

职教改革新政策发布，全面利好港股高等教育

增持（维持）

2019年02月17日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

投资要点

■ 本周，国务院发布《国家职业教育改革实施方案》，政策端利好高等教育。1) 鼓励依靠发展高等职业教育提升高等教育毛入学率；2) 明确鼓励企业和社会力量办学，支持集团化发展，消除此前市场对政策疑虑带来的恐慌；3) 明确职业院校实施学历教育与培训并举的法定职责，为高等教育公司提供轻资产扩张业务的新方向；4) 全方面推动职业教育校企合作，利好目前已广泛开展校企合作的港股高等教育学校。我们认为新政策充分利好高等学历职业教育，港股高教类标的将充分受益。考虑到18年8月民促法送审带来高教版块估值大幅回落、以及高教公司业绩的稳定性，对港股高教板块继续保持推荐。

■ 政策梳理：消除政策恐慌，全面利好港股高等教育。职业教育分为学历和非学历两块，其中学历职业教育包括中专、职高、技校等中等职业教育和大专等高等职业教育，非学历职业教育包括中公、华图等以考证为主的机构和达内、东方教育等以职业技能培训为主的机构。我们认为此次政策主要针对学历职业教育，因此在港股上市的、以举办应用型大学为主营业务的高教类标受益最为充分。

1) 鼓励依靠发展高等职业教育提升高等教育毛入学率。若假设公办学生人数保持此前数年年均2%左右的增长，若要达到目标毛入学率，民办高教的复合增速需超过8%。因此我们看到在此次《方案》指导下，支持高教毛入学率提升的刚性需求可能将通过大力发展高等职业教育来实现。2) 推动企业和社会力量办学，支持集团化发展，消除市场对政策的疑虑。此次政策也明确了要加快政府职能转变，由举办者的定位向统筹管理转，同时建设多元办学格局，鼓励发展股份制、混合所有制职业院校和培训机构，目标2020年初步建成300个示范性职业教育集团，从侧面肯定了高等教育教育集团化办学的合法性。3) 明确职业院校实施学历教育与培训并举的法定职责，为高等教育公司提供轻资产扩张业务的新方向。由于举办学历教育相对资产较重，而培训机构相对资产较轻便于快速扩张，该项政策有利于高等教育公司利用已有的学校资产迅速扩张培训业务，用相对小的代价找到新的业务增长点。4) 全方面推动职业教育校企合作，利好目前已广泛开展校企合作的港股高等教育学校。

■ 高等教育是重资产行业，尤其是本科牌照稀缺、新增学额有限，因此并购是行业的基本发展模式，我们认为并购也能为股东带来价值。目前本科收购价格基本为单个学生7-10万，按平均学费1.5万计算，当收购大学运营完善之后ROI在8%~10%左右（若考虑杠杆，对于股东带来的ROI均能在10%以上），对于业务稳定性极强的高等教育而言，这样的回报率我们认为可以接受的。目前高教类上市公司的资金、项目资源上均在行业内处于优势地位，且行业集中度依旧具有提升空间，因此目前来看依靠并购为主的发展模式依旧能为股东带来价值。

■ 从估值水平来看，目前高教类板块估值依旧较低。18年8月民促法送审带来高教版块估值大幅回落，目前估值水平在13倍左右，依旧处于较低的位置。虽然内生增长有限，但是外延扩张能够贡献业绩弹性，叠加政策利好、未来资产由重转轻或将带来估值水平提升至15-20倍，我们继续看好以就业为导向办学的港股高教类标的，继续推荐民生教育（13X）、宇华教育（12X）、希望教育（13X）、新高教集团（17X）、中教控股（25X）、新华教育（14X）。

■ 风险提示：政策落地尚有不稳定性；各学校招生规模不及预期

行业走势



相关研究

1、《民办教育行业投资框架思考：新起点，大时代》2018-07-08

内容目录

1. 职教改革新政策发布，全面利好港股高等教育	4
1.1. 我们的观点	4
1.2. 政策梳理：消除政策恐慌，全面利好港股高等教育	4
1.3. 港股高教板块上市公司观点与估值梳理	6
2. 本周行情回顾	7
3. 本周行业重点新闻	8
3.1. 公司公告	8
3.2. 行业新闻	8

图表目录

图 1：各上市公司校企合作情况	5
图 2：全国及各上市公司民办大学数量	6
图 3：相关标的估值情况	7
图 4：本周相关标的涨跌幅	7

1. 职教改革新政策发布，全面利好港股高等教育

1.1. 我们的观点

本周，国务院发布《国家职业教育改革实施方案》，政策端利好高等教育。1) 鼓励依靠发展高等职业教育提升高等教育毛入学率；2) 明确鼓励企业和社会力量办学，支持集团化发展，消除此前市场对政策疑虑带来的恐慌；3) 明确职业院校实施学历教育与培训并举的法定职责，为高等教育公司提供轻资产扩张业务的新方向；4) 全方面推动职业教育校企合作，利好目前已广泛开展校企合作的港股高等教育学校。

我们认为新政策充分利好高等学历职业教育，港股高教类标的将充分受益。考虑到18年8月民促法送审带来高教板块估值大幅回落、以及高教公司业绩的稳定性，对港股高教板块继续保持推荐。

1.2. 政策梳理：消除政策恐慌，全面利好港股高等教育

职业教育分为学历和非学历两块，其中学历职业教育包括中专、职高、技校等中等职业教育和大专等高等职业教育，非学历职业教育包括中公、华图等以考证为主的机构和达内、东方教育等以职业技能培训为主的机构。我们认为此次政策主要针对学历职业教育，因此在港股上市的、以举办应用型大学为主营业务的高教类标受益最为充分。

1、鼓励依靠发展高等职业教育提升高等教育毛入学率

《方案》提出，要通过发展高等职业教育使城乡新增劳动力更多接受高等教育，在学前教育、护理、养老服务、健康服务、现代服务业等领域都将扩大招生规模。根据教育部17年我国高等教育毛入学率45.7%，20年的毛入学率目标是50%。

若假设公办学生人数保持此前数年年均2%左右的增长，若要达到目标毛入学率，民办高教的复合增速需超过8%。因此我们看到在此次《方案》指导下，支持高教毛入学率提升的刚性需求可能将通过大力发展高等职业教育来实现。

2、推动企业和社会力量办学，支持集团化发展，消除市场对政策的疑虑

我国的办学模式长期以来是以政府举办为主，但高等教育尤其是职业教育注重贯彻产教融合的教学理念，需要培养适合社会发展、企业所需的复合型高质量应用人才，仅靠政府单一力量是无法顾及到各行各业的人才缺口补齐。因此，此次政策也明确了要加快政府职能转变，由举办者的定位向统筹管理转，同时建设多元办学格局，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和培训机构，目标2020年初步建成300个示范性职业教育集团，从侧面肯定了高等教育教育集团化办学的合法性。

3、明确职业院校实施学历教育与培训并举的法定职责，为高等教育公司提供轻资

产扩张业务的新方向

本次政策明确提出“落实职业院校实施学历教育与培训并举的法定职责，按照育训结合、长短结合、内外结合的要求，面向在校学生和全体社会成员开展职业培训。自2019年开始，围绕现代农业、先进制造业、现代服务业、战略性新兴产业，推动职业院校在10个左右技术技能人才紧缺领域大力开展职业培训。”

由于举办学历教育相对资产较重，而培训机构相对资产较轻便于快速扩张，该项政策有利于高等教育公司利用已有的学校资产迅速扩张培训业务，用相对小的代价找到新的业务增长点。

4、全方面推动职业教育校企合作，利好目前已广泛开展校企合作的港股高等教育学校

此次《方案》明确鼓励校企合作，实施的举措包括推动本科院校向应用型转变、启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点、打造实训基地、建设“双师型”教师队伍、给予相关企业“金融+财政+土地+信用”的组合式激励等等，核心在于衔接传统理论教学和高质量的职业培训。

同时，《方案》对未来的教育经费投入给出了明确的指引：各地在继续巩固落实好高等职业教育生均财政拨款水平达到12000元的同时，投入要进一步突出改革导向，支持校企合作，注重向中西部、贫困地区和民族地区倾斜。港股高等教育学校目前均已开展大量的校企合作项目，此次政策的明确鼓励和激励政策有望利好这些学校。

图1：各上市公司校企合作情况

上市公司	校企合作情况
民生教育	57个实验实训室及120多个校外实训基地
宇华教育	与富士康、索尼电子、纬创资通、新浪、百度、腾讯、中石油、中石化、中移动、南航、海航等知名企业开展校企合作
希望教育	与超过500家企业及其他机构签订了校企合作协定，聘用了超过80名专家作为兼职教职员工，建立了超过300个校外实习实训基地
新高教集团	共同制定教育方案，企业专家兼职授课，校企合作单位覆盖商业会计、信息科技、建筑装潢、医疗护理及百强企业，包括安永、中国银行、百度、京东、阿里等
中教控股	联合开发课程、共建培训基地、订单培养模式、技术骨干联合培养模式等，和超过400家企业建立长期合作关系，如希尔顿、洲际、博世、西门子、Oracle、宝马、日产、中国移动、中国电信等
中国新华教育	与超过65家企业合作，并在学校内外联合设立实训基地，其中1个国家级大学生外部职场教育基地、4个省级校企合作教育基地；与40多家企业订立“订单班”合作协议，根据企业需求定向培养学生；合作设置186个实训室以模拟实践环境

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 港股高教板块上市公司观点与估值梳理

首先，高等教育是重资产行业，尤其是本科牌照稀缺、新增学额有限，因此并购是行业的基本发展模式，我们认为并购也能为股东带来价值。目前本科收购价格基本为单个学生 7-10 万，按平均学费 1.5 万计算，当收购大学运营完善之后 ROI 在 8%~10% 左右（若考虑杠杆，对于股东带来的 ROI 均能在 10% 以上），对于业务稳定性极强的高等教育而言，这样的回报率我们认为是可以接受的。

目前高教类上市公司的资金、项目资源上均在行业内处于优势地位，且行业集中度依旧具有提升空间，因此目前来看依靠并购为主的发展模式依旧能为股东带来价值。

图 2：全国及各上市公司民办大学数量

民办大学数量（考虑新并购院校）	
全国	本科426所+专科320所
民生教育	本科5所+专科4所
宇华教育	本科3所（1所海外）
希望教育	本科3所+专科7所
新高教集团	本科4所+专科3所
中教控股	本科4所+专科1所
中国新华教育	本科3所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从估值水平来看，目前高教类板块估值依旧较低。18 年 8 月民促法送审带来高教版块估值大幅回落，目前估值水平在 13 倍左右，依旧处于较低的位置。虽然内生增长有限，但是外延扩张能够贡献业绩弹性，叠加政策利好、未来资产由重转轻或将带来估值水平提升至 15-20 倍，我们继续看好以就业为导向办学的港股高教类标的，继续推荐民生教育（13X）、宇华教育（12X）、希望教育（13X）、新高教集团（17X）、中教控股（25X）、新华教育（14X）。

民生教育：目前已有的加上正进行并购、新建的共有 12 所学校，学生人数 43,344 人，18H1 账面现金+理财 19.5 亿，有息负债仅 0.6 亿，同时手握 100 亿低利率贷款额度，未来依旧有并购的可能。公司 19 年/20 年利润对应 PE13/12 倍。

宇华教育：K-12 至大学一条龙学历教育提供商，目前旗下涵盖 8 所幼儿园、6 所小学、7 所初中、5 所高中及 3 所大学共 29 所学校（其中新收 1 家海外学校），学生人数 93,108 人，其中大学分部收入占比超 50%，18H1 账面现金+理财 20.1 亿，有息负债 5.3 亿，资金充沛。公司 19 年/20 年利润对应 PE12/11 倍。

希望教育：品牌实力雄厚，旗下经营 9 所学校，包括 3 所本科、5 所专科、1 所技师学院，学生人数 73,512 人，18 年计划自建 2 所专科，18H1 账面现金+理财 3.4 亿，IPO

募资共计 32 亿，有息负债 29.4 亿。公司 19 年/20 年利润对应 PE13/10 倍。

新高教集团：以高质量应用型本专科教育为特色，旗下共有 7 校实现全国性布局，学生人数 57,469 人，18H1 账面现金+理财 5.7 亿，有息负债 15.7 亿。公司 19 年/20 年利润对应 PE17/14 倍。

中教控股：在不考虑新并购学校的基础上共有 7 所学校（19 年又收购 1 家本专科院校），学生人数 121,315 人，18H1 账面现金+理财 18 亿，有息负债仅 2.4 亿。公司 19 年/20 年利润对应 PE25/22 倍，PE 较高的原因一方面是其学校规模大、有规模优势，另外账上资金充足，有望持续进行并购。

中国新华教育：长三角最大的民办高教龙头，旗下内生 2 校，外延收购稀缺临床医学院贡献新增长，19 年又收购 1 家本科院校，学生人数 34,889 人，18H1 账面现金+理财 15.6 亿，无有息负债。公司 19 年/20 年利润对应 PE14/12 倍。

图 3：相关标的估值情况

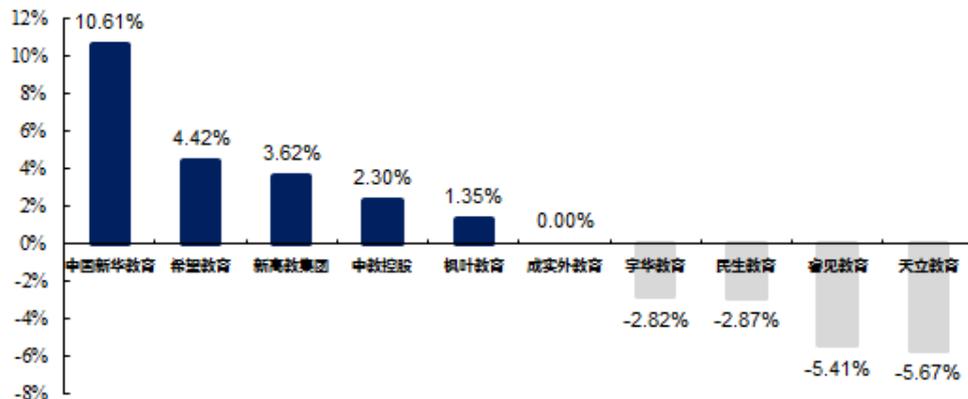
证券名称	人民币市值 (亿元)	归母净利润 (亿元) (18E)	对应PE	归母净利润 (亿元) (19E)	对应PE	归母净利润 (亿元) (20E)	对应PE	最新学生 人数 (人)	现金+理财 (亿元) (18FY/18H1)	有息负债 (亿元) (18FY/18H1)
中教控股	217	6.7	32	8.7	25	9.9	22	121,315	18.0	2.4
宇华教育	94	5.3	18	7.7	12	8.4	11	93,108	20.1	5.3
希望教育	68	3.6	19	5.3	13	6.9	10	73,512	3.4	29.4
新高教集团	60	2.9	20	3.6	17	4.3	14	57,469	5.7	15.7
民生教育	59	3.4	17	4.4	13	5.0	12	43,344	19.5	0.6
中国新华教育	38	2.3	17	2.7	14	3.2	12	34,889	15.6	0.0
成实外教育	102	3.6	28	4.9	21	7.2	14	45,779	4.3	8.7
枫叶教育	97	5.4	18	7.0	14	8.8	11	36,564	25.8	4.3
睿见教育	62	3.1	20	4.1	15	5.2	12	51,520	10.1	21.3
天立教育	33	1.8	18	2.5	13	4.1	8	28,998	3.4	5.3

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所，其中睿见教育来自 Wind 一致预期；人民币对港币汇率为 1.1605

2. 本周行情回顾

本周恒生指数下跌 0.16%，高教板块受政策端利好影响上涨，其中中国新华教育(+10.61%)、希望教育(+4.42%)、新高教集团(+3.62%)涨幅居前。

图 4：本周相关标的涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 本周行业重点新闻

3.1. 公司公告

【宇华教育 收购】

公司 2 月 12 日发布公告，以 2787 万美元收购斯坦福国际大学，已以公司发行可换股债券的部分所得款项净额支付。目标学校在泰国曼谷、华欣共设有 3 个分校，提供国际及泰国本科和研究生学位课程，服务来自 100 个国家超过 4000 名学生，17 年度净利润亏损 383 万美元。

3.2. 行业新闻

【国务院印发国家职业教育改革实施方案】

《方案》提出，到 2022 年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群）。推动企业和社会力量多元办学，支持集团化发展，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和培训机构，培育数以万计的产教融合型企业，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”制度试点工作。同时，教育经费支持校企合作，向职业教育倾斜。（芥末堆）

【教育部：今年将修订中小学教师资格考试办法、考试大纲】

2 月 15 日，教育部召开发布会，教育部教师工作司司长任友群表示，2019 年教育部关于建设教师队伍的做法主要包括以下几点：建立通报制度，启动修订教师法；清理中小学教师教育教学无关活动，减轻中小学教师负担；出台加强新时代师德师风建设的意见；支持师范院校建设，建立事业编制周转池；修订中小学教师资格考试办法，提高入职门

槛；保障教师待遇，将出台制度性文件；加强乡村和贫困地区教师队伍建设等。（芥末堆）

【北京连发两文规范幼儿园管理】

2月14日，北京市教委发布《北京市普惠性幼儿园认定与管理办法（试行）》，申报普惠性幼儿园必须满足两个条件：1、登记性质为非营利性；2、在北京市幼儿园办园质量督导评估中评价结果获得C类及以上。15日，北京市教委、北京市人民政府教育督导室联合印发《北京市幼儿园办园质量督导评估办法（试行）》。《评估办法》总分设为1000分，评估结果设A、B、C、D四个等级，其中达到A、B两个等级的幼儿园，方可参与《标准》附加分项的评定。（多知网）

【好未来收购美国升学考试辅导品牌 Ready4】

近日，好未来收购了美国在升学考试辅导企业 Ready4（前身是 LTG Exam Prep Platform, Inc.）。Ready4 成立于 2012 年，主要在美国波士顿和以色列特拉维夫两地经营。Ready4 的业务以移动端为主，并以 AI 技术为驱动，为 C 端学生提供 GMAT、GRE、SAT、ACT、PSAT 和 MCAT 备考课程，以及针对 MBA、研究生、法学院和本科等入学考试的咨询服务。（芥末堆）

【电光科技投资设立光雅教育，开展国际教育培训业务】

2月14日，A股上市企业电光科技发布公告称，旗下控股子公司上海雅力信息科技有限公司计划与上海育约教育科技有限公司、上海当途教育科技有限公司投资3000万元设立上海光雅教育科技有限公司，雅力科技将占股80%，主要目的是开展相关国际教育培训业务。（芥末堆）

【中汇集团控股有限公司向联交所递交招股书拟赴港上市】

根据招股书，中汇集团在2016年、2017年、2018年截至8月31日止年度的营收分别为5.73亿元、6.04亿元、6.36亿元，同期内，中汇集团的期内利润分别为1.34亿元、1.61亿元、1.75亿元。2018年截至10月31日两个月，中汇集团的营收为1.17亿元，期内利润为0.4亿元。（多知网）

【互联网幼教平台“壹点壹滴”宣布已完成数千万元 Pre-A 轮融资】

本轮融资由盛景嘉成、坤言资本共同领投。壹点壹滴创始人兼 CEO 王红兵介绍，此次融资将主要用于在全国范围内对幼教人才的招聘，加大“紫荆新父母成长平台”的建设及市场开拓等方面。（多知网）

风险提示：

- 1、政策落地尚有不稳定性；
- 2、各学校招生规模不及预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

