

教育

内外双驱，路径分明

民办高教在高等教育中承担重要角色。民办高校是应用型 and 职业技能型高校的重要组成部分（分别占51%/30%），在教育经费占比下降的背景下，民办高校是毛入学率目标的重要支撑。目前全国民办高校数量746所，占比约30%，其中本科/专科分别有426/320所（本科中包含独立学院265所）。整体在校人数保持低单位数增长，其中民办本科和大专贡献主要增量；本科和专科院校分别招生411/351万，民办占比25%/23%。综合考虑出生率和高教招生指导方针，预计2018年民办高教700亿左右（18-23CAGR8.6%）。

政策导向：分类管理，产教融合，立足长远。职教在缓解结构性就业矛盾中有重要意义（每年新增劳动力中70%来源于职业院校），是为国家培养人才梯队的重要路径。正因如此，2019年2月国务院发布《国家职业教育改革实施方案》尤为重要，2019年4月教育部等部门发布三项配套政策。职教改革的短期催化体现在2019年高职院校100万的扩招计划，长期方向是产教融合，旨在增强人才就业竞争力，“1+X”机制将为高校带来多元收入。与此同时，《民促法》正式开启分类管理时代，伴随地方政策的落实与细化，我们认为民办高校将实现从非营利性向营利性的平稳过渡，保持自主办学的市场化与灵活性，在扩张速度与盈利能力上享受更大的弹性。

成长路径：收购虽是必经之路，内生增长仍不可小觑。①**内生增长：**学校内生增长主要依赖于在读人数的增长，其跳跃式快速增长来源于伴随校区扩建、专升本、独立学院转设期、新增专业带来的学额增长，其中专升本和独立学院转设带来的学额快速增长周期在6年左右；学费提价通常以三年为周期，平均每年边际影响在3-5%左右。②**外延收购：**单体学校受制于土地面积和容量，长期增长空间有限，要实现更长周期维度的增长则需要外延扩张。在本科牌照趋紧的背景下，叠加鼓励独立学院转设的政策红利期，收购成为更优路径，收购独立学院是获得本科牌照最高效的路径之一。2017年至今，民办高教上市公司借力资本化平台加速整合，集中度提升（前8家公司学校数量市占率6.4%）。

各个高教集团差异在哪里？①**区域差异：**民办高校以就业为导向，发展也表现出明显的区域属性。高等教育资源在区域分布上不均衡，毛入学率低的区域有望获得更多政策支持（如云贵川、甘肃、江西等中西和西南部地区）。②**单校运营：**三大定量看质地（录取分数线/报道率/就业率），三大拐点看成长性（扩建期/专升本/转设期），中教/民生/新华/科培教育旗下分别拥有4/3/3/1所处在以上周期的学校，且旗下拥有更多竞争力较强的学校。③**集团办学：**综合考验收购能力、资金能力（自有资金/融资成本率/有息负债率）、整合能力三大要素，其中中教/民生自有资金充足，杠杆率低且融资能力较强，初步验证自身整合能力，判断后续持续收购和整合投入实力依然强劲；科培/新华依然有自有资金支持外延，收购能力尚需时日验证。

投资策略。民办高教是毛入学率目标的重要支撑，是技能型专业人才力量的重要供给。伴随《职教改革方案》和配套政策的落地，政策导向和发展方向基本明朗。资本市场进一步加速整合，民办高教进入内生+外延双重驱动的增长阶段。行业2019年PE在15倍（不考虑较高的中教控股在13倍），处在历史较低水平。基于以上评估体系，优选学校竞争力强、成长空间大、资金和融资实力强的公司，结合当前估值，核心推荐**民生教育、中国科培、新华教育**，重点关注**中教控股、希望教育**。

风险提示：民促法实施条例终稿未落地等政策风险；分类管理后所得税提升影响盈利能力；收购进度不达预期；2019年高校扩招实际报道低于预期。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
01569	民生教育	买入	0.08	0.11	0.12	0.13	15.1	11.2	10.2	9.5
01890	中国科培	买入	0.17	0.20	0.25	0.30	18.3	15.3	12.6	10.5
02779	中国新华教育	买入	0.16	0.18	0.21	0.25	14.9	12.9	11.3	9.6
00839	中教控股	增持	0.29	0.37	0.44	0.50	33.4	26.4	22.0	19.3
01765	希望教育	增持	0.05	0.07	0.08	0.09	22.6	16.5	13.7	12.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：中教控股2018年PE对应2018完整财年净利润；希望教育2018年和2019年EPS为调整激励费用后

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵臻璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

相关研究

- 《教育：职教改革执行力度超预期，我们怎么看？》
2019-04-07
- 《《中国教育现代化2035》点评：政策频发的背景及《中国教育现代化2035》透露的机会》
2019-02-24
- 《教育：强调职教战略地位，鼓励产教融合发展》
2019-02-13



请仔细阅读本报告末页声明

内容目录

民办高教在高等教育中承担重要角色	5
民办高校数量占比 30%，是职业教育的重要提供者	5
经费占比下降的背景下，毛入学率目标的重要支撑	6
预计民办高教规模 700 亿左右，五年 CAGR 8.6%	8
政策导向：分类管理，产教融合，立足长远	10
《职教改革》和配套政策相继落地，产教融合+“1+X”是重要方向	10
《民促法》开启分类管理，民办高教进入新阶段	12
成长路径：收购虽是必经之路，内生增长仍不可小觑	16
内生增长：关注学校扩建、专升本、转设带来量价双升周期	16
外延收购：本科牌照趋紧，叠加独立学院转设红利期，收购成为更优路径	18
集团化办学已具雏形，探索多元收购路径	21
各个高教集团差异在哪里？	23
区域差异：资源错配，毛入学率低的区域有望获得更多政策支持	23
单校运营：三大定量看质地，三大拐点看成长性	26
集团办学：考验收购能力、资金能力、整合能力三大竞争要素	29
收购能力：关注标的质地，集团化办学初期通常伴随资产周转率下降	29
资金能力：关注现金充足、有息负债率低、融资成本低的公司	30
整合能力：路径多元，表现为在校人数增长和利润率提升	32
投资策略	33
风险提示	34
重点公司	36
民生教育：收购学校有望梯次并表，量价增长潜力大	36
中国科培：华南高教龙头，质地优异量价双升	37
新华教育：2019 年整合开启，外延持续	38
中教控股：领跑高教行业，加速整合之路	39
希望教育：高教巨擘，外延持续	40
附录图表	41

图表目录

图表 1：升学路径两大维度不同教育阶段划分	5
图表 2：2017 年国内高等学校结构拆分（单位：所）	5
图表 3：2017 年本科院校和专科院校中民办数量占比	6
图表 4：2004-2017 年我国公办和民办高校数量和民办占比（右轴）变化	6
图表 5：2004-2017 年普通高校在校人数及同比增速（万人；%）	6
图表 6：2008-2017 年本科和专科院校招生人数民办占比	6
图表 7：2006-2020E 年国内高等教育毛入学率情况（%）	7
图表 8：“十二五规划”及“十三五规划”关于高等学校数量的表述	7
图表 9：2007-2016 年教育经费支出结构（按学段）	8
图表 10：2007-2017 年生均公共财政预算教育事业费结构（按学段）	8
图表 11：民办学校办学经费占全国财政经费比例（亿元；%）	8
图表 12：1980-2024E 我国出生人口和预测（左轴：新增人口，万人；右轴：出生率，%）	9

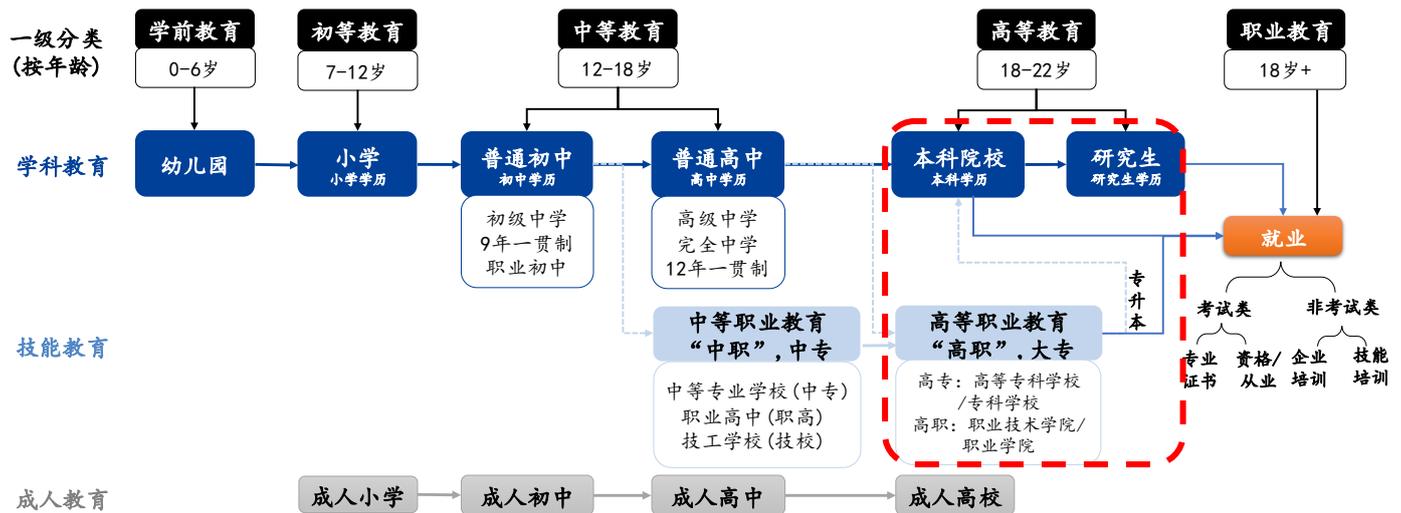
图表 13: 2010-2024E 由出生率测算高等教育适龄人口 (单位: 万人, 19-22 岁)	9
图表 14: 2017-2023E 高等教育市场规模拆分及测算 (亿元)	10
图表 15: 升学路径人数演示 (单位: 万人, 以 2017 年数据为例)	11
图表 16: 2019 年职业教育相关政策一览	12
图表 17: 高等教育指导政策及相关法律条例	13
图表 18: 民促法修订历程	13
图表 19: 全国各省市《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》一览 (截至 2019 年 1 月)	14
图表 20: 《民促法》及相关政策关于定价、土地、税收政策等条例细则	14
图表 21: 营利性 & 非营利性学校性质属性对比	15
图表 22: 《鼓励外商投资产业目录 (征求意见稿)》对部分省份投资开放总结	16
图表 23: 广东理工学院本科在校人数和增速 (左轴: 人数, 右轴: 增速)	17
图表 24: 广东理工学院学生构成	17
图表 25: 2014-2017 年教育部本科招生学额 (万人; %)	17
图表 26: 上市公司旗下单体学校本科及专科学费涨幅对比	18
图表 27: 2014-2017 年民办高教公司招生人数 (仅内生) 增长及复合增速 (万人; %)	18
图表 28: 高教集团三种主要扩张方式	19
图表 29: 2004-2015 年独立学院在校大学生人数及在民办高校学生数中占比 (万人; %)	20
图表 30: 2004-2016 年独立学院数量变化 (个)	21
图表 31: 2008-2017 年独立学院数量变化	21
图表 32: 独立学院省分布	21
图表 33: 高教公司收购案例总结 (单位: 亿元, 截至 2019 年 4 月)	22
图表 34: 各集团学校数量占民办高等学校总数 (左轴: 人数, 万人, 右轴: 份额, %)	23
图表 35: 各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数 (左轴: 人数, 万人, 右轴: 份额, %)	23
图表 36: 各省市高考人数及本专科学校/高考人数分布比 (万人; 所/万人)	24
图表 37: 2017 年各省市毛入学率和优质资源分布 (每一万高考考生对应双一流院校学校数量)	24
图表 38: 2017 年各省市高等教育毛入学率比较 (红色线为全国水平, %)	25
图表 39: 各省市不同教育阶段收费定价开放政策对比	25
图表 40: 民办高校集团学校地域分布 (截至 2019 年 4 月, 包括收购中未并表学校, 包括中专和高中)	26
图表 41: 学校质地衡量三大指标	27
图表 42: 上市公司部分学校录取线和所在省份同一批次录取线差额 (2013-2017 年平均)	27
图表 43: 2017 年民办高教公司旗下学校就业率对比	28
图表 44: 高教集团旗下学校成长性探讨	28
图表 45: 2017 年民办高教公司整体利用率 (%)	29
图表 46: 各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数	29
图表 47: 2015-2018 年民办高教公司资产周转率变化	30
图表 48: 2018 年民办高教公司 ROE 杜邦拆分 (按 ROE 自大到小排列)	30
图表 49: 民办高教公司资金实力和近期 CAPEX 计划 (单位: 人民币)	31
图表 50: 2015-2018 年民办高教公司融资成本率 (融资成本/借债规模)	31
图表 51: 2015-2017 年民办高教公司有息负债率 (有息负债/总资产)	31
图表 52: 希望教育并购后学生人次及增长情况 (人次; %)	32
图表 53: 民办高教公司管理费用率	33
图表 54: 2017 年民办高教公司生师比 (学生数/教师数) 和毛利率	33
图表 55: 民办高教公司整体实力评估	33
图表 56: 民办高教公司估值表	34
图表 57: 民办高教公司基本财务数据 (单位: 亿元人民币, %)	34
图表 58: 民生教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	36

图表 59: 中国科培盈利预测和估值 (单位: 人民币)	37
图表 60: 新华教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	38
图表 61: 中教控股盈利预测和估值 (单位: 人民币)	39
图表 62: 希望教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	40

民办高教在高等教育中承担重要角色

根据升学路径，学历教育可按两大维度分类：横向根据年龄段可以分为四大阶段：学前教育（幼儿园，0-6岁）、初等教育（小学，7-12岁）、中等教育（初中和高中，12-18岁）、高等教育（大学，18-22岁）。纵向根据培养方向分为学科型教育、技能职业型教育、成人教育。本文“高等教育”主要涉及本科院校和高职高专(下文称“专科院校”)。

图表 1：升学路径两大维度不同教育阶段划分



资料来源：国盛证券研究所注：完全初中代表初中和高中一贯制的学校；小学和初中阶段均为九年义务教育体系，因此职业初中也归为普通初中口径。

民办高校数量占比 30%，是职业教育的重要提供者

民办高校是职业技能型高校和应用型高校的重要组成部分。2016年，《教育部关于“十三五”时期高等学校设置工作的意见》明确提出：“把优化存量高等教育资源摆在首要位置，探索构建高等教育分类体系，将我国高等教育从总体上分为研究型、应用型 and 职业技能型三大类型。”在该分类体系下，结合《全国普通高等学校名单》，专科学校基本都是职业技能型学校，其中民办学校数量占比 30%；本科学校中民办本科是应用型高校的主力，占比 50%。

图表 2：2017 年国内高等学校结构拆分（单位：所）

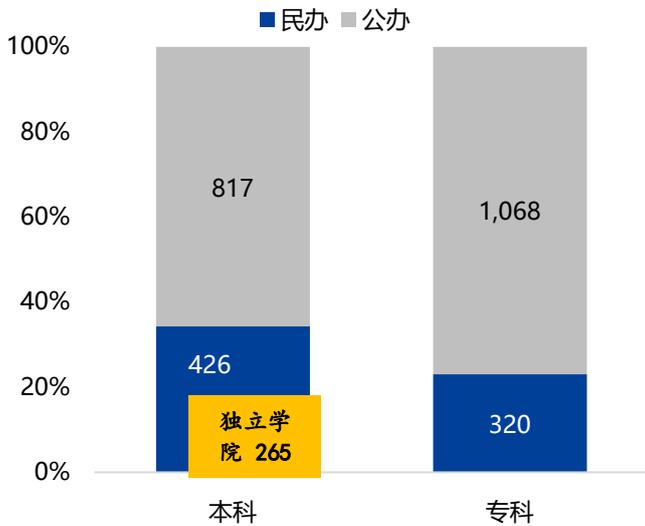
	研究型	应用型	职业技能型	总计
公办专科	0	0	1068	1068
民办专科	0	0	320	320
公办本科	412	405	0	817
民办本科	2	417(包括 265 所独立学院)	0	419*

资料来源：教育部《全国普通高等学校名单》，国盛证券研究所整理 注：筛选条件为：研究型高校中名字以“大学”结尾命名，应用型高校中名字以“学院”结尾命名。民办本科中另有 7 所是合作办学学校。

截至 2017 年底，全国高等院校 2631 所，其中民办 746 所（占比约 28%），每年平均新增 6-8 所。根据国家教育部发布的《全国普通高等学校名单》，截至 2017 年 5 月 31 日，全国普通高等学校有 2631 所，其中本科院校 1243 所（包括 265 所独立学院）、占比 47%，高职高专 1388 所、占比 53%。本科院校中，民办院校有 426 所（包括 9 所中外/港澳台合作办学，以及 265 所独立学院），占比 34%；专科院校中，民办院校有 320 所（包括 2

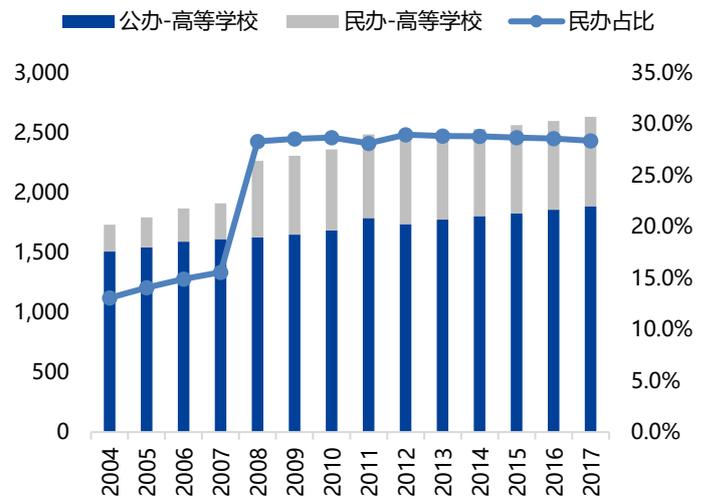
中外合作办学), 占比 23%。以高等教育学校数量为 100% 基数计算, 民办本科、民办专科、公办本科、公办专科分别占比 16%、12%、31%、41%。

图表 3: 2017 年本科院校和专科院校中民办数量占比



资料来源: 教育部官网, 国盛证券研究所

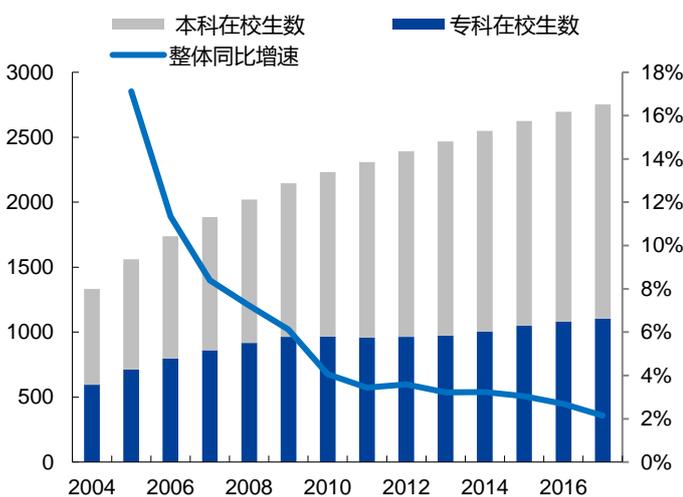
图表 4: 2004-2017 年我国公办和民办高校数量和民办占比(左轴: 所; 右轴: %)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

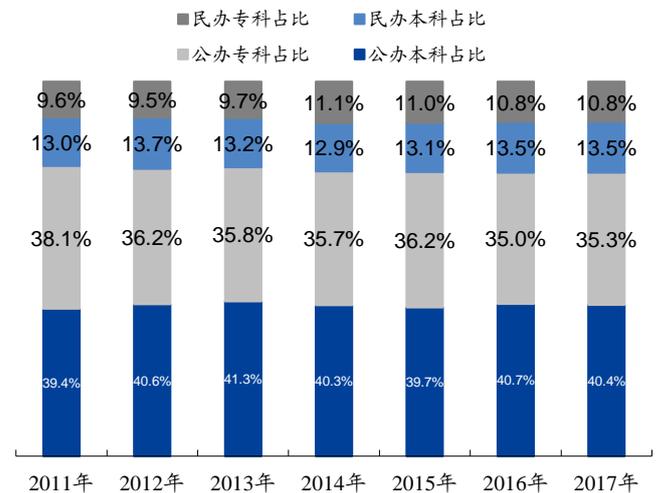
从学校人数看, 整体高校在校人数保持低单位数增长, 其中公办在校人数规模稳定略增, 民办本科和民办大专贡献主要增量。2012-2017 年, 整体在校人数从 2391 万人增至 2754 万人, 年复合增速在 3% 左右, 公办本科及专科稳定在 2%-3% 左右, 民办本科增速在 3% 左右, 民办专科增速在 5%, 高于其他增速。从招生人数看, 本科招生人数的民办比例稳中有升, 专科招生人数的民办比例基本持平。2017 年国内高等教育招生人数 761 万, 同增 1.7%, 2012-17 年 CAGR 2%, 增速稳定, 其中本科和专科院校分别招生 411/351 万, 民办占比分别为 25.1%/23.4%, 同比变化 +0.2/-0.2PCT。

图表 5: 2004-2017 年普通高校在校人数及同比增速 (万人; %)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 6: 2008-2017 年本科和专科院校招生人数民办占比



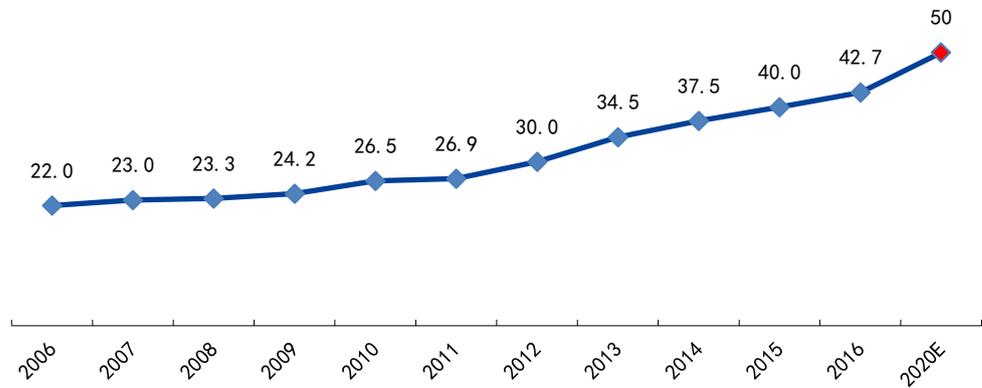
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

经费占比下降的背景下, 毛入学率目标的重要支撑

在政府政策扶持、居民对高等教育需求日益增加以及市场对人才需求的多样化等因素推动下, 国内民办高等教育市场近年来保持稳步增长。作为衡量教育普及程度的毛入学率

指标，高等教育毛入学率从2008年的23.3%提升至2016年的42.7%，提前完成《国家教育事业发展“十二五”规划》（2015年36%毛入学率）和《国家中长期教育改革和发展规划纲要》（2020年40%毛入学率）的预定目标。相比发达国家，我们在高等教育毛入学率上仍有较大差距，远低于欧洲的64%和北美洲的87%。根据《国家教育事业发展“十三五”规划》，高等教育毛入学率2020年目标达到50%，在校生人数达到3680万人，未来3-5年，高等教育的学生增量主要是依靠毛入学率的提升。

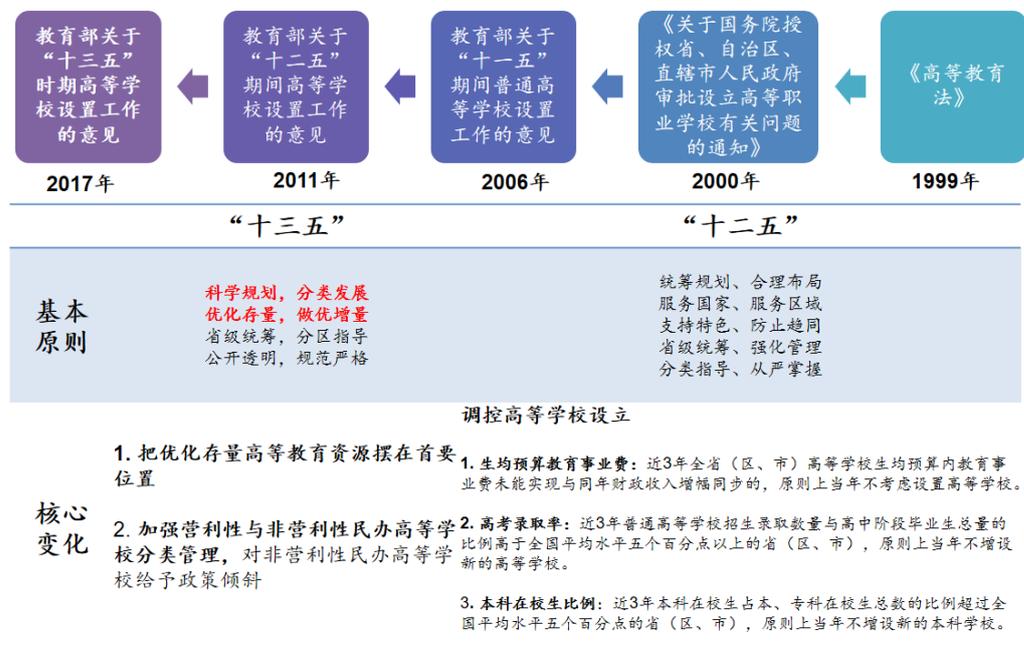
图表7：2006-2020E年国内高等教育毛入学率情况（%）



资料来源：统计局，《国务院关于印发国家教育事业发展“十三五”规划的通知》，国盛证券研究所

实现毛入学率目标，民办高校将成为重要承载者。2012年，教育部发布《全面提高高等教育质量的若干意见》明确提出：“保持公办普通高校本科招生规模相对稳定，高等教育规模增量主要用于发展高等职业教育、继续教育、专业学位硕士研究生教育以及扩大民办教育和合作办学”。在优化存量、做优增量的基调下，未来高等教育毛入学率的提升主要由应用型和职业技能型民办院校带动。

图表8：“十二五规划”及“十三五规划”关于高等学校数量的表述

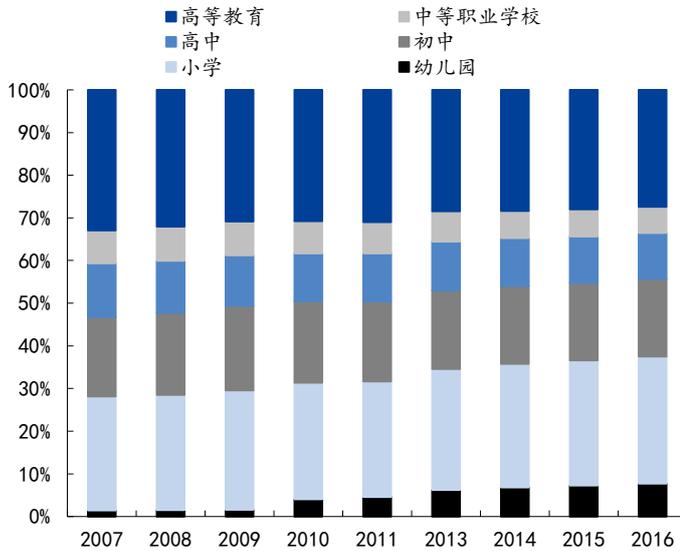


资料来源：教育部，国盛证券研究所整理绘制

从教育经费角度看，近两年教育经费向义务教育倾斜，高等教育占比下降。义务教育阶段教育经费占比逐年提升至30%以上，高等教育经费占比从2013年28.4%降至27.4%，

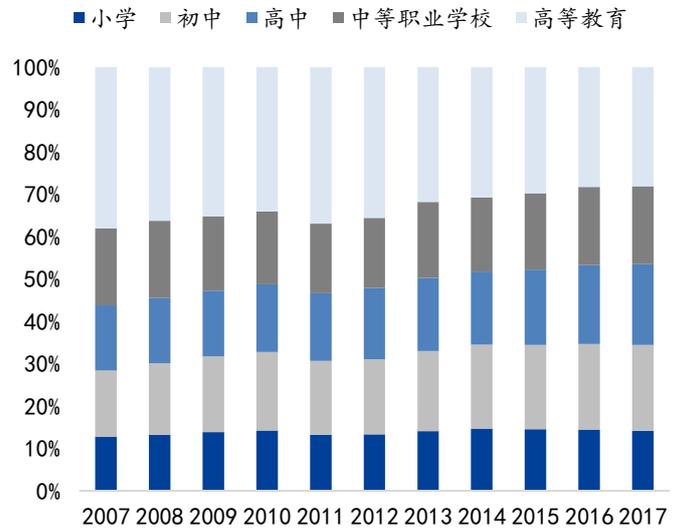
下行趋势明显。生均财政性教育经费中，高等教育经费占比下降速度更为显著，占比从2013年31.8%降至2017年28.3%。

图表 9：2007-2016 年教育经费支出结构（按学段）



资料来源：教育部，国盛证券研究所

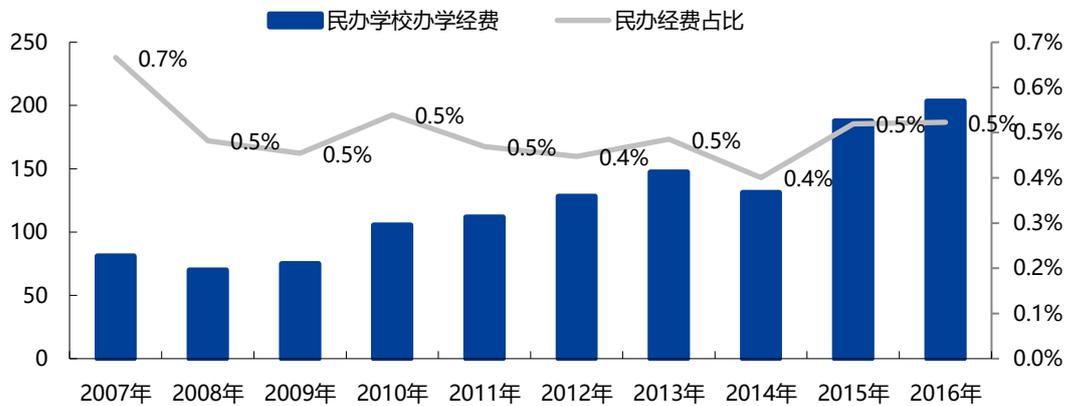
图表 10：2007-2017 年生均公共财政预算教育事业费结构（按学段）



资料来源：教育部，国盛证券研究所

而在这部分国家财政经费投入中主要用于公办学校办学，民办学校办学经费在总经费中占比不足1%。2008-2016年，民办学校办学经费占比总教育经费始终维持在0.5%左右。除国家教育经费投入以外，省级教育经费在经费分配上也以公办学校为主。因此，高等教育的办学需求需要依托社会办学力量消化。

图表 11：民办学校办学经费占全国财政经费比例（亿元；%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

预计民办高教规模 700 亿左右，五年 CAGR 8.6%

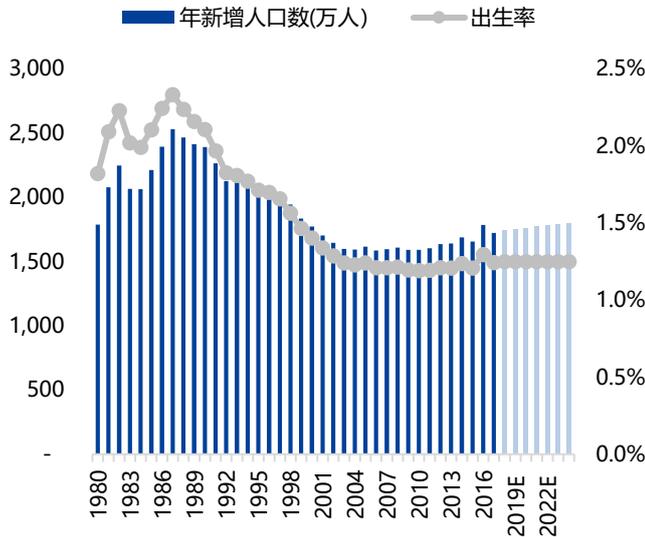
综合考虑出生率、高教招生和办学政策指导方针，预计 2018 年高等教育整体市场规模约为 2000 亿¹，预计到 2023 年市场规模将增至 2600 亿元，CAGR5.6%。其中民办高教规

¹ 学费假设：民办学费维持 5% 年均增速，公办学费维持 2% 增长。预计 2017 年民办本科 1.2 万/学年学费，民办专科 8500 元/学年学费。

模 2018 年 700 亿左右，预计到 2023 年有望达 1100 亿，CAGR8.6%。核心假设如下：

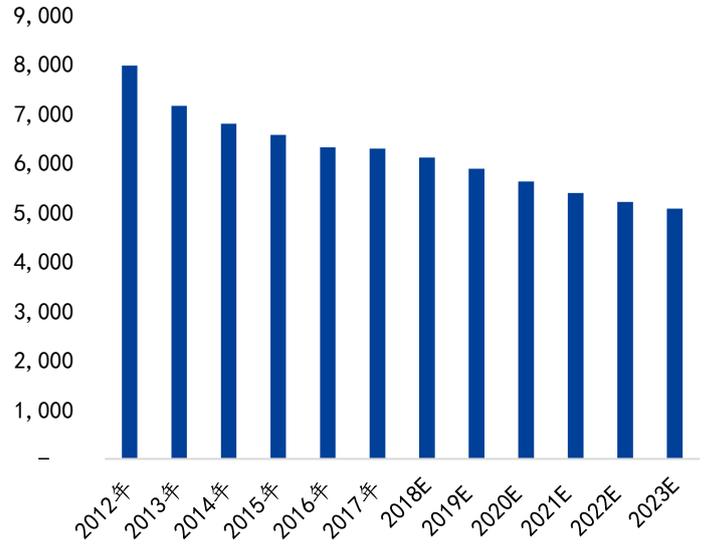
- **适龄人口逐年下降：**2000 年-2006 年，我国人口出生率从 1.40% 降至 1.21%，传导至在 2018-2022 年，将导致高等教育适龄群体的逐年减少。通过历年出生人口推算 19-22 岁理论出生人口、考虑死亡、迁移、中途辍学等流失，得到 2017-2022 年，适龄人口将从 6100 万人降至 5200 万人，以 -3% 复合增速逐年下降。

图表 12：1980-2024E 我国出生人口和预测（左轴：新增人口，万人；右轴：出生率，%）



资料来源：教育部，国盛证券研究所

图表 13：2010-2024E 由出生率测算高等教育适龄人口（单位：万人，19-22 岁）



资料来源：国盛证券研究所测算 注：考虑死亡率流失人口

- **经测算，要实现毛入学率提升目标，在校人数需保持年均 2.4% 的增长。**2017 年公办/民办在校人数增速分别为 2%/2.7%，1) 根据教育部及“十三五规划”等“优化存量”的政策指导方针，我们预计民办在校人数增速高于公办，公办在校人数增速维持稳定。2) 民办在校人数中，专科院校学生数占比有望进一步提升，2017 年占比 38.8%，提升 1PCT。相应地，毛入学率稳步提升，预计 2017-2022 年，毛入学率预计将从 45.2% 提升至 53.5%，在读人数维持在 2800 万人左右。

图表 14: 2017-2023E 高等教育市场规模拆分及测算 (亿元)

	2016年	2017年	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
适龄人口	6,313	6,285	6,108	5,879	5,618	5,389	5,207
公办在校人数	2062	2102	2144	2187	2220	2253	2287
民办在校人数	634	651	674	698	719	740	762
其中: 本科	392	405	413	421	427	434	440
专科	242	246	261	277	291	306	322
整体在校人数	2,696	2,754	2,818	2,885	2,939	2,994	3,050
增速	2.7%	2.1%	2.4%	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%
毛入学率	42.7%	43.8%	46.1%	49.1%	52.3%	55.5%	58.6%
占比							
民办本科/民办	38.2%	37.8%	38.8%	39.6%	40.5%	41.4%	42.2%
民办专科/民办	61.7%	62.1%	61.2%	60.4%	59.5%	58.6%	57.8%
民办比例	23.5%	23.7%	23.9%	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%
高教市场规模							
	1754	1847	1955	2070	2183	2303	2430
增速		5.3%	5.9%	5.9%	5.4%	5.5%	5.5%
其中: 民办高教规模							
	620	667	728	794	861	934	1014
增速		7.7%	9.1%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%

资料来源: 统计局, 教育部, 国盛证券研究所整理绘制

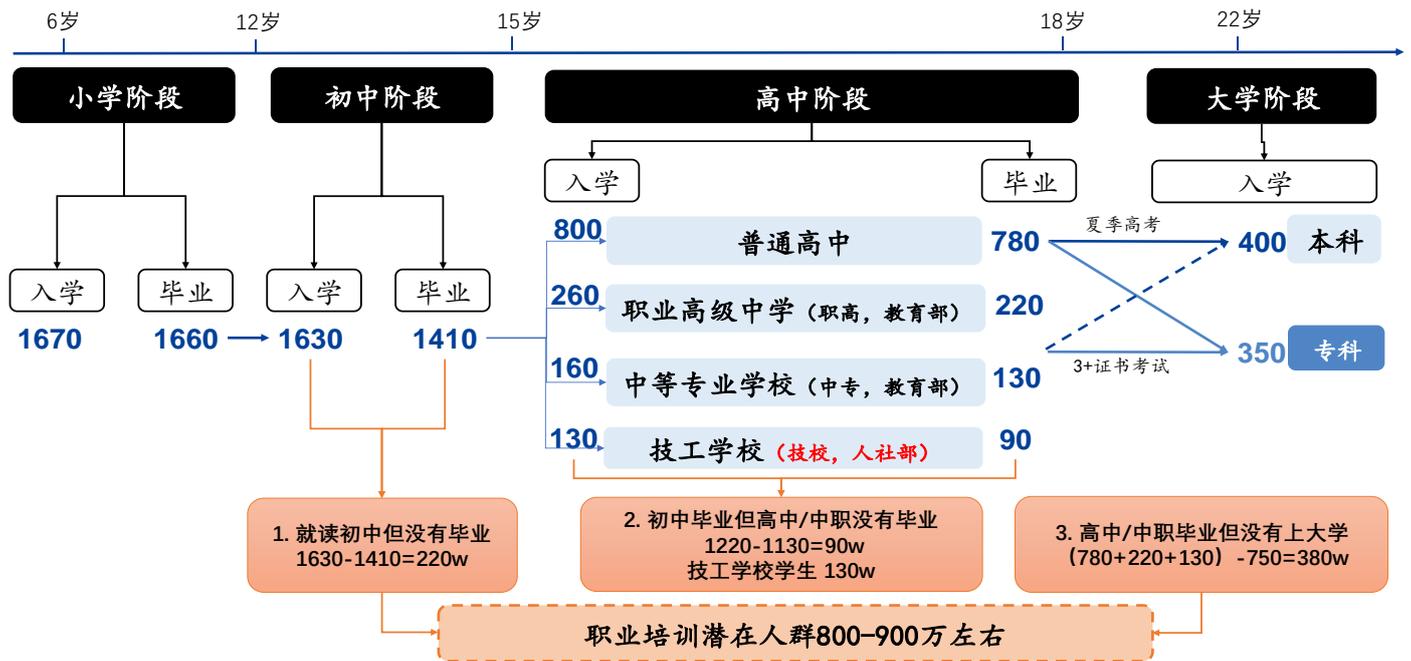
政策导向: 分类管理, 产教融合, 立足长远

《职教改革》和配套政策相继落地, 产教融合+“1+X”是重要方向

《国家职业教育改革实施方案》(即“职教20条”)印发, 强调职教战略地位。2019年2月13日, 国务院发布《国家职业教育改革实施方案》(下文称“改革方案”), 职教改革核心在于逐步提高职业教育的社会地位, 将其与普通教育赋予同等重要的地位, 为职业教育的长期发展方向定基调, 即规范化、精细化、科学化发展。2019年4月教育部等部门相继发布配套政策和方案, 执行力度之强突显此次职教改革的重要性, 包括《建设产教融合型企业实施办法(试行)》、《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》、《中国特色高水平高职学校和专业建设计划项目遴选管理办法(试行)》。

职教在缓解结构性就业矛盾中有重要意义, 是国家培优人才梯队的重要路径, 因此在这个层面上职教与普通高教同等重要。以每年出生人口粗略推算, 经过层层考试筛选洗礼后, 近1700万出生人口中, 最终仅400万人进入本科。根据教育部官网数据, 每年的新增劳动力中, 中职和高职在内的职业院校毕业生占到70%。

图表 15: 升学路径人数演示 (单位: 万人, 以 2017 年数据为例)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所绘制

职教改革的短期催化体现在 2019 年高职院校 100 万的扩招计划。2019 年 3 月 5 日, 两会政府工作报告提出:“改革完善高职院校考试招生办法, 鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考, 今年大规模扩招 100 万人。”高职院校主要以高等专科为主, 包括部分专升本院校, 2017 年普通高校招生人数 761 万人, 同增 1.7%, 其中专科院校招生 351 万 (占整体招生的 46%)、同增 2.2%, 若以专科院校为基数测算 2019 年扩招 30% 高职学额。目前已有部分省份制定具体执行政策, 如山东省已开始全面摸排各大院校最大容量; 四川省已针对各大专院校下达具体扩招学额指标。未来, 政府可能采用学费补贴、助学贷款等形式拉动真实学额需求。

职教改革的长期方向是产教融合, 旨在增强人才就业竞争力, “1+X” 机制将为高校带来多元收入。对于高校来说, 产教融合是解决就业的高效路径; “1+X” 制度试点方案增加职业技能证书的评价体系, 打破职业培训与学历教育之间的明确界限, 2019 年首批启动已确定的五个培训评价组织试点, 在 1+X 的机制下, 高校可借助自身师资、品牌、专业等优势向社会开放职业培训, 同时获得多元收入。对于企业来说, 职教改革鼓励企业投资兴办职业教育, 并给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励支持, 企业可以通过定向合作培养的方式满足岗位需求, 缓解结构性劳动力短缺。

图表 16: 2019 年职业教育相关政策一览

发布时间	发布部门	相关政策	主要内容
2019 年 2 月 13 日	国务院办公厅	《国家职业教育改革实施方案》（职教 20 条）	1、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）； 2、保持高中阶段教育职普比大体相当，使绝大多数城乡新增劳动力接受高中阶段教育； 3、开启“1+X”证书制度试点，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； 4、试点企业兴办职业教育的投资符合条件的，可按投资额一定比例抵免该企业当年应缴教育费附加和地方教育附加。
2019 年 4 月 3 日	国家发展改革委、教育部	《建设产教融合型企业实施办法（试行）》	1、自愿申报、复核确认、建设培育、认证评价的程序； 2、给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励，并按规定落实相关税收政策。在项目审批、购买服务、金融支持、用地政策等方面对建设培育企业给予便利的支持服务； 3、重点培育方向是：主动推进制造业转型升级的优质企业，现代农业、智能制造、高端装备以及养老、家政等社会领域龙头企业。
2019 年 4 月 12 日	教育部、国家发展改革委、财政部、市场监管总局	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	1、以社会化机制招募培训评价组织，开发职业技能等级标准和证书； 2、中职+高职是 1+X 证书制度试点的实施主体，本科高校可视情况选择； 3、2019 年首批启动已确定的五个培训评价组织试点，2020 年下半年研究部署下一步工作； 4、中央财政建立奖补机制，通过相关转移支付对各省 1+X 证书制度试点工作予以奖补，各省市在政策、资金和项目等方面向试点院校倾斜。
2019 年 4 月 19 日	教育部	《中国特色高水平高职学校和专业建设计划项目遴选管理办法（试行）》	“双高计划”每五年一个支持周期，2019 年启动第一轮建设。实行总量控制、动态管理，年度评价、期满考核，有进有出、优胜劣汰。重点支持建设 50 所左右高水平高职学校和 150 个左右高水平专业群。

资料来源：教育部，国盛证券研究所整理

《民促法》开启分类管理，民办高教进入新阶段

高等教育的基本立法为《高等教育法》，指导总纲为《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》和《国家教育事业发展规划第十三个五年规划（2016-2020 年）》，其他政策均基于基本立法和指导总纲衍生而来。2016 年“十三五规划”中，提出高等教育的基本原则为：“科学规划，分类发展；优化存量，做优增量；省级统筹，分区指导；公开透明，规范严格”，核心两大变化为：1、进一步明确把优化存量高等教育资源摆在首要位置；2、加强营利性与非营利性民办高等学校分类管理，对非营利性民办高等学校给予政策倾斜。

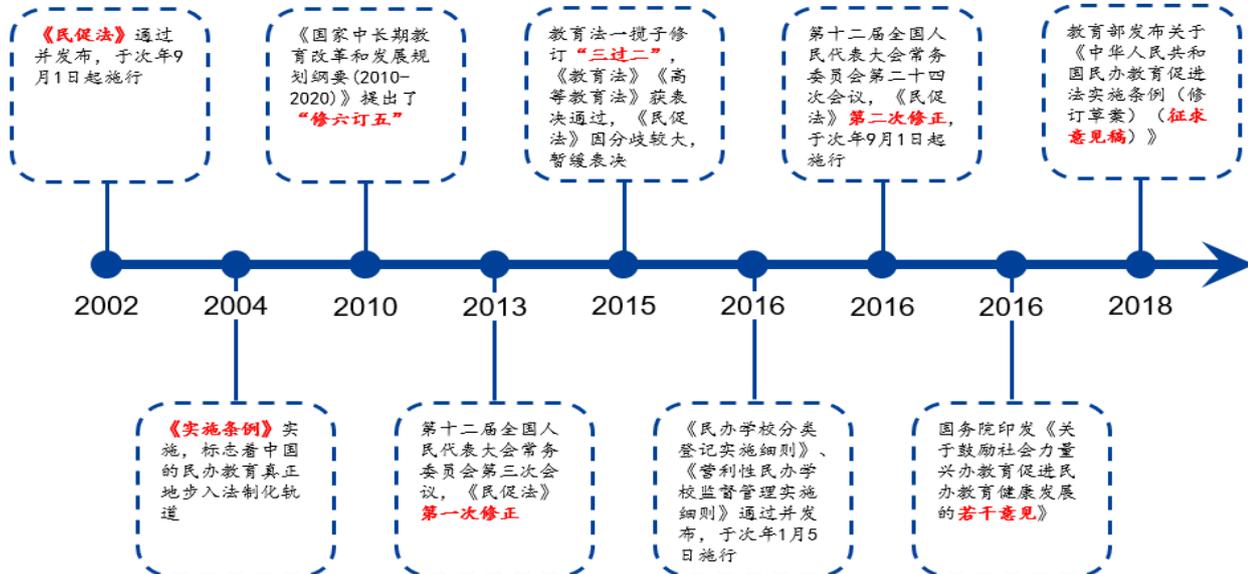
图表 17: 高等教育指导政策及相关法律条例



资料来源: 国务院, 教育部, 国盛证券研究所整理绘制

截至目前《民促法实施条例》终稿已获国务院常务会议审议通过。从2002年12月首部《民促法》颁布, 到2016年11月《民促法》三审、三大配套文件《若干意见》、《分类登记实施细则》及《监督管理实施细则》正式落地, 已走过10多年探索历程。2018年8月10日, 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)》(截至报告尚未发布终稿)。与此同时, 上海、湖北、安徽、甘肃、河北、天津、云南、浙江、北京等24个省份相继发布《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(征求意见稿)》(其中四川和北京为民促法送审稿之后出台)。

图表 18: 民促法修订历程



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所绘制

图表 19: 全国各省市《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》一览 (截至 2019 年 1 月)

省份	时间	省份	时间	省份	时间
辽宁	2017 年 9 月 30 日	河北	2017 年 12 月 31 日	宁夏	2018 年 5 月 21 日
安徽	2017 年 10 月 17 日	内蒙古	2018 年 1 月 2 日	山东	2018 年 5 月 30 日
甘肃	2017 年 11 月 8 日	陕西	2018 年 1 月 14 日	重庆	2018 年 6 月 6 日
天津	2017 年 11 月 20 日	河南	2018 年 2 月 2 日	广西	2018 年 7 月 2 日
云南	2017 年 12 月 18 日	海南	2018 年 2 月 9 日	江西	2018 年 7 月 13 日
湖北	2017 年 12 月 20 日	江苏	2018 年 2 月 22 日	贵州	2018 年 8 月 6 日
上海	2017 年 12 月 27 日	青海	2018 年 3 月 21 日	四川	2018 年 9 月 17 日
浙江	2017 年 12 月 29 日	广东	2018 年 4 月 24 日	北京	2018 年 11 月 23 日

资料来源: 各省级政府, 国盛证券研究所整理

《民促法》的核心思想是对民办教育分类管理, 即针对营利性和非营利性两类实施不同的优惠政策。其中义务教育阶段不得设立营利性民办学校, 非义务教育阶段民办学校可自主选择。核心差异点在于: 定价、税收政策、土地政策、补贴政策。需要明确的是, 分类管理后营利性学校虽在土地、税收方面优惠不如非营利学校, 相应地在收费定价、办学收益方面则更为自如。

1) 营利性自主定价, 非营利性逐步放开: 给予营利性学校自主定价权, 非营利性学校放开次序及放开力度不等, 各省多放开非学历教育和高等教育的定价。

2) 营利性享受相关产业税收优惠: 非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策, 免征非营利性收入的企业所得税; 营利性民办学校适用国家鼓励发展的相关产业政策, 享受相应的税收优惠。

3) 土地供应方式转变: 由非营利性转营利性学校, 土地供应方式转变; 非营利性以划拨等方式给予用地优惠, 营利性民办学校土地供给方式多样, 包括招拍挂、协议方式、长期租赁、先租后让、租让结合等多种方式。

图表 20: 《民促法》及相关政策关于定价、土地、税收政策等条例细则

类别	政策名称	相关细则
收费定价	《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》	非营利性民办学校收费, 通过市场化改革试点, 逐步实行市场调节价, 具体政策由省级人民政府根据办学成本以及本地公办教育保障程度、民办学校发展情况等因素确定。营利性民办学校收费实行市场调节价, 具体收费标准由民办学校自主确定。政府依法加强对民办学校收费行为的监管。
税收政策	《民办教育促进法实施条例 (征求意见稿)》	非营利性民办学校适用国务院财政部门、税务部门发布的关于公办学校的税收优惠政策; 营利性民办学校适用国家鼓励发展的相关产业政策, 享受相应的税收优惠, 具体办法由国务院财政部门、税务主管部门会同国务院有关行政部门制定。民办学校用电、用水、用气、用热, 执行与公办学校相同的价格政策。
土地政策	《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》	民办学校建设用地按科教用地管理。非营利性民办学校享受公办学校同等政策, 按划拨等方式供应土地。营利性民办学校按国家相应的政策供给土地。只有一个意向用地者的, 可按协议方式供地。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。
金融创新	《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》	指出创新体制机制, 拓宽办学筹资渠道: 鼓励和吸引社会资金进入教育领域举办学校或者投入项目建设创新教育投融资机制, 多渠道吸引社会资金, 扩大办学资金来源

资料来源: 国务院, 国盛证券研究所整理

实操层面上，营利性企业在税收及土地等政策上仍有弹性空间。营利性企业如只有一个意向用地者，可按协议方式供地，部分省市采用先征后返的方式，变向给予企业土地补贴。营利性企业型可享受征税当地相关产业的税收优惠政策，获得部分所得税退还，实际所得税率仅为3%-6%。伴随着《民促法》及地方政策的落实与细化，我们认为民办高校将实现从非营利性向营利性的平稳过渡，保持自主办学的市场化与灵活性，在扩张速度与盈利能力上享受更大的弹性。

图表 21：营利性 & 非营利性学校性质属性对比

	非营利性学校	营利性学校
法人属性	1、民政部门或者编委登记； 2、民办非企业单位或事业单位	1、工商部门登记； 2、企业法人
会计制度	1、民间非营利组织会计制度； 2、事业单位会计制度	企业会计制度
投资回报	1、不取得办学收益； 2、办学结余全部用于办学	1、可以取得办学收益； 2、办学结余依据国家有关规定进行分配
退出机制	1、捐资举办的学校，清偿后剩余财产用于教育等公益事业； 2、出资举办的学校清偿债务后的剩余财产继续用于其他非营利性学校办学； 3、新法颁布前的学校，按照国家有关规定给予出资者相应的补偿或者奖励，其他财产继续用于其他非营利性学校办学	1、学校财产依法清偿后如有剩余，依照《公司法》有关规定处理，具体办法由省、自治区、直辖市制定； 2、新法颁布后设立的民办学校终止时，财务处置按照有关规定和学校章程处理
税收政策	1、非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇； 2、按照税法规定进行免税资格认定后，免征非营利性收入的企业所得税	1、免征增值税，征收企业所得税； 2、税收优惠政策适用国家鼓励发展的相关产业政策，享受相应的税收优惠
土地政策	享受公办学校同等政策，按划拨等方式供应土地	1、土地供应方式包括招拍挂、协议方式、长期租赁、先租后让、租让结合等多种方式 2、只有一个意向用地者，可按协议方式供地。
扶持政策	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	政府购买服务、税收优惠
收费政策	1、通过市场化改革试点，逐步实行市场调节价； 2、具体政策由省级人民政府确定	1、实行市场调节价； 2、具体收费标准由民办学校自主确定，由政府部门监督

资料来源：教育部，国盛证券研究所整理绘制

此外，最新外商投资产业目录开放部分省份的高等教育和中职教育投资。2019年2月1日发改委、商务部发布《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》，其中关于教育：①全国鼓励外商投资非学制类职业培训机构。②陕西和河南较为宽松，除义务教育外均鼓励。③内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、河南、海南、重庆、陕西鼓励外商投资学前、普通高中以及高等教育学校；安徽鼓励投资高等教育。④山西、广西鼓励外商投资中等高等职业院校，甘肃鼓励外商投资中等职业院校。放开外商投资限制后，未来相关地区的民办高等教育公司和职业培训公司资本化将不再需要VIE架构。

图表 22: 《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》对部分省份投资开放总结

	学前、普通高中	高等教育	中等职业	高等职业
陕西	√	√	√	√
河南	√	√	√	√
内蒙古	√	√		
吉林	√	√		
黑龙江	√	√		
海南	√	√		
重庆	√	√		
山西			√	√
广西			√	√
甘肃			√	
安徽		√		

资料来源:《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》,国盛证券研究所整理

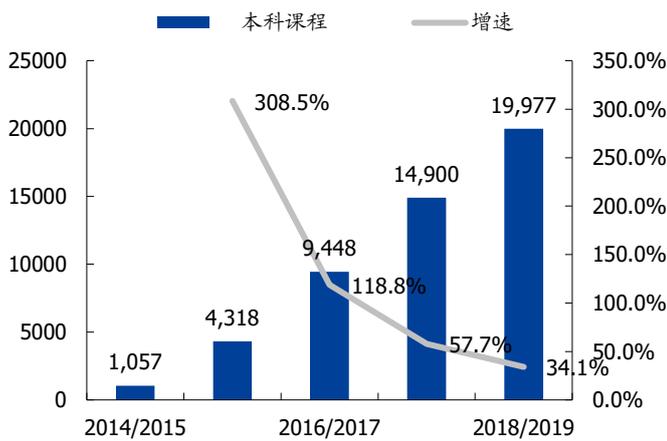
成长路径:收购虽是必经之路,内生增长仍不可小觑

民办高校过去几年规模的增长来自内生和外延两部分,成长路径包含两个层面:已有校区的内生增长及新增学校数量,其中已有校区的增长可进一步拆分为学生人数及学费的增长;而新增学校又可分为自建、轻资产托管及投资并购三种扩张模式。

内生增长:关注学校扩建、专升本、转设带来量价双升周期

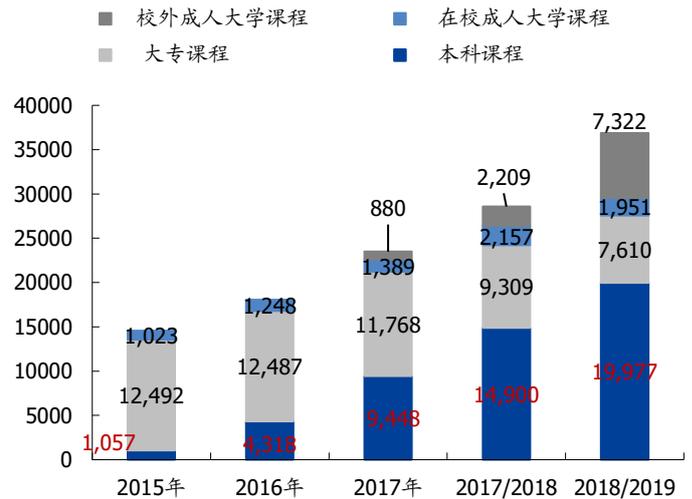
学校内生增长主要依赖于在读人数的增长,在读人数的跳跃式快速增长来源于伴随校区扩建、专升本期、独立学院转设期、新增专业带来的学额增长,其中专升本和独立学院转设带来的学额快速增长周期在6年左右(前四年学额是人数净增加,后期考虑到有毕业生)。例如中国科培旗下的广东理工学院在2014年成功升格为本科学校后,若不考虑报道率影响,测算2014/15学年到2017/18学年本科学额分别约1000+/3200+/5100+/5400+,预计2018/19学年学额在7000人,学额CAGR达60%,带动公司学生人数增长到2018/19年45118名,同时期内整体收入/净利润CAGR达31%/42%。

图表 23: 广东理工学院本科在校人数和增速 (左轴: 人, 右轴: 增速)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 广东理工学院学生构成 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

通常情况下, 学校进入稳定办学状态后, 由于审批政策的限制, 本科学额的增长难度高于专科学额, 反映在增速上专科学额增长高于本科学额。国家教育部批准的本科招生计划已经进入稳定期, 增速非常缓慢, 2013-2017年 CAGR 仅为 1.2%, 2017年为历史新低, 增速仅为 0.9%。上市公司的经营数据也从侧面印证, 专科招生学额的增长空间高于本科学额。以新高教和民生教育为例, 新高教 2014-2017年专科/本科在校人数 CAGR 达 26%、15%, 民生教育专科/本科在校人数 CAGR 分别为 17%、1%。

图表 25: 2014-2017年教育部本科招生学额 (万人; %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

学费价格增长上, 一般每三年学校提出提价申请一次, 由学校提出申请, 各学校提价幅度有所不同, 每次提价幅度在 15%-30%不等, 考虑新生新办法、老生老办法的收费原则, 体现在生均学费上每年预计有中单位数以下的增幅, 提价对收入的边际贡献较稳定持续, 同时也因专业而异。

除了学校主动申请提价, 专升本也可以实现生均学费的增长, 通常来说本科学费高于专科 40-50%, 本科学费的区间范围更广。以中教控股旗下的江西科技学院为例, 2013-2017年, 其本科课程学费下限从 0.8 万元增至 1.5 万元, 上限从 1.4 万元增至 2.0 万元, 分别有 100%、50%的幅度, 而同一所学校下面的专科课程下限从 0.7 万元增至 1.25 万元, 上限从 0.78 增至 1.4 万元, 从绝对增量及涨价幅度上不及本科。新华教育旗下的新华学

院本科学费从 0.7-1.8 万元区间上涨至 1.07-2.1 万元区间，专科学费则一直维持 0.12-0.89 万元。

图表 26: 上市公司旗下单体学校本科及专科学费涨幅对比

上市公司	旗下学校	课程类别	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
中教控股	江西科技学院	本科课程	0.8-1.4	1.1-1.5↑	1.1-1.6	1.4-1.8↑	1.5-2.0↑
		专科课程	0.7-0.78	0.73-0.78↑	0.73-0.85	1.13-1.2↑	1.25-1.4↑
新华教育	新华学院	四年制本科		0.7-1.8	0.7-1.8	0.77-1.8	1.07-2.1↑
		三年制专科		0.12-0.89	0.12-0.89	0.12-0.89	0.12-0.89
新高教	云南学校	四年制本科	0.5-1.2	0.5-1.2	0.5-2	0.5-2	0.5-2
		三年制专科	0.8	0.8	0.8	1.1-1.3↑	1.1-1.3
春来教育	商丘学院	本科课程		1.19-1.3	1.19-1.3	1.29-1.49↑	1.29-1.49
		专科课程		0.58-0.68	0.58-0.68	0.58-0.68	0.68-0.78↑

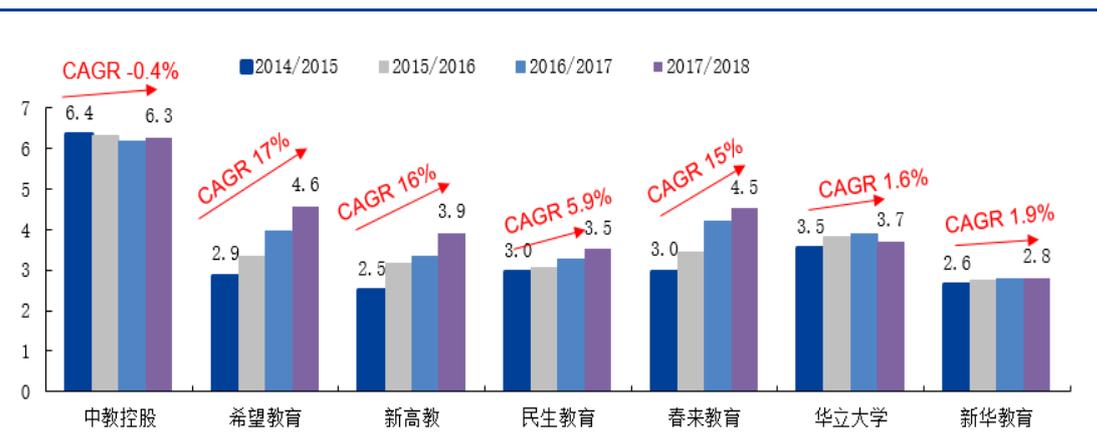
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

外延收购: 本科牌照趋紧, 叠加独立学院转设红利期, 收购成为更优路径

单体学校受制于土地面积和学生容量, 长期增长空间有限, 要实现更长时间维度的增长则需要外延扩张。民办高校教育集团享有规模效应, 通过整体营收、学校数及在校学生数反映。长期来看, 坐拥多所民办高校的教育集团可以通过内生增长及持续收购, 实现营收及在读人数的稳定增长, 熨平单体学校的经营波动, 增加不同高校之间业务合作与跨区经营的联动性。

通过拆分 7 所上市公司的内生和外延增长, 营收增速最快的新高教及希望教育 2014-17 年内生学生人数复合增速为 16%-17%, 内生+外延复合增速分别为 45%、30%, 外延部分贡献在 50%以上的增长。中教、民生、新华等公司的内生增长均在低个位数水平。

图表 27: 2014-2017 年民办高教公司招生人数 (仅内生) 增长及复合增速 (万人; %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所整理绘制

扩张方式主要包括自建、投资收购、轻资产/托管三种方式, 其中收购是获取办学牌照最高效的路径。自建方式一次性投入较大, 投资金额在 2-10 亿元不等, 且筹备建设及回收周期较长; 轻资产模式下土地和建筑均有合作方提供, 但经营管理方式受到合作方限制, 不利于统一管理; 而外延收购模式既实现了短时间内的快速扩张, 又获得了收购标的的全部运营权, 另一方面, 收购对资金能力、标的整合能力均提出了更高要求。

图表 28: 高教集团三种主要扩张方式

	资金投入	回收周期	土地和建筑	风险
自建	一次性投入较大, 2-10 亿不等	长	自建	筹备到完成周期较长
收购	取决于标的规模	较短, 取决于运营能力	并入公司体内	对标的经营整合成果; 标的质地和负债情况
轻资产/托管	年租金等方式, 千万级别	短	合作方提供	经营管理受制约

资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

自建校区设置要求高(土地首当其冲)、本科牌照数量稀缺、审批流程长、建设周期长。因此, 中短期看, 收购外延依然是最高效的扩张路径; 长期看, 收购需要通过后期整合实现办学传帮带, 从而提升整体民办高等教育招生能力。

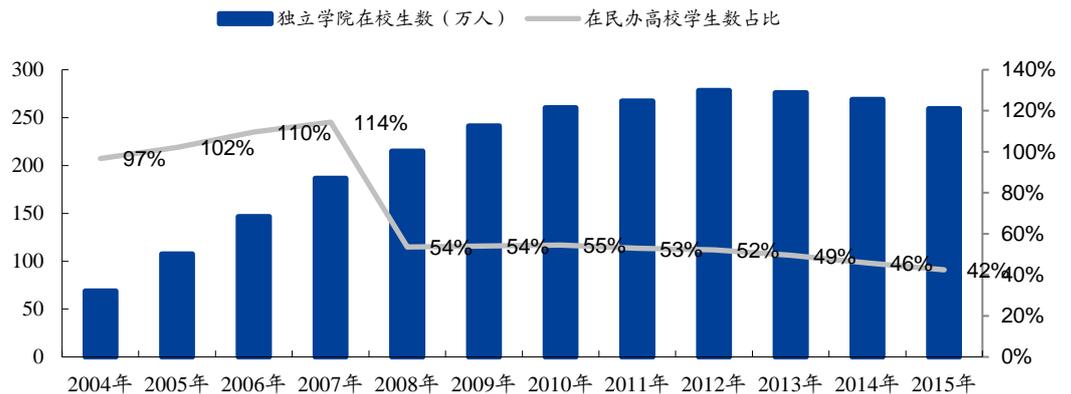
- 根据 2006 年颁布的《普通本科学校设置暂行规定》以及 2011 年 9 月颁布的《专科学历教育高等学校设置标准》(具体见附录图表)。对于本科学校设置, 比较重要的指标包括: 大学全日制在校生规模应在 8000 人以上、建校初期占地面积应达到 500 亩以上、生均占地面积应达到 60 平方米以上、生均校舍建筑面积 30 平方米以上、专任教师总数生师比不高于 18:1、专任教师研究生学位占比达到 50% 以上等。对于专科学校, 2011 年在 2000 年颁布的《高等职业学校设置标准(暂行)》基础上进一步提高了设置条件, 具体体现为总建筑面积的提升、专任教师数量的增加、实践课程课时数的增加、在校生规模等指标。
- 针对高等院校的申请审批过程, “十三五规划”进行了详细规定(具体见附录图表), 其中本科学校申请由省级政府预审, 后交由国家教育部集中受理, 专科高校由省级政府审批设置, 教育部审查备案。相比“十二五”, “十三五”加大了对专科高校的审批节奏, 由原定的一年一次集中备案改为实时申报备案, 减少了审查备案及符合条件公示的时间流程; 而对本科高校的审批流程, 做出了更加详细的限定。

独立学院转设是大势所趋, 收购独立学院是获得本科牌照最高效的路径之一。独立学院的转设难点主要集中于: 1) 利益纠纷复杂, 母体学校不愿放弃管理费收入。2) 独立学院不“独立”导致其办学条件难以达到本科学院设置标准。从当前进展来看, 独立学院的政策因地制宜, 转设速度依赖于国家及省级政府政策的有力推动, 政策的有效性及强制性是独立学院完成转设的有力保证。对于上市公司而言, 在本科牌照收紧的背景下, 收购独立学院是获得本科办学牌照最高效的路径。公司本身具备较强的资金实力和融资渠道, 在部分省份政策支持下, 能在收购的过程中完成硬件设施的建设最终达到转设条件。

- **源起 90 年代高校扩招的“公民结合”产物。**独立学院是由本科以上学历教育的高等学校与国家机构以外的社会组织或个人合作, 利用非财政性经费举办的民办本科学校制高等学校。90 年代末为缓解年轻人就业压力, 高校启动扩招计划², 同时国家鼓励公办院校与社会力量合作创办独立二级学院, 即“独立学院”, 1999 年 7 月浙江大学城市学院正式成立, 成为首个独立学院。独立学院借助母体公办学校的品牌招生, 每年向其缴纳学费的 20-30% 作为管理费(品牌使用费)。

² 高校扩招: 在此之前高校扩招年均增长都只在 8.5% 左右; 1999-2006 年在春季高考、自主招生等多种形式的推动下, 招生人数大幅增长(1999/2000/2001 年分别同增 47.4%/ 38.2%/21.6%)。

图表 29: 2004-2015 年独立学院在校学生人数及在民办高校学生数中占比 (万人; %)

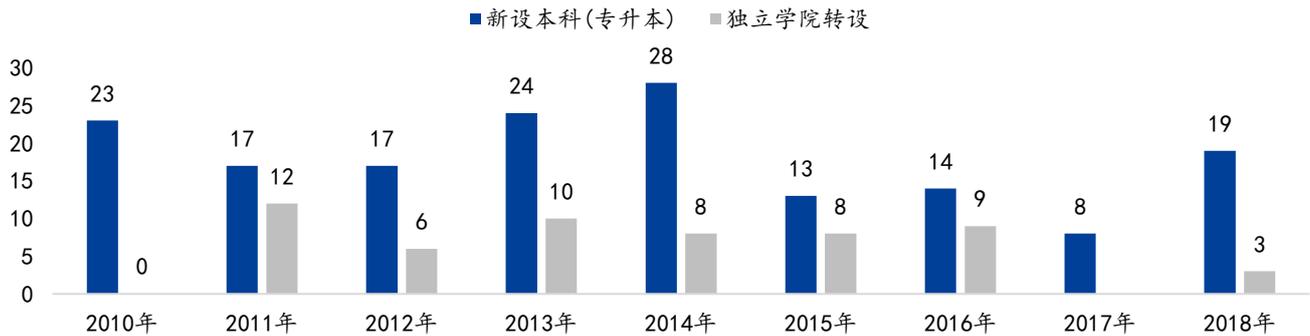


资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

- **2003-2008 年独立学院井喷式发展, 弊端逐步显现。**独立学院数量快速增加到 2008 年的 322 所, 截至 2015 年独立学院在校生人数为 259.4 万人, 在民办高校在校人数中占比 42.47%, 占据民办高教市场的半壁江山。作为补充性、试验性和双重性的办学模式, 独立学院在发展过程中, 其教学质量参差不齐、组织架构混乱等弊端也逐步凸显。
- **2008 年开启独立学院转设阶段。**2003 年教育部发文要求独立学院正式独立, 但效果甚微。2008 年教育部颁发了《独立学院设置与管理办法》进一步强化规范独立学院设置标准, 2009 年 5 月, 教育部办公厅发布关于编报省级《独立学院五年过渡期工作方案》的通知, 要求省级教育部门根据实际情况编报《独立学院五年过渡期工作方案》。在“十二五”和“十三五”计划中连续提到鼓励独立学院转设为独立设置的民办本科高等院校 (即拥有独立校园、独立招生、脱离公办高校并更名等)。
- **未来: “能转快转、能转尽转”, 转设目标明确, 政策支持。**《民促法实施条例》(送审稿) 第七条³对公办学校品牌输出方式获益进行限制, 这意味着独立学院向公办学校上缴的管理费将取消, 进一步敦促独立学院转设。最新的《关于做好 2018 年度高等学校设置工作的通知》, 独立学院转设秉持“能转快转、能转尽转”的原则。在各省不同程度的推动下, 独立学院数量逐年减少, 从 2009 年到 2016 年, 教育部先后审批了 56 所独立学院转设为民办本科院校, 已转设独立学院占全国独立学院总数 (含已转设) 的 17.4%, 2017 年为 265 所, 主要集中在江浙、广东等经济发达省份。

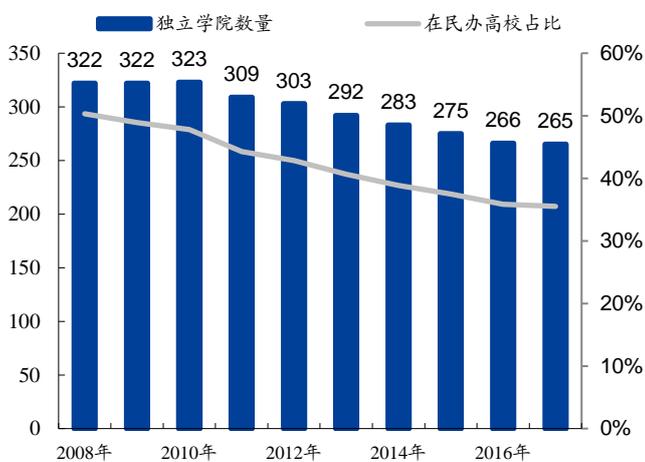
³ 2018 年 8 月 10 日, 司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例 (修订草案) (送审稿)》, 并向社会公开征求意见, 其中第七条明确提出“公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的……不得影响公办学校教学活动, 不得以品牌输出方式获得收益。”

图表 30: 2004-2016 年独立学院数量变化 (个)



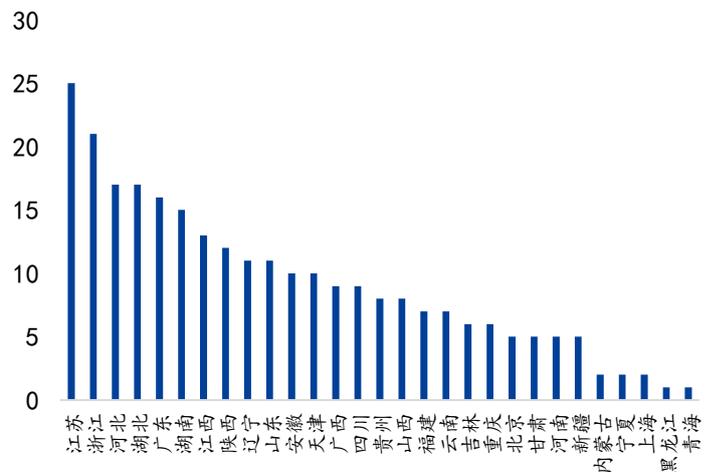
资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 31: 2008-2017 年独立学院数量变化 (左轴: 所; 右轴: %)



资料来源: 教育部官网, 国盛证券研究所

图表 32: 独立学院省分布 (单位: 所)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

专升本政策收紧。根据教育部发布的《关于做好 2018 年度高等学校设置工作的通知》，调整高职高专升本政策，按照“特色学校不变为综合学校，专科高职学校不升为普通本科学校，职教体系学校不转为普教体系学校”的原则，已列入“十三五”高校设置规划的高等职业学校，不再升格为普通本科学校，择优纳入本科层次职业学校试点，未启动本科层次职业学校试点的省份可择优遴选 1 所高等职业学校 2019 年进行申报(即天津、山西、内蒙古、辽宁、江苏、安徽、湖南、甘肃、青海、宁夏等 11 个省份)。

集团化办学已具雏形，探索多元收购路径

民办高教上市公司借力资本化平台加速整合。2018 年披露的收购和合作办学项目共计 10 项(民生/新高教/中教分别有 4/3/2 项)，收购估值基本保持稳定，具体根据标的学校办学层次、规模、资产质地而异。2019 年 Q1 中教、民生教育、希望教育、新华教育均已落地一所学校收购。收购标的学校以独立学院和具有专升本资质的专科学校。

交易结构较灵活，资金渠道多元。通常运用自有资金结合银行贷款和股权转让(即标的学校举办人获得上市公司股份)。由于收购进程涉及举报者变更等流程，通常交易价款分期支付完成，流程期间公司通过委托管理的方式获得期间利润并表。

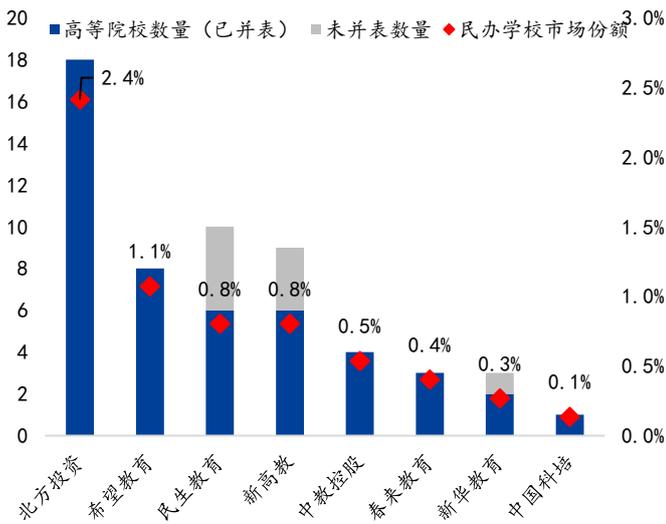
图表 33:高教公司收购案例总结 (单位:亿元,截至2019年4月)

公司	学校	时间	办学层次	股权	估值*
中教控股	白云技师学院	2017年8月	技校	100%	7.5
中教控股	西安铁道技师学院	2018年3月	技校	62%	9.3
中教控股	郑州城规交通中等专业学校	2018年3月	中专	80%	10.69
中教控股	松田大学/松田学院	2018年6月	独立学院	100%	5.38
中教控股	济南大学泉城学院	2019年1月	独立学院	100%	4.54
新高教	哈尔滨华德学院	2016年4月	本科	74%	5.17
新高教	湖北民族学院科技学院	2017年10月	独立学院	100%*	6.57
新高教	洛阳科技职业学院	2018年1月	专科	55%	1.85
新高教	广西英华国际职业学院&附属中学	2018年6月	专科	45%	2.5
	广西钦州英华国际职业技术学校	2018年9月		6%	
新高教	兰州理工大学技术工程学院	2018年7月	独立学院	合作办学	/
民生教育	重庆电信职业学院	2017年11月	专科	51%	2.45
民生教育	安徽文达信息工程学院	2017年8月	本科	51%	9.8
民生教育	寿光渤海实验学校	2018年3月	高中	100%	1.52
民生教育	河北工业大学城市学院	2018年7月	独立学院	100%	2
民生教育	云南大学滇池学院	2018年8月	独立学院	51%*	11.4
民生教育	曲阜远东职业技术学院	2018年11月	专科	51%	1.8
民生教育	南昌职业学院	2019年3月	本科	51%	10.0
希望教育	贵州财经商务学院	2014年4月	独立学院	100%	1
希望教育	山西医科大学晋祠学院	2014年4月	独立学院	100%	0.5
希望教育	民办天一学院	2011年9月	专科	100%*	1.1
希望教育	四川文化传媒职业学院	2014年3月	专科	100%	1.5
希望教育	四川托普信息技术职业学院	2017年12月	专科	100%	10
希望教育	贵州大学科技学院	2019年3月	独立学院	100%	0.7
新华教育	南京财经大学红山学院	2019年2月	独立学院	100%	3.05
新华教育	安徽医科大学医学院	2017年		合作办学	/

资料来源:公司公告,国盛证券研究所整理;注:标的整体估值,不考虑收购比例;天一学院分两次收购,2011年9月收购70%,2014年收购剩下的30%;新高教广西学校分两次收购,分别出资1.16/0.15亿元,估值基本一致;新高教收购华中学校(湖北)之前已经拥有80%股权,收购后拥有100%股权;民生教育的滇池学院的剩余股权采用托管形式,获得100%净利润并表。

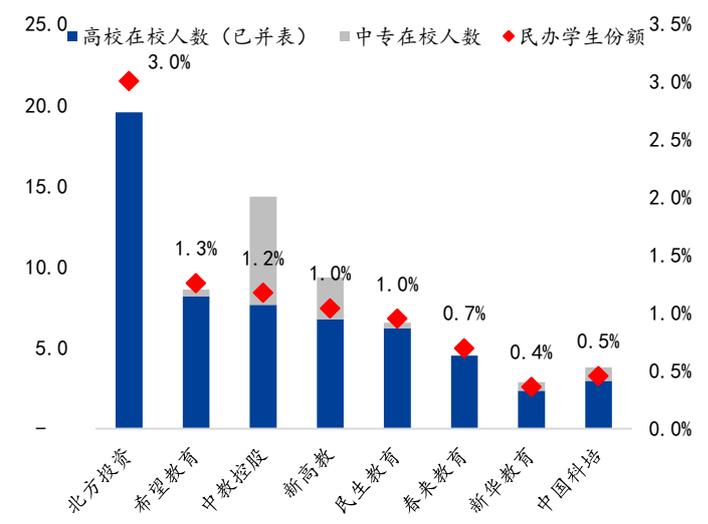
经过两年的收购整合,民办高教集中度有所提升。从学校数量来看,前8家民办高校集团所拥有的高等学校数量市占率为6.4%(以国内全部民办高校数量为基数);从在校学生人数看,前8名民办高校集团在校学生数市场份额为8.9%(以国内全部民办高校在校人数为基数)。北方投资集团以19.55万人位列第一,在民办在校人数中占比3%,希望教育、中教控股、新高教以8.2万、7.7万、6.8万人位列其后(不考虑中专人数)。若考虑中专人数,整体学生人数依次是中教控股(14.4万)、新高教(9.4万)、希望教育(8.6万)。

图表 34: 各集团学校数量占民办高等学校总数 (左轴: 人数, 万人, 右轴: 份额, %)



资料来源: 公司财报, 公司官网, 国盛证券研究所 注: 仅考虑大专和本科院校, 未考虑中专和高中

图表 35: 各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数 (左轴: 人数, 万人, 右轴: 份额, %)



资料来源: 公司财报, 公司官网, 国盛证券研究所 注: 仅考虑大专和本科院校, 未考虑中专和高中

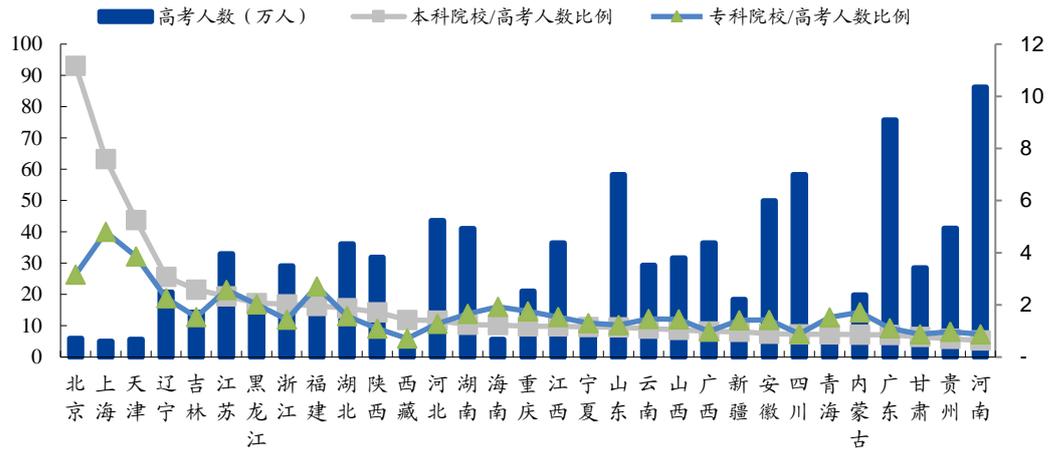
各个高教集团差异在哪里?

除了综合型研究性大学以外, 通常应用型和职业技能性高等学校以就业为导向 (学生就业率高且平均薪酬高), 面向辐射区域输送劳动力, 其专业发展和办学定位亦结合当地经济和社会发展需求, 因此大部分民办高校并非耳熟能详的名字, 其发展也表现出明显的区域属性。我们通过区域政策差异、学校招生和就业情况、成长性三大维度判断民办高校的质地优劣, 在此基础上, 结合收购外延能力评判各高教集团综合实力。

区域差异: 资源错配, 毛入学率低的区域有望获得更多政策支持

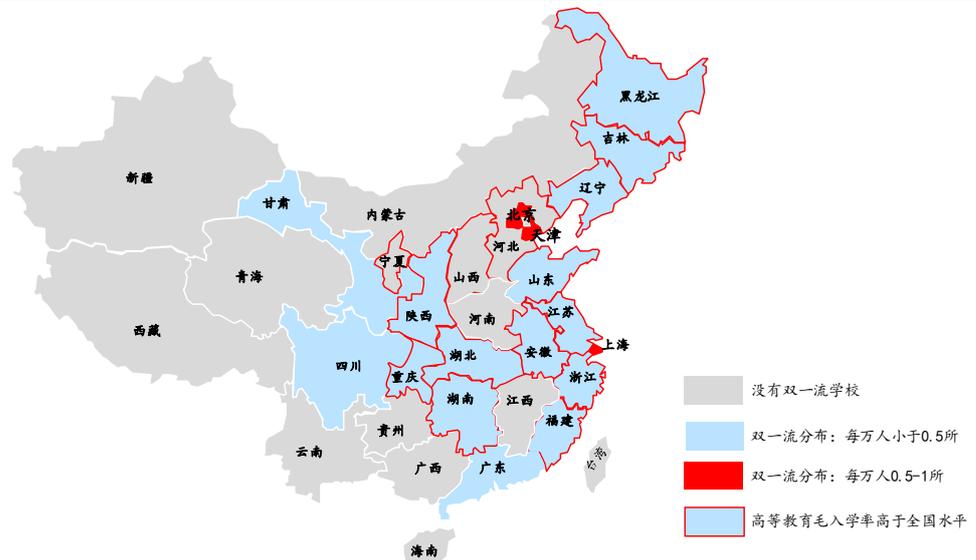
高等教育资源在区域分布上明显呈现不对等, 高考人数集中的三四线省份缺乏与之匹配的本专科学校。以各省市本专科高校数量/高考人数作为高校分布指标, 本科院校数量集中的北京、上海、天津凭借不到 6 万的高考人数基数获得前三大分布比, 分别为 11/8/5, 而高考人数在 50 万人以上的河南、广东、山东、四川、安徽本科学校数量仅为 50-70 所, 本科分布比小于 1, 即每万人高考人数平均占比不到一所本科高校。

图表 36: 各省市高考人数及本专科学校/高考人数分布比 (万人; 所/万人)



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

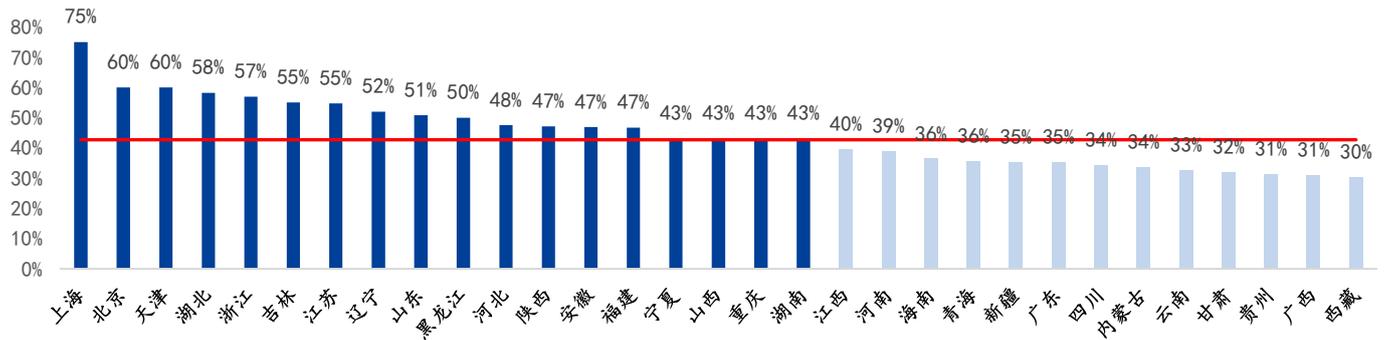
图表 37: 2017 年各省市毛入学率和优质资源分布 (每一万高考考生对应双一流院校学校数量)



资料来源: 各省教育厅、政府网、教育部、统计局, 国盛证券研究所整理绘制

不同省份毛入学率差距明显, 落后省份有望获得更多政策支持, 市场潜力大。以入学率为核心衡量指标, 上海市以 75%的入学率排名第一, 是西藏自治区入学率的 2.5 倍, 大量中西部、西南部省份, 如云南、贵州、广西、四川、新疆, 毛入学率不到 35%。全国整体毛入学率的提升, 主要依赖基数较低的三四线省份毛入学率提升的带动。因此从政策支持力度、毛入学率提升空间方面来看, 中西、西南部地区是行业整合发展的重要切入口。

图表 38: 2017 年各省市高等教育毛入学率比较 (红色线为全国水平, %)



资料来源: 教育部、统计局, 国盛证券研究所整理绘制

《民促法》地方实施意见中, 除规定营利性企业自主定价以外, 还进一步细化非营利性企业不同教育阶段的定价开放力度, 云南、广东、宁夏、内蒙古等地区高等教育阶段均采用市场定价或有序放开, 充分给予民办教育自主定价权。

图表 39: 各省市不同教育阶段收费定价开放政策对比

省份	非营利性幼儿园	非营利性义务教育	非营利性高中	非营利性高等教育	非营利性课外培训
辽宁	市场定价	政府定价	政府定价	市场定价	市场定价
安徽	市场定价	有序放开	有序放开	有序放开	市场定价
甘肃	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开
天津	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开
云南	市场定价	市场定价	市场定价	市场定价	市场定价
湖北	市场定价	市场定价	市场定价	市场定价	市场定价
上海	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开
浙江	市场定价	有序放开	有序放开	市场定价	市场定价
河北	市场定价	市场定价	市场定价	成熟后实行市场调节价	市场定价
内蒙古	市场定价	市场定价	市场定价	市场定价	市场定价
海南	市场定价	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开
陕西	市场定价	市场化方向	市场化方向	市场定价	市场定价
河南	逐步实行市场调节价	逐步实行市场调节价	逐步实行市场调节价	逐步实行市场调节价	逐步实行市场调节价
江苏	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开	市场定价
青海	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开	有序放开
广东	市场定价	有序放开	市场定价	市场定价	市场定价
宁夏	市场定价	政府指导	政府指导	市场定价	市场定价
山东	政府指导	政府指导	政府指导	市场定价	市场定价
重庆	市场定价	政府指导	政府指导	政府指导	市场定价

资料来源: 各省级教育部, 国盛证券研究所 注: 红色代表较开放省市

从地理位置分布来看, 民办高校集团具有一定区域性, 同时向全国其他省份扩张, 中教控股、中国科培、民生教育、希望教育、新高教旗下学校分布在毛入学率较低、教育资源欠发达的省份为主, 占据区位优势。中教控股和科培教育享广东省区位优势, 体现在: 1) 广东省自 2007 年开放民办高校自主定价 (粤价 (2007) 120 号), 2) 广东是全国第

二的高考大省，人口基数优势。民生教育深耕重庆，延伸云南，重庆分别在2012年秋季⁴和2014年秋季⁵发布对民办大专院校和民办本科院校的生均补贴政策，同时重庆享受西部大开发政策，所得税率减少至15%。希望教育和新高教聚焦云贵川和甘肃等中西部区域。

图表 40: 民办高校集团学校地域分布 (截至 2019 年 4 月, 包括收购中未并表学校, 包括中专和高中)

	民生教育	中教控股	希望教育	新高教	新华教育	春来教育	科培教育
四川			6				
云南	1			1			
贵州			3	1			
广东		4	1				2
广西				1			
河南		1		1		3	
江西	1	1					
内蒙古	1						
甘肃			1	1			
重庆	4		1				
安徽	2				3		
江浙沪					1		
东北				1			
河北	1						
湖北				1		1	
山东	5	1					
山西			1				
陕西		1					
低毛入学率区域比例	7 所/47%	6 所/75%	12 所/92%	5 所/71%	0 所/0%	3 所/75%	2 所/100%

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

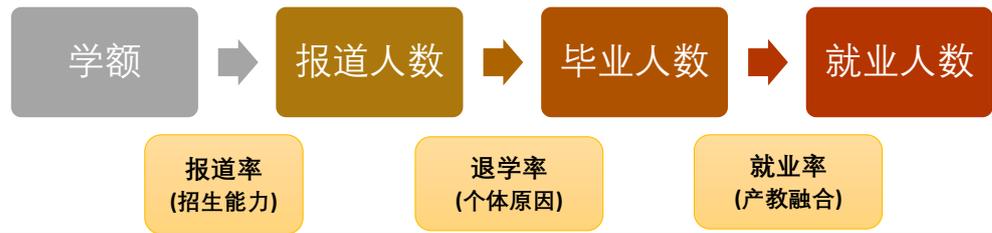
单校运营: 三大定量看质地, 三大拐点看成长性

民办高等学校以就业为导向, 判断学校质地即考察学校招生能力和就业能力, 学校办学定位和办学特色以及产教融合能力是其招生和就业的重要支撑。民办高教为区域输送区域产业经济发展所需人才, 因此因地制宜的办学定位和办学特色是其实现生源吸纳能力的重要因素, 并进一步促进产业和企业资源对接, 从而实现高就业率, 由此日积月累形成品牌口碑。从量化指标来看, 录取分数线、报道率、就业率是判断学校质地的重要量化指标。

⁴ 《重庆市财政局关于民办高等职业院校生均公用经费财政补助标准的通知》, 重庆市财政局官网

⁵ 《关于制定民办高校本科学学生均公用经费财政补助标准的通知》, 重庆市财政局官网, 重庆民办高校全日制学历教育本科学学生人均补助 2000 元; 民办专科学校人均补助在 1400-2000 元。

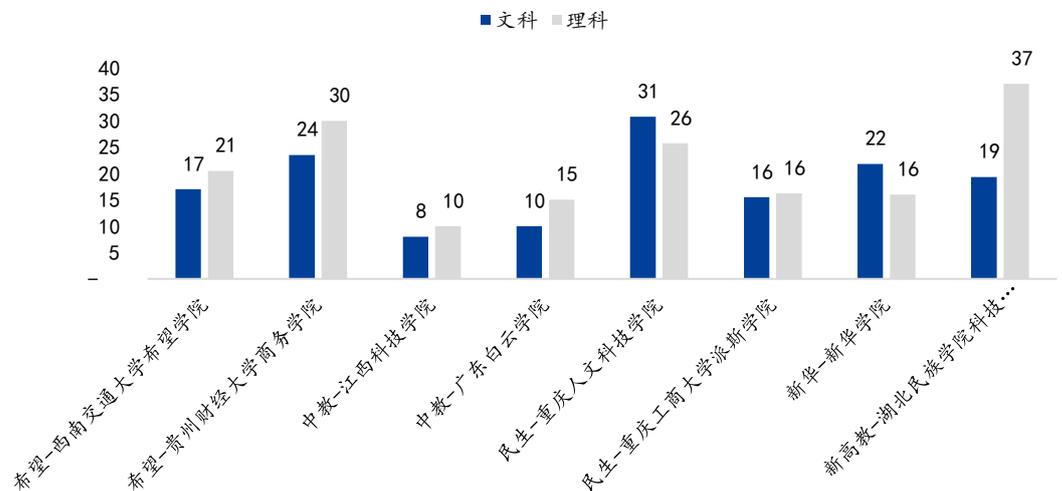
图表 41：学校质地衡量三大指标



资料来源：国盛证券研究所整理绘制

核心指标一：录取分数作为衡量单体学校对学生的吸引力水平，是较为客观的衡量指标。对比各民办高校文理科录取分数及当地省份的三本录取分数线，旗下优质学校文理科录取分数线平均超出三本线 20 分以上。根据现有数据，中教控股、民生教育、希望教育、新华学院旗下拥有更多分数线有较强竞争力的学校。

图表 42：上市公司部分学校录取线和所在省份同一批次录取线差额 (2013-2017 年平均)

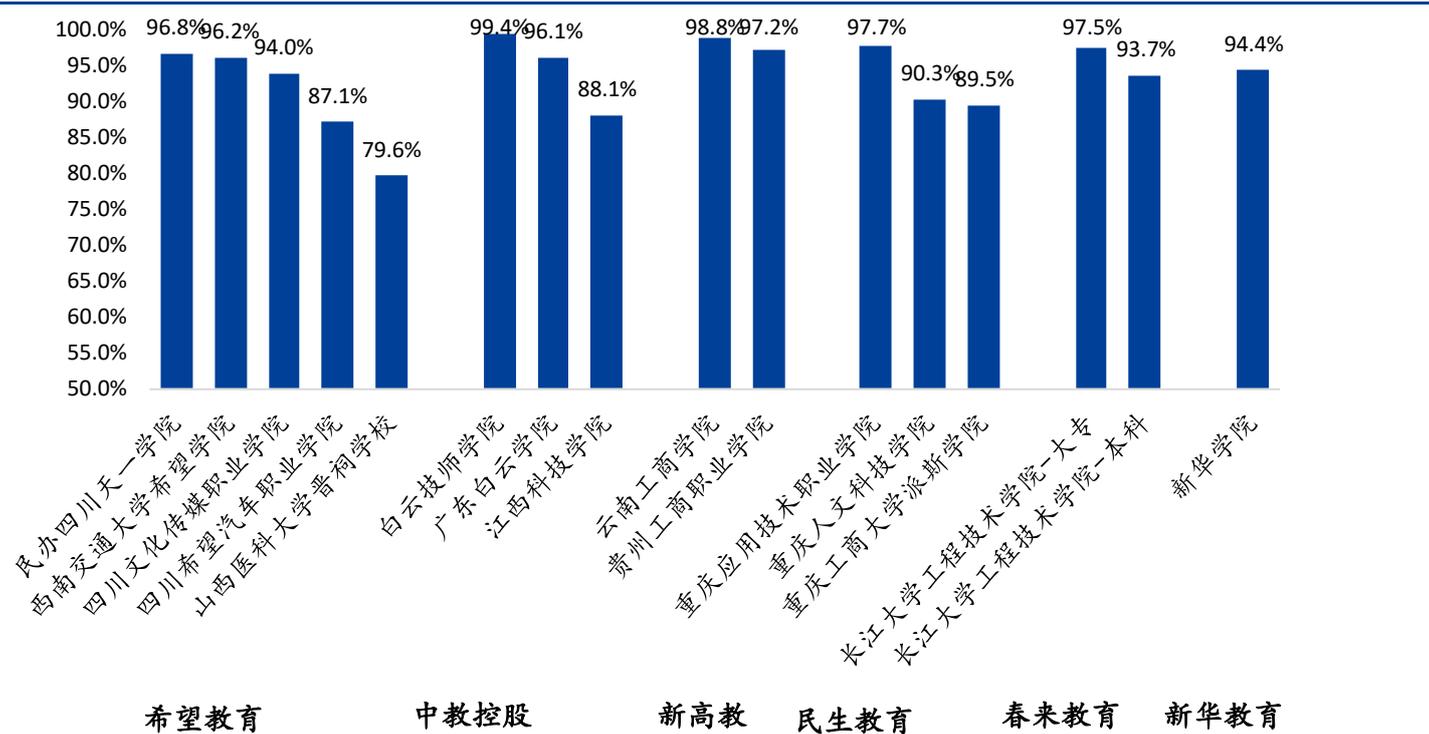


资料来源：教育部，国盛证券研究所

核心指标二：报道率。报道率是指实际报道人数/招生数(发出录取通知数)。通常而言，本科报道率高于专科，本科报道率平均在 90% 以上(优质本科在 95%+)，专科报道率在 80%-90%。其次，部分专业的报道率相对更高，如医学院、学前教育、护理等。以上市公司为样本，新华教育旗下的新华学院完成专升本后，本科报道率维持在 92% 水平，2018 年新增安徽医科大学医学院质地优异，2018/19 学年的首期报道率高达 96%；民生教育旗下学校本科/专科平均报道率分别为 95%/80%；希望教育旗下的天一学院报道率从 2016 年的 83% 提升至 2018 年的 90%+。

核心指标三：就业率。民办高校以应用型大学及高职高专为主，因此就业率可以作为反映办学能力的有效指标。综合排名靠前的本科院校，包括云南工商学院、广东白云学院、西南交通大学希望学院就业率在 96% 以上，高职高专类院校，包括白云技师学院、华立技师学院，就业率高达 99% 以上。从本专科院校平均就业率来看，中教控股、希望教育、民生教育、新高教拥有更多就业率指标突出的学校，新华教育和中国科培旗下学校数量较少，就业率均高。

图表 43: 2017 年民办高教公司旗下学校就业率对比



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所整理绘制

从成长性看, 如前所述, 学校处于扩建期、专升本期、转设期均在学额上有爆发周期, 拥有更多处在以上核心拐点周期的学校, 未来学额增长空间更大。其中中教控股、民生教育、新华教育旗下分别拥有 4 所、3 所、3 所处在以上周期的学校。

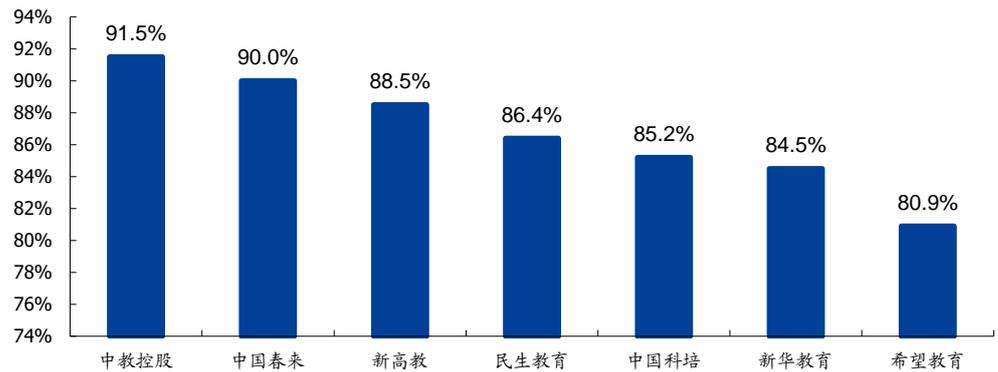
图表 44: 高教集团旗下学校成长性探讨

中教控股	希望教育	新高教	民生教育	新华教育	中国科培
白云学院 (扩建, 2019 年 9 月预 计招 2000 名, 2.9 万 容量)	天一学院 (升本, 2019 年)	贵州工商 (升本, 预计较 快)	南昌职业学院 (升本, 2019 年招 生, 4 年规划 8000 人)	新华学校 (扩建, 2018 年 9 月 招生, 容量 1 万人)	广东理工(扩建, 鼎湖第三期 2019H2, 预计新增 1000 人; 高要校区 19Q3-20Q2, 预计 新增 7000 人)
泉城学院 (扩建, 预计 3600 名; 转设时间待定)					
未来 3-5 年维度					
松田学院 (升本, 5 年, 2-3 万规 划)			城市学院 (转设, 2020 年)	医学院 (转设, 2020 年)	广东理工 (升本第五年)
松田大学 (转设, 3-5 年)				红山学院 (转设, 4 年)	

资料来源: 《中国大学及学科专业评价报告(2018)》, 国盛证券研究所

此外, 可以结合利用率判断学校短期招生提升空间, 随着学校招生能力的发展, 学校可以根据对招生的预判和计划主观决定是否扩建宿舍、增加床位数。只要学校招生能力和办学能力足够强, 学校就可以充分开发扩大容量, 获取更多学额。

图表 45: 2017 年民办高教公司整体利用率 (%)

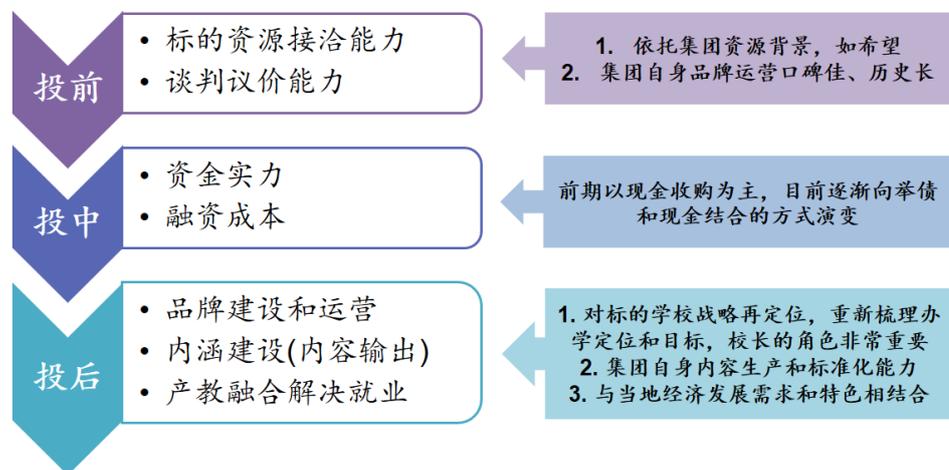


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 利用率=在校人数/床位数量

集团办学: 考验收购能力、资金能力、整合能力三大竞争要素

在民办高教加速资本化的背景下, 并购整合成为近两年重要发展战略。收购考验公司的集团化并购能力不仅包括投前标的资源对接与谈判能力, 更包括投中的资金实力、投后的运营管理与品牌输出能力。依托集团资源背景, 如希望教育(背靠希望集团)、新华教育(背靠新华集团)、北方国际大学联盟(背靠北方投资集团), 或者公司自身品牌优势, 如新高教、中教控股, 可以实现优质资源标的的接洽以及以更低的价格谈判收购。

图表 46: 各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数



资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

收购能力: 关注标的质地, 集团化办学初期通常伴随资产周转率下降

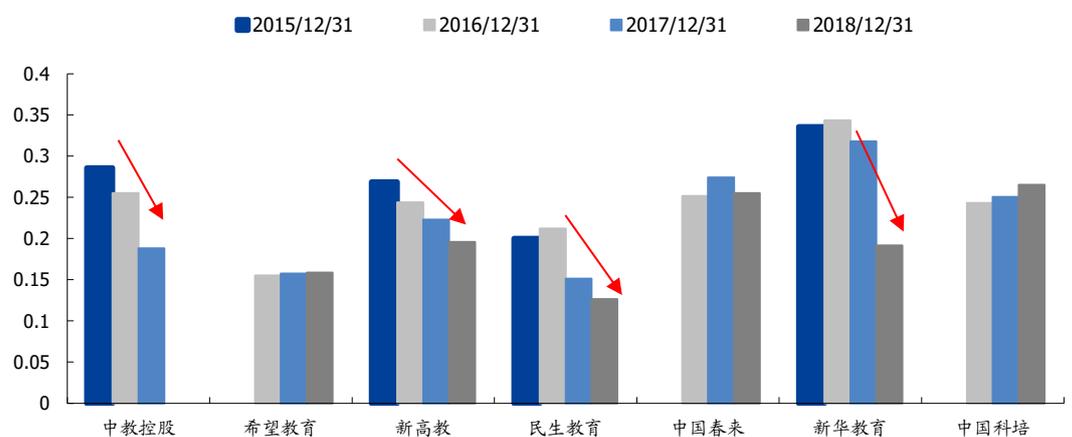
收购标的学校不仅在于获得在校人数的增长, 更重要的是考察学校的质地和潜力。核心考察学校质地和成长性、办学层次、资产质量、原举办者或举办人公司资质等。整体来看, 中教控股和民生教育上市以来收购优质标的的数量较多, 民生教育经过近两年探索, 收购标的的质地逐渐提升。具体来说,

- 标的学校质地结合前文单校分析指标的基础上, 考察学校在区位内的地位, 如新高教收购的华德学院、民生教育收购的云南滇池学院、新华教育收购的红山学院均是当地办学资质和声誉较好的民办高校。

- **办学层次：**从学费空间和报道率的角度看，本科学校优于专科学校。若结合学额成长性角度看，刚升本的专科、已经具备转设条件的独立学院、获得升本资格的专科学校、以及就业较好的技工学校和中专学校则是更优选择。如中教控股收购的郑州学校和西安学校在铁路领域就业好，济南大学泉城学院已经初步具备转设条件，民生教育收购的南昌职业学院则在2018年刚刚完成升本，后续将迎来学额的快速增长。
- **其他：**资产质量考察学校自有土地和负债情况，体现公司收购后整合资金投入需求，大部分独立学院收购都涉及资金投入建设校区，如新华教育收购红山学院、民生教育收购城市学院等。此外，原举办人资质的重要性主要体现在收购交割的周期和效率，如民生教育收购的安徽文达因举办人变更拖累收购进程。

被收购标的通常在现金流或者运营层面陷入困境，因此盈利水平普遍较低，收购后拖累公司整体资产周转率。高教集团 ROE 平均水平在 15%-25%，核心差异点来源于杠杆率（由此形成的财务费用带来利润率差异）以及资产周转率。其中收购较多的公司资产周转率普遍下降，单体或收购标的已经成熟的公司资产周转率本稳定（中国科培、中国春来、希望教育）。

图表 47：2015-2018 年民办高教公司资产周转率变化



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 48：2018 年民办高教公司 ROE 杜邦拆分（按 ROE 自大到小排列）

	销售利润率 (%)	资产周转率 (次数)	权益乘数	ROE
中国科培	59.4	0.27	1.67	26.3%
中国春来	24.2	0.26	3.71	22.9%
新华教育	66.3	0.19	1.19	15.1%
新高教	36.0	0.20	2.02	13.5%
中教控股	43.3	0.19	1.29	10.5%
民生教育	48.4	0.13	1.69	10.3%
希望教育	15.2	0.16	2.89	7.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：中教控股 2018 年财年数据缺失，采用 2017 年数据

资金能力：关注现金充足、有息负债率低、融资成本低的公司

核心指标一：结合账上存量现金水平、近期资本开支计划，判断公司用于收购整合的可动用自有资金情况。其中可动用自有资金在 10 亿以上的包括中教控股、希望教育、民生教育，此外新华教育和中国科培仍有部分上市募集资金支撑。

图表 49: 民办高教公司资金实力和近期 CAPEX 计划 (单位: 人民币)

	中教控股	希望教育	新高教	民生教育	中国春来	新华教育	中国科培
现金+理财	16.2 亿	30 亿	3.5 亿	15 亿	5.45 亿	19 亿 (10 亿港币境外)	6.8 亿+上市募集 7.6 亿港币
近期 CAPEX 计划	白云学院扩建 (2019 年 7 亿)	每年 1.5-2 亿	甘肃学校 2 亿	①滇池学院在建的楼+二期的地 (1.75 亿) ②曲阜学校土地建筑 1.7 亿 ③城市学院校区 7-8 亿分期	无	①红山学院对价 3 亿, 后续购买土地 ②医学院建设 (2019 年 2 亿土地, 整体 4 年 6 亿)	①广东理工鼎湖第三期 (1.9 亿, 19H2) ②广东理工高要改造 (2 亿, 19H2)
有息负债	-	21.3 亿	12.9 亿	4.6 亿	9.5 亿	-	1.1 亿

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 资金包括理财产品和定期存款等

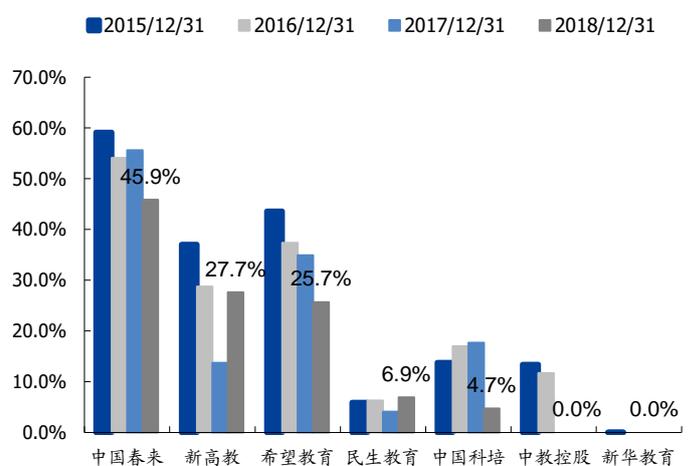
核心指标二: 融资成本率和有息负债率, 判断公司可撬动的杠杆能力。校区扩张、外延并购较快的公司须警惕资产暴露风险。杠杆率和融资成本均较高的公司表现为融资成本营收较高, 拖累利润率, 希望教育、春来教育的占比在 17%-19%。从有息负债率水平看, 中国春来、新高教、希望教育杠杆率较高, 从融资成本看, 民生教育、希望教育、中教控股融资成本较低, 主要以银行借款为主, 接近浮息银行借款 4.62% - 5.51%。

图表 50: 2015-2018 年民办高教公司融资成本率 (融资成本/借债规模)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 1) 新高教 17 年融资成本率激增主要由于成本及负债时间节点错位, 于 16 年 9 月的 6400 万美元银行贷款已于 17 年 9 月 12 日全数偿还, 未计入年末负债分母中。2) 融资成本率中分母借债规模, 主要包括流动负债及非流动负债中银行及其他借款利息, 控股公司及关联方借款及金融负债的利息开支

图表 51: 2015-2017 年民办高教公司有息负债率 (有息负债/总资产)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

核心指标三: 融资渠道。随着上市公司收购深入, 融资途径也更加多元。

- **与银行或财团合作:** 2018 年民生教育与工商银行重庆分行签订战略合作协议, 获得 100 亿意向性融资和 10 亿备用贷款, 利率享有同类公办学校待遇。新高教 2018 年 8 月与银行财团订立贷款融资协议, 5 亿港元五年期以及最高 10 亿港元的超额融资。
- **产业基金:** 2018 年 7 月中教控股与惠理签订框架协议成立规模 50 亿的教育基金, 其中公司初期出资 2.5 亿、惠理出资 3.7 亿, 基金主要专注于控股型投资民办高教和职业教育。2018 年 12 月民生教育与中金资本成立 100 亿并购基金。

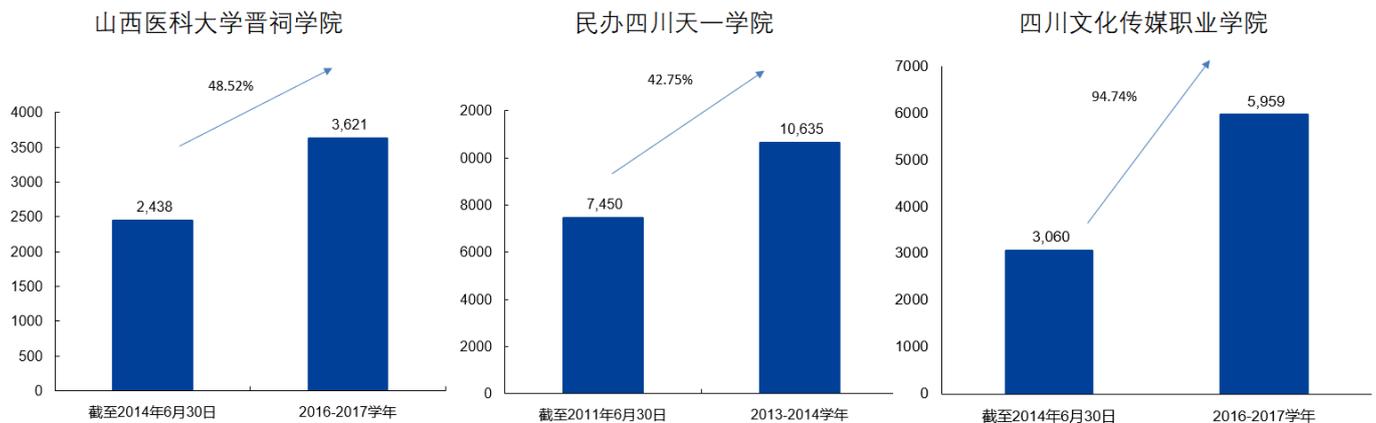
- **可转债：**2019年3月中教控股发行3亿美元可转债，利率2%。
- **配售股份：**2019年4月新高教通过配售1.1亿股股份募集3.93亿港元，其中约1亿港元将用于改善公司融资结构及偿还公司于2019年到期的若干尚未偿还贷款；及约2.89亿港元将用于营运资金及一般企业用途。

整合能力：路径多元，表现为在校人数增长和利润率提升

收购最终关键点在于后端整合，表现为招生能力改善和在校人数提升。完善的投后管理体系在整个并购流程中的角色最为重要，包括对标的学校的战略再定位、内容及教师资源的输出、产教结合解决学生就业问题等。高教集团通过对标的学校整合使得其在2-3年内在校人数、学校利用率等各项运营指标明显改善。投后整合路径多元，如：

- **集团与标的学校高效协作，向标的学校派驻原有体系内资深一线教务人员：**如中教控股收购西铁学校后启动百日对接计划，百日计划分为三个阶段，分为十个对接组，对接小组按业务条线划分为师资建设组、学生工作组，教学工作组等，每个阶段完成后对接小组向集团集体汇报。具体内容包括，制定三年发展规划、落实校园基建计划、积极推进系部建设、调整管理组织架构、加强财务审计等。
- **重新定位办学特色：**以希望教育为例，其旗下的四川传媒文化职业学院于2014年3月被收购以来，其在校人数从2014年的3015人增至2017年的7383人，三年复合增速达到34.8%，远高于自然增长，主要得益于集团对传媒学院的品牌注入、战略再定位与管理团队输出能力。

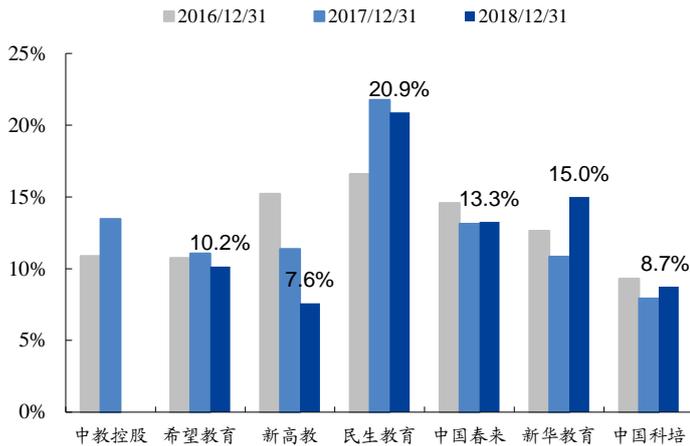
图表 52：希望教育并购后学生人次及增长情况（人次：%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算整理

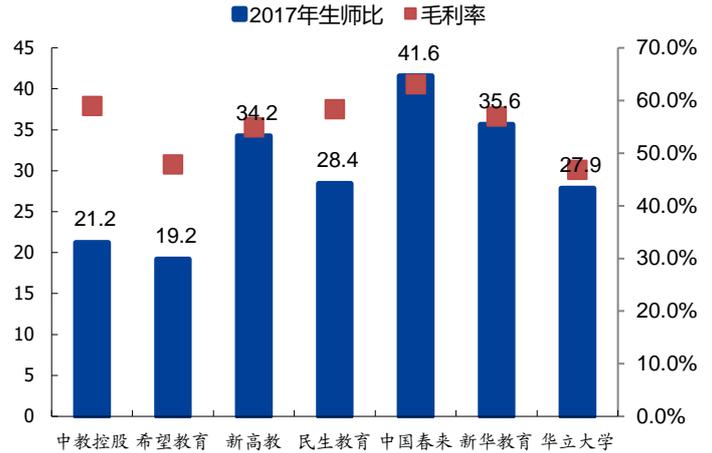
高校办学讲究特色，集团化运营标准化难度大，更多协同体现在后台运营（包括集中采购、财务系统和人力系统互通等），表现为费用率下降，如民生教育、新高教、希望教育2018年管理费用均有一定程度下降。而学校办学成本主要是老师薪酬和折旧，与生师比密切相关，因此较为刚性。此外，公司可通过债务置换和整合的方式降低财务成本。

图表 53: 民办高教公司管理费用率



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 54: 2017 年民办高教公司生师比 (学生数/教师数) 和毛利率



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

综上所述, 结合以上单体学校质地和成长性以及集体办学三大核心能力评估框架, 中教控股、民生教育综合能力较强 (尤其在成长性、收购能力、资金能力上表现突出); 新华教育和中国科培学校成长性和质地较好, 但集团化办学层面仍需时日验证。希望教育外延能力展露锋芒, 但杠杆率较高。

图表 55: 民办高教公司整体实力评估

	中教控股	民生教育	中国科培	新华教育	希望教育	新高教	中国春来
学生人数	14.35 万	6.5 万	3.8 万	2.9 万	8.6 万	9.4 万	4.5 万
学校数量	7 所	10 所	2 所	3 所	9 所	7 所	4 所
大专学生/比例/学校数	3600/2.5%/1 所	11000/17%/3 所	7600/20%/1 所	0 所	43000/50%/5 所	40000/43%/3 所	0 所
中专和技校学生/比例/学校数	67000/47%/3 所	3600/5%/4 所	8200/22%/1 所	5300/18%/1 所	4200/5%/1 所	7400/8%/1 所	0 所
待并表	1 所(泉城学院预计 19H2)	5 所	0 所	1 所(红山学院)	1 所(科技学院 19H2)另 3 所自建	1 所(甘肃学校 预计 2020)	1 所(正在收购)
学校成长性	强	强	较强	强	中等	中等	一般
学校质地	强	较强	强	强	中等	中等	中等
收购能力	强	强	未验证	一般	较强	中等	未验证
资金能力	强	强	较强	较强	中等	一般	一般
整合能力	较强	中等	未验证	未验证	强	中等	未验证

资料来源: 国盛证券研究所整理 注: 学校成长性的衡量标准是拥有几所处在扩建、专升本、转设三大核心周期的学校, 学校质地衡量标准是结合录取线、报道率、就业率指标已有数据, 收购能力衡量标准是结合 2017-18 年收购数量和收购标的质量。

投资策略

估值方面, 以港股所有民办高教公司为样本, 目前 2019 年平均 PE15 倍, 若不考虑 PE 较高的中教控股 (26 倍), 平均 PE 在 13 倍左右, 处在历史较低水平。2018 年 8 月《民办教育促进法实施条例 (送审稿)》出台之前平均估值在 25-30 倍, 受政策影响波动调整至 13-15

倍。从政策方面看，如前文所述民办高教行业内生和外延增长逻辑并未受到民促法的实质破坏；从业绩方面看，结合高教公司目前稳健的内生增长（双位数学生人数增长+中低单位数学费增长）和外延收购带来的并表增量，该估值处于低估水平。

在此背景下，个股估值则不仅受到前文所述的内生增长和收购能力的影响，也受到流动性因素影响。中教控股之所以享有较高的估值主要由于公司是质地优异的行业龙头，且在2018年3月和9月相继纳入深股通和沪股通，故享有一定的流动性和龙头溢价。

民办高教是毛入学率目标的重要支撑，是技能型专业人才力量的重要供给。伴随《职教改革方案》和配套政策的落地，政策导向和发展方向基本明朗。资本市场进一步加速整合，民办高教进入内生+外延双重驱动的增长阶段。基于以上学校和集团办学能力评估体系，优选学校竞争力强、成长空间大、资金和融资实力强的公司，结合当前估值，核心推荐民生教育、中国科培、新华教育，重点关注中教控股、希望教育。

图表 56: 民办高教公司估值表

		股价		净利润 (亿元)					PE		总市值 亿港元	评级
		港元	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
0839.HK	中教控股	10.84	5.88	7.42	8.91	10.17	33.4	26.4	22.0	19.3	219.0	增持
1569.HK	民生教育	1.40	3.33	4.51	4.97	5.28	15.1	11.2	10.2	9.5	56.2	买入
1890.HK	中国科培	3.49	3.42	4.10	4.96	5.96	18.3	15.3	12.6	10.5	69.8	买入
2779.HK	新华教育	2.64	2.56	2.94	3.38	3.98	14.9	12.9	11.3	9.6	42.5	买入
1765.HK	希望教育	1.23	3.26	4.45	5.35	6.10	22.6	16.5	13.7	12.0	82.0	增持
2001.HK	新高教	2.58	2.43	3.63	4.47	5.48	14.7	9.8	8.0	6.5	39.8	/
1969.HK	中国春来	1.66	1.19	1.52	2.41	/	15.0	11.8	7.4	/	19.9	/
	平均						19.1	14.8	12.2	11.2		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: ① 表格中中教控股、民生教育、中国科培、新华教育、希望教育均为国盛证券研究所预测, 新高教、中国春来采用wind一致预期, 收盘价采用2019年8月12日; ② 中教控股2018年净利润采用2018完整财年(2017-08-31到2018-08-31)数据; ③ 希望教育2018和2019年净利润数据为调整激励费用后的净利润

图表 57: 民办高教公司基本财务数据 (单位: 亿元人民币, %)

	中教控股	民生教育	中国科培	新华教育	希望教育	新高教	中国春来
上市时间	2017年12月	2017年3月	2019年1月	2018年3月	2018年7月	2017年4月	2018年9月
沪股通/深港通	恒生大中型股指 港股通(深/沪)	恒生小型综指 港股通(深)	/	/	港股通(深) 2019年3月	恒生小型综指 港股通(深)	/
	2018年3月/9月	2017年9月				2017年9月	
PE band	25-35	14-25	/	11-18	15-20	17-25	/
毛利率	59.0%	53.5%	67.7%	59.7%	45.4%	51.0%	58.1%
净利率	43.3%	48.4%	59.4%	66.3%	15.2%	36.0%	24.2%
销售费用率	1.0%	2.4%	2.5%	1.6%	1.9%	0.8%	0.8%
管理费用率	13.5%	20.9%	13.5%	15.0%	24.3%	7.6%	13.3%
收入	9.92	6.87	5.75	3.86	11.01	7.07	4.92

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: 中教控股采用2017财年数据, 其余均为截至2018年12月31日2018财年数据

风险提示

行业政策风险: 《民促法实施条例》终稿落地的时点和条款恐有对行业带来不确定性因素, 同时各地对民促法实施意见的落地和执行情况不明确。

分类管理后公司旗下营利性学校所得税比例提升。分类管理后各公司旗下学校若选择营利性学校，则所得税恐有所提升，影响公司整体盈利能力。

收购标的存在风险，若进度不达预期，恐拖累公司原有现金流和经营情况。收购整合过程复杂且耗时较长，举办人变更进度、原举办人资质不明、不妥善的规划和实施等可能性恐致收购进度和整合效果不达预期。

2019年高校扩招后实际报道和招生情况低于预期。2019年高等职业院校扩招100万人，2017年专科院校招生351万（占整体招生的46%）、若以专科院校为基数测算2019年扩招30%高职学额。虽扩招范围较大且已分发落地，但学校实际收入情况仍取决于学生最终报道情况。

重点公司

民生教育：收购学校有望梯次并表，量价增长潜力大

公司概况：从重庆走向全国的民办高教集团，旗下拥有 **10** 所学校。公司历经十余年发展，已从重庆第一大民办高教机构，扩展至内蒙古、云南、山东、安徽、河北等省份，成为全国型民办高教集团。目前集团旗下拥有 **10** 所学校，包括 **3** 所本科、**3** 所大专、**2** 所中职、**2** 所高中，另有 **5** 所学校尚未并表。2018 年期末学生人数 **6.55** 万人，同增 **59%**，主要由于收购云南滇池学院并表，以及寿光渤海和乐陵高中两所高中、乐陵中专和乐陵民生中专两所中专学校开始招生。

2018 年：外延收购高效推进，标的增长潜力大，以本科为主。2018 年公司完成了重庆电信职业学院和云南大学滇池学院的收购并表，同时公司签约收购了河北工业大学城市学院（本科）和曲阜远东职业技术学院（2019 年 2 月开始委托管理），均处在举办人变更手续阶段。1）城市学院新校区将位于张家口，乘风冬奥会发展良机，计划到 2022 年本专科在校生达 1 万人（若预计 2020 年开始招生，则招生期每年有望新增 3000-4000 人）。2）曲阜职业技术学院收购前在校人数 5400 多人，计划新校区建设已储备完毕。

2019 年：南昌学校进入升本高增长期，滇池学院进入转设阶段。1）2019 年 3 月公司公告拟 5.1 亿收购南昌职业学院 51% 股权，南昌职业学院 2018 年完成专升本，2019 年以后的四年将进入升本带来的本科学额快速增长阶段，收购前在校人数 9500 人，我们预计 2019 年有望达 1.2 万，2019 年有望在此推动下实现盈利。2）滇池学院是云南省独立学院的标杆学校，是国内一流的独立学院，2019 年进入转设阶段，若转设成功后管理费将不再支付，同时转设后滇池有望获得学额的进一步支持。

公司亮点：品牌优势+业务联动+区位优势倾斜。①**集中管理、产教融合成就高质量办学效果**，旗下三所本科高校均位于全省前五，公司整体本科/专科平均报道率分别为 95%/80%，毕业生初次就业率 90% 以上。②**政策环境：**旗下高校 4 所位于重庆、1 所位于内蒙古、1 所位于云南，所处区域高教资源稀缺、需求旺盛，因此在政策对民办教育扶持较大。③**融资途径多元化，融资成本有明显优势。**

投资建议：近两年公司借助资本平台将收购整合能力充分发挥，成为从重庆走向全国的民办高教集团，逐步探索出自身的整合路径和集团化管理架构。展望未来，公司将结合多元融资路径在高等教育产业链延伸和拓展，进入内生外延双轮驱动阶段。维持 2019/20/21 年净利润预测 4.51/4.97/5.28 亿，对应 EPS0.11/0.12/0.13 元人民币。目标价 2.28 港元，对应 2019 年 PE 18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：分类管理后公司旗下位于重庆的学校相关生均补贴取消或大幅减少的风险；公司收购的学校举办人变更进度不达预期，影响整合进度。

图表 58：民生教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	488	687	979	1,055	1,105
增长率 yoy%	8.8	40.7	42.4	7.8	4.7
净利润（百万元）	259.9	333	451	497	528
增长率 yoy%	6.8	28.0	35.5	10.1	6.4
EPS（摊薄/元）	0.06	0.08	0.11	0.12	0.13
净资产收益率（%）	8.3	9.4	11.4	11.1	10.6
P/E（倍）	19.4	15.1	11.2	10.2	9.5
P/B（倍）	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

中国科培：华南高教龙头，质地优异量价双升

公司概况：华南地区领先的民办高教公司。公司是华南地区规模较大的民办高等学历教育机构，目前共运营两所学校，广东理工学校及肇庆学校。2018年公司实现主营收入5.75亿元、同增26.4%，净利润3.42亿元、同增48.1%。其中学费收入5.21亿、同增24.4%。公司2015-2018年收入/净利润CAGR达31%/42%，主要来源于广东理工专升本后带动本科学生人数大幅增长，总在校学生增长到2018/19年45118名(2014-2018学年CAGR25%)。

学校概况：广东理工处于专升本初期快速增长阶段。①广东理工学院：成立于2005年，以理工科为专业特色，2014年经教育部批准成为本科学校。升本后学校在校人数快速增长(2014-18CAGR约25%)，成为公司主要收入来源(2018年其学费占收入的83%)，本科贡献收入逐年增加，预计未来仍将持续。学生数方面，本科人数为19977人，同增34%(2018/19学年预计7000人左右)；专科学学生7610人(包括专升本项目的1875人)；成人教育9273人、同比增加4900人。学费方面，近两年本专科提价幅度在15%左右，处于广东省民办本科学费较高水平。②肇庆学校：成立于2000年，以理论实践为特色的广东最大民办中专学校，2018/19学年在校人数8258人、同增12.3%，学费收入4200万、同增3.8%。

公司亮点：广东理工质地优异，资本助力版图扩张。①区位优势：公司旗下两所学校均位于广东省肇庆市，广东省是高考大省，且高等教育资源供不应求，毛入学率为39.2%，低于全国平均水平45.7%，有望获得更多政策支持，体现在广东省允许民办高教学费的市场化定价。②内生办学：广东理工学院以工科为特色，注重产教融合(企业定向培训计划/实践类实验室)，首届本科毕业生就业率97%，处于较高水平；课程设置方面，推出特色项目满足学生需求(考试中心的考证辅导/“2+2”交流项目/肇庆学校的“3+2”专升本项目)。③发展规划：外延方面，公司上市后计划以华南地区为主进一步横向扩张。内生增长方面，公司此前已经连续两次对广东理工学院鼎湖校区进行扩建容量增加1万至2.9万人，2019年底第三期扩建校区有望落成，同时改造高要校区，预计合计新增8000人容量。公司拟将上市募资的2.98/2.49亿元用于收购和扩建。

投资建议。公司是华南地区领先的民办高教公司，旗下学校质地优异，量价双升增长趋势有望延续。未来公司有望借助资本市场平台和自身融资能力进一步扩张办学版图。根据公司内生学校扩建和招生情况，预计2019/20/21年净利润分别为4.1/4.96/5.96亿元，对应EPS0.20/0.25/0.30元。目标价4.35港元，对应2019年PE18倍，维持“买入”评级。

风险提示：中等职业教育竞争激烈，肇庆学校中专招生不达预期；公司扩建学校进度不达预期，影响次年招生预期；收购进度不达预期。

图表 59：中国科培盈利预测和估值(单位：人民币)

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	455	592	711	844	996
增长率 yoy%	30.2	30.1	20.0	18.8	18.0
净利润(百万元)	230.9	342	410	496	596
增长率 yoy%	28.8	48.1	19.9	20.9	20.2
EPS(摊薄/元)	0.12	0.17	0.20	0.25	0.30
净资产收益率(%)	19.8	23.9	22.2	21.2	18.2
P/E(倍)	27.1	18.3	15.3	12.6	10.5
P/B(倍)	5.4	4.4	3.4	2.7	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

新华教育：2019年整合开启，外延持续

公司概况：深耕安徽，高教集团初长成。中国新华教育运营新华学院（提供本科和专科教育）和新华学校（中专教育）。2017年公司与安徽医科大学订立为期三年的正式协议，以共同运营临床医学院；2018年公司中标南京财经大学红山学院收购，两所均是独立学院；2019年7月公司拟收购云南医科大学海源学院和昆明卫生学校60%股权。2018财年实现总收益4.78亿元（+22.0%），归母净利2.56亿元（+48.9%），新华学院为主要收入来源。

2018年：内生稳健，盈利能力提升。2018年公司内生两所学校保持稳健增长，新华学院和新华学校学费收入分别同增13.4%/14.3%。具体来看，1）新华学院：目前已经是安徽省规模最大的本科高校，2018学年学生人数2.89万人（其中1.9万本科生），目前每年学额稳定略增，2018年学费有个位数增长，预计2019年收入保持10%的增长。2）新华学校：成为获得安徽省学费自主定价的试点中专学校，2018年学费提升30%，经过2016-17年扩建后2018年招生快速增长，预计2019年持续增加。

2019年：整合开启，收购延续，高教集团初长成。1）医学院：2018年公司已经完成学生从无到有的运营，实际到校575人，报到率达96%，预计2019年学额有望快速增长，计划2020年在校人数到5000人。2019年公司将为学校筹备土地，后续将开启楼宇建设，新校区计划容量5000人，预计2020年投入使用，转设工作亦将随之展开。2）红山学院：成立于1999年，以财务经管为特色的优质独立学院，目前在校人数8600人左右。目前公司已支付了3亿作为部分对价，未来3-4年过渡期后完成转设工作。3）云南医科大学海源学院和昆明卫生学校60%股权：整体交易代价9.18亿，其中现金支付4.28亿认购41.96%股权，现金1.84亿+发行股份支付3.06亿（发行价4港元，发行8700万股）认购18.04%股权。海源学院创立于2001年，目前在校生12026人；昆明市卫校成立于1953年，中等职业学校，在校生6247人。

投资策略：公司作为安徽省民办高校的优质品牌，现有学校有望进入量价双升的增长阶段，新增收购医学院学校及红山学院，未来公司有望在自身办学品牌的支撑下进一步拓宽版图。维持2019/20/21年净利润分别为2.94/3.38/3.98亿元，同增15%/15%/17.5%，对应EPS 0.18/0.21/0.25元人民币。目标价3.41港元，对应2019年PE 16倍，维持“买入”评级。

风险提示：收购的云南目标学校用较多第三方债务，后续整合过程中恐增加公司财务费用和现金流压力；红山学院转设进度低于预期。

图表60：新华教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	376	437	509	592	687
增长率 yoy%	10.5	16.3	16.4	16.3	16.1
净利润（百万元）	172.0	256	294	338	398
增长率 yoy%	-0.3	48.9	15.0	15.0	17.5
EPS（摊薄/元）	0.11	0.16	0.18	0.21	0.25
净资产收益率（%）	17.2	10.8	11.0	11.3	11.7
P/E（倍）	22.1	14.9	12.9	11.3	9.6
P/B（倍）	3.8	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

中教控股：领跑高教行业，加速整合之路

民办高教龙头，在校生数规模第一。中教控股作为高教行业学生规模最大的已上市教育集团，旗下运营3所本科及4所高职学校，截至2018/2019学年在校生数共计约14.35万人。2018财年（截至8月31日的八个月），公司实现收入9.33亿、归母净利4.01亿，同增58.6%/65.9%，主要来自郑州/西安两所学校并表（2018年3月）。2019年财年新增松田大学、松田学院（已于18年9月并表）、泉城大学、四川外国语大学重庆南方翻译学院，规模及利润体量有望持续增长。

公司亮点：卡位区域优势，内生外延增长潜力大。1) 质地优异：公司旗下江西科技学院、广州白云学院连续9年/12年排名全国/省级民办本科第一名，品牌优势提供持续竞争力；专业设置上，本科打造综合专业，专科聚焦优势细分品类，广州白云学院/松田学院以工为主、松田大学/泉城学院侧重文科，郑州/西安聚焦轨道交通类。2) 区位优势：广东省作为较早鼓励民办教育的省份，民办高校学费实行备案制度，自主定价，学费水平远高于全国，头部学校定价能力更强。3) 融资优势：公司目前有息负债/总资产1.5%，整体资产负债率26%，处于较低水平。目前公司已建立多元融资渠道，拥有世界银行2亿美元贷款额度、与惠理深圳成立50亿元产业基金，同时于19年3月发行3亿美元可转债，为外延并购提供充足资金储备。4) 管理优势：团队从业经验丰富，已形成成熟的投后管理体系，郑州/西安学校整合后在校生数均已达2.7万人（较收购前合计新增9千人）。

收购重庆南方翻译学院100%股权，拥抱优质资产，收购再下一城。2019年公司继收购泉城大学后，新增收购四川外国语大学重庆南方翻译学院，整体收购估值15.1亿，对应2019年EV/EBITDA为12.2倍，低于行业平均估值。标的学校是由教育部于2003年批准的独立学院，目前拥有33个本科学科、1.3万名在校生，本科生占比100%。新增学校报道率及就业率良好，2018年报道率94.1%且逐年提升，初次就业率93.3%；同时量价释放空间大。学校已具备转设独立本科学校的条件，无需新增资本开支。标的学校经营表现稳健，截至2018年营收2.21亿元，同增11%；EBITDA 1.08亿元，同增19%；标准化净利1273万元，预计于2020财年实现全年并表。

投资建议。公司作为规模最大的民办高教上市公司，旗下拥有8所学校，截至FY19H1在校学生数15.6万名，上市以来已成功收购5所学校，收购标的质地优异，收购进度符合预期。公司有望利用规模优势、融资优势及管理优势持续扩张高教版图，享受行业整合红利。暂不考虑泉城学院和南方翻译学院并表，维持2019/2020/2021年净利分别为7.42/8.91/10.17亿元，同增26%/20%/14%，对应EPS 0.37/0.44/0.50元/股，维持“增持”评级。

风险提示：收购整合进度受阻，并表进度低于预期；分类管理后所得税和土地款补缴恐影响盈利能力和现金流。

图表 61：中教控股盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	992	970	2,039	2,369	2,643
增长率 yoy%	6.3	58.6	57.6	16.2	11.5
净利润（百万元）	428.9	331	742	891	1,017
增长率 yoy%	4.3	65.9	26.2	20.0	14.1
EPS（摊薄/元）	0.21	0.16	0.37	0.44	0.50
净资产收益率（%）	7.5	5.8	11.1	11.8	11.8
P/E（倍）	45.8	59.3	26.4	22.0	19.3
P/B（倍）	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：2018年收入、净利润和增速为2018年1-8月财务数据；2019年增速数据为完整财年的可比口径增速

希望教育：高教巨擘，外延持续

公司概况：中国第二大民办高教集团。希望教育是国内第二大民办高等教育集团，2009年起于四川省，通过收购和自建的方式相继扩张至贵州及山西省。截至2018年底，公司运营8所高校及1所技师学院，高等院校数量居上市公司之首。2018年主营收入10.30亿元（同增37%），其中学费收入8.54亿元（同增38%），主要由于原有学校学生增长及托普学院并表；归母净利润1.67亿元（同降20%），调整上市费用及购股权开支后净利3.15亿元（同增43%）。期末学生人数8.60万人（同增14%），新招生人数3.10万人（同增43%），主要来自内生增长（2.65万人，同增22%）及托普学院并表（4513人）。

公司亮点：卡位区域树品牌，整合能力突显协同价值。

①**卡位区域优势：**公司旗下学校所处的四川和贵州区域是优质教育资源稀缺省份，毛入学率仍有较大的提升空间，对于民办教育资源的需求更为迫切。

②**高就业率树品牌：**得益于密集的校企合作、精准的学科定位以及实用的课程设置。正因如此，学校逐渐树立了自身口碑和品牌，在国内及省内排名靠前，其中贵州财经大学商学院在贵州省排名第一。各院校平均就业率为92.19%，现存院校新生报到率达到88.57%，同增4.63PCTS。

③**全方位并购能力：**2011年以来公司先后并购6所学校，其卓越的并购能力贯穿于收购全过程，体现在接洽优质标的的能力、融资能力、以及投后管理整合能力（2014年之前并购的3所学校均实现招生人数40%+的增长）。公司持续推进外延进程，新增贵州学校（2019年3月签订，7000万收购100%股权）、甘肃学校（2018年11月签订，2019/20年投入，预计2021年招生）、广东及重庆学校（2018年5月及11月签订，与当地协商推进中）。

高职政策释放学额，招生人数有望再创新高。2019年政府工作报告提出，改革完善高职院校考试招生办法，今年大规模扩招100万人，同增近30%。公司旗下四所四川高职院校均已下放学额指标，2019学年招生学额共计15998名，新增4706名，同增42%。我们预计2019年本科学额保持稳定，高职学额释放有望带动在校人数进一步增长。

投资策略：公司作为规模领先的高教集团，内生经营稳定，有望凭借卓越并购整合能力和融资能力持续扩大市场份额。综合考虑2019年仍有部分激励费用，以及天一学院升本时间待定进而恐影响招生，维持公司2019/20/21年净利润预测4.25/5.35/6.10亿元（2019年调整激励费用后为4.45亿），对应EPS 0.06/0.08/0.09元/股，维持“增持”评级。

风险提示：收购整合进度低于预期；新增学校梯次建设过程中现金流压力；财务费用较高拖累盈利能力。

图表 62: 希望教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	804	1,030	1,384	1,578	1,748
增长率 yoy%	23.3	28.1	34.4	14.1	10.8
净利润 (百万元)	211.7	326	445	535	610
增长率 yoy%	36.6	53.9	36.6	25.9	14.1
EPS (摊薄/元)	0.03	0.05	0.07	0.08	0.09
净资产收益率 (%)	30.9	3.6	9.3	10.5	10.7
P/E (倍)	34.7	22.6	16.5	13.7	12.0
P/B (倍)	10.8	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 注: 2018和2019年净利润数据为调整激励费用后的净利润

附录图表

图表 1: 本科和专科学校设置标准比较

	占地面积	教师队伍	规模要求
专科院校	<p>总面积: 建校初期学校总建筑面积应不低于 6.6 万平方米; 校园占地面积一般在 300 亩 以上</p> <p>生均面积: 综合/师范/工/农林/医/民族类学校应不低于 16 平方米; 语文、财经、政法类学校应不低于 9 平方米; 艺术、体育类学校应不低于 22 平方米</p>	<p>1. 在建校初期, 具有大学本科以上学历的专任教师一般不能少于 170 人, 其中研究生学历的比例应不低于 20%, 具有副高级专业技术职务以上的比例应不低于 25%。</p> <p>2. 在高等职业学校中, 专任教师中“双师型”教师比例应不低于 15%, 每个专业至少配备中级专业技术职务以上的本专业的“双师型”专任教师 2 人。</p> <p>3. 专兼职: 高等专科学校的兼职教师人数, 应当不超过本校专任教师的 三分之一; 高等职业学校的兼职教师人数, 应当不超过本校专任教师的 二分之一</p>	<p>4 年内达到以下基本要求:</p> <p>1、全日制在校生规模不少于 2000 人;</p> <p>2、大学本科以上学历的专任教师不少于 100 人, 其中, 具有副高级专业技术职务以上的专任教师人数不低于本校专任教师总数的 25%</p>
本科院校	<p>生均占地面积: 达到 60 平方米 以上; 学院建校初期的校园占地面积应达到 500 亩 以上。其中称为学院的学校, 建校初期其总建筑面积应不低于 15 万平方米</p> <p>生均校舍建筑面积: 达到 30 平方米 以上; 生均教学科研行政用房面积, 理、工、农、医类应不低于 20 平方米, 人文、社科、管理类应不低于 15 平方米, 体育、艺术类应不低于 30 平方米。(较专科学校要求高 25%-50%+)</p>	<p>1. 专兼职比例: 专任教师总数一般应使师生比不高于 18:1; 兼任教师人数应当不超过本校专任教师总数的 1/4。</p> <p>2. 称为学院的: 专任教师总数不少于 280 人。其中具有研究生学历比例不低于 30%, 具有副高级专业技术职务以上的不低于 30%; 其中具有正教授职务的不少于 10 人。</p> <p>3. 称为大学的: 专任教师中具有研究生学位的人员比例一般应达到 50% 以上, 其中具有博士学位占比应达到 20% 以上; 具有高级专业技术职务的一般应不低于 400 人, 其中具有正教授职务的不低于 100 人。</p>	<p>称为学院的, 全日制在校生规模应在 5000 人 以上。</p> <p>称为大学的, 全日制在校生规模应在 8000 人 以上, 在校研究生数不低于全日制在校生总数的 5%。</p> <p>艺术、体育及其他特殊科类或有特殊需要的学院, 经教育部批准, 办学规模可以不受此限。</p>

资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

图表 2: “十二五纲要”与“十三五纲要”关于本科及专科学校审批流程对比

类别	“十三五纲要”	“十二五纲要”
普通本科学校	<p>全国不分区和办学体制, 教育部每年集中受理一次普通本科学校的设置申请:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 相关地方先预审, 9 月 30 日前提交申请, 预审条件包括是否符合“十三五”高等学校设置规划、办学条件是否达到设置标准等 2. 接到申请后, 教育部启动形式审查程序 3. 纳入各地设置规划且办学条件达到设置标准者, 经公示后进入高评委专家考察和评议环节 4. 高评委将评议结果报经教育部党组审定并向社会公示无异议后, 办理批准文件 	<p>设置本科学校、学院更名大学、成人高校改制为普通本科学校的申请: 于每年 9 月底以前 以省级人民政府(或中央部委)名义正式报教育部</p> <p>继续坚持按照“一年西部、一年中东部、一年民办”的节奏安排高等学校设置工作。独立学院转设、中外合作本科学校的设立, 可以不受上述节奏的限制</p>
专科学校	<p>省级人民政府依法审批设置, 教育部备案制</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 由省级教育行政部门及时向教育部提交备案文件, 办理备案工作 2. 教育部审查备案文件, 符合条件后公布 	<p>每年集中办理一次专科学历教育高等学校的备案。各地审批设立专科学历教育的高等学校必须于每年 3 月 1 日前报送教育部备案。在此之前, 各地拟审批学校的预案, 应事先与教育局有关司局进行沟通</p>

资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 3：2003-2011 年独立学院相关政策变化

颁布时间	政策名称	具体条例
2003 年 4 月 23 日	《关于规范并加强普通高校以新的机制和模式试办独立学院管理的若干意见》	1) 优先支持办学质量高、办学条件好的普通本科高校试办独立学院； 2) 独立学院的申请者应为普通本科高校，独立学院的合作者可以是企业、事业单位，社会团体或个人，也可以是其它有合作能力的机构 3) 试办独立学院要一律采用民办机制，建设、发展所需经费及其它相关支出，均由合作方承担或以民办机制筹措解决
2008 年 4 月 1 日	《独立学院设置与管理办法》	1) 硬件条件：独立学院应当根据核定的办学规模充实办学条件，并符合普通本科高等学校基本办学条件指标的各项要求 2) 举办人：参与举办的普通高等学校：须一般应具有博士学位授予权；参与举办的社会组织：应当具有法人资格。注册资金不低于 5000 万元，总资产不少于 3 亿元，净资产不少于 1.2 亿元，资产负债率低于 60%；参与举办的个人：个人总资产不低于 3 亿元，其中货币资金不少于 1.2 亿元 3) 教师队伍不低于 1：200 的师生比配备辅导员，每个班级配备 1 名班主任。
2009 年 5 月 4 日	教育部办公厅关于编报省级《独立学院五年过渡期工作方案》的通知	1) 本地区独立学院专业设置及布局等基本情况，对独立学院五年过渡期的总体考虑； 2) 逐校、分类明确工作意见和《办法》施行之日起五年内的进度，明确规定独立学院可以转设为民办本科和专科院校
2011 年 12 月 19 日	《教育部关于“十二五”期间普通高等学校设置工作的意见》	1) 对于布局合理，条件具备，办学行为规范，并列入省级人民政府“十二五”高等学校设置规划的独立学院，可以按照普通高等学校设置程序，申请转设为独立建制的民办本科学校。 2) 2014 年以前每年均可按照高等学校设置工作要求开展独立学院转设的审批工作；

资料来源：教育部，国盛证券研究所整理绘制

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com