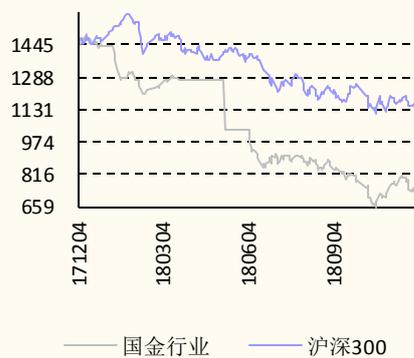


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	726.48
沪深300指数	3172.69
上证指数	2588.19
深证成指	7681.75
中小板综指	7813.08



相关报告

- 《教培新政再出，剑指互联网教育，在线教育野蛮生长或入下一阶段...》，2018.11.27
- 《2018教育行业周报第44期：教育政策频发，学校公司经营进展...》，2018.11.25
- 《2018教育行业周报第43期：《学前教育深化改革》发布，或对...》，2018.11.18
- 《2018教育行业周报第42期：送审稿不必过于悲观，支持民企和...》，2018.11.11
- 《2018教育行业周报第41期：中公教育借壳上市成功过会，高考...》，2018.11.4

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

2018教育行业周报第45期：北京市发布《实施意见》，关注变与不变

投资建议

- 本周，国金教育指数涨跌幅-4.04%，上证指数 0.34%，深证成指 0.59%，创业板指 1.58%，传媒指数(中信)-0.12%，餐饮旅游(中信)1.02%，沪深300指数 0.93%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-32.58%，上证指数-22.70%，深证成指-31.28%，创业板指-24.88%，传媒指数(中信)-36.26%，餐饮旅游(中信)-9.25%，沪深300指数-22.38%。

行业点评

- 11月29日，北京市人民政府发布《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》，北京市教委发布《北京市民办学校分类登记办法》，进一步促进民办教育健康发展。这是新民法2017年9月正式实行后，全国第25个省级单位发布的《实施意见》，是民促法送审稿2018年8月发布后第2个《实施意见》，是幼儿园政策2018年11月发布后第1个《实施意见》，北京市《实施意见》中的变或者不变是关注的重点。
- 北京市明确现有民办学校3-5年过渡期要求，与已公布的其他省份的规定差异不大。过渡期内现有民办学校（2016年11月7日前经批准设立的民办学校）暂且不需要做出营利性或者非营利性选择。《登记办法》对现有民办学校登记做出以下规定：实施学前教育以及非学历教育培训的民办学校，2019年9月1日前提交书面申请；实施普通高级中等教育、中等职业教育的学历教育学校，2020年9月1日前提交书面申请；实施高等学历教育的学校，2021年9月1日前提交书面申请，对应过渡期分别为3/4/5年。在审批机关收到学校书面申请后，原则上应在1年内完成分类登记。
- 北京市对于收费和终止时补偿奖励的规定细化。①《实施意见》中规定民办学校收费实行市场调节价，但经教育行政部门认定的普惠性民办幼儿园，可由所在区教育行政部门以合同等方式约定收费标准。此前大多数省份设置为对于部分非营利性民办学校收费采用市场化改革试点的方式推进，其中有6个地方全部实行市场调节价，北京市的收费市场化开放程度较高。之前仅有6个地方单独提到了幼儿园，北京市对于民办普惠幼儿园的强调，体现政府对于幼儿园实行普惠的坚定态度。②此前各省级《实施意见》均提到，现有民办学校选择登记为非营利性民办学校的，终止时按照规定应从学校依法清偿后的剩余财产中给予出资者相应的补偿或者奖励，但大多并未细化，北京市《登记办法》中进一步明确规定，给予出资者相应补偿或奖励的数额不应超过2017年8月31日时学校法人名下的净资产扣除国有资产、社会捐赠之后的数额30%，其中出资者已获得合理回报的，应再做相应扣除。
- 投资建议：我们认为，北京市的《实施意见》和《分类登记》增量信息并不多，并未针对送审稿添加条目，关于过渡期的设置与其他省市差异不大，收费规定中对于民办普惠性幼儿园进行了重点关注，退出时补偿和奖励的规定有所细化，地方政府对于民办教育仍然是鼓励态度，未来民办教育依然会成为学校供给的重要组成部分，并在很大程度上得到地方政府多渠道的支持。
- 推荐标的：百洋股份，科斯伍德，新高教集团，希望教育，中教控股
- 风险提示：送审稿公开征求意见结果存不确定性；民促法细则未完全落实。

本周发布报告

【行业点评】教培新政再出，剑指互联网教育，在线教育野蛮生长或进入下一阶段

基本结论

- 2018年11月26日，教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部三部门办公厅联合印发《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，再次强调了要加强对于校外培训机构的监管，尤其是重点提出了对于在线教育机构的监管。或将引起广泛的连锁反应。

投资建议

- 《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》该政策主要影响范围是“和中小学相关的学科课外培训”及“和中小学相关的线上培训机构”。不涉及①学历学校行业，②职业培训机构，③0-3岁早教，④素质教育，⑤教育信息化等行业。
- A股——对职业培训机构【百洋股份】，【开元股份】，【东方时尚】等，早教机构【三垒股份】（美吉姆），素质教育机构【盛通股份】，还有教育信息化公司【佳发教育】来说，几乎无影响。以中高考封闭式培训为主营的科斯伍德（龙门教育），和本次政策提到的中小学学科课外培训也有一定差异，建议积极关注。此外，特别需要提到一点的是，教师培训，是【亚夏汽车（中公教育）】的重要业务，该部分业务中短期的需求或将显著提升，具有积极的影响。
- 港股——港股目前已上市的教育机构均为学校机构，如【枫叶教育】，【新高教集团】，【中教控股】，【希望教育】和本次政策基本上无关。
- 美股——K12教培巨头中，【新东方】的K12业务，主要是在中学部分，相对本身规范性高一些，可能会受到一定影响，但课外培训中，中学业务受影响小于小学部分。但以小学业务为主的【好未来】，可能会受到较大程度的冲击，一方面来自于其网点扩张的审查加严，扩张速度变慢，另一方面来自于其在线业务的扩张速度，也可能会显著放缓。风险提示：政策环境变化带来的风险；扩张进程中遇到的不确定性等风险

【公司点评】枫叶教育 FY18 业绩点评：盈利状况保持良好态势，扩张进程持续推进中

事件

- 枫叶教育发布 FY18 业绩，FY18 公司实现营业收入 13.41 亿元，同比增加 23.8%；归母净利润 5.43 亿元，同比增加 32.2%；经调整净利润为 6.00 亿元，同比增加 40.2%（调整了政府补贴、持作买卖投资亏损的综合影响、来自持作买卖投资的股息收入及以股份付款），FY18 股息率达 41%。

评论

- **营收同增 23.8%，归母净利及经调整净利均实现 30%+ 增长。**①学费占比 83%，非学费收入比重下降 1.6pct，或受到下半年海口 5 校并表因素影响，预计未来随着近两年新开学校的逐渐成熟，非学费收入比例有望持续提升。②高中学费收入占总收入比最大为 40%，初中小学占比合计 37%，提升 5pct，幼儿园仅占 3.8%，变动不大。③公司盈利状况保持良好增长态势，净利率水平有所提升。毛利率变动与学校利用率变动关系紧密，FY18 扩张提速，学校容量利用率下降 2.8pct，同期毛利率下降 3.3pct，是扩张进程加速的合理表现。FY18 归母净利率为 40.5%，同比提升 2.6pct，主要受益于管理费率同比下降 3pct。我们认为在枫叶教育 2017/2018 年高速扩张的同时，仍然保持着较强的盈利能力，体现其公司管理运营能力稳定。

- **轻资产模式加快扩张进程，金字塔结构打造见成效，初中小学人数占比提高 8pct。**枫叶教育自 2012 年实行轻资产模式以来学校扩张速度加快，截至 2018 年 8 月 31 日，共有学校 82 所（高中/初中/小学/幼儿园/外籍子女学校分别 12/22/24/20/3 所）。截止 2018 年 8 月 31 日，入读学生总数为 3.35 万人，同比增长 28.3%，高中占比 27%，同比下降 7pct，初中小学合计占比 62%，同比上升 8pct。公司通过对小学和初中学校的布局，打造金字塔的学生结构，形成优质生源输送，利于提高学校系统效率和公司长远发展。
- **投资建议：**①我们认为送审稿精神在于规范，而非限制或禁止，多地政府表示出积极合作态度，虽然 K9 部分仍存不确定性，但总体来说国际教育市场仍是需求导向；②1115《意见》是针对幼儿园行业，枫叶幼儿园收入占比不到 4%，受到影响较小；③枫叶多地新校扩张正在进行中，体现实际经营并未受到巨大冲击。我们预计公司 FY19-21 归母净利润为 6.9/8.8/10.7 亿元人民币，对应 PE 为 13/11/9x，维持买入评级，目标价 7 港元。
- **风险提示：**政策环境变化带来的风险；扩张中遇到的不确定性等风险。

【公司点评】盛通股份：1.92 亿引入国资出版公司入股，基础价值凸显

事件

- 2018 年 11 月 27 日，盛通股份股东贾则平先生与时代出版传媒股份有限公司（600551.SH）签署了《股份转让协议》。贾则平先生拟通过协议转让方式将其所持有的 6.92% 的上市公司股份转让给时代出版。转让价格为协议前一日收盘价的 90%（即 8.55 元/股），共 2247.3 万股，转让总额为 1.92 亿元，支付方式为现金。转让方承诺，若本次交易完成 12 个月期满后连续 20 个交易日盛通股份在二级市场的股票交易均价低于成交价格的 1.1 倍（即 9.41 元/股），转让方将根据受让方持有标的股份具体数额，给予受让方差额补偿或回购标的股份，具体方案另行签订补充协议约定。

评论

- 截止 2018 年三季报，栗延秋、贾春琳、贾则平为盛通股份前三大股东，分别持有 24.10%/12.83%/6.92% 的股权。交易完成后，时代出版将成为盛通股份的第三大股东。时代出版（600551.SH）是安徽出版集团（国有独资）以其所持有的出版、印刷等文化传媒类资产，认购科大创新定向发行股份，成为第一大股东（持股比例 58.45%），在全国率先以出版业务整体上市，2017 年营收 66 亿元，在同行业上市公司中排名第 6。主营业务包括图书出版、印刷发行、期刊传媒等业务，教材教辅和一般图书等均有覆盖。
- **通过引进国有出版公司入股，业务上有望产生协同效应，有更多的合作机遇，同时体现国有出版公司对于盛通股份公司价值和发展前景的认可。**盛通股份的素质教育板块建设持续进行，通过收购乐博教育，切入机器人教育领域，打造 STEAM 教育第一股。2B 业务方面，公司与工信部旗下信达传媒达成合作，共同推进青少年机器人技术培训教材的制定、等级考试规划和机器人赛事合作等。未来通过与国有出版公司股东的深度合作，乐博乐博的教育产品推广和 2B 业务的推进有望借助股东资源获得进一步发展。
- **投资建议：**2018 年 Q1-Q3，公司实现营收 13.68 亿元，+46%YOY；归母净利润为 7229 万元，+41%YOY，公司预计 2018 年实现净利 1.2-1.5 亿元。+30%-62%YOY，主要系教育业务板块业绩增长稳定，同时出版综合服务板块盈利能力持续提升。认知需求提升+政策持续催化下，未来 3-10 年 STEAM 教育有望持续享受行业红利。此外，印刷主业迎来快速增长主要原因是去产能背景下，公司作为印刷龙头企业，体现出较强竞争优势。

我们预计 18-20 年归母净利润为 1.31/1.54/1.83 亿元，对应 PE 为 24/21/17x，维持买入评级，目标价 13 元。

- **风险提示：**出版业务成本增加或环保要求增高；教育业务拓展不及预期；新开网点招生不及预期；行业竞争激烈；合作状况不及预期等风险。

【公司点评】三垒股份：美吉姆收购工作持续推进，已完成工商变更，高管拟增持彰显信心

事件

- 2018 年 11 月 29 日，公司公告重大资产重组实施最新进展。同日，公司公告部分高管拟于 6 个月内增持不少于 1600 万元股份。

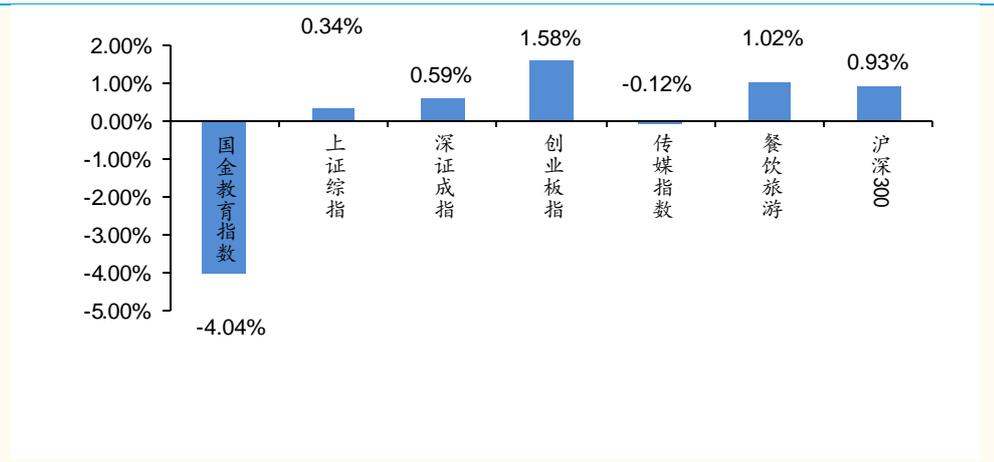
评论

- **收购美吉姆工作持续推进。**2018 年 11 月 29 日，三垒股份公告关于重大资产重组实施进展。11 月 26 日，三垒股份 2018 年第二次临时股东大会审议通过了重大资产重组相关事项。11 月 27 日，公司根据协议约定，向霍晓馨、刘俊君、刘祎、王琰、王沈北支付了股权转让价款 6.6 亿元。11 月 28 日，天津美杰姆教育科技有限公司领取了新的营业执照，美杰姆已经完成股东变更登记。
- **高管拟增持不低于 1600 万股份，彰显信心。**2018 年 11 月 29 日，公司公告部分高管拟于 6 个月内通过晋中竞价方式增持股份，合计增持金额不低于 1600 万元，公司董事长陈鑫、副总经理徐小强、副总经理田恩泽分别拟增持不低于 800、400、400 万元，未设定固定价格或价格区间，彰显管理层对于公司未来发展前景信心，管理层与其他股东利益保持一致，更有助于公司长期稳健发展。
- 美吉姆是成立于 1983 年，2010 年引入中国，遍布全球 30 个国家和地区，是极具国际竞争力的早期教育品牌。2018 年 6 月 6 日，三垒股份设立一家控股子公司（收购方）作为收购实施主体，三垒股份认缴 70% 的注册资本，第三方投资者认缴剩余 30% 的注册资本，拟以支付现金方式购买美吉姆 100% 股权，交易作价 33 亿元。本次交易对方为美吉姆的 5 位自然人股东。此次重大资产范围不包含美吉姆对外剥离的直营中心股权。美吉姆 2018/2019/2020 年业绩承诺分别不低于 1.80/2.38/2.90 亿元，同比增速分别为 111.5%、32.2% 和 21.8%。美吉姆的竞争力在于——①有先进的教学理念和课程设置、品牌影响力以及优秀的管理团队和企业文化，其创始团队拥有多年的教育企业销售和管理经验。②拥有完整的加盟设计体系，成熟的商业模式和精细化服务标准，加盟模式标准化，可复制和可扩张性强。
- **投资建议：**公司拟以现金收购美吉姆，通过概率较大，若假设美吉姆 2018 年并表，并考虑潜在财务费用支出影响，我们预计 2018-2020 年公司备考归母净利润为 1.53/1.69/1.78 亿元，备考 PE 分别为 41/37/35 倍。维持买入评级，目标价 22 元。
- **风险提示：**快速扩张过程中公司的管理难度加大，经营风险提高；公司原制造业业绩存在下滑风险；收购交易尚未完成仍存不确定性等风险。

一周行情回顾

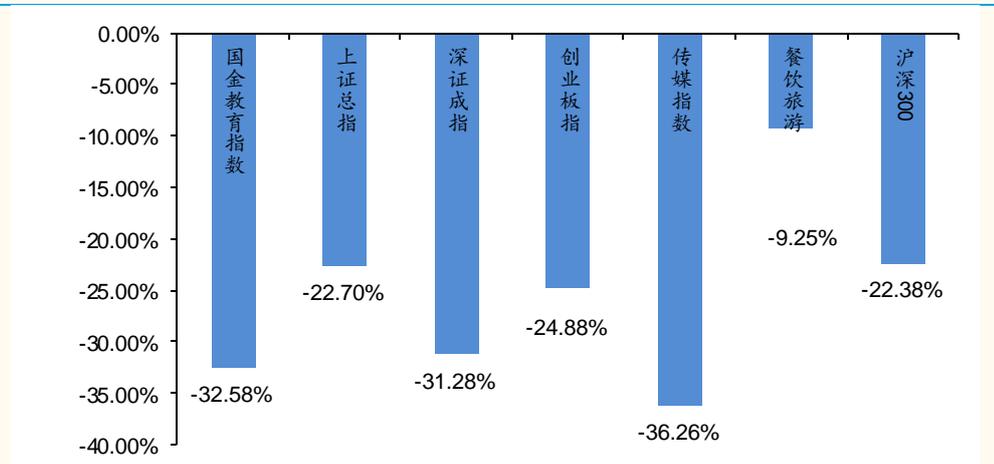
- 本周，国金教育指数涨跌幅-4.04%，上证指数 0.34%，深证成指 0.59%，创业板指 1.58%，传媒指数(中信)-0.12%，餐饮旅游(中信)1.02%，沪深300指数 0.93%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-32.58%，上证指数-22.70%，深证成指-31.28%，创业板指-24.88%，传媒指数(中信)-36.26%，餐饮旅游(中信)-9.25%，沪深300指数-22.38%。

图表 1：本周各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：年初至今各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

一周行业重点公告

- **【民生教育】(1569) 民生教育：须予披露交易：收购曲阜昌永企业管理咨询有限责任公司 51%的股权权益及曲阜远东职业技术学院委托管理安排**

民生教育 11 月 25 日发布公告，公司的合并附属实体重庆悦诚与卖方订立股权转让协议，用人民币 9180 万元获得曲阜昌永 51%的股权，并通过曲阜昌永间接持有远东学院 51%的举办者权益。本次股权交易交割完成后，重庆悦诚会以等值与 2520 万元的美元对价购买或民生教育直接或间接向卖方购买曲阜昌永额外 14%股权权益(包括间接股权权益)。远东学院位于山东省曲阜市，为一所全日制普通高等院校。2017-2018 学年，远东学院有在校生 5271 人。2018-2019 学年，远东学院有在校生 5417 人。远东学院 2018-2019 学年的学费约人民币 4300 元至 9680 元（学费视不同专业而定）。
- **【开元股份】(300338) 开元股份：关于签署《关于剥离制造业相关资产的框架协议》的公告**

开元股份 11 月 26 日发布公告，公司为集中公司资源，更加专注地发展职业教育事业，拟剥离与制造业相关的资产。公司拟将公司全资子公司长沙开元仪器有限公司 100%股权转让给公司控股股东罗建文先生。
- **【盛通股份】(002599) 北京盛通印刷股份有限公司发布关于大股东拟协议转让股份暨签署股份转让协议的公告**

盛通股份 11 月 27 日发布公告，公司大股东贾则平先生拟通过协议转让方式将其所持有的公司 2247 万股股份，占上市公司股份总数的 6.92%，转让给时代出版传媒股份有限公司。
- **【睿见教育】(6068) 睿见教育国际控股有限公司发布 FY2018 年报**

睿见教育 11 月 27 日发布公告，截止 2018.8.31 的 FY2018 年内，营收 12.5 亿元，+27%YOY；核心净利润 3.2 亿元，+30%YOY。2017/18 学年，招生总人数 43230 人，+36%YOY。
- **【枫叶教育】(1317) 中国枫叶教育集团有限公司发布 FY2018 年报**

枫叶教育 11 月 27 日发布公告，截止 2018.8.31 的 FY2018 年内，营收 13.4 亿元，+24%YOY；核心净利润 6 亿元，+40%YOY。2017/18 学年，招生总人数 33478 人，+28%YOY。
- **【中国高科】(600730) 中国高科集团股份有限公司发布关于授权处置可供出售金融资产的公告**

中国高科 11 月 28 日发布公告，截至 2018 年 11 月 28 日，公司持有国泰君安股份 157 万股，持有上海银行股份 103 万股。为提高公司资产流动性及使用效率，公司董事会同意授权管理层根据公司发展战略、证券市场情况以及公司经营与财务状况，择机通过二级市场处置公司持有的上述国泰君安及上海银行股份，授权期限为本事项经股东大会审议通过后至上述可供出售金融资产全部处置完毕为止。
- **【三垒股份】(002621) 大连三垒机器股份有限公司发布关于重大资产重组的进程公告**

三垒股份 11 月 28 日发布公告，2018 年 11 月 27 日，公司根据《收购天津美杰姆教育科技有限公司 100%股权之协议》向霍晓馨、刘俊君、刘祎、王琰、王沈北支付了股权转让价款 6.6 亿元。2018 年 11 月 28 日，天津美杰姆教育科技有限公司（以下简称“美杰姆”）领取了新的营业执照，美杰姆已经完成股东变更登记。
- **【三垒股份】(002621) 大连三垒机器股份有限公司发布关于公司部分高级管理人员增持计划的公告**

三垒股份 11 月 28 日发布公告，公司部分高管拟增持不低于 1600 万的公司股票，其中公司董事长陈鑫不低于 800 万元、副总经理徐小强、副总经理田恩泽均不低于 400 万元。

■ **【东方时尚】(603377) 东方时尚驾驶学校股份有限公司发布关于孙公司股权转让的公告**

东方时尚 11 月 30 日发布公告，东方时尚控股子公司东方时尚驾驶学校晋中有限公司拟与股东北辰正方集团晋中置业有限公司、晋中东方时尚全资子公司晋中东方时尚置业有限公司、东方时尚投资有限公司签署《股权转让协议》，晋中东方时尚向北辰正方、投资公司转让其持有的晋中东方时尚置业全部股权，转让对价为人民币 3000 万元。

■ **【勤上股份】(002638) 东莞勤上光电股份有限公司发布关于退出深圳英伦教育产业有限公司相关事项的公告**

勤上股份 11 月 30 日发布公告，深圳英伦教育将以 7260 万元人民币回购东莞勤上光电股份有限公司对其持有的 30% 的股权，回购股权后将依法进行注销减资；傅皓将以 2,420 万元人民币受让本公司持有的英伦教育 10% 股权。

■ **【亚夏汽车】(002607) 亚夏汽车股份有限公司发布关于资产重组获得中国证券监督管理委员会核准的公告**

亚夏汽车 11 月 30 日发布公告，亚夏汽车收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准亚夏汽车股份有限公司重大资产重组及向鲁忠芳等发行股份购买资产的批复》。将在 12 月内按照已经披露的方案进行并购重组业务。

一周行业重点新闻

■ 北京市人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见

11月29日，北京市政府发布《北京市人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》及《北京市民办学校分类登记办法》《北京市营利性民办学校监督管理办法》。指出：对民办学校(含其他民办教育机构)实行非营利性和营利性分类管理。非营利性民办学校举办者不取得办学收益，办学结余全部用于办学；营利性民办学校举办者可以取得办学收益，办学结余依据国家有关规定进行分配。

■ 教育部解读学前教育新政：

11月28日，教育部召开新闻发布会解读《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》。此次教育部解读，五大点值得关注：①进一步确立了学前教育公益普惠的基本方向和发展目标；②对民办幼儿园支持政策没有变，抑制非理性快速扩张行为；③幼教构成结构规划，未来营利性的民办园占总体20%的空间；④对小区配套园进行整改；⑤《学前教育法》，列入了全国人大立法进程。

■ 深圳：“新中考”方案出台，考生综合素质表现与招生录取挂钩

芥末堆11月26日讯，今日，深圳市教育局发布《深圳市教育局关于进一步推进高中阶段学校考试招生制度改革的实施意见》。此次改革有四项主要内容，即完善初中学业水平考试、规范综合素质表现评价、改革招生录取模式和加强考试招生管理。此次《实施意见》的亮点在于：合理设置计分科目，采用“4+4”考试方案，即语数英体+道德与法治和理化。综合素质表现评价分五个维度呈现等级，评价模式关注对学生的过程性评价和全面评价，促进学生均衡发展，更为科学合理。实验操作以等级呈现，强调学生的动手能力。体育与健康侧重平时成绩，以此促进学生加强平时体育锻炼。

■ 宝宝树正式登陆港交所，发行价6.8港元

11月27日，宝宝树登陆港交所上市交易，发行价6.8港元。截至本周末收盘价6.83港元。宝宝树2017年MAU高达1.39亿，是中国最大、最活跃的母婴类社区平台，致力于连接及服务年轻家庭。强大的社交功能和优质内容是宝宝树小区平台的两大支柱。

■ 科苑教育完成A轮5000万元融资

芥末堆11月27日讯，科苑教育于今年7月完成A轮5000万元融资。科苑教育于2000年成立在大连，通过收并购，从K12教育培训机构发展成为拥有近40家直营校的科苑教育集团。科苑教育旗下现有科苑学校、智邦商学院、高考学院、名师学苑、智学国际、美苑美术、乐学营、悠学堂、Bang学堂几大品牌。

■ 河北省将艺术培训、体育培训、科技普及纳入整改范围

芥末堆11月28日讯，河北省教育厅印发《河北省校外培训机构设置与管理办法》，明确了校外培训机构的概念、设置标准、审批流程、办学规范以及变更和终止。《办法》将面向中小学生举办的学科培训、艺术培训、体育培训、科技普及、社会实践活动等各类形式的非学历文化教育培训机构，统称为“校外培训机构”。

■ 教师网拟终止挂牌

鲸媒体11月28日讯，教师网发公告称，因自身经营发展及长期战略发展规划的需要，拟向全国中小企业股份转让系统申请股票终止挂牌。公告表示，为保护公司异议股东的合法权益，公司实际控制人承诺，实际控制人或实际控制人指定第三方将对异议股东所持公司股份进行回购。

■ 浙江普及残疾儿童学前教育，至2020年入园率将达90%

芥末堆 11 月 30 日讯，浙江省教育厅、浙江省民政厅、浙江省卫生健康委员会、浙江省残疾人联合会就加强残疾儿童学前教育提出相关指导意见。按照意见要求，浙江省到 2020 年将基本普及残疾儿童少年十五年基础教育，以持证残疾儿童计，学前三年入园率将达到 90%。

■ **300 平以下不合格，北京市正式明确培训机构“办学标准”**

芥末堆 11 月 30 日讯，北京市教委发布《北京市民办教育培训机构办学标准（暂行）》，正式明确北京市校外培训机构的办学标准。其中第十三条规定，教育机构的办学场所，建筑面积应大于 300 平方米（不含 300 平方米），给教育机构的办学场所设下了硬性门槛。《办学标准》全文包括总则、组织机构、场所及相关安全保障、教育教学、资产财务与收费和附则六个章节，共 27 条。

■ **天津：12 月起中小学全面普及性别平等教育**

芥末堆 11 月 30 日讯，天津市妇儿工委、市教委、市妇联三部门联合下发《关于在我市中小学开展性别平等教育的通知》，2018 年 12 月开始，在全市中小学校实施性别平等教育工作。

风险提示

■ 政策环境变化带来的风险。

- ①2018年11月15日，国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，对幼儿园行业做出严格限制，或对相关上市公司幼儿园业务发展产生负面影响，未来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。其他阶段的学校并未在《意见》涉及范围之内，而总体来说，小学初中部分仍存在一定政策不确定性，而高中及高校部分相对而言政策稳定性更强。
- ②2018年8月10日发布的民促法送审稿引发了资本市场情绪上巨大的波动。我们认为《送审稿》精神本身主要目的在规范，而不在禁止，本意并非限制民办学校的发展。对于可以选择为营利性的学校而言，主要对税率和土地有影响——税率方面，这部分未来所得税率有可能会提升10%左右，土地方面，若转为营利性学校需补交土地出让金，考虑多年折旧对公司利润影响较小。K9义务教育阶段（小学和初中）只能选择非营利性，预计可以通过方案设计，进行管理服务相关的合作，利润以管理费的方式输出。但由于民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，K9部分可能会受到更强的监管，对相关K9公司造成一定影响，利润未来能否完全导出仍存不确定性，具体影响力度尚不明确。

- **幼儿园经营风险。**幼儿园的受众多为3-6岁的孩童，该阶段学生尚未产生自我意识且较难管理，因此难以像中小学、高校一样形成较大规模。若幼儿园数量众多，形成一定规模，网点分散，同时生师比较低导致幼儿园员工数量众多，整体管理难度加大。幼儿园行业整体师资力量较弱，单园收入规模受限，因此幼儿园就职人员的薪资待遇低于其他教育阶段。因此，幼儿园教育行业，由于其经营特性、行业特性的因素，导致行业发生经营风险的概率较大。
- **新开学校招生或不及预期。**新开学校可能在新进入城市尚没有形成较高知名度，或者当地存在竞争力较强的地方学校品牌，新校招生存在不及预期可能性，从而影响相关公司营收和利润的良好增长。
- **商誉减值风险。**A股教育公司中涉及收并购较多，相较其他行业，商誉占比较高，商誉减值测试趋严，或对其利润造成一定影响。
- **扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘和校长人才可能出现短缺，导致生师比过高，从而影响教学质量，对教育品牌产生一定负面影响，若教师存在短缺，教师成本有上升风险，或拉低相关公司整体利润率。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH