

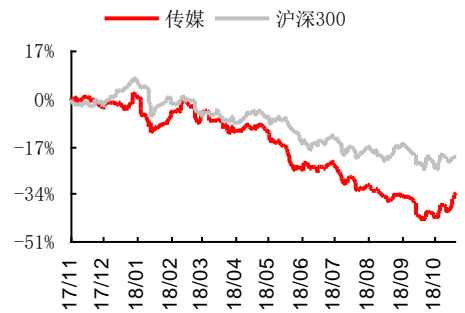
规范学前教育发展，资本化或受限

——教育行业政策点评



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
 国家/地区 中国/A 股
 行业 传媒
 报告发布日期 2018年11月25日

行业表现



资料来源: WIND

事件: 近期国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》(下文简称《意见》), 与此前《民促法》(送审稿) 大幅超出市场预期, 《意见》从调整办园结构、稳妥实施分类管理、遏制过渡逐利行为、民办园资本化等方面对学前教育进行规范。

核心观点

- **明确普惠性幼儿园主导地位, 逐步提升公办园在园幼儿占比。** 根据《意见》主要目标, 至 2020 年, 全国学前三年毛入园率达 85%, 普惠性幼儿园覆盖率(公办园和普惠性民办园幼儿占比)达 80%, 调整办园结构, 各地要把发展普惠性学前教育作为重点任务, 结合本地实际, 着力构建以普惠性资源为主体的办园体系, 坚决扭转高收费民办园占比偏高的局面。按照实现普惠目标的要求, 公办园在园幼儿占比偏低的省份, 逐步提升公办园在园幼儿占比, 到 2020 年全国原则上达 50%。其一, **普惠性幼儿园将占据主导**, 接受政府指导价, 将扭转高收费民办园占比偏高的情况; 其二, **公办园幼儿占比具有 6% 提升空间**, 民办幼儿园占比或下降, 具体措施或体现在新园审批等方面。根据教育部数据, 2017 年国内民办幼儿园幼儿占比 56%, 相比于《意见》目标有 6% 下降空间。此外, 我们发现美国民办幼儿园幼儿占比从 1990 年的 40.4% 下降至 2017 年的 28.2%, 在发达国家幼儿园的民办化率亦呈现下跌趋势, 足见学前教育的“普惠”性质, 未来民办幼儿园占比或继续下降。
- **规范发展民办园, 稳妥实施分类管理, 遏制过渡逐利行为。** 《意见》规定, 2019 年 6 月底前, 各省要制定民办园分类管理实施办法, 明确分类管理政策, 限期进行分类登记。社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体(VIE)、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园。首次明确民办幼儿园分类登记时间节点, 政策力度加强; 并且**首次提到禁止通过“VIE”架构控制非营利性幼儿园**, 阻断间接通过非营利性幼儿园实现盈利。此外, 由于《民促法》提到义务教育阶段的民办学校不得选择营利性, 海外义务教育学校上市公司多采用“VIE”架构实现非营利学校盈利, **本次学前教育监管趋严或致市场联想至义务教育阶段, 存在一定政策风险。**
- **民办园资本化受限, 管理服务输出或成方向。** 《意见》规定民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市, 上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园, 不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。整体上民办园资本化受限, “直营模式”退出资本市场, 未来幼儿园投资或集中于加盟、管理服务、教研体系输出等方向。

投资建议与投资标的

- 政策大背景下我们看好两个长期投资机会, 值得产业及资本市场关注: 1) **基础通识类课外辅导**, 以及其中衍生的通识类补差、课后托管、在线培训领域的独角兽。建议关注: 新东方(EDU, 未评级)、科斯伍德(300192, 未评级)、昂立教育(600661, 未评级); 3) **高等教育的营利性学校**, 建议关注: 新高教(2001, 未评级)。

风险提示

- 宏观经济增速下行, 教育政策风险

证券分析师 **项雯倩**
 021-63325888*6128
 xiangwenqian@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860517020003

联系人 **高博文**
 021-63325888-6089
 gaobowen@orientsec.com.cn

相关报告

温州发布地方民促法实施意见, 持续释放 2018-10-15
 积极信号
 教培行业点评:《关于规范校外培训机构发展的意见》解读 2018-08-23

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

