

审慎增持 (首次)**0839.HK 中国教育集团控股有限公司****港股通 (沪、深)****目标价: 14.5 港元****现价: 12.4 港元****民办高教和职教的有效整合者****2019 年 7 月 18 日****预期升幅: 17%****主要财务指标**

会计年度	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入(百万元)	1,226	2,026	2,338	2,558
同比增长(%)	29.2	65.2	15.4	9.4
经调整净利润(百万元)	570	841	928	1,025
同比增长(%)	35.3	47.5	10.4	10.4
毛利率(%)	61.9	52.7	52.2	52.5
经调整净利润率(%)	46.5	41.5	39.7	40.1
净资产收益率(%)	8.4	11.2	11.5	11.9
调整后 EPS(元)	0.28	0.42	0.46	0.51
派息率(%)	25.9	30.0	30.0	30.0

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2019/7/17
收盘价(元)	12.4
总股本(亿股)	20.2
总市值(亿港元)	251
净资产(亿元)	67
总资产(亿元)	101.4
每股净资产(元)	3.04

数据来源: Wind

相关报告

《维持一贯收购标准, 内生增长待验证》20190626

《变更财年截止日, 业绩依旧亮眼》20181122

《业绩大幅提升, 收购整合支撑高速发展》20180826

《收购广东两所学校, 办学规模再提升》20180615

《收购两所学校, 业绩增长可期》20180316

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

投资要点

- **首次评级覆盖给予“审慎增持”评级, 目标价 14.5 港元:** 中教控股专注于高等教育与职业教育产业链的经营, 旗下已拥有 8 所学校 14.7 万名学生。公司依托超过三十年的丰富办学经验保障教学及学生就业质量, 以及上市公司带来的品牌提升和资金实力, 未来将依托“内生+外延”的发展模式, 成为民办高教和职业教育领域的有力整合者。我们预计公司 2019-2021 财年营业收入将分别达到 20.3、23.4 及 25.6 亿元人民币(下同), 同比分别增长 65.2%、15.4%及 9.4%; 经调整净利润将分别达到 8.4、9.3 及 10.3 亿元, 同比分别增长 47.5%、10.4%及 10.4%。首次评级覆盖给予“审慎增持”评级, 目标价 14.5 港元, 对应 2019-2021 财年动态 PE 分别为 31 倍、27 倍及 25 倍, 较 2019 年 7 月 17 日收盘价尚有 17%上升空间。
- **民办高教和职教政策支持力度大:** 目前我国高等教育毛入学率仅有 45.7%, 尚未达到十三五规划中 50%的要求, 亦同发达国家 60%-98%的水平存在较大差距。民办高教、职教行业在国家政策的支持下将迎来发展良机, 现有办学龙头将加速进行行业整合。
- **丰富的办学经验和优质的办学成果:** 公司有超过三十年的丰富办学经验, 江西科技学院和广东白云学院综合实力分别位于江西和广东省内民办高校的领先地位, 就业率分别达到 96%及 88%, 超出全国 78%的平均水平。丰富的办学经验和优质的办学成果是公司内生增长的有力保障。
- **高效的管理执行力和资源整合能力:** 公司自上市后已经完成多次行业并购, 显示了高效的管理执行力。公司在上市后, 品牌、资金实力都得到加强, 并充分利用资本市场的各种工具(成立并购基金、发行 CB 等), 在后续的行业整合中占据先机, 外延扩张成为公司的第二大增长动力。

风险提示: 1)、收购进程不达预期; 2)、聘用及留任的合格教师数不及预期; 3)、招收学生数量少于预期; 4)、营业收入来自中国少数几个城市; 5)、中国教育政策变动; 6)、VIE 架构政策风险; 7)、商誉减值风险。



Outperform

(Initiate)

Education

CHINA EDU GROUP (839.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

A Strong Consolidator In Private Higher Education and Vocational Education

18/07/2019

Key Data

July 17, 2019

Closing Price (HKD)	12.40
Total Shares (Mn)	2,020
Market Cap(HKD/100 Mn)	251
Net Assets (HKD/100 Mn)	67
Total Assets (HKD/100 Mn)	101.4
BVPS(HKD)	3.04

Analyst

Jian SONG

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S019051801000

Contact

Joanne SONG

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S01901180101

Key Financial Indicators

FY	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
Revenue (Mn/HKD)	1,226	2,026	2,338	2,558
YoY (%)	29.2	65.2	15.4	9.4
Adj-Net Profit (Mn/HKD)	570	841	928	1,025
YoY (%)	35.3	47.5	10.4	10.4
Gross Margin (%)	61.9	52.7	52.2	52.5
Adj-Net Profit Margin (%)	46.5	41.5	39.7	40.1
ROE (%)	8.4	11.2	11.5	11.9
Adj-EPS (HKD)	0.28	0.42	0.46	0.51
Payout ratio(%)	25.9	30.0	30.0	30.0

Highlights

We initiate coverage with “Outperform” and TP HK\$14.5: China Education Group focuses on the business chain of higher education and vocational education, and holds 147 thousand students and 8 schools. The company relies on more than 30 years of rich experience in running schools to ensure the quality of teaching and student employment, as well as the brand promotion and financial strength brought by listed companies. Longterm, China Education Group will rely on the development model of “organic + M&A” to become a strong integrator private higher education and vocational education field. We expect the company's net revenue in FY2019-2021 to reach 2.0 billion RMB (the same below), 2.3 billion RMB and 2.6 billion RMB respectively, up 65.2%、15.4% and 9.4% respectively, and the adjusted net profit will reach 841 million RMB 928 million RMB and 1.03 billion RMB, up 47.5%、10.4% and 10.4% respectively. The first rating coverage is given a “Outperform” rating with a target price of HK\$14.5, which corresponds to a dynamic PE of 31x, 27x and 25x for the 2019-2021 fiscal year, which is 17% higher than the closing price on July 17th, 2019.

Strong policy support for private higher education and vocational education: At present, the gross enrollment rate of higher education in China is only 45.7%, which has not yet reached the 50% requirement in the 13th Five-Year Plan, and there is a big gap between the 60% to 98% average enrollment rate in developed countries. The private higher education and vocational education industry are faced in development opportunities with the support of national policies, and the existing school leaders will accelerate the integration of the industry.

Fruitful school-operation experience and high-quality school achievements: The company has more than 30 years of experience in running schools. Jiangxi University of Technology and Guangdong Baiyun University are located in the leading positions of private universities in Jiangxi and Guangdong provinces respectively, with employment rates reaching 96% and 88%, respectively, exceeding the national average of 78%. The rich experience in running schools and the quality of school-running results are all powerful guarantees for the company's organic growth.

Efficient management execution and resource integration capabilities: The company has completed several industry mergers and acquisitions since its listing, showing efficient management execution. After the company's listing, the brand and financial strength have been strengthened, and the various tools of the capital market (establishment of M&A funds, issuance of CB, etc.) have been fully utilized, which has taken the lead in the subsequent industry consolidation and expanded into the company's second largest growth momentum.

Potential risks: 1) The acquisition process is not up to expectations; 2) The number of qualified teachers hired and retained is less than expected; 3) The number of entrants is less than expected; 4) The operating income comes from a few cities in China; 5) China Education Policy Change; 6), VIE structure policy risk; 7), goodwill impairment risk.

与市场观点的不同？

- 我们认为公司的核心竞争力在民办高教及职教行业的并购整合实力，这是公司所在的民办高等教育行业在未来五年提升规模的主要方式，也是公司过往市盈率高于行业的主要原因。本篇报告从三个维度探讨了公司的未来发展空间：1) 公司为何拥有行业领先的并购实力；2) 如何顺利实现并购后的整合；3) 按照当下的扩张速度、收购计划及杠杆运用，公司最终能够良性扩张至多大规模。
- 公司为何拥有行业领先的并购实力？我们认为公司收购遵循着一贯的标准，包括1) 本科阶段为主，大型专科、中职技师为辅；2) 校园位于人口规模领先、经济发达、高等教育毛入学率低的省份；3) 校园土地以出让方式为主，占地面积、校园容量居于行业领先水平；4) EV/EBITDA 在 13 倍以内，市净率 3 倍以内；5) 校园盈利能力有大幅改善空间；6) 可于短时间内完成交割并表。除此之外，管理层具有深厚的教育行业从业经历、专业且规模领先的并购团队、畅通的融资渠道亦是公司保持行业领先的并购整合实力的原因。
- 如何顺利实现并购后的整合？公司拥有经 ISO9001 认证的国际教育管理体系，对收购标的的整合有着丰富经验，对收购标的的整合包括派驻管理团队、百日提升方案、四级整合计划等多种方式，并通常有置换高息债务、提升校园容量的措施。
- 公司最终能够良性扩张至多大规模？假设未来不再新增收购，我们预计公司 2019-2021 财年营业收入将分别达到 20.2、23.4 及 25.4 亿元人民币（下同），同比分别增长 60.9%、15.9%及 8.6%；经调整净利润将分别达到 8.4、9.3 及 10.3 亿元，同比分别增长 47.5%、10.4%及 10.4%。我们按照未来三年每年收购三所本科独立学院的速度作出扩张预测，并假设五年内过往 cb 不行权，未来亦不新增股权融资，测算出公司在行业长期 20 倍市盈率的情况下 5 年后潜在市值为 422 亿港元，经调整净利润有望实现翻倍增长，此时净有息负债率预计达到 52%。未来的并购指引虽存在风险，但在高等教育行业 5 年内的并购整合大逻辑下，测算并购后的利润增厚可成为对公司价值评估的一项参考指标。

目 录

1、公司基本情况	- 7 -
1.1、公司简介	- 7 -
1.2、股权架构及主要管理层	- 9 -
2、民办高教及职教发展空间广阔	- 11 -
2.1、时代需要，职业教育获政策大力支持	- 11 -
2.2、行业特性，民办高教具有护城河优势	- 17 -
2.3、区域差异，经济和人口大省潜力巨大	- 21 -
3、民办高教和职教的有力整合者	- 23 -
3.1、办学经验丰富，稳健经营保增长	- 23 -
3.2、教学成果优质，校企联合强就业	- 29 -
3.3、管理执行高效，资源整合促并购	- 34 -
4、财务分析及盈利预测	- 40 -
4.1、主要财务指标领先同行	- 40 -
4.2、内生外延确保业绩增长	- 45 -
5、估值与评级	- 46 -
6、风险提示	- 50 -

图 表

图 1、集团高校在校人数情况	- 8 -
图 2、集团学生数按照学校拆分	- 8 -
图 3、历年营业收入构成-按服务划分	- 8 -
图 4、历年营业收入构成-按学校划分	- 8 -
图 5、中教控股股权架构	- 9 -
图 6、过去十年中国劳动力人口增长步入瓶颈期	- 11 -
图 7、中国人口预计将步入稳定及缓慢下降阶段	- 11 -
图 8、未来劳动力预计将呈现波动下降趋势	- 11 -
图 9、25 岁以上中国劳动力仅有 8.8% 完成高等教育学业（2010 年数据）	- 11 -
图 10、2018 年中国高等教育毛入学率达到 48%	- 12 -
图 11、高等教育毛入学率相比世界主要国家仍有差距	- 12 -
图 12、我国高校应届毕业生去向	- 12 -
图 13、应届高等教育毕业生占待业青年比例	- 12 -
图 14、2016 高校应届毕业生对就业形势评价	- 13 -
图 15、2016 高校应届毕业生对未能就业的原因分析	- 13 -
图 16、学历教育按照阶段划分	- 13 -
图 17、民办中等职业教育机构划分	- 15 -
图 18、中等职业院校数目	- 16 -
图 19、中等职业教育在校人数	- 16 -
图 20、民办技工学校与公办技工学校在校人数	- 16 -
图 21、民办技工学校年产值	- 16 -
图 22、技工学校培养方案贯通初中到本科阶段	- 16 -
图 23、职教高考路径与普通高考路径	- 17 -
图 24、高等教育在校人数情况	- 18 -
图 25、高等教育产业收入	- 18 -
图 26、民办高教渗透情况	- 19 -

图 27、民办高校招生情况	19 -
图 28、2017 年全国各省人口分布及同比增长	21 -
图 29、2017 年全国各省高等教育学校密度及毛入学率	21 -
图 30、江西省民办高校在校人数	22 -
图 31、广东省民办高校在校人数	22 -
图 32、广东白云学院按学段拆分学生人数	23 -
图 33、广东白云学院各学段人数比例	23 -
图 34、广东白云学院学费总额及同比增长	24 -
图 35、广东白云学院生均营收及同比增长	24 -
图 36、广东白云学院 2017-2018 招生计划	24 -
图 37、广东白云学院校园容量及同比增长	25 -
图 38、广东白云学院校园利用率	25 -
图 39、钟落潭校区位置	25 -
图 40、钟落潭地区周边	25 -
图 41、江西科技学院按学段拆分学生人数	26 -
图 42、江西科技学院各学段人数比例	26 -
图 43、江西科技学院学费总额及同比增长	26 -
图 44、江西科技学院生均营收及同比增长	26 -
图 45、江西科技学院学校容量及同比增长	26 -
图 46、江西科技学院校园利用率	26 -
图 47、白云技师学院按学段拆分学生人数	27 -
图 48、白云技师学院各学段人数比例	27 -
图 49、白云技师学院学费总额及同比增长	27 -
图 50、白云技师学院生均营收	27 -
图 51、白云技师学院容量及同比增长	28 -
图 52、白云技师学院校园利用率	28 -
图 53、江西科技学院毕业生就业率	29 -
图 54、2016 江西科技学院部分专业就业率	29 -
图 55、江西科技学院毕业生起始月薪	29 -
图 56、用人单位对毕业生满意程度	29 -
图 57、广东白云学院毕业生就业率	30 -
图 58、2016 年广东白云学院部分专业就业率	30 -
图 59、广东白云学院毕业生起始月薪	30 -
图 60、广东白云学院毕业生月薪涨幅	30 -
图 61、实训制度：三个“一线”	31 -
图 62、广东白云学院丰铁研发中心	32 -
图 63、江西科技学院汽车技术中心	32 -
图 64、白云技师学院为某高校食堂员工培训	32 -
图 65、白云技师学院组织家电维修职业资格考试	32 -
图 66、并购案例学生人数-学校估值对比	34 -
图 67、并购案例净利润-学校估值对比	34 -
图 68、行业生均收购成本	34 -
图 69、公司收购整合方案架构	35 -
图 70、“百日提升计划”三阶段	35 -
图 71、公司收入录得大幅增长	40 -
图 72、公司收入拆分	40 -
图 73、公司毛利润继续稳步增长	40 -
图 74、公司毛利率同比下降 481bps	40 -
图 75、并表新校带动公司管理费用率有所提升	41 -
图 76、公司其他收益产生较大波动	41 -

图 77、调整后净利润	- 41 -
图 78、调整后净利润率	- 41 -
图 79、资产负债率及有息负债率	- 41 -
图 80、ROA 及 ROE	- 41 -
图 81、截至 FY2019H1 现金及等价物 16.8 亿元	- 42 -
图 82、FY2019H1 公司 EPS 基本为 0.148 元	- 42 -
图 83、各公司高等教育业务生均营收	- 42 -
图 84、各公司旗下学生人数	- 43 -
图 85、各公司高等教育历年在校生数量	- 43 -
图 86、毛利率对比	- 43 -
图 87、净利率对比	- 44 -
图 88、ROA 对比	- 44 -
图 89、ROE 对比	- 44 -
表 1、公司旗下的 8 所学校	- 7 -
表 2、职业教育体系与一般教育体系	- 13 -
表 3、应用型大学与研究型大学区别	- 14 -
表 4、推动应用型教育及职业教育的政策文件梳理	- 14 -
表 5、教育部关于本科学校设置暂行规定（部分）	- 18 -
表 6、高等院校地区分布	- 19 -
表 7、“十三五”规划中关于高等教育的具体目标	- 20 -
表 8、修订后《民办教育促进法》部分内容	- 20 -
表 9、广东省、江西省、河南省、陕西省“十三五”高等教育规划摘要	- 22 -
表 10、广东白云学院实训系统（部分）	- 31 -
表 11、部分校企合作项目	- 33 -
表 12、公司收购院校的标准	- 35 -
表 13、郑州城轨交通中等专业学校发展进程	- 36 -
表 14、西安铁道技师学院发展历史	- 36 -
表 15、广州大学松田学院发展进程	- 37 -
表 16、松田大学运营情况及财务状况	- 37 -
表 17、松田学院运营情况及财务状况	- 38 -
表 18、泉城大学运营情况及财务状况	- 38 -
表 19、收购协议对于学校业绩要求	- 39 -
表 20、公司并购计划及资金使用测算	- 39 -
表 21、盈利预测结果	- 45 -
表 22、绝对估值法核心参数假设	- 46 -
表 23、WACC 计算表	- 46 -
表 24、估值汇总表	- 46 -
表 25、假设未来三年每年收购三所独立学院后的市值测算结果	- 47 -
表 26、未来收购假设表	- 48 -
表 27、教育行业估值表	- 49 -
附表	- 51 -

报告正文

1、公司基本情况

中国教育集团控股有限公司（简称“中教控股”；代码 0839.HK）是一家专注于应用型高等教育及职业培训的大型民办高等教育集团，提供本科、大专、中专、技师、继续教育等多种学历教育服务，通过收购不断扩张办学规模。截至 2019 年 5 月，集团拥有 8 所学校，包括 4 所本科学校、2 所大专学校、1 所技工学校及 1 所中专学校。截至 2019 年 2 月，公司旗下在校人数约 14.7 万人。

1.1、公司简介

1999 年，于果先生及谢可滔先生分别于江西南昌及广东广州创建了民办蓝天职业技术学院（一所高等职业学校）及民办白云职业技术学院（一所高等职业学校）。蓝天职业技术学院于 2005 年升级为本科院校，并于 2012 年更名为江西科技学院；白云职业技术学院于 2005 年升级为本科院校，并更名为广东白云学院。广州白云工商技术学校于 1996 年由谢先生创立，于 2015 年更名为广州市白云工商技师学院（简称“白云技师学院”）。

2007 年，于先生及谢先生订立初始合作协议，共同对江西科技学院及白云技师学院进行管理和控制。2017 年，公司于开曼群岛注册成立，并取得两所本科控制权。2017 年 8 月，公司向谢先生取得广州市白云工商技师学院的控制权。2017 年 12 月 15 日，公司于香港上市。

截至 2019 年 7 月，集团旗下并表 8 所学校，包括 4 所本科学校、2 所大专学校、1 所技工学校及 1 所中专学校。其中本科学校为江西科技学院、广东白云学院、广州大学松田学院和济南大学泉城学院；大专学校为广州松田职业学院、白云技师学院；中专学校为郑州城轨交通中等专业学校；技师学院为西安铁道技师学院。

表 1、公司旗下的 8 所学校

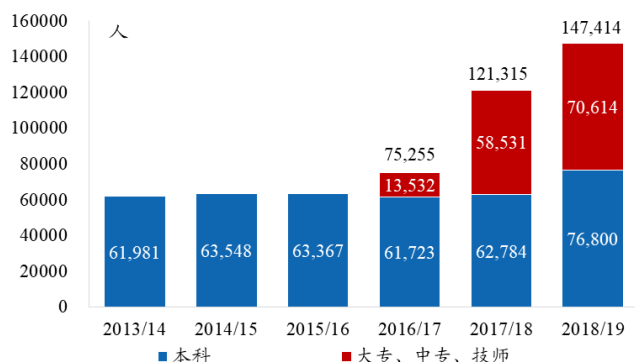
学校	成立时间	所在地区	学生人数	公司持有权益	提供教育
本科					
江西科技学院	1999 年	江西南昌	40458	100%	本科、专科
广东白云学院	1999 年	广东广州	27072	100%	本科、专科
广州大学松田学院	2000 年	广东广州	9270	100%	本科
济南大学泉城学院	2005 年	山东蓬莱	8718	100%	本科、专科
专科					
广州松田职业学院	2007 年	广东广州	3465	100%	专科、专升本
白云技师学院	1996 年	广东广州	13498	100%	高职、中职、专升本
中职					
郑州城轨交通中等专业学校	2011 年	河南郑州	24000	80%	中专
技师					
西安铁道技师学院	2006 年	陕西西安	27000	62%	技工培训

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司依靠收购迅速扩张规模：按在校人数计算，公司目前为上市公司中规模最大

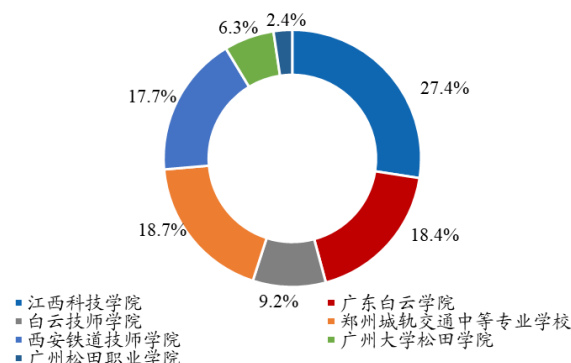
的中国民办学历教育集团。2018/19 学年，公司旗下学生数量已达到 14.7 万人，其中 54.2% 来自于上市后新收购的 5 所学校。

图 1、集团高校在校人数情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

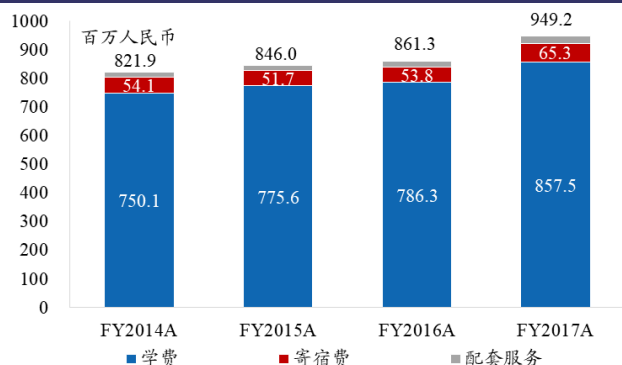
图 2、集团学生数按照学校拆分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

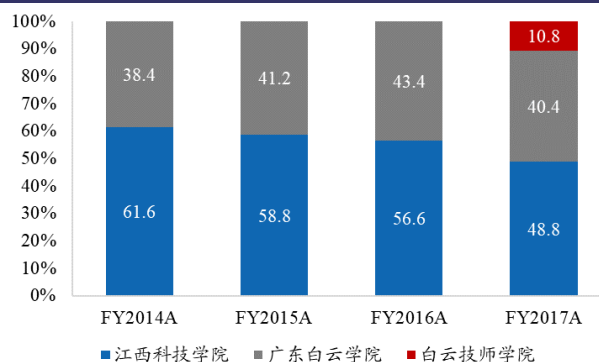
学校收入以学费为主，寄宿及配套费为辅：2017 财年实现营业收入 9.5 亿元，其中，学费收入为 8.6 亿元，占比 90.3%，寄宿费及配套服务分别为 6527 万元及 2635 万元，分别占比 6.9% 及 2.8%。2017 财年的收入中，江西科技学院共实现营业收入 4.6 亿元，占比 48.8%；广东白云学院实现营业收入 3.8 亿元，占比 40.4%；白云技师学院实现营业收入 1 亿元，占比 10.8%。

图 3、历年营业收入构成-按服务划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、历年营业收入构成-按学校划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

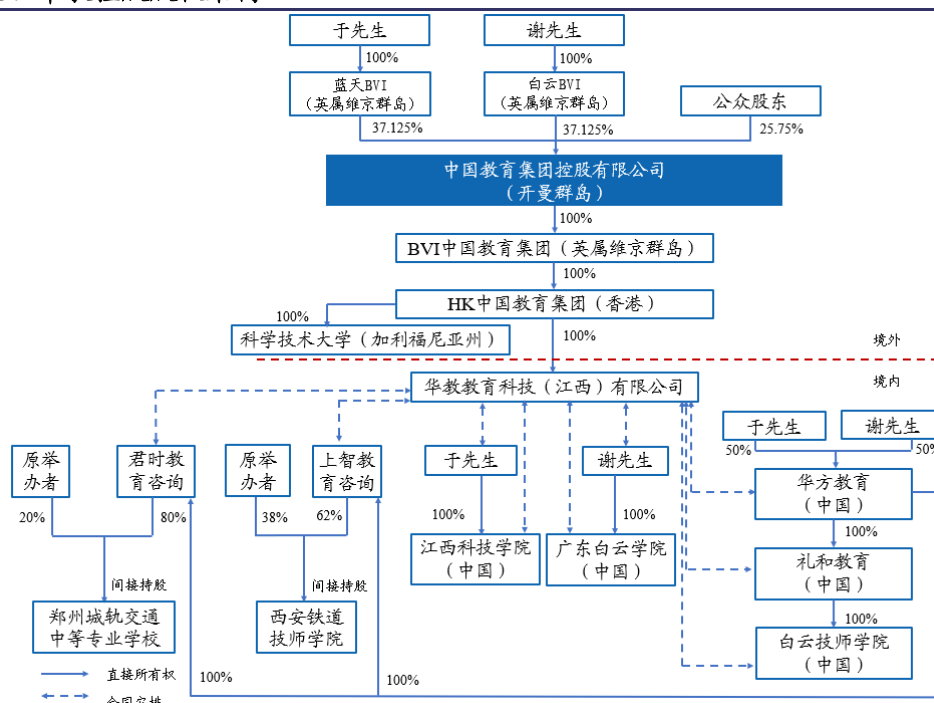
1.2、股权架构及主要管理层

公司于开曼群岛注册，创始人于果先生及谢可滔先生为一致行动人，分别持有股权 37.125%；公众持股 25.75%。

集团采用 VIE 架构，通过外商独资企业通过合同控制境内的七所学校。另外，集团于美国加州成立并持有一所高等教育机构（科学技术大学）。

公司董事会共有 4 名独立董事及 3 名独立非执行董事。于果先生及谢可滔先生担任董事会的联席主席，负责企业的战略发展及重大经营事项的决定。于先生及谢先生均拥有丰富的教育行业运营经验；于果先生为江西科技学院的创始人及学校董事会主席，于教育行业拥有 24 年的经验；谢可滔先生为广东白云学院及白云技师学院的创始人及两所学校的董事会主席，于教育行业拥有 20 余年的经验。

图 5、中教控股股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

于果，联合创始人、董事会联席主席，现任中国民办教育协会副会长、第十二届江西省人大常委。1998 年获得中国社会科学院商业经济硕士学位。于果是江西科技学院的创办人，并于 1998-2003 年任全国人大代表。2001-2005 年先后获得“中国十大杰出青年”、教育部评选的“全国优秀教育工作者”以及国务院颁发的“全国先进工作者”称号。

谢可滔，联合创始人、董事会联席主席，现任广东省第十二届人大代表。1999 年获得华东师范大学职业技术教育硕士学位。谢可滔是广东白云学院和白云技师学院的创办人，2008-2016 年连续 9 年担任中国民办教育协会副会长。2011 年被中国民办教育协会评为“中国民办 高等教育先进个人”。2015 年获“广东当代民办教育举办人突出贡献奖”。

谢少华，执行董事，谢女士于 1999 年 2 月从华东师范大学取得职业技术教育硕士

学位，于 1991 年 7 月从广州业余大学取得汉语言文学大专文凭。谢女士为谢先生的胞姊。2012 年 1 月至 2017 年 1 月任广州市第十二届政协委员；1996 年 9 月获得“广州市优秀教师”；2008 年 3 月获得“广州市女职工建功立业标兵”；2012 年 8 月 获得“从事广州技工教育与职业培训工作 20 年以上”荣誉。

喻恺博士，执行董事兼 CEO，2009 年获牛津大学教育研究哲学博士 学位，2016 年获中欧国际工商学院金融工商管理硕士学位。喻博士自 2013 年起一直担任江西科技学院的董事，拥有 7 年教育行业经验。2014 年起担 任上海交通大学教育经济与管理领域的博士生导师。

莫贵标，CFO、董事秘书，莫先生分别于 1984 年 6 月及 1987 年 12 月从美国华盛顿大学取得工商管理文学学士学位及从美国西雅图大学取得工商管理硕士学位。莫先生分别自 1993 年 7 月及 1994 年 9 月起为美国注册会计师协会及香港会计师公会的会员。莫先生曾于 2011 年 11 月至 2017 年 5 月担任 Fortune Oil PLC 的财务总监。莫先生也曾于 2004 年 4 月至 2010 年 10 月担任远东发展有限公司的财务总监。莫先生自 2013 年 7 月及 2016 年 12 月起分别担任佳明集团控股有限公司及 PF Group Holdings Limited 的独立非执行董事。莫先生也曾于 2007 年 1 月至 2011 年 11 月担任帝盛酒店集团有限公司的执行董事及于 2011 年 11 月 至 2012 年 8 月担任非执行董事。

2、民办高教及职教发展空间广阔

2.1、时代需要，职业教育获政策大力支持

● 劳动力人口增长进入瓶颈期，劳动力素质提升迎合时代需求

过往十年间，中国人口自 13.2 亿人增长至 13.8 亿人，净新增 6000 万人，而 15-64 岁的劳动力人口则仅从 7.6 亿人增长至 7.8 亿人，净新增 2000 万人，进入瓶颈期。自 2016 年以来的新生儿人口下滑为中国人口持续增长带来压力。据 US Census Bureau 预测，2028 年中国总人口将达到 14.1 亿人高点，并开始以每年 100-500 万人的速度缓慢下降。

图 6、过去十年中国劳动力人口增长步入瓶颈期

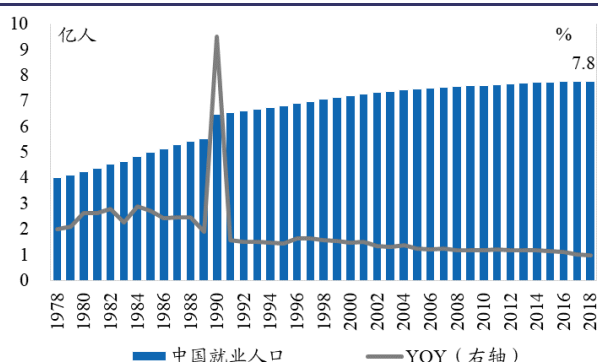
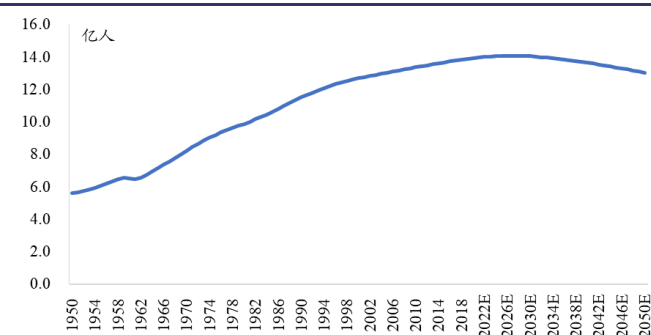


图 7、中国人口预计将步入稳定及缓慢下降阶段



资料来源：世界银行，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：US Census Bureau，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计未来 15-64 岁劳动力将呈现波动下降趋势，而在此基础上提升劳动生产率主要将依靠提升劳动力受教育程度来实现。据世界银行统计，2010 年中国 25 岁以上的存量劳动力仅有 8.8% 完成高等教育学业，该部分劳动力的受教育程度提升将主要依靠成人教育来实现。2018 年，中国高等教育毛入学率达到 45.7%，仍有超过一半的适龄青年没有接受大专及以上教育。劳动力人口素质仍有较大提升空间。

图 8、未来劳动力预计将呈现波动下降趋势

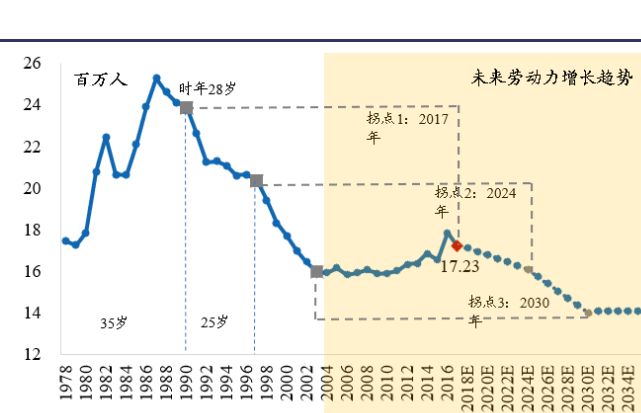
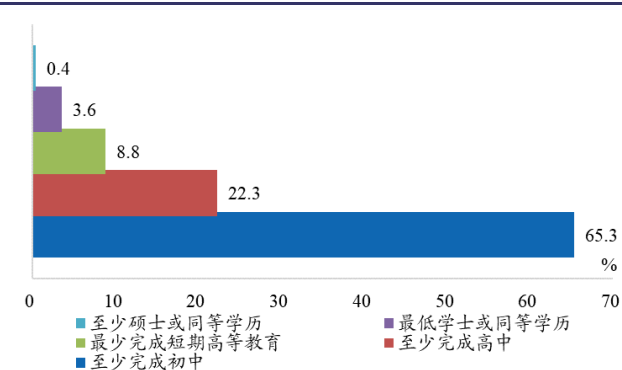


图 9、25 岁以上中国劳动力仅有 8.8% 完成高等教育学业（2010 年数据）

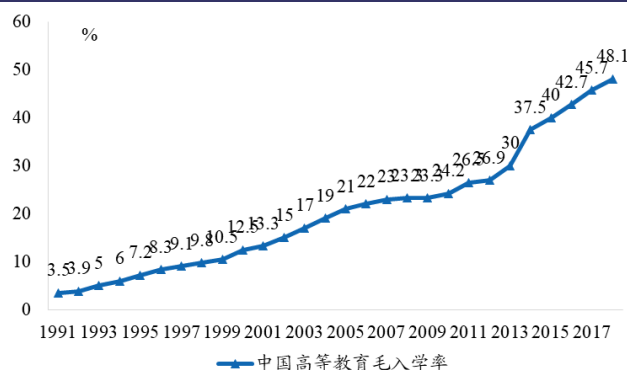


资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理预测

资料来源：世界银行，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

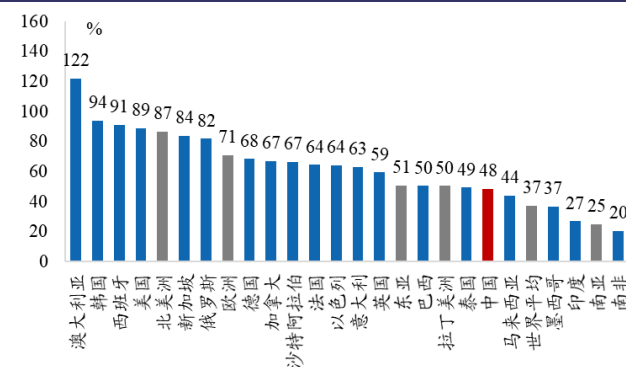
大学新生毛入学率正在逐年提升，但距世界主要国家相比仍有差距。近年来在政策的支持下，我国的高等教育学校稳步扩招，毛入学率快速增长至 2018 年 48.1% 的历史新高，高出世界平均值约 11 个百分点，但距离主要发达国家仍有较大差距。

图 10、2018 年中国高等教育毛入学率达到 48%



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理预测

图 11、高等教育毛入学率相比世界主要国家仍有差距

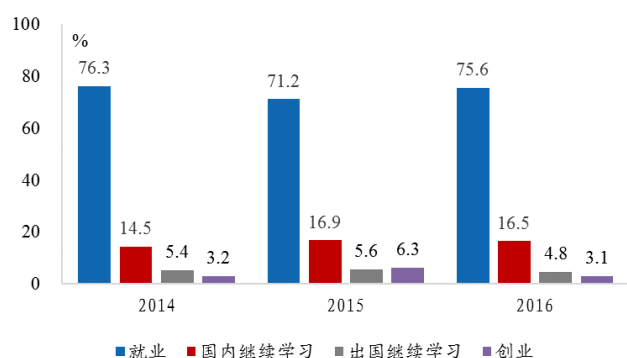


资料来源：UNESCO，兴业证券经济与金融研究院整理

● 高校毕业生就业问题凸显，高校教学与劳动力市场需求错位

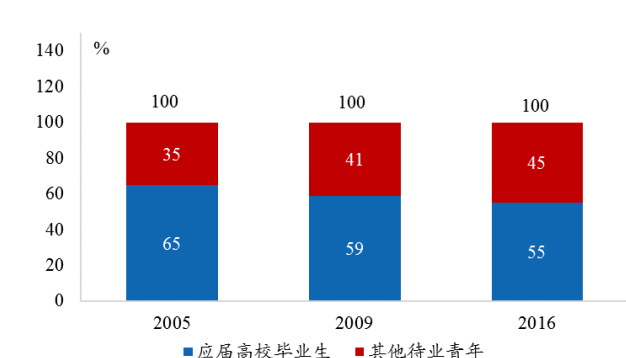
根据智联招聘调查，毕业后就业是大部分本、专科学生的第一选择：2014、2015 和 2016 年我国高校应届毕业生中分别有 76.3%、71.2% 和 75.6% 决定就业，继续深造及创业的学生不足四分之一。随着高等教育的发展及高校毕业生的增加，我国高校毕业生占待业青年的比重亦逐年上升，由 2005 年的 35% 提升至 2016 年的 45%，反映了高校毕业生面临日益严峻的就业压力。

图 12、我国高校应届毕业生去向



资料来源：智联招聘 2016 届毕业生就业调研，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、应届高等教育毕业生占待业青年比例

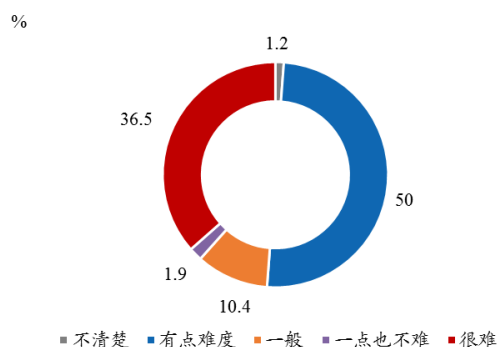


资料来源：智联招聘 2016 届毕业生就业调研，兴业证券经济与金融研究院整理

应届毕业生自身对就业形势的评价亦不容乐观，根据智联招聘数据，50% 的学生认为就业这件事“有点难度”，36.5% 的毕业生认为就业“很难”，而认为就业难度“一般”的学生仅占 10.4%；对就业问题作出悲观估计的主要原因是由于缺乏社会及职业经验所致：根据智联招聘数据，2016 届毕业生未能顺利就业的学生中，有 25.4% 表示期望与现实落差大导致未能如愿就业，而分别有 21%、18.9% 和 13.8% 的学生表示未能顺利就业是因为大学所学知识无法满足工作所需、对职场了解不充分以及缺乏时效性的职业发展建议。该调查表明了大学生的很大一部分就业压力来自于模糊的职业规划和未能满足职业要求的能力。侧面凸显了高校的理论研

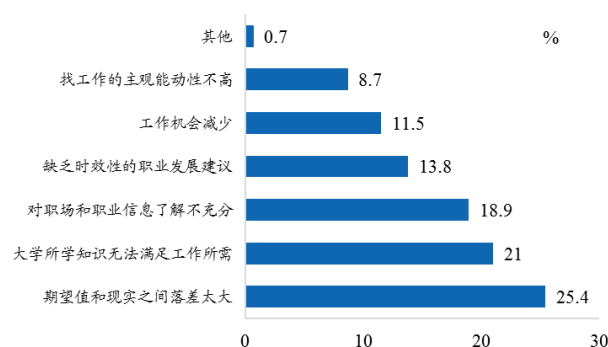
究角色和劳动力市场需求的错配。

图 14、2016 高校应届毕业生对就业形势评价



资料来源：智联招聘 2016 届毕业生就业调研，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2016 高校应届毕业生对未能就业的原因分析



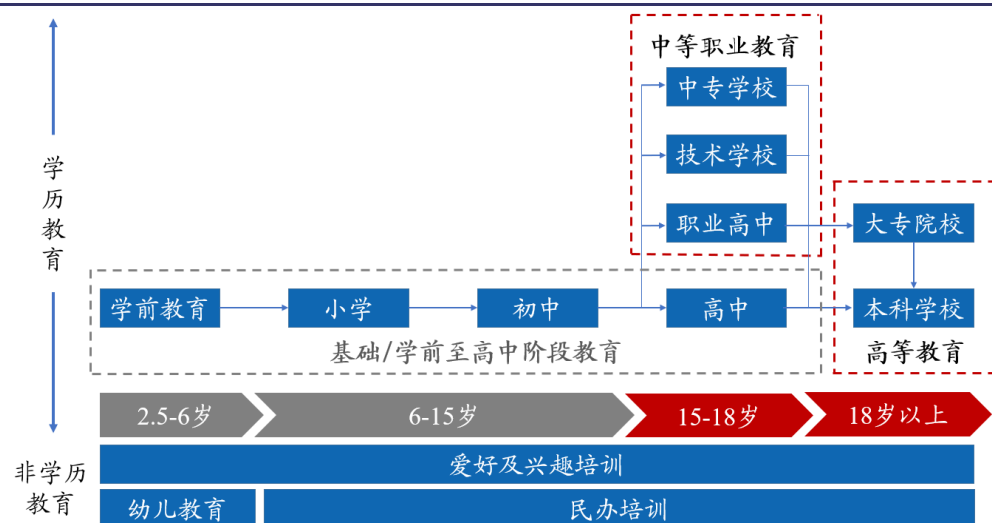
资料来源：智联招聘 2016 届毕业生就业调研，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应用型高等教育应运而生，职业教育产业链更加完善

我国学历教育按阶段可划分：K-12 教育及大学教育。按性质可划分为职业教育及非职业教育，其中高中阶段的职业教育机构为：中等专业学校、技工学校及职业高中，大学阶段过往并无明确划分，但地区性的应用型大学将承接职业教育的高等教育阶段工作。中教控股专注于职业教育的产业链整合，现有业务覆盖高中职业教育阶段及高等教育阶段。

职业教育产业链：中等职业学校→大专院校→应用型本科院校→应用型硕士。

图 16、学历教育按照阶段划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

职业教育侧重于为劳动力市场培养专业应用型人才，设立了与一般教育体系平行、交叉的教育体系：在初中阶段设置有职业中学，高中阶段设置有职业高中及技工学校，在高等教育阶段设置了应用型本、专科。

表 2、职业教育体系与一般教育体系

职业教育体系		一般教育体系
高等教育阶段	应用型本、专科	理论研究型大学

高中阶段	职业高中、技工学校	高级中学
初中阶段	职业中学	初级中学

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我国大部分公办院校以研究型院校为主，人才培养目标是为科研机构培养理论研究人才，课程设计的内容核心为课堂教学及实验室学习；而应用型大学注培养适合劳动力市场需求的专业性人才，课程设置的内容除理论教学外，强调专业实际操作与职业能力培养。

表 3、应用型大学与研究型大学区别

	应用型大学	研究型大学
人才培养目标	专注应用技术与艺术	理论研究
课程设计	重视实训及实践	课堂教学及实验室学习
教学人员资历	强调教职人员的行业经验	强调教职人员的学术水平
学生毕业后发展	直接步入就业市场	进入科研机构及深造

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

近年来，为突出教育服务社会的特点，国家政策亦开始向职业教育及应用型教育倾斜。过往十年，国务院及教育部等部门共出台 8 部文件推进应用型教育及职业教育的体系建设。

表 4、推动应用型教育及职业教育的政策文件梳理

时间	文件	主要内容
1996 年	《职业教育法》	实施职业教育必须贯彻国家教育方针，对受教育者进行思想政治教育和职业道德教育，传授职业知识，培养职业技能，进行职业指导，全面提高受教育者的素质
2002 年	《国务院关于大力发展职业教育的决定》	建立和完善遍布城乡、灵活开放的职业教育和培训网络，加强县级职教中心建设，继续实施县级职教中心专项建设计划，国家重点扶持建设 1000 个县级职教中心，加强示范性职业院校建设，实施职业教育示范性院校建设计划，在整合资源、深化改革、创新机制的基础上，重点建设高水平的培养高素质技能型人才的 1000 所示范性中等职业学校和 100 所示范性高等职业院校
2005 年	《国务院关于大力推进职业教育改革与发展的决定》	鼓励和支持民办职业教育的发展。非营利性的民办职业学校享受举办社会公益事业的有关优惠政策。
2010 年	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》	大力发展职业教育，推进校企合作制度化
2011 年	《关于推进中等和高等职业教育协调发展的指导意见》	推荐产教合作对接，强化产业指导作用，促进校企深度合作
2014 年	《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》	提出高等职业教育规模占高等教育一半以上
2014 年	《现代职业教育体系建设规划（2014-2020）》	计划于 2015 年初步形成现代职业教育体系框架；于 2020 年基本建成具有中国特色的职业教育体系
2015 年	《关于引导部分地方普通本科高校向应用型转变的指导意见》	为部分中国高等教育机构向应用型转变提供指引
2015 年	《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	积极鼓励多元主体组建职业教育集团。
2017 年	《关于深化产教融合的若干意见》	鼓励企业依法参与举办职业教育、高等教育，坚持准入条件透明化、审批范围最小化。到 2022 年，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群）。建成覆盖大部分行业领域、具有国际先进水平的中国职业教育标准体系。打造一批优秀职业教育培训评价组织，推动建设 300 个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地。从 2019 年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点（以下简称 1+X 证书制度试点）工作。
2019 年	《国家职业教育改革实施方案》	

资料来源：中国教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年初《职业教育改革实施方案》出台多项针对应用型高等教育的利好政策：

- 1) **减免税费：**研究兴办职业教育的企业教育费附加减免政策；
- 2) **延长学制：**探索长学制培养高端技术技能人才；
- 3) **聘任产业导师，完善“双师”队伍：**研制方案完善“固定岗+流动岗”资源配置新机制，完善“双师”队伍，支持中职、高职、应用型本科高校聘请产业导师到学校任教，遴选、建设兼职教师资源库；配套正在准备出台《深化新时代职业教育教师队伍建设的改革实施方案》、准备印发《国家级职业院校教师

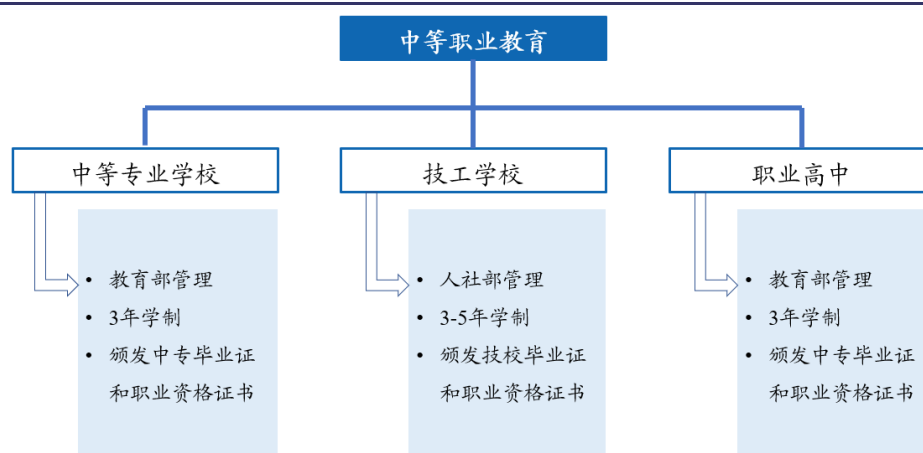
教学创新团队建设方案》。

- 4) **开展校内培训**：在职业院校、应用型本科高校启动学历证书+职业技能等级证书制度试点，即 1+X 证书制度，培育开展校内培训的教师力量。**配套正在准备出台《关于在院校实施学历证书+若干职业技能等级证书制度的试点方案》**；
- 5) **推动支持普通本科高校向应用型转变（招生计划倾斜、应用型高校中央投入、教师聘任支持等）**：从简政放权、专业设置、招生计划、教师聘任等方面对试点高校给予支持；推动高校招生计划向产业发展急需人才倾斜，提高应用型、技术技能型和复合型人才培养比重。新增高等教育招生计划主要向应用型、技术技能型人才培养倾斜；加大对应用型高校的投入力度，国家发展改革委、教育部“十三五”期间实施应用型本科高校建设项目，对各省份推荐的 100 所应用型高校中央预算每所投资 1 个亿。
- 6) **建立“职教高考”制度**：完善“文化素质+职业技能”的考试招生办法，提高生源质量，为学生接受高等职业教育提供多种入学方式和学习方式。
- 7) **制定产教融合型企业建设办法**：在财政、税收等方面支持产教融合型企业，制定关于产教融合型企业建设的具体办法。
- 8) **继续支持中西部地区重点建设一批高水平本科学校**：加大东部高水平大学对中西部地区高校的支持力度，继续支持中西部地区重点建设一批高水平本科学校。

● 中等职业教育：战略地位被重提

中等职业教育包括中等专业学校、职业高中及技工学校，其学历水平相当于高中学历；其中，中等专业学校和职业高中归属教育部管理，而技工学校归属人力资源社会保障部管理。中等职业院校招收初中毕业生及有行业经验的往届毕业生，于学生完成学习后颁发毕业证书及职业资格证书。

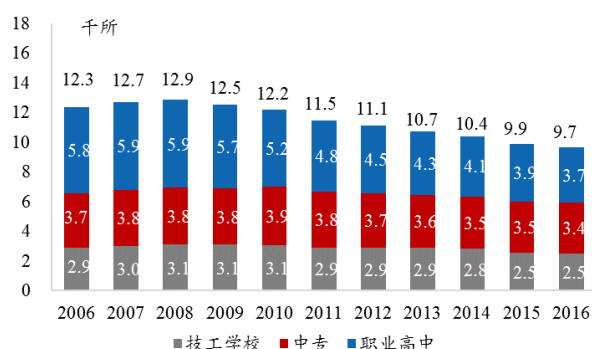
图 17、民办中等职业教育机构划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

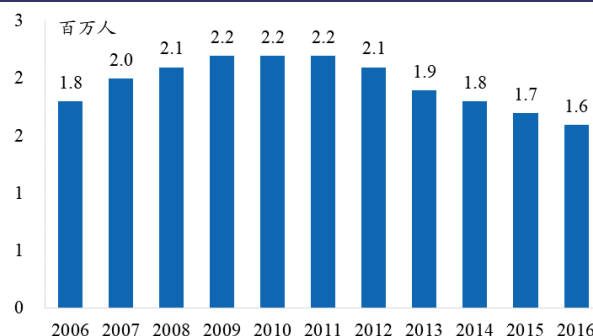
中等职业教育为中等教育的重要组成部分，在校人数规模庞大，但过往呈现逐年下滑趋势：2016 年我国中等教育在校人数为 8,327 万，中等职业教育在校人数 1,599 万人，占比为 19.2%。近 10 年来，由于普通中等教育的扩张，我国的中等职业教育院校数目逐步减少，由 2006 年的 1.23 万所减少至 9,700 所；在校人数自 2010 年开始出现下滑，由 2011 年的 2,232 万人减少到 2016 年的 1,599 万人。

图 18、中等职业院校数目



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

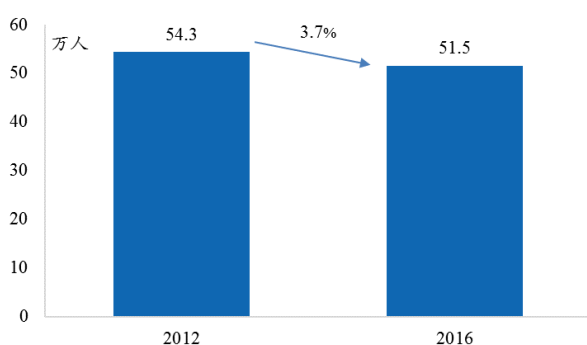
图 19、中等职业教育在校人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

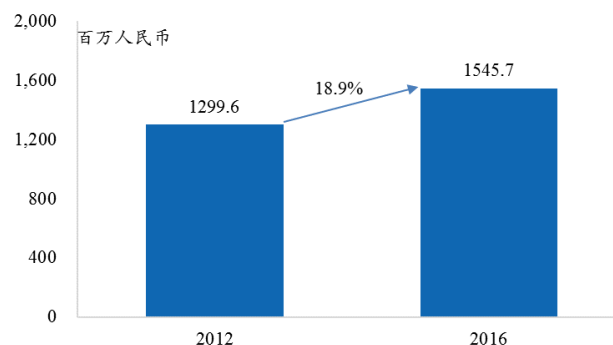
民办技工学校产业规模较小，但仍保持产值增长：相较于 2012 年，2016 年民办技工学校在校人数为 51.5 万人，轻微下降 2.8 万人，产值为 15.5 亿，上升 18.9%。

图 20、民办技工学校与公办技工学校在人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

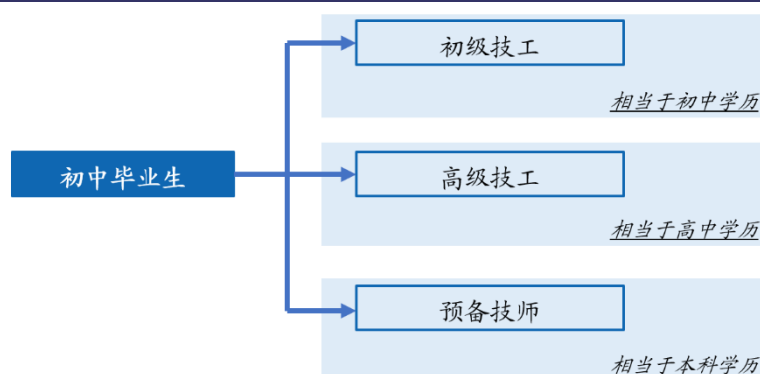
图 21、民办技工学校年产值



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司目前拥有两所技工学校。技工教育培养多个层次的应用型职业人才，包括初级技工、高级技工及预备技师；为保证人才质量，技工教育学制较长，为 3 至 6 年不等。

图 22、技工学校培养方案贯通初中到本科阶段

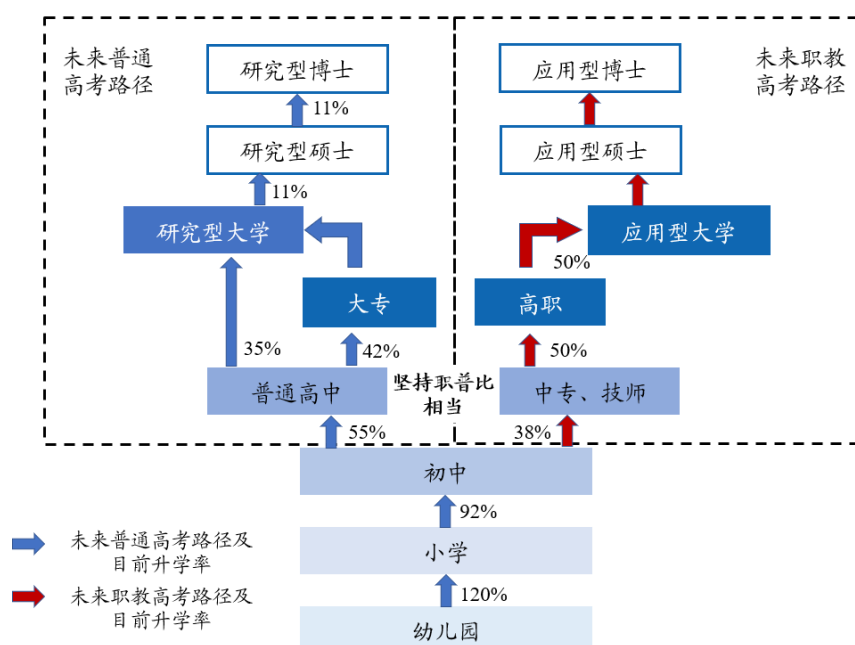


资料来源：技工教育“十三五”规划，兴业证券经济与金融研究院整理

中等职业教育是职业高考路径的重要一环，对提升高等教育毛入学率意义重大：

目前我国高等教育毛入学率仍旧较低，原因在于高中阶段升学以普通高中渠道为主，普通高中办学资源有限从而压制了入学率，而中专技师的高考路径并不顺畅，高考生源供给受限。贯通中等职业教育的高考路径对高等教育毛入学率普及具有重要意义，中专、技师学校将会在职教高考通道下为高职及应用型大学输送生源。

图 23、职教高考路径与普通高考路径



资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

《职业教育改革实施方案》出台多项针对中等职业教育利好政策：

- 1) **坚持职普比：**推出“特高计划”坚持职普比，更大规模培养培训高素质技术技能人才；
- 2) **中高职贯通培养：**在学前教育、护理、养老服务、健康服务、现代服务业等领域，扩大对初中毕业生实行中高职贯通培养的招生规模。
- 3) **聘任产业导师：**研制方案完善“固定岗+流动岗”资源配置新机制，完善“双师”队伍，支持中职、高职、应用型本科高校聘请产业导师到学校任教，遴选、建设兼职教师资源库。
- 4) **开展校内培训：**在职业院校、应用型本科高校启动学历证书+职业技能等级证书制度试点，即1+X证书制度，培育开展校内培训的教师力量；
- 5) **将符合条件的技师学院纳入高等学校序列：**启动实施中国特色高水平高等职业学校和专业建设计划，建设一批引领改革、支撑发展、中国特色、世界水平的高等职业学校和骨干专业（群）。根据高等学校设置制度规定，将符合条件的技师学院纳入高等学校序列。

2.2、行业特性，民办高教具有护城河优势

民办高校的设立门槛较高，具体体现在：1) 获得监管许可、2) 对营运经验及管理能力的要求、3) 对品牌知名度、学生来源及教学人员的要求。

获得监管许可：在中国建立民办高等院校需要满足《中华人民共和国民办教育促

进法》以及《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》中的有关规定。此外，民办高等教育举办者还需满足学校当地教育主管部门规定的设学条件。民办高校必须取得一系列批文及许可，并且须遵守注册及备案规定，耗时冗长。

对运营经验、管理能力及土地及资本的要求：目前监管部门原则上不再批准新建本科学校，申办学校需要从专科学校开始。一般新建专科类学校筹备期 2 年，且学校所用土地和建筑等资产需要列于学校名下，资本开支较大。一般专科学校运营 7 年，即拥有 4 届毕业生之后才具有资格申请转为本科。

表 5、教育部关于本科学校设置暂行规定（部分）

项目类别	设置标准
办学规模	称为学院的，全日制在校生规模应在 5000 人以上。 称为大学的，全日制在校生规模应在 8000 人以上，在校研究生数不低于全日制在校生总数的 5%。 专任教师总数一般应使生师比不高于 18:1；兼任教师人数应当不超过本校专任教师总数的 1/4。
师资	学院在建校初期专任教师总数不少于 280 人。大学专任教师中研究生比例一般应达到 50%以上，博士学位的比例一般应达到 20%以上。
土地	生均占地面积≥60 平方米，建校总占地面积≥500 亩。
建筑面积	生均校舍建筑面积≥30 平方米，学院建校总建筑面积≥15 万平方米。

资料来源：中国教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

对品牌知名度、学生来源及教学人员的要求：中国学生对高等学校的认可程度依赖于学校多年的品牌知名度，学校须运营一定年限，方能具有稳定的生源；目前，民办高校主要为应用型教育，要求教师团队具有一定的相关行业从业经验，而此类教师较传统高校教师数目较少，短期内难以建立成熟的教师队伍。

● 高等教育仍处于扩张期

我国高等教育产业规模巨大，2017 年全国高校在校学生人数约 3020 万人，2017 年产业收入达到人民币 1.15 万亿。根据弗若斯特沙利文报告，高等教育产业今后将逐步扩张，预计于 2022 年全国高等教育在校人数将达到 3,200 万人，行业年产值将达到人民币 1.81 万亿。

图 24、高等教育在校人数情况

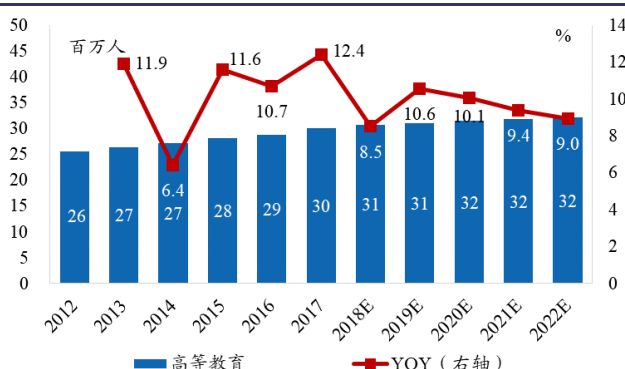
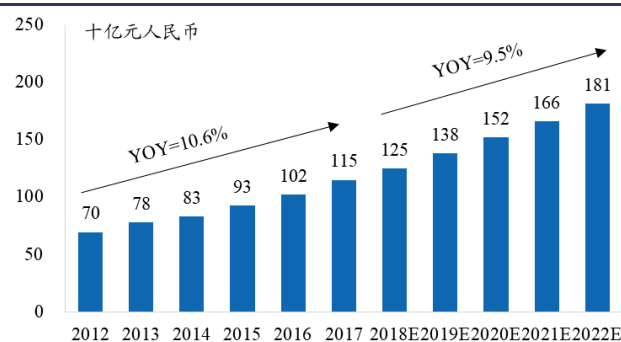


图 25、高等教育产业收入



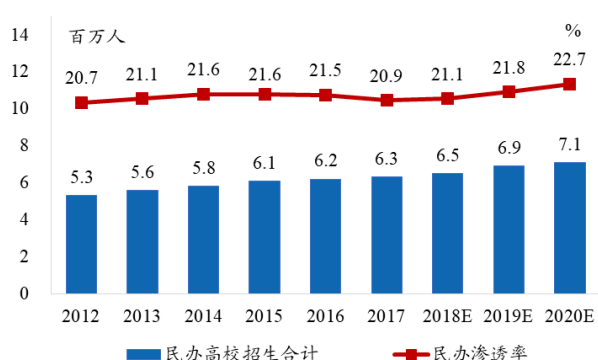
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

民办高等教育市场正在逐步扩大，招生基数及渗透率都在稳步提升，并将长期持续。2015 年，我国民办高等教育行业市场规模为 926 亿元，预计 2016 至 2020 年，行业收入将会以 11% 的复合增长率增加，并在 2020 年达到 1,563 亿元，民办高校招生人数将由 2016 年的 660 万人增加至 2020 年的 870 万人，预测复合增长率为 7.4%。民办高校渗透率的提升，反映了民间对民办教育的认可度日益增强，民办学校于高等教育中的影响力日益增强。2017 年，我国民办高校共招生 620 万人，

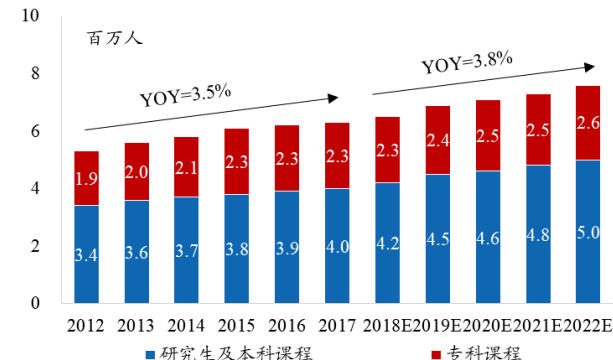
渗透率为 20.9%；预计 2020 年民办高等教育的渗透率将会达到 22.7%。

图 26、民办高教渗透情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、民办高校招生情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我国民办高校数目呈现由东到西递减的“阶梯式”分布，其中广东省民办高校数量最多，达到 54 所。

表 6、高等院校地区分布

区域	高校合计数目	区域	高校合计数目	区域	高校合计数目
北京	92 所 (民办 16 所)	浙江	107 所 (民办 36 所)	海南	19 所 (民办 8 所)
天津	57 所 (民办 12 所)	安徽	119 所 (民办 31 所)	重庆	65 所 (民办 26 所)
河北	121 所 (民办 36 所)	福建	89 所 (民办 37 所)	四川	109 所 (民办 34 所)
山西	80 所 (民办 15 所)	江西	100 所 (民办 31 所)	贵州	70 所 (民办 15 所)
内蒙古	53 所 (民办 10 所)	山东	145 所 (民办 40 所)	云南	77 所 (民办 20 所)
辽宁	115 所 (民办 33 所)	河南	134 所 (民办 37 所)	西藏	7 所 (无民办)
吉林	62 所 (民办 18 所)	湖北	129 所 (民办 42 所)	陕西	93 所 (民办 30 所)
黑龙江	81 所 (民办 17 所)	湖南	124 所 (民办 31 所)	甘肃	49 所 (民办 7 所)
上海	64 所 (民办 20 所)	广东	151 所 (民办 54 所)	青海	12 所 (民办 1 所)
江苏省	167 所 (民办 52 所)	广西	74 所 (民办 24 所)	宁夏	19 所 (民办 4 所)
新疆	47 所 (民办 9 所)				

资料来源：中国统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

● 国家继续推动高等教育发展，促进民办教育市场化

高等教育事业为教育事业的重要组成部分，被纳入教育部每五年出台的规划发展目标中：截至 2017 年我国高等教育毛入学率达到 42%，根据“十三五”的规划预期，2020 年我国目标将高等教育的毛入学率提升至 50%，即达到高等教育普及化；在校人数方面，“十三五”规划提出 2020 年预期普通本专科人数达到 2,655 万人。

表 7、“十三五”规划中关于高等教育的具体目标

指标	2015 年	2020 年	属性
在学总规模（万人）	3647	3,850	预期性
在校生（万人）	3511	3,680	预期性
普通本专科（万人）	2625	2,655	预期性
毛入学率（%）	40	50	预期性

资料来源：国家教育事业发展规划“十三五”规划，兴业证券经济与金融研究院整理

为进一步推动教育事业市场化，明确学校在市场经济中的性质与地位，全国人大通过了《民办教育促进法》修订案，修订后的民促法于 2017 年 9 月生效，对学校对民办学校之性质进行了新的规定：除九年义务教育学校外，民办学校可以选择成为营利性学校或非营利性。今后，营利性民办学校在经营性质上将更加明确，收费将按照市场需求定价。

表 8、修订后《民办教育促进法》部分内容

对比	营利性学校	非营利性学校
营运溢利的取得	学校举办者可以按中国公司法取得营运溢利	学校举办者必需将所有营运溢利投入学校经营活动
学费的制定	无需监管批准，自主决定	地方政府部门制定
融资方式	可依法募集资金举办学校	可以利用自身资产或者向学校提供的服务等合法权益进行融资
税务优惠	按照国家规定	与公立学校同等
土地取得方式	土地分配/土地转让	土地分配
破产清盘	清盘须按照中国公司法规定办理。学校举办者可于清还学校的债务后取得学校的剩余资产。	学校举办者在该民办学校清盘时将获补偿。学校余下资产将继续用于非营利性民办学校营运。

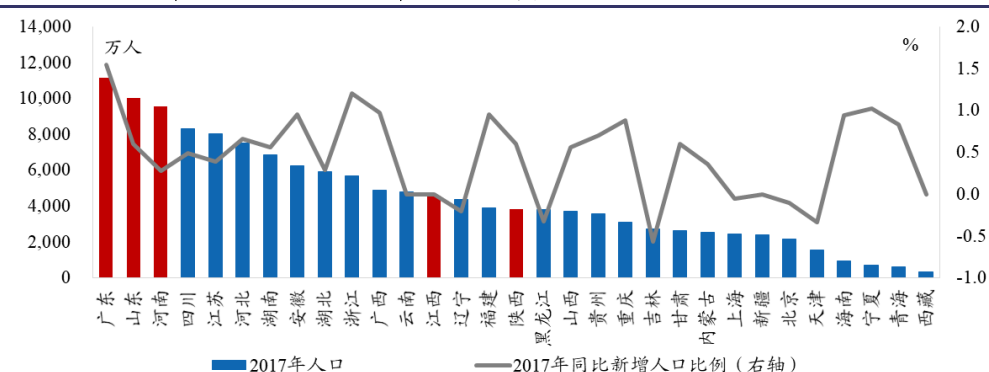
资料来源：中国教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、区域差异，经济和人口大省潜力巨大

● 广东高等教育资源紧张，高等教育仍处于发展阶段

我国高等教育资源分布不均，广东省作为经济和人口大省，相对于其经济和人口规模，其在高校数目及入学率方面处于劣势，高等教育产业仍亟待开发。广东省GDP长期处于各省领先地位，亦为人口大省：2017年广东省GDP为9万亿元，排名全国第一，拥有1.12亿人，排名全国第一。公司现在广东省、山东省、河南省、江西省、陕西省共五省布局学校网络。

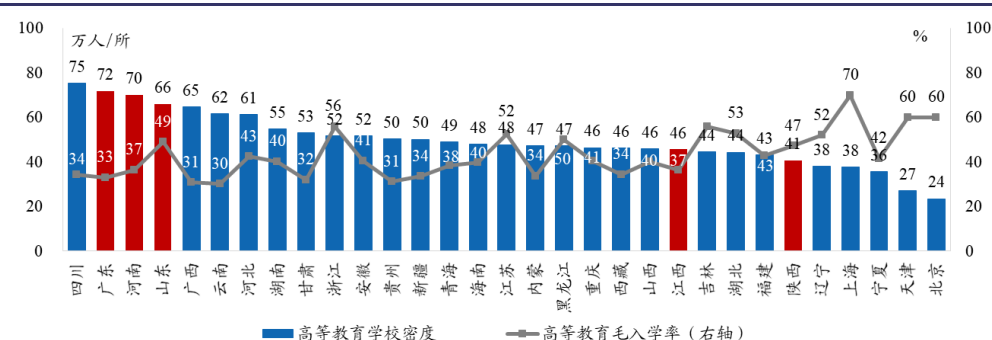
图 28、2017 年全国各省人口分布及同比增长



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

除了用地方财政支出衡量当地高等教育资源的丰沛程度外，总人口与当地拥有的高等院校数目的比值也可以反应一个省份的高等教育发展情况。按人口/高校数目排序，根据各地区“十三五”教育规划中的数据，高校资源最紧缺的五个省份依次为四川、广东、河南、山东及广西，高校密度依次为75.26万人/所、71.84万人/所、70.16万人/所、66.06万人/所及64.81万人/所。广东省亦属于高等教育毛入学率较低的省份，根据各地区“十三五”教育规划的数据，高等教育毛入学率最低的省份依次为云南、广西、广东、内蒙、江西和河南，其毛入学率分别为30.2%，20.8%，33%，33.7%及36.5%。

图 29、2017 年全国各省高等教育学校密度及毛入学率



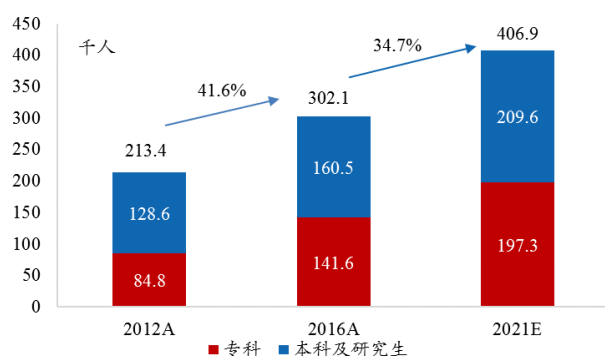
资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

与广东相比，与其人口规模及经济规模相似的江苏省和浙江省的高校密度及高等教育毛入学率均处于全国前列：根据“十三五”教育规划的数据，江苏省和浙江省的高校密度分别为47.76万人/所、51.76万人/所；江苏省和浙江省的高等教育毛入学率分别为52.3%和56%，远超过广东省在同期的毛入学率。

● 广东、江西、河南、陕西四省民办高等教育发展迅速，地方规划护航

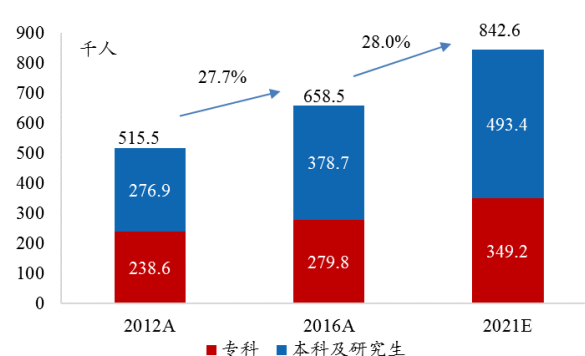
2016 年江西省在校人数为 302.1 万人，相比 2012 年上升了 41.6%；2016 年广东省民办高校在校人数为 658.5 万人，同比 2012 年增加 27.7%。受益于民间认可度的上升以及高等教育的需求持续增加，江西及广东的高等教育预计将持续扩张：根据弗若斯特沙利文报告，预计 2021 年江西省民办高校在校人数将达到 406.9 万人，预计同比 2016 年增加 34.7%；2021 年预计广东省民办高校在校人数将达到 842.6 万人，预计同比 2016 年增加 28.0%。

图 30、江西省民办高校在校人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、广东省民办高校在校人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

广东、江西、河南、陕西四省公布“十三五”高等教育规划，毛入学率提升空间广阔：四省对“十三五”期间高校在学人数规模做出了规划。预计到 2020 年，广东高等教育在学人数规模目标为 262.1 万人，江西省高等教育在学人数规模目标为 165 万人，河南省在学规模 312 万人，陕西省在学规模 146.8 万人。

表 9、广东省、江西省、河南省、陕西省“十三五”高等教育规划摘要

指标	广东 2018 年 实现	江西 2015 年 实现	河南 2017 年 实现	陕西 2015 年 实现	广东 2020 年 目标	江西 2020 年 目标	河南 2020 年 目标	陕西 2020 年 目标
在学规模 (万人)	264.38	126	255	152.57	262.08	165	312	145.75
普通本、专科及在校研究生 (万人)	198	103.9	216	136.96	200.7	132.2	269	133.47
其中：高等职业教育在校生	78	47.8	-	-	73	57.8	-	-
成人本、专科 (万人)	63	-	-	-	61	-	-	-
毛入学率 (%)	40	36.5	36.5	47.15	50	50	50	60.82

资料来源：广东省、江西省、河南省、陕西省教育厅，兴业证券经济与金融研究院整理

3、民办高教和职教的有力整合者

我们认为公司将有望成为民办高教和职教领域的有力整合者。1) **丰富的办学经验和优质的教学成果**：公司有超过三十年的丰富办学经验，江西科技学院和广东白云学院综合实力分别位于江西和广东省内民办高校的领先地位，就业率分别达到96%及88%，超出全国78%的平均水平，这两所学校是公司发展的基石。丰富的办学经验和优质的办学成果是公司内生增长的有力保障，集团开发出了一套成熟的应用型高等教育办学模式，以实训课程为核心，校企合作为外延，支持创新创业为扩展，为学生职业生涯构筑稳健起步。2) **高效的管理执行力和资源整合能力**：公司自上市后已经完成多次行业并购，显示了高效的管理执行力。公司在上市后，品牌、资金实力都得到加强，并充分利用资本市场的各种工具（成立并购基金、发行CB等），在后续的行业整合中占据先机，外延扩张成为公司的第二大增长动力。

3.1、办学经验丰富，稳健经营保增长

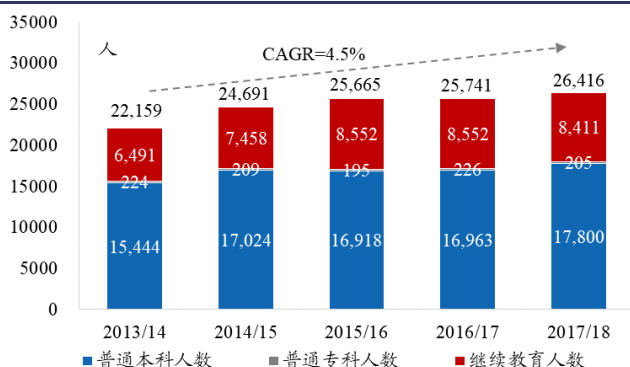
中教控股公司致力于整合高校教育资源，实现“相互支持，上下输送”的经营战略。目前，公司已建立起“4所本科+2所大专+1所中职+1所技师”的自上而下式职业教育产业链，通过资源互换，学校之间形成“1+1>2”的优势。同时，集团亦于课程研发，教师培训等方面实现了业务集团化的模式，进一步提升品牌知名度。

● “蓝天白云”：公司发展的基石

广东白云学院是广东省首批民办本科院校，定位应用技术型大学，招收普通本科、普通专科、继续教育学生。学院前身是1989年创办的广州白云应用技术学院，2005年学院通过教育部评估，升格为本科层次院校。

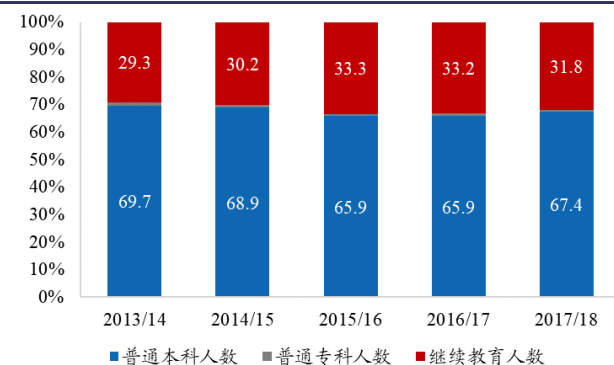
学生人数稳健增长：截至2017年12月31日，学校拥有学生25741名。其中本科生16963名，占比65.9%，普通专科学科226名，占比0.9%，继续教育学生8552名，占比33.2%。过往三年，学生数量录得稳健增长，复合年增速达到1.4%。

图 32、广东白云学院按学段拆分学生人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

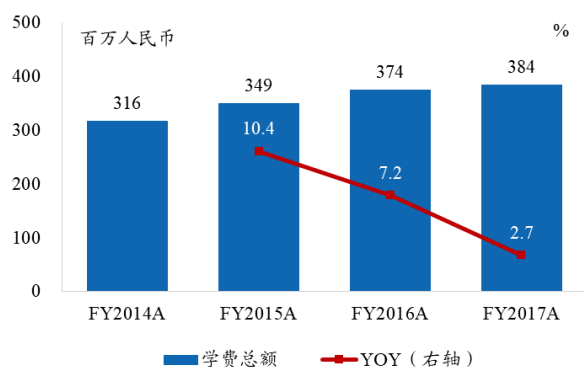
图 33、广东白云学院各学段人数比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

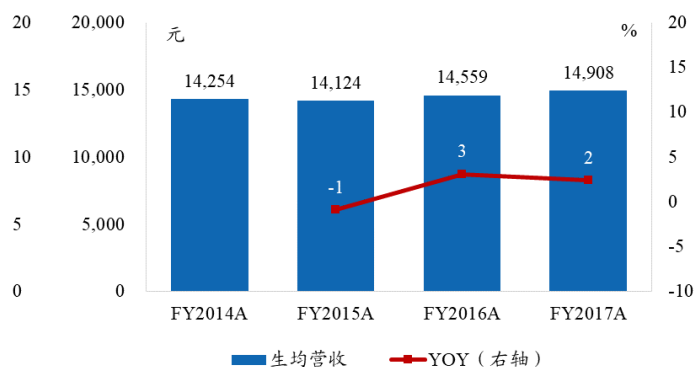
学费收入快速提升：截至2017财年末，云南学校人均学费达到1.3万元/年。受益于学生人数的稳健增长及学费水平的稳步提升，2017财年云南学校学费收入2.5亿元，同比增长24%，增速提升120bps。

图 34、广东白云学院学费总额及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

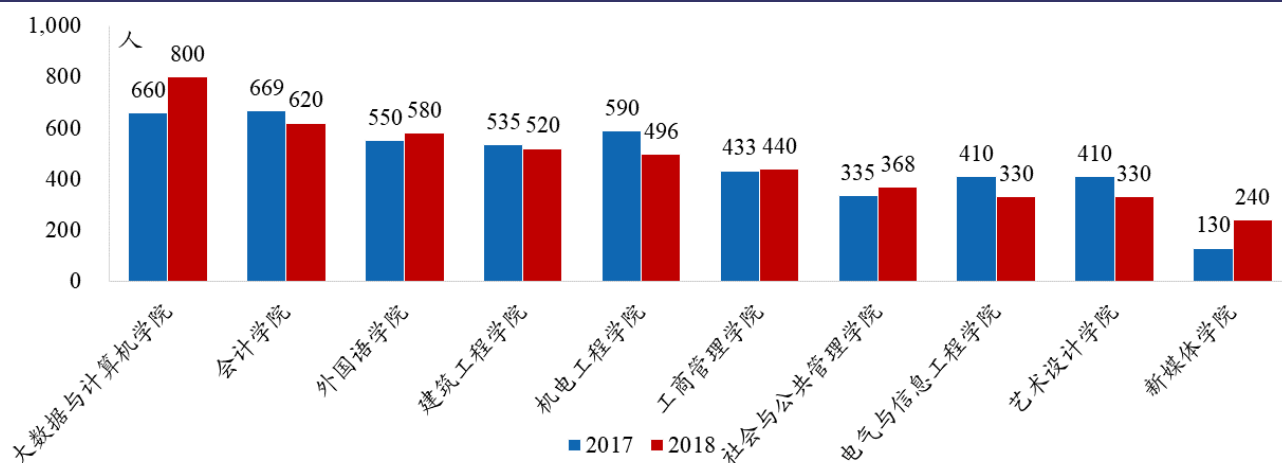
图 35、广东白云学院生均营收及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

应用型高等教育规划明确：广东省教育厅、发改委、省财政厅于 2016 年联合印发了《关于引导部分普通本科高校向应用型转变的实施意见》，明确广东省将面向全省普通本科高校遴选一批转型试点高校，试点期限为 4 年，第一批共有 14 所广东高校入选，其中包括广东白云学院。

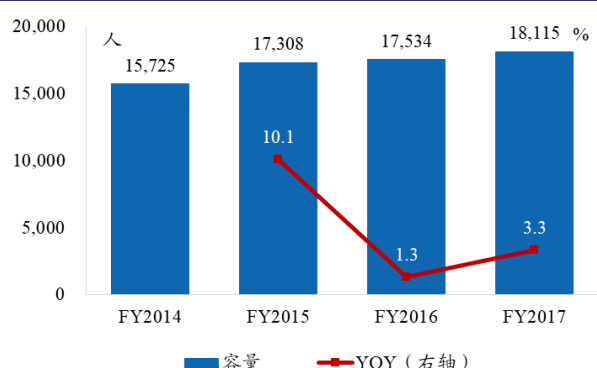
图 36、广东白云学院 2017-2018 招生计划



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

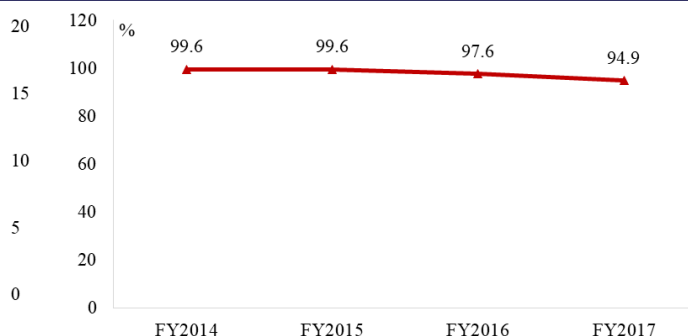
校区利用率趋于饱和，扩容空间不大：截至 2017 财年，广东白云学院校园容量达到 18115 人，当年实现 3.3% 同比增长，校园利用率达到 94.9%，已趋近于饱和状态。

图 37、广东白云学院校园容量及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、广东白云学院校园利用率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 建设钟落潭新校区，增强收生能力

公司在广东白云学院老校区周边建设新校区，增强收生能力：2017 年，公司于广东白云学院所在的广州白云区开始建设广东白云学院钟落潭校区，新校区土地面积将达到 748 亩，建筑面积 48 万平米，将于 2021 年完工，预计容纳 1.8 万学生。新校区距离广东白云学院 20 余公里，校区所在地区交通便利，生活设施完善，便于集团将师资力量及校企资源输入到新校区中。

图 39、钟落潭校区位置



资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、钟落潭地区周边



资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

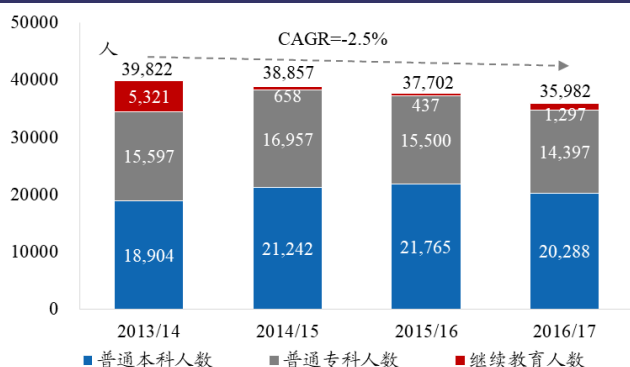
2019 年 9 月，白云新校区钟落潭校区将迎来首批学生：学校一期工程占地 18 万平米，可容纳学生 1 万人，2017 年开始建设，预计于 2018 年完工并开始招生，2018/19 学年预计招生 1,000 人。广东白云学院作为本省著名品牌，常年招生分数均在省控线以上，受制于已有校区的容量，未能进一步提升在校人数；新校区的建设将使得学校充分发挥品牌优势，实现品牌溢价。

● 江西科技学院

江西科技学院是江西省首批民办本科院校，学校以市场需求为导向，定位“精品+特色”办学之路，学校成立于 1994 年，前身是江西蓝天学院，招收本科、专科、继续教育学生。

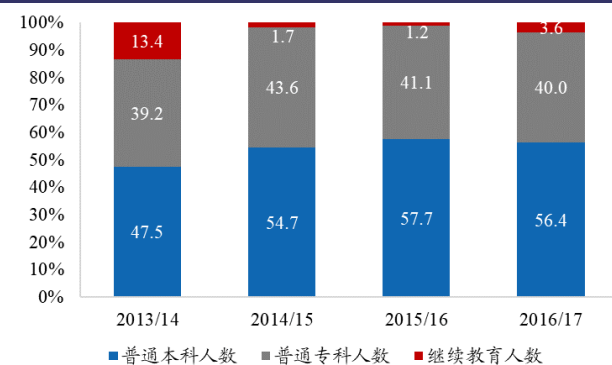
学生人数整体保持稳定：截至 2017 年 12 月 31 日，学校拥有学生 35982 名。其中本科生 20288 名，占比 56.4%，普通专科学历生 14397 名，占比 40.0%，继续教育学生 1297 名，占比 3.6%。过往三年，学生数量逐年略有下跌，复合年降速达到 2.5%。

图 41、江西科技学院按学段拆分学生人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

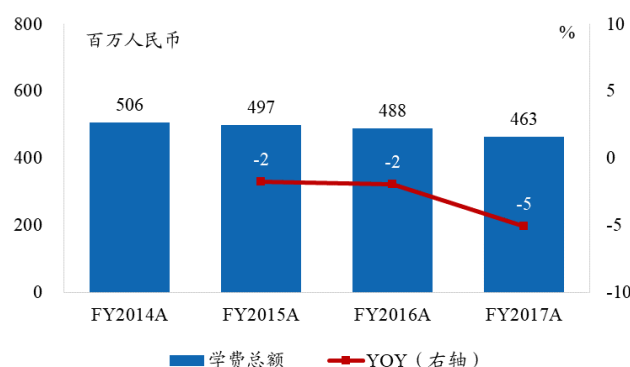
图 42、江西科技学院各学段人数比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

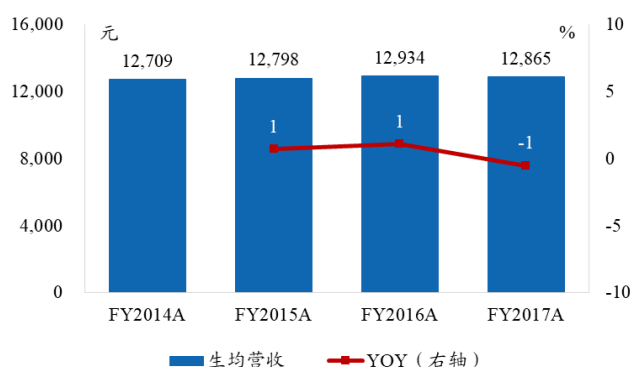
学费收入整体保持稳定：2017 财年，江西科技学院录得学费总额 4.6 亿元，同比下降 5%，且连续三年实现略微下滑，生均营收达到 1.3 亿元，同比下降 1%。

图 43、江西科技学院学费总额及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

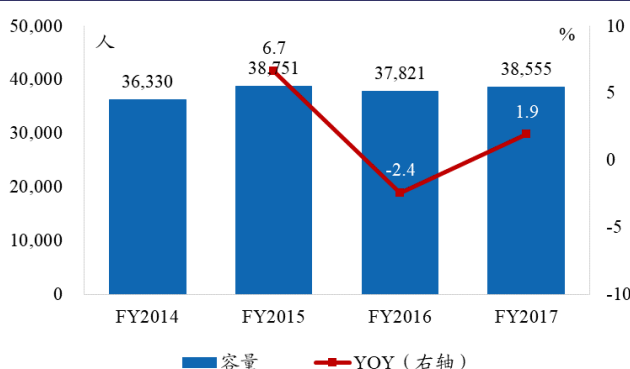
图 44、江西科技学院生均营收及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

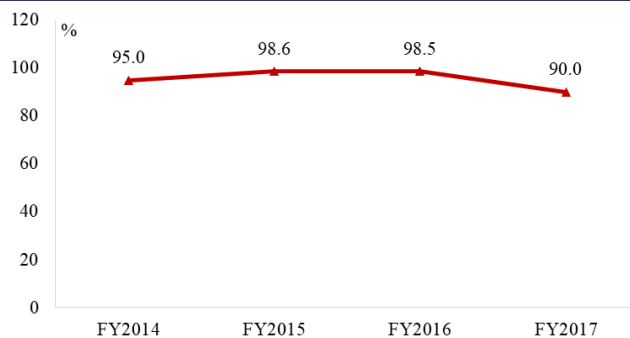
校园容量略有提升，利用率有较小增长空间：2017 财年江西科技学院校园容量达到 3.9 万人，同比增长 1.9%，校园利用率达到 90%，同比实现 8.5pps 下降，校园利用率仍有较小增长空间。

图 45、江西科技学院学校容量及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、江西科技学院校园利用率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 白云技师学院

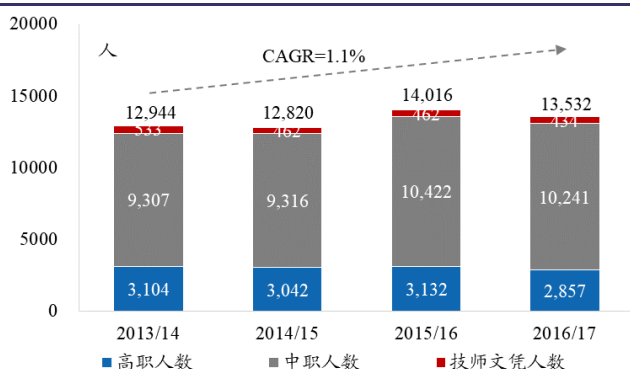
白云技师学院成立于 1996 年，位于广州市，毗邻广东白云学院，为广东省规模最大民办技工学校。学校办学实力雄厚，2008 年-2014 年连续七年被广东省社会科

学院、广东省省情调查研究中心评为“广东技工教育竞争力 20 强第一名”。

学校提供多种类型的职业教育：面向初中的三年、五年技工教育，以及面向高中生的三年技工教育。学校实行“学历+职业证书”颁发模式，学生一般在取得技工毕业证书及学历证书的同时，还可以获得相应专业的职业证书，充分提升毕业生于技工就业市场的竞争力。同时，学院亦与广东白云学院合作，开发继续教育，帮助技工学院毕业生取得更高学历的向后者持续输出生源。

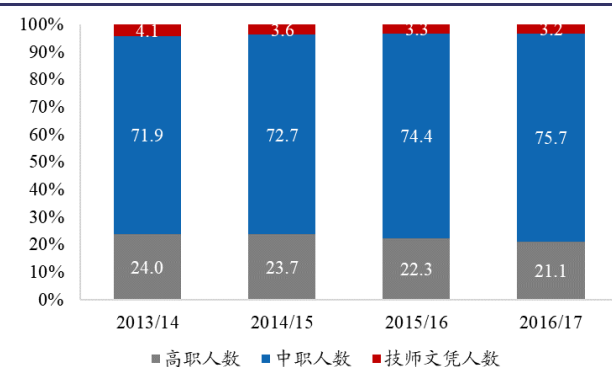
学生人数稳中有升：截至 2017 年 12 月 31 日，学校拥有学生 13532 名。其中高职生 2857 名，占比 21.1%，中职生 10241 名，占比 75.7%，技师文凭学生 434 名，占比 3.2%。过往三年，学生数量稳中有升，复合年增速达到 1.1%。

图 47、白云技师学院按学段拆分学生人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

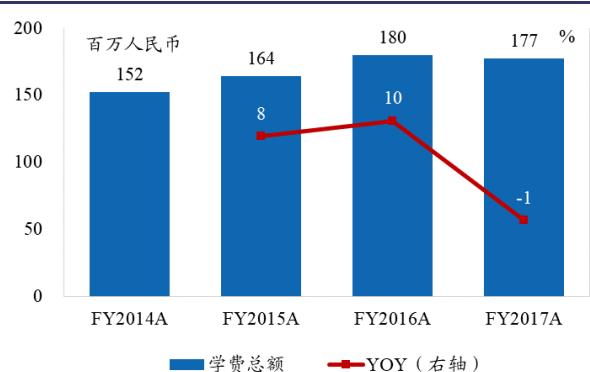
图 48、白云技师学院各学段人数比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

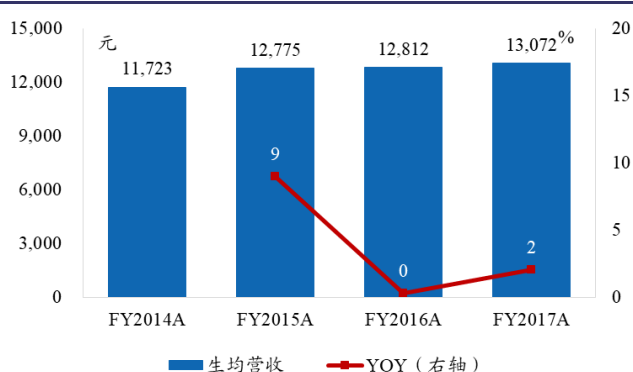
学费收入趋于稳定：2017 财年，白云技师学院录得学费收入 1.77 亿元，同比下降 1%，学费收入趋势已由 2015-2016 财年的稳步增长逐渐走向稳定。生均营收增幅较小，2017 财年白云技师学院生均营收达到 1.3 万元，同比增长 2%。

图 49、白云技师学院学费总额及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

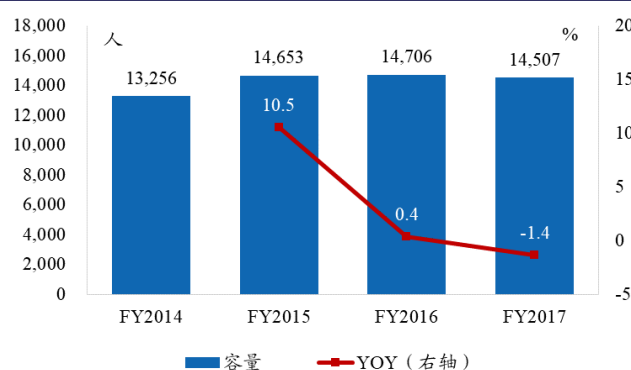
图 50、白云技师学院生均营收



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

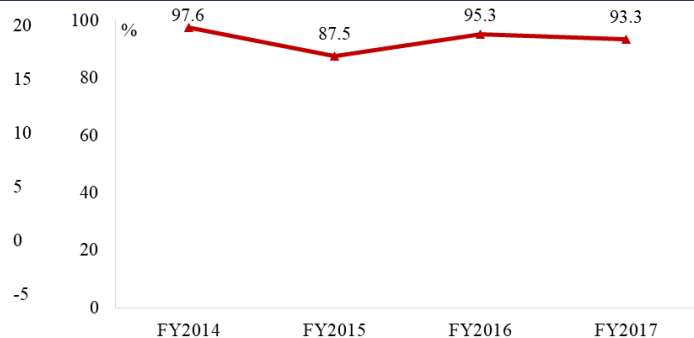
校区利用率趋于饱和，扩容空间不大：2017 财年白云技师学院校园容量达到 1.5 万人，同比下降 1.4%，容量水平基本保持稳定。校园利用率达到 93.3%，同比略微下降 2pps。

图 51、白云技师学院容量及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、白云技师学院校园利用率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、教学成果优质，校企联合强就业

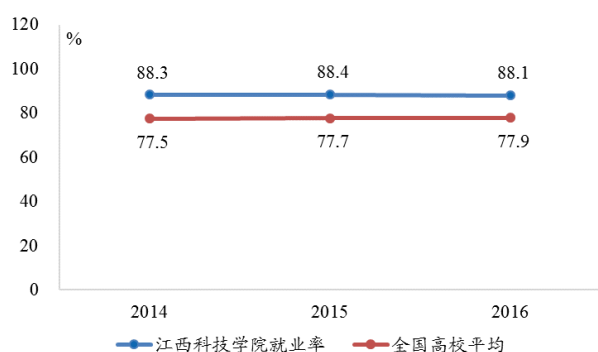
江西科技学院及广东白云学院均为本省就业强校，于就业率、起始薪酬水平、学生满意程度及校企合作表现方面处于全国领先水平。集团开发出了一套成熟的应用型高等教育办学模式，以实训课程为核心，校企合作为外延，支持创新创业为扩展，为学生职业生涯构筑稳健起步。

● 应用型教育强校，就业表现优异

根据科学评价中心、武汉大学中国教育质量评价中心及中国科教评价网的数据，江西科技学院于 2009 年起即蝉联中国民办高校综合竞争力第一名；根据弗若斯特沙利文报告，按人数计，江西科技学院为全国规模最大民办高校。

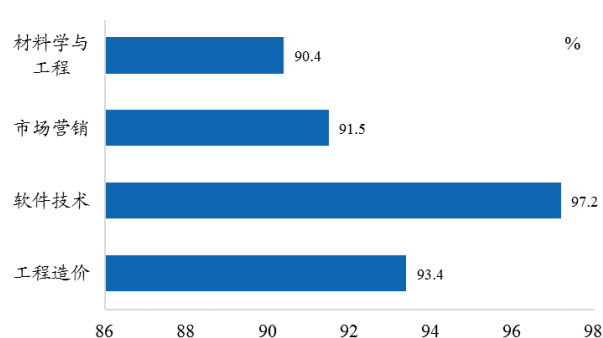
江西科技学院毕业生于就业表现方面领先全国：2014 至 2016 年，江西科技学院毕业生就业率分别为 88.3%，88.4%及 88.1%，而同期全国高校毕业生平均就业率为 77.5%，77.7%及 77.9%。学校部分专业保持常年保持高就业率水平：例如，材料科学与工程专业的毕业生 2016 年就业率为 90.4%。

图 53、江西科技学院毕业生就业率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

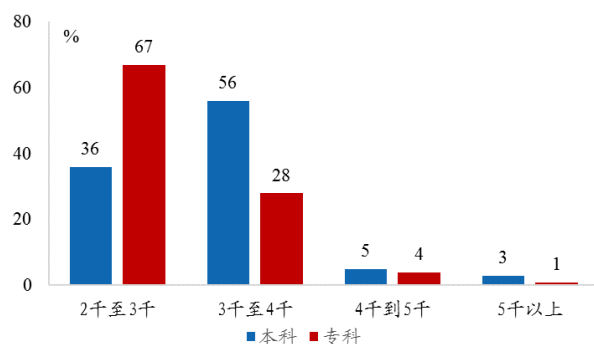
图 54、2016 江西科技学院部分专业就业率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

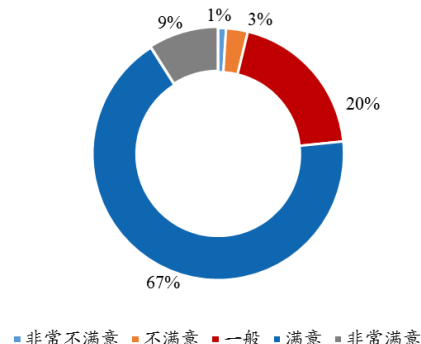
江西科技学院的毕业生的起始薪酬亦具有竞争力：有 56%的本科毕业生及 28%的专科毕业生毕业起始月薪在 3 千元至 4 千元。江西科技学院于毕业生的技能应用及实践能力方面获得了企业的好评，对毕业生实践能力及专业技术能力表示满意的用人单位占样本数的 67.6%及 65.5%。

图 55、江西科技学院毕业生起始月薪



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

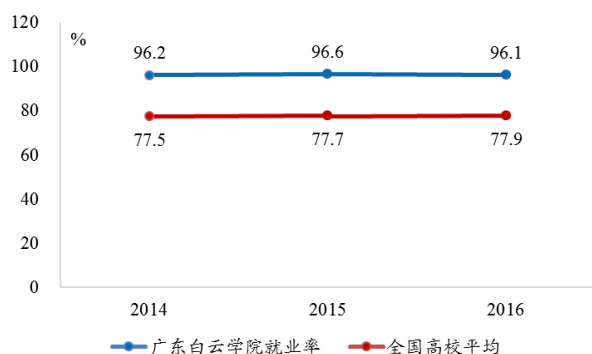
图 56、用人单位对毕业生满意程度



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

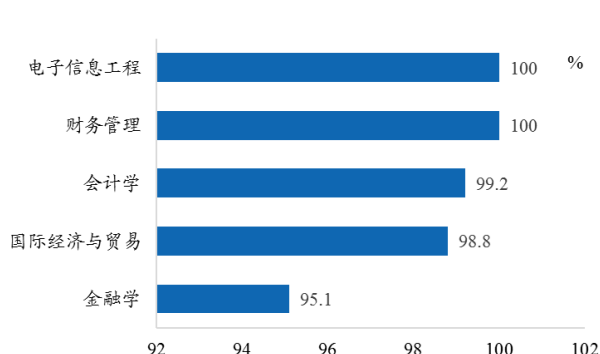
广东白云学院于 2005-2014 年连续获得广东省民办高校综合竞争力第一名，于就业率方面及薪酬方面保持领先。2014 至 2016 年，学院毕业生就业率分别为 96.2%，96.6% 及 96.1%，而同期全国高校毕业生就业率为 77.5%，77.7% 及 77.9%。部分专业就业率一直处于高水平：2016 年，广东白云学院财务管理及电子信息工程毕业生实现 100% 就业。

图 57、广东白云学院毕业生就业率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

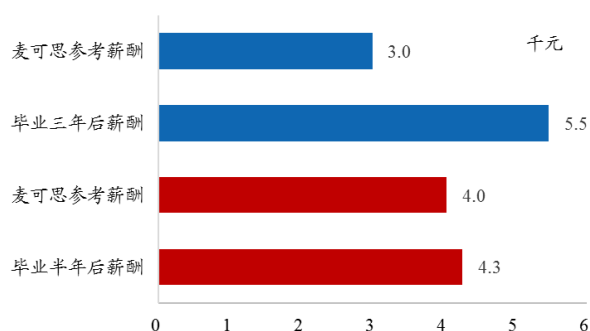
图 58、2016 年广东白云学院部分专业就业率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

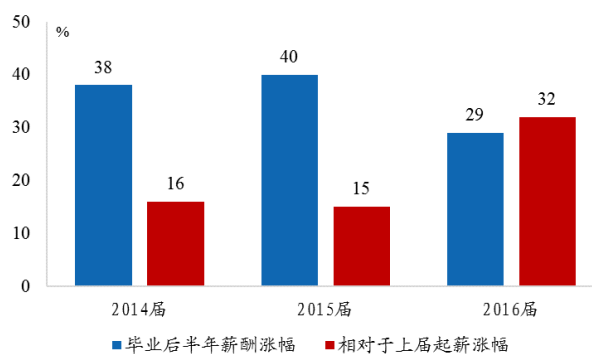
广东白云学院薪酬超出同届毕业生平均水平：广东白云学院毕业生毕业后三年的平均月薪为 5,472 元，而同期参考薪酬水平为 3,005 元；学院毕业生毕业后半年平均月薪为 4,263 元，高于同届参考数据的 4,042 元。除了有竞争力的起始薪资外，学校学生的起始薪酬及薪酬提升空间增速较高，2014 届、2015 届及 2016 届毕业生起始薪酬水平分别较上届毕业生上涨了 16%、15% 及 32%；2014 届、2015 届及 2016 届毕业生于毕业半年后薪酬分别同比提升了 38%、40% 及 29%。学校毕业生对岗位的满意程度亦逐年上升，2013 届毕业生仅有 39.1% 对现有岗位表示满意，而 2016 届毕业生中，有 76.4% 的毕业生对岗位满意，体现了学校于就业推广及学生技能培养方面的持续进步。

图 59、广东白云学院毕业生起始月薪



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、广东白云学院毕业生月薪涨幅



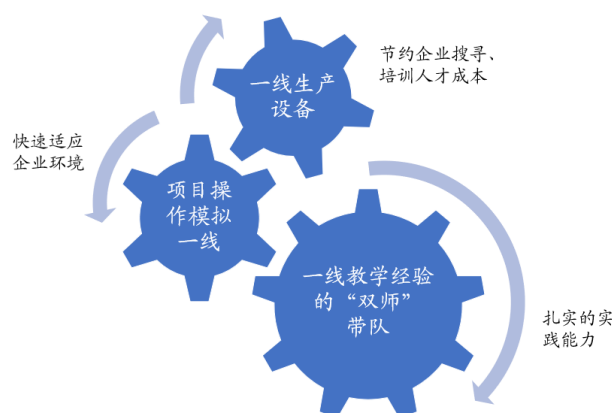
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 日常授课“实训模式”为核心，保障学生就业竞争力

作为应用型高等院校，江西科技学院及广东白云学院于传统的本科及专科教学外，还形成了以提升学生职业素养为核心的实训课程。实训制度通过三个“一线”来保证应用型教学的质量：集团旗下的学院将实训课程纳入本、专科学生的总学分（例，江西科技学院实训课程占总学分 25%-50%），通过 1,000 余位具有一线行业经验的教师（“双师”）带队，以开设项目的方式，模拟企业一线生产经营活动。学生在“双师”指导下，以个人或团队形式完成项目，掌握本专业日常生产中所

需的操作技能；教学所用设备均为一线生产设备，由集团采购、整合并打造为实训中心。

图 61、实训制度：三个“一线”



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，江西科技学院及广东白云学院均形成了成熟的实训中心设置体系：江西科技学院共设置了 17 个实训中心及研究中心。广东白云学院共拥有 12 个实训中心及研究中心，累计投入资金 2.2 亿元。

表 10、广东白云学院实训系统（部分）

实训中心名称	占地面积（平米）	主要实训功能	投入资金（万元）
艺术与设计实验教学中心	8,000	服装设计、建筑及美术	3,000
建筑工程实验教学中心	2,500	建筑测量、土工实验	2,000
机械工程实验教学中心	6,800	工程测量，数控制造	3,800
汽车工程实验教学中心	14,000	汽车维修、汽车工程	1,000
计算机实验教学中心	2,280	计算机、图形设计	800
电子电工实验教学中心	5,000	电子电工、自动化	12,000
经济与管理实验教学中心	5,000	物流管理、酒店实务	1,400

资料来源：广东白云学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 就业依托“订单班+校企合作”，校企双赢

“订单班”模式旨在为企业输送符合其要求的毕业生，减少企业对于技术人员的搜索成本，同时打造学校的就业口碑：学校各院系与企业相互考察后签订合作协议，企业可根据自身需要提出教学需求，学校将根据企业生产需求制定教学方案，同时选拔成绩优异的学生组建订单班，于教学过程中企业派出技术人员进行教授，同时学校输送部分教师至企业进行培训，订单班学员通过考察后，将于毕业后被签约企业留用。

以江西科技学院的 PPG 订单班及 3G 软件开发订单班为例：学院与庞贝捷漆油贸易（上海）成立 PPG 订单班，学员来自于汽车学院大二的专科生和大三的本科生，由学校和导师共同承担调色师课程体系的教学，理论实操相结合学习一年，进公司后定岗实习一年，迄今订单班为公司定向培养了 500 余名专业技术人才，受到企业的欢迎。学院与思成科技成立 3G 软件开发订单班，定期进行项目开发实战训练及评选活动，为企业培训掌握 Java 等软件开发语言的毕业生。目前，江西科技学院下设的 13 所二级学院及广东白云学院下设的 11 个二级学院均设立了订单班。

集团还注重“产学研结合”，直接对业界输出研发成果及知识产权：例如，广东白云学院与丰铁塑机公司合作进行“FT-1600K-2RC 双色双站转盘注塑机的研制”项目、“全自动软管（注头）注塑机的研制（RD12）”等项目并成功申请专利。又例如，江西科技学院联合清华大学、江铃集团、江西省科学院等单位共同组建了汽车服务工程中心，成立至今共获批江西省教育厅科学技术研究项目 9 项，获批国家发明专利 8 项。

图 62、广东白云学院丰铁研发中心



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 63、江西科技学院汽车技术中心



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

专利成果突出，产学研良好结合：截至 2017 年，集团旗下学校共申请 1,100 项设备专利及 90 项软件专利。通过产学研结合，集团旗下的高校作为应用型技术大学，于产业创造方面亦有良好口碑。截至目前，集团旗下的高校已经与 2,000 余家企业建立了合作关系，与其中 700 余家企业签订了各种形式的校企合作协议。

● 课外开设职业培训及技能鉴定，输出职业教育品牌价值

白云技师学院开设企业培训项目课程：培训课程包括机电，建筑，烹饪等 100 多个短期项目，学院通过向企业提供培训，输出学院品牌。学院亦拥有国家职业技能鉴定所，设置了全国计算机信息高新技术考试站，国际商业美术设计师等考试机构等 10 余个认证中心，开展了初级、中级、高级、技师和高级技师各等级的职业资格认证服务，每年认证人数 2 万人次以上，为学校带来学历教育收入的同时，持续输出学校影响力。

图 64、白云技师学院为某高校食堂员工培训



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 65、白云技师学院组织家电维修职业资格考试



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 首批纳入应用型教育试点高校

根据《关于引导部分地方普通本科高校向应用型转变的指导意见》（“指导意见”），广东省教育厅于 2016 年 9 月设立了首批应用型教育转型试点高校，广东白云学院入选首批 14 所试点高校。根据“指导意见”的原则，对于入选高校，广东省政府将在招生考试、人事学科专业建设、科研、评估等方面，给与政策支持，例如：对符合省产业规划、毕业生就业质量高和社会紧缺急需的理工类专业给予招生计划倾斜；对具备条件的转型高校优先纳入省专业学位研究生授权点培育单位；对具有专业学位授权点的转型高校给予专业学位研究生招生计划倾斜。

表 11、部分校企合作项目

合作单位	合作模式	合作内容	对接专业
京东集团	定向培养	成立京苗班、开展课程岗位实践、共建专业教学实践基地	现代物流、电子商务
苏宁云商集团	定向培养	成立苏宁云商班、开展课程岗位实践、共建专业教学实践基地	现代物流、电子商务
顺丰速运集团	共建实习基地	开展课程岗位实践、共建专业教学实践基地	现代物流、工商企业管理、人力资源管理
唯品会	共建实习基地	开展课程岗位实践、共建专业教学实践基地	电子商务、市场营销
广东艺匠汇跨境工贸科技公司	共建创业孵化中心	进驻白云电子商务创新创业基地、共建《跨境电商运营》课程，	电子商务、国际贸易、商务英语
万科地产	实习基地	展课程岗位实践、共建专业教学实践基地	工商管、市场营销、会计

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

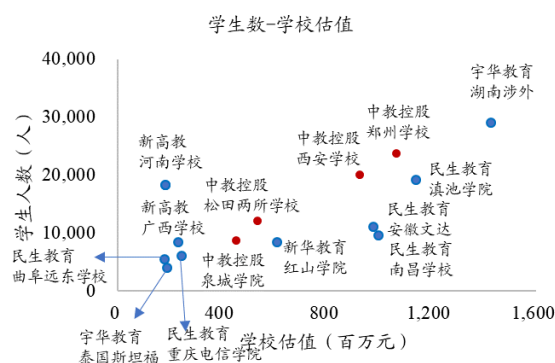
3.3、管理执行高效，资源整合促并购

● 高教行业面临整合

目前行业高等教育行业集中度较低，尚未出现全国性龙头企业，以招生人数计，全国前5的民办高等教育机构共占全国5.8%的市场份额，未来仍有上升空间。由于学校运营需要较大的投入及较强的经营管理能力，经营不善的举办人有出售学院的动机；同时，教育部规定要求公办学校旗下独立学院需要与大校脱钩，公办学校有出售独立学院的动机，这些情况均为高等教育公司带来良好的收购机会。

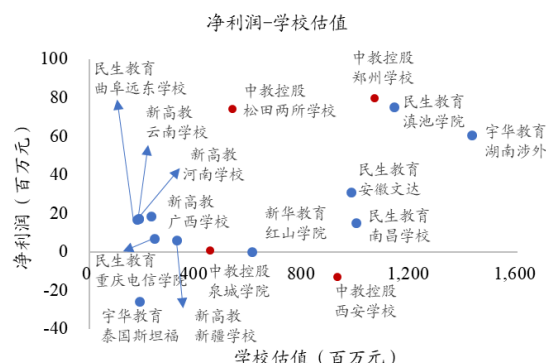
上市公司寻找标的项目有多种可能，既有公司主动出击寻找标的，也有出售方主动接洽、当地公办学校及政府主要接洽项目。上市公司主要考察并购对象时，综合考虑并购标的所在地区、学费水平、学额增长率、土地储备、办学层级、债务纠纷、举办权纠纷、办学性质及土地性质。上市公司对于并购标的估值一般采用PE、EV/EBITDA、生均学生收购成本等指标衡量。

图 66、并购案例学生人数-学校估值对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

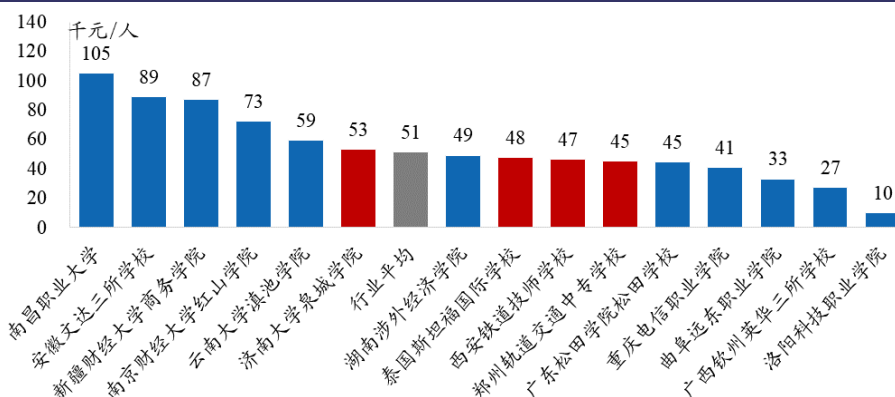
图 67、并购案例净利润-学校估值对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

行业生均收购成本约为 5.1 万元/人，该项指标亦可反映收购时点的单位学生价值。

图 68、行业生均收购成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 行业整合者具备的条件

1) 高效的管理执行力，充足的标的储备

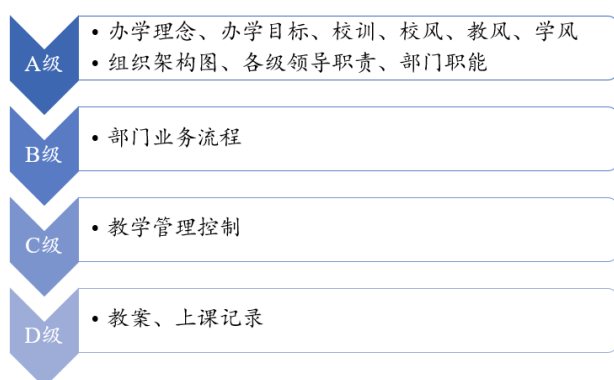
公司于上市活动募集充足的资金，为未来的收购活动做好充分准备；同时，集团亦形成符合集团优势的收购标准：将目标放在招生标准趋近成熟、已经具备一定在校生规模、地理位置佳，以及于第三方机构中排名较为靠前的高等院校。同时，集团作为成熟的技工职业教育提供者，亦将中级职业院校作为并购目标。充分的资金及成熟的业务运营模式，使得公司具备短期内迅速充实产业链、提升业务收入的潜力。

表 12、公司收购院校的标准

高等院校的收购标准	于第三方评价机构中排名领先； 在校人数 6,000-20,000；每年招生名额 1,500-5,000 人； 设置有若干有特色的学科，例如：护理、医疗及建筑； 具备极佳的区位优势。
海外院校的收购标准	位于发达国家及地区； 专注于时尚、工程、酒店管理等专业方向；
中等职业院校收购标准	具备招生潜力及长期发展能力的院校

资料来源：集团招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 69、公司收购整合方案架构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 70、“百日提升计划”三阶段



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截止目前公司已经完成 4 笔并购，收获 2 所本科，1 所技工学校及 1 所中专学校。

● 并购一：郑州城轨交通中等专业学校

2018 年 3 月中教控股与郑州学校举办人达成收购协议，收购郑州学校 80% 股权：此次收购的目标公司为郑州学校唯一举办者树仁教育管理公司，收购代价 8.6 亿元（1.2 亿元用于转让股权，其余资金用于为目标公司增加额外资本来偿还债务及未来扩建学校），以获得目标公司 80% 权益。款项将分四批支付，首次支付 3.8 亿元，作为公司额外资本。此外，公司与卖方签订协议，于达成协议条件后，未来有权收购剩余 20% 目标公司权益。

郑州城轨交通中等专业学校成立于 2008 年，是一所由郑州市教育局批准成立、纳入统招计划的轨道交通类学校。学校培养城市轨道交通运营、交通供电、交通

信号、轨道检修、列车乘务、航空服务等轨道交通类人才。学校占地 635 亩，建筑面积 30 多万平方米，校内实行准军事化管理制度。

表 13、郑州城轨交通中等专业学校发展进程

时间	进程
2008 年	郑州城轨交通中等专业学校成立。
2009 年	学校开始招收城轨交通专业方向学生。
2011 年	学校迁入新郑新村新校址，占地 635 亩。
2015 年	学校开始大规模招生。
2018 年 3 月 14 日	中教控股收购郑州城轨交通中等专业学校 80% 股权，代价 8.6 亿元。

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

学生人数快速提升：截至 2017 年 12 月 31 日，学校拥有学生 2.1 万名。过往三年，学生数量呈现快速增长趋势，复合年增速达到 24.7%。2016/17 学年学校一二三年级学生所占比例分别约为 42%、35%及 23%。

● 并购二：西安铁道技师学院

此次收购目标公司赣州西铁教育咨询有限公司为西安学校唯一举办者，公司收购该公司 62% 股权，代价 5.77 亿元人民币（4.72 亿元用于转让目标公司权益，剩余款项用于为目标公司注入额外资本供未来学校发展用）。款项将分 4 期支付，首次（协议签订 10 个工作日后）支付 3 亿元用于增加目标公司资本及股权转让。

西安铁道技师学院成立于 2006 年，经陕西省人民政府批准于 2007 年开始招生。学院坐落在陕西省西安市白鹿原大学城，占地 1500 余亩，建筑面积约 50 万平方米。学院设置高铁（动车）乘务、城市轨道交通运营与管理、动车制造与检修等专业，毕业生可获得劳动部门颁发的中、高级技能证书。

表 14、西安铁道技师学院发展历史

时间	进程
2006 年	学校创办
2007 年	开始招生
2015 年	改名西安铁道技师学院
2018 年 3 月 14 日	中教控股收购学院 62% 股权，代价 5.77 亿元

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

学生人数快速提升：截至 2017 年 12 月 31 日，学校拥有学生 8366 名，全部为中职学生。过往三年，学生数量呈现快速增长趋势，复合年增速达到 24.7%。2016/17 学年学校一二三年级学生所占比例分别约为 42%、35%及 23%。

● 并购三：广州大学松田学院及广州松田职业学院

广州大学松田学院始建于 2000 年 9 月，位于广州市增城。2004 年 4 月，经教育

部批准，学院从专科升格为独立学院，2005年1月，学院顺利通过了教育部专项检查。2011年，学院及15个申报专业一次性通过了广东省学位委员会组织的学士学位授予权评估。学院为全日制普通本科院校，面向全国统一招生，学制四年。

表 15、广州大学松田学院发展进程

时间	进程
1998 年	增城市松田实业有限公司与中国人民解放军体育学院合作办学，建立“解放军体育学院增城教学点”
1999 年	松田实业有限公司与原广州大学达成合作协议，成立“广州大学增城教学点”
2000 年	合并组建的新广州大学将“广州大学增城教学点”更名为“广州大学松田学院”，负责广州大学普通专科的教学任务。
2004 年	广州大学松田学院正式成为具有独立法人资格的本科独立学院
2005 年	学院通过教育部对独立学院办学条件和教学工作的审查
2018 年 6 月 14 日	中教控股收购学院 100% 股权

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

专业设置：学院设有 8 系 3 部，即电气与汽车工程系、计算机科学与技术系、管理学系、经济学系、法政系、外语系、艺术与传媒系、社会体育系、通识教学部、社会科学部、英语学部，设有 28 个本科专业，涵盖了文学、法学、经济学、管理学、教育学、工学、艺术学等七大学科门类；全院在校学生 8718 名。学院现有专任教师 400 余人，其中正、副教授 100 多人。

表 16、松田大学运营情况及财务状况

项目	具体信息
学生人数	8718 人
教师人数	400 余人
土地面积	540 亩
校舍面积	21.7 万平方米
办学年份	2000 年 9 月
办学层次	本科第二批次，过往三年录取分数线超出二本线 20-40 分
报到率	92%
就业率	95.6%（全国平均 77%）
学额	2000 人（2017 年），2500 人（预计 2018 年）
优势学科	汽车、电子（与白云学校符合）
学费水平	2017/18 学年：
	文科、理科 1.95 万元/学年
	体育类专业 1.95 万元/学年
	美术类专业 2.15 万元/学年
收入	2018/19 学年：
	文科、理科 2.3 万元/学年
	体育类专业 2.3 万元/学年
	美术类专业 2.5 万元/学年
住宿费	1500 元/学年
收入	1.8 亿元
毛利润（毛利率）	8300 万元（46%）
净利润（净利率）	5900 万元（33%）
广州大学服务费率	18%

资料来源：公司资料，学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

广州松田职业学院是经广东省人民政府批准、教育部备案的全日制普通高等职业院校。目前占地面积 190 亩，建筑面积 11 万多平方米。正在筹建中的新校园占地面积 367 亩，校园扩建项目已经广东省发展与改革委员会核准立项。学院从 2007 年开始招生，办学规模逐步扩大，2018 年有全日制在校生 3330 人。

表 17、松田学院运营情况及财务状况

项目	具体信息
学生人数	3332 人
教师人数	220 余人
土地面积	已有 190 亩，预计扩张 367 亩，共 557 亩（有升本计划）
校舍面积	11 万平方米
办学层次	大专学校，继续教育专升本学校
办学年份	2007 年
报到率	80%
就业率	98.44%（全国平均 77%）
学额	1300 人（2017 年），1300 人（预计 2018 年）
优势学科	汽车、电子（与白云学校符合）
学费水平	2017/18 学年：
	四专业 1.65 万元/学年
	其余 1.35 万元/学年
	住宿费 1500 元/学年
收入	2018/19 学年：
	五专业 1.65 万元/学年
	其余 1.35 万元/学年
	住宿费 1500 元/学年
收入	5200 万元
毛利润（毛利率）	1970 万元（38%）
净利润（净利率）	1500 万元（29%）

资料来源：公司资料，学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 并购四：济南大学泉城学院

济南大学泉城学院建于 2005 年，位于山东省蓬莱市。2005 年经国家教育部和山东省人民政府正式批准，济南大学和大众报业集团共同举办实施该院。学院于 2011 年迁址蓬莱市办学。学院为全日制普通本科院校，面向全国统一招生，学制四年。

专业设置：济南大学泉城学院设本科专业 38 个，专科专业 7 个，涵盖经济学、管理学、文学、理学、工学、法学和艺术学等 7 个学科门类 23 个专业类。截至 2018 年 9 月学生人数有 8529 人，6524 人是本科，剩余是专科学生。

办学声誉强：2018 年高考录取分数居于山东省所有民办高校和独立学院第一名，理科录取分数线高出当地平均 21 分，本科报到率 96%，专科报到率 82%。2018 年本科招生 2100 人，在独立学院中处于中游。山东省民办大学每年招生人数能达到 8000 人，该校才每年招生 2000 人，还有较大提升空间。

表 18、泉城大学运营情况及财务状况

项目	具体信息
学生人数	8529 人
教师人数	470 余人
土地面积	1387 亩（627 亩自有，760 亩长期租用）
校舍面积	17.5 万平方米
办学年份	2005 年 9 月
办学层次	本科第二批次，理科超出当地二本线 21 分
报到率	本科 96%，专科 82%
优势学科	物联网、网络工程
学费水平	2018/19 学年：
	校企合作本科 1.48 万元/学年
	机械、金工、经济 1.3 万元/学年
	其余本科 1.3 万元/学年
收入	专科 8000 元/年
	住宿费 800-1200 元/学年
	9100 万元
	毛利润（毛利率）
毛利润（毛利率）	1970 万元（21.6%）
净利润（净利率）	亏损

资料来源：公司资料，学院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在收购的同时都对收购标的的业绩有要求。

表 19、收购协议对于学校业绩要求

年度	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
白云技师学院	1448 万元	7229 万元	6000 万元	-	-
郑州学校	2929 万元	2349 万元	4500 万元	8000 万元	9000 万元
西安学校	-824 万元	-1323 万元	7400 万元	1 亿元	-
松田学院及 松田学校	7882 万元	7406 万元	-	-	-

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

拓展海外业务，提升品牌影响力：截止目前，中教控股旗下院校已经与超过 30 所海外院校合作，形成了多层次的海外业务，包括中外合作办学，海外带薪实习等项目；2017 年，集团于美国加利福尼亚州设立了美国技术大学，预计于 2019 年开始提供课程。

2) 强大的资金实力，多渠道的融资能力。

上市募集资金：2017 年 12 月公司于香港交易所上市，以每股 6.45 港元价格公开发行 5 亿股，共融资 32.25 亿港元。

发行 CB：2019 年 3 月，公司发行 23.55 亿港元于 2024 年到期的可换股债券，换股价为 14.69 港元，对应经兑换股份扩大后的已发行股本约 7.352%。

与大型金融机构合作：2018 年 5 月，公司公告与国际金融公司（IFC）订立最长期限为 7 年的 2 亿美元长期贷款融资协议。

成立并购基金：2018 年 6 月 29 日，公司与惠理基金共同成立规模为 50 亿元人民币的中教惠理教育基金，将用于投资中国民办高等及职业教育，专注控股型投资。公司及惠理基金作为基金联席普通合伙人，分别出资 2.5 亿元及 3.7 亿元人民币，约定共同出资额将不超过资产管理规模的 30%。

表 20、公司并购计划及资金使用测算

测算项目	测算内容
现金及等价物	19.1 亿元
可承受 Gearing Ratio	40%-50%
FY2018M8 所有者权益	64.62 亿元
可承受有息负债	26-33 亿元（包括尚未落地的 IFC2 亿美元贷款）
未来计划可用于并购资金	45-51 亿元
过往生均收购成本	本科、大专阶段 10 万元 中专技师阶段 2.9-3.5 万元 综合收购成本 4.9 万元
按照过往成本测算可收购	本科、大专阶段学生 4.5-5.1 万人，或 中专技师阶段 12.9-17.6 万人，或 各阶段综合学生 9.2-10.4 万人

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为公司的核心竞争力在于对内生增长强的高校进行并购及整合的能力。基于公司的扩张步伐可预测，单位学校的收购成本相当，现金流容易预测，我们对公司未来 5 年内的收购计划及现金流、负债率情况进行测算。

4、财务分析及盈利预测

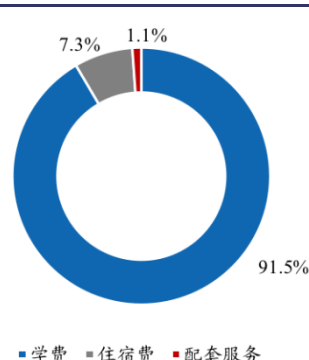
4.1、主要财务指标领先同行

FY2019H1 收入录得 38.5% 大幅增长：2018 年 8 月公司发布公告变更财年截止日至每年 8 月 31 日，此前财年截止日为每年 12 月 31 日。截至 2019 年 2 月 28 日的 2019 财年上半年，公司录得收入 9.27 亿元，同比增长 38.5%。收入大幅增加主要归因于并入松田大学、松田学院、郑州城轨学校及西安铁道学院，以及现有学校学生人数和学费的增长。分业务来看，2019 财年上半年 91.5% 收入来自于学费，7.3% 收入来自于住宿费，1.1% 收入来自于配套服务费。

图 71、公司收入录得大幅增长



图 72、公司收入拆分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

毛利润稳步增长，毛利率小幅下降：FY2019H1 公司录得毛利润 5.36 亿元，增速由 69.4% 减缓至 31.8%，毛利率为 57.9%，对比 FY2018H1 降低 481 bps。毛利率的轻微下跌主要由于并入新收购学校所致，得益于公司的专业管理及协同效应，预计未来毛利水平将会逐渐提升。

图 73、公司毛利润继续稳步增长

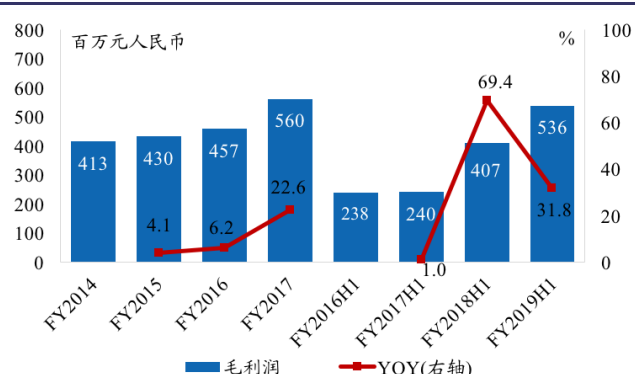
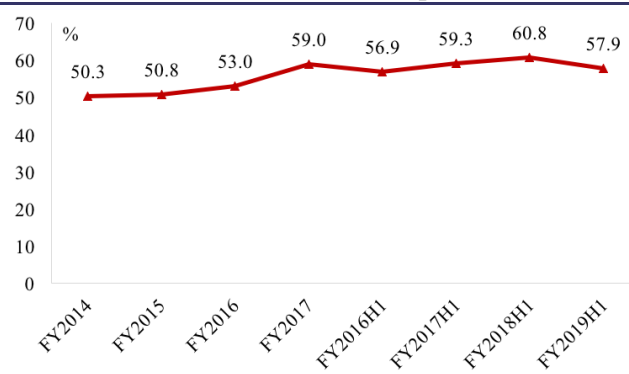


图 74、公司毛利率同比下降 481bps

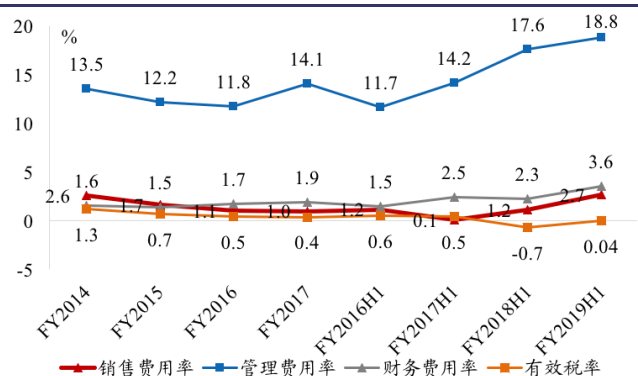


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

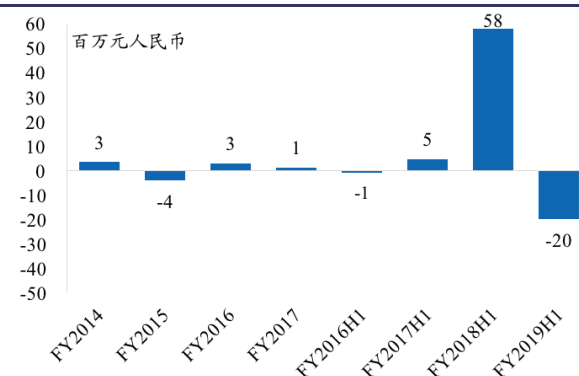
并表新校带动销售费用率显著提升，目前学校有效税率较低：FY2019H1 公司录得销售费用率 2.7%（对比 FY2018H1+127.9%），管理费用率 18.8%（对比 FY2018H1+695bps），财务费用率 3.6% 对比 FY2018H1+58%），新并表学校是销售费用率及管理费用率提升的主要原因。目前学校有效税率较低，当期产生税项 14.6 万元。其他损益产生较大波动，截止 2019 年 2 月 28 日公司录得净亏损约 198 万元，主要由于汇兑亏损 226 万元所致。

图 75、并表新校带动公司管理费用率有所提升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

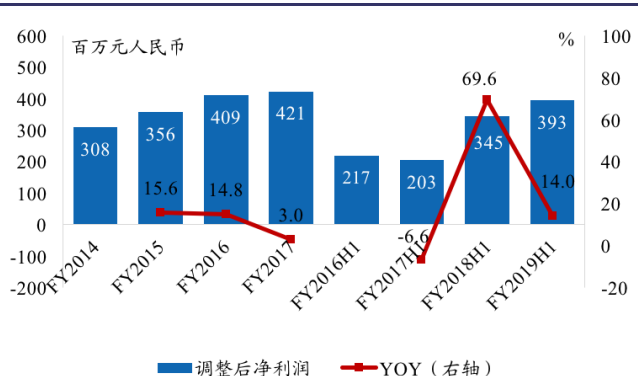
图 76、公司其他收益产生较大波动



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

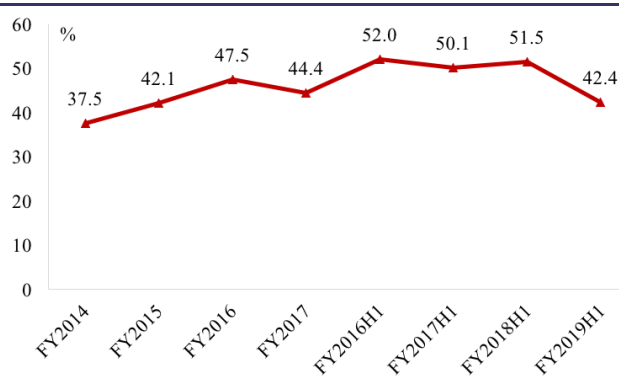
调整后净利润增速稳定： FY2019H1 公司录得经调整净利润 3.93 亿元，同比增长 14.0%；经调整净利率为 42.4%，同比降低 17.7%。

图 77、调整后净利润



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

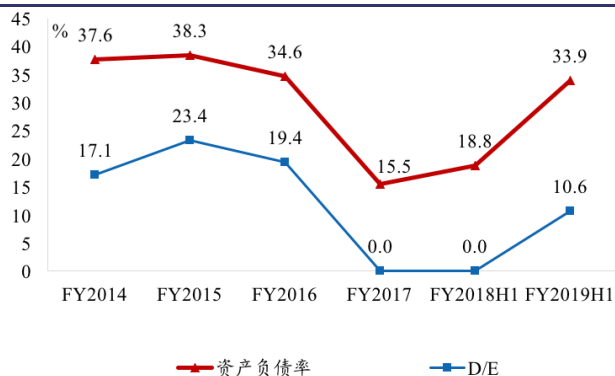
图 78、调整后净利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

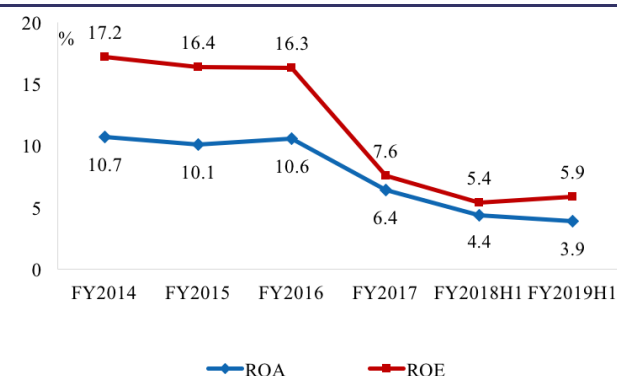
有息负债增加带动净资产回报率有所提升： FY2018H1 公司资产负债率为 18.8%，有息负债率回归为零。FY2019H1 公司资产负债率达到 33.9%，同比大幅提升 80.3%，有息负债率上升至 10.6%。截止 2019 年 2 月 28 日，公司录得资产回报率 3.9%，同比下降 11.4%，公司盈利能力下滑，但负债运营带动净资产回报率较 2018 上半财年提升 930bps 至 5.9%

图 79、资产负债率及有息负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

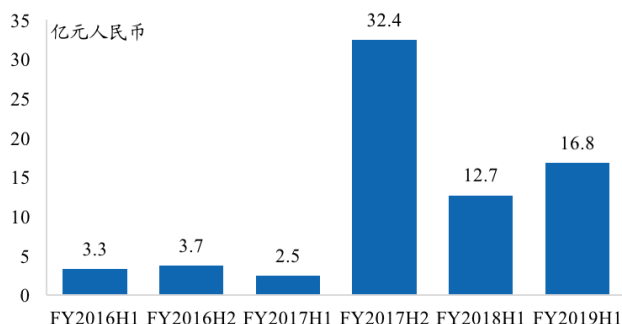
图 80、ROA 及 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

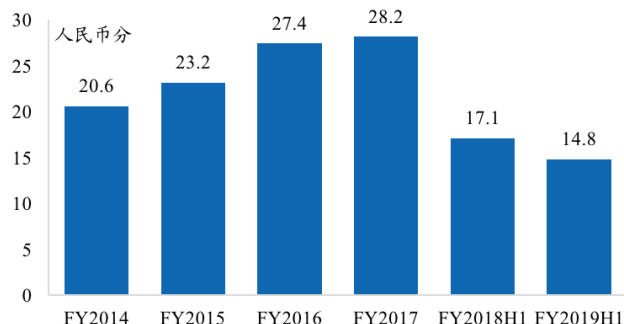
现金及等价物剩余 16.8 亿元在账：截至 2019 年 2 月 28 日，公司现金及等价物结余 16.8 亿元，较 2018 年上半财年增加 4.1 亿元。公司股票每股盈余 0.148 元，同比下降 13.5%。

图 81、截至 FY2019H1 现金及等价物 16.8 亿元



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 82、FY2019H1 公司 EPS 基本为 0.148 元

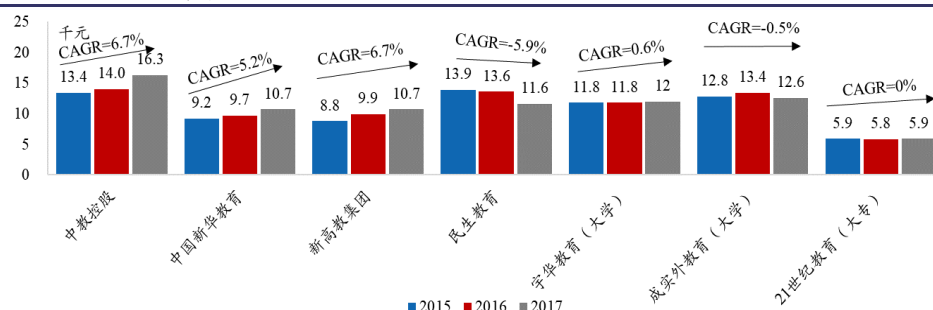


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

目前港股上市的高等教育公司包括中教控股、民生教育、新高教、中国新华教育、21 世纪教育，另外宇华教育和成实外教育各包含一所大学，以下是主要学校数据对比。

生均营收方面：中教控股生均营收呈现稳步提升趋势。受益于公司扩张本科招生及学费上提，平均学费水平不断上升。2014-2017 财年公司生均营收由 1.34 万元稳步增长至 1.63 万元。

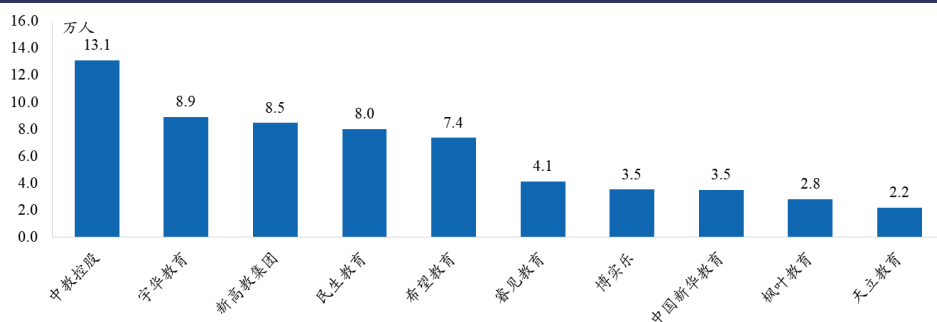
图 83、各公司高等教育业务生均营收



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

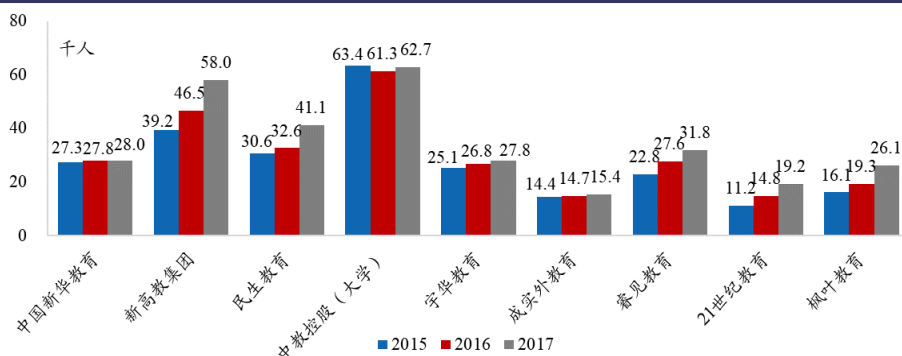
在校人数方面：2017/18 学年，中教控股旗下 7 所并表及未并表学校共计学生人数 13.1 万人，其中高等教育 7.1 万人，中专学生 6 万人。公司计划未来通过并购的方式，不断扩大办学规模。目前公司预期未来 3 年每年完成 2-3 所学校的并购，并会重点关注内生增长潜力较大的本科及专科阶段学校。宇华教育在校人数约 8.9 万人，新高教在校人数约 8.5 万人，民生教育 8 万人。

图 84、各公司旗下学生人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

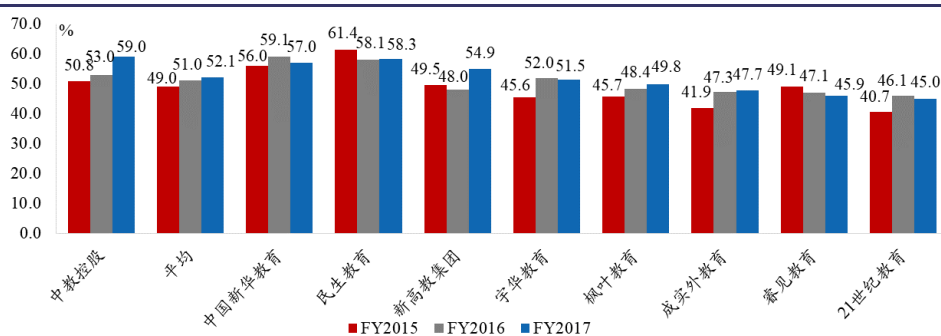
图 85、各公司高等教育历年在校生数量



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

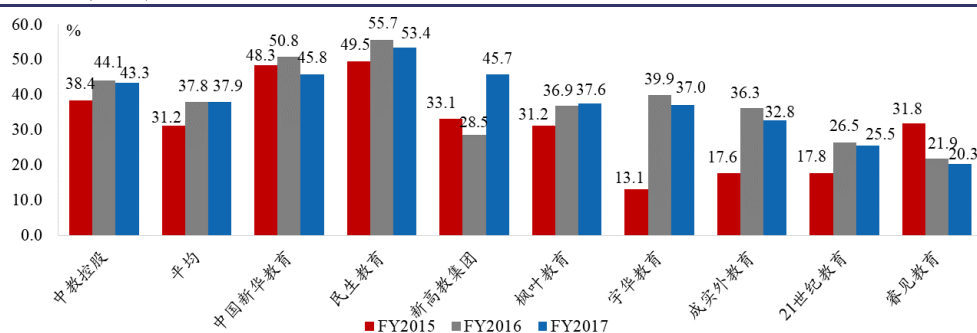
毛利率及净利率方面：2017 财年，中教控股毛利率 59.0%，同比提升 600bps，经营效率逐年提升。净利率 43.3%，受上市开支影响同比下降 80bps。两项指标均高于行业平均水平，反应了学校较强的盈利能力。

图 86、毛利率对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

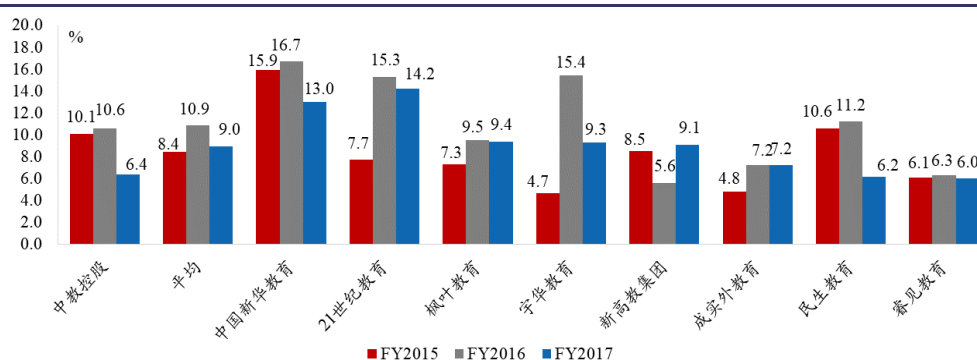
图 87、净利率对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

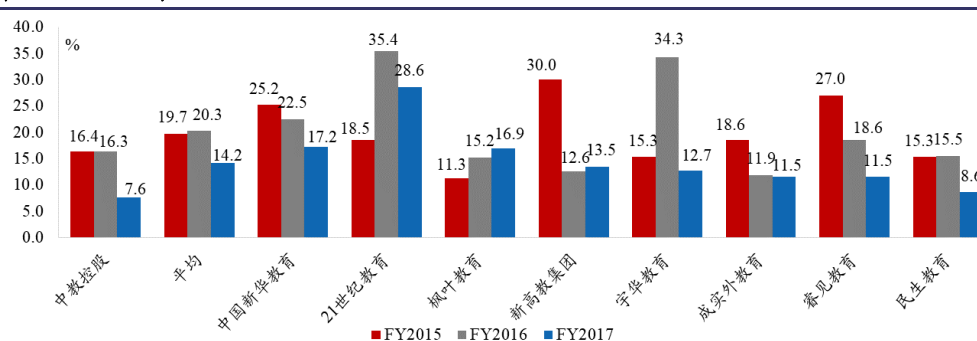
资产收益率方面：2017 财年，中教控股 ROA 达到 6.4%，ROE 达到 7.6%，由于上市募集资金及部分用于归还贷款，公司的资产回报率较往年有较大幅度下降。

图 88、ROA 对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 89、ROE 对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、内生外延确保业绩增长

在未考虑未来并购标的的基础上，我们基于公司旗下八所学校经营状况作出盈利预测：我们预计过去的 2018 财年（2017.9-2018.8）公司营业收入及经调整净利润将分别为 12.3 亿元人民币（下同）及 5.7 亿元。2019-2021 财年，我们预计公司营业收入将分别达到 20.3、23.4 及 25.6 亿元，同比分别增长 65.2%、15.4%及 9.4%；经调整净利润将分别达到 8.4、9.3 及 10.3 亿元，同比分别增长 47.5%、10.4%及 10.4%。

表 21、盈利预测结果

单位：百万元人民币	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	949	1,226	2,026	2,338	2,558
YOY(%)	10.2	29.2	65.2	15.4	9.4
广东白云学院	384	395	406	418	433
YOY(%)	2.7	2.8	2.8	3.1	3.5
江西科技学院	463	480	592	704	808
YOY(%)	-5.1	3.7	23.3	18.9	14.8
白云技师学院	103	179	175	190	204
YOY(%)	-1.5	1.0	-1.8	8.5	7.2
广州大学松田学院		46	53	61	69
YOY(%)			14.7	14.4	13.9
广州松田职业学院		14	15	16	18
YOY(%)			5.3	10.5	12.0
郑州城轨交通中等专业学校			169	193	224
YOY(%)			14.3	16.2	2.2
西安铁道技师学院		153	216	284	307
YOY(%)			40.9	31.5	8.3
毛利润	560	759	1,067	1,220	1,342
YOY(%)	22.6	35.6	40.5	14.4	10.0
毛利率(%)	59.0	61.9	52.7	52.2	52.5
其他收入	55	59	128	127	130
YOY(%)		7.0	118.7	-0.9	2.2
销售费用率(%)	1.0	4.3	5.4	4.8	4.5
管理费用率(%)	14.1	15.7	12.5	12.6	12.2
财务费用率(%)	1.9	4.0	4.6	5.1	4.6
有效税率(%)	0.4	0.4	1.8	1.7	1.5
经调整净利润	421	570	841	928	1,025
YOY(%)	4.0	33.0	38.7	14.2	13.5
经调整净利率(%)	44.4	46.5	41.5	39.7	40.1

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

5、估值与评级

我们采用绝对估值法（FCFF、FCFE）及相对估值法（PE）对公司进行估值：

截至 2019 年 7 月 17 日，港股教育 2019 财年动态 PE 已达 14.7 倍：我们对标了美股、港股的教育类公司的估值情况，截至 2019 年 7 月 17 日，港股教育公司 2018 财年平均动态 PE 达 14.7 倍，美股教育公司最新一财年平均动态 PE 达到 23.5 倍；2019 财年港股教育公司预测平均 PEG 为 0.5 倍，美股教育公司最新一财年预测平均 PEG 为 1 倍；经调整后港股教育公司的估值已达到合理水平，2019 财年动态 EV/EBITDA 为 12.9 倍。

绝对估值核心假设如下：

表 22、绝对估值法核心参数假设

假设参数	假设数据
无风险利率	2.930%
股票市场平均回报率	10.0%
贝塔值	1.09
债务成本	3.5%
税率	15.0%
HKD/CNY 汇率	0.88
中期增长率	12.0%
永续增长率	5.0%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表 23、WACC 计算表

WACC 计算	
股权成本	10.6%
债务成本	5.5%
债务/总资本	50.0%
WACC	6.8%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

我们采取 FCFF、FCFE、PE 估值法来对中教控股估值。中教控股历史 PE-BAND 在 26-40 倍之间。综合各估值方法，我们首次覆盖给予公司“审慎增持”评级，对应目标价 14.5 港元，对应 2019-2021 财年动态 PE 分别为 31 倍、27 倍及 25 倍。

表 24、估值汇总表

估值汇总表	FCFF 估值	FCFE 估值	2020 财年 PE 估值	综合估值
2017-2026 年现值	6,866	11,315		
永续期现金流现值	22,710	22,779		
合计（百万人民币）	29,576	34,094		
总股本（百万股）	2,020	2,020		
每股价值（港元）	16.7	19.3	13.5	14.5

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

- **展望未来，公司最终能够良性扩张至多大规模？** 我们按照未来三年每年收购三所本科独立学院的速度作出扩张预测，并假设五年内过往 cb 不行权，未来亦不新增股权融资，测算出公司在行业长期 20 倍市盈率的情况下 5 年后潜在市值为 422 亿港元，经调整净利润有望实现翻倍增长，此时净有息负债率预计达到 52%。未来的并购指引虽存在风险，但在高等教育行业 5 年内的并购整合大逻辑下，测算并购后的利润增厚可成为对公司价值评估的一项参考指标。

表 25、假设未来三年每年收购三所独立学院后的市值测算结果

财年	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2027E
假设潜在收购后的市值测算										
经调整后净利润	563,042	847,700	1,089,177	1,383,188	1,602,869	1,854,946	2,140,493	2,466,418	2,784,916	3,160,191
公司历史 PE-BAND	25 倍									
未来市值测算（亿港元）			309	393	455	527	608	701	791	898
行业长期 PE-BAND	20 倍									
未来市值测算（亿港元）			248	314	364	422	486	561	633	718
行业当前 PE-BAND	15 倍									
未来市值测算（亿港元）			186	236	273	316	365	420	475	539
目前规模下的市值测算										
经调整后净利润	563,042	797,431	913,335	1,008,604	1,082,769	1,124,705	1,215,994	1,327,986	1,411,186	1,527,968
公司历史 PE-BAND	25 倍									
未来市值测算（亿港元）			259	287	308	320	345	377	401	434
行业长期 PE-BAND	20 倍									
未来市值测算（亿港元）			208	229	246	256	276	302	321	347
行业当前 PE-BAND	15 倍									
未来市值测算（亿港元）			156	172	185	192	207	226	241	260
潜在收购折价率										
公司历史 PE-BAND	25 倍									
未来市值测算（亿港元）			284	340	381	423	477	539	596	666
行业长期 PE-BAND	20 倍									
未来市值测算（亿港元）			228	272	305	339	381	431	477	533
行业当前 PE-BAND	15 倍									
未来市值测算（亿港元）			171	204	229	254	286	323	358	400

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表 26、未来收购假设表

未来收购假设										
假设收购数量（所）	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收购本科	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
收购本科独立学院	0	1	3	3	3	0	0	0	0	0
收购专科		0	0	0	0	0	0	0	0	0
收购中等专业学校	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
假设收购成本（亿元）										
收购本科		15	15	15	15	15	15	15	15	15
收购本科独立学院		10	10	10	10	10	10	10	10	10
收购专科		7	7	7	7	7	7	7	7	7
收购中等专业学校		5	5	5	5	5	5	5	5	5
假设生均学费（元）										
本科学校	15,000	15,750	16,538	17,364	18,233	19,144	20,101	21,107	22,162	23,270
涨幅	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
本科独立学院	10,000	10,500	11,025	11,576	12,155	12,763	13,401	14,071	14,775	15,513
涨幅	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
大专学校	8,000	8,400	8,820	9,261	9,724	10,210	10,721	11,257	11,820	12,411
涨幅	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
中专、技师学校	6,000	6,300	6,615	6,946	7,293	7,658	8,041	8,443	8,865	9,308
涨幅	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
假设学生数（人）										
本科学校	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
本科独立学院	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
大专学校	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
中专、技师学校	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
假设并购人数的内生增长										
本科学校										
本科独立学院		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
大专学校		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
中专、技师学校		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
假设新增有息负债			1,000,000	1,000,000	1,000,000					
未来收购假设测算结果										
合并利润表										
收入	1,226,408	2,130,840	2,789,704	3,427,217	4,095,220	4,655,203	5,267,461	5,931,403	6,642,352	7,410,853
净利润	563,042	797,700	1,064,177	1,383,188	1,602,869	1,854,946	2,140,493	2,466,418	2,784,916	3,160,191
归母净利润	501,190	753,760	1,001,125	1,315,308	1,540,961	1,791,027	2,073,965	2,397,244	2,712,790	3,085,973
经调整后净利润	563,042	847,700	1,089,177	1,383,188	1,602,869	1,854,946	2,140,493	2,466,418	2,784,916	3,160,191
不新增收购的经调整净利润	563,042	797,431	913,335	1,008,604	1,082,769	1,124,705	1,215,994	1,327,986	1,411,186	1,527,968
经调整净利率（%）	46	40	39	40	39	40	41	42	42	43
现金及等价物（收购前）		4,395,224	4,667,156	5,143,371	5,649,379	6,264,271	6,793,716	7,511,060	8,121,995	8,921,715
现金及等价物（收购后）		3,432,298	1,827,319	565,743	-564,179	-1,938,118	-3,261,525	-4,247,279	-5,174,731	-5,732,455
净有息负债率-（收购前）		净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净有息负债率-（收购后）		净现金	34%	46%	54%	52%	60%	62%	64%	62%
集团学生人数	133,621	180,000	210,000	240,000	270,000	285,000	300,000	315,000	330,000	345,000
集团学校数	7	10	13	16	19	20	21	22	23	24

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

- “沪港通”给公司带来估值溢价：中教控股于 2018 年 3 月 5 日正式成为港股通成分股，2018 年 9 月 10 日正式成为沪港通成分股，截至 2019 年 7 月 17 日，通过港股通渠道持有公司股份为 9587 万股，占已发行股本的比例达到 4.73%。

表 27、教育行业估值表

代码	公司	股价	市值	净利润			PE			PEG		EV/EBITDA	
				FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E
港股		港元	亿港元	亿元人民币									
0839.HK	中教控股	12.40	250.5	N.A.	8.4	9.3	N.A.	25.3	22.9	0.8	0.7	19.1	15.9
6169.HK	宇华教育	3.35	110.0	6.0	7.7	8.7	15.8	12.3	10.9	0.5	0.4	9.4	8.5
1317.HK	枫叶教育	2.98	89.3	6.0	7.3	8.5	12.8	10.5	9.0	0.4	0.4	10.8	8.9
6068.HK	睿见教育	3.78	77.4	3.2	4.3	5.3	20.8	15.5	12.5	0.5	0.4	11.1	9.1
1569.HK	民生教育	1.43	57.5	3.4	4.5	5.6	14.6	11.0	8.8	0.6	0.5	13.2	9.5
1765.HK	希望教育	1.12	74.7	3.1	4.4	5.3	20.5	14.6	12.1	0.3	0.3	11.6	8.9
2779.HK	中国新华教育	2.84	45.7	2.6	3.0	4.0	15.3	13.1	9.8	0.6	0.5	13.5	11.5
1565.HK	成实外教育	2.73	84.3	3.1	4.0	5.4	23.6	18.2	13.4	0.5	0.4	12.9	10.3
2001.HK	新高教集团	2.74	42.2	2.9	4.0	5.0	12.7	9.1	7.3	0.2	0.2	9.0	6.4
1773.HK	天立教育	3.20	66.4	2.2	2.9	3.8	25.7	19.8	15.2	0.6	0.5	22.0	16.3
3978.HK	卓越教育	2.36	20.1	1.2	1.5	1.9	14.3	11.5	9.1	0.4	0.4	8.6	7.2
1890.HK	中国科培	3.61	72.2	3.5	4.1	4.9	18.0	15.2	12.7	0.6	0.5	13.8	11.7
1969.HK	中国春来	1.58	19.0	1.2	N.A.	N.A.	13.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
1598.HK	21 世纪教育	0.98	12.0	0.7	N.A.	N.A.	14.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
1851.HK	银杏教育	1.92	9.6	0.2	N.A.	N.A.	34.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
平均							18.4	14.7	12.0	0.5	0.4	12.9	10.4
美股				FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E
		美元	亿美元	亿美元									
TAL.N	好未来	37.30	220.7	2.0	3.0	4.3	111.5	73.8	51.8	1.4	1.0	60.1	41.0
EDU.N	新东方	96.41	153.0	3.0	3.3	4.3	51.5	46.9	36.0	2.0	1.6	38.7	27.5
				亿元人民币									
BEDU.N	博实乐	10.0	12.7	2.5	3.5	4.2	33.2	23.6	19.7	0.8	0.7	15.9	13.5
ONE.N	精锐教育	8.2	13.4	2.5	3.0	3.8	34.7	28.9	22.9	0.7	0.6	-	-
TEDU.O	达内科技	1.01	0.5	-6.0	-4.0	2.0	-0.6	-0.9	1.7	-0.1	0.1	1.1	0.9
		美元	亿美元	亿元人民币									
NEW.N	朴新教育	5.62	4.6	-4.0	-	-	-7.6	-	-	-	-	-	-
REDU.O	瑞思学科英语	8.86	5.0	-0.5	1.9	2.6	-69.6	17.6	12.7	-0.1	0.0	-	-
FEDU.N	四季教育	1.80	0.9	0.4	0.9	1.1	15.4	6.5	5.4	0.1	0.1	-	-
STG.N	尚德机构	2.26	3.9	-9.2	-4.9	6.2	-2.7	-5.2	4.1	0.0	0.0	-	-
		美元	亿美元	亿美元									
LAUR.O	劳瑞德教育	16.22	36.4	10.6	9.6	14.1	22.3	24.7	16.9	1.5	1.0	-	-
APEI.O	美国公共教育	31.29	5.2	2.4	1.9	2.1	14.0	17.7	15.8	2.9	2.6	-	-
LOPE.O	大峡谷教育	121.75	58.7	13.3	15.7	17.1	28.7	24.4	22.3	1.9	1.8	-	-
平均							19.2	23.5	19.0	1.0	0.8	29.0	20.7

资料来源：Wind，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*加粗字体采用兴业证券预期数据，未加粗数据采用彭博一致预期

6、风险提示

公司面临的主要风险包括：1)、收购进程不达预期；2)、聘用及留任的合格教师数不及预期；3)、招收学生数量少于预期；4)、营业收入来自中国少数几个城市；5)、中国教育政策变动；6)、VIE 架构政策风险；7)、商誉减值风险。

附表

资产负债表	百万元人民币			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产	3372.6	4654.7	4880.6	5451.8
贸易应收款项、按金、预付 款项及其他应收款项	72.1	165.2	108.6	191.0
现金	3244.5	4433.2	4715.7	5203.5
非流动资产	5375.1	7579.8	8171.9	8699.4
物业、厂房及设备	4750.4	6987.2	7606.3	8156.6
预付租赁款项	54.9	54.9	54.9	54.9
无形资产	201.3	169.1	142.1	119.4
商誉	325.6	325.6	325.6	325.6
资产总计	8747.7	12234.5	13052.5	14151.2
流动负债	1296.5	2143.6	2301.8	2656.5
递延收入	939.7	1552.3	1791.2	1959.9
贸易应付款项	15.1	27.6	21.7	32.2
其他应付款项	325.9	537.7	458.8	631.5
非流动负债	1373.4	3446.0	3454.5	3460.5
银行借款	3330.8	3330.8	3330.8	3330.8
递延收入	55.3	63.8	69.8	74.4
递延税项负债	59.9	59.9	59.9	59.9
负债合计	2669.8	5589.6	5756.3	6117.1
储备	6015.9	6539.1	7127.3	7797.4
股本、缴足股本	0.0	0.0	0.0	0.0
非控股权益	61.9	105.8	168.8	236.7
股东权益合计	6077.8	6644.9	7296.2	8034.2
负债及权益合计	8747.7	12234.5	13052.5	14151.2

现金流量表	百万元人民币			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	570.3	791.3	903.4	1025.2
折旧和摊销	141.0	133.7	186.6	197.8
营运资金的变动	765.2	219.4	275.4	88.7
银行利息收入	-66.5	-70.7	-78.1	-85.8
递延收入减少/增加	116.6	220.0	634.4	247.5
经营活动产生现金流量	706.1	1068.0	1726.9	1361.8
物业、厂房及设备付款	-171.2	-338.4	-478.7	-525.4
投资活动产生现金流量	-2165.9	-2271.9	-707.9	-647.3
已付利息	-49.2	-93.0	-119.3	-117.0
新筹银行借款	1280.0	2050.8	0.0	0.0
派发股息	-131.6	-224.2	-252.1	-287.2
融资活动产生现金流量	1099.2	1733.6	-371.4	-404.2
现金净变动	1.4	1188.7	282.4	487.8
现金的期初余额	3243.1	3244.5	4433.2	4715.7
现金的期末余额	3244.5	4433.2	4715.7	5203.5

利润表	百万元人民币			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	1226.4	2025.8	2337.7	2557.8
营业成本	-467.3	-959.2	-1117.7	-1215.7
毛利	759.1	1066.7	1219.9	1342.2
销售费用	-52.1	-109.6	-111.2	-114.1
管理费用	-192.4	-253.1	-293.8	-312.6
其他收入	58.7	128.3	127.2	130.0
营业利润	573.2	832.2	942.1	1045.6
财务成本	-93.0	-119.3	-117.0	-114.8
除税前利润	572.7	805.8	900.2	1012.9
所得税	-2.3	-14.5	-14.9	-15.4
净利润	570.3	791.3	903.4	1025.2
少数股东损益	61.9	43.9	63.1	67.9
经调整净利润	570.3	841.3	928.4	1025.2
归母公司净利润	508.5	747.3	840.3	957.3
调整后 EPS(元)	0.3	0.4	0.5	0.5

主要财务比率

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入	29.2	65.2	15.4	9.4
调整后净利润	35.3	47.5	10.4	10.4
盈利能力(%)				
毛利率	61.9	52.7	52.2	52.5
净利率	46.5	39.1	38.6	40.1
偿债能力(%)				
流动比率	2.6	2.2	2.1	2.1
速动比率	2.6	2.2	2.1	2.1
资产负债率	30.5	45.7	44.1	43.2
净资产负债率	43.9	84.1	78.9	76.1
营运能力(次)				
应付账款周转率	2.6	2.5	2.8	2.7
应收账款周转率	14.8	15.6	16.0	16.3
每股指标(元)				
每股经营现金	0.8	0.7	0.8	0.8
每股净资产	3.0	3.3	3.6	4.0
估值比率(倍)				
PE	38.7	26.2	23.7	21.5
PB	3.6	3.3	3.0	2.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛盛大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。