

证券研究报告
2018年5月21日

民生教育（1569.HK）深度报告：全国领先的民办高等教育供应商，深化战略布局

传媒&海外首席分析师： 杨仁文 执业证书编号：S1220514060006
传媒&海外高级分析师： 姚 蕾 执业证书编号：S1220516080006

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

1. 公司是中国最大的民办高等学历教育供应商之一、重庆地区高等教育龙头。公司深耕高等教育市场十余年，成立以来始终致力于提供优质教学服务、培养专业人才，自2016年起展开一系列收购及新建学校活动，旗下运营的学校从4所迅速扩张到12所（包含已签订收购协议、框架协议和即将建成但尚未并表的学校），覆盖多个地区、办学层次向下延伸。公司的战略布局形成如下优势：

第一，从地理位置角度，公司实施区域化战略，其优势体现在：（1）**地域政策倾斜：**学校均布局在西部地区和教育大省，享受国家招生政策倾斜和民办教育补贴；（2）**集中管理优势：**尽管旗下学校各区域间距离较远，但各集群内部的布局非常集中，重庆一地四校，山东一省四校（乐陵和寿光距离仅200余公里），安徽合肥一市三校，密集的布局便于集中管理和采购、优质师资等资源共享，成本领先优势凸显。

第二，从办学层次角度，公司实施高等教育为主、高中+中职为辅的战略，优势包括：（1）**招生、升学优势：**本科、专科、高中和中职之间存在强协同关系，有利于构筑升学链条，提升低层次学校的升学率、降低高层次学校的招生成本。（2）**成本效益优势：**与高等教育不同，中职学校和新设民办高中在招生方面面临较大的风险，公司针对高中和中职板块采取“托管+民办公助”方式，充分借力政府资源，打造双赢局面，使公司旗下学校兼备公办学校的品牌、师资、课程资源和民办学校的市场化激励机制，为学校的师资从稳定性和积极性上提供双重保障，有利于获取优质稳定的生源，规避招生风险，节约人力成本，提高投入产出比。

2. 公司未来增长空间大。（1）**已建成和签约的学校：**FY18即将并表6所学校，学生人数预计可从4万扩大到6万的水平，公司规模登上新台阶。（2）**收购新学校：**公司在手现金充裕，并购团队执行力强，后续并购团队仍将持续发力，在目前的区域和办学层次上进一步巩固优势；（3）**内生增长：**公司计划通过稳步调升学费和住宿费、增加学额、增加后勤服务项目、开发新的教育项目和培训项目等方式实现现有学校的内生增长。经营管理方面，随着集团规模的扩张，公司十分重视业务和行政人才的发掘和培养，对于新并购的学校，公司采取保留原学校团队+派遣财务总监和常务副校长的方式进行管理，确保学校稳定发展和与集团的协同。

中国高等教育市场发展迅速，民办高校作为公办学校有力的补充，近年来招生规模增长快于公办学校。目前，重庆、安徽两地高考录取率和高等教育毛入学率在全国都处于较低水平，高等学历教育供不应求，教育资源相对稀缺。教育部在《关于做好2018年普通高校招生工作的通知》中明确要求，各地要继续实施“国家支援中西部地区招生协作计划”，提高中西部地区及人口大省高考录取率。

3. 健康稳定的财务状况为公司向外并购延伸、向内打造核心竞争力、抵抗政策风险提供保障；低成本运营，盈利能力有保障。公司近三年收入复合增长率5.88%，其中学费占比92%以上，由学生数量和学费增长驱动。公司毛利率水平高，FY15-17年分别为61.4%/58.1%/58.3%，由于公司提高教师薪酬及福利并且扩大教师队伍，导致营业成本近年有所增长。公司销售费用较低，仅占营收1%-3%之间；管理费用受首次公开发行相关费用影响，FY16-17年大幅增加；上市后公司现金充沛，偿还借款，使财务费用有所下降。近年来公司收到的政府补助大幅提高，推动利润率不断攀升。公司调整净利润近三年持续提升，FY15-17年分别为50.1%/56.1%/65.0%。FY15-17年公司的总资产收益率分别为10.6%/11.2%/6.2%，净资产收益率分别为15.0%/15.9%/8.3%，上市后资产规模扩大导致总资产和净资产收益率下滑。

4. 盈利预测与投资建议：不考虑未完成并表的山东、安徽学校，我们预计公司FY18-20年归母净利润为3.12/3.30/3.52亿元人民币，EPS为0.08/0.09/0.09元人民币（0.10/0.11/0.11港元），对应PE为19/17/17倍。如考虑山东、安徽学校（假设合并全年利润），预计公司FY18-20年备考净利润为3.85/4.27/4.63亿元人民币，EPS为0.09/0.11/0.12元人民币（0.11/0.14/0.15港元），对应PE为17/14/13倍。公司内生增长稳健，在手现金充裕，外延并购整合空间较大，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：教育政策不确定性风险、行业集中资产证券化导致并购估值抬高风险、政府补贴减少风险、高等教育需求不达预期风险、学校运营管理风险、并购整合风险、收购标的达预期风险、扩张不达预期风险、学生数量增长不达预期风险、市场环境导致估值中枢下移风险、人才流失风险、偶发事件导致的品牌声誉风险等。

可比上市公司估值对比:

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2018E	2019E	2018E	2019E
1317.HK	新高教集团	82.7	0.23	0.29	25	20
0839.HK	中教控股	219.8	0.32	0.38	34	29

资料来源: wind, 方正证券研究所

盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	478	575	608	642
同比增速	7.4%	20.3%	5.8%	5.7%
毛利率	58.3%	58.5%	59.3%	60.0%
归母净利润	260	312	330	352
净利率	54.4%	54.4%	54.2%	54.9%

1. 公司概况：中国最大的民办高等学历教育供应商之一、重庆地区高等教育龙头.....	5
2. 业务情况：以高等教育为主、中职+高中为辅，内生增长与外延扩张齐头并进.....	10
3. 财务情况：收入增长稳健，利润水平出色，政府补助逐年提高.....	24
4. 财务模型.....	31
5. 行业情况：民办高等教育行业需求旺盛、潜力巨大，高等教育资源分布不均.....	34

公司概况

- 发展历史：深耕重庆高等教育市场，上市后展开区域化并购布局
- 股权结构：股权集中，实际控制人为董事会主席李学春
- 管理团队：高管行业经验丰富，业内声誉卓著
- 行业地位：重庆民办高等教育行业龙头

发展历程：深耕重庆高等教育市场，上市后展开区域化并购布局



公司主要在中国提供优质民办高等学历教育，致力于培养专业人才。截至2017年12月31日，公司旗下学校共有在校生41120人，教师1446名。按学生人数计，公司是中国最大的民办高等教育供应商之一。

- 2006年，重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院、重庆应用技术职业学院由利昂实业于重庆市民政局登记成立。利昂实业由公司创始人李学春先生及其女儿李宁女士于1998年10月创办。公司通过拥有利昂实业的股权间接成为三所高等学校出资人。
- 2008年，公司以1100万元人民币收购内蒙古丰州职业学院（青城分院）全部股权。
- 2014年，公司先后以80万新加坡元和15万新加坡元的代价收购新加坡培根国际学院总计87万股股份。
- 2015年，公司成为香港能仁高专学院（非盈利机构）两名股东之一，作为非营利机构股东不从香港能仁获取投资收益，但可以与之展开合作。
- **2016年，公司在山东德州乐陵市成立民生职业中等学校**，学校预计于2018年9月招生。同时，公司与乐陵市政府达成协议，通过民生职业中等学校对公立学校乐陵市职业中等专业学校进行委托管理。
- **2017年3月22日，公司于香港联合交易所上市，开启区域化并购布局**。上市后，公司先后以5亿元、1.25亿元收购安徽文达信息工程学校和重庆电信职业学院51%股权，并与安徽蓝天飞行学院、安徽合肥信息技术学校签署框架协议，拟斥资1亿元收购这两所学校51%股权。
- 2018年2月，公司与山东德州乐陵政府签订协议，拟成立民生乐陵高中并与政府共同运营。学校预计于2018年9月开始招生。
- 2018年3月，公司以总代价400万元人民币收购世纪宽高投资管理有限公司100%股权，通过世纪宽高以1.52亿人民币收购山东省寿光市渤海实验学校100%的举办者权益及东校区整体校园的土地、房屋及设备。2018年5月完成收购。

图表1：民生教育集团里程碑

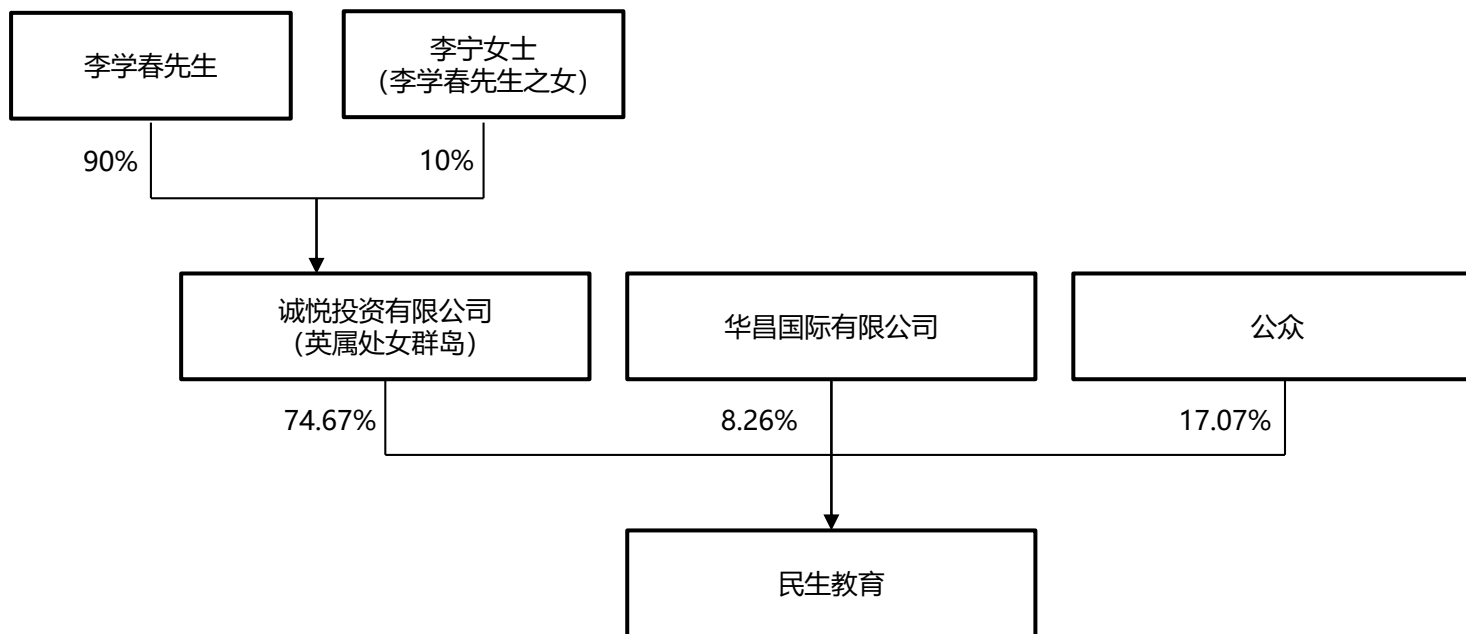


资料来源：公司公告，方正证券研究所

股权结构：股权集中，实际控制人为董事会主席李学春

- 公司于2017年3月22日在香港IPO，新发行10亿股，发行价1.38港币，行使超额配售权发行1772万股，募集资金约12.46亿元人民币。
- 公司上市后总股本为40.18亿股，截至2017年12月31日，诚悦投资有限公司持股74.67%，华昌国际有限公司持股8.26%，其余为公众持股，占比17.07%。公司实际控制人为董事会主席李学春。
- 华昌国际有限公司是华侨城（亚洲）控股有限公司（3366.HK）的全资子公司，于公司上市时作为基础投资人认购3.32亿股。

图表2：公司股权结构



高管团队：高管行业经验丰富，业内声誉卓著



- 公司高管团队经验丰富，平均行业经验达15年。
- 公司创始人、董事局主席李学春先生自2008年起任中国民办教育协会副会长、2014年至今任重庆民办教育协会执行会长；曾任第十一届、十二届全国政协委员，第十二届全国政协教科文卫体委员会委员。
- 公司董事、行政总裁张卫平女士在教育行业拥有超过15年经验，于2001年被评为副教授，2004年被聘为教授，2007年晋升为研究员。2007年至2012年，担任重庆市人大代表。自2011年起，担任中国民办教育协会高等专业委员会副会长。2014年起担任重庆市民办教育协会监事长。2018年起担任重庆市政协委员。

图表3：公司主要高管情况

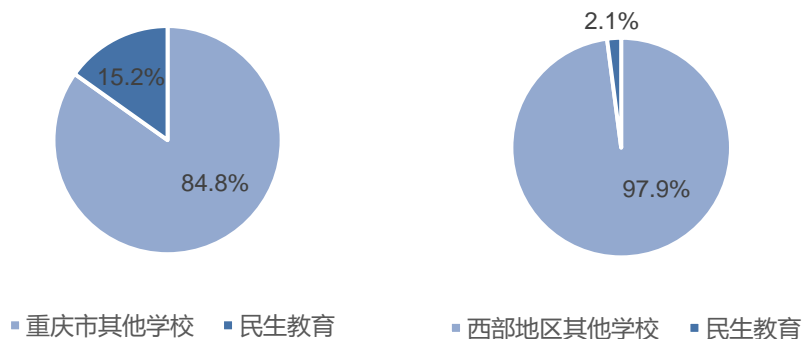
称谓	年龄	职位	负责领域	职业经历
李学春先生	67岁	创始人、董事会主席、董事会下设的薪酬委员会主席、提名委员会主席	负责集团战略发展	<ul style="list-style-type: none"> • 1998年创办利昂实业，任董事长至今 • 2006年1月任集团董事局主席至今 • 2008年-2016年任中国民办教育协会副会长 • 2014年至今任重庆民办教育协会执行会长 • 目前为中国人民政治协商会议全国委员会委员、中国人民政治协商会议教科文卫体委员会委员
张卫平女士	53岁	执行董事、行政总裁	负责集团整体管理及运营	<ul style="list-style-type: none"> • 2007年加入本集团，2008年获任董事 • 2007年4月-2016年8月任集团首席运营官 • 1998年-2007年期间，在西南大学历任副教授、研究员、教授、育才学院（重庆人文科技学院前身）执行院长兼党委书记 • 2007年-2012年任重庆市人大代表 • 2011年至今任中国民办教育协会高等教育专业委员会副会长 • 2014年起担任重庆市民办教育协会监事长 • 2018年起担任重庆市政协委员
左熠晨先生	37岁	执行董事、副总裁	集团业务发展及并购	<ul style="list-style-type: none"> • 于2016年8月加入公司，获任董事、副总裁 • 在银行业务方面拥有15年经验 • 2002年-2016年任职于中国银行，离职前任总行高级经理（左先生为董事会主席李学春先生的女婿）
林毅龙先生	41岁	执行董事、财务总监	财务管理及整体企业治理	<ul style="list-style-type: none"> • 在会计、财务及并购领域拥有超过15年的经验 • 于2012年加入集团并任投资部总经理 • 2007年3月-2012年5月，担任毕马威会计师事务所顾问经理

资料来源：公司公告，方正证券研究所

行业地位：重庆民办高等教育行业龙头

- 中国民办高等教育市场高度分散，但重庆民办高等教育市场高度集中。2014年，公司位于重庆的在校生人数占重庆市民办高等教育全部在校生人数的15.2%，占西部地区的2.1%。据Frost & Sullivan报告，2015年重庆民办高等教育行业前五大参与者占市场份额的46.9%，公司占15.1%，**位居第一**。
- 根据中国校友会网发布的2018年中国民办大学排行榜150强，西部地区（陕西、四川、云南等12个省、直辖市、自治区）有22所大学入选，民生教育旗下重庆人文科技学院在所有进入排行榜的西部地区民办大学中排名第六，前五所学校有四所位于陕西西安。

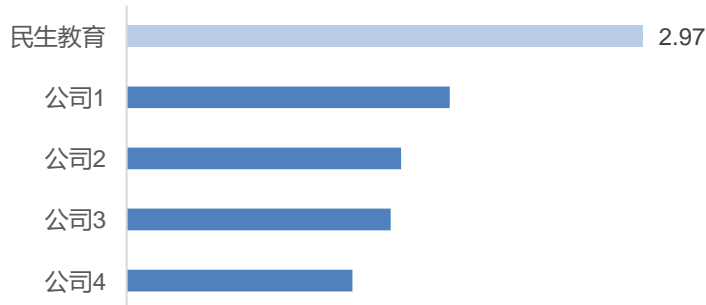
图表4：2014年公司在重庆及西部地区民办高等教育市场的份额



图表6：2018中国民办大学西部地区学校排行

西部地区排名	全国排名	学校名称
1	4	西安欧亚大学
2	9	西安培华学院
3	13	西安外事学院
4	20	西安翻译学院
5	42	四川工商学院
6	50	重庆人文科技学院
7	66	陕西国际商贸学院
8	68	西安思源学院
9	78	成都文理学院
10	80	南宁学院
11	82	宁夏理工学院
12	89	云南工商学院
13	103	成都东软学院
14	109	西安服装工程学院
15	114	广西外国语学院
16	116	银川能源学院
17	118	四川文化艺术学院
18	121	云南经济管理学院
19	122	四川电影电视学院
20	126	重庆工程学院
21	129	西安交通工程学院
22	139	四川工业科技学院

图表5：2015年重庆民办高等教育领先参与者的学生人数和排名（万人）



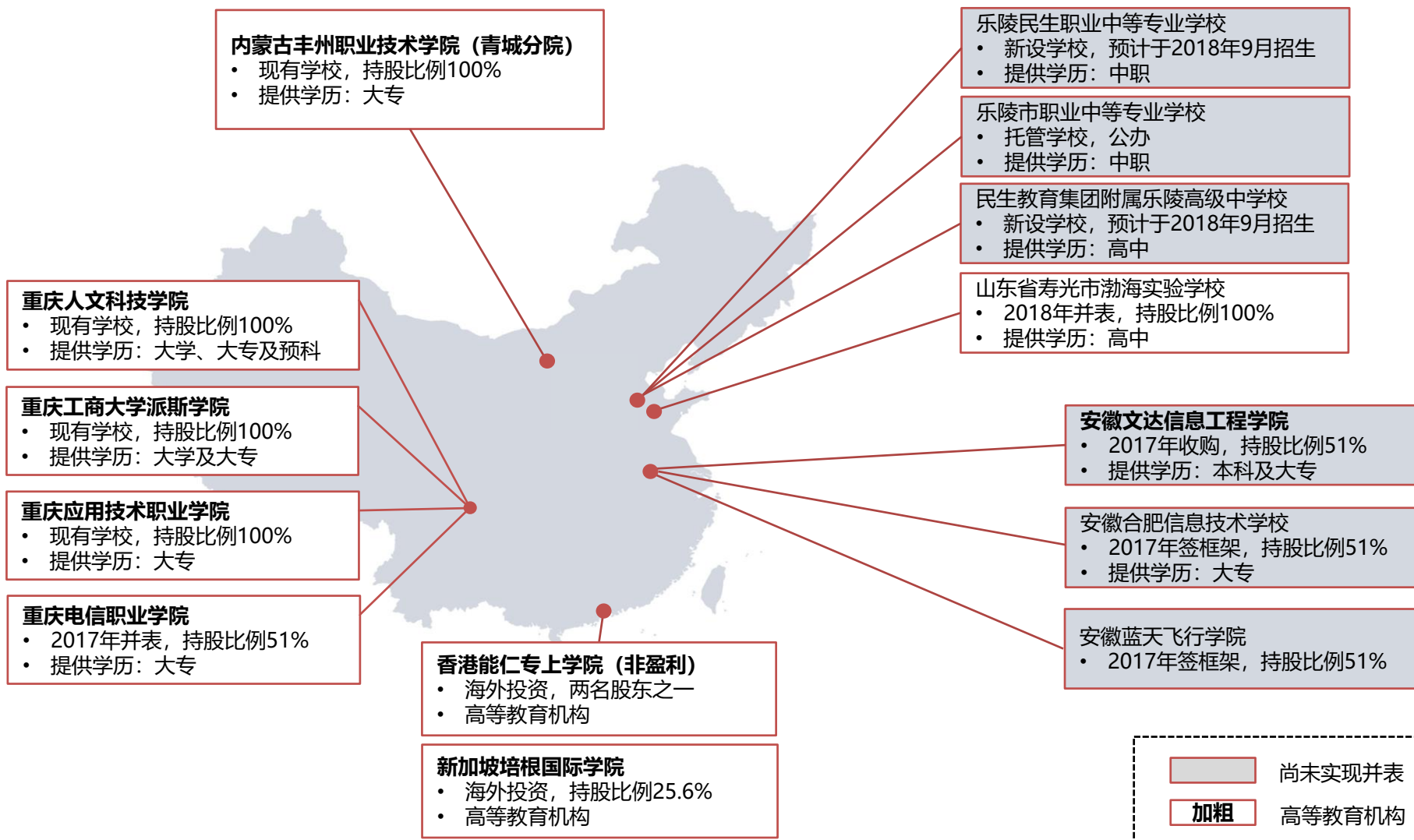
资料来源：公司公告，Frost & Sullivan，中国校友会网，方正证券研究所

业务情况

- 学校情况：区域化布局重庆、山东、安徽三地
- 学校情况：高等教育为战略重点，目前运营五所高等学校
- 学校情况：携手政府引入灵活机制，已在山东布局四所中职和高中
- 学生情况：在校学生规模不断扩大，内生增长势头向好
- 学生情况：旗下高等学校以招收本科生为主，占比达80%
- 学生情况：总体利用率较高且保持稳定
- 收费情况：学费上调整奏保持稳定，计划提升非学费收入
- 招生：重庆人文科技学院对考生的吸引力增强
- 招生：重庆人文科技学院2016年本科生源质量较好
- 教学：不断优化专业设置，以培养高端应用型人才为目标
- 教学：教学硬件配套与软实力齐头并进
- 就业：整体就业率在90%左右
- 发展规划：内生+外延扩大规模，集团化管理优化协同

学校情况：区域化布局重庆、山东、安徽三地

图表7：民生教育集团学校网络梳理



学校情况：高等教育为战略重点，目前运营五所高等学校

高等教育板块是公司的战略重点。截至目前，公司在重庆及内蒙古拥有自建、投资5所高等学校（安徽文达信息工程学院尚未并表），其中以重庆人文科技学院综合实力最强、在校生人数最多，是公司收入的重要来源。

- **重庆人文科技学院**：前身为西南大学育才学院，2003年3月经教育部批准为独立学院。2010年6月经重庆市学位委员会审核批准成为重庆市第一所获得学士学位授予权的独立学院。2013年初被教育部确定为全国首批应用技术型大学战略试点研究高校之一。2013年4月经教育部批准转设为独立设置的民办普通本科高校。建校以来，学校为国家经济建设和社会发展输送了近五万名合格人才。毕业生中已有千余人通过研究生考试，被香港理工大学、复旦大学、北京师范大学、浙江大学、吉林大学、华东师范大学、四川大学、重庆大学、西南大学、中国传媒大学、澳大利亚莫纳什大学、美国明尼苏达大学、英国朴茨茅斯大学等国内外著名高校录取。
- **重庆工商大学派斯学院**：2003年12月被教育部批准为全日制本科独立学院，是一所具有学士学位授予权的普通本科高等学校。已经初步形成了以经济、管理类学科为主，会计学、金融学、工商管理三个专业群相互支撑，文学、工学等专业相互促进的应用型人才培养模式。学校鼓励本科毕业生报考研究生，支持专科毕业生“专转本”，学校考研、专升本率稳步提高。
- **重庆应用技术职业学院**：2005年经重庆市人民政府批准设立，是重庆市教育委员会主管的全日制普通高等学校。学院立足重庆，面向西部，围绕产业结构调整、区域经济社会发展在先进制造业、战略性新兴产业和现代服务业等方面紧缺人才的需求，培养以建筑工程、教育、电子信息、汽车工程专业为主体，旅游、商务、文化为支撑的有良好职业素养的专科层次高素质技术技能人才。
- **重庆电信职业学院**：学校成立于2011年，2017年被公司收购。学校面向战略性新兴产业，为新型电子信息产业、现代服务业和文化创意产业培养高素质技术技能人才。学校“电子信息工程技术”、“软件技术”、“电信服务与管理”专业获得重庆市专业能力提升项目（骨干专业）建设立项；2016年4月，学校在高职教育人才培养工作评估中得到专家高度评价，并顺利通过。
- **内蒙古职业技术学院（青城分院）**：学院为位于中国内蒙古呼和浩特市的高等教育机构，目前开设约14种大专专业，包括会计、审计、学前教育、护理、建筑工程技术、计算机应用技术、道路桥梁工程技术、旅游管理以及项目成本管理等专业。

图表8：公司目前运营的各高等学校教学条件

学校	专业数量	提供学历	成立时间	土地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	在校生人数 (2017.12.31)
重庆人文科技学院	43	大学、大专及预科	2000年	105	40	19529人
重庆工商大学派斯学院	26	大学及大专	1999年	31	14	10471人
重庆应用技术职业学院	16	大专教育	2005年	14	7	2370人
重庆电信职业学院	24	大专教育	2011年	33	16	2288人
内蒙古丰州职业技术学院（青城分院）	11	大专教育	1985年	0.46	0.58	5948人

资料来源：学校官方网站，方正证券研究所

学校情况：携手政府引入灵活机制，已在山东布局四所中职和高中



公司与地方政府深度合作，通过托管、民办公助等方式进入高中和中等职业教育板块，未来将和高等教育板块形成协同。借助灵活的办学机制，公司旗下学校兼备公办学校的品牌、师资、课程资源和民办学校的市场化激励机制，为学校的师资从稳定性和积极性上提供双重保障，从而吸引生源。

- 2016年，公司与乐陵市政府签订《乐陵学校合作协议》（为期50年），进军中等职业教育板块。
 - 根据协议，公司将于山东德州乐陵市成立乐陵新生职业中等专业学校，预计于2018年9月开始招生。学校占地面积400亩，招生上限为6000人，其中包括乐陵教育局将输入的1500名学生。
 - 公司还将通过新成立的学校，同时对乐陵市职业中等学校进行委托管理，并收取该校法定盈余作为委托管理费。
- 2018年2月和3月，公司分别与山东乐陵和寿光政府合作，通过成立乐陵民生高中和收购寿光渤海实验学校进军高中板块。
 - 乐陵民生高中投资预算2亿元人民币，拥有土地面积200亩，将按照山东省规范化学校标准建设成为拥有60个班级、3000名学生和相应配套设施的全日制高级中学。公司有权选择该学校成为盈利性或非营利性学校。根据协议，2018年9月-2022年8月期间，乐陵市政府将从乐陵市第一中学选派骨干教师和管理团队进入民生乐陵高中任教或任职，且选派人员不得低于民生乐陵高中全体教师和管理人员总数的80%。
 - 寿光渤海实验学校成立于2015年，第二校名为中国科学院大学基础教育研究院附属实验中学及寿光市第一中学分校。根据协议，渤海实验学校原举办者（寿光宏景城镇建设投资有限公司和寿光市第一中学）委任的教师和管理人员全部留用，且这些公派人员应占学校教师及管理人员总数的80%以上，不足80%时由原举办者补足。今后新增教师中，公派人员所占比例应不低于50%。公派人员的工资和社保由原举办者承担。

图表9：公司旗下高中与中职学校情况

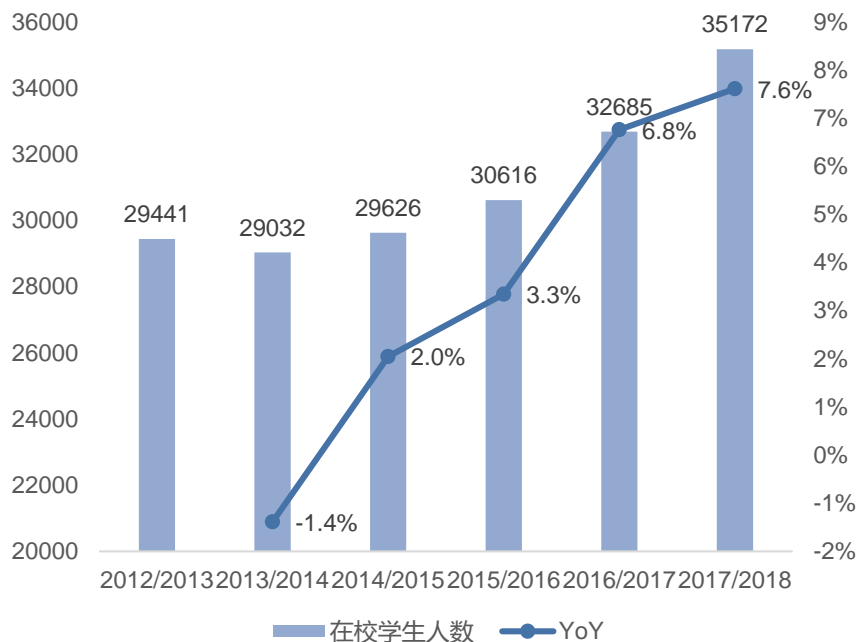
学校名称	成立年份	学校类别	提供学历	土地面积 (亩)	学生人数 (人)
寿光渤海实验学校	2015	全日制高级中学	高中	400	2600
乐陵民生高级中学	2017	全日制高级中学	高中	200	-
乐陵民生职业中等专业学校	2016	全日制中等职业教育机构	中职	400	-
乐陵市职业中等专业学校 (托管)	2016	全日制中等职业教育机构	中职	-	-

资料来源：公司公告，方正证券研究所

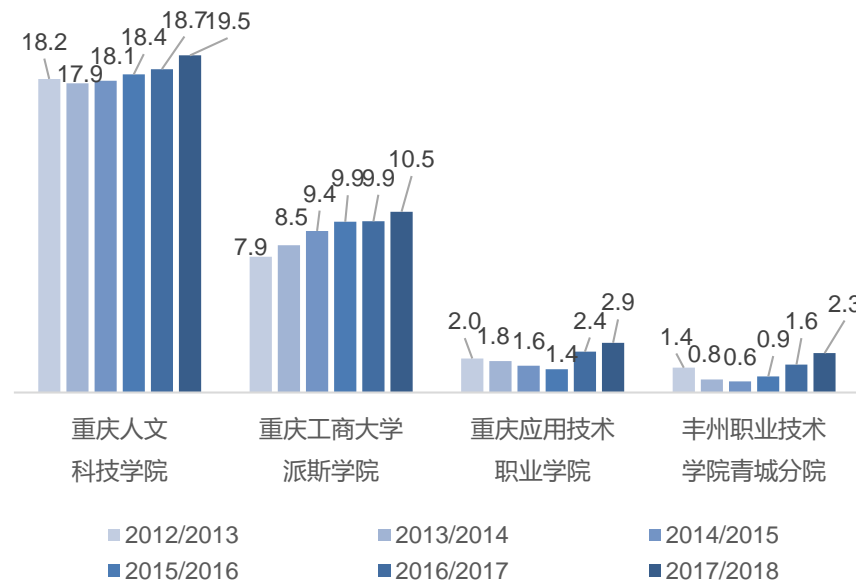
学生情况：在校学生规模不断扩大，内生增长势头向好

- 2017年末，公司在校学生总人数为41120人（包括12月合并的重庆电信职业学院的5948名学生），较去年增长26%。
- 不考虑新合并的重庆电信职业学院，截至2017年12月31日，公司原运营的四所高校在校生人数为35172人，近5年复合增长率为3.62%，近3年复合增长率为5.89%。2013/2014学年公司整体人数有所下降，此后增速逐年提升，2013/2014-2017/2018学年学生人数增长率分别为-1.4%/2.0%/3.3%/6.6%/7.8%。
- 分学校看，规模最大的重庆人文科技学院过去5年复合增长率为1.39%，增长较为平稳，重庆工商大学派斯学院为5.86%；学生规模相对较小的重庆应用技术职业学院和内蒙古丰州职业技术学院（青城分院）增速较快，过去5年复合增长率分别为7.7%、10.44%。

图表10：原有四所高校在校生人数及增长率（人）



图表11：在校人数-分学校（千人）

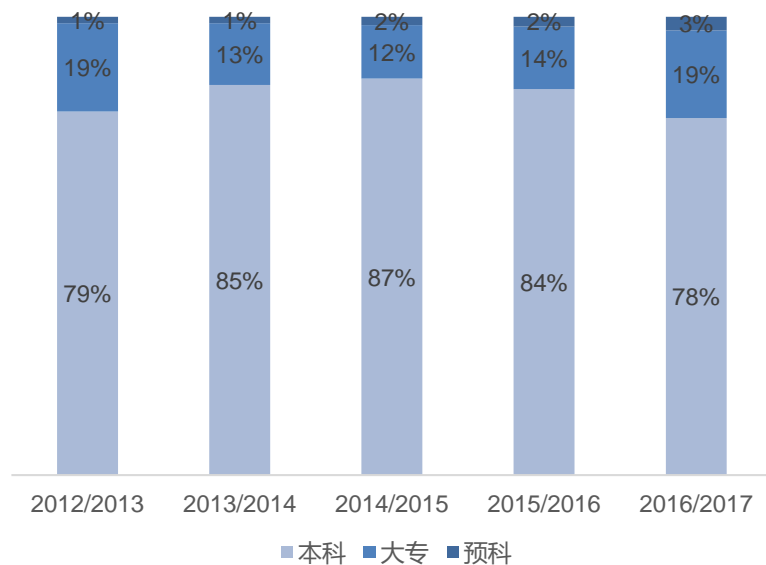


资料来源：公司公告，方正证券研究所

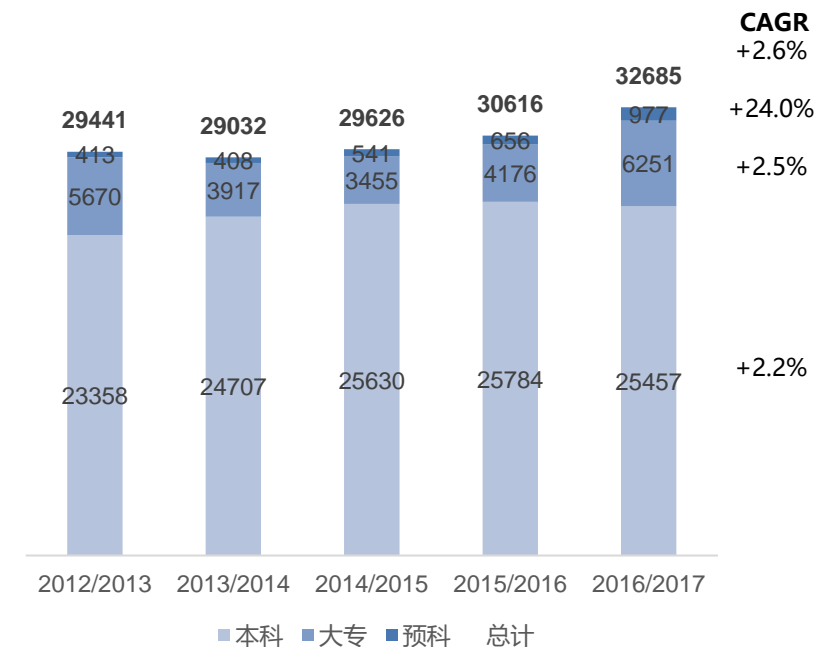
学生情况：旗下高等学校以招收本科生为主，占比近80%

- 公司所运营的高等学校主要为学生提供大学及大专学历教育，以大学为主（重庆人文科技学院还向少数民族学生提供预科教育）。
 - 2012/2013-2016/2017学年，公司在校学生中接受学士学位教育的人数占总人数的比例分别为79%、85%、87%、84%和78%，其余为大专学生和少量预科学生。
 - 合并重庆电信职业学院新增的5948名学生均为大专层次，将增加大专学生在公司整体学生中的比重。
 - 近4年来，公司本科在校学生复合增速为2.2%，大专和预科分别为2.5%和24.0%。

图表12：公司在校学生学历层次结构



图表13：公司各学历层次在校生数量（人）



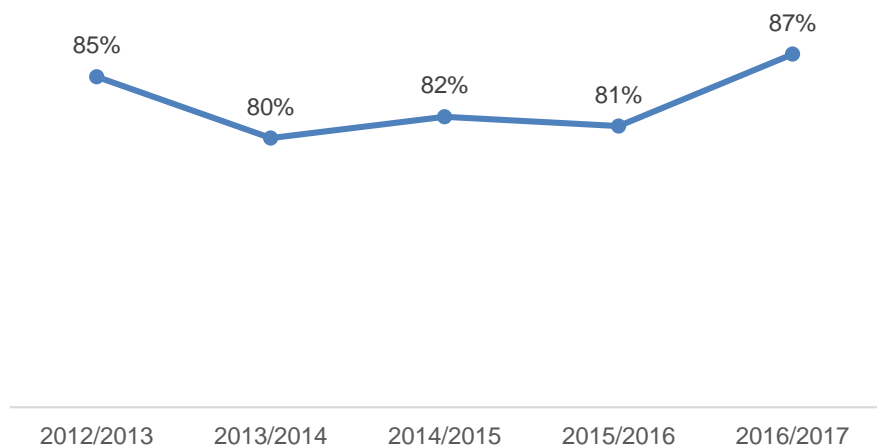
注：由于公司未披露2017年底并表的重庆电信职业学院学生的学历层次信息，数据仅包含公司原有的四所高等学校。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

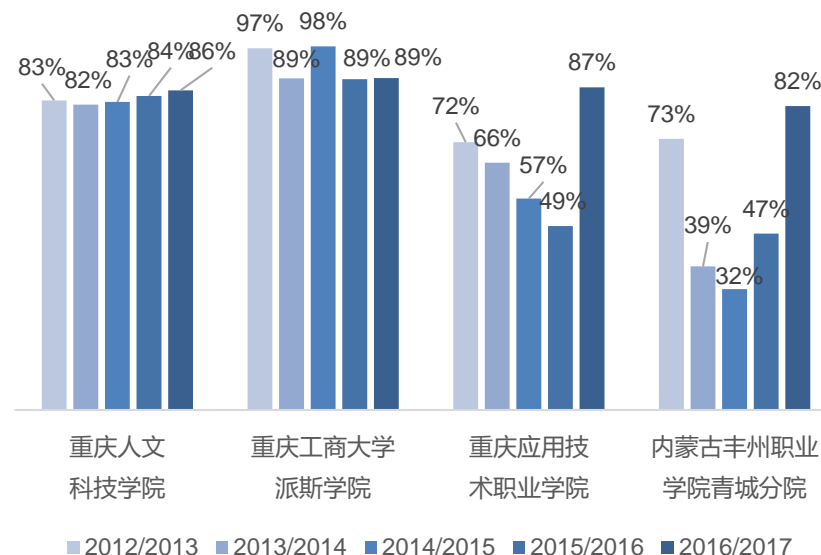
学生情况：总体利用率较高且保持稳定

- 2012/2013-2016/2017学年，公司总体利用率保持在80%以上。
 - 2012/2013-2016/2017学年期间，重庆人文科技学院学额没有变动，利用率从83%提高到86%；重庆工商大学派斯学院的学额从8104人分两次扩大到11160人，利用率始持在88.9%以上，最高时达到97.5%。
 - 内蒙古丰州职业学院（青城学院）2013/2014和2014/2015学年利用率较低、重庆应用职业技术学院2014/2015和2015/2016学年利用率下滑，主要由于申请开设专业未能及时获批、学生数骤降造成，2016/2017学年申请开设的专业获批准后，两校的利用率恢复到80%以上的水平，招生情况得到明显改善。

图表14：公司整体利用率情况



图表15：公司运营的各高等学校校利用率情况



注：由于公司未披露2017年底并表的重庆电信职业学院利用率情况，数据仅包含公司原有的四所高等学校。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

收费情况：学费上调节奏保持稳定，计划提升非学费收入

- **目前收入来源：**公司目前营收来源为学费和住宿费，其中学费占营业收入的比重达90%以上。2016/2017学年，公司运营的四所高等学校收取的人均年度学费介于4500元与18000元人民币之间，住宿费在650元与1200元之间。
 - **各地民办教育收费政策：**根据现行的民办教育收费政策，重庆地区民办学校对接收学历教育者收取的学费及住宿费标准须报价格主管部门审批，而安徽、山东、内蒙古三地对于民办教育收费的政策是自主定价，未来公司位于这三地的学校提升学费和住宿费的费用标准具有更强的灵活性和更大的空间。
 - **公司关于学费上调的计划：**公司关于提高收费标准政策是，一般每2-3学年提高部分专业的学费，以反映运营成本的增加，调整幅度大致在1000元-2000元。此外，新学费仅适用于新生，现有学生学费保持不变。2017年，公司已经上调四所高校部分专业的学费，2018年计划上调住宿费。2017年收购的安徽文达信息工程学院交易完成后，公司计划将学费从11000元上调至15000元左右。
- **扩大服务范围：**公司未来将**内化餐饮与医疗服务**。目前，四所学校共计14个食堂中，有7个由公司经营，其余食品及餐饮服务均外包给第三方供应商。截至2013年、2014年及2015年12月31日以及2016年10月31日，公司在医疗及餐饮服务上产生的收入分别为人民币230万元、330万元、310万元、和410万元。在医疗服务方面，公司计划于重庆人文科技学院兴建由公司运营的校医院。

图表16：民生教育学费标准（万元）

学校	课程类型	13/14	14/15	15/16	16/17
重庆人文科技学院	四年制本科	1.3-1.7	1.3-1.7	1.3-1.7	1.4-1.8
	三年制大专	0.95-1.2	1	1	1.1
	预科	1.35	0.95-1.35	0.95-1.35	1-1.4
重庆工商大学派斯学院	四年制本科	1.2-1.3	1.2-1.4	1.2-1.5	1.35-1.5
	三年制大专	0.85	0.85-1	1-1.1	1.1
重庆应用技术职业学院	三年制大专	0.7-1	0.75-1	0.75-0.98	0.8-0.88
丰州职业技术学院 (青城分院)	三年制大专	0.6	0.63	0.65	0.65-7
	“3+2”项目	0.25	0.25	0.25	0.45

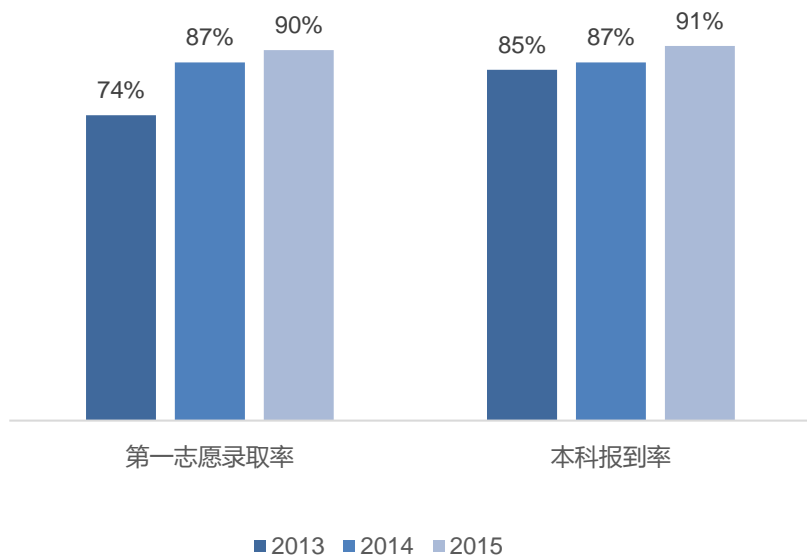
注：2016/2017学年学费范围上限由9800元降为8800元是由于原学费为9800元的专业不再开设。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

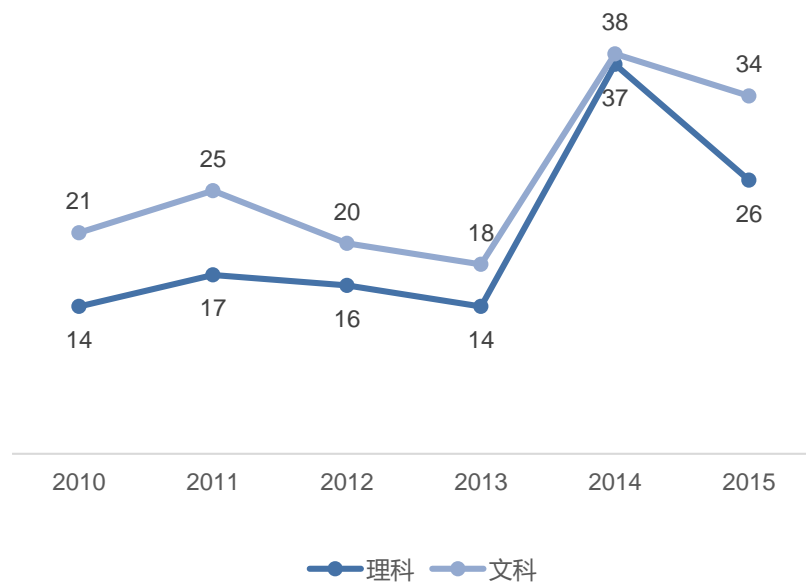
招生：重庆人文科技学院对考生的吸引力增强

- **第一志愿录取率：**根据2015-2016年教育质量报告，重庆人文科技学院本科第一志愿录取率近90%，高于2014年的87%和2013年的74%；重庆工商大学派斯学院本科第一志愿录取率达95%，专科第一志愿录取率为92%。
- **本科报到率：**根据教学质量报告，重庆人文科技学院2015年本科报到率达91%，提高4%，专科报到率提高了9%；重庆工商大学派斯学院2015级新生报到率与往年同类型相比也有所提升，本科报到率比同比提高了5.5%，专科提高了9.6%。
- **分数线：**根据重庆人文科技学院2016年毕业生就业质量报告，学校2016届毕业生中，65%的本科生和100%的专科生来自西南地区。根据中国教育在线的数据，学校在重庆市的录取分数线与省控线差在2010-2015年有较大提升：文科分数线与省控线线差从2010年的21分提升到2015年的34分，理科线差从14分提高到26分。

图表17：重庆人文科技学院第一志愿录取率及本科报到率



图表18：重庆人文科技学院重庆市第三批次分数线与省控线差



招生：重庆人文科技学院2016年本科生源质量较好

- 重庆人文科技学院招生范围覆盖全国21个省市自治区，其中重庆、海南、甘肃、宁夏、河北等地重庆人文科技学院的本科最低录取分数线高于省控线20分左右，生源优质。

图表19：重庆人文科技学院2016年普通类录取分数线

省份	普 本						省份	普 专						省份	本科预科					
	划线		实录					划线		实录					划线		实录			
	文科	理科	文科		理科			文科	理科	文科		理科			文科	理科	文科		理科	
			最高	最低	最高	最低				最高	最低	最高	最低				最高	最低		
河北	416	364	465	436	509	396							河北	356	316	434	400	396	364	
山西	370	310	405	391	380	317														
内蒙古	375	346	431	375	453	347							内蒙古	295	267	407	341	337	303	
辽宁													辽宁	337	293	416	337	392	364	
吉林													吉林	195	206	345	257	353	250	
黑龙江													黑龙江	322	309	325	323	344	317	
浙江	462	439	523	470	467	448														
安徽	453	446	486	450	461	449														
福建	403	352	466	403	394	354							福建	323	274	333	324	352	332	
河南	393	370	431	411	419	394														
湖北	403	350	487	415	424	368							湖北	335	288	411	337	377	291	
广西	400	333	429	410	358	337							广西	330	257	461	332	375	258	
海南	472	508	577	547	537	508							海南	467	428	493	469	485	428	
重庆	435	416	527	455	506	435	重庆	140	140	323	147	280	164	重庆	375	355	449	375	447	355
四川	480	453	525	500	515	474							四川	420	394	458	420	436	399	
贵州	457	365	526	487	451	372							贵州	407	292	494	442	399	358	
云南	365	400	522	474	467	407							云南	394	327	482	365	411	342	
陕西	381	344	472	421	388	354														
甘肃	391	367	452	423	414	402	甘肃	200		375	276			甘肃	343	287	383	352	359	287
宁夏	406	354	477	446	415	363							宁夏	366	283	425	370	366	284	
新疆	372	363	419	383	383	364														

资料来源：重庆人文科技学院招生信息网，方正证券研究所

教学：不断优化专业设置，以培养高端应用型人才为目标

计算机工程学院科研实力强，与西南大学联合培养计算机工程硕士

学院从2005年开始招收计算机科学与技术专业、软件工程专业，历经10年的发展，目前学院专职教师副高级以上职称的占42.6%，博士、硕士研究生占78.2%，享受国务院津贴的5人，具有丰富企业经验的工程师教师占40%，中青年教师占84.5%。在国内外核心期刊发表论文1500余篇，其中SCI检索50余篇；承担省部级以上的科研项目100多项，获国家专利及软件著作权80余项，发表论著近150部，获国家科技进步二等奖1项，军队科技进步一等奖1项、省部级科技奖励近50项。



开展国际化交流

- **开设会计学 (ACCA) 特色实验班：**通过与香港能仁专上学院的合作，重庆人文科技学院引进英国特许公认会计师公会 (ACCA) 项目，报名学生可获得14门考试中免考9门的资格。
- **中美双百项目试点：**重庆人文科技学院获选为中国教育部发起的中美双百项目试点的中国14所高校之一。
- **开设国际学院：**公司计划在欧洲及美国选择品牌好、质量好的高校作为公司的收购目标，并且计划在每所学校设立国际学院，开展2+2及3+1计划等多种合作办学模式，或者与国际知名高校合作开展网络教学。

资料来源：学校官网，公司公告，方正证券研究所

与中兴通讯联合开设中兴通讯信息学院

学院与中兴通讯共同执行教育部设立的ICT产教融合创新基地重大项目，学院是第一批与CICSO进行产教融合创新示范的教学单位；学院还与微软、ORACLE、华三、惠普等一大批知名企业建立长期合作关系。

在行业上重点选择面向服务于教育和医疗卫生行业与中兴通讯进行ICT产教融合创新基地合作；在专业方向上重点选择基于云平台的大数据获取、大数据汇集、大数据组织、大数据存储、大数据分析、大数据应用等关键技术的行业应用。



学校	2018/2019学年新设专业	
重庆人文科技学院	金融工程	车辆工程
重庆工商大学派斯学院	网络与新媒体	保险学
重庆应用技术职业学院	社区康复	老年服务于管理
	互联网金融	物流信息技术
内蒙古丰州职业学院	大数据应用	铁路信号自动控制
	空中乘务	医学检验技术
重庆电信职业学院	铁道车辆	铁道供电技术
	铁道交通运营管理	

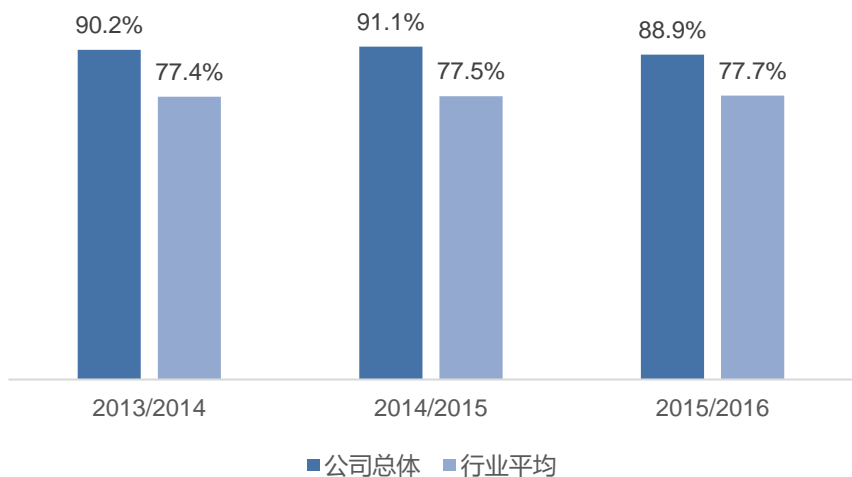
教学：教学硬件配套与软实力齐头并进

- 2017年，公司进一步改善办学硬件条件：
 - 重庆人文科技学院新建创新创业学院、创新创业实训基地。学校的创业孵化基地面积达2100余平方米，能容纳60个大学生创业项目/企业。目前，孵化基地入驻大学生项目/企业38个，学校对入驻项目学校给予全程指导和一站式服务，多项创业项目分别获区县级、省市国家奖励；
 - 重庆人文科技学院和重庆应用职业技术学院整修体育场馆；
 - 重庆工商大学派斯学院及重庆应用职业学院学生公寓配置新设施；
 - 校园实现信息化管理和服务；
 - 山东乐陵民生职业中等专业学校校园建设。
- 办学成效显著：
 - 学校及师生获得国家、省市级奖项 学校及师生获得国家、省市级奖项500多个；
 - 2017年，公司旗下学校95名学生被知高校录取为硕士研究生。

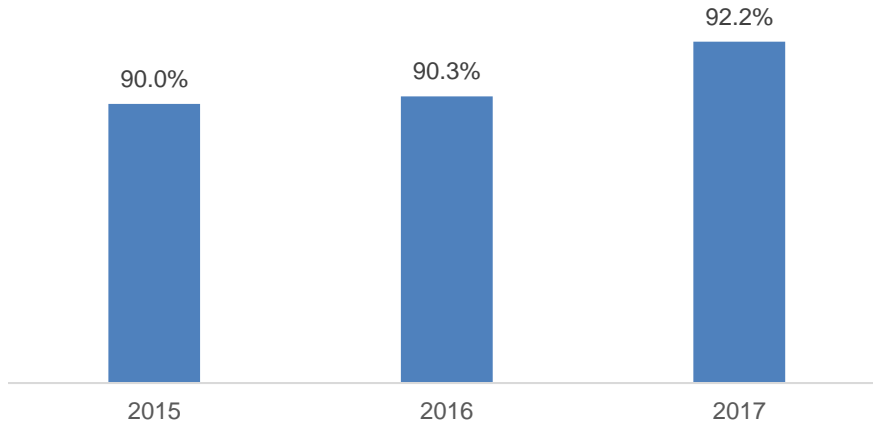
就业：整体就业率在90%左右

- **就业率：**公司13/14-15/16学年总体的毕业生初次就业率分别为90.2%/91.1%/88.9%，高于同时期中国高等教育行业的平均毕业生初次就业率77.4%/77.5%/77.7%。**2017年，学校28个专业年终就业率达100%。**
 - 根据重庆人文科技学院就业质量报告，2015-2017年学校毕业生初次就业率稳步提升，从90%提高到92.2%；
 - 2017年学校为毕业生举办招聘会、双选会等200余场，接待用人单位1000余家；
- **拓宽就业渠道，推动自主创业：**
 - 重庆人文科技学院2016届毕业生中自主创业人数达87人，2014年为58人。
 - 2016年重庆人文科技学院有10个项目参加“国家级大学生创新创业训练计划项目”，其中7个项目被确定为国家级大学生创新创业训练计划项目，3个项目被确定为省级大学生创新创业训练计划项目。

图表20：公司和行业平均毕业生初次就业率



图表21：重庆人文科技学院毕业生初次就业率



注：初次就业率统计时点为每年8月31日。

资料来源：重庆人文科技学院就业质量报告，学校官方网站，公司公告，Frost & Sullivan，方正证券研究所

发展规划：内生+外延扩大规模，集团化管理优化协同



1. 公司积极通过外延并购扩大学校网络。

- 若所有已签订收购协议、框架协议但尚未交接和即将建成但尚未开始运营的学校进展顺利，到FY18末，公司将运营12所学校。
- **集团化管理优化学校间协同效应，为外延扩张保驾护航。**公司通过兼并收购的方式扩大规模、增加学校数量。扩大规模后将形成新的学校网络，2017年，公司设立集团管理中心，在后勤保障、供给、采购、内控方面给予支持。公司计划完善集团化管理方式，从而达到优势更加突出、劣势互相弥补。
 - 在经营方面，并购完成后，形成规模效应，可以统一采购、宣传、结算，降低成本，帮助经营低效的学校改善业绩。
 - 在招生方面，公司能够扩大生源、增加学生数量和招生规模，提升收入，高中和高校板块形成内部升学链条。
 - 在财务方面，公司拥有充裕的现金流，能够在资金方面支持被收购学校，帮助其偿还债务、开展项目、改善教学设施、雇佣教师和行政人员。
 - 在教学方面，各校校在开设专业、教学能力和特色方面，既有相近之处、又各有所长，便于教学资源的共享，推进国内学校国际化，促进同城学校师资共享、增强教学实力。公司与政府的合作也有助于在保证教学质量的同时节约人力成本。
- **公司并购团队继续进行尽职调查，目前公司并购的目标包括：**独立设置的本科大学、初步具备专设为独立设置本科大学的独立学院、初步具备可升为独立设置本科大学的高职/专科学校、有特色的中等专业学校以及高中学校。

2. 通过学费、住宿费、学额的提升、增加服务项目、增加教育及培训项目，公司将继续保持内生增长。2018年，公司计划：

- 增加重庆人文科技学院学额
- 大幅提升安徽文达信息工程学院学费（50%左右）
- 适当调升重庆四校的学费、住宿费
- 重庆工商大学派斯学院获教育部批准举办高等学历教育项目
- 从2017年下半年开始，集团所属部分学校学生食堂、学校商店租约到期，公司收回运营增加后勤服务项目

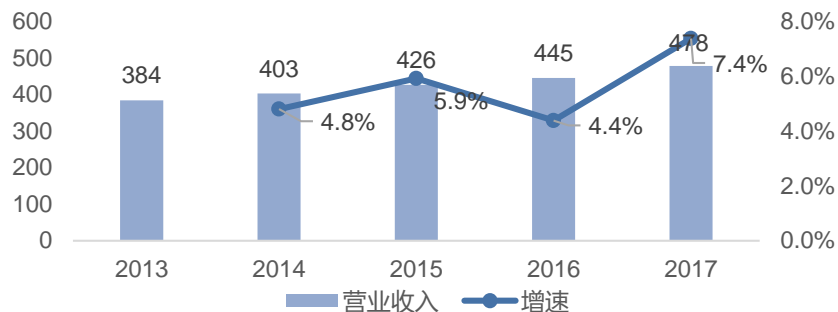
财务情况

- 收入增长平稳，结构稳定，近两年主要受学生人数驱动
- 教师数量及薪酬增加，营业成本上升
- 毛利率水平出色，管理费用占营收比例增长
- 调整后净利率持续提升，部分来自于政府补助增加
- 递延收益占比平稳，政府补助大幅提高
- IPO后资产规模扩张，净资产及总资产收益率下降

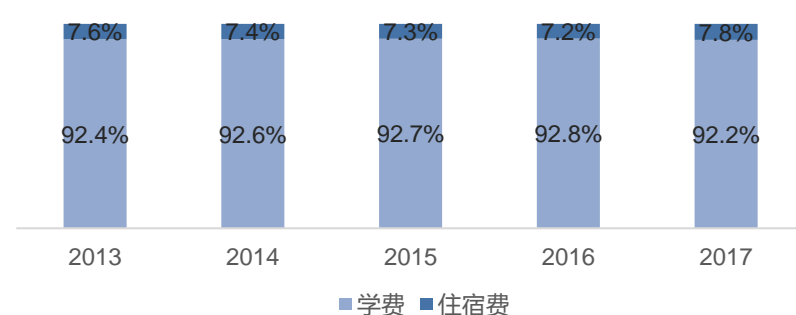
财务情况：收入增长平稳，结构稳定，近两年主要受学生人数驱动

- 公司近三年收入复合增长率5.88%，增长平稳。从收入构成来看，学费占比92%以上，其余为住宿费。FY17公司的营业收入增长7.4%主要来自于：1) 并购重庆电信职业学院带来5948名新增学生和531.5万元的学费收入；2)原有的四所高等学校学生人数增加及个别专业的学费提升。
- 分学校来看，FY13-15，公司的收入增长主要由重庆人文科技学院和重庆工商大学派斯学院驱动，重庆应用技术职业学院和内蒙古丰州职业技术学院受申请新开专业获批时间推迟的影响，招生数量下降，收入较低，FY16-17学生人数提高，进而收入有明显改善。
- 学费收入可以拆分为在校学生人数和平均学费两个维度，近两年公司整体的学费收入增长主要由学生人数的增长驱动。

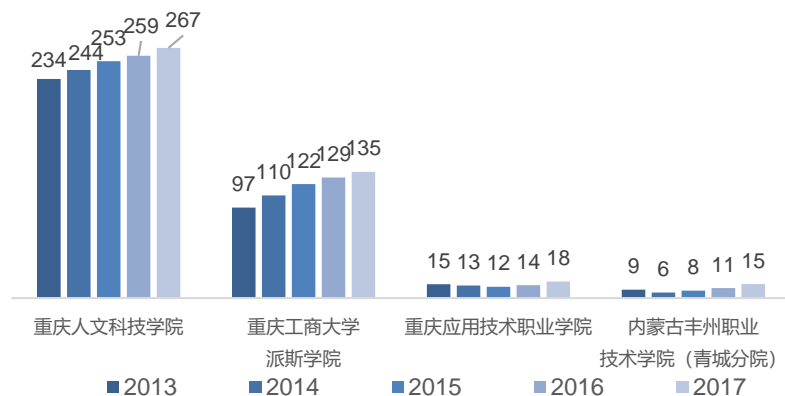
图表22：收入及增速（百万元）



图表23：收入结构



图表24：分学校收入（百万元）



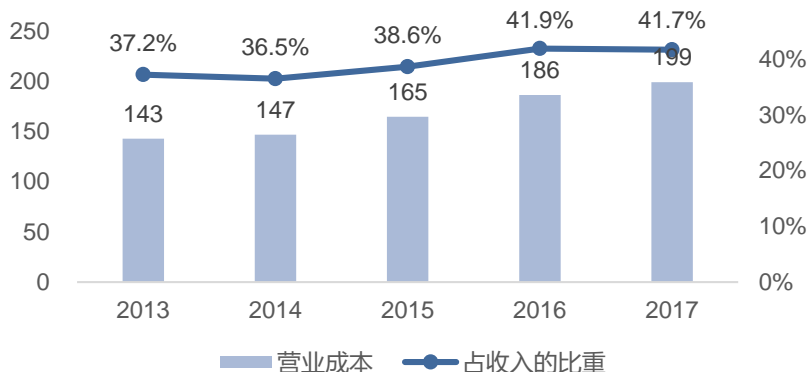
图表25：收入驱动因素拆分

		2015	2016	2017
重庆人文科技学院	收入	3.9%	2.3%	3.2%
	学生人数	0.8%	2.0%	1.8%
	平均学费	3.1%	1.0%	1.0%
重庆工商大学派斯学院	收入	11.1%	5.8%	4.7%
	学生人数	9.7%	5.7%	0.4%
	平均学费	2.3%	2.5%	4.8%
重庆应用技术职业学院	收入	-10.0%	14.4%	27.5%
	学生人数	-14.5%	-13.1%	75.4%
	平均学费	5.6%	16.8%	-30.8%
内蒙古丰州职业技术学院 (青城分院)	收入	34.8%	34.0%	40.0%
	学生人数	-15.7%	45.8%	72.4%
	平均学费	11.1%	-7.9%	-20.3%
总体	收入	6.0%	4.4%	5.5%
	学生人数	2.0%	3.3%	6.8%
	平均学费	3.4%	1.8%	-1.7%

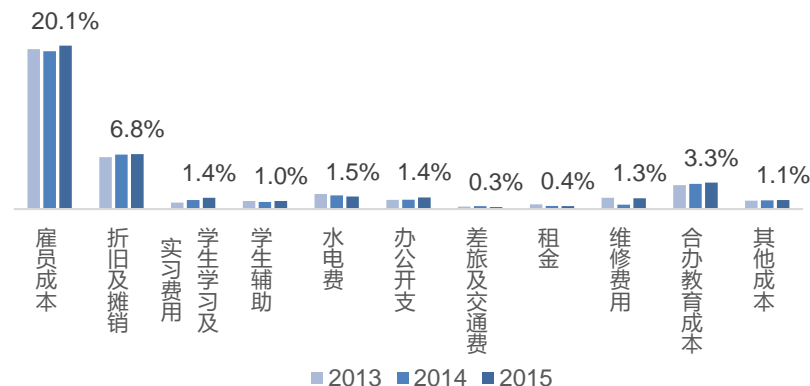
财务情况：教师数量及薪酬增加，营业成本上升

- 公司的营业成本包括：雇员成本、折旧及摊销、合办教育成本、学生学习及实习费用、水电费、办公开支、维修费用、租金、差旅及交通费和其他成本。其中，雇员成本约占52%以上，其次是折旧及摊销约占18%，以及合办教育成本8%左右。
- 公司近3年营业成本复合增长率10.69%，FY14-17的增速分别为2.7%/12.2%/13.2%/6.6%，FY15-17年营业成本增速较快，雇员成本的增加是重要原因。雇员成本的增长主要来自于公司提高教师薪酬及福利并且扩大教师队伍以应对招生人数的上升。

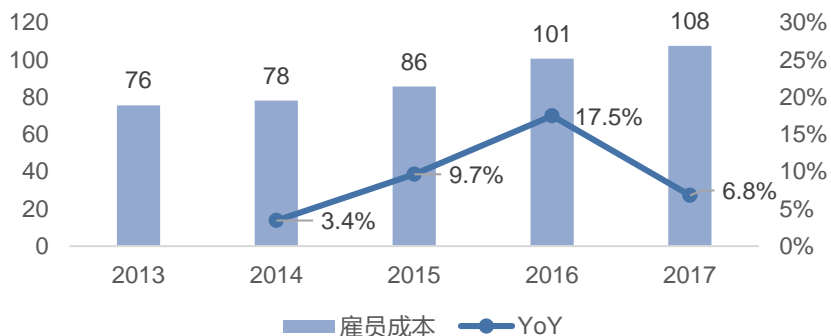
图表26：营业成本及占收入比（百万元）



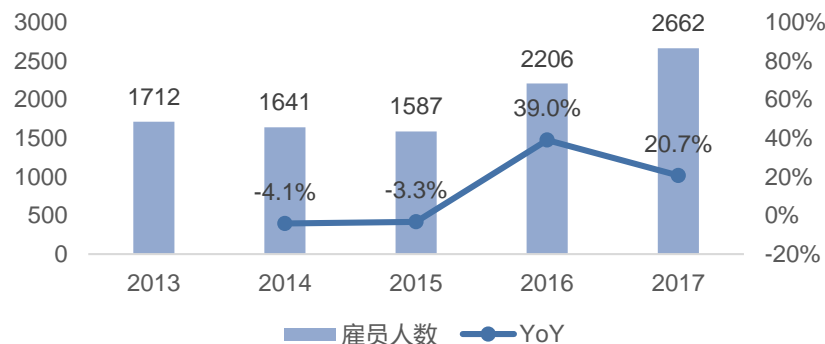
图表27：各项营业成本占收入的比重



图表28：雇员成本及增长率（百万元）



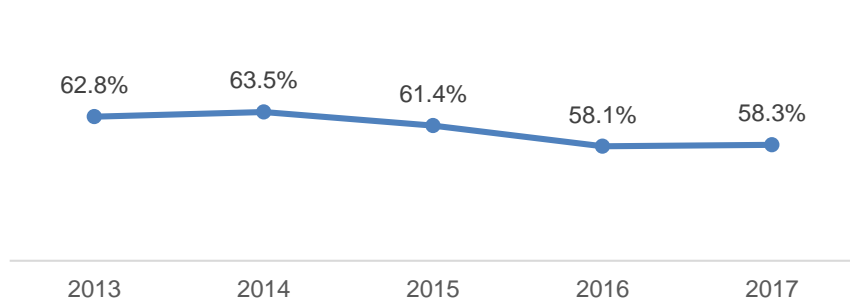
图表29：雇员总数及增速



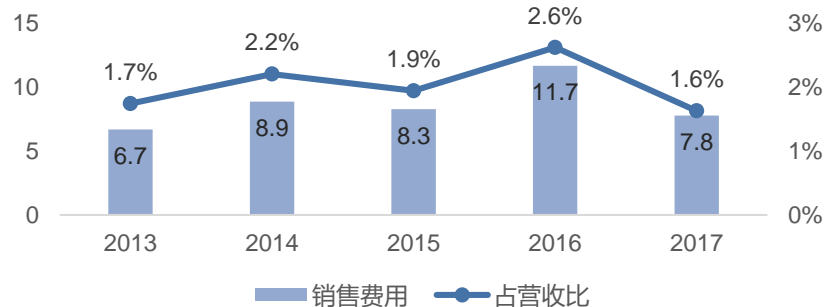
财务情况：毛利率水平出色，管理费用占营收比例增长

- 公司毛利率水平始终保持高位，FY15-16随着营业成本的上升毛利率有下滑趋势，FY17保持平稳。
- FY17销售费用控制较好，占营收的比重下降。
- FY17年管理费用占营收比例大幅提升至26.3%，主要是由于：1. 公司IPO产生的相关费用；2. 行政人员薪酬增加。经调整上市相关费用后，2017年管理费用占营收的比重为23.1%。
- 财务费用于FY16-17增加，主要由于：1) FY15三、四季度向最终控股公司借款，以向先前投资者回购一部分已发行普通股；2) FY16向关联方借款，以提供予香港能仁专上学院；3) FY17向银行及其他借款机构借款以补充营运资金，借款按照1.2%-24%的实际年利率计息。

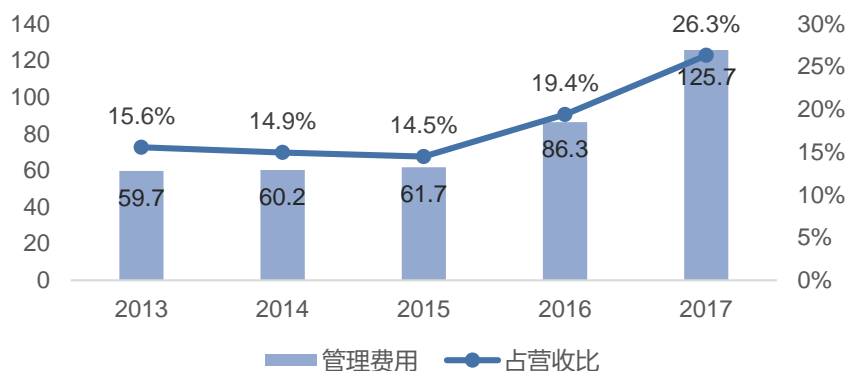
图表30：毛利率



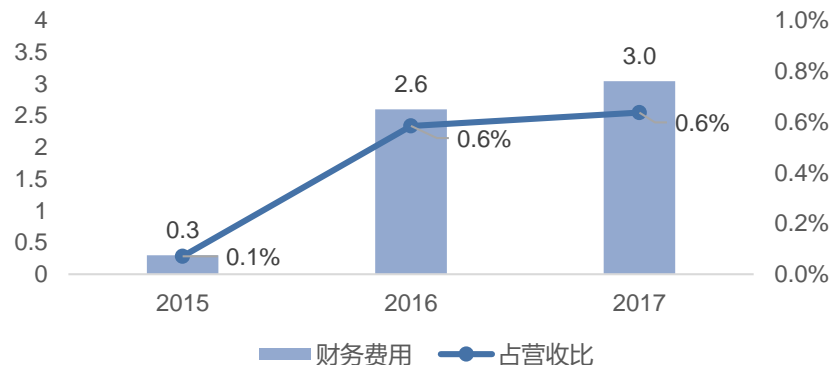
图表31：销售费用及占营收比例（百万元）



图表32：管理费用及占营收比例（百万元）



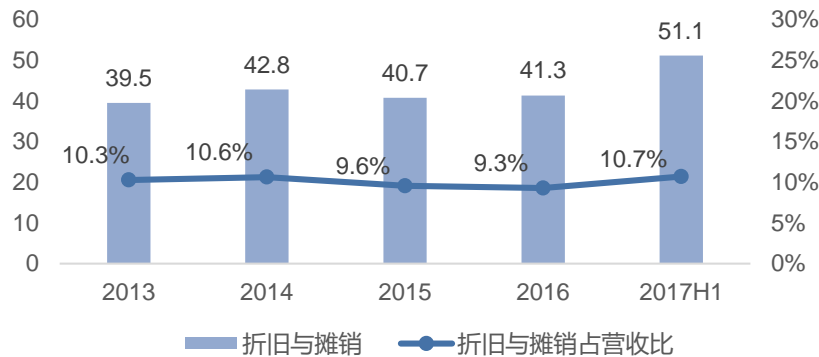
图表33：财务费用及占营收比例（百万元）



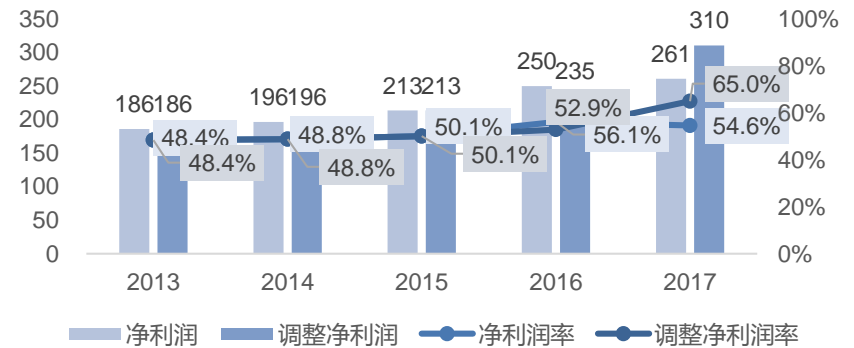
财务情况：调整后净利率持续提升，部分来自于政府补助增加

- 公司折旧摊销占营收的比例保持稳定。
- 公司FY17净利率为54.6%，略低于2016年，若剔除上市相关开支0.26亿元、未变现汇兑损益0.20亿元和购股权开支0.03亿元，经调整净利润为3.10亿，同比增长31.9%。公司经调整净利润和净利率持续提升。2017年经调整净利润从52.9%大幅提升至65%，主要由于收到的政府补助大幅增加，以及上市收到的现金带来的存款收入增加。
- FY16公司EBITDA下滑2.5%，主要是由2016年毛利率下降、销售和管理费用上升所导致的。

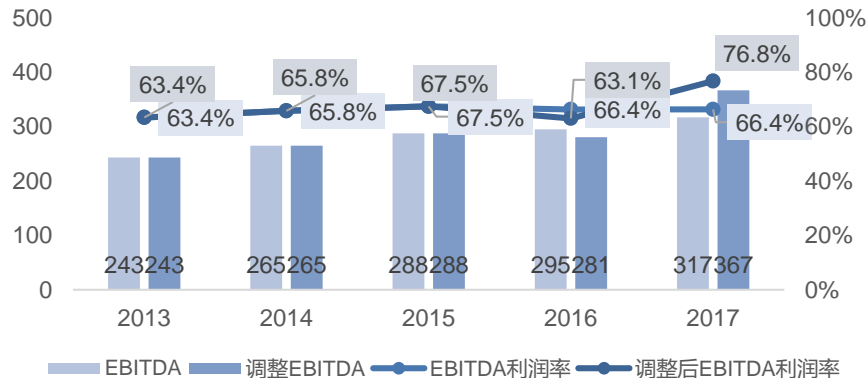
图表34：折旧摊销及占营收比例（百万元）



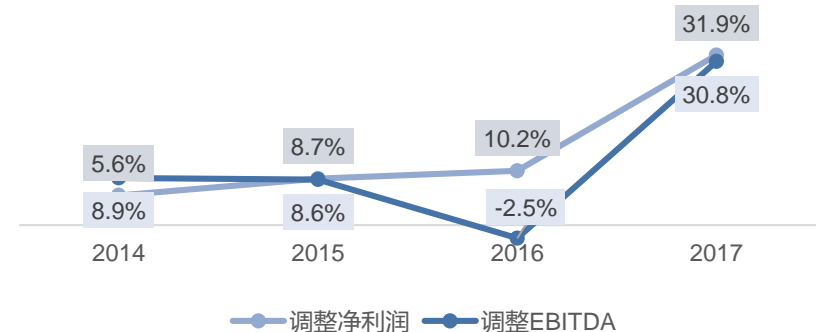
图表35：净利润、调整净利润及利润率（百万元）



图表36：EBITDA、调整EBITDA及利润率（百万元）



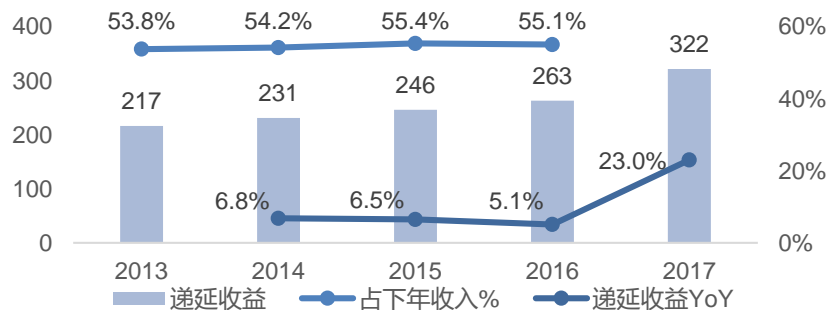
图表37：调整净利润及调整EBITDA利润增速



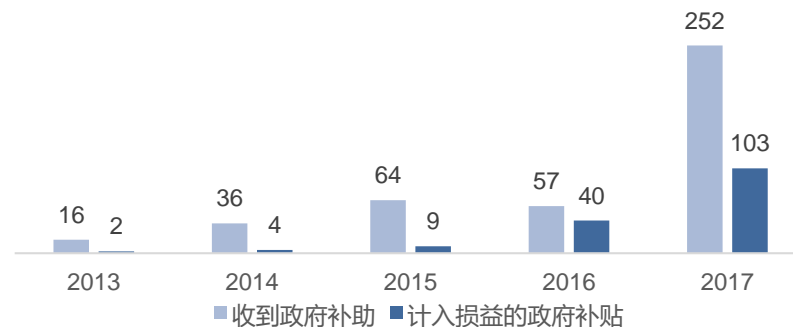
财务情况：递延收益占比平稳，政府补助大幅提高

- 公司递延收益指于下一学年开学前向学生收取的学费和住宿费。公司FY13-16递延收益占下一年度营收比例较为稳定，FY17递延收益大幅增长。
- 公司政府补贴计入递延收入科目，主要用于购买教学设备和学校设施的提升改建。FY16，重庆市政府向公司增加用于日常开支的政府补助，因此计入损益的政府补助大幅提高。FY17公司收到的政府补贴从5700万元增加至2.52亿元，主要由于收购重庆电信职业学院带来约2亿元政府补贴。其中1.03亿计入损益表其他收入及收益科目。计入当期收入的生均政府补助大幅增加到2504元/人。
- FY16公司资本开支大幅增加主要由重庆工商大学派斯学院于2016年8月购买土地预付土地租赁款所致。

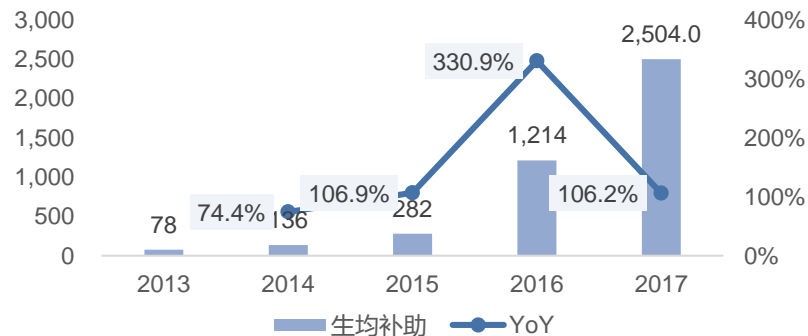
图表38：递延收益及增速（百万元）



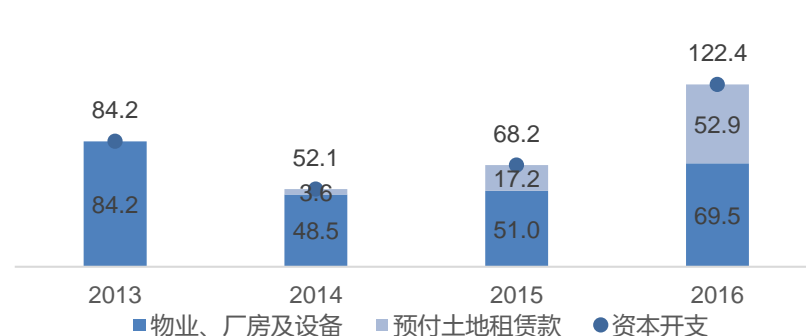
图表39：收到及计入当期损益的政府补助（百万元）



图表40：生均计入当期损益的政府补助及增速（元）



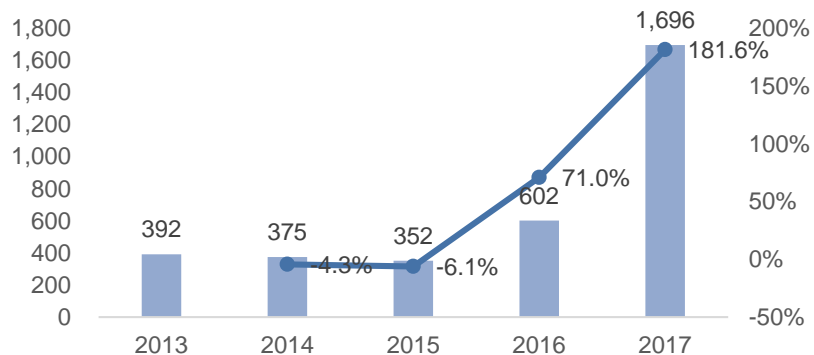
图表41：资本开支及构成（百万元）



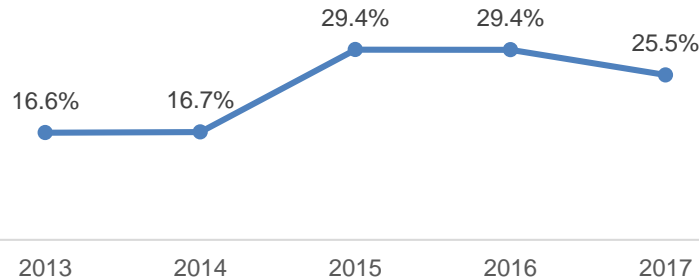
财务情况：IPO后资产规模扩张，净资产及总资产收益率下降

- 公司货币资金FY17增长181.6%，达到16.96亿元人民币。
- IPO后，由于净资产规模扩大，净资产收益率下降明显。总资产收益率同样有所下降。
- 公司IPO后融资偿还之前全部债务，新增银行贷款，资产负债率由29.4%降低为25.5%。

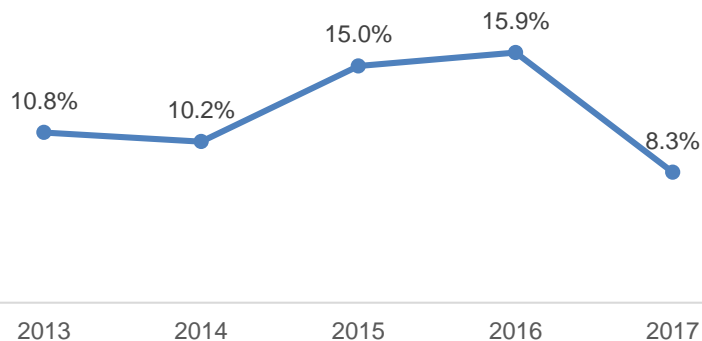
图表42：货币资金（百万元）



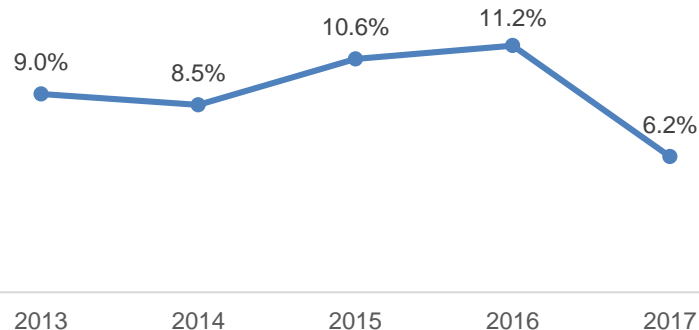
图表43：资产负债率



图表44：净资产收益率



图表45：总资产收益率



财务模型

损益表 (人民币百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	478	575	608	642
增长率	7.4%	20.3%	5.8%	5.7%
营业成本	-199	-239	-248	-257
%销售收入	41.7%	41.5%	40.7%	40.0%
毛利	279	336	360	385
%销售收入	58.3%	58.5%	59.3%	60.0%
营业税金及附加	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-8	-9	-10	-10
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-126	-133	-140	-141
%销售收入	26.3%	23.1%	23.0%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	145	194	211	234
%销售收入	30.4%	33.7%	34.6%	36.3%
财务费用	-3	-3	-3	-3
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
%税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	142	191	207	230
营业利润率	29.7%	33.2%	34.1%	35.9%
营业外收支	121	125	125	125
税前利润	263	316	332	355
利润率	55.0%	55.0%	54.7%	55.3%
所得税	-2	-3	-3	-3
所得税率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
净利润	261	313	330	352
少数股东损益	1	1	0	0
归属于母公司的净利润	260	312	330	352
净利率	54.4%	54.4%	54.2%	54.9%

资料来源: wind, 方正证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,716	1,744	1,688	1,883
应收款项	33	39	52	51
存货	1	2	2	2
其他流动资产	710	710	710	710
流动资产	2,460	2,494	2,451	2,645
%总资产	58.3%	53.3%	49.4%	48.9%
长期投资	42	42	42	42
固定资产	1,066	1,489	1,890	2,089
%总资产	25.3%	31.8%	38.1%	38.7%
无形资产	638	639	564	614
非流动资产	1,762	2,186	2,512	2,761
%总资产	41.7%	46.7%	50.6%	51.1%
资产总计	4,222	4,680	4,963	5,405
短期借款	144	149	149	149
应付款项	629	739	693	783
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债	774	889	843	933
长期贷款	30	60	60	60
其他长期负债	271	271	271	271
负债	1,075	1,221	1,174	1,264
普通股股东权益	3,026	3,338	3,668	4,020
少数股东权益	121	121	121	121
负债股东权益合计	4,222	4,680	4,963	5,405

现金流量表 (人民币百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	261	312	330	352
少数股东损益	0	1	0	0
非现金支出	51	69	91	109
非经营收益	-20	3	3	3
营运资金变动	-31	104	-59	91
经营活动现金净流	261	490	365	555
资本开支	44	493	417	358
投资	-316	0	0	0
其他	55	0	0	0
投资活动现金净流	-305	-493	-417	-358
股权募资	1,222	0	0	0
债权募资	-174	35	0	0
其他	0	-3	-3	-3
筹资活动现金净流	1,048	31	-3	-3
现金净流量	1,004	28	-56	195

资料来源: wind, 方正证券研究所

比率分析	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标				
每股收益(元)	0.09	0.08	0.09	0.09
每股净资产(元)	0.71	0.88	0.97	1.06
每股经营现金净流(元)	0.09	0.13	0.10	0.15
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	8.6%	9.4%	9.0%	8.8%
总资产收益率	6.2%	6.7%	6.6%	6.5%
投入资本收益率	31.0%	27.0%	21.4%	20.7%
增长率				
营业总收入增长率	7.4%	20.3%	5.8%	5.7%
EBIT增长率	4.6%	19.8%	5.2%	6.8%
净利润增长率	6.8%	20.2%	5.6%	6.9%
总资产增长率	89.8%	10.8%	6.1%	8.9%
资产管理能力				
应收账款周转天数	0.6	0.6	1.5	0.9
存货周转天数	2.4	2.5	2.4	2.4
应付账款周转天数	—	0.0	0.0	0.0
固定资产周转天数	640.9	811.5	1,014.2	1,130.5
偿债能力				
净负债/股东权益	-71.6%	-64.9%	-57.8%	-57.6%
EBIT利息保障倍数	87.5	101.5	105.2	112.4
资产负债率	25.5%	26.1%	23.7%	23.4%

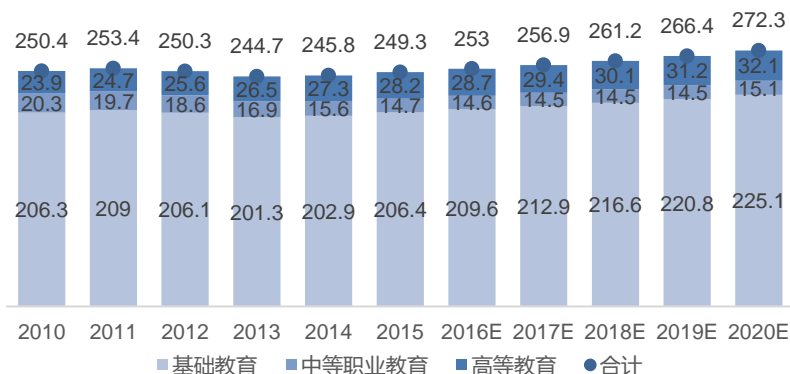
行业情况

- 教育行业总体规模稳定增长，国家持续投入财政经费
- 全国高考报名人数止跌趋稳，初等教育存量基础稳定
- 毛入学率逐年提高，民办高校招生数增长快
- 民办高等教育行业收入破千亿，学校数量持续增加
- 民办高等教育学生人数持续增加、渗透率提升
- 西部民办高等教育发展迅速，在校人数近全国1/4
- 重庆民办高等教育蓬勃发展
- 重庆、安徽高考本科录取率低于全国平均
- 安徽、内蒙古、山东民办教育实行自主收费政策

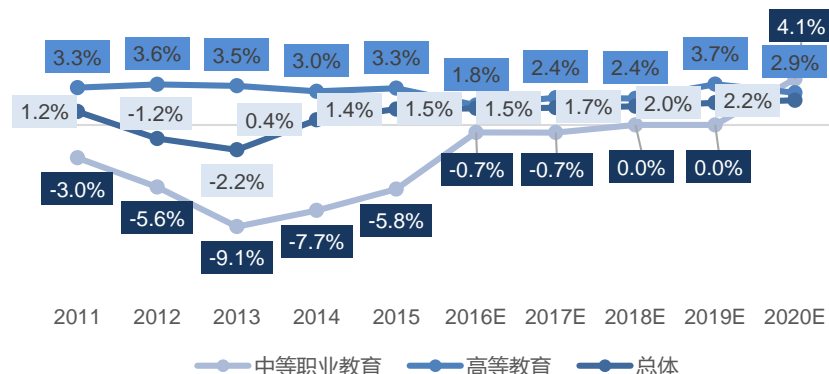
行业情况：教育行业总体规模稳定增长，国家持续投入财政经费

- 受政府开支和个人消费的驱动，近年来我国教育行业进入稳定增长状态。Frost & Sullivan数据显示，2016-2020年，我国教育行业在校生总人数将以1.9%的年均复合增长率保持增长。中等职业教育在校学生人数自2010年起连续5年下滑，而高等教育在校学生人数则持续稳定增长。
- 尽管我国教育经费不断增加，但与发达国家相比，我国的教育支出占国民生产总值的比重仍有差距。随着经济发展水平的提高、消费能力的增强，教育行业规模仍会不断扩大。

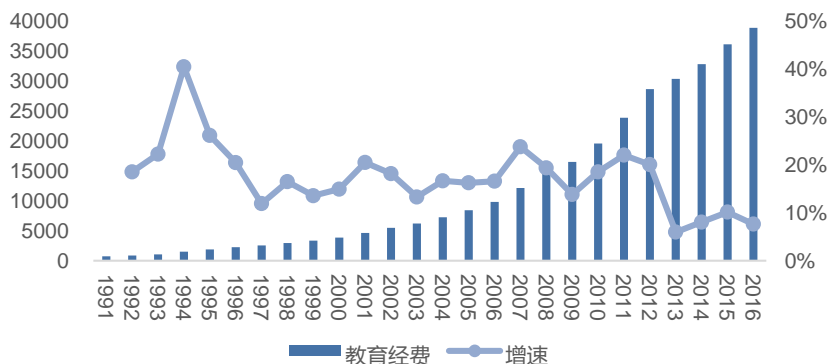
图表46：2010-2020年估计教育在校生总人数（百万人）



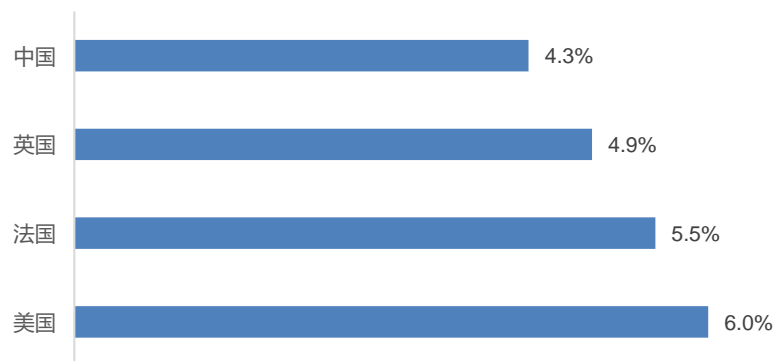
图表47：中等职业教育、高等教育在校生人数增速



图表48：我国教育经费及增速（亿元）



图表49：我国教育支出占GDP比重与部分发达国家对比

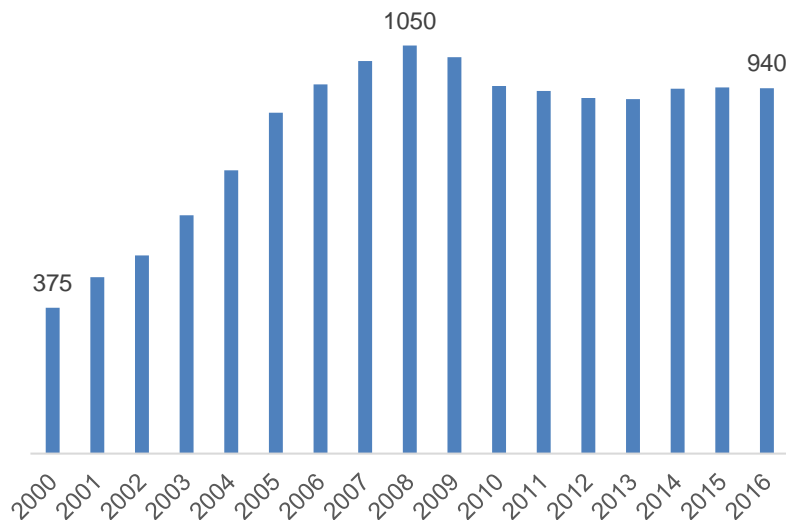


行业情况：全国高考报名人数止跌趋稳，初等教育存量基础稳定

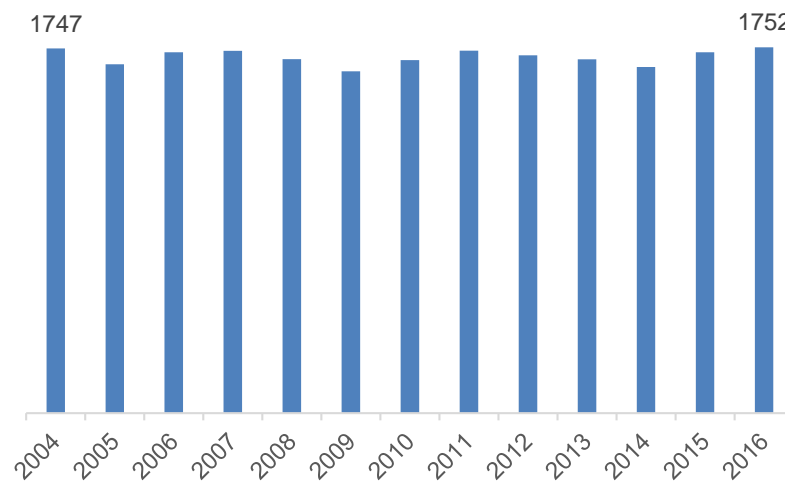


- 普通高等学校招生全国统一考试是高等学校最重要的招生渠道。
- 从报名人数看，全国高考报名人数在2008年达到历史最高峰1050万人之后有所下降，直至2014年起开始止跌趋稳。根据教育部发布的数据，2016年全国高考报名人数共940万人。
- 从存量基础来看，2004年起，全国初等教育招生人数保持平稳，维持在1700万人左右。2016年全国初等教育招生人数共计1752万人，预计未来10年内可为高校提供相对稳定的生源。

图表50：全国高考报名人数（万人）



图表51：全国初等教育招生人数（万人）

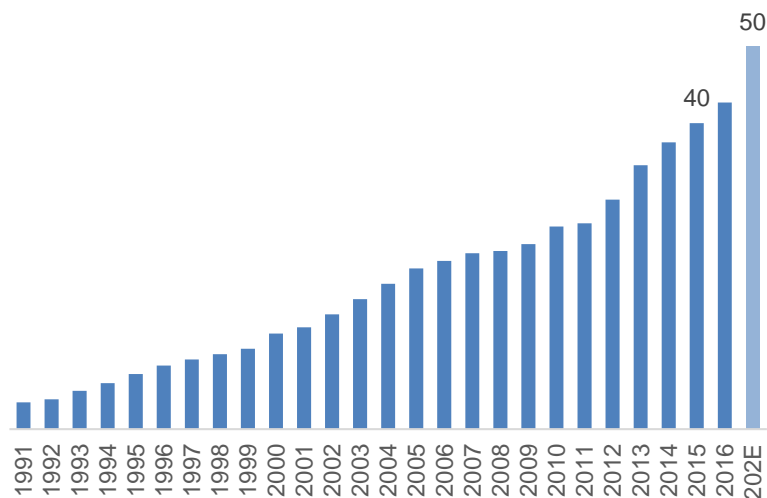


资料来源：wind，方正证券研究所

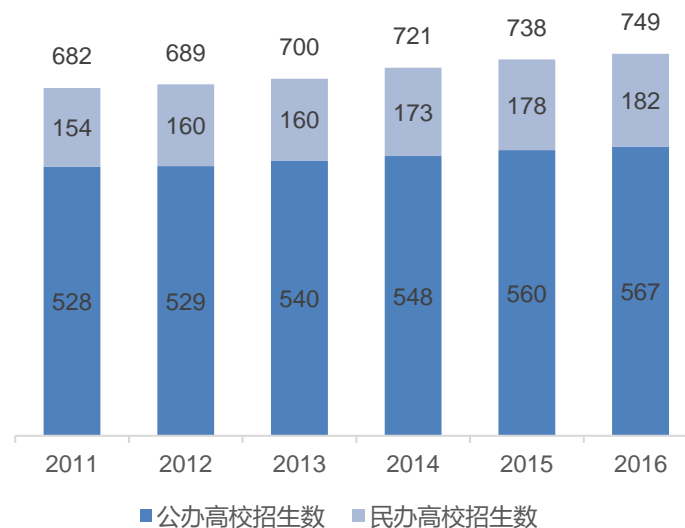
行业情况：毛入学率逐年提高，民办高校招生数增长快

- 《国家教育事业发展“十三五”规划》提出教育事业发展和人力资源开发“十三五”主要目标，其中高等教育毛入学率要从2015年的40%提升至2020年的50%。假设高考报名人数稳定，高考招生规模需进一步扩大以提高高等教育毛入学率。
- 随着毛入学率的不断提高，民办高校作为公办学校的有力补充，近年来招生规模增长快于公办学校。2011-2016年，全国普通高校招生数达到749万人，复合增长率为1.9%，民办高校招生数增长率为3.4%，高于公办高校的1.4%。

图表52：我国高等教育毛入学率



图表53：全国公办及民办普通高校招生数（万人）

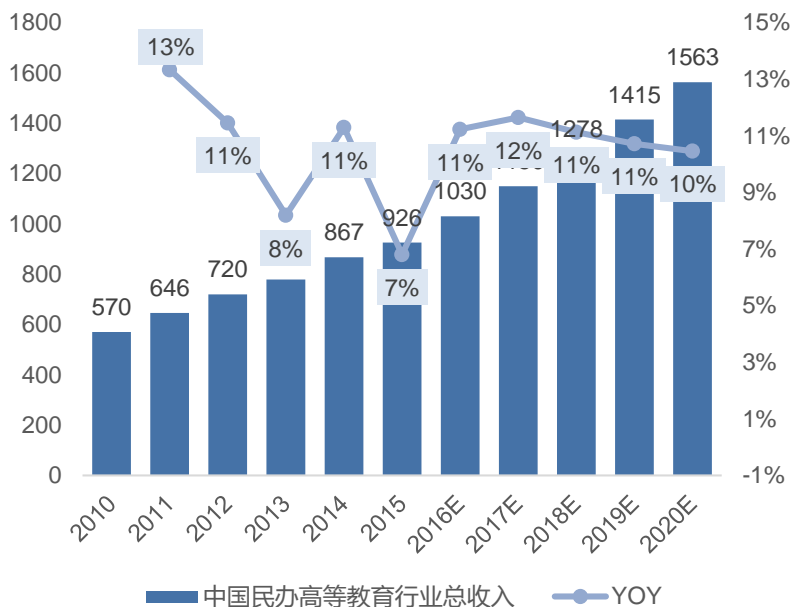


资料来源：wind，方正证券研究所

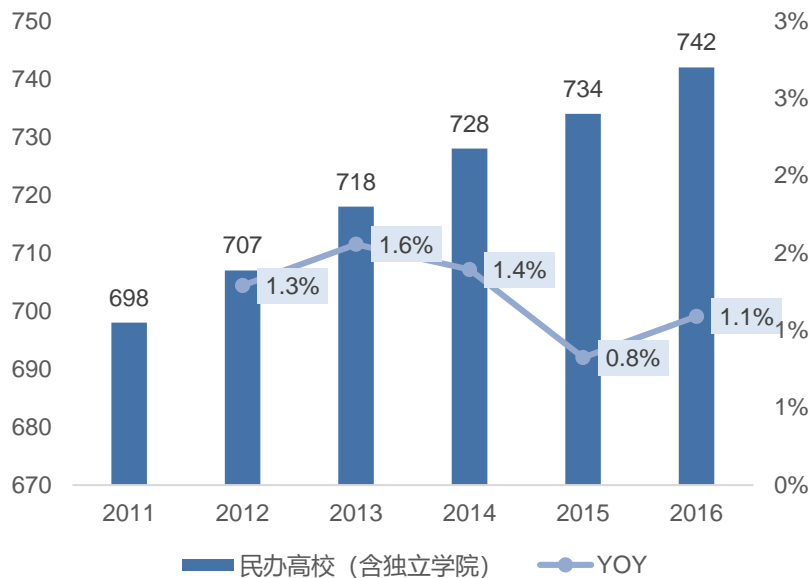
行业情况：民办高等教育行业收入破千亿，学校数量持续增长

- **中国民办高等教育机构分两类：民办普通高校、独立学院。**其中独立学院指仅提供本科教育并由提供本科或研究生教育的普通高等教育机构与非政府组织或个人使用非政府基金联合创办的院校。
- 民办普通高校一般提供专科、本科及研究生课程，且独立运营，独立学院提供本科课程，通常附属于公立大学。独立学院运营由普通高等教育机构提供名称、标志、商标及部分教育及教学资源，非政府组织或个人提供资金、土地使用权及教学设施。
- 2011年至2015年，中国民办高等教育机构由698所增加至734所，其中民办普通高校由389所增加到459所，独立学院从309所减少至275所。
- Frost & Sullivan数据显示，2015年中国民办高等教育行业收入926亿元，近4年复合增速9.4%，预计2016年行业收入突破1000亿元，未来5年收入复合增速11%。2016年中国民办高等教育在校人数634万人，近5年复合增速4.7%。

图表54：中国民办高等教育行业总收入（亿元）



图表55：中国民办高等学校数量及增速

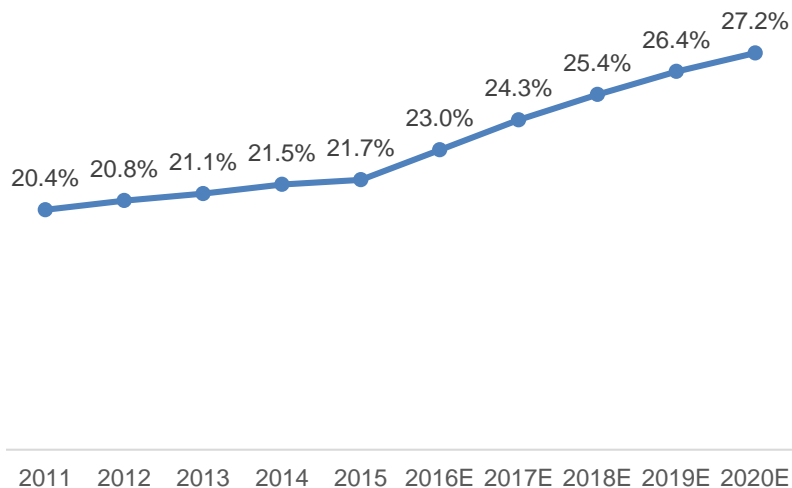


资料来源：公司公告，Frost & Sullivan，方正证券研究所

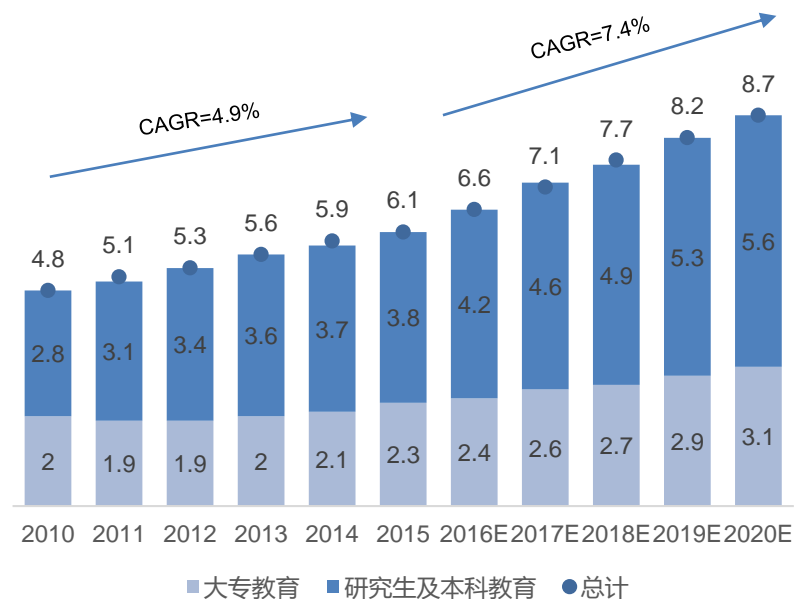
行业情况：民办高等教育学生人数持续增加、渗透率提升

- 我国民办高等教育起步于上世纪80年代，经过近30年的发展，已经成为高等教育事业的重要组成部分。2015年中国民办高等教育渗透率为21.7%，预计到2020年将达到27.2%。
- 根据Frost & Sullivan数据，中国民办高等教育机构在校学生由大专教育和研究生及本科教育两部分构成，其中大专学生占比在37%-40%之间，预计未来可能会不断降低。
- 根据Frost & Sullivan数据，中国民办高校在校学生总数从2010年的480万人增加到2015年的610万人，复合增长率为4.9%，预计未来5年将以7.4%的速度继续增长。

图表56：中国民办高等教育渗透率



图表57：中国民办高等教育在校学生人数及构成（百万人）

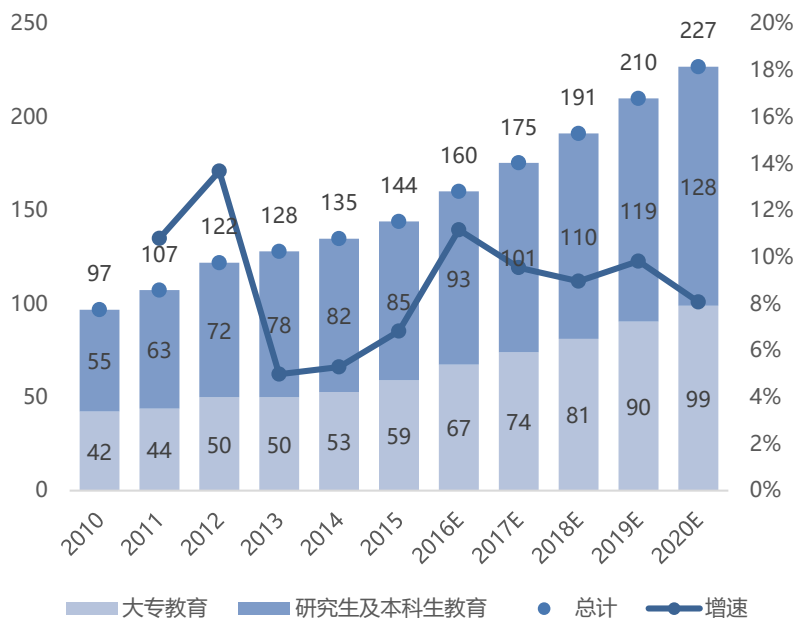


资料来源：公司公告，Frost & Sullivan，方正证券研究所

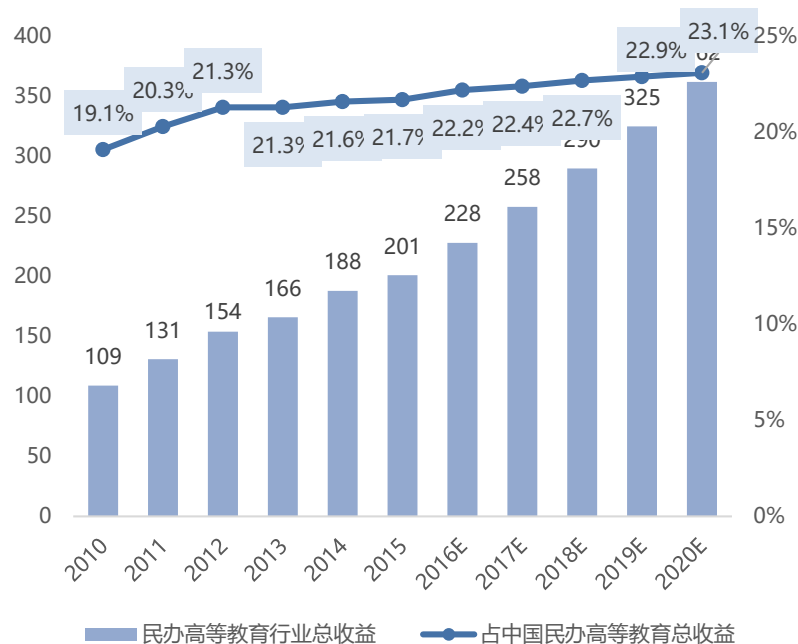
行业情况：西部民办高等教育发展迅速，在校人数近全国1/4

- 西部地区高等教育市场规模不断扩大，根据Frost & Sullivan数据，西部民办高等教育行业收入从2010年的109亿元增至2015年的201亿元，复合增长率13%，预计到2020年将达到362亿元人民币。
- 西部地区在校学生人数过去5年也快速增长，复合增长率8%，在2015年达到144万人，约占全国的24%。
- 教学层次结构方面，与全国来看本科教育主导地位越发强势的趋势不同，西部地区大专教育保持良好的增长势头，2015年约占总数的41%。
- 学费方面，中国西部和全国高等教育机构2010年的平均学费分别为0.95和1.01万元，2015年分别为1.14和1.22万元。

图表58：西部民办高等教育在校生人数（万人）



图表59：西部民办高等教育行业收入及占全国比例（亿元）

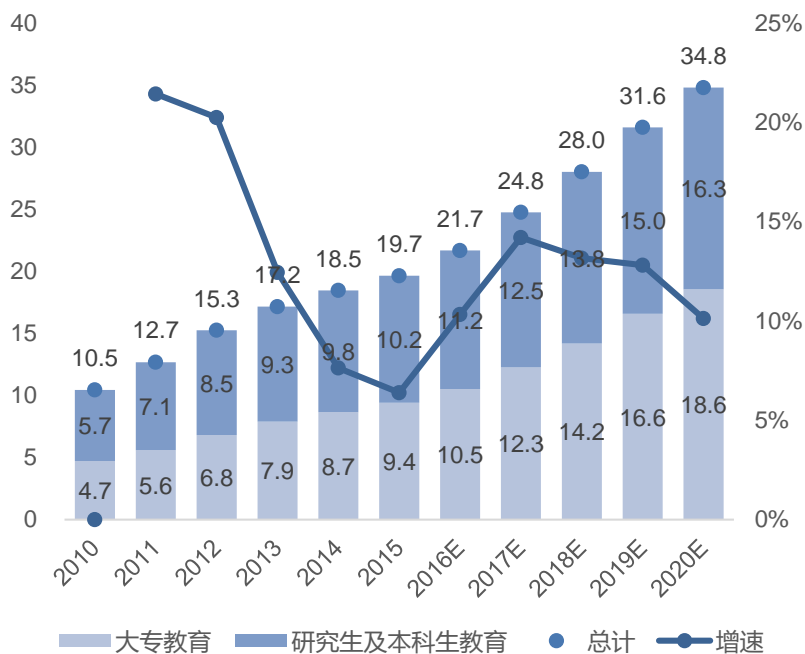


资料来源：公司公告，Frost & Sullivan，方正证券研究所

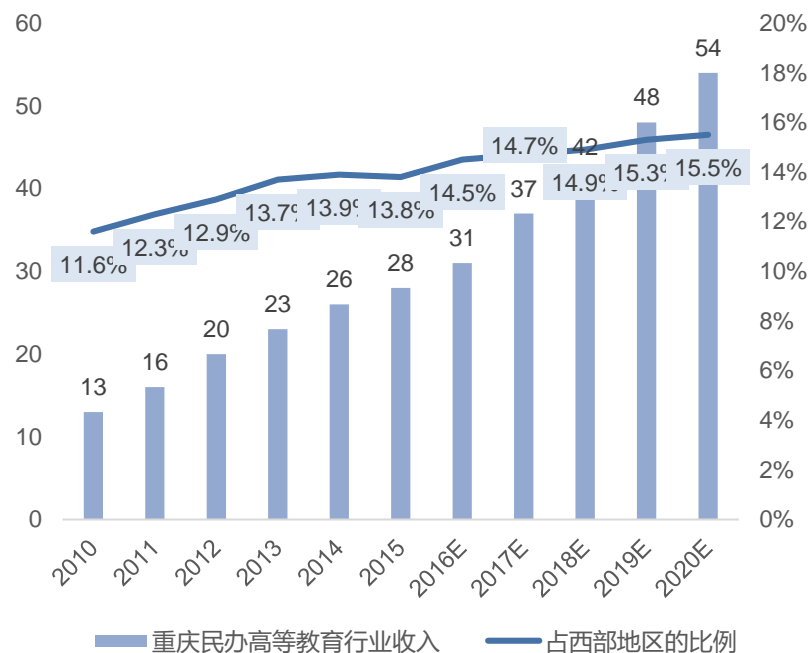
行业情况：重庆民办高等教育蓬勃发展

- 重庆民办高等教育市场规模不断扩张，2010年行业收入约为13亿元，到2015年已经达到28亿元，复合增长率17%，预计到2020年达到54亿元，约占西部地区的15.5%，占全国的3.6%。
- 在校生人数方面，2010-2015年由10.5万人增长至19.7万人，复合增速13.5%，预计接下来5年以12.1%的速度持续增长，到2020年达到34.8万人。与西部地区的整体状况类似的是，在教学层次结构方面，大专教育在校生人数增长率领先其他教学层次，到2015年与本科及研究生在校生人数接近持平，到2020年将有可能超过本科及研究生人数。
- 重庆民办高等教育渗透率在过去五年不断增长，达到25.6%，预计到2020年将达到36.7%。

图表60：重庆民办高等教育在校学生人数及增速（万人）



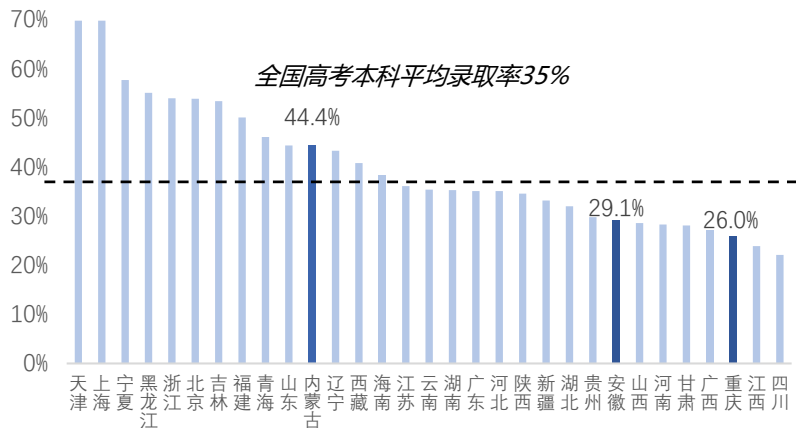
图表61：重庆民办高等教育行业收入及占西部比例（亿元）



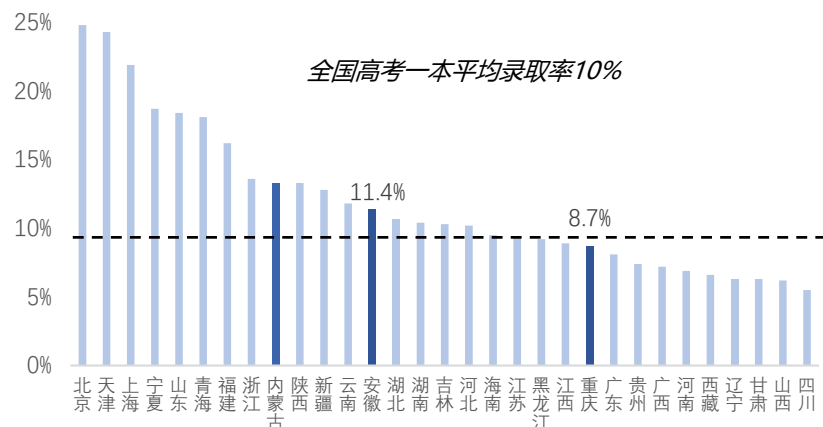
行业情况：重庆、安徽高考本科录取率低于全国平均

- 尽管高考录取率迅速提升，但全国高考本科、一本、211和985高校的录取率仍较低。2014年，全国高考本科/一本/211/985平均录取率仅为35%/10%/4.7%/1.8%。重庆、安徽两地本科录取率低于全国平均水平，一本、211和985高校录取率在全国排名也相对落后。
- 2015年全国平均高等教育毛入学率40%，安徽、重庆分别为40.6%和40.5%；根据各省“十三五”教育发展规划，到2020年安徽、重庆两地高等教育毛入学率将达到50%。

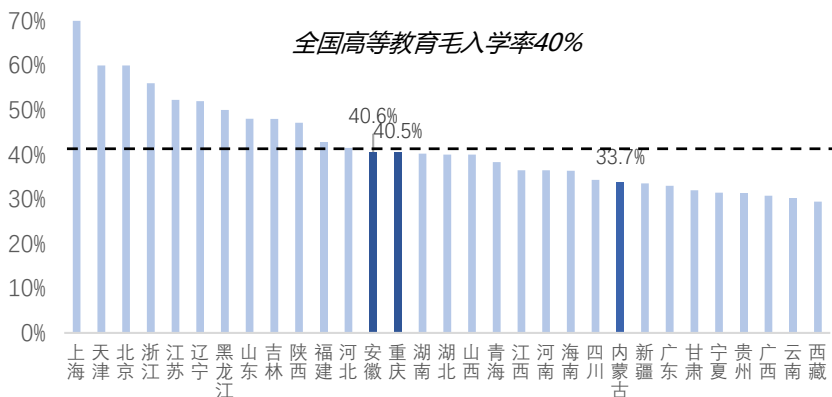
图表62：2014年全国各省高考本科录取率



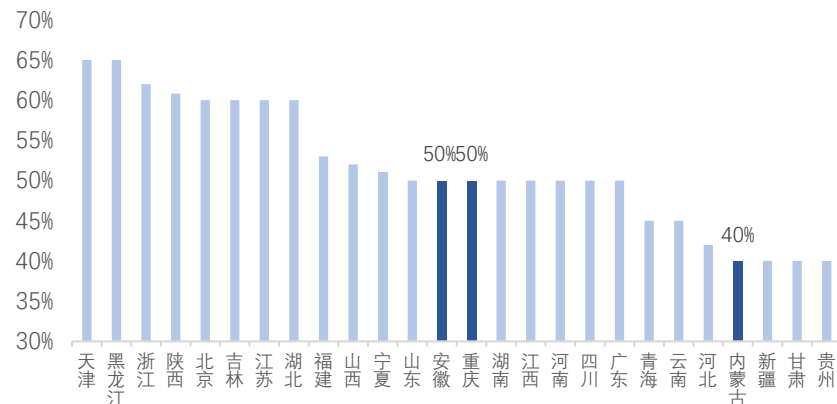
图表63：2014年全国各省高考一本录取率



图表64：2015年全国各省高等教育毛入学率



图表65：2020年全国各省高等教育毛入学率规划目标



资料来源：中国教育在线，各省“十三五”教育规划纲要文件，方正证券研究所

行业情况：安徽、内蒙古、山东民办教育实行自主收费政策

- 继2016年11月颁布《中华人民共和国民办教育促进法（2016修正）》之后，自2017年6月，各地政府陆续出台新《民促法》配套政策并向公众征求意见。
- 安徽、内蒙古、山东、重庆四个省（自治区）中，安徽与内蒙古两省已经出台相关实施意见，根据实见，两地均将实施民办教育自主收费政策。山东、重庆两地尚未出台相关意见，但根据2014年下发的《山东省深化价格改革实施方案》，山东省民办教育收费政策已经放开，由市场进行调节。重庆地区民办教育收费政策目前仍遵循《重庆市民办教育收费管理办法实施细则》，采取主管部门审核、批准制度。
- 根据安徽、内蒙古两地的实施意见，将对民办学校实施营利性和非营利性的分类管理，两省给予民办学校自愿做出选择的过渡期限均为5年。

图表66：安徽、内蒙古、山东、重庆现行民办学校收费政策

安徽	放开营利性民办学校收费和非营利性民办学校非学历教育收费，具体收费标准由民办学校依据培养成本等因素自主确定。在试点基础上有序放开非营利性民办学校学历教育收费。
内蒙古	民办学校收费实行市场调节价，具体收费标准由学校自主确定，向社会公示后依法依规执行。有关部门应加强对民办学校收费行为事中事后的监管。
山东	根据《山东省深化价格改革实施方案》，放开非全日制研究生教育、网络教育、成人教育、民办教育、职业技能培训价格，鼓励社会办学，优化教育资源配置。
重庆	根据《重庆市民办教育收费管理暂行办法实施细则》，民办学校对接受学历教育的受教育者收取的学费、住宿费标准，应报价格主管部门审核、批准，并按规定办理《收费许可证》。学费标准按补偿教育成本的原则并适当考虑合理回报的因素制定。教育成本包括人员经费、公务费、业务费、修缮费、固定资产折旧费等学校教育和管理的正常支出，不包括灾害损失、事故等非正常费用支出和校办产业及经营性费用支出。

图表67：安徽、内蒙古实施意见关于民办学校分类登记过渡期的规定

安徽	民办高校须在2022年年底前完成分类登记。其他学段的民办学校由各市、省直管县决定。分类登记办法另行制定。
内蒙古	对2017年9月1日前批准设立的民办学校设置过渡期限，通过政策引导，原则上由举办者在2023年8月31日前自愿做出非营利性或营利性选择。过渡期内没有做出选择的，默认为非营利性学校。

资料来源：各省民办教育促进法实施细则，山东省深化价格改革实施方案，重庆市民办教育收费管理暂行办法实施细则，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系人：姚蕾
固定电话：021-68386238
公司邮箱：yaolei0@foundersc.com



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China