

政策负面影响可控，外延有序扩张

2018年09月20日

【投资要点】

- ◆ 高教行业跑马圈地趋势明显，民生教育 2018 年下半年以来已经公告两个外延项目，好于市场预期。集团合办河北工业大学城市学院目标转设为民办大学，项目得到了当地政府大力支持（承担 60% 教师编制及薪酬），可享受张家口冬奥会的地区红利，运营效率或显著好于同业。滇池学院在独立学院排名靠前享有口碑，且收购不涉及境内举办人/举办人股东的变更，可尽快落地。
- ◆ 通过对 2016 年《民促法》修订以来系列政策的回顾，我们发现，民办教育分类管理势在必行。对于民生教育，若旗下学校选择营利性，政策将从土地、补贴及税收等方面影响公司利润；即便扣除影响后公司估值相较同行依旧合理。

【投资建议】

◆ 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	477.78	603.19	888.16	949.04
增长率 (%)	7.37	26.25	47.24	6.85
EBITDA (百万元)	313.35	429.22	560.75	605.85
归母净利润 (百万元)	259.95	312.84	382.23	430.13
增长率 (%)	6.79	20.35	22.18	12.53
EPS (元/股)	0.07	0.08	0.10	0.11
市盈率 (P/E)	22.96	19.08	15.62	13.88
市净率 (P/B)	1.90	1.69	1.56	1.44
EV/EBITDA	11.86	11.68	8.74	7.92

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

- ◆ 我们看好公司的长期发展，考虑 FY18 及 FY19 公司会显著增加资本开支，及滇池学院收入并表的不确定性，我们修正盈利预测，预期 FY18/FY19/FY20 年归母净利润预期 3.13/3.82/4.30 亿元，EPS 分别为 0.08/0.10/0.11 元，对应 19.08/15.62/13.88 倍 PE。我们维持民生教育“买入”评级。DDM 模型估值结果 2.21 港元，考虑到最近市场风险提升，我们调整公司六个月目标价至 2.18 港元，对应 FY18 年 EPS 的 24.5 倍，FY19 的 20.0 倍。

【风险提示】

- ◆ 安徽文达、滇池学院的收购整合进程不及预期，河北学校建设、开学进度晚于预期，未来缺乏合适并购标的
- ◆ 现有学校学额增长、学费提升不及预期
- ◆ 教育行业、社保的政策风险

买入 (维持)

目标价: 2.18 港元

东方财富证券研究所

证券分析师: 闵立政

证书编号: S1160516020001

联系人: 宋璿

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	6830.12
流通市值 (百万港元)	6830.12
52 周最高/最低 (港元)	2.39/1.13
52 周最高/最低 (PE)	36.48/17.57
52 周最高/最低 (PB)	3.13/1.51
52 周涨幅 (%)	-15.00
52 周换手率 (%)	61.63

相关研究

《中期业绩好于预期，获得百亿意向性融资》

2018.08.28

《落子云南，收购滇池学院 51% 权益》

2018.08.22

《布局京津冀，合办河北工业大学城市学院》

2018.07.11

《净利润低于预期，递延收入可观》

2018.03.15

《12 月 1 日起对重庆电信职业学院并表》

2017.12.07

正文目录

1. 民办教育分类管理势在必行	3
2. 业务更新: 外延扩张连下两城	4
2.1. 布局京津冀, 合办河北工业大学城市学院	4
2.2. 落子云南, 收购滇池学院 51% 权益	5
3. 情景分析	7
3.1. 政策影响土地、税收和补贴	7
3.2. 偏坏假设可影响净利润 1.19 至 1.34 亿	10
4. 盈利预测	11
5. 估值及投资建议	11
6. 未来催化剂	12
7. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 2016 年修正的《民办教育促进法》提出分类管理	3
图表 2: 教育部曾关于协议控制问题做出回应	4
图表 3: 河北工业大学城市学院举办者变更节点及权益归属	5
图表 4: 民生教育同励德国际交易的主要条款	6
图表 5: 云南大学滇池学院历年学费及住宿	6
图表 6: 民生教育历史上获得出让土地的代价	8
图表 7: 民生教育受民促法实施条例影响的情景假设	10
图表 8: 民生教育受民促法实施条例影响的情景分析	10
图表 9: 民生教育盈利预测	11
图表 10: 同行估值比较图	12

1. 民办教育分类管理势在必行

2016年11月7日,《民办教育促进法》修正稿在人大通过。此次修法提出“民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或营利性民办学校”,但**不同性质的学校有不同待遇**。2017年初,相关《意见》及《细则》发布,进一步明确两类学校在政府扶持、土地等方面的差异。

图表 1: 2016 年修正的《民办教育促进法》提出分类管理

	非营利性	营利性
《民办教育促进法》, 2016 年 11 月 7 日第二次修正		
办学结余	非营利性民办学校的举办者不得取得办学收益,学校的办学结余全部用于办学。	营利性民办学校的举办者可以取得办学收益,学校的办学结余依照公司法等有关法律、行政法规的规定处理。
收费标准	非营利性民办学校收费的具体办法,由省、自治区、直辖市 <u>人民政府制定</u>	营利性民办学校的收费标准,实行市场调节,由学校自主决定。
税收	享受国家规定的税收优惠政策	
	非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。	
土地	新建、扩建非营利性民办学校,人民政府应当按照与公办学校 <u>同等原则,以划拨等方式给予用地优惠</u>	新建、扩建营利性民办学校,人民政府应当按照国家规定供给土地。
《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》, 国发〔2016〕81 号		
土地	民办学校建设用地按科教用地管理。	
		<u>只有一个意向用地者的,可按协议方式供地。</u> 土地使用权人申请改变全部或者部分土地用途的,政府应当将申请改变用途的土地收回,按时价定价,重新依法供应。
政府扶持	各级人民政府要完善制度政策,在 <u>政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨、税费减免</u> 等方面对非营利性民办学校给予扶持。	各级人民政府可根据经济社会发展需要和公共服务需求,通过 <u>政府购买服务及税收优惠</u> 等方式对营利性民办学校给予支持。
教育部等五部门关于印发《民办学校分类登记实施细则》的通知, 教发〔2016〕19 号		
分类登记	现有民办学校选择登记为非营利性民办学校的,依法修改学校章程,继续办学,履行新的登记手续。	现有民办学校选择登记为营利性民办学校的,应当进行 <u>财务清算</u> ,经省级以下人民政府有关部门和相关机构依法 <u>明确土地、校舍、办学积累等财产的权属并缴纳相关税费</u> ,办理新的办学许可证,重新登记,继续办学。

资料来源: 教育部、东方财富证券研究所

2018年8月,司法部公布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》。相较之前版本,这一送审版本提出“**实施集团化办学的,不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校**”,一石激起千层浪。由于“集团化办学”、“协议控制”等名词定义模糊,存在解读的

空间。

然而，在教育部《关于政协十二届全国委员会第五次会议第 3450 号（教育类 350 号）提案答复的函》（教提案〔2017〕第 6 号）中，曾对协议控制问题做出回应，将“指导地方完善举办者变更制度，完善民办学校财务会计制度”。

图表 2：教育部曾关于协议控制问题做出回应

第四，关于按照国家层面的授权，在协议控制、关联交易等方面尽快研制出台相关实施意见及配套措施的建议。我们充分关注协议控制、境外上市、关联交易等新近出现的问题，并将对您的建议予以认真研究和考虑，指导地方完善举办者变更制度，完善民办学校财务会计制度，避免非营利性学校行营利之实，切实保障学校及相关利益者的合法权益。

资料来源：教育部、东方财富证券研究所

根据发布政策及法律的趋势，未来，民办教育规范分类管理势在必行，而上市公司控制的高教学校更多或选择营利性，通过合法合规途径取得办学收益，以保障投资人权益。

2. 业务更新：外延扩张连下两城

2.1. 布局京津冀，合办河北工业大学城市学院

2018 年 7 月，民生教育公告关于在张家口市合作举办高等院校的框架协议。2018 年 8 月 22 日，公司同河北工业大学签署合办城市学院的协议正式生效，同日两方签署的转设框架协议正式生效，根据转设框架协议，集团及河北工业大学同意城市学院完成举办者变更后积极创造条件并申请将城市学院转设成为独立设置的民办本科高校；翌日，公司同张家口政府及开发区管委会于签署的发展合作协议正式生效，而根据发展合作协议，张家口政府及开发区管委会就城市学院新校区的建设及师资配备给予支持。

根据同河北工业大学的协议，民生教育将分两次支付合计 2 亿元，以获得河北工业大学城市学院的举办者权益：（1）集团在协议签署 10 日内须将 1 亿打至共管账户，（2）在举办者完成变更后 5 日内将另 1 亿打至共管账户，（3）并以捐赠方式从共管账户支付 2 亿给河北工业大学。

图表 3: 河北工业大学城市学院举办者变更节点及权益归属

时间节点	校区处置及建设	费用支付	学生、学费归属
举办者变更启动	当前的校区,有形、无形资产、负债归属于河北工业大学。 民生教育建设张家口学校一期。 2018 年底购买 204 亩土地; 2019 年 4 月购买余下 700 亩土地。	民生教育分两次支付 2 亿 (购买牌照) 费用, 账户共管	已招的学生 (2018 级及之前) 仍在老校区就读, 名义上属于民生教育, 其所有学费作为委托管理费, 支付给河北工业大学。类“新老划断”。2019 级及之后学生进入新校区。河北工业大学获得本科 学费 17%+专科 5%作为资源使用费 。
举办者完成变更后, 过渡期	民生教育进行后续校园建设	2 亿成为河北工业大学发展基金	
未来 3-5 年 / 转设为独立设置的民办大学			集团不再支付资源使用费, 没有分手/脱钩费用 。

数据来源: 公司公告、东方财富证券研究所

根据集团同张家口政府及开发区管委会签署的合作协议, 张家口政府将为城市学院提供: (1) **提供不少于 900 亩科教的出让用地**, 其中包括体育馆、图书馆、礼堂、培训中心约 150 亩。(2) 张家口政府及开发区管委会在城市学院邻近地块建设总价人民币约 3.6 亿元的体育馆、图书馆、礼堂、培训中心等公共资源, 产权归开发区管委会, 与城市学院共享使用, 双方相互不收取任何费用。(3) 按照教育部大学本科设置标准师生比 18:1 核定城市学院教师队伍总编制, 总编制的 60% 纳入张家口事业编制并于每年 12 月根据第二年实际办学需要明确编制名额; 事业编制内的教师薪酬和五险一金按当地高校工作标准核定并纳入张家口财政预算, 该等款项每年直接拨付给城市学院; 上述的安排将会在发展合作协议正式生效起十年内有效。十年后可根据张家口政府财政状况进行调整, 调整幅度不宜过大, 介于原幅度 80%-120% 之间, 调整后可采取总额包干或生均拨款的方式。**张家口政府及开发区管委会将为城市学院提供公共服务资源、60% 编制教师名额并支付薪酬和五险一金, 将有效提升学校运营效率。**

对于集团, 需要支付 (1) 获得举办者权益的 2 亿元代价、(2) 土地出让费用、(3) 校园建设费用。目前, 河北张家口市科教用地的出让价格在 600 万/公顷左右, 考虑公司实际情况, 我们预估 900 亩 (60 公顷) 土地出让价格或可达近 3 亿, 公司或分期取得。

通过参与城市学院的举办, 民生教育得以布局京津冀地区, 享有张家口冬奥会的地区红利, 进一步拓展学校网络。

2.2. 落子云南, 收购滇池学院 51% 权益

2018 年 8 月 21 日, 民生教育公告以 5.825 亿元收购励德国际 51% 股份权益, 开始对滇池学院委托管理安排及获得滇池学院 100% 净利润。滇池学院原本即为小红筹架构, 本次收购不涉及境内的举办者变更及举办者股东并更, 可以较快实现并表, 民生教育进一步深化在西部布局。

图表 4: 民生教育同励德国际交易的主要条款

时间	民生教育	卖方
2018年8月	宣布收购励德国际 51% 权益，代价 5.825 亿将分三期支付。	分三期获得 5.825 亿元
三期代价全部支付后 3 日内	代励德香港向 China Education 支付 2.31 亿元，代偿还债务。	
委托管理期间（委托管理期将在交割日起 5 周年或卖方出售全部股份后结束，以较早者为准）	获得励德集团 100% 净利润作为管理回报。	
购买协议生效后其 4-5 周年内	授予认沽权益	获得剩余 49% 股份的认沽权益。 Min (9.815 亿元, max (25, 行权期前 3 个月集团 PE TTM) * 上亿会计年度扣非税后净利润 * 0.49%)
	同等条件下，民生教育有权有限购买	直接出售 49% 股权

数据来源：公司公告、东方财富证券研究所

云南大学滇池学院创办于 2001 年，根据校友会 2018 独立学院排行榜，其位列 21 名（共收录 265 家独立学院），是“应用型”、“5 星级”、“中国一流独立学院”，具备口碑及知名度。

此外，滇池学院内生有发展空间，包括学费及人数两方面。

根据云南省教育厅于 2017 年 1 月 13 日印发的《云南省教育厅关于核定“十三五”普通高等教育规模发展指导目标的通知》，云南省教育厅给予滇池学院的“普通高等教育 2020 年规模发展指导目标”达到 28000 名。截至 2018 年 8 月 24 日，学院录取约 6000 名新生（本科计划 4400 余人，专升本计划 2400 余人），预计 2018/2019 学年在校生达到 19200 人。

2018/2019 学年，云南大学滇池学院提升学费，各专业提费在 1500 元到 3000 元不等。由于高校收费采用“新生新政策、老生老政策”，提费可在未来四年贡献收入的增长。

图表 5: 云南大学滇池学院历年学费及住宿

	文学、教育学	经济学、法学、管理学	理学、工学	艺术学	住宿
2018/2019 学年	16000	18000	18000	24500	300-1200
2017/2018 学年	14500	15000	16000	22000	300-1200
2016/2017 学年	14500	15000	16000	22000	300-1200

资料来源：学校官网、东方财富证券研究所

本次收购另有专科办学牌照，但专科学校目前尚在筹划阶段。未来会有额外 CAPEX 产生。

滇池学院的土地目前均为出让性质，未来具备选择营利性的基础。

此次收购对价包括（1）获得 51% 股权需分三期支付 5.825 亿元；（2）代偿债务 2.31 亿元。若考虑进负债，收购合需支付 8.14 亿；即励德集团当前估值达到 15.95 亿元，对应 FY17 的 18.2 倍 PE，或 7.8 倍 PB，生均收购成本为 8.64 万元（按照 2017/2018 学年计）。收购估值合理。

3. 情景分析

3.1. 政策影响土地、税收和补贴

民生教育在高等教育、高中布局，不涉及无法选择营利性的学校，而管理层亦明确表示倾向选择营利性学校，**政策或主要影响其土地、税收、补贴等方面。**

对于土地，司法部发布的《送审稿》中五十五条陈述，“实施学前教育、学历教育的民办学校使用土地，地方人民政府可以依法以招拍挂或者协议方式供应土地，也可以采取长期租赁、先租后让、租让结合的方式供应土地，土地出让价款和租金，可以给予适当优惠并可以在规定期限内按合同约定分期缴纳”。

民生教育现有划拨用地或需要补缴土地款；根据公司招股书，**其划拨用地主要包括重庆人文科技学院 105 公顷及派斯学院 8 公顷。**

对于划拨土地的出让金，根据《划拨土地管理权暂行管理办法国家土地管理局令〔1992〕第 1 号》，“土地使用权出让金，区别土地使用权转让、出租、抵押等不同方式，按标定地价的一定比例收取，**最低不得低于标定地价的 40%**。标定地价由所在地市、县人民政府土地管理部门根据基准地价，按土地使用权转让、出租、抵押期限和地块条件核定。”

根据公司近期获得出让土地价格 634 万/公顷（派斯学院，2016 年），我们估计，**补缴的土地款可测算在 7.2 亿左右（未按比例折算）。**

图表 6：民生教育历史上获得出让土地的代价

合川区国土资源和房屋管理局国有土地使用权协议出让公示
HC15-001-10

根据《中华人民共和国土地管理法》、《协议出让国有土地使用权规范》等有关规定，本着公开、公正、公平的原则。我局于拟以协议方式出让 1 宗国有土地使用权。现将有关情况公示如下：

一、地块基本情况：

宗地编号	HC15-001-10	地块位置	重庆市合川区合阳城街道办事处重庆应用技术职业学院北侧	土地用途	科教用地
土地面积(公顷)	3.3019	出让年限	50年	成交价(万元)	1721.6107
受让单位	重庆应用技术职业学院				
备注：					

合川区国土资源和房屋管理局国有土地使用权协议出让公示
HC15-001-18

根据《中华人民共和国土地管理法》、《协议出让国有土地使用权规范》等有关规定，本着公开、公正、公平的原则。我局于拟以协议方式出让 2 宗国有土地使用权。现将有关情况公示如下：

一、地块基本情况：

宗地编号	HC15-001-18	地块位置	合川区合阳城街道北环路北侧	土地用途	科教用地
土地面积(公顷)	8.5421	出让年限	50年	成交价(万元)	4607.8467
受让单位	重庆工商大学派斯学院				
备注：	1. 该宗土地用途为科教用地（高等院校用地），出让年限50年。2. 其他按规划要求及《建设用地规划条件函》（渝合川规地函[2014]字第6号执行。				
宗地编号	HC15-001-19	地块位置	合川区合阳城街道北环路北侧	土地用途	科教用地
土地面积(公顷)	1.0734	出让年限	50年	成交价(万元)	680.9309
受让单位	重庆工商大学派斯学院				
备注：	1. 该宗土地用途为科教用地（高等院校用地），出让年限50年。2. 其他按规划要求及《建设用地规划条件函》（渝合川规地函[2014]字第6号执行。				

重庆市合川区国土资源和房屋管理局
关于合阳城街道北环路北侧一宗国有建设用地使用权协议出让公告
合川地监告字〔2009〕28号

重庆市合川区国土房管局对以下宗地予以公告以接受社会监督。公告时间于2009年12月26日9：00时—2009年12月30日18：00时。若有异议，请与重庆市合川区国土房管局建设用地科联系。电话：42751056，联系人：左丽

重庆市合川区国土资源和房屋管理局
二〇〇九年十二月二十六日

地块编号	土地位置	用途	土地面积(m ²)	出让年限	建筑密度≤%	容积率≤	绿地率≥%	拟用地单位	拟出让价格(万元)	备注
HC-001-29	合办处北环路北侧	教育科研用地	47613	50	25	0.8	40	重庆工商大学派斯学院	1369.4546	

供地结果信息

行政区:	合川区	电子监管号:	5001172008B00469		
项目名称:	教育				
项目位置:	合办北环路				
面积(公顷):	4.826700	土地来源:	新增建设用地		
土地用途:	科教用地	供地方式:	协议出让		
土地使用年限:	50	行业分类:	教育业		
土地级别:	十级	成交价格(万元):	1075.6300		
分期支付约定:	支付期号	约定支付日期	约定支付金额(万元)	备注	
土地使用权人:	派斯学院				
约定容积率:	下限: 0.00	上限: 0.80	约定交地时间:	2008年07月31日	
约定开工时间:	2009年01月01日		约定竣工时间:	2010年10月01日	
实际开工时间:			实际竣工时间:		
批准单位:	合川区人民政府		合同签订日期:	2008年07月29日	

资料来源：中国土地市场网、东方财富证券研究所

至于企业所得税

《重庆市人民政府关于进一步促进民办教育健康发展的实施意见》（渝府发〔2018〕19号）中陈述，“营利性民办学校依法享受有关优惠政策。对提供学历教育服务的营利性民办学校和营利性民办幼儿园依法收取的学费、保育费、住宿费收入，以及学校自办食堂取得的伙食费收入依法免征增值税；对提供学历教育服务的营利性民办学校和营利性民办幼儿园经批准征用的耕地依法免征耕地占用税；对营利性民办幼儿园和提供学历教育服务的民办学校的土地、房产用于教育教学的，依法免征城镇土地使用税和房产税；**对符合西部大开发政策规定的营利性民办学校，可减按15%税率缴纳企业所得税**”。

FY17，民生教育有效税率不足1%；民生教育主体使用小红筹的结构，若集团选择营利性学校，未来税率或向15%看齐。

政府补贴部分

《送审稿》起草说明提及，“**规定补贴生均经费、划拨供应土地等只适用于非营利性学校，突出鼓励举办非营利性学校的导向**”。

FY17民生教育政府使用历史积累的补贴超过1亿，过渡期结束后，集团或不再收到生均补贴，故而如此规模的补贴使用或不可持续。

3.2. 偏坏假设可影响净利润 1.19 至 1.34 亿

我们认为《民促法实施条例》将会从土地成本、税收、补贴等方面对公司产生影响。我们分以下情景探讨：

图表 7：民生教育受民促法实施条例影响的情景假设

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 3
解释	维持现状	偏好假设	偏坏假设	最坏假设
土地	不补缴土地款	补缴土地款在 4 亿左右	补缴土地款在 8 亿左右	补缴土地款在 8 亿左右
		每年新增摊销 800 万	每年新增摊销 1600 万	每年新增摊销 1600 万
税收	2%以下	15%税率	15%所得税	25%所得税
使用的补贴	收到和使用的补贴规模维持现状	不再收到生均补贴；每年使用补贴 1000 万左右	不再收到生均补贴；每年使用补贴 1000 万左右	不再收到生均补贴；每年使用补贴 1000 万左右

资料来源：东方财富证券研究所

假设情景各假设于 2019 年生效，公司净利润及估值情况如下：

图表 8：民生教育受民促法实施条例影响的情景分析

		2018E	2019E	2020E
情景 1	净利润	312.84	382.23	430.13
	PE	19.08	15.62	13.88
	PB	1.69	1.56	1.44
情景 2	净利润	312.84	272.00	311.55
	PE	19.08	21.95	19.16
	PB	1.69	1.61	1.52
情景 3	净利润	312.84	265.19	298.26
	PE	19.08	22.51	20.01
	PB	1.69	1.61	1.53
情景 4	净利润	312.84	244.81	276.54
	PE	19.08	24.38	21.59
	PB	1.69	1.62	1.55

资料来源：东方财富证券研究所

相比现状，偏坏假设（情景 3）的土地、税收、补贴等因素影响 FY19/FY20 民生教育净利润 1.17 亿元及 1.32 亿元，即减少 30.6%/30.7%的净利润。即使如此，公司对应 FY19/FY20 的 PE 为 22.5/20.0 倍，估值也相对合理。

然而，由于《民促法》对现有学校留有过渡期，过渡期内学校可不必选择，土地、税项和补贴的影响在未来对利润摊薄的比例将会下降。同时，对于营利性的学校，可以通过提升学费减少政策对利润端的影响。

4. 盈利预测

主要假设:

- (1) 云南大学滇池学院 18/19、19/20、20/21 学年在校生人数 19200、20000、21000 人，人均学费提升 400 元，FY18H2、FY19、FY20 利润率为 30%、32%、37%。
- (2) 未来三年，重庆人文科技学院、派斯学院的在校生人数中单位数增长；高职学校在校生人数高单位数增长；人均每月学费低单位数增长。
- (3) 自 2018 财年 9 月起，滇池学院的利润并表，自 2018 年 12 月起，滇池学院整体并表。
- (4) FY18 集团教师人数（不包括滇池学院）在 16000 人左右；未来，人均薪酬在保持低单位数增长。
- (5) FY18/FY19 集团支付河北工业大学城市学院及云南大学滇池学院的收购费用并进行校园建设，预计资本开支达到 10.9 亿元及 4.8 亿元。
- (6) FY18/FY19/FY20，由于重庆电信职业学院的并表和对新校的建设，集团折旧及摊销对成本贡献达到 25.3%/29.0%/28.2%。
- (7) FY18/FY19/FY20 集团 SG&A 费用率分别为 21.5%、21.0%及 20.5%，补贴的使用、税率暂时维持现有水平；FY18/FY19 扣除政府补贴及投资收益的经营利润率维持在 30%左右，FY20 提升至 31%。
- (8) 未考虑澳洲成峰高教的投资而产生按照公平值计入损益的投资公平值的收益。对于 FY18，该收益同澳洲成峰高教 (01572.HK) 报告期末股价及 IPO 价格的差值有关。

图表 9: 民生教育盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	477.78	603.19	888.16	949.04
增长率 (%)	7.37	26.25	47.24	6.85
EBITDA (百万元)	313.35	429.22	560.75	605.85
净利润 (百万元)	259.95	312.84	382.23	430.13
增长率 (%)	6.79	20.35	22.18	12.53
EPS (元/股)	0.07	0.08	0.10	0.11
市盈率 (P/E)	22.96	19.08	15.62	13.88
市净率 (P/B)	1.90	1.69	1.56	1.44
EV/EBITDA	11.86	11.68	8.74	7.92

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 盈利预测未考虑河北工业大学对营收和利润的贡献

5. 估值及投资建议

民生教育是中国民办高等学历教育服务的供应商，着重培养高端应用型人才，扎根重庆，全国布局。高教行业整体供不应求且跑马圈地的趋势明显，民生教育在优化现有学校运营的同时进行外延并购，拓展学校网络至安徽、云南、内蒙古、河北等地，以获取更大市场份额。

考虑 FY18 及 FY19 公司会显著增加资本开支，及滇池学院收入并表的不确定性，我们修正盈利预测，假设滇池学院贡献 1 个月的收入及 4 个月利润，预期 FY18/FY19/FY20 年归母净利润预期 3.13/3.82/4.30 亿元，EPS 分别为 0.08/0.10/0.11 元，对应当前股价 19.08/15.62/13.88 倍 PE。

DDM 模型估值结果为 2.21 港元（假设永续增长率 4%，分红比例 80%，无风险报酬率 2.2%，风险补偿 5.7%）。

我们看好公司发展并维持民生教育“买入”评级，由于近期市场风险提升，我们调整公司六个月目标价至 2.18 港元，对应 FY18 年 EPS 的 24.5 倍，FY19 的 20.0 倍。

图表 10: 同行估值比较图

代码	简称	总市值 (亿港元/美元)	PE(倍)			股价 (港/美元)	评级
			2017	2018E	2019E		
00839.HK	中教控股	201.01	39.77	25.94	21.09	10.10	增持
02001.HK	新高教集团	72.70	27.17	21.99	17.35	5.30	增持
01765.HK	希望教育	74.67	31.61	25.71	13.78	1.20	未评级
06169.HK	宇华教育	117.54	32.74	22.74	16.18	3.73	买入
02779.HK	中国新华教育	37.80	18.38	13.82	11.43	2.35	增持
行业平均			29.93	22.04	15.97		
01569.HK	民生教育	67.50	21.96	19.08	15.62	1.70	买入

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 未来催化剂

安徽文达举办者变更成功完成并表、宣布新收购、地方细则利好

7. 风险提示

安徽文达、滇池学院的收购整合进程不及预期，河北学校建设、开学进度晚于预期，未来缺乏合适并购标的

现有学校学额增长、学费提升不及预期

教育行业、社保的政策风险

利润表 (百万元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	477.78	603.19	888.16	949.04
营业成本	199.09	286.25	439.94	453.18
毛利	278.69	316.93	448.22	495.86
其他收入	146.29	112.03	123.32	124.39
销售及分销成本	7.78	12.49	20.69	22.19
行政开支	125.70	116.58	157.03	154.62
其他开支合计	25.22	-3.00	-7.65	-8.03
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	-0.27	0.00	0.00	0.00
财务成本	3.04	3.97	4.38	4.38
影响税前利润的其他项目	0.00	26.88	0.00	0.00
利润总额	262.96	325.79	397.09	447.09
所得税	2.12	7.25	7.59	8.21
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	260.85	318.54	389.50	438.88
本公司拥有人应占净利润	259.95	312.84	382.23	430.13
非控股权益应占净利润	0.90	5.71	7.27	8.76

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。