定价天花板打开，民办高校行业规模超千亿

根据各上市公司财报显示，民办高校主要收入来自于学费和住宿费，学费与住宿费占总收入的 90%。2015 年以前，民办高校学费与住宿费实行核准制，民办学校收费由物价部门统一制定，并且标准刚性，民办学校没有溢价能力。2015 年以后，民办高校收费逐渐市场化，实行备案制，学费、住宿费标准由学校自主确定，抄送价格主管部门、教育行政部门，并向社会公示后执行。学费定价的天花板打开，使得优质民办高校获得溢价能力。广东白云学院学费从 2014 年的 18000 元/学年上涨至 22000 元/每学年，年复合增长率达 7%，而 2010 年至 2014 年，学费一直保持在 18000 元/学年的水平。

根据我们的估算，2017 年中国民办高校行业规模约为 1100 亿人民币，到 2020 年行业规模增长接近至 1500 亿人民币，年复合增长率为 8%。行业规模增长的主要驱动力来源于 2015 年后学费定价天花板的打开以及学生人数的平稳增长。

图 8：民办高校行业规模及其增长率



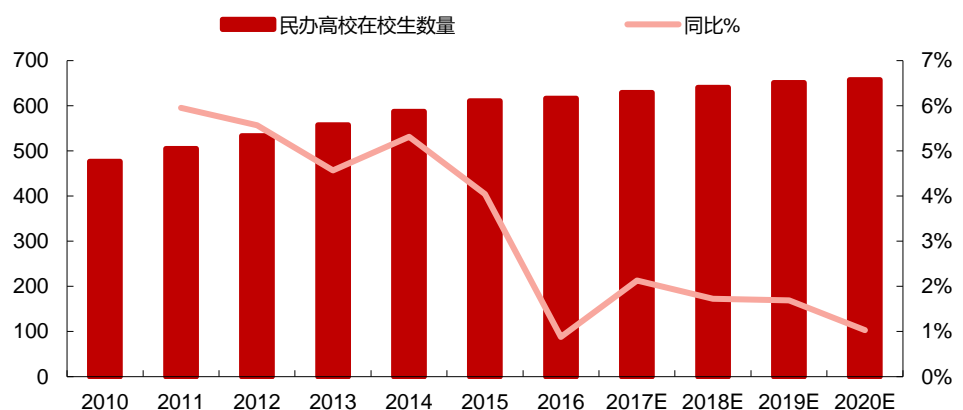
资料来源：西部证券研发中心，教育部

表 1：民办高校行业规模测算

	2017	年复合增长率	2020
民办高校在校生数量 (万人)	629	2.6%	679
民办普通高校	393	7.0%	481
-本科	150	7.0%	184
-专科	243	7.0%	297
独立学院	236	-5.7%	198
民办高校学费	14,841	4.9%	17,114
民办普通高校	14,146	5.3%	16,518
-本科	16,000	5.1%	18,564
-专科	13,000	5.5%	15,254
独立学院	16,000	5.1%	18,564
住宿费	2,000	10.0%	2,662
行业规模 (亿元)	1,178	8.2%	1,492

资料来源：西部证券研发中心，教育部

图 9：民办高校在校生数量及变化



资料来源：西部证券研发中心，教育局

各地区高等教育大众化程度存在差异，存在地区性发展机会

2016年，中国高考录取率达到80%，其中本科录取率达到42%，专科录取率达到38%。全国高等教育走向大众化。中国各地区的大众化程度存在差异，我们认为，这种差异是地区性民办高校的发展机会。

大众化程度差异主要存在于2点。1.地区总体录取率存在差异。按2016年地方教育考试院公布的数据统计，2016年高考录取率最高的福建省录取率超过100%，而最低的河南省则只有70%。考虑到985、211以及一本学校每年在同一地区招生人数几乎不发生变化，意味着高考录取率较低的省份需要更多的二三本学校或专科学校来吸收本地生源。2.学历教育需求种类存在差异。在总体录取率类似的情况下，不同地区对于不同的学历教育有着不同的需求。如河南的高考录取率全国最低，其二三本录取率却位居全国前列，意味着河南省的学历教育需求来源于高职（专科）教育。而对广东来说，需求则来源于本科教育。

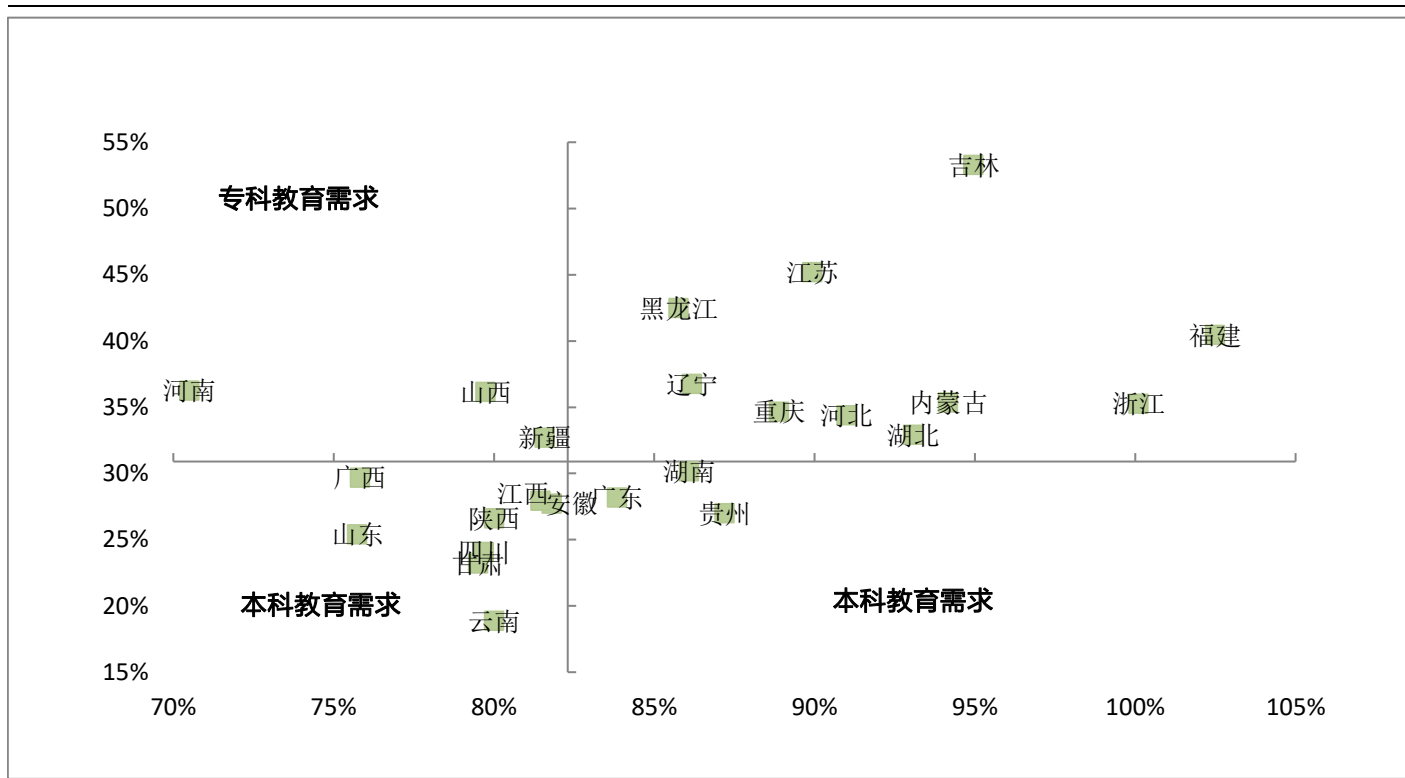
公司深度研究 | 中教控股

表 2：2016 年各地区高考计划录取情况

	985 录取率	211 录取率	普通一本录取率	二三本科录取率	专科录取率	本科录取率	民办高校渗透率	高考报名人数
河南	1.2%	2.5%	6%	36%	25%	46%	29%	820000
广东	1.4%	1.6%	8%	28%	44%	39%	36%	733000
山东	1.8%	1.6%	11%	25%	36%	39%	27%	709000
四川	1.5%	2.4%	7%	24%	45%	35%	31%	571000
安徽	1.2%	2.4%	11%	28%	40%	42%	26%	509900
河北	1.7%	2.6%	12%	34%	41%	50%	29%	423000
湖南	1.8%	2.1%	8%	30%	44%	42%	25%	401000
贵州	1.1%	3.2%	10%	27%	45%	42%	22%	374000
湖北	2.2%	3.0%	11%	33%	44%	49%	34%	361000
江苏	1.5%	4.2%	7%	45%	32%	58%	31%	360000
江西	1.5%	2.8%	6%	28%	43%	39%	32%	360000
山西	1.5%	2.8%	6%	36%	34%	46%	19%	330000
广西	1.4%	4.1%	8%	30%	33%	43%	33%	330000
陕西	2.0%	3.1%	9%	27%	39%	41%	32%	328000
浙江	2.4%	2.3%	9%	35%	51%	49%	34%	307000
甘肃	1.6%	1.8%	12%	23%	41%	38%	14%	296000
云南	1.4%	2.5%	7%	19%	51%	29%	28%	280000
重庆	2.2%	2.7%	7%	35%	42%	47%	40%	249000
辽宁	2.7%	3.3%	10%	37%	33%	53%	29%	218200
福建	2.6%	3.4%	14%	40%	42%	61%	41%	201100
内蒙古	1.7%	3.8%	8%	35%	45%	49%	19%	201100
黑龙江	2.2%	4.3%	7%	42%	30%	56%	22%	197000
新疆	1.8%	6.4%	4%	33%	37%	45%	20%	166100
吉林	3.9%	4.9%	4%	53%	29%	66%	28%	148500
宁夏	2.2%	5.6%	11%	3%	62%	22%	22%	69000
北京	3.6%	8.9%	18%	31%	20%	62%	18%	61200
海南	1.8%	4.6%	11%	42%	37%	59%	39%	60400
天津	6.0%	6.0%	12%	47%	15%	71%	20%	60000
上海	4.1%	9.9%	5%	53%	14%	73%	31%	51000
青海	2.9%	6.0%	6%	23%	47%	38%	8%	44600
西藏	1.8%	5.0%	4%	30%	35%	41%	0%	24000
全国平均	1.7%	2.9%	8.4%	30.9%	38.3%	43.8%	28.6%	9400000

资料来源：西部证券研发中心，各地教育考试院

图 10: 各地区录取率比较 (横轴为总录取率, 纵轴为二三本录取率)



资料来源: 西部证券研发中心, 各地区教育考试院

民办高校政策趋紧, 带来并购机会

建国前, 中华民国大多高校体系仿效英式、美式构造, 民办高校无论是从质量或是数量上均不低于公办高校。1952 年, 全国高等院校大调整, 英美体系高校被改造成苏联体系高校, 民办高校全部被裁撤或并入公办高校。民办高等教育在此后很长时间内在中国高等教育版图中并未出现。直到 1978 年高考恢复, 民办高等教育再次出现, 但大多为非学历教育。1997 年《社会力量办学条例》颁发, 我国民办教育进入到依法管理和依法办学的新阶段, 也为国家制定民办教育其他的相关法律奠定了重要基础。1999 年高校开始扩招, 需求端的迅猛发展带动了民办高校的发展。随着高校设置标准的提高和细化, 高校行业准入门槛提高; 另一方面不达标准的独立学院面临验收考验, 为行业带来并购机会。

民办高校进入规范化发展时代, 设置标准趋严

1986 年教育部颁发《普通高等学校设置暂行条例》, 首次设置高等学校标准, 为高校建立建立起门槛。此后在 2000 年、2006 年、2008 年、2011 年, 教育部依次出台了针对高职、普通本科、独立学院以及专科学历学校的设置标准。从设置标准的变化, 我们可以发现, 国家对于高校建立的门槛越来越高。

表 3: 普通高校设置标准变化

	1986	2000	2006	2011
政策法规	《普通高等学校设置暂行条例》《高等职业学校设置标准(暂行)》《普通本科学校设置暂行规定》《专科学历教育高等学校设置标准》			
办学规模	大学 在校生 ≥ 5000 人		在校生 ≥ 8000 人; 研究上 ≥ 5%	
	学院 在校生 ≥ 3000 人		在校生 ≥ 5000 人	
	专科 在校生 ≥ 1000 人			在校生 ≥ 3000 人
	高职 在校生 ≥ 1000 人	4 年内达到; 在校生 ≥ 2000 人		

	大学	3个以上不同学科为主要学科	3个以上不同学科为主要学科;每个主要学科门类的在校生均不低于在校生总数的15%;至少有2个硕士学位授予点,学校的普通本科专业总数至少在20个以上
学科专业	学院	1个以上不同学科为主要学科	1个以上不同学科为主要学科;主要学科门类覆盖3个以上专业
	专科	1个以上不同学科为主要学科	建校后首次招生专业数一般不应多于5个
	高职	职业技术教育	招生专业在5个以上
	大学		研究生≥50%;博士≥20%;高级≥400人;正教授≥100人
师资队伍	学院	讲师以上专任教师≥2人/公共必修、专业基础必修;讲师以上专任教师≥1人/专业必修;副教授以上专任教师≥10%;兼任教师≤20%;	建校初期专任教师≥280人;研究生≥30%;副高≥30%;正教授≥10人;专任教师生师比≤18;兼任教师≤25%;副高以上专任教师≥2人/公共必修、专业基础必修;副高以上专任教师≥1人/专业必修;正高≥1人/专业
	专科	讲师以上专任教师2人/公共必修、专业基础必修;讲师以上专任教师1人/专业必修;副教授以上专任教师≥5%;兼任教师≤33%	建校初期本科以上学历≥170人;研究生≥20%;副高≥25%;副高大于等于3人≥2人/专业;中级以上≥4人/主要技能课;兼任教师≤33%;专任教师生师比≤18
	高职	讲师以上专任教师2人/公共必修、专业基础必修;讲师以上专任教师1人/专业必修;副教授以上专任教师≥5%;兼任教师≤50%	建校初期:本科以上学历专任教师≥70人;副高≥20%;副高大于等于2人、中级≥2人/专业;中级以上≥2人/主要技能课 4年内达到:本科以上学历专任教师≥100人;副高≥25%;
	大学	具有较强的教学、科学研究力量和较高的教学、科学研究水平	教学水平评估中应达到“良好”以上;近两届教学成果评选中至少有2个以上项目获得过国家级一、二等奖或省级一等奖;近5年年均科研经费,以人文、社会科学为主的学校至少应达到500万元,其他类高校至少应达到3000万元;近5年来科研成果获得省部级以上(含省部级)奖励20项,其中至少应有2个国家级奖励;至少设有省部级以上(含省部级)重点实验室2个和重点学科2个;一般至少应具有10个硕士点,并且有5届以上硕士毕业生

学院	-	教学水平评估中应达到“良好”以上；
专科	-	
高职	-	
大学	占地面积及校舍建筑面积，参照国家规定的一般高等学校校舍规划面积的定额核算；文科、政法、财经院校图书应当不少于八万册；理、工、农、医院校图书应当不少于六万册	生均占地 ≥ 60 平；生均校舍 ≥ 30 平；生均教学行政用房 ≥ 15 平；生均仪器设备 ≥ 5000 元；生均适用图书 ≥ 100 册；建有电子图书和计算机网络体系；拥有固定教学实践实习基地
学院		生均占地 ≥ 60 平；建校初期占地 ≥ 500 亩；生均校舍 ≥ 30 平；建校初总建筑面积 ≥ 15 万平；生均教学行政用房 ≥ 15 平；生均仪器设备 ≥ 5000 元；生均适用图书 ≥ 100 册；建有电子图书和计算机网络体系；拥有固定教学实践实习基地
基础设施		建校初期学校总建筑面积 ≥ 6.6 万平方米；生均教学、实验、行政用房建筑面积，综合、师范、工、农、林、医、民族类学校 ≥ 16 平，语文、财经、政法类学校 ≥ 9 平，艺术、体育类学校 ≥ 22 平。建校初期校园占地面积一般应在300亩以上。
专科	占地面积及校舍建筑面积，参照国家规定的一般高等学校校舍规划面积的定额核算；文科、政法、财经学校图书应当不少于五万册；理、工、农、医学校图书应当不少于四万册	建校初期：生均教学、实验、行政用房建筑面积不得低于20平方米；校园占地面积一般应在150亩左右；适用的教学仪器设备的总值，在建校初期不能少于600万元；适用图书不能少于8万册
高职		4年内达到；与专业设置相适应的教学仪器设备的总值不少于1000万元，校舍建筑面积不低于6万平方米，适用图书不少于15万册
大学		稳定的来源和切实的保证
学院	稳定的来源和切实的保证	
专科		稳定的来源和切实的保证
高职	稳定的来源和切实的保证	
办学经费		

大学		必须具备《教育法》、《高等教育法》、《民办教育促进法》等有关法律规定的关于高等学校领导任职条件要求，具有较高政治素质和管理能力、品德高尚、熟悉高等教育、有高等教育副高级以上专业技术职务的专职领导班子成员
学院	配备具有较高政治素质和管理高等教育工作的能力、达到大学本科毕业文化水平的专职校（院）长和副校（院）长。同时，还应当配备专职思想政治工作和系科、专业的负责人。	具有较高政治素质和管理能力、品德高尚、熟悉高等教育、具有高等学校副高级以上专业技术职务的专职校（院）长和副校（院）长，同时配备专职德育工作者和具有副高级以上专业技术职务、具有从事高等教育工作经历的系科、专业负责人
领导班子	专科	具有较高政治素质和管理能力、品德高尚、熟悉高等教育、具有高等学校副高级以上专业技术职务的专职校（院）长和副校（院）长，同时配备专职德育工作者和具有副高级以上专业技术职务、具有从事高等教育工作经历的系科、专业负责人
	高职	具有较高政治素质和管理能力、品德高尚、熟悉高等教育、具有高等学校副高级以上专业技术职务的专职校（院）长和副校（院）长，同时配备专职德育工作者和具有副高级以上专业技术职务、具有从事高等教育工作经历的系科、专业负责人

资料来源：西部证券研发中心，教育部

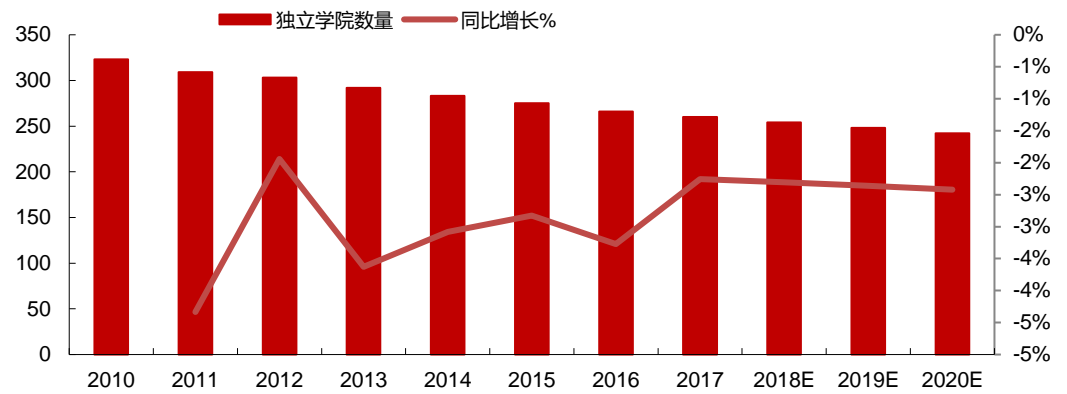
高校设置标准的趋严趋细，尤其是在 2006 年以及 2011 年后本科以及专科设置标准确立后，行业进入门槛提高，民办高校的供给放缓。民办高校渗透率在此之后提升速度缓慢。

独立学院的政策收紧对于民办高校来说是并购机会

行业门槛提高减缓了供给的提供速度，同时也带来了行业整合的机会。2008 年教育部颁布的《独立学院设置与管理办法》，将独立学院的设置标准提高至了普通本科高校的水平，并予以 5 年的过渡期，而后再延长至 2016 年。整改验收不通过，独立学院将面临停止招生办学的问题。2010 年至 2016 年，中国独立学院数量从 323 所下降至 266 所，仅有 17% 的独立学院的完成了转设。大量的独立学院是由存在个人出资、政府出资以及公办学校出资的情况，独立学院的出资背景复杂也使得独立学院难以达到《办法》要求的设置标准。

大量的独立学院无法通过自身改造达到设置标准，同时面临整改时限到期，这种情况为民办高校集团提供了学校并购、行业整合的机会。根据《中国青年报》2014 年的一次调研显示，2014 年中国约 70% 的独立学院由资本投资，这样的学院有 200 家。若按此后转设的均为资本投资的独立学院，则意味着到 2017 年还有约 170 家独立学院由资本投资，扣除掉几大高教投资集团的学校，则还有约 150 家独立学院由单独的资本方投资。这些资本方面临验收不通过的问题，将成为并购的标的。

图 11：独立学院数量及其变化



资料来源：西部证券研发中心，教育部

表 4：独立学院数量变化及其原因

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
独立学院数量	323	309	303	292	283	275	266	260	254	248	242
其中：转设成民办本科		14	6	10	8	8	9	6	6	6	6
高校											
取消办学		-	-	1	1	-	-	-	-	-	-

资料来源：西部证券研发中心，教育局

高校估值驱动力来源于扩张能力

同类型学校的盈利能力类似，而扩张能力则相差甚远。扩张能力在不同类型学校中有不同的体现，对于 K12 阶段学校，包括高考路径的普通民办中小学、民办幼儿园以及国际学校，由于其扩张主要来自内生增长，也就是利用率的提高，因此其衡量扩张能力的指标应为盈亏平衡时间。对于高校来说，利用率几乎已经达至最高，并且行业进入门槛高，衡量其扩张能力的指标应体现在外延并购中。

扩张性：国际学校>K12>高校

在达到稳定运营后，幼儿园、中小学毛利率约在 40~50%，高校毛利率约在 50~60%。同类型学校在盈利能力方面差距不大。我们认为，扩张能力是区别优质学校资产的更重要指标。扩张能力可分为内生增长和外延增长。内生增长即通过扩大招生，提高利用率，同时提高营收与利润；外延增长即通过举办或收购学校，通过扩张学校网络提高营收，有可能拉低利润率。国际学校由于需求旺盛可以通过提高利用率和扩张学校网络实现增长；幼儿园、中小学认可度集中在单体学校上，通过提高利用率来实现增长边际收益更高；民办大学由于门槛高，并购是其扩张最好方法。

表 5：各学校学校数量与扩张方式对比

	F2013	F2014	F2015	F2016	F2017	扩张方式
宇华教育	8	18	25	25	26	自建自营为主+并购高校
成实外	6	6	6	6	14	合建自营
民生教育	4	4	4	4	5	并购高校
新高教	2	2	2	2	2	并购高校
枫叶教育	28	33	40	46	60	合建自营
中教控股	2	2	2	2	3	并购高校
睿见教育		4	5	6	7	自建自营
红黄蓝		50	62	77	90	自建自营
博实乐		37	49	51	52	合建自营
海亮教育	3	3	3	3	3	自建自营
诺德安达	25	31	35	42	44	自建自营

资料来源：西部证券研发中心，上市公司财报及招股说明书，（诺德安达、红黄蓝 2017 财年数据为预测数据）

高校内生增速来源于计划利用率与产能利用率的差异

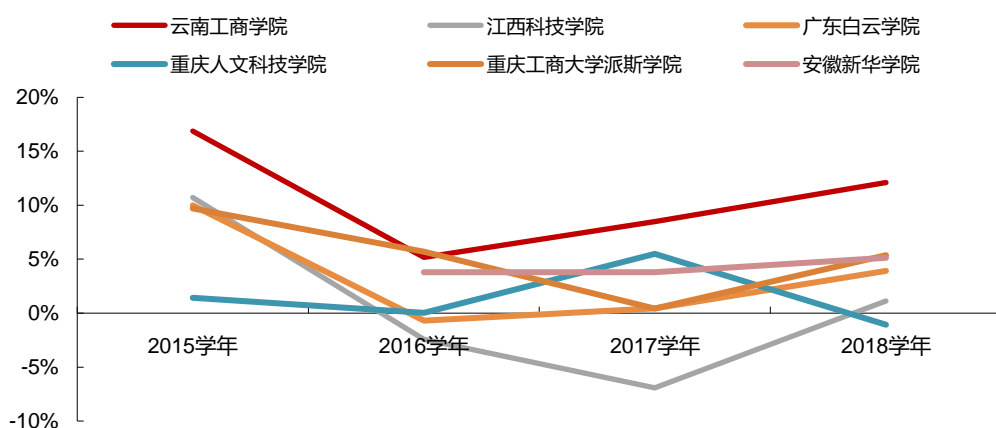
与 K12 阶段的民办学校不同，民办高校招生数量并不仅仅取决于其自身的招生能力及产能，同时也取决于教育部下达的招生计划。高校必须在招生计划内进行招生（一般录取人数会比计划招生人数多，办学质量越高的学校越有这种可能性）。因此高校的利用率可用两个维度来衡量，一是在校人数除以招生计划人数，可反映高校的真实招生能力，称之为计划利用率；而是在校人数除以可容纳人数，反映高校的产能利用情况，称之为产能利用率。

民办高校的内生增长主要来自现有学校的在校人数增加。民办高校的在校人数增加，主要来自于两方面，一是招生计划的扩大，二是计划利用率的提高。二者归一，招生计划的扩大除了受宏观的高校扩招以及当地生源数量扩大影响外，更多来源于本校办学质量的提高。本校办学质量的提高，录取人数达到甚至超过招生计划人数，意味着未来招生计划扩大的可能性，也意味着当前计划利用率的高水平以及未来继续保持高水平的可能性。

除了统招的招生计划以外，部分高职（专科）层次学校可以通过高职单招来扩大其招生人数。高职单招受地方主管部门审批，获得试点资格的高校才能采用高职单招的方法来招生。高职单招的学生人数一般少于统招人数，占到全部专科计划人数的40%左右。

我们将上市高校的本专科学术生人数的增长进行研究，可以发现，当产能利用率不足而计划利用率过剩时（意味着可容纳人数有充足空间而学校的录取人数超过计划招生人数），高校的在校人数可以迅速增长。可容纳人数受到学校占地面积的限制有上限，意味着高校内生增长的上限来源于学校面积，而其动力来源于计划利用率和产能利用率的差异。

图 12：高校在校本专科学术生人数增速对比



资料来源：西部证券研发中心，各上市公司财报，招股说明书（江西科技学院、广东白云学院 2018 学年值为预测值）

表 6：计划利用率与产能利用率关系

	产能利用率提高	产能利用率下降
计划利用率提高	<p>原因：招生人数增多</p> <p>趋势：两个利用率持续提高，计划利用率超过 100%时增速放缓</p>	<p>原因：招生计划减少/可容纳人数增加</p> <p>趋势：产能利用率较高水平下减少招生计划将维持在校人数在一定水平；产能利用率不足情况下意味招生将持续缩减；增加可容纳人数意味着产能利用率将逐渐恢复，人数正增长</p>
计划利用率下降	<p>原因：招生计划扩大/可容纳人数减少</p> <p>趋势：不减少可容纳人数情况下，增速放缓；减少可容纳人数意味招生情况恶化，，出现负增长</p>	<p>原因：招生人数减少</p> <p>趋势：出现负增长</p>

资料来源：西部证券研发中心

高产能利用率与师生比的硬要求使高校盈利性差距不大

盈利性的差别来源于利用率与师生比的差别。从毛利率看，各高校上市公司几乎没有差异。原因在于，1.无论是本科还是高职专科，教育部在高校设置标准中明确提出了对于师资的要求，达不到要求的学校将无法招生。因此高校对于教师的需求无论是在数量上还是质量上都有较为明确的标杆。高校，尤其是民办高校维持在了统一水平上。2.目前在办的民办本科高校大多数建立在 20 世纪末，举办时间在 10-20 年之间。因此学校基本上均已达到了较高的利用率，利用率均在 80%以上。利用率越高，其边际效应越弱，因此各高校之间即使利用率有差异，反

公司深度研究 | 中教控股

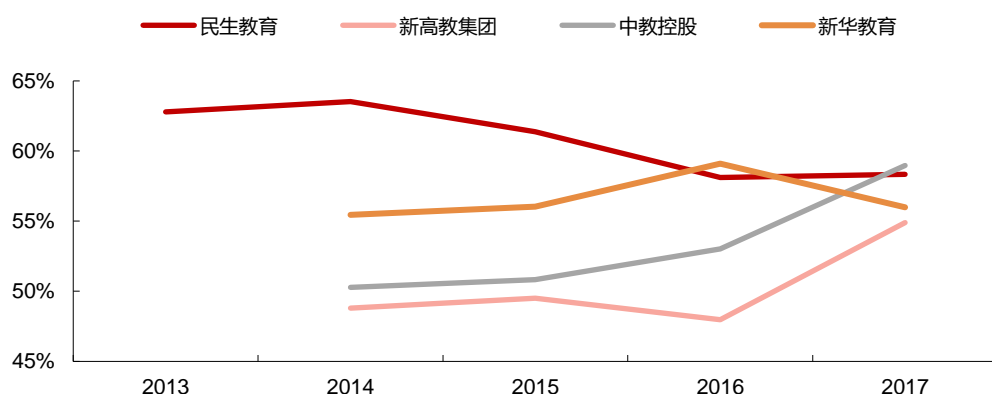
映到毛利率上，差异变小。我们以各上市高校为样本，对毛利率在师生比与产能利用率上进行敏感性分析。通过敏感性分析可以看到，在较高利用率以及师生比波动范围较小的区间内，毛利率相差很小。毛利率对利用率和师生比不敏感。

表 7：毛利率敏感性分析

师生比 利用率	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
80%	54%	55%	56%	57%	58%	59%	59%	60%	60%	61%	62%
82%	55%	56%	57%	57%	58%	59%	60%	60%	61%	61%	62%
84%	55%	56%	57%	58%	58%	59%	60%	61%	61%	62%	62%
86%	55%	56%	57%	58%	59%	60%	60%	61%	61%	62%	62%
88%	55%	56%	57%	58%	59%	60%	60%	61%	62%	62%	63%
90%	56%	57%	58%	59%	59%	60%	61%	61%	62%	62%	63%
92%	56%	57%	58%	59%	60%	60%	61%	62%	62%	63%	63%
94%	56%	57%	58%	59%	60%	61%	61%	62%	62%	63%	63%
96%	56%	57%	58%	59%	60%	61%	61%	62%	63%	63%	64%
98%	57%	58%	59%	60%	60%	61%	62%	62%	63%	63%	64%
100%	57%	58%	59%	60%	61%	61%	62%	63%	63%	64%	64%

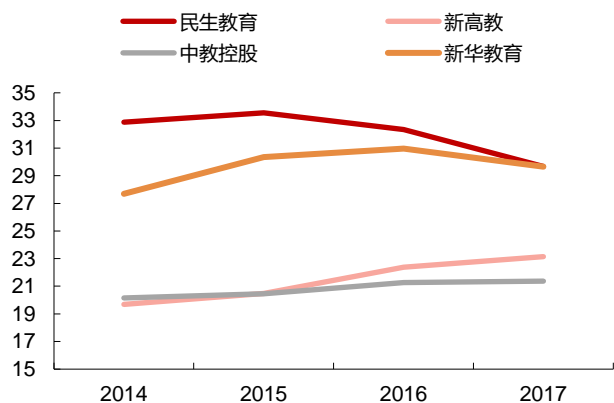
资料来源：西部证券研发中心

图 13：高校上市公司毛利率对比



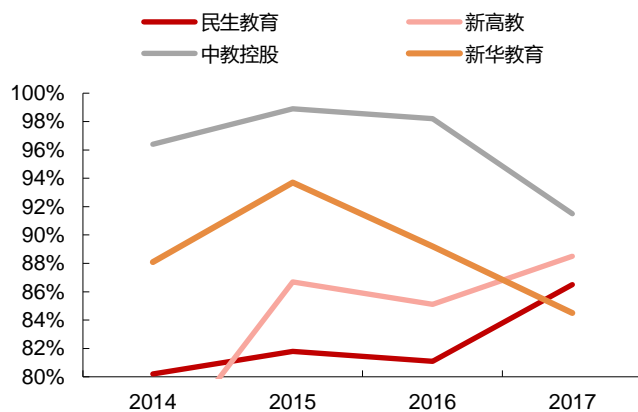
资料来源：西部证券研发中心，万得（新华教育 2017 年数据为预测值）

图 14：高校师生比对比



资料来源：西部证券研发中心，公司财报及招数书（新华教育 2017 年数据为预测值）

图 15：高校产能利用率对比



资料来源：西部证券研发中心，公司财报及招数书（新华教育 2017 年数据为预测值）

中教控股在内生扩张上具有优势

高校内生增长来源于现有学校的学生人数增长以及学费增长。我们认为当前上市高校较高的产能利用率使得学生人数增长更多来源于现有学校的容量扩张，而学费的增长则来源于 2015 年开始对于高校学费定价的放开以及对学校的需求。

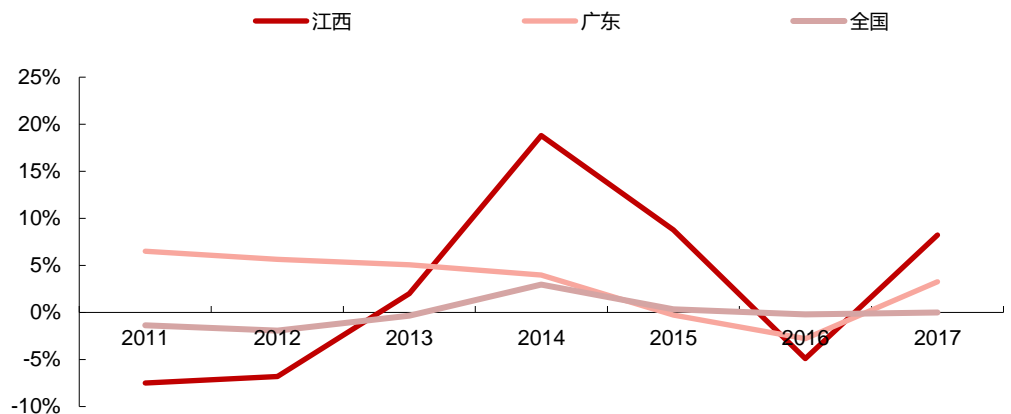
上市高校利用率已高，学生人数提高来源于容量扩张

当前上市高校产能利用率均已超过 80%，较高的产能利用率使得学生人数提高更多来源于容量的扩张。我们认为，具备以下两个条件的高校更具有容量扩张的可能性 1.高校处于低录取率地区。由于一本以上高校每年在各地录取人数基本不变，因此地区录取率的提高主要来源于二本和专科录取率的提高。分数段越低，考生越倾向于报读本地高校，因此低录取率地区的高校更有可能吸纳当地考生。2.计划利用率超过 100%。计划利用率超过 100%，意味着高校生源充足，录取人数超过计划人数。受到学生认可的高校更有动力进行容量扩张。

录取率低的地区更具有容量扩张可能性

根据各地招生考试网公布的数据，2016 年中国平均本科录取率为二三本录取率为 31%。低于全国水平的二三本录取率意味着当地对于本科需求大于本科教育供给，二三本的本科教育主要来自当地高校。中教控股旗下的江西科技学院和广东白云学院均处于低录取率地区，且当地高考报名人数增速高于全国平均水平，意味着当地对于本科教育的需求依然没有满足。

图 16：中教控股旗下高校所在地区高考报名人数增速



资料来源：西部证券研发中心，中国教育在线

表 8：各上市高校所在地学历教育需求

院校	所属上市公司	办学层次	所在省份/地区	2016 年报考人	2016 年二三本录	2016 年专科录取	二三本需求	专科需求
				数	取率	率		
云南工商学院		本科	云南	280,000	19%	51%	Y	
贵州工商职业学院		专科	贵州	374,000	27%	45%	Y	
湖北民族学院科技学院	新高教集团	本科	湖北	361,000	33%	44%		
哈尔滨华德学院		本科	黑龙江	197,000	42%	30%		
西北工商职业学院		专科	甘肃	296,000	23%	41%	Y	
新疆财经大学商务学院		本科	新疆	166,100	33%	37%		Y

公司深度研究 | 中教控股

洛阳科技职业学院		专科	河南	820,000	36%	25%	Y
江西科技学院		本科	江西	360,000	28%	43%	Y
广东白云学院	中教控股	本科	广东	733,000	28%	44%	Y
白云科技学院		技校					
乐陵市民生职业中等专业学校		中职	四川	571,000	24%	45%	Y
乐陵市职业中等专业学校		中职					
重庆人文科技学院		本科	重庆	249,000	35%	42%	
重庆工商大学派斯学院	民生教育	本科					
重庆应用技术职业学院		专科					
重庆电信职业学院		专科					
内蒙古丰州职业学院（青城学院）		专科	内蒙古	201,100	35%	45%	
安徽新华学院	新华教育	本科	安徽	509,900	28%	40%	Y
安徽新华学校		中专					

资料来源：西部证券研发中心，各省招生考试网

利用率的提高和保持建立在毕业就业率上

大多数民办高校学生，都倾向于毕业即就业，很少考虑继续升学，因此毕业就业率成为了考生在选择民办高校的重要标准。优秀的毕业就业率，意味着高校的教育得到社会、企业的认可。根据各高校披露的数据，目前上市高校的毕业就业率均高于行业平均值。高于行业平均水平的毕业就业率意味着学校较高的教学质量。一旦学校进行容量扩张，高校的利用率仍能保持。

表 9：各高校毕业就业率对比

	2014	2015	2016	2017
云南工商学院	99%	99%	99%	99%
贵州工商职业学院		97%	98%	97%
江西科技学院	88%	88%	88%	
广东白云学院	96%	97%	96%	
白云科技学院	99%	99%	99%	
重庆人文科技学院	90%	93%	90%	
重庆工商大学派斯学院	89%	87%	90%	
重庆应用技术职业学院	92%	95%	98%	
内蒙古丰州职业学院（青城学院）	92%	92%	36%	
安徽新华学院		96%	96%	94%
安徽新华学校		99%	96%	97%
全国平均值	77%	78%	78%	78%

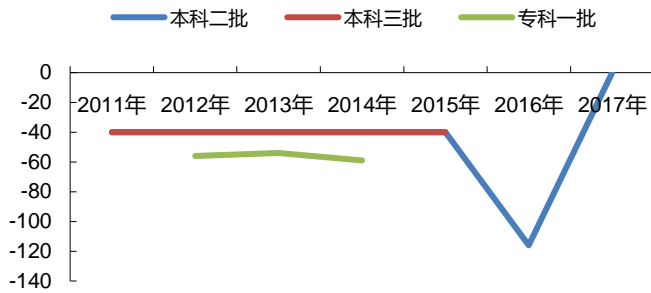
资料来源：西部证券研发中心，上市公司招股说明书及财报

充足的需求使得学费能保持增长

2015 年国家开始放开民办高校以及民办中职学校的收费定价后，各地开始出台政策将学费定价从审批制改为备案制。各高校学费从政策落实开始有明显提高。相对其他高校，中教控股旗下的两个高校学费每年均在增长，在转为备案制后其学费增长幅度高于备案制前。我们认为，学费的持续增长反映了学校生源的充足。此外，学校历年的招生分数线变化也反映了学校的生源充足情况。

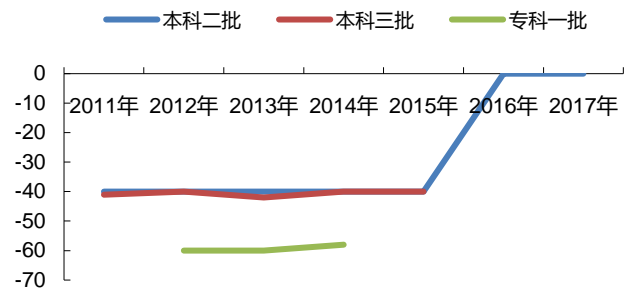
公司深度研究 | 中教控股

图 17: 江西科技学院在江西文科分数线与省控线差距



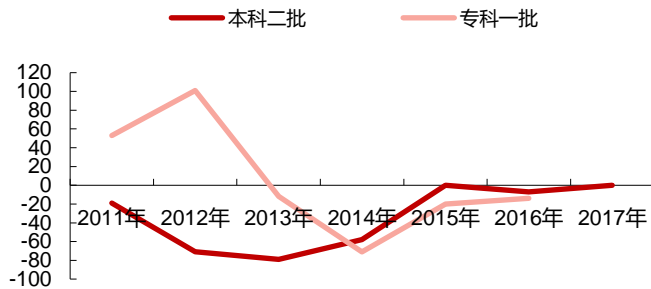
资料来源: 西部证券研发中心, 高考派

图 18: 江西科技学院在江西理科分数线与省控线差距



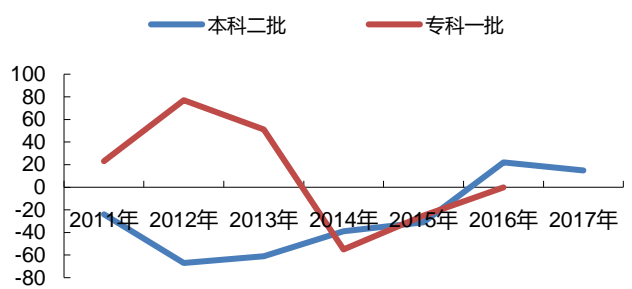
资料来源: 西部证券研发中心, 高考派

图 19: 广东白云学院在广东文科分数线与省控线差距



资料来源: 西部证券研发中心, 高考派

图 20: 广东白云学院在广东理科分数线与省控线差距



资料来源: 西部证券研发中心, 高考派

表 10: 充足的需求使得学费能保持持续增长

(人民币)		学费定价从审批 2013-2014 学年 2014-2015 学年 2015-2016 学年 2016-2017 学年 2017-2018 学年				
		制改为备案制				
云南工商学院	2016年1月					
-本科		5000-12000	5000-12000	5000-20000	5000-20000	5000-20000
-专科		8000	8000	8000	11000-13000	11000-30000
贵州工商职业学院	2016年7月					
-专科		7200-8000	7200-8000	8000-8800	8000-8800	8000-8800
江西科技学院	2015年10月					
-本科		8000-14000	11000-15000	11000-16000	14000-18000	15000-20000
-专科		7000-7800	7300-7800	7300-8500	11300-12500	11300-12500
广东白云学院	2016年10月					
-本科		18000-25000	18000-25000	18000-25000	19000-26000	22000-30000
-专科		30000	30000	30000	30000	30000
重庆人文科技学院	2016年2月					
-本科		13000-17000	13000-17000	13000-17000	14000-18000	15000-18000

公司深度研究 | 中教控股

-专科		10000	10000	10000	11000	12000
重庆工商大学派斯学院	2016年2月					
-本科		12000-13000	12500-14000	12500-15000	13500-15000	15000-15500
-专科		8500	10000	10000-11000	11000	12000
重庆应用技术职业学院	2016年2月					
-专科		7000-10000	7500-10000	7500-9800	8000-8800	9000-9800
内蒙古丰州职业学院(青城学院)	NA					
-专科		6000	6000-6300	6500-7000	6500-7000	7000
安徽新华学院	2017年6月					
-本科			11000-22000	11000-22000	12100-20000	15100-25000
-专科			7000-18000	7000-18000	7700-18000	10700-21000

资料来源：西部证券研发中心，各高校招生网

生源地多样化对招生有保证

高等教育随着层次的递增，生源地的多样化递增。大部分民办高校由于办学层次不高，在办学地以外没有知名度，因此大多数生源来自高校办学地。生源地的多样化一方面体现了高校在全国范围内的知名度，一方面保证了高校生源的多样化，不会由于某一个生源地的报考人数不理想而出现招生不理想的情况。从目前看，大多数民办高校的生源 70%以上来自高校所在省，而中教控股旗下的江西科技学院，则只有 40%左右的学生来自江西。生源地的多样化使得江西科技学院在招生成本以及生源数量上得到保证。

表 11：各高校本地生源占比

学校名称	地点	本地录取人数	全国录取人数	生源比例
云南工商学院	云南	4339	4749	91.37%
贵州工商职业学院	贵州	6070	7650	79.35%
湖北民族学院科技学院	湖北	1792	2083	86.03%
哈尔滨华德学院	黑龙江	1400	1866	75.03%
新疆财经大学商务学院	新疆	728	948	76.79%
洛阳科技职业学院	河南	4440	5200	85.38%
江西科技学院	江西	1996	4539	43.97%
广东白云学院	广东	3806	4104	92.74%
重庆人文科技学院	重庆	2982	4034	73.92%
重庆工商大学派斯学院	重庆	2367	3158	74.95%
重庆应用技术职业学院	重庆	1315	1772	74.21%
重庆电信职业学院	重庆	1453	2098	69.26%
安徽新华学院	安徽	6186	6610	93.59%

资料来源：西部证券研发中心，各高校招生信息网

中教控股在外延扩张上具有优势

高校的外延扩张指通过并购和新设学校等方式，增加学校网络数量。我们认为，高校外延扩张时高校增长的主要驱动力。外延扩张的主要依靠2点，1.资本充实度。充足的资金使高校在外延扩张中可选的标的更多，更容易并购到合适的标的。2.高校认可度。集团旗下高校的受认可程度意味着并购方不仅能够办盈利高校，更能办成优质的高校。受认可度高的高校举办者更容易受到其他高校举办者的认同，在并购谈判中更具有优势。

上市后现金储备充足，财务杠杆效应尚未体现

截止2017年底，中教控股账上现金32.4亿人民币，分别是民生教育、新高教以及新华教育（估计值）的2倍、27倍和2.3倍。充足的现金使中教控股在外延扩张上具有资金优势，可供选择的标的更多。截止到2017年底，中教控股的有息负债率为0，而同期新高教为14%，民生教育为4%，新华教育（截止到3Q17）为0。中教控股的资本结构良好，尚未动用财务杠杆。大体量下中教控股的财务杠杆效应相对其他高校集团更加突出。

可用现金充裕，潜在并购学生数量大

对民办高校来说，学生数量增长使其营收增长的重要驱动力。通过外延并购增加学生数量，是提升公司估值的重要途径。我们认为，中教控股充裕的可用现金使其学生增长的潜在空间最大。

根据各上市高校的收购公告，收购本科学院的生均成本较高，专科以及技校学院的生均成本较低。我们认为这是由于本科学院的设置标准较高，准入门槛相对专科以及技校学院更高造成的。收购一个本科学院的生均成本约为90000元人民币，而专科和技校学院则为45000元人民币。根据上市高校库存现金以及当前的市值/学生数比，我们对四大上市高校的市值进行简单换算。

表 12：各高校集团收购标的情况

办学层次	收购学校	办学层次	收购金额（百万元）	收购学校在校人数	股权占比	生均成本
本科	新疆财经大学商务学院	本科	183	3746	56%	87,367
专科	洛阳科技职业学校	专科	396	18243	55%	39,417
技校	白云技师学院	技校	750	13532	100%	55,424
中专	郑州城轨交通中专学校	中专	855	23690	80%	45,114
技校	西安铁道技师学院	技校	577	20000	62%	46,500
专科	重庆电信职业学院	专科	125	5512	51%	44,466
本科	安徽文达信息工程学院	本科	500	11030	51%	88,884

资料来源：西部证券研发中心，各上市公司公告

表 13：上市高校可用现金-学生人数折算

（除人数外，亿元）	当前学生数	库存现金	递延收入	可用现金	可收购本科学 生人数	增长%	可收购专科/技 校学生人数	增长%
新高教	58,036	0.1	2.8	-2.7	-	0.0%	-	0.0%
民生教育	41,120	17	6.1	10.9	12,067	29.3%	24,133	58.7%
中教控股	76,204	32	7.5	24.9	27,633	36.3%	55,267	72.5%
新华教育	28,030	14	2.9	11.0	12,189	43.5%	24,378	87.0%

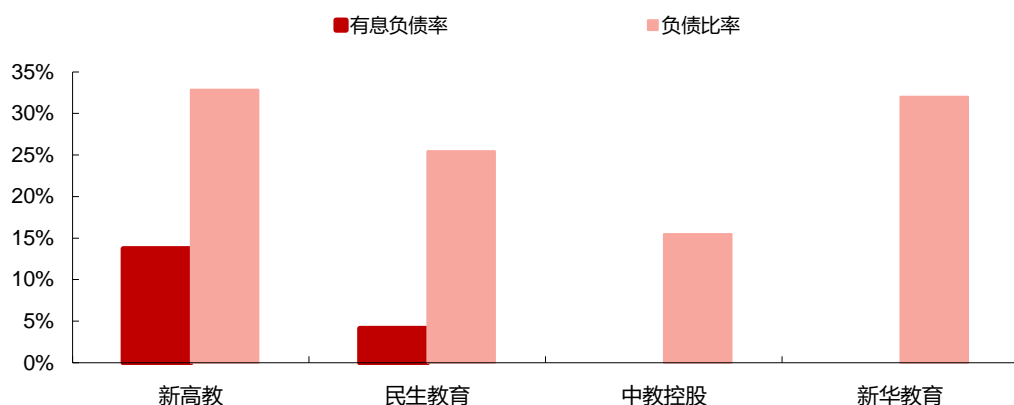
资料来源：西部证券研发中心，公司财报

从换算中我们可以看到，中教控股因此庞大的资金存量，可收购的本科、专科/技校学生数量分别是民生教育和新华教育的2倍。可使其学生数量增长36%/73%。

财务杠杆效应仍未显现

与其他上市高校相比，中教控股的负债比率，有息负债率均为行业最低水平。相较同行较优的资本结构以及自身的较大的资产总额，使得中教控股能获得相对其他同行更大的财务杠杆效应。

图 21：上市高校负债率对比



资料来源：西部证券研发中心，公司财报

我们将负债比率控制在 50%，将各上市高校的有息负债率提升。对在相同的负债比率下各高校潜在的可并购学生数量进行测算。由于当前的有息负债率与资产负债率均为行业最低水平，中教控股的财务杠杆提升效应最为明显。加上财务杠杆之后，中教控股可并购本科/专科或技校学生 78000/157000 人，是加财务杠杆之前的 3 倍。而民生教育和新华教育则分别为财务杠杆提升之前的 2.5 倍和 1.8 倍。

表 14：负债提升后可用现金-并购学生数量折算

(除人数外，亿元)	新高教	民生教育	中教控股	新华教育
当前总资产	26	42	67	24
当前负债比例	33%	25%	15%	32%
当前有息负债率	14%	4%	0%	0%
负债提升后总资产	34	63	113	32
负债提升后负债比例	50%	50%	50%	50%
负债提升后有息负债比例	36%	36%	41%	26%
负债提升后可用现金	6.1	32	71	20
可收购本科学生人数	6,764	35,204	78,815	21,673
增长%	12%	86%	103%	77%
可收购专科/技校学生人数	13,527	70,409	157,629	43,346
增长%	23%	171%	207%	155%

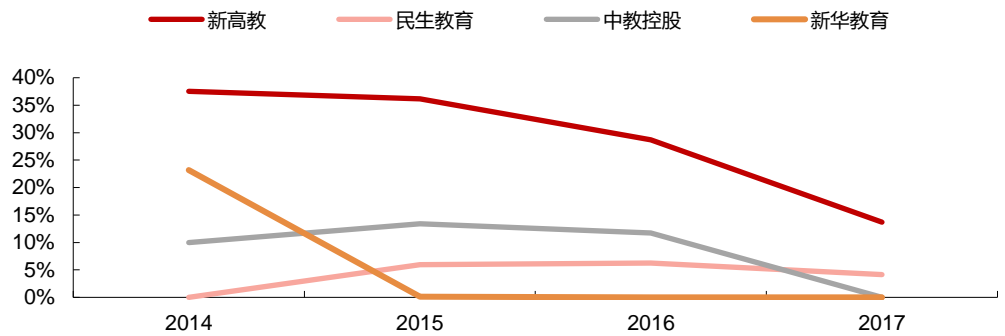
资料来源：西部证券研发中心，公司财报

并购有助标的改善经营情况

不同于公办高校有政府财政支持，民办高校的全部收入来源基本是学费以及举办者投入。在长时间的定价被压制的情况下，民办高校无法通过提高学费收入来覆盖其日益上涨的办学成本。单体民办高校如果不引入新投资者，只能通过债务的方式来融资。大部分的上市高校都是通过 IPO 减小其有息负债率。根据上市公司的年报显示，高校的利息率在 9% 左右。每年的借款利息吃掉了民办高校的部分利润。被并购后，高校集团雄厚的资金实力可以为其偿还债务，从而

并购标的的经营情况改善。

图 22: 高校有息负债率在 IPO 后降低



资料来源: 西部证券研发中心, 公司财报

表 15: 并购后偿还债务对并购标的净利润影响

并购标的	西安铁道技师学院	郑州城轨交通中等专业学校	新疆财经大学商务学院	湖南涉外经济学院及湖南猎鹰技工学校(美元)
并购方	中教控股	中教控股	新高教	宇华教育
偿还贷款金额	104,430,000	735,000,000	40,724,320	67,555
并购标的年净利润	-13,233,797	23,487,861	5,767,000	9,288
偿还贷款后预计净利润	-3,835,097	89,637,861	9,432,189	15,368
变化	-71%	282%	64%	65%

资料来源: 西部证券研发中心, 公司公告

除了通过改善资本结构改善经营状况外, 并购方还可以通过管理层调动、师资支持以及基础设施支持来改善标的的经营状况。我们认为, 当前资产总额最大, 办学质量最高的中教控股在各方面改善标的的经营状况的优势最大。

公司估值

DCF目标价=12.3港元@RWACC=13%, terminal growth=3%

我们使用永续增长率 3%与 RWACC=13%对中教控股进行估值，DCF 估值给出目标价为 12.3 港元。2018 年核心净利润为 6.4 亿元人民币，每股收益 0.32 人民币；2019 财年全年核心净利润 8.3 亿人民币，每股收益为 0.41 元人民币。2018/2019 年收入同比增长 52%/33%，收入绝对值达 14.4/19 亿元人民币，给到对应每股股价 12.3 港元。12.3 港元目标价对应 F2018/F2019 Non-GAAP PE 为 31x/24x。

表 16: DCF 估值表

(百万元人民币)	F2018E	F2019E	F2020E	F2021E	F2022E	F2023E	F2024E	F2025E	F2026E	F2027E	F2028E	Terminal
核心假设												
收入	1,438	1,907	2,329	2,493	2,666	2,804	2,903	3,003	3,105	3,208	3,295	3,295
息税前利润	877	1,095	1,427	1,554	1,687	1,791	1,863	1,936	2,009	2,082	2,145	2,145
税后运营利润	624	810	1,118	1,230	1,348	1,439	1,499	1,559	1,620	1,679	1,732	1,732
资本性支出	624	810	1,118	1,230	1,348	1,439	1,499	1,559	1,620	1,679	1,732	1,732
折旧及摊销	(600)	(191)	(233)	(224)	(240)	(224)	(232)	(210)	(217)	(192)	(181)	(181)
运营资本变动	132	130	132	135	137	139	142	145	147	150	152	152
自由现金流	240	296	422	425	481	483	527	519	563	556	599	599
DCF 参数												
WACC	13.0%			永续增长率	3.00%							
自由现金流现值	16,562											
+净现金(负债)	3,247											
-少数股东权益(市值)	-											
+/-其他												
企业价值	19,808											
/股份数	2,020											
股价	12.3											

资料来源：西部证券研发中心，中教控股

同业比较

表 17: 同业估值比较表

Company		Price	Mkt Cap	PE (consensus)			PEG	PS (consensus)			EV/EBITDA (consensus)	
Ticker		(Local)	(US\$m)	2017A	2018E	2019E	2018E	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E
海外上市学校												
Raffels Education	RLS SP	0.21	188	NM	NM	NM	NM	2	NM	NM	NM	NM
Grand Canyon Education	LOPE US	109.96	5,310	23.2	21.1	NM	NM	5.5	4.7	4.5	12.9	NM
K12 Inc	LRN US	13.52	560	22.7	23.6	NM	NM	0.6	0.6	NM	3.4	NM
Capella Education	CPLA US	93.3	1,087	20.6	19.1	16.2	0.4	2.5	2.3	2.2	9.4	8.7
Bridgepoint Education	BPI US	6.1	166	15.6	12.8	NM	NM	0.3	0.4	0.4	-1	-0.9
Strayer Education	STRA US	106.6	1,190	26.8	23.5	20.7	0.5	2.6	2.4	2.2	11.3	11.2
平均值				23	21	5	0.1	4	4	3	11	3
中国上市学校												
博实乐	BEDU US	16	2,036	43.8	30.6	23.9	0.5	9.6	5.9	4.6	17.1	14
枫叶教育	1317 HK	10.86	2,061	25.4	20.6	17.2	0.8	12	7.6	6.4	17.5	14.2
成实外	1565 HK	4.65	1,830	27	20.4	13.8	0.3	12.1	7.5	5.9	15.9	12.3
睿见教育	6068 HK	5.73	1,491	29.9	22.6	18.3	0.5	9.6	6	4.9	15.8	13
海亮教育	HLG US	80.52	2,069	NM	NM	NM	NM	15.2	NM	NM	NM	NM
宇华教育	6169 HK	3.97	1,651	21.2	17	14.7	0.5	12.3	8	7.2	13.5	11.5
新高教集团	2001 HK	5.85	1,066	20.8	16.3	13	0.4	16.2	7.6	5.9	12.2	9.8
民生教育	1569 HK	1.47	752	14.3	12.5	12.1	0.8	9.9	6.3	5.7	5.6	5.1
中教控股	839 HK	10.1	2,599	26.6	20.7	17.4	0.6	17.2	10	8.1	13.1	11.1
新华教育	2779 HK	3.19	650	NM	NM	NM	NM	13.5	NM	NM	NM	NM
凯文教育	002659 CH	13.4	1,063	445.4	41.1	21.5	0.2	10.8	10.9	6.4	NM	NM
紫光学大	000526 CH	28.18	431	NM	NM	NM	NM	1	NM	NM	NM	NM
红黄蓝	RYB US	17.01	488	281.8	22.3	16.3	0.3	3.5	2.1	1.8	9.2	6.7
平均值				54	18	14	0.4	12	6	5	11	9
培训机构												
好未来	TAL US	35.84	20,408	93.4	57.8	36.9	0.5	19.6	7.9	5.5	45.8	29.4
新东方	EDU US	91.43	14,457	42.4	30.8	22.8	0.7	8	4.6	3.6	23.4	17.2
尚德机构	STG US	7.14	1,233	-12.3	-11.8	-55.7	NM	18.5	3	1.6	-11.6	-53.6
精锐教育	ONE US	10.79	1,758	NM	NM	NM	NM	5.4	NM	NM	NM	NM
瑞思学科英语	REDU US	14.93	821	26.1	19.1	13.8	0	5.3	3.3	2.6	11.9	9.6
无忧英语	COE US	11.185	224	NM	NM	NM	NM	1.7	NM	NM	NM	NM
正保远程	DL US	8.12	270	NM	NM	NM	NM	13	NM	NM	NM	NM
达内科技	TEDU US	10.72	603	15	10.4	8.2	0.2	1.9	1.3	1.1	6.8	5.6
四季教育	FEDU US	6.6	317	30.4	19.5	16.1	0.2	9.8	4.1	2.3	8.9	5.7
平均值				63	41	26	0.5	14	6	4	32	20

资料来源: 西部证券研发中心, 彭博

风险提示

1. 主管部门对于学费定价的管控

中国于2015年开始，全国各地开始放开民办高校的学费及住宿费定价，实行备案制。如果主管部门决定加强对于收费的管控，将使得中教控股无法提高学费。

2. 商誉减值风险

公司溢价收购白云技师学院，产生3.2亿的商誉。如果白云技师学院后续无法保证招生或教学质量致使学生数量下降，将会产生商誉减值风险。

3. 学校网络的外延扩张无法顺利进行

公司目前有计划进行学校网络的外延扩张，若无法寻找到适合的标的或者标的价格过高，又或者收购后无法顺利整合，将使得学校网络的外延扩张无法顺利进行。

4. 无法招聘到合格的教师

政府对于高校的教师数量和质量均有明确要求，如果学校无法招聘到合格的老师，将无法扩大招生规模。

5. 校园内发生意外事故

高校为学生聚集地方，如果校园内或学生在校外发生意外事故，将影响学校的声誉，对学校的招生造成不利影响。同时学校必须承担责任，造成营业外支出。

6. 学生就业率下降

民办高校因此办学层次较低，因此大多学生毕业后需求就业。如果学校的毕业就业率下降，将对学校的招生造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E	利润表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
现金及现金等价物	247	3243	3583	4555	5898	营业收入	861	949	1438	1907	2329
应收款项	615	72	72	118	114	营业成本	(405)	(389)	(621)	(872)	(962)
存货净额	0	0	1	1	1	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	466	55	55	55	55	销售费用	(9)	(10)	(12)	(14)	(15)
流动资产合计	1329	3370	3712	4729	6068	管理费用	(102)	(133)	(238)	(268)	(290)
固定资产及在建工程	2416	2639	3108	3171	3276	财务费用	(15)	(18)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	77	56	60	61	60
无形资产	0	565	565	565	565	营业利润	407	454	627	814	1122
其他非流动资产	121	98	168	260	373	营业外净收支	7	22	16	20	20
非流动资产合计	2537	3302	3841	3997	4214	利润总额	414	476	643	834	1143
资产总计	3866	6672	7553	8726	10282	所得税费用	(2)	(2)	(3)	(3)	(5)
短期借款	210	0	0	0	0	净利润	413	474	640	831	1138
应付款项	48	11	21	24	26	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	812	936	1167	1507	1922	归属于母公司净利润	411	474	640	831	1138
流动负债合计	1070	947	1188	1530	1948	财务指标	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
长期借款及应付债券	243	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	26	86	86	86	86	ROE	16%	8%	10%	12%	14%
长期负债合计	269	86	86	86	86	毛利率	53%	59%	57%	54%	59%
负债合计	1339	1033	1274	1616	2034	营业利润率	13%	15%	17%	15%	13%
股本	182	0	0	0	0	销售净利率	48%	50%	44%	44%	49%
股东权益	2346	5639	6279	7110	8248	成长能力					
负债和股东权益总计	3866	6672	7553	8726	10282	营业收入增长率	3%	7%	49%	31%	21%
						营业利润增长率	15%	12%	33%	30%	38%
						净利润增长率	18%	4%	49%	30%	37%
						偿债能力					
						资产负债率	35%	15%	17%	19%	20%
						流动比	0.34	0.51	0.49	0.54	0.59
						速动比	1.24	3.56	3.12	3.09	3.11
						每股指标与估值	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
						每股指标					
						EPS	0.27	0.28	0.32	0.41	0.56
						BVPS	1.25	2.79	3.11	3.52	4.08
						估值					
						P/E	30.87	30.59	26.72	20.64	15.22
						P/B	6.77	3.03	2.72	2.40	2.07
						P/S	19.85	18.01	11.89	8.97	7.34

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）大于 20%
增持：	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）介于 5%到 20%之间
中性：	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度（复权后）介于-5%到 5%
卖出：	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅（复权后）大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC
 北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
 深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
郭佳	深圳	区域销售总监	13725585618	guojia@research.xbmail.com.cn
郝少佳	深圳	区域销售副总监	15989857755	haoshaojia@research.xbmail.com.cn
杨敏诗	深圳	机构销售	17512036780	yangminshi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。