

商业贸易

VIE 影响几何——民促法实施条例重点解读

证券研究报告

2018 年 08 月 13 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

8 月 10 日晚司法部发布《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)》，征求意见截止至 2018 年 9 月 10 日，因此目前草案仍未正式实施，正式法律解读仍然需要等待一定的时间。天风商社解读如下：

第十二条 同时举办或者实际控制多所民办学校、实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格……实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。

第五条 ……在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制**实施义务教育的民办学校**

第四十五条 ……教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。……前款所称利益关联方是指民办学校的举办者、实际控制人、理事、董事、监事等以及与上述组织或者个人之间存在互相控制和影响关系、可能导致民办学校利益被转移的组织或者个人。

“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”和“不得举办、参与举办或者实际控制”是在此前征求意见稿和各省的相关文件中未出现的，也是这份征求意见稿中对资本市场影响最大的方面。现在存在 2 个分歧点：

1、VIE 架构的合法合规性：这次的文件中出现了“实际控制”和“协议控制”两个词，这是此前文件都未涉及的提法和十分明确的规定。这可能带来的不确定性是存在三种可能：1) 现有公司的 VIE 合同都因此存在法律瑕疵，因此需要重新更改结构，更改后所控制主体明确不得涉及非营利性学校，即全面限制 VIE 的协议控制模式；2) 有一定的新老划断，在未来的收购兼并过程中不得再采用 VIE；3) 实际控制和协议控制都与 VIE 无关，而是指目前的法人结构需要符合法律和办学要求，即是维持目前的现状。目前究竟是上述三种可能中的哪一种，我们均尚且无法确认。可以明确的点在于：本次实施条例更加明确了政府态度，将营利性学校和非营利性学校尽可能的严格区分，减少灰色地带；允许合法合规转移定价公允的关联交易服务，但是要接受严格监管。所以进而可能带来的两个后续结果：1) 能够变更成为营利性的幼儿园、高中和大学的三类学校，上市及拟上市公司会选择营利性变更。2) 不能变更的非营利性机构，包括法律直接限制的义务教育阶段学校，和可能享受到了政府优惠和补助的普惠性幼儿园、高中等机构，具体 VIE 合同是否需要变更需要等待司法的进一步解释和律师的解决方案。或是可能采用一种方式在于将学校 REITS 化，合理收取一定的关联交易服务费收入。

2、集团化办学的界定：根据本次送审稿的起草说明，明确是“针对实践中存在的同一举办者同时举办多所民办学校等集团化办学的现象”，又是与目前上市学校类公司直接相关。综合下来，我们认为，这一点旨在规范拥有多所学校的集团公司，因此目前上市及拟上市公司大概率均在管辖界定范围内。

总结：目前由于条例尚处于征求意见阶段，最后定稿及实施如何尚不得而知，究竟是全面限制 VIE、收购限制 VIE，还是维持现状都暂且无法有明确的答案。我们认为短期内会对板块产生一定负面影响，盈利能力预期长期上可能出现一定下滑，兼并收购的进度短期内会受限于法律的未落地而受到拖累，因此需要更加关注具备内生成长能力的龙头公司，关注非学历教育类培训公司及在线教育公司。

风险提示：法案何时落地尚未可知，或较大程度影响上市 K12 学校

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:分析了 100 个家电 SKU,拼多多真的是假货天地吗?》 2018-07-30
- 2 《商业贸易-行业投资策略:消费增速或将回落,细择板块龙头——零售行业 2018 中期投资策略》 2018-07-26
- 3 《商业贸易-行业深度研究:【估值思考】拼多多上市:过去、现在、未来》 2018-07-02

8月10日晚司法部发布《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)》，征求意见截止至2018年9月10日，因此目前草案仍未正式实施，正式法律解读仍然需要等待一定的时间。天风商社解读如下：

核心点在于第十二条，另需关注第五条、第四十五条

第十二条 同时举办或者实际控制多所民办学校、实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格……**实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。**

第五条 ……在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校

第四十五条 ……教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。……前款所称利益关联方是指民办学校的举办者、实际控制人、理事、董事、监事等以及与上述组织或者个人之间存在互相控制和影响关系、可能导致民办学校利益被转移的组织或者个人。

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”和“不得举办、参与举办或者实际控制”是在此前征求意见稿和各省的相关文件中未出现的，也是这份征求意见稿中对资本市场影响最大的方面。现在存在2个分歧点：

1、VIE架构的合法合规性：

这次的文件中出现了“实际控制”和“协议控制”两个词，这是此前文件都未涉及的提法和十分明确的规定。这可能带来的不确定性是存在三种可能：

- 1) 现有公司的VIE合同都因此存在法律瑕疵，因此需要重新更改结构，更改后所控制主体明确不得涉及非营利性学校，即全面限制VIE的协议控制模式；
- 2) 有一定的新老划断，在未来的收购兼并过程中不得再采用VIE；
- 3) 实际控制和协议控制都与VIE无关，而是指目前的法人结构需要符合法律和办学要求，即是维持目前的现状。

目前究竟是上述三种可能中的哪一种，我们均尚且无法确认。可以明确的点在于：**本次实施条例更加明确了政府态度，将营利性学校和非营利性学校尽可能的严格区分，减少灰色地带；允许合法合规转移定价公允的关联交易服务，但是要接受严格监管。**

所以进而可能带来的两个后续结果：

- 1) 能够变更成为营利性的幼儿园、高中和大学的三类学校，上市及拟上市公司会选择营利性变更。变更过程是否遇到障碍尚不可知，障碍来自于土地出让金补足、地方政府是否鼓励营利性的操作性问题。而变更后，从经营层面，成本和费用将有所增加，政府补贴减少，税收增加；如若收入不能有效提升，即增加的成本转移给消费者，则公司利润率可能出现下降。
- 2) 不能变更的非营利性机构，包括法律直接限制的义务教育阶段学校，和可能享受到了政府优惠和补助的普惠性幼儿园、高中等机构，**具体VIE合同是否需要变更需要等待司法的进一步解释和律师的解决方案。**或是可能采用一种方式在于将学校REITs化，合理收取一定的关联交易服务费收入。

2、集团化办学的界定：

根据浙江省人民政府办公厅2001年11月7日发布的《关于进一步拓宽教育融资渠道加快教育事业发展的意见》，“为扩大优质教育资源，加快教育事业的发展，各地可探索组建以优秀学校为龙头，跨地区、跨类别学校的教育集团。教育集团要以资产和教育教学为纽带，充分发挥优秀学校的教育教学优势和品牌效应，通过资产和人员重组、输出教育管理，实行连锁办学，盘活学校存量资产，优化教育资源配置，改造薄弱学

校，扩大教育规模，提高教育质量和办学效益。”。这样的解释看似与目前已经上市或是准备上市的学校类公司存在较大差异，所以目前部分人士认为不直接涉及已上市主体。但是根据本次送审稿的起草说明，明确是“针对实践中存在的同一举办者同时举办多所民办学校等集团化办学的现象”，又是与目前上市学校类公司直接相关。综合下来，我们认为，这一点旨在规范拥有多所学校的集团公司，因此目前上市及拟上市公司大概率均在管辖界定范围内。

总结：

目前由于条例尚处于征求意见阶段，最后定稿及实施如何尚不得而知，究竟是全面限制VIE、收购限制VIE，还是维持现状都暂且无法有明确的答案。我们认为短期内会对板块产生一定负面影响，盈利能力预期长期上可能出现一定下滑，兼并收购的进度短期内会受限于法律的未落地而受到拖累，因此需要更加关注具备内生成长能力的龙头公司，关注非学历教育类培训公司及在线教育公司。

政府鼓励民办教育成为教育的重要供给组成部分，各地教育发展阶段和均衡性不同，因此在各地执行时仍然将存在较大差异。且对于一些特定名词的界定也仍需等待进一步沟通。而从时间期限来看，会是一个较长的周期，目前仍然是司法部给的一个送审稿，仍然需要等待如教育部、财政部、国税总局等待其他部门的意见和同意，所以从目前的法案到落地需要较长时间，各地落实需要较长时间，过渡期等仍是较长时期。因此教育行业的慢与资本的快如何协调可能也是未来较长一段时间对估值的核心关注点。

Reference:

- ① 《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）》
- ② 《关于《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）》的起草说明》
- ③ 《司法部关于《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）》公开征求意见的通知》

http://www.moj.gov.cn/government_public/content/2018-08/10/tzwj_38281.html?from=timeline&isappinstalled=0

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com