安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 10 月 11 日

中泰桥梁（002659.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工Ⅲ

华丽蜕变国企分享资源红利，切入国际教育领域或成行业黑马

■**主营业务发展进入瓶颈期，定增转型教育培育新盈利增长点：**公司是具有国家一级资质的桥梁钢构制作领域的龙头企业，但近年来受宏观经济下行压力和业务属性限制，发展进入瓶颈期；公司积极谋求转型，于今年 5 月公告向海淀八大处等 3 名特定投资者非公开发行 1.88 亿股，募集 17.50 元兴建国际学校项目（12 亿元），转型国际教育打开新盈利成长空间，同时，公司第一大股东变更为八大处控股，实际控制人变更为海淀区国资委，公司华丽蜕变为国有企业，未来或背靠海淀区国资委旗下优质资源实现教育产业的快速发展。

■**政策破冰打开民办教育发展空间，供需缺口存在催生国际学校巨大市场：**民办教育的营利性问题一直是阻碍民办教育产业发展的重要因素，15 年 1 月国务院常务会议讨论通过了《民办教育促进法》审议通过一揽子教育法案修正案，明确指出允许兴办营利性民办学校，政策破冰将促进民办教育产业市场化运作，未来发展空间巨大。随着居民生活水平不断提高，对高质量的基础教育需求增大，民办教育或迎来发展机遇；同时，在过去 12 年里，在中国大陆注册的国际学校已经从 22 所增加到 338 所，复合增长率达到 25%，但高净值人群群体扩大、留学需求及外籍人口的增长致目前国际学校市场供给远远低于需求，供需缺口预计在未来几年内将持续存在，国际学校存在较大发展空间。

■**第一大股东资源优势显著，国际学校项目盈利能力较强：**本次非公开发行完成后，公司将成为海淀区国资委旗下唯一教育上市平台，优质教育资产注入预期强烈，未来公司可凭借国资背景及区位优势（海淀区教育资源优势突出），顺利打开高端教育市场；同时，国际学校项目盈利能力较强，建设期为 2 年，预计投入 5 年后入学率达到 100%，届时年均可实现净利润 4.3 亿元（约为 14 年公司净利润的 39 倍），同时，在国际学校投入运营后公司可将其作为范本，结合海淀区巨大教育优势实现异地复制，未来存在服务或投资全国一二线城市国际学校的可能，实现全国版图的快速扩张。

■**风险提示：1、经济下行压力增大；2、高端教育需求下降；3、转型进程低于预期**

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	665.5	832.8	608.2	978.7	1,550.1
净利润	-62.8	12.9	13.0	90.0	187.2
每股收益(元)	-0.14	0.03	0.03	0.20	0.41
每股净资产(元)	1.28	1.31	1.66	1.84	2.20

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	-118.0	572.3	569.2	82.3	39.6
市净率(倍)	12.6	12.3	9.7	8.8	7.3
净利润率	-9.4%	1.6%	2.1%	9.2%	12.1%
净资产收益率	-10.7%	2.2%	1.7%	10.6%	18.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
ROIC	-4.5%	3.8%	3.7%	13.0%	11.0%

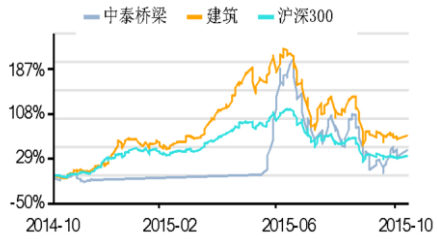
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	20.00 元
股价（2015-10-09）	16.07 元

交易数据

总市值（百万元）	4,997.77
流通市值（百万元）	4,997.77
总股本（百万股）	311.00
流通股本（百万股）	311.00
12 个月价格区间	9.50/34.59 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	18.95	4.94	18.47
绝对收益	17.21	-9.36	53.05

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人
张璐芳 021-68766135
zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

中泰桥梁：业绩增速下滑：——2012 年 3 季报点评	2012-10-24
中泰桥梁：基建投资下滑负面影响显现	2012-04-26
中泰桥梁：桥梁钢结构行业的佼佼者	2012-02-24

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

目录

1. 主营业务发展进入瓶颈期，定增转型教育培育新盈利增长点 5
1.1. 费用高企、业绩下滑，主营业务发展进入瓶颈期 5
1.2. 定增募集 17.5 亿元转型国际教育，华丽变身国有企业 6
2. 政策破冰叠加强劲需求，国际教育产业空间广阔 7
2.1. 教育市场规模巨大，基础教育重要性增强 7
2.1.1. 教育体系日益完善，基础教育或成未来增长点 7
2.1.2. 13 年基础教育市场规模超 1.8 万亿，未来将持续高速增长 8
2.1.3. 社会投入教育经费有待提高 9
2.2. 政策破冰，民办教育迎来发展新机遇 10
2.2.1. 相关法律陆续出台，盈利性民办学校获准许 11
2.2.2. 市场化运作机制将产生，民办教育优质化趋势明显 12
2.3. 民办教育认可度提高，发展空间或打开 12
2.3.1. 受益于民办教育各阶段较高学费，市场规模增速较快 12
2.3.2. 民办基础教育入学人数逐年提高，17 年渗透率接近 22% 13
2.3.3. 国外私立学校比较：学校数量众多，盈利能力优秀 14
2.4. 国际学校是民办教育重要分支，多因素影响催生巨大市场 16
2.4.1. 国际学校发展历程 16
2.4.2. 办学优势明显，对接国外课程多维度培养学生能力 17
2.4.3. 高净值人群增长+留学需求增加+外籍人员增长产生对国际学校巨大需求 18
2.4.4. 国际学校市场集中度较低，供给远远低于市场需求 20
3. 第一大股东资源优势显著，国际学校项目盈利能力较强 22
3.1. 国资背景+区域优势+北京国际学校政策齐助力国际学校项目实施 22
3.1.1. 背靠海淀区国资委分享资源红利，优质教育资产注入预期强烈 22
3.1.2. 海淀区地理位置优越，存在协同整合教育资源可能 24
3.1.3. 受益于北京国际学校办学政策，民办国际学校获更大发展空间 25
3.1.4. 结合海淀区巨大教育资源优势，未来或扩张教育产业全国版图 26
3.2. 国际教育+桥梁钢构双主业雏形已现，多元化发展提高公司盈利能力 27
3.2.1. 对比国内国际学校收费标准，新建项目盈利能力较强 27
3.2.2. 8 万吨产能扩建项目推动桥梁钢构业务发展，双主业渐成形 28
4. 盈利预测估值 29
4.1. 重要假设 29
4.2. 预测 15-17 年 EPS 分别为 0.03/0.20/0.41 元，首次覆盖给予“-A”评级 30

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 1：公司承接重大桥梁项目 5
图 2：近年来公司营收呈下滑趋势，15Q1 营收 1.01 亿元 6
图 3：公司净利润波动大，15Q1 净利润亏损 370.2 万元 6
图 4：公司资产结构稳定 6
图 5：毛利率、净利润波动较大并呈下滑趋势 6
图 6：定增前公司股权结构 7
图 7：定增后股权结构，海淀区国资委成实际控人 7
图 8：13 年国内教育市场规模约为 6 万亿，预计 17 年将接近 8.5 万亿元 7
图 9：国内教育体系日渐完善，基础教育重要性增强 8
图 10：基础教育市场规模年复合增长率约为 17.8% 9
图 11：人均基础教育年复合增长率约为 18.4% 9
图 12：城镇居民月均基础教育支出分布 9
图 13：城镇居民家庭教育支出较高，13 年接近万元 9
图 14：我国社会投入教育经费增长缓慢 10
图 15：教育经费占 GDP 比重于 12 年首超 4% 10
图 16：2012 年各国教育支出占 GDP 比重情况，中国远低于世界水平 10
图 17：教育法律法规发展历程 10
图 18：民办教育市场规模呈现快速发展态势 13
图 19：民办教育各阶段学费较高，13 年高中阶段近万元 13
图 20：基础教育人数趋于稳定在 200 万人左右 14
图 21：民办基础教育人数快速增长，17 年将近 46 万人 14
图 22：民办基础教育各阶段人数分布情况 14
图 23：民办基础教育渗透率 17 年接近 22% 14
图 24：美国私立学校约占全部学校的 30.99% 15
图 25：美国私立学校学生、教师数量较多 15
图 26：国内国家学校发展历程 16
图 27：国际学校办学优势 17
图 28：大众富裕阶层人数未来有望保持稳定增长 19
图 29：大众富裕阶层意愿选择子女出国留学时间 19
图 30：出国留学人数增长率趋于放缓 19
图 31：近年来赴美、赴英本科留学人数情况 19
图 32：留学趋向于低龄化 19
图 33：北京外籍人口增长稳定，12 年达 12.01 万人 20
图 34：驻京外籍人员职业分布 20
图 35：国际学校市场增长稳定，预计 17 年市场规模将达 382 亿元 20
图 36：国际学校招生人数快速增长，预计 17 年将近 24.5 万人 21
图 37：海国投下属主要企业 23
图 38：海淀区教育资源丰富 24
图 39：朝阳区、海淀区国际学校数量较多 25
图 40：海淀区公立国际学校占比较多 25
图 41：国际学校一线城市分布较为密集，预计二三线城市国际学校数量将快速增长 27
图 42：未来公司或协同教育资源平台及资产运作平台投资或服务二三线城市国际学校 27

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：非公开发行情况，八大处控股认购 1.5 亿股 6
表 2：定增募集资金 14.8 亿元，其中 12.5 亿元用于校园项目建设 7
表 3：15 年通过教育法、高等教育法、民办教育法修正案草案 12
表 4：国内国际学校主要分为三种类型 16
表 5：国际学校开设的主要课程与国外大学衔接较为紧密 18
表 6：2013/2014 学年按招生人数排名前五的国际学校及市场占有率 21
表 7：2013/2014 学年按招生人数排名前五的国际高中及市场占有率 21
表 8：海淀区国资委旗下监管企业事业单位 22
表 9：北京市排名前十中小学中，海淀区均占有四成以上席位 24
表 10：海淀区教育委员会管辖学校 24
表 11：海淀区国际学校一览表 25
表 12：国内排名前五国际学校收费较高 28
表 13：北京市著名国际学校收费、校园面积情况表 28
表 14：文凯兴国际学校盈利能力预测 28
表 15：公司近年来重大工程一览表 29
表 16：桥梁钢构业务未来三年营收预测 29

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 主营业务发展进入瓶颈期，定增转型教育培育新盈利增长点

1.1. 费用高企、业绩下滑，主营业务发展进入瓶颈期

中泰桥梁是具有国家一级资质的国内桥梁钢结构制作领域的龙头企业，主营业务包括桥梁钢结构的制作、运输、安装，以及相应的技术研究、工艺设计及技术服务。公司先后承担了苏通长江大桥、润扬长江大桥、上海卢浦大桥等多个大跨径桥梁钢结构工程，业务范围覆盖江苏、上海、浙江、安徽、湖北、湖南、江西、广东、福建、吉林、山西等多个省市。公司技术实力雄厚，是省级企业工程技术中心，拥有以上海交大、同济大学、西南交大等为支撑的院士工作站，产学研成果丰硕，14 年申报国家技术专利 10 项，已受理 3 项，已授权实用新型专利 2 项，发明专利 1 项，申报中国钢结构金奖 2 项。公司作为国内桥梁钢结构工程承包领域的专业企业，在桥梁钢结构制造、运输、安装等方面具有丰富的实践经验，分别荣获交通运输部公路交通优质工程一等奖和中国建设工程鲁班奖（国家优质工程）等。此外，公司业务拓展至欧美等国家，先后承接了巴西 1500T 门机、台湾船舶分段、东方 900T 门机、400T 门机、“迪拜阿布达比”城际铁路车站、澳大利亚除尘器等大型钢构项目。

图 1：公司承接重大桥梁项目

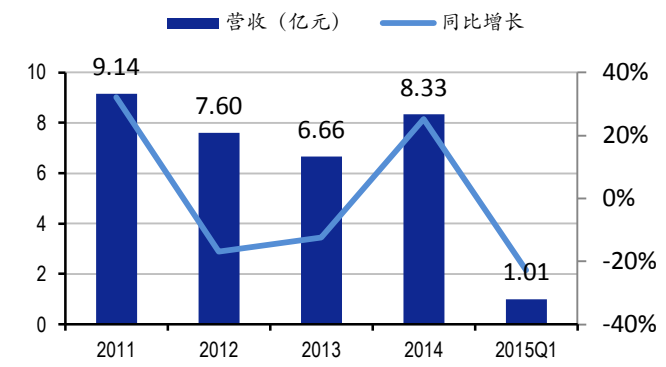
数据来源：网络资料整理，安信证券研究中心

近年来业绩下滑，主营业务发展进入瓶颈期。近年来，国家宏观经济发展增速放缓，政府财政支付能力受到一定影响，进而对基础设施建设行业造成较大冲击。基础设施建设投资的减少导致行业竞争加剧，同时人工成本快速上涨，导致公司主营业务盈利能力出现下滑。公司 2012 年、2013 年、2014 年、2015Q1 实现营收 7.60 亿元、6.66 亿元、8.33 亿元、1.01 亿元，同比增长-16.83%、-12.49%、+25.14%、-87.93%；实现净利润 4524.74 万元、-6230.15 万元、1124.16 万元、-370.20 万元，同比增长-38.68%、-237.69%、-118.04%、-132.93%。此外，由于公司所处行业属性，其业务发展对资金规模需求大，现有主业发展一直受资金不足的制约，近几年的工程垫款等资金，主要依靠发行债券和银行贷款的方式解决，为满足公司营运资金需求，公司于 2012 年 10 月发行了 2.5 亿元公司债券，票面利率 7%，债券利息对公司盈利的压力较大，2014 年度债券利息为 1,813.61 万元，是同期利润总额的 1.15 倍，公司面临巨大的还款压力。**公司主营业务受制于宏观经济环境及行业性质等因素影响，目前已进入瓶颈期，亟待培育新的盈利增长点，实现公司跨**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

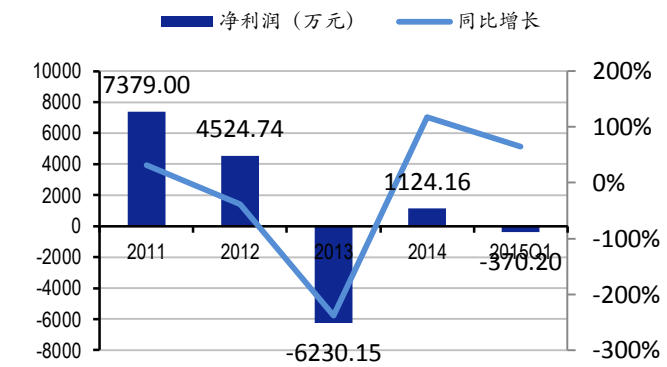
越式发展。

图 2：近年来公司营收呈下滑趋势，15Q1 营收 1.01 亿元



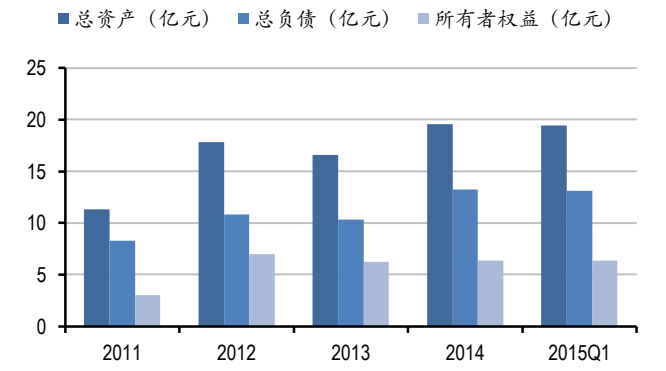
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 3：公司净利润波动大，15Q1 净利润亏损 370.2 万元



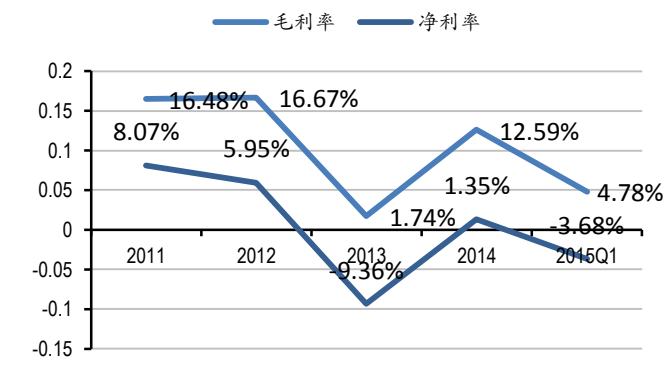
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 4：公司资产结构稳定



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 5：毛利率、净利润波动较大并呈下滑趋势



数据来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 定增募集 17.5 亿元转型国际教育，华丽变身国有企业

控股权易主，民企华丽变为国有企业。15 年 5 月，公司公告，拟向八大处控股、华轩基金、郑亚平共计 3 名特定投资者，以 9.33 元/股的价格非公开发行不超过 1.88 亿股，募集不超过 17.50 亿元用于偿还债券本息、补充流动资金（5.5 亿元）以及投资文凯兴建设国际学校项目(12.00 亿元)，锁定期 36 个月。定增前，第一大股东环宇投资持有本公司 21.34%的股权；定增后，八大处控股将持有公司 1.50 亿股，占公司总股本的 30.10%，成为公司的第一大股东，实际控制人变更为海淀区国资委。此后，公司发布公告，拟以自有资金 2.9 亿元在北京市海淀区投资设立全资子公司北京文华学信教育投资有限公司(文华学信)，并拟通过文华学信增资文凯兴。此次增资完成后，文华学信将成为文凯兴的控股股东，持股比例为 56.25%；公司控股股东八大处控股持有文凯兴其余 43.75%股份。

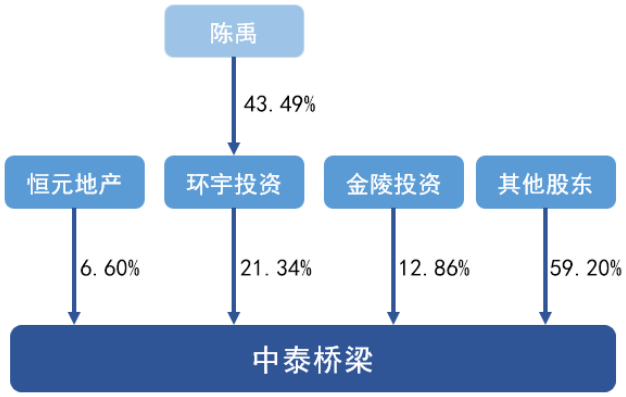
表 1：非公开发行情况，八大处控股认购 1.5 亿股

序号	认购对象	发行价格(元/股)	认购数量（万股）	认购金额(亿元)
1	八大处控股		15005.36	14.00
2	华轩基金	9.33	2679.53	2.50
3	郑亚平		1071.81	1.00
	合计		18756.70	17.50

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

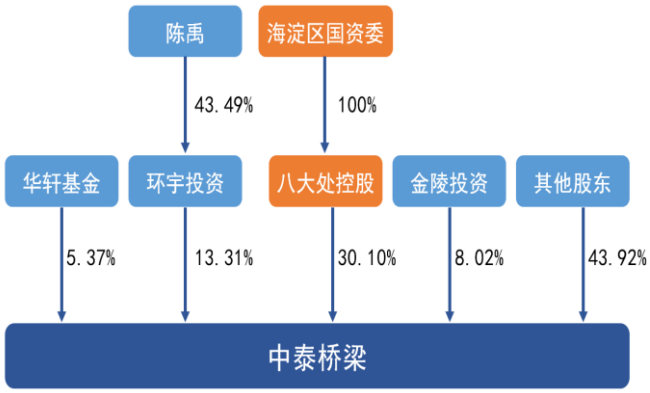
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 6：定增前公司股权结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：定增后股权结构，海淀区国资委成实际控人



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

转型国际教育产业，拓展新的盈利增长点。公司在增强原有业务的同时，抓住我国教育行业发展的契机，计划在北京新建学校，从事教育事业，其中国际学校项目计划总投资 14.81 亿元，其中建设投资 12.50 亿元，计划建设 14 万平米的教学楼、宿舍、图书馆、运动场等教育设施，教学设备投资 1.60 亿元，预备费 0.71 亿元，建设期 2 年，预计投入运营 5 年后入学率达到 100%，届时项目净利润为 4.30 亿元。公司拟使用募集资金投资文凯兴，自建校舍筹办国际民办学校，满足我国日益增长的国际教育需求，并为公司创造良好的经济效益，未来将形成桥梁钢结构业务+国际教育业务双主业经营模式。

表 2：定增募集资金 14.8 亿元，其中 12.5 亿元用于校园项目建设

项目	金额（亿元）	建设期
建设 14 万平米的教学楼、宿舍、图书馆、运动场等教育设施	12.5	
教学设备投资	1.6	2 年
预备费	0.7	
总计	14.8	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

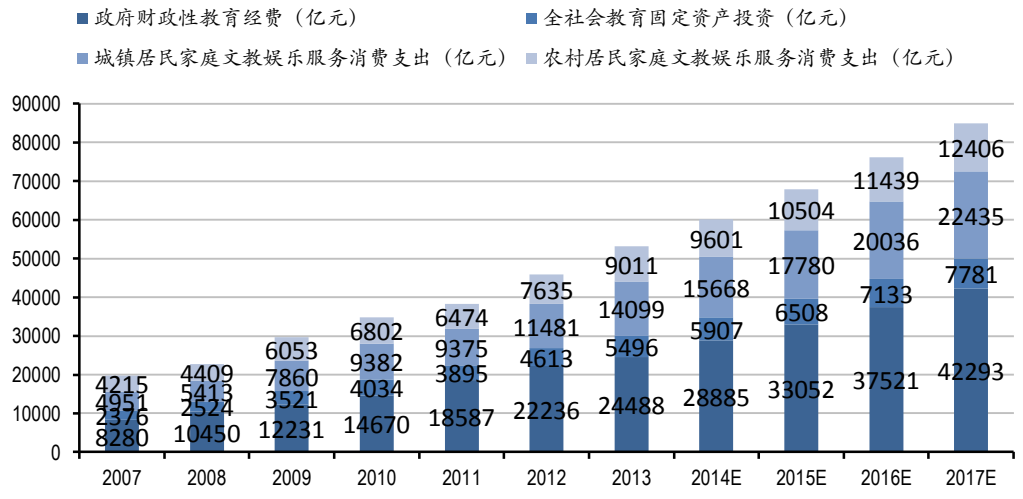
2. 政策破冰叠加强劲需求，国际教育产业空间广阔

2.1. 教育市场规模巨大，基础教育重要性增强

2.1.1. 教育体系日益完善，基础教育或成未来增长点

预计 2017 年中国教育市场的总规模或接近 8.5 万亿元。根据腾讯教育和中国统计年鉴的数据，2014 年中国教育市场总规模约为 6 万亿元，其中政府的财政性教育经费约 2.9 万亿元（占比约为 48%），社会的教育固定资产投资约 0.6 万亿元（占比约为 10%），城镇和农村的家庭教育支出分别约 1.6 万亿(占比约为 26%)和 1.0 万亿元(占比约为 16%)，如未来三年年均复合增长率保持在 12%以上（2007-2013 年年复合增长率为 14.85%），预计到 2017 年，中国教育市场总规模将超过 9 万亿元。

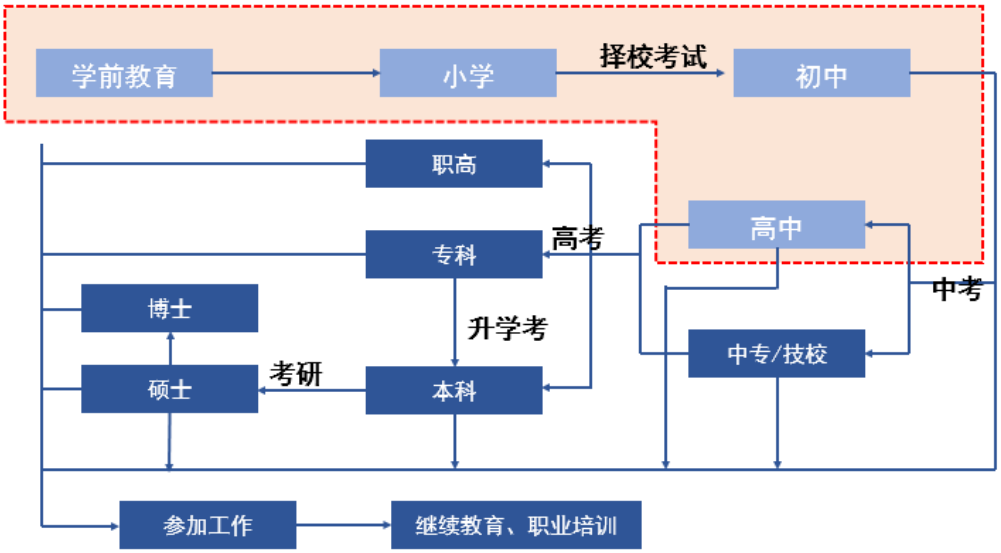
图 8：13 年国内教育市场规模约为 6 万亿，预计 17 年将接近 8.5 万亿元



数据来源：腾讯教育，中国统计年鉴，安信证券研究中心

教育体系逐步完善，基础教育重要性增强。在经济高速发展和产业结构逐步转型背景下，伴随着我国教育投入规模持续扩大，教育体系也逐步完善，目前已形成多种层次、多种形式、 学科门类齐全的教育体系：K12 教育（学前教育、小学、初中、高中/中专）、高等教育（专科、本科、硕士、博士）、继续教育、职业教育和企业 E-learning（企业在线学习）等。**其中，我国的基础教育（K12 教育）在整个教育结构中处于奠基地位，自 2001 年教育部颁布《基础教育课程改革纲要（试行）》以来，愈发得到政府部门和人们的重视，并近年来得到快速发展，未来有望成为教育市场新的增长点。**

图 9：国内教育体系日渐完善，基础教育重要性增强



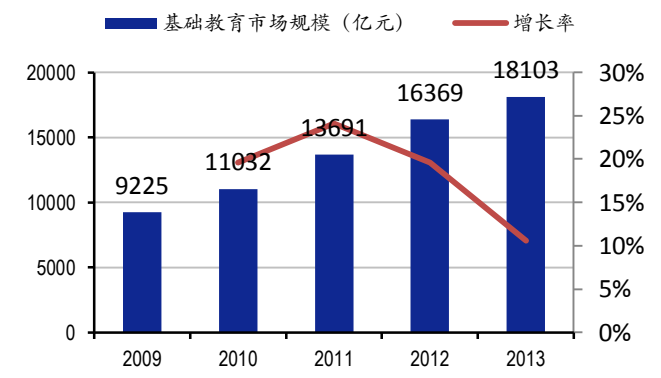
数据来源：艾瑞，安信证券研究中心

2.1.2. 13 年基础教育市场规模超 1.8 万亿，未来将持续高速增长

由于受到计划生育政策的影响，我国出生率已由 1980 年的 1.8%下跌至 2013 年的 1.2%，，适龄儿童数量有所减少，但受益于基础教育人均教育开支增长的影响，国内基础教育市场规模仍然保持较高增长。根据弗诺斯特沙利文报告显示，我国人均每年基础教育开支由 2009 年的 691.3 元上升至 2013 年的 1330.4 元，复合增长率约为 17.8%；中国基础教育行业规模从 2009 年的 9225 亿元增长致 2013 年的 18103 亿元，复合增长率约为 18.4%。此外，早在 2012 年， 中国青少年研究中心家庭教育研究所就均针对中国家庭教育消费进行过调查，显示城市家庭平均年教育支出超 9000 元，在义务教育阶段，我国城市家庭

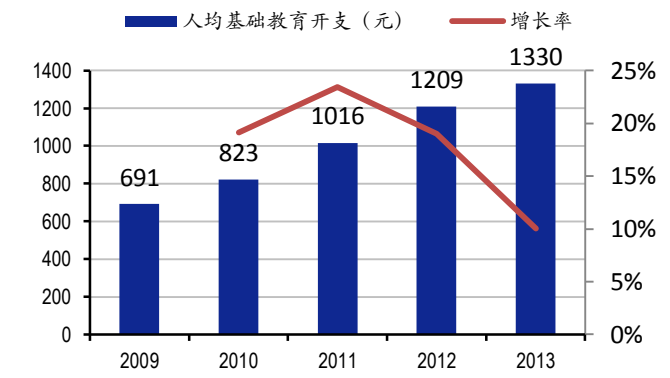
教育支出平均占家庭养育子女费用总额的 76.1%，占家庭经济总收入的 30.1%。2015 年，艾瑞咨询的《中国家庭教育消费者图谱》显示：近五成家长每年教育支出达 6,000 元以上。**我们预计，随着居民消费水平的增长及对基础教育的重视，未来基础教育行业规模仍将保持较高的增长速度。**

图 10：基础教育市场规模年复合增长率约为 17.8%



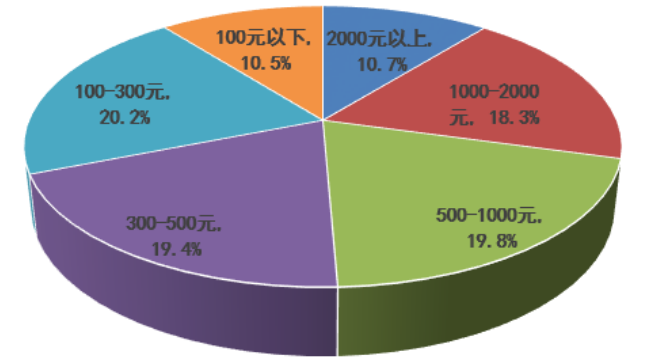
数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

图 11：人均基础教育年复合增长率约为 18.4%



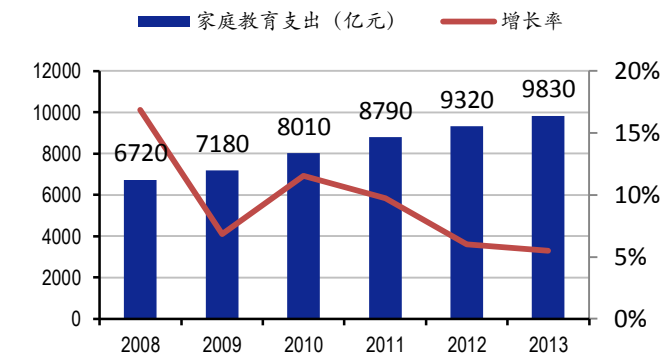
数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

图 12：城镇居民月均基础教育支出分布



数据来源：艾瑞，安信证券研究中心

图 13：城镇居民家庭教育支出较高，13 年接近万元



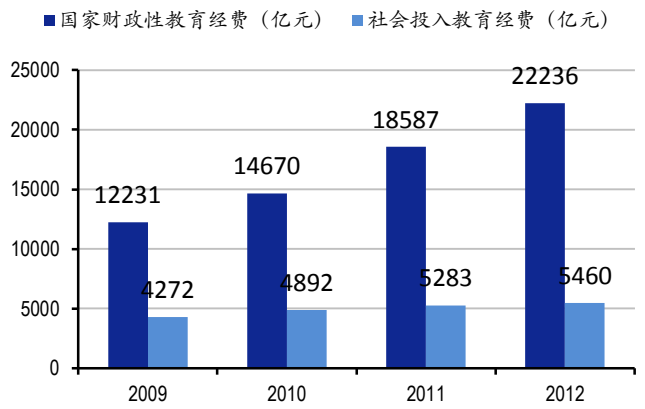
数据来源：中国青少年研究中心家庭教育研究所，安信证券研究中心

2.1.3. 社会投入教育经费有待提高

长期以来，我国教育体系一直依靠公共财政支出。2012 年，国家财政性教育经费达 2.22 万亿元，占 GDP 比重首次超过 4%，成为教育发展史上重要里程碑，但与社会对教育的需求相比，现有投入仍显不足。由于提高财政收入涉及到产业结构和企业的承受能力，在我国以简单加工、低附加值为主的产业结构下，提高财政收入将是一个缓慢的过程，单纯依靠财政投入发展教育因此将越来越难，这就为社会资本进入教育产业创造了契机。目前来看，09-12 年参与教育产业的社会资本年均增长率接近 30%（对比 OECD 05-11 年参与教育产业的社会资本年均增长率为 23%），但所占 GDP 比重却由 09 年的 1.24%下降到 12 年的 1.02%，这与教育对社会资本的强烈需求形成了鲜明对比。**社会原有的教育系统逐渐分化为公共财政支持的教育事业和社会资金支持的教育产业两部分，在政策破冰之后，社会投入教育金额未来或将快速增长，社会投入教育经费占 GDP 比重将进一步提高，国际教育、职业教育、在线教育、线下教育培训等教育产业的细分领域都迎来历史性的机遇。**

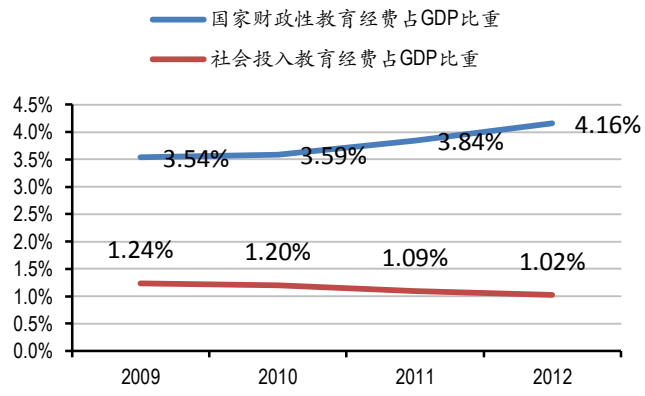
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 14：我国社会投入教育经费增长缓慢



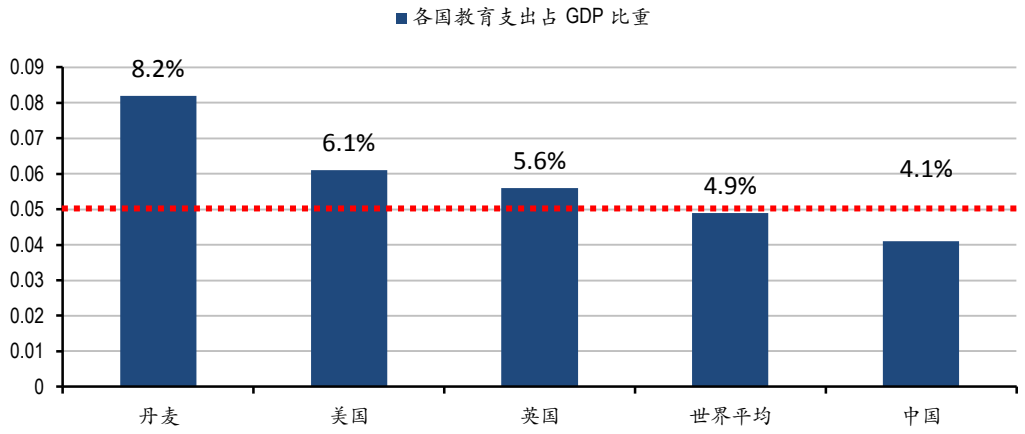
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 15：教育经费占 GDP 比重于 12 年首超 4%



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 16：2012 年各国教育支出占 GDP 比重情况，中国远低于世界水平

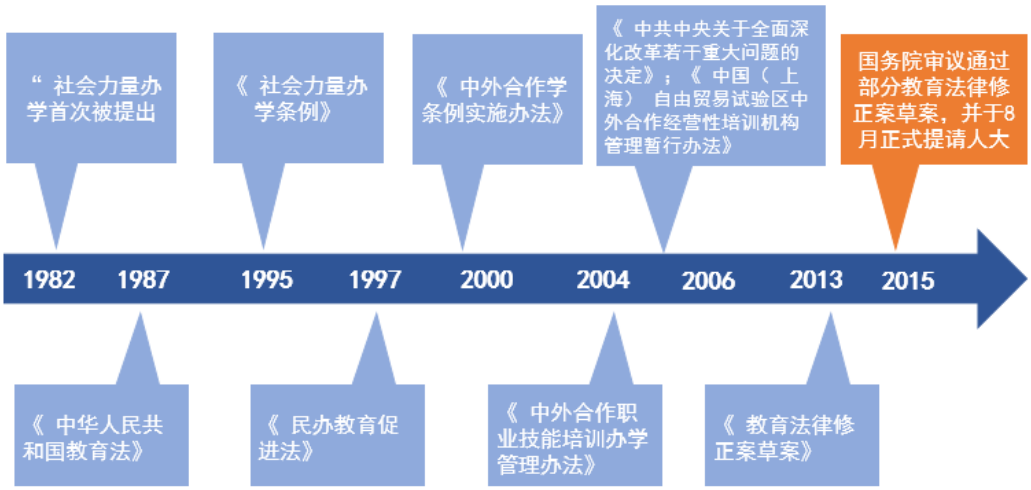


数据来源：网络资料整理，安信证券研究中心

2.2. 政策破冰，民办教育迎来发展新机遇

民办教育受政策变化影响较大。自 1993 年《中国教育改革和发展纲要》出台 20 多年间，中国民办教育经历了快速发展，并逐渐发展出了行业内各个相关分支市场，如今民办教育已逐渐发展成为规模巨大的产业。然而，民办教育受政策变化的影响依然非常明显，在邓小平南巡讲话后，中国社会力量办学得到快速发展，对社会力量办学的立法层次也由规章提高到地方法规、行政法规乃至法律层面，然而有关民办教育“体制与机制”问题一直是困扰民办教育发展的重要瓶颈，对建立在公平基础上的促进性政策呼吁、对宽松环境的期待，也是民办教育从业者持续关注的话题

图 17：教育法律法规发展历程



数据来源：德勤，国务院，安信证券研究中心

2.2.1. 相关法律陆续出台，盈利性民办学校获准许

我国政府针对民办教育性质与定位随着时代而经历了多次的变迁，1982 年五届全国人大五次会议上所通过的《宪法》中首次明确规定"国家鼓励集体经济组织、国家企业事业组织和其他社会力量依照法律规定举办各种教育事业"。随后的 20 年间，教育部先后颁布或修订了《关于社会力量办学的若干暂行规定》、《中华人民共和国教育法》、《社会力量办学条例》。在这些法律法规中，我们不难读出，政府仍然倾向于将民办教育机构界定为非营利的公益性事业组织，“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”。进入 2000 年后，针对民办教育的立法也有了新的突破，2003 年全国人大常委会审议并通过了《民办教育促进法》，在这部新教育法规中也首次删除了"不以营利为目的"这一表述，政府允许办学者在法律规定的范围内取得合理回报。2015 年 1 月国务院常务会议讨论通过了教育法、高等教育法、民办教育促进法的修正案草案，决定提请全国人大常委会审议。草案明确对民办学校实行分类管理，允许兴办营利性民办学校。拥有丰厚教育资源的高校将引入更多市场化的运作，一些涉及教育产业的高校企业将在政策和法律上获得更大的支持。2015 年 5 月 13 日，教育部再推《关于深入推进教育管办评分离促进政府职能转变的若干意见》，指出深入推进管办评分离，逐步取消学校行政级别，在有条件的地方和学校开展负面清单管理，到 2020 年形成政府依法管理、学校依法自主办学、社会各界参与监督的教育公共治理格局，实现教育现代化。同时，今年 8 月 24 日提请全国人大常委会审议的《教育法律一揽子修正案（草案）》指出，民办学校可以自主选择登记为非营利性或者营利性法人。此次提请全国人大常委会审议是年初国常会讨论通过后的正常日程，预判年内教育法律修正案将获通过，同时后续教育法律法规修改、颁布将持续出现，对整个民办教育市场产生重要影响。**民办教育盈利性问题得到解决将大幅提升民办教育办学比例，引导优质教师资源从公办学校进入民办学校体制，未来民办教育发展空间巨大。**

表 3：15 年通过教育法、高等教育法、民办教育法修正案草案

相关法律法规	会议有关内容	解决问题
教育法	按照深化教育领域综合改革的需要,草案增加了关于健全现代国民教育体系、发展学前教育等基本制度的规定。	完善现代国民教育体系。推动学历教育和非学历教育协调发展,普通教育和职业教育相互融通,为非学历教育及职业教育发展打开发展空间。
高等教育法	完善了高校设立审批、经费投入等管理制度;下放部分高校设立审批至省级政府;强化学术委员会处理学术纠纷、学术不端等行为的作用。	设立实施专科教育的高等学校，未要求“经国务院授权”，只由省、自治区、直辖市人民政府审批，报国务院教育行政部门备案就可。设立其他高等教育机构，由省、自治区、直辖市人民政府教育行政部门审批也可以，这些部门也不需要“由国务院授权”。
民办教育促进法	明确对民办学校实行分类管理,允许兴办营利性民办学校;加大对非法招生、在国家教育考试中作弊、制售假冒学业证书等违法行为的打击力度,对责任人严肃追究责任。	明确民办学校分类管理,允许兴办营利性民办学校。本次修正案明确指出“民办学校可以自主选择,登记为非营利或者营利法人” ,法案的正式通过将为民办教育开启千树万树梨花开的黄金时代。

数据来源：国务院，安信证券研究中心

2.2.2. 市场化运作机制将产生，民办教育优质化趋势明显

国务院常务会议讨论通过了教育法、高等教育法、民办教育促进法的修正案草案，标志着教育体系改革步入快车道，未来将会有更多的后续政策和具体措施陆续出台，对我国整个教育体系造成深远影响。民办教育营利性问题是关键历史遗留问题，中国公共支出占比低导致教育更多依赖私人支出(中国私人支出占 GDP 比重 1.2%,OECD 均值 0.9%)；但《教育法》规定“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”，民办教育登记为民办非企业法人，取得合理回报时存制度障碍，限制社会资本进入同时也制约市场集中度提升(如 K12 市场 TOP5 仅 3%)。同时，国内教育公司谋求海外融资而 VIE 存潜在法律风险。近年政策破冰呼之欲出，《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》指出“开展对营利性和非营利性民办学校分类管理试点”;《教育法律一揽子修订草案(征求意见稿)》指出“民办学校可以自主选择,登记为非营利或者营利法人”;《上海市经营性民办培训机构管理暂行办法》指出“工商行政管理部门是经营性民办培训机构的登记管理机关”。**此次修正案草案通过，此后法律上明确允许兴办盈利性民办学校，拥有丰厚资本未来的企业或联盟教育机构或学校引入更多市场化的运作打开市场，一些涉及教育产业的企业将在政策和法律上获得更大的支持。**

我们认为，修正教育法中规定的“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”,取消高等教育法规定的高校“不得以营利为目的”,允许兴办营利性民办学校，意义不仅针对 K12 民办教育培训市场，而是对整个民办教育市场均产生重要影响。根据教育部发布的《全国教育事业发展统计公报》2009-2012 年民办教育在校学生分别为 3065 万、3393 万、3714 万、3911 万，学生规模持续扩张；同时，从 2010 年到 2013 年， 各类民办学校总量从 11.9 万所增加到 14.9 万所， 增加了 26%， 年复合增长率 8%。 其中，民办幼儿园学校数增加了 30%， 民办普通小学学校数增加了 10%， 民办普通初中增加了 6%，民办中等职业教育减少了 21%，民办普通高中减少 5%,民办独立学院减少 10%，民办高校增加 6%。同时，据英国国际学校咨询集团（ISC）统计，在过去 12 年里，在中国大陆注册的国际学校从 22 所增加到 338 所,复合增长率达 25%。预计到 2015 年国际学校(包含公立学校的国际部)总量将接近 500 所左右。**可以看出，民办教育呈现优质化、低龄化趋势，国际学校及各类 K12 教育高端领域私立学校开始受到市场的欢迎。**

2.3. 民办教育认可度提高，发展空间或打开

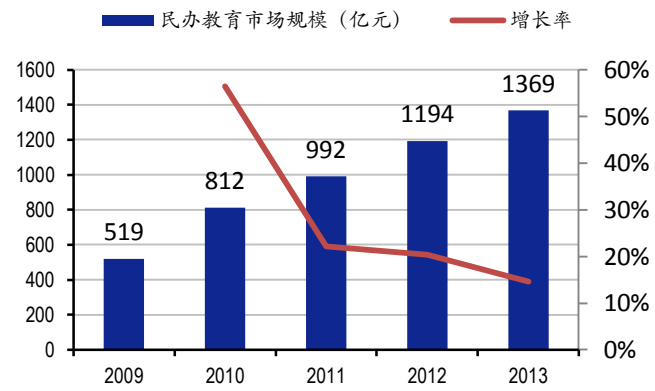
2.3.1. 受益于民办教育各阶段较高学费，市场规模增速较快

民办教育自 1980 年代初期首次在我国出现，在 1990 年代突飞猛进，现已成为中国教育

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

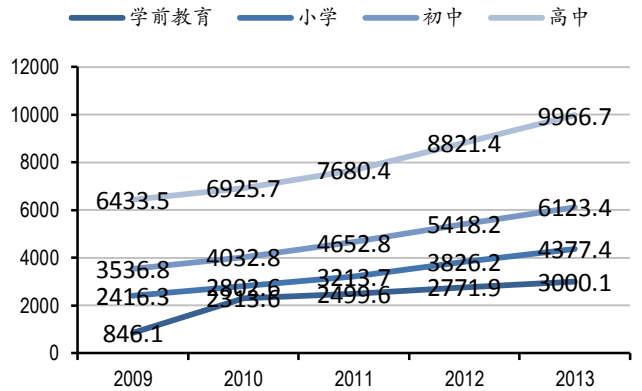
行业增长的重要推动力之一，据弗诺斯特沙利文报告显示，民办教育行业规模从 2009 年的 519 亿元增长到 2013 年的 1369 亿元，期间内复合增长率达 27.4%，远超同期教育产业及基础教育产业增长率（复合增长率分别为 12.2%、17.8%）；同时，学生人均民办基础教育开支较高，2013 年学前教育、小学、初中及高中的人均支出分别为 3000 元、4377 元、6123 元及 9966.7 元；在 2009 至 2013 年间增幅也较大，学前教育、小学、初中及高中的复合年增长率分别为 37.2%、16.0%、14.7%及 11.6%。**我们认为民办教育快速增长的原因主要为其在课程设置上吸纳更多内容所产生的多元化优势，使得家长及学生愈发偏好民办学校，令民办学校招生人数及来自学费的收入均有所增长。**

图 18：民办教育市场规模呈现快速发展态势



数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

图 19：民办教育各阶段学费较高，13 年高中阶段近万元

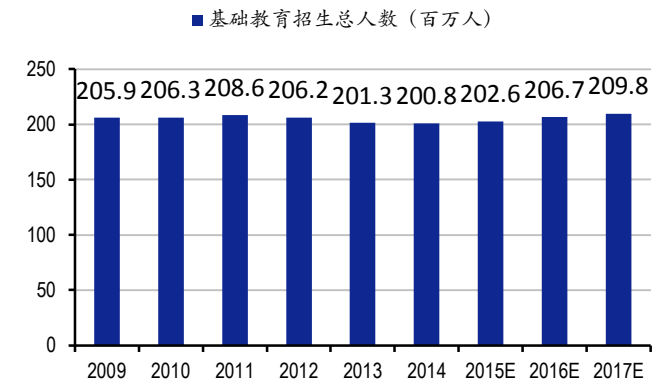


数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

2.3.2. 民办基础教育入学人数逐年提高，17 年渗透率接近 22%

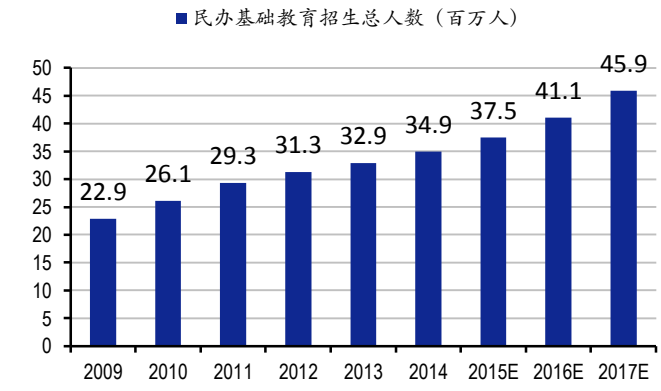
老龄化社会的加速和出生率的下降使中国的人口结构开始发生缓慢的变化，基础教育适龄人口总量增速放缓，我国基础教育招生总人数近三年来处于缓慢下行趋势，招生人数由 2009 年的 2060 万人下降到 2013 年的 2013 万人。但同时，我国民办基础教育阶段学校招生合计数不降反增，由 2009 年的 2300 万人，上升到 2013 年的 3290 万人，预计到 2017 年，民办基础教育总招生数将达 4580 万人；渗透率将有 2009 年的 11.2%升至 2013 年的 16.3%，随着政策开放及公民对优质教育的需求增长，预计到 2017 年，民办学校招生数在基础行业的渗透率将会达到 21.9%。细分来看， 民办学前教育招生人数为基础教育中最大的部分，2013 年招生人数约为 2020 万人，渗透率约为 51.9%，2009 年至 2013 年年复合增长率保持在 15.5%左右，预期 2013 年至 2017 年该部分会以年复合增长率 9.3%增长，主要原因为我国公立学前教育较为短缺及我国政府在行政规定和批出资金方面较为简单；民办小学招生人数约为 600 万人，渗透率约为 6.4%，2009 年至 2013 年复合增长率约为 4.5%，随着人均可支配收入上升及民办教育在早期教育的价值逐渐认可，预期 2013 年至 2017 年会进一步增长，复合年增长率约为 9.3%；民办初中 2013 年招生人数为 430 万人，渗透率约为 9.7%，较为稳定，2009 年至 2013 年以复合年增长率-0.1%收缩，预期到 2013 年至 2017 年民办教育招生人数会有所增长，主要原因为人们对优质教育的需求增加，特别是能向学生提供多元课程选择、具备雄厚实力预备海外高中或高等教育升学的学校；民办高中招生人数约为 240 万人，渗透率约为 9.8%，2009 年至 2013 年复婚增长率约为 0.6%，受到家长越发重视优质教育及海外升学机会，预期 2013 年至 2017 年招生人数会进一步增长，复合年增长率约为 6.5%。

图 20：基础教育人数趋于稳定在 200 万人左右



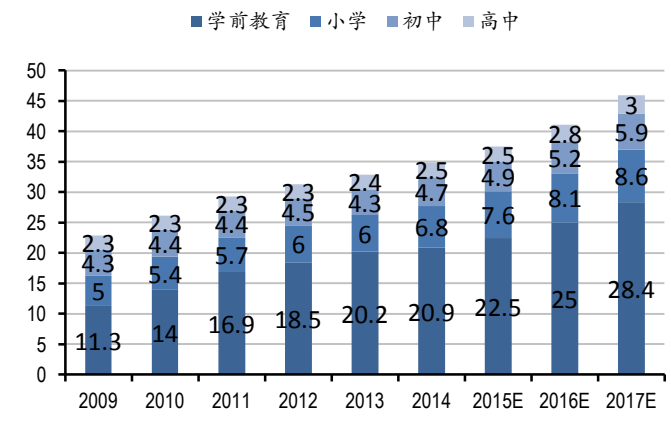
数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

图 21：民办基础教育人数快速增长，17 年将近 46 万人



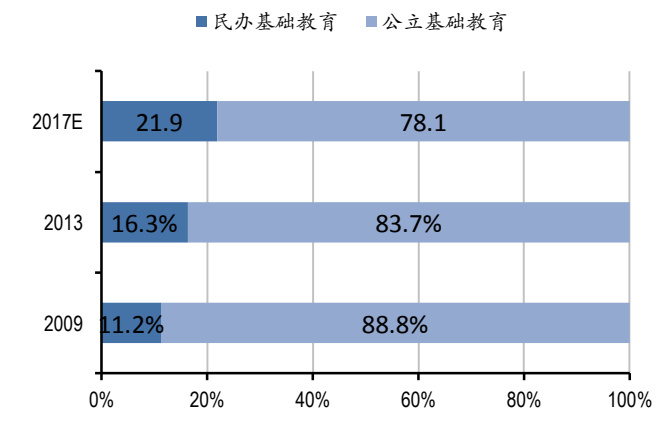
数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

图 22：民办基础教育各阶段人数分布情况



数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

图 23：民办基础教育渗透率 17 年接近 22%

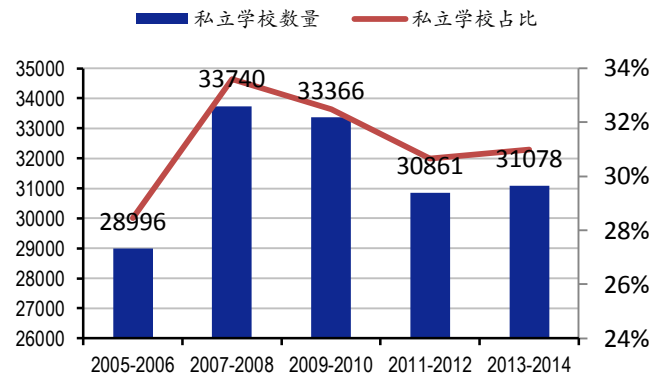


数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

2.3.3. 国外私立学校比较：学校数量众多，盈利能力优秀

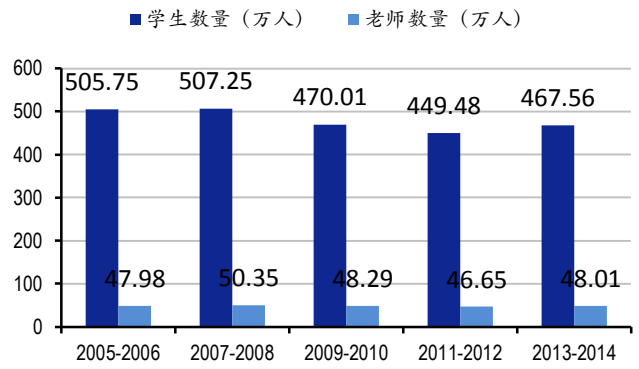
美国私立学校占比较高。在美国，尽管 50 个州从幼儿园到高中的免费公立教育系统十分完善，但中产阶级对更高教育质量的追求使得许多家长希望将孩子送入私立学校。美国私立学校发展较早且遍布广泛，目前在各州、各地均有中小学的私立学校。据美国私立学校的官方网站介绍，2013-2014 学年美国共有 31078 所私立学校，约占全部学校的 30.99%，其中加州是私立学校最多的地区，小学和初中的私立学校多达 4,400 所，高中的私立学校也有 1,278 所之多；东部的纽约州，宾夕法尼亚州，佛罗里达州以及美国的得克萨斯州，也有数目众多的私立学校。就读私立学校的学生数量也较多，2013-2014 年约有 467.56 万人，近年来来入读人数趋于稳定，约占学生总人数的 13%左右；教师人数约为 48.01 万人，约占全体教师人数的 15%。美国私立学校的学费较为昂贵，大概在 12000 到 30000 美金之间。

图 24：美国私立学校约占全部学校的 30.99%



数据来源：NCES，安信证券研究中心

图 25：美国私立学校学生、教师数量较多



数据来源：NCES，安信证券研究中心

不同于其他国家的教育体系，英国教育的中坚力量是私立学校。独立学校委员会（ISC）公布的数字显示，目前英国总共有 51.71 万名学生在私立学校学习，约占学生总数的 7%，然而私立学校的学生占据了牛津、剑桥两所世界知名大学 50%的学生名额，因此英国私立学校被称为是英国教育系统的精髓，提供了世界顶级的基础阶段教育。在英国目前有超过 2500 所私立学校，其中的三分之一为寄宿学校（Boarding School）。英国寄宿学校，泛指那些提供寄宿服务的私立学校，成为了英国私立教育中的一大特色。这些学校大多历史悠久（许多都有 600 年以上历史），全球各地学生需经过激烈的竞争才有资格入读，且学费昂贵，平均学费均在 1.6 万英镑以上。目前，英国知名的私立国际学校包括哈罗公学、伊顿公学、威斯敏斯特皇家书院等。

与国内私立学校比较，美国、英国的私立学校在整个教学体系中渗透率较高，教学质量好、录取率较低、学费昂贵，盈利能力优秀。以什鲁斯伯里中学为例，其是英格兰最古老、也是最大的一所男子寄宿学校，学校占地一百五十公顷，坐落在塞文河岸边。学校教学成绩优异，以 2010 年为例，共有 28 名学生被牛津和剑桥录取。学校采取传统和现代相结合的教学方式进行授课，采取小班授课方式，平均每班为 12 人左右。入学要求较为严格，学生入学需要通过学校自己的入学测试及面试，平均录取率约为 15%，对于海外学生，每年的入学数量有限制，需通过英语、数学，推理及两门高中选课的相关测试，录取率更低。**学校盈利能力优秀，如以 960 名学生，每人每年 2.5 万英镑学杂费进行计算，保守估计一年可实现营收 2400 万英镑，约合 2.38 亿元人民币。**

表 1：英国著名私立学校在校人数少、录取率低、学费昂贵

名称	平均录取率（不包括外籍学生）	学杂费(万英镑)	在校人数
哈罗公学	15%	3	800
伊顿公学	20%	2-3	1480
温切斯特公学	20%	2-3	680
威斯敏斯特皇家书院	25%	2-3	796
切特豪斯公学	20%	2-3	954
拉格比学校	20%	2.7-3	700
什鲁斯伯里中学	15%	2.5	979
圣保罗女子中学	18%	3	690
麦钱特泰勒斯学校	22%	2.3-3	865

数据来源：新浪教育，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.4. 国际学校是民办教育重要分支，多因素影响催生巨大市场

国际学校是指跟随外国侨民母国的教育制度，为外国侨民提供其母语教育的学校，近年来又发展成同时可以为本国学生提供海外教育模式的学校，目前在国内国际学校主要分为外资设立、公办及民资创办三种形式。根据弗诺斯特沙利文的数据，2013 年中国超过 90%的国际学校为民办学校，**国际学校目前已成为民办私立学校的重要分支，受益于近年来政策破冰及民办教育发展速度的加快，我们认为国际学校具备持续性的发展潜力。**

表 4：国内国际学校主要分为三种类型

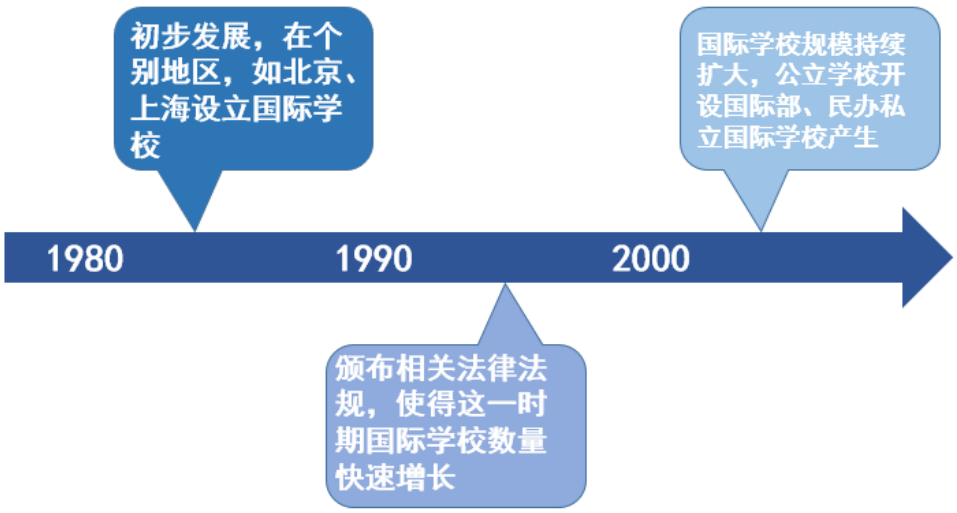
国际学校创办方式	特点	招收学生	课程设置
外资设立	由国外机构、外资企业、国际组织的驻华机构和驻华外籍人士合法设立的国际学校	以本国籍学生为主，极少招收中国学生	本国籍课程
公办	国内高中开设的国际部	国外学生、本国学生	中国特色课程、国际课程
民资创办	以民办与公司化运营为特征，具有国际化的课程体系、教育理念、硬件设施	国外学生、本国学生	中国特色课程、国际课程

数据来源：网络资料整理，安信证券研究中心

2.4.1. 国际学校发展历程

国际学校在我国最早出现于上世纪初。早期国际学校的出现，主要是为了解决使馆工作人员子女的上学问题，如美国学校、法国学校等，直到 20 世纪末才开始接收非使馆人员的子女。这些国际学校原则上只能接收居住在中国的外籍人员及港澳台人员子女，而随着我们经济的快速发展，国际学校的数量增长迅速，类型也开始多样化，国际学校的地区分布开始分散。

图 26：国内国家学校发展历程



数据来源：网络资料整理，安信证券研究中心

1980-1990 年代：国际学校初步发展阶段。最初，有个别国际学校于上个世纪初在北京、上海初步办学。例如，上海最早的国际学校是上海美国国际学校，于 1912 年创办，20 世纪 30 年代关闭，1980 年重新由外交人员创办，1989 年正式进行了官方登记，为外籍人员子女提供教育。其他大城市的国际学校的发展也大体如此。正式的、官方认可的国际学校的出现是在二十世纪八十年代。当时，国际学校的数量非常有限，也主要是由各个使领馆举办的，招收的学生也主要局限于使领馆人员子女。

1990-2000 年代：国际学校加速发展阶段。1995 年 4 月，教育部颁布了《中华人民共和

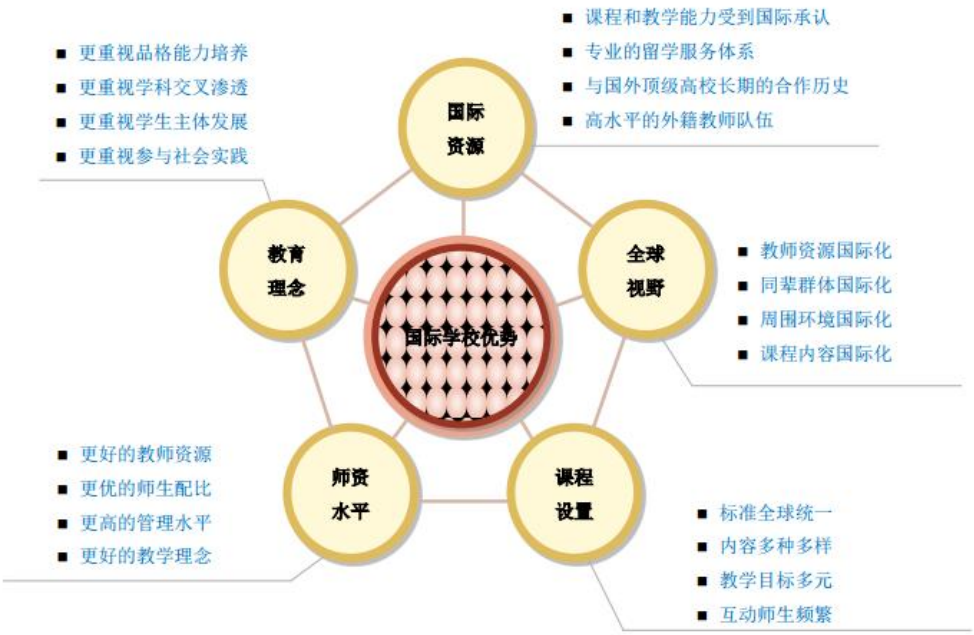
国国家教育部关于开办外籍人员子女学校的暂行管理办法》，使对国际学校的管理更加有法可依。也正是在这一时期，国际学校在各地快速发展。在 8 个省市，共有 37 所学校通过了教育部的审批。

2000 年-至今：国际学校发展走向成熟阶段。进入二十一世纪，国际学校的发展进入快速发展的成熟期。一方面，现有的国际学校在校区、设施、招生人数等等上不断发展，另一方面，新的国际学校创办数量快速增长。此外，国内好多学校也纷纷开设国际部，伴随着教育法的改革，未来将有更多的民办国际学校分享这一块蛋糕。据英国国际学校咨询集团（ISC）统计，在过去 12 年里，在中国大陆注册的国际学校从 22 所增加到 338 所,复合增长率达 25%。预计到 2015 年国际学校(包含公立学校的国际部)总量将接近 500 所左右，与此同时，国际学校也开始向二、三线城市发展，下沉速度加快。

2.4.2. 办学优势明显，对接国外课程多维度培养学生能力

办学理念对接国外成就国际学校差异化竞争优势。自改革开放以来，我国基础教育有了长足的发展，但仍有不足。我国公立学校作为基础教育的主体，其教学特点在于课程的标准化，执行偏重于以书本知识的传授为主的教学理念，强调应试技巧的文化课教育，对于诸如创新能力、社交技能、身心健康及自理能力方面关注度不足，课程多元化的缺失造成学生面对的选择较少，难以满足学生和家长对素质教育的更高追求和国际化的长远需求；此外，基础教育资源在国内分布严重不均，学校素质及师资力量在不同地区甚至在同一所城市内均有极大差距。由于公立学校质量参差不齐及教育资源的竞争较为激烈，许多家长认为民办院校，尤其是国际学校作为满足学生需求的另外选择。国际学校一般而言尤其能提供较好的基础设施、小班教育、多元化课程及英语主导授课，并能透过学术训练，让学生在不同观点、不同理论的碰撞中，发展独立的批判和思考能力，培养跨文化的国际视野，并能与国外大学课程接轨，对学生在全球范围内申请名校提供有力支持。

图 27：国际学校办学优势



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

目前国际学校最大优势之一是其开设课程主要是为学生之后出国留学起铺垫作用。目前国内的国际学校开设的课程主要有 A-Level 课程、IB 课程、AP 课程。A-Level 课程是英国的普通中等教育证书考试高级水平课程，是英国的全民课程体系，也是英国学生的

大学入学考试课程（类似于我国高考），其课程证书被几乎所有英语授课的大学作为招收新生的入学标准，截至 2013 年 8 月中国地区授权的 A-Level 学校约有 160 所；IB 课程全称为国际预科证书课程，是由国际文凭组织为高中生设计的为期两年的课程，其不以世界上任何一个国家的课程体系为基础而自成体系，广泛吸收了当代许多发达国家主流课程体系的优点，涵盖了其主要的核心内容，截至 2013 年 8 月中国地区授权的 IB 学校共计 75 所；AP 课程为美国大学预修课程，适用于全球计划前往美国读本科的高中生，其与 SAT、 托福一样是标准化考试课程， 且只适合美国，2013 年中国地区授权的 AP 学校共 124 所。

表 5：国际学校开设的主要课程与国外大学衔接较为紧密

课程体系	课程特点	申请大学限制	国内授权学校
A-Level	学制 2 年，选学 3-4 门课程，课程难度相对较易	可申请英国大学	约 160 所
IB	课程体系包括小学（PYP）、中学（MYP）、高中（DP），完成 2 年的 IBDP 高中课程，参加全球统一的考试	全球 1000 多所著名大学	约 75 所
AP	标准化考试课程，开设共计 22 个专业 34 门课程，适合优秀学生节省上大学的时间和金钱	美国大学	约 124 所

数据来源：网络资料整理，安信证券研究中心

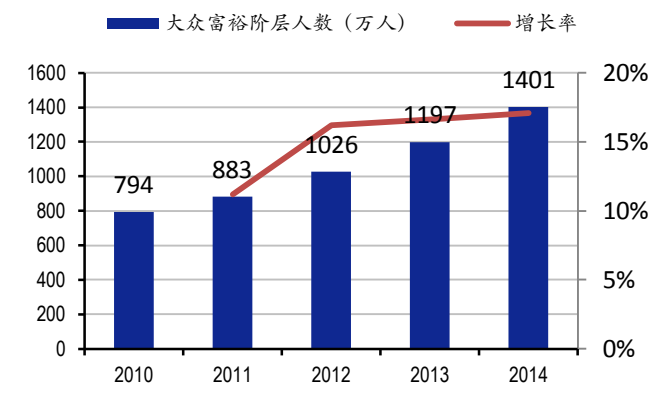
2.4.3. 高净值人群增长+留学需求增加+外籍人员增长产生对国际学校巨大需求

我国对国际学校需求，尤其是优质国际学校需求日益蓬勃，主要受益于三个因素：大众富裕阶层及高净值人群数量增长、留学需求的增加及驻中国外籍人口增长。我们认为，随着我国经济持续增长及国际化程度逐渐加深，以上三个因素对国际学校的需求具有持续性影响，长期以来将会是促进国际学校快速发展的主要推动力量。

大众富裕阶层及高净值人群数量快速增长。对教育质量有更高要求的大众富裕阶层人群的快速增加必将进一步刺激社会对国际学校的需求。我国大众富裕阶层规模保持着稳定的增长，2013 年末达到 1197 万人，预计到 2014 年底人数将达到 1401 万人，并且大众富裕阶层的学历普遍较高，拥有本科学历的占 53.8%，硕士及以上学历的也有将近 10%的比例，而专科以下学历的人群相对较少，较高的文化水平使得这一群体及其重视对子女的基础教育。此外，兴业银行与胡润研究院发布的《 2014 年中国高净值人群心灵投资白皮书》显示，截至 2013 年年底，全国个人资产达到或超过 600 万元的高净值人群数量比上年新增 10 万人，达到 290 万人，其中北京以 49 万人的规模位居全国第一。胡润研究院同时预测，中国高净值人群的数量将在 2016 年达到 335 万人。《白皮书》同样指出，三成高净值人群已经计划将孩子送到国外留学，另有六成需要视孩子自身发展的实际情况而定，只有一成明确表示不会送孩子出国留学；但在 1000 万资产以上的高净值人群中，计划将孩子送到国外留学的比例已经超过 70%。在有计划送子女赴国外读书的高净值人群中，四成计划在高中时送子女出国留学，另有四成计划在大学时送子女出国留学。资产级别越高，送子女出国留学的年龄越小，这些人因此也构成国际学校快速发展的重要动力。

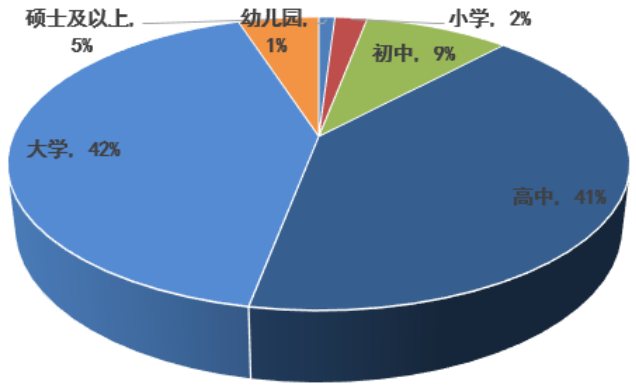
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 28：大众富裕阶层人数未来有望保持稳定增长



数据来源：胡润研究院，安信证券研究中心

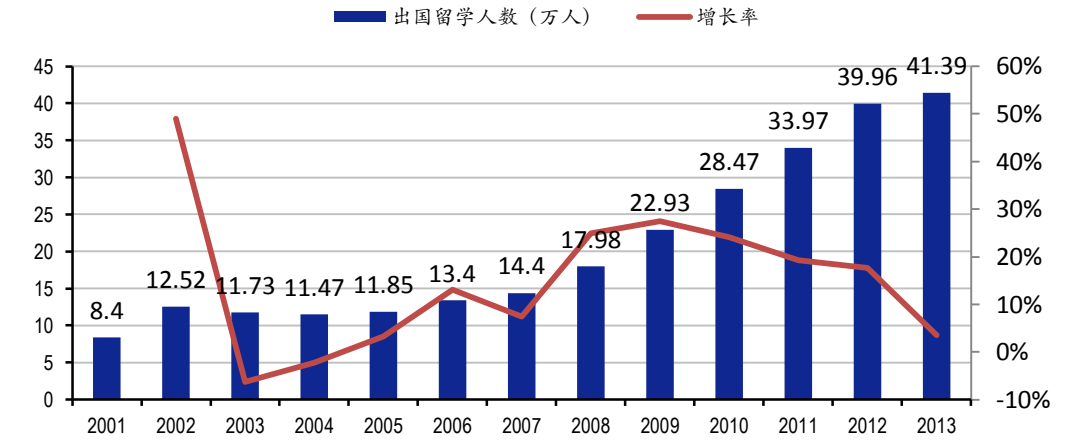
图 29：大众富裕阶层意愿选择子女出国留学时间



数据来源：胡润研究院，安信证券研究中心

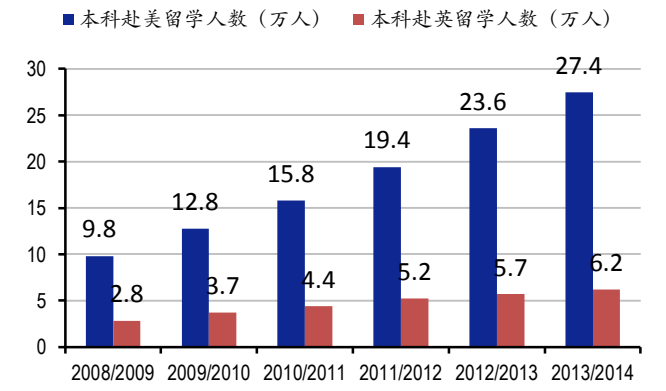
留学需求的增加。出于对国际教育背景的追求，中国近年来兴起了持续的留学潮，美国、英国、澳大利亚等英语国家都成为中国留学重要的目的地。教育部统计数据显示，2013 年中国出国留学总人数为 41.39 万人，比 2012 年增长了 3.58%。随着国内研究生教育水平的提高和国内对留学价值的认识不断趋于理性，近年来，赴海外留学的总体规模增速逐渐放缓。**但同时，本科及中学阶段的留学人数稳步增长，留学低龄化趋势明显。**此外，由于中外教育体制的不同，从小接受更贴近国外的教育方式并培养语言能力正逐渐成为中国社会最重要的教育诉求之一，**而国际学校一般采取英语或双语教学，能为学生去往英语国家就读做更好的铺垫，显著提高国际顶尖大学录取机会，因此家长更倾向于将子女送往国际学校入读。**

图 30：出国留学人数增长率趋于放缓



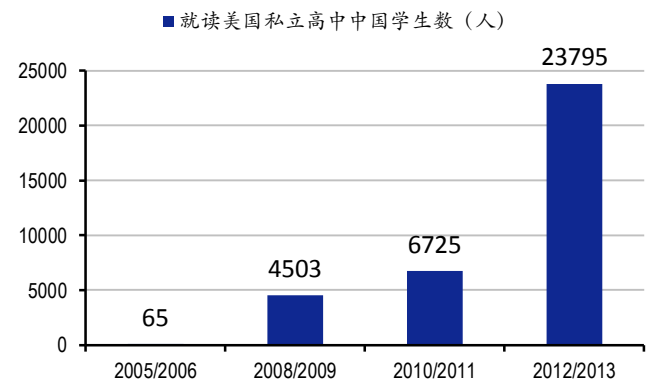
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 31：近年来赴美、赴英本科留学人数情况



数据来源：胡润研究院，安信证券研究中心

图 32：留学趋向于低龄化

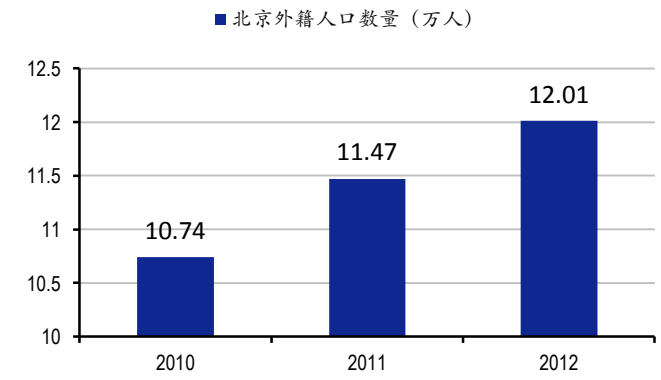


数据来源：胡润研究院，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

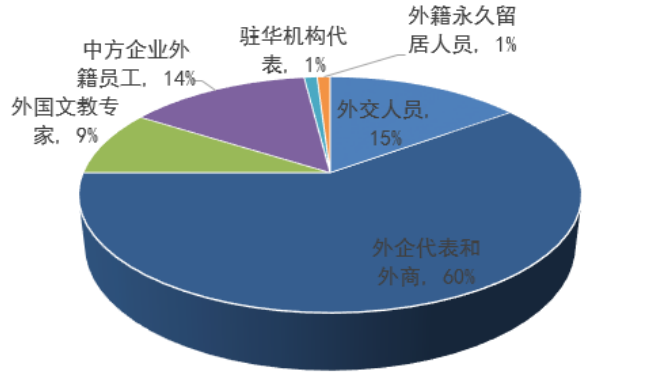
驻我国外籍人员增长。随着中国开放力度的加大，长期居住在中国的外籍人士，尤其是外交和商务人士数量迅速增多，这为国际学校在中国、尤其是北京的发展奠定了基础。以北京为例，2010 年的第六次人口普查显示，北京拥有常住外籍人士 107,445 人，这一数量在全国各省份中仅次于上海和广东名列第三。根据北京市政府外事办公室统计数据，2012 年初，这一数字又增加到 120,131 人，主要为外企代表和外商、外交人员、中方企业外籍员工及外国文教专家。由于外籍人员更偏好让子女接受与原国类似的教育，是国际学校最重要的服务对象之一，伴随着越来越多外籍人员选择在中国工作生活，其对国际学校的需求在未来长时间内将进一步增加。

图 33：北京外籍人口增长稳定，12 年达 12.01 万人



数据来源：国家统计局，北京市政府外事办公室，安信证券研究中心

图 34：驻京外籍人员职业分布

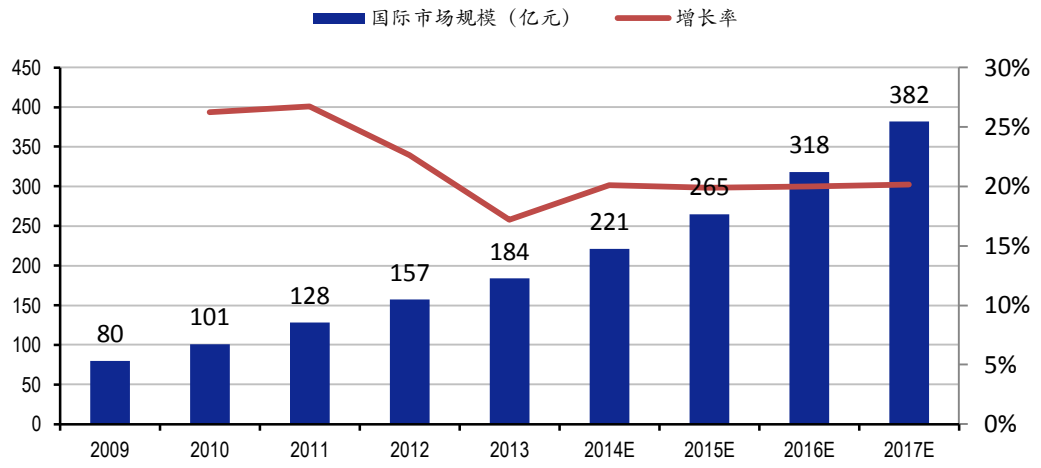


数据来源：国家统计局，北京市政府外事办公室，安信证券研究中心

2.4.4. 国际学校市场集中度较低，供给远远低于市场需求

市场规模将在未来一段时间保持快速增长态势。中国国际学校近年来快速增长，其市场规模由 2009 年的 80 亿元上升至 213 年的 184 亿元，年复合增长率约为 23.0%，迅速增长的主要原因是人均每年学费的上涨及招生人数的快速扩张。我们估算，国际学校市场规模将持续快速增长，如果以每年 20%速度增长，到 2017 年国际市场规模将达到 382 亿元，约为 13 年市场规模的 2 倍。

图 35：国际学校市场增长稳定，预计 17 年市场规模将达 382 亿元

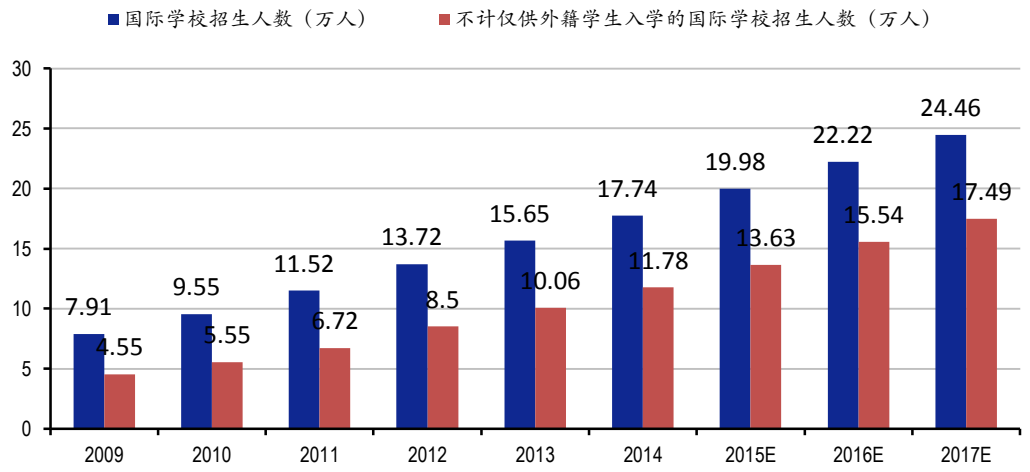


数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

国际学校入读人数增长较快。2013 年国际学校入读学生总人数约 15.65 万人，约为 2009 年的两倍，2009 年至 2013 年复合年增长率达 18.6%。在 2013 年入读国际学校德尔 15.65 万人中，约有 10.06 万人入读招收中国及外籍学生的国际学校。预计到 2017 年，国际学

校招收人数可达 24.46 万人，复合年均增长率达 11.8%。

图 36：国际学校招生人数快速增长，预计 17 年将近 24.5 万人



数据来源：弗诺斯特沙利文报告，安信证券研究中心

市场集中度较低，最大办学团体市场占有率不到一成。国内国际学校的市场高度分散，截至目前国内共有国际学校 366 所，2013/2014 学年前五大国际学校办学团体共招收 31137 人，市场占有率合计 17.5%；前五大国际学校办学团体高中部招生总人数 11631 人，占国际学校高中招生人数的 17.9%。从招收学生总数还是细分招收学生数量上看，并无单一办学团体有超过 10%的市场份额。

表 6：2013/2014 学年按招生人数排名前五的国际学校及市场占有率不及 10%

排名	办学团体	2013/2014 学年招生人数	2013/2014 学年市场份额
1	枫叶教育	13513	7.6%
2	诺德安达	4859	2.7%
3	上海杨和教育集团	4737	2.7%
4	德威国际学校	4162	2.3%
5	耀中教育机构	3866	2.3%

数据来源：枫叶教育招股说明书，安信证券研究中心

表 7：2013/2014 学年按招生人数排名前五的国际高中及市场占有率不到一成

排名	办学团体	2013/2014 学年招生人数	2013/2014 学年市场份额
1	枫叶教育	5836	9.0%
2	德威国际学校	1476	2.3%
3	北京爱迪学校	1462	2.7%
4	华美英语学校	1432	2.2%
5	上海美国学校	1425	2.2%

数据来源：枫叶教育招股说明书，安信证券研究中心

国际学校市场需求旺盛，供需缺口或持续。从供给角度来看，14 年我国国际学校数量为 366 所，保守估计每年国际学校数量以 25%的速度增加（2002 至 2013 国际学校数量年复合增长率约为 25%），到 17 年将达到约 781 所，预计每所国际学校招生人数为 500 人（据 2013/2014 学年国际学校人均学生数量约为 485 人/所），则 17 年市场可提供约 31.25 万个学生席位；**从需求角度来看，**高净值人群及外籍人口是国际学校需求的主体，13 年我国高净值人群达 290 万人，较上一年增长 10 万人，我们保守估计高净值人口增长为 10 万人/年，预计到 2017 年高净值人群将达 330 万人，我们预计约有 15%人群选择就读国际学校（根据《2014 年中国高净值人群心灵投资白皮书》显示，三成高净值人群已经计

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

划将孩子送到国外留学，另有六成需要视孩子自身发展的实际情况而定，考虑到年龄结构及选择比例，我们保守估计此比例为 15%)，则 17 年市场需求约为 49.5 万人，缺口超 10 万人。如考虑到外籍人口对国际学校需求，则供需缺口会更大，预计未来一段时间内随着需求的快速增长，供需缺口还将继续存在，市场发展空间巨大。

表 2：国际学校供给未能满足需求，保守预计 17 年市场缺口达 10.45 万人

	2014	2015E	2016E	2017E
供给方面				
国际学校数量	400	500	625	781
国际学校数量增长率	25%	25%	25%	25%
每所国际学校招生人数（人）	500	500	500	500
国际学校提供学生席位（万）	20	25	31.25	39.05
需求方面				
高净值人群数量	300	310	320	330
高净值人群年均增长（万人）	5	5	5	5
就读国际学校比例	15%	15%	15%	15%
需求人数（万人）	45	46.5	48	49.5
供需缺口（万人）	**25**	**21.5**	**16.75**	**10.45**

数据来源：新浪教育，德勤，安信证券研究中心

3. 第一大股东资源优势显著，国际学校项目盈利能力较强

3.1. 国资背景+区域优势+北京国际学校政策齐助力国际学校项目实施

3.1.1. 背靠海淀区国资委分享资源红利，优质教育资产注入预期强烈

国资背景实力雄厚，优质资产丰富。公司非公开收行完成后，八大处持股比例达 30.10%，变更为公司第一大股东，实际控制人变更为海淀区国资委。海淀区国资委是区政府授权代表国家履行国有资产出资人职责的政府工作部门，监管国有或国有控股企业 15 家，主要包括海淀区国有资产投资经营公司、 海淀区教育国有资产管理中心、北京翠微集团等企事业单位。**其中，海淀区教育国有资产管理中心主要对海淀区教育资源进行统筹管理，主要职责是对海淀区教育系统校办企业中国有资产和全区教育系统中可经营性的国有资产进行管理、监督、检查，使国有资产保值增值，盘活教育系统中闲置的国有资产。**截至 2015Q1，海淀区国资委监管企业累计实现营业总收入 38.91 亿元；资产总额 1225.89 亿元，同比增加 229.53 亿元，增长 23%；净资产 272.46 亿元，同比增加 63.4 亿元，增长 30.3%。

表 8：海淀区国资委旗下监管企业事业单位

公司名称	主营内容
北京市海淀区国有资产投资经营有限公司	科技投资、房地产开发、金融服务、公共基础设施建设
北京海淀置业集团有限公司	科技地产、商业地产经营、对外投资业务
北京翠微集团	投资管理、资产管理和会议服务
北京实创高科技发展有限责任公司	科技园区开发、建设、管理、服务
北京实创科技园开发建设股份有限公司	海淀山后地区优质资源的开发建设
北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司	创业投资、担保、小额贷款、典当、孵化
北京海开房地产集团有限责任公司	事房地产开发的综合型房地产企业
北京昊海建设有限公司	厂房、商业、学校、医院、饭店、办公楼、体育场馆等公共建筑群体及多高层住宅小区构筑物工程总承包；城市道路、桥梁、隧道、公共广场工程、城市供水工程、排水工程或污水处理工程、城市燃气工程或热力工程、城市生活垃圾处理工程总承包。同时公司也提供融资建造一体化、设计施工总承包、项目开发、项目管理咨询等全方位的工程建造服务
北京海融达投资建设有限公司	负责由区政府投资的建设项目；配合市属道路工程项目及交通枢纽的拆迁工作；配合地铁建设项目的拆迁工作；负责一些生态环境项目的建设；负责城中村和土地储备项目开发等工作。
北京西农投资有限责任公司	旅游、农业种植、养老服务、建筑、殡葬

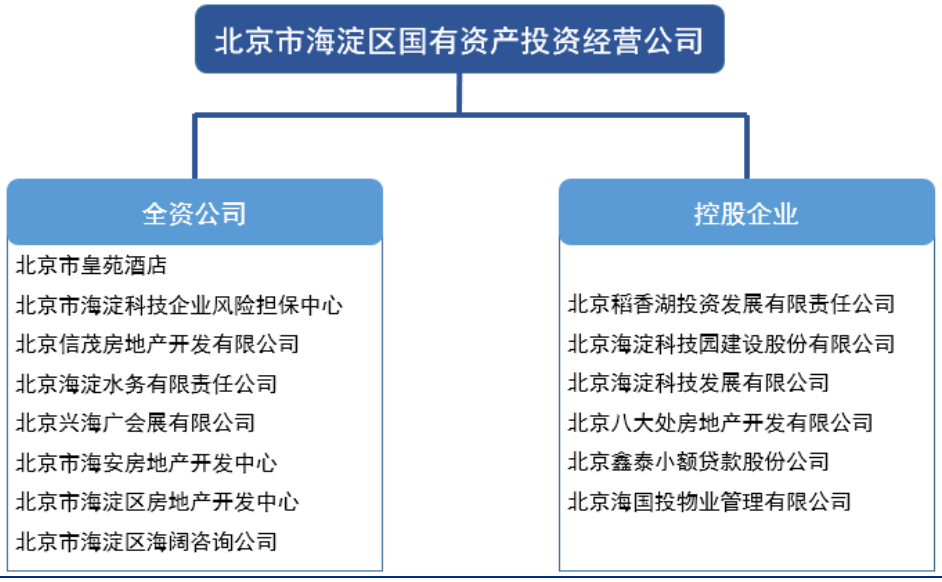
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

北京绿海能环保有限责任公司	固体废物污染治理、废气治理、烟气治理。主要负责海淀区循环经济产业园再生能源发电厂项目建设、餐厨厨余垃圾处理项目建设等
北京市海淀区工业公司	传统的产品加工制造业基础上，正逐步向科技服务及城市服务等领域拓展
海淀区教育国有资产管理中心	对海淀区教育系统校办企业中国有资产和全区教育系统中可经营性的国有资产进行管理、监督、检查，使国有资产保值增值，盘活教育系统中闲置的国有资产
北京中海投资管理有限公司	政策性投资、产业孵化、科技成果转移和辐射、资产运营管理
北京市海淀区学校后勤管理中心	负责教委所属中小学校、幼儿园及直属事业单位房屋、土地、教育装备等各类国有资产管理和职工住房补贴核算、学生装征订的事务性、辅助性工作；负责对教委所属单位的后勤、房屋安全、综合防灾等工作进行业务指导；负责海淀区生源地学生的信用助学贷款及贷后管理工作；负责组织开展在职教职工和离退休人员文体活动

数据来源：海淀区国资委网站，安信证券研究中心

八大处控股的控股股东为北京市海淀区国有资产投资经营有限公司（以下简称“海国投”），前身系海淀区所属国有资产经营管理公司，2011 年，由全民所有制企业改制为国有法人独资公司，出资人为北京海国鑫泰投资控股中心，注册资本 10 亿元。截至 2014 年末，海国投总资产 88.39 亿元，净资产 54.78 亿元，拥有全资、控股及参股企业 35 家，并逐步形成了以科技投资、房地产开发、金融服务、公共基础设施建设四大领域为主的多元化产业布局。

图 37：海国投下属主要企业



数据来源：海淀区国资委网站，安信证券研究中心

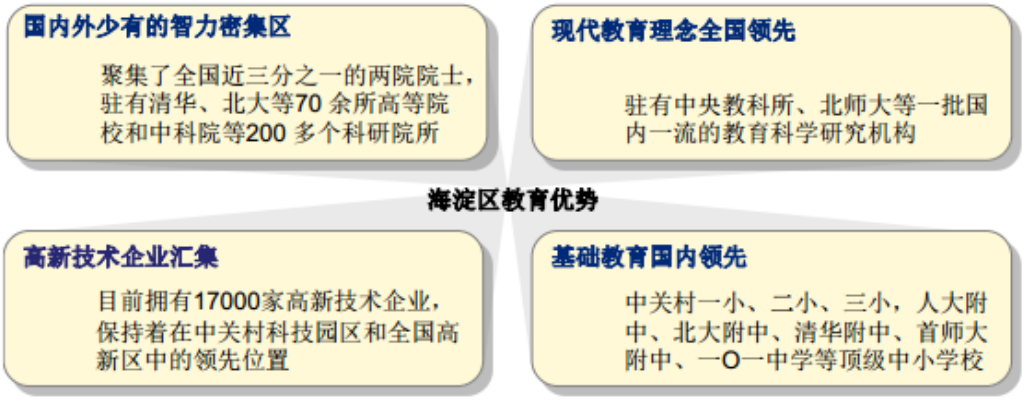
海淀区国资委旗下唯一教育上市平台，资产注入预期强烈。教育行业具有较强的区域性及政策性特征，新学校的开办即需要得到当地政府的支持，又需要提供固定场所开展教育活动，因此具有一定的区域性壁垒。此外，教育行业虽然属于智力密集型、人力资源型行业，初期投入巨额资金，且该部分资金很难从银行等金融机构获得贷款，因此新企业甚至在其他地区已经获得成功的企业都较难进入新市场。**公司此次定增完成后，实际控制人变更为海淀区国资委，或扫清开办国际学校障碍。此外，**海国投已承诺“本次发行完成后，本公司及其控制的企业将不直接或间接从事与上市公司业务构成或可能构成同业竞争的活动”，公司作为海淀区国资委旗下唯一教育领域上市平台，存在强烈的优质资源注入预期，海国投今后将其在教育领域所有业务提供给上市公司运作，国资背景、资金优势将对上市公司开展教育事业提供有力支持。未来公司或背靠国资背景优势，与国际领先教育机构合作开展合作办学，引入开办国际学校、在线教育等所必须的教育理念、管理经验和商业模式，实现教育业务的快速发展。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3.1.2. 海淀区地理位置优越，存在协同整合教育资源可能

海淀是全国著名的科教文化区，区内科研力量、科学仪器设备、图书情报信息、科研成果等均高度密集。海淀区高校在校大学生人数占全市的一半以上，是全国最大的高校群体。**教育是海淀区的竞争优势和鲜明特色，人才优势是海淀区实现可持续发展的最突出优势，进一步为公司将来从事的教育业务提供得天独厚的软实力。**

图 38：海淀区教育资源丰富



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 9：北京市排名前十中小学中，海淀区均占有四成以上席位

排名	小学	地区	中学	地区
1	北京市第二实验小学	西城区	人民大学附属中学	海淀区
2	北京中关村第一小学	海淀区	北京市第四中学	西城区
3	北京师范大学附属小学	海淀区	北京师范大学附属实验学校	西城区
4	北京中关村第三小学	海淀区	北京师范大学第二附属中学	西城区
5	北京史家小学	东城区	清华大学附属中学	海淀区
6	北京市府学小学	东城区	北京市十一学校	海淀区
7	北京小学	宣武区	北京市第八中学	西城区
8	北京景山学校小学部	东城区	北京大学附属中学	海淀区
9	北京育民小学	西城区	北京市第二中学	东城区
10	北京中关村第二小学	海淀区	北京 101 中学	海淀区

数据来源：网络资料整理，安信证券研究中心

海淀区教育国有资产管理中心隶属于海淀区教育委员会，受海淀区国有资产监督管理委员会监管，未来或收益此背景实现教育资源内容整合扩充。海淀区教育委员会拥有众多优秀的教育资源，直接管辖中国人民大学附属中学、北京市十一学校、北京一零一中学、北京中关村第一小学等优质小、中学。而且，海淀区地理位置优异，国内一流大学分布密集（如北京大学、清华大学，人民大学、北京航空航天大学、北京外国语大学等），公司未来可利用区位优势，利用国资背景协同整合小、中、大学优质教育资源，夯实教师、教育内容软实力。

表 10：海淀区教育委员会管辖学校

小学	中学	大学
中关村第一小学	中国人民大学附属中学	北京大学
中国人民大学附属小学	北京一零一中学	清华大学
中关村第二小学	北京十一学校	人民大学

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

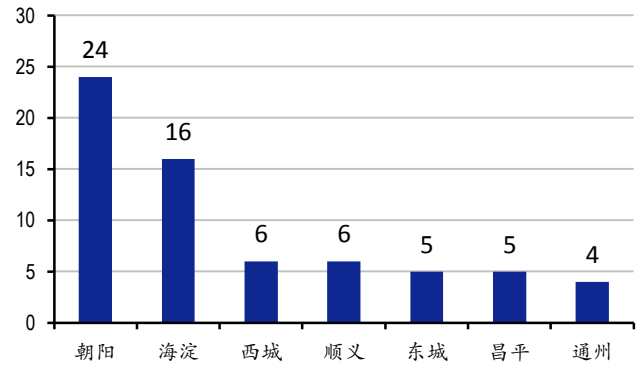
中关村第三小学	北京大学附属中学	北京航空航天大学
北京市海淀区实验小学	清华大学附属中学	北京邮电大学
北京市海淀区五·一小学	首都师范大学附属中学	北京科技大学
北京市海淀区翠微小学	北京理工大学附属中学	北京农业大学
北京大学附属小学	北京市八一中学	北京外国语大学
北京师范大学附属实验小学	北京市中关村中学	北京交通大学
万泉小学	北方交通大学附属中学	北京师范大学

数据来源：北京市教育局，安信证券研究中心

3.1.3. 受益于北京国际学校办学政策，民办国际学校获更大发展空间

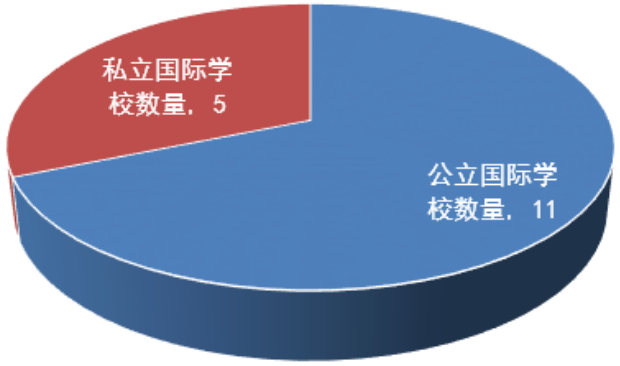
国际学校数量较多，公立学校占多数。北京市国际学校数量较多，截至 2015 年 8 月共有约 71 所国际学校，分学校学习阶段来看，开设国际高中、国际初中、国际小学课程的分别有 63 所、40 所、36 所，主要分布于朝阳、海淀、东城、西城区；分学校性质来看，目前北京分为专业的国际学校和公立学校国际部或国际班，其中公立院校 28 所，私立院校 43 所。其中海淀区拥有国际学校共 16 所，紧随朝阳区排名第二，公立院校共 11 所、私立院校共 5 所，包括北京市二十一世纪国际学校、康福外国语学校、北京市师达中学、北京市中关村外国语学校、北京市海淀国际学校。

图 39：朝阳区、海淀区国际学校数量较多



数据来源：新浪教育，安信证券研究中心

图 40：海淀区公立国际学校占比较多



数据来源：新浪教育，安信证券研究中心

表 11：北京市海淀区国际学校一览表

序号	名称	学校性质	创立时间	课程体系	开设阶段	留学国家
1	北京市北外附属外国语学校	公立	2002 年	其他	高中	美国、澳大利亚、加拿大、欧洲
2	北京大学附属中学国际部	公立	2010 年	其他	高中	美国
3	北京十一中学	公立	2004 年	A-level	高中	美国、英国
4	中国人民大学附属中学国际部	公立	2002 年	IB	高中	美国、英国
5	首都师范大学附属中学国际部	公立	2008 年	AP	高中	美国
6	清华大学附属中学国际部	公立	2008 年	AP	小学、初中、高中	美国
7	圣保罗美国国际学校	公立	2007 年	美国高中课程、美国课程	初中、高中	美国、其他
8	北京八一中学国际部	公立	2003 年	其他	高中	美国、澳大利亚、加拿大
9	北京 101 中学国际部	公立	2012 年	AP	高中	美国、其他
10	北京师范大学第二附属中学国际部	公立	2008 年	PGA、AP	小学、高中	美国、澳大利亚、英国、加拿大
11	北京利福摩尔国际学	公立	2015 年	其他	高中	美国

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

	校					
12	北京市二十一世纪国际学校	私立	1993 年	AP，其他	小学、初中、高中	美国、澳大利亚、英国、加拿大
13	康福外国语学校	私立	1993 年	IGCSE，A-Level	初中、高中	美国、澳大利亚、加拿大、欧洲
14	北京市师达中学	私立	2001 年	UMASS-MAIA 国际课程体系	初中、高中	美国
15	北京市中关村外国语学校	私立	2004 年	其他	高中	美国、加拿大、亚洲
16	北京市海淀国际学校	私立	2013 年	IB	小学、初中、高中	美国、澳大利亚、英国、加拿大

数据来源：新浪教育，安信证券研究中心

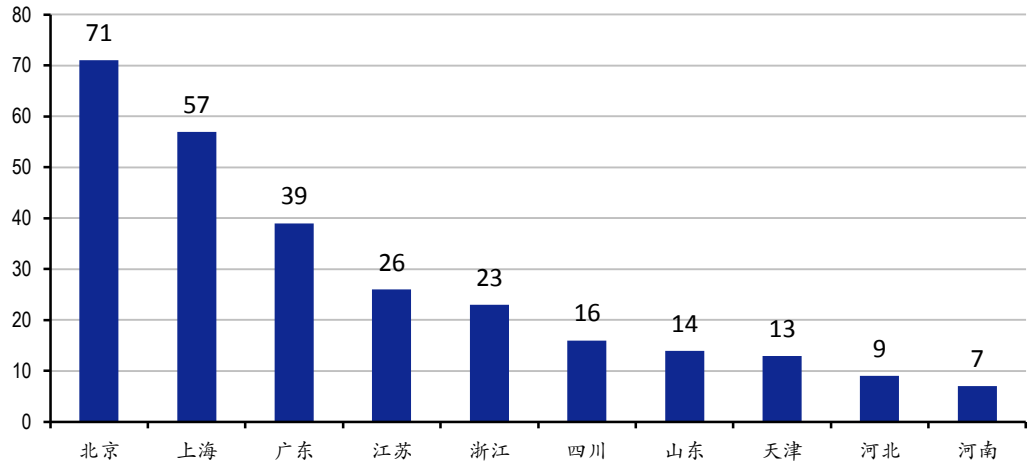
北京公立学校国际部数量受监管，私立国际学校迎来发展机遇。海淀区汇聚了一大批知名国际学校，课程体系涵盖 AP、IB 及 A-Level 等各类课程，其中公立国际学校占据了大多数份额。但与私立及国外教育机构所设立的国际学校相比，国内公办学校国际班往往存在审批监管不严、收费过高、占用公共教育资源过多等情况。 2013 年，教育部对此终于作出明确表态， 表示将对各种形式的高中“国际部”和“国际班”进行规范； 北京市教委在 2014 年也表示将不再审批新的高中中外合作办学项目。**由于需求在扩大而以合作办学方式成立的公立学校国际部名额已经不再发放，北京市民办国际学校将引来更大的发展契机，叠加受到政策的鼓励，预计民办私立国际学校数量将得到快速增长。**

3.1.4. 结合海淀区巨大教育资源优势，未来或扩张教育产业全国版图

随着国内二三线城市快速发展，居民收入不断提高的大环境下，国际学校纷纷抢滩国内二三线城市，如哈罗公学在不断设立新据点，继在北京和香港落户之后，位于成都的第 3 所分校已于 14 年 9 月正式开学；位于江苏常州的牛津国际公学也于近期开学招生；伊顿国际教育集团在国内 8 个城市建有分校;枫叶教育集团的版图也扩张到全国 11 个城市。根据新浪教育的统计，目前北京拥有 71 所国际学校位居第一，上海、广东分别拥有 57、39 所国际学校，位居二、三位，江苏、浙江等较富裕省份国际学校数量也较多，预计随着国际学校建设不断向二、三线城市下沉，未来二三线城市国际学校数量将得到快速增长。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

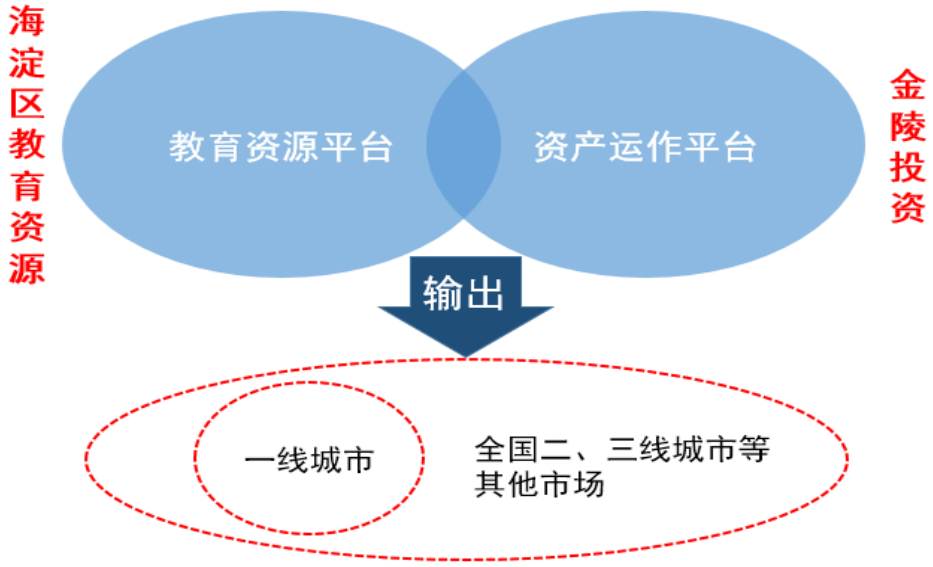
图 41：国际学校一线城市分布较为密集，预计二三线城市国际学校数量将快速增长



数据来源：新浪教育，安信证券研究中心

公司存在资产或服务输出可的能。随着国际学校建设完成并投入运营后，公司未来将海淀区丰富优质教育资源作为优质教育资源平台，形成了自身教育体系及差异化竞争优势，同时，公司可利用金陵投资作为未来资本运作平台（金陵投资第一大股东为华软资本，是一家聚焦国家战略新兴产业，以科技创投、并购投资和资产管理为主业的投资机构，实力雄厚），进行高效并购整合相关资源，未来或以背景实现国际学校的异地复制，服务或投资全国二三线城市具有发展潜力的新兴国际学校，拓展教育产业的全国版图布局，充分分享全国性消费升级、教育改革的红利。

图 42：未来公司或协同教育资源平台及资产运作平台投资或服务二三线城市国际学校



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 国际教育+桥梁钢构双主业雏形已现，多元化发展提高公司盈利能力

3.2.1. 对比国内国际学校收费标准，新建项目盈利能力较强

国际学校收取的学费一般较本地民办学校较高，2014/2015 学年中国排名前五大国际学校在学前教育、小学、初中、高中阶段收取学费分别为 11.2 万元、14.1 万元、15.6 万元及 16.8 万元，上述费用还不包括教材费、住宿费、校车费、餐费、课辅费、培训费、夏/冬令营费等费用，实际缴纳费用更高。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 12：国内排名前五国际学校收费较高

排名	办学主体	学前教育（万元）	小学(万元)	初中（万元）	高中（万元）
1	枫叶	1.65	2.05	2.64	4.90
2	诺德安达	14.52	20.60	22.44	24.15
3	上海協和教育集团	9.55	9.30	10.98	14.70
4	德威国际学校	15.58	19.36	21.26	18.67
5	耀中教育机构	14.73	19.26	20.81	21.54

数据来源：网络资料整理，安信证券研究中心

北京市国际学校收费标准普遍较高，新建国际学校项目盈利能力强。在公立学校中，北京市北外附属国际学校高中部学费为 7.1 万元，北京大学附属中学国际部学费 10 万元，首都师范大学附属中学国际部学费 10 万元；在私立学校中，北京市二十一世纪国际学校小学部、初中部、高中部学费分别为 10 万元、9.35 万元、13.6 万元，北京市鼎石国际学校小学部、初中部、高中部学费为 22 万元、25 万元、25 万元，以上费用还不包括学杂费等。此外，我们根据私立学校校园面积与学生人数计算出人均面积约为 30 平方米。**文凯兴拟建设国际学校定位 K12 教育高端领域，我们预计其学费处于北京市私立国际学校的中上游，预计学费为 18 万元/年，学生学杂费用为 1.8 万元/年(按照学费的 10%计算)，学生校园人均面积约为 35 平方米/人，在 2020 入学率达到 100%时，公司可实现营收 10.64 亿元，按照 40%的净利润计算，届时项目利润约为 4.3 亿元。**

表 13：北京市著名国际学校收费、校园面积情况表

学校名称	收费标准（万元）			校园面积（平方米）	学生数（人）	人均面积（平方米）
	小学部	初中部	高中部			
北京市二十一世纪国际学校	10	9.4	13.6	88000	1800	49
北京市私立汇佳学校	12.8	14.8	18	20000	400	50
北京君诚国家学校	12	14	14	49200	450	53
北京鼎石国际学校	22	25	25	-	300	-
北京世青国际学校	15	16	18	18000	500	36
北京爱迪国际学校	14.3	15.3	19.95	-	3200	-
北京市海淀国际学校	12	12	12	100000	4800	21
均值	14	15	17			30

数据来源：各学校网站，安信证券研究中心

此外，根据国际学校建设计划，15-16 年处于建设期，在此期间不贡献利润；2017 年国家学校建设完成并开始招生，预期 2017、2018 年实现入学率约 30%和 60%，即招生约 1680 人和 3360 人，分别实现收入 3.51 亿元、7.02 亿元，我们假设 2017 年学校招生即实现盈亏平衡；2019 年、2010 年入学率达 80%及 100%，招生人数分别为 4480 人和 5600 人，2020 年及以后学校每年贡献利润达 4.3 亿元，公司未来将形成国际教育、桥梁钢构双主业发展格局。

表 14：文凯兴国际学校盈利能力预测，2020 年净利润约为 4.3 亿元

年份	招生人数占比	招生人数	学费（万元）	学杂费（万元）	收入(亿元)	净利润率	净利润（亿元）
2015	0%	0	0	0	0	0%	0
2016	0%	0	0	0	0	0%	0
2017	30%	1680	19	1.9	3.51	0%	0
2018	60%	3360	19	1.9	7.02	15%	1.05
2019	80%	4480	20	2	9.86	25%	2.47
2020	100%	5600	20	2	12.32	35%	4.31

数据来源：安信证券研究中心

3.2.2. 8 万吨产能扩建项目推动桥梁钢构业务发展，双主业渐成形

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

钢结构工程量保持稳步增长。经过多年的积累与开拓，公司与国内大批工程建设单位、总承包商建立了长期稳定的合作关系，形成了一定的品牌优势和市场地位。公司凭借自身优良的钢结构制作和安装技术、优秀的工程品质和良好的服务意识，并依托长江下游沿江地区的区位优势，自主承接的钢结构工程量保持一定的增长。2014 年公司新接订单总工程量 9.01 万吨，同比上升 1.27%；在手未完工订单涉及金额为 19.91 亿元，已结转收入 12.44 亿元，尚未完工项目涉及金额为 7.47 亿元

表 15：公司近年来重大工程一览表

工程名称	中标日期	工期	金额(亿元)
沪通铁路沪通长江大桥钢桁梁制造安装	2014 年 11 月 16 日	1075 工作日	2.29
吉安市新井冈山大桥钢结构加工与服务专业分包工程	2014 年 8 月 18 日	580 日历天	0.64
东风大道快速化改造工程（三环-四环）钢箱梁制作安装	2013 年 12 月 6 日	2015 年 3 月 31 日前	2.27
贵州省毕节至都格高速公路抵母河特大桥钢桁梁制作 T26 标	2013 年 8 月 20 日	-	1.21
连云港市海滨大道跨海大桥工程施工招标（ KHDQ-SG 标段）	2013 年 7 月 30 日	自中标通知书发出之日起 20 个月	2.5-3.5
珠海横琴二桥钢结构制造加工运输工程	2013 年 5 月 8 日	2015 年 3 月 1 日前完成全部附属结构供应	2.50

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2014 年公司钢结构完工量为 8.8 万吨，同比增长 20.88%。公司年产 8 万吨产能扩建项目顺利完工并投产，该项目包括自动化生产车间、三联跨机加工车间，重点建成了横隔板、自动焊生产线、板单元自动焊生产线、H 型钢杆件自动生产线，杆架杆件数控钻孔生产线、600T 码头装卸门式起重机等，投产后公司装备将得到了极大的改善，生产效率也将相应提高；同时，与之相适应的技术研发中心也于报告期内完工。目前公司在桥梁钢结构工程的整个业务链环节，从原材料检测技术、钢结构制作技术工艺、节段运输试验、安装技术工艺等进行全方位的技术能力得到了有效的提升，预计未来在现有主营业务基础上工程能力将得到提升，项目实施后将会大幅提升公司主营业务收入和公司自主研发能力，提高公司工程业务的市场占有率，增强持续盈利能力和整体竞争实力；但同时，考虑到 15 年期间公司暂无重大订单，我们预计短期内公司营收将下降，在未来一段时间内桥梁钢构业务将保持稳定，预计 2015-2017 年销售增长率分别为-26.97%、15.70%、-7.77%，实现营收 6.08 亿元、7.04 亿元、6.49 亿元。

表 16：桥梁钢构业务未来三年营收预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
桥梁钢构业务（亿元）	6.66	8.33	6.08	7.04	6.49
同比增长率	-12.49%	25.14%	-26.97%	15.70%	-7.77%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测估值

4.1. 重要假设

(1) 桥梁钢构板块，随着年产 8 万吨产能扩建项目顺利完工并投产，产能将大幅增加，但考虑到 15 年暂无重大订单，我们预计 15-17 年营收增速会有小幅波动，预计营收增速分别为-26.97%、15.70%、-7.77%。

(2) 国际教育板块，预计国际学校项目建设顺利推进，并在 2017 年实现 30%的入学率，入学人数达 1680 人，考虑到学费及学杂费用，17 年公司国际学校产业板块实现收入 3.81 亿元。

(3) 其他私立学校板块，预计 2016 年起公司运用教育资源平台以及资本运作平台实现私立学校的并购整合，2016-2018 分别并购整合 5、10、15 所学校，平均每所学校

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

招生 1000 人，学费及学杂费分别为 5 万元、0.5 万元。

4.2. 预测 15-17 年 EPS 分别为 0.03/0.20/0.41 元，首次覆盖给予“-A”评级

公司是国内首家上市的桥梁钢构民营企业，近年来随着经营环境恶化，公司积极转型，以开拓高端教育产业实现跨越式发展，寻求新的盈利增长点；此外，本次非公开发行股票完成后，八大处控股成公司第一大股东，实际控制人变更为海淀区国资委，华丽变身国有企业，目前其作为海淀区国资委旗下教育产业唯一上市平台，未来优质资产注入预期强烈。未来，随着 8 万吨产能扩建项目顺利完工并投产，桥梁钢构业务有望实现稳定增长；文凯兴建设国际学校积极推进，2017 年建设完成并开始招生，盈利能力突出，未来随着入学率的提高其业绩占比将不断提升，成为公司营收及利润的主要来源。同时，公司或利用自身优势资源实现其他地区国际学校的并购整合，快速拓展教育产业的全国版图扩张。我们预计 15-17 年 EPS 分别为 0.03 元、0.20 元、0.41 元，对应当前股价 PE 分别为 569 倍、82 倍、40 倍，给予“买入-A”评级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 10 月 11 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**665.5**	**832.8**	**608.2**	**978.7**	**1,550.1**
减:营业成本	653.9	727.9	523.3	762.7	1,099.1
营业税费	3.6	7.2	4.8	7.2	12.4
销售费用	4.2	4.0	2.9	4.9	24.7
管理费用	43.5	38.7	28.3	47.5	116.9
财务费用	34.0	34.9	23.3	35.8	60.8
资产减值损失	13.0	6.8	11.1	10.3	9.4
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**-86.8**	**13.2**	**14.5**	**110.3**	**226.8**
加:营业外净收支	0.9	2.6	2.0	1.8	2.1
利润总额	**-85.8**	**15.8**	**16.5**	**112.1**	**228.9**
减:所得税	-23.5	4.5	4.1	28.0	57.2
净利润	**-62.8**	**12.9**	**13.0**	**90.0**	**187.2**

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	191.5	211.2	921.3	55.8	102.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	326.8	301.7	194.2	641.6	611.1
应收票据	8.3	16.6	6.0	15.5	21.4
预付帐款	29.7	25.8	61.3	53.0	90.8
存货	587.3	747.4	197.1	1,208.5	799.7
其他流动资产	-	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	310.4	361.3	602.2	814.0	996.8
在建工程	43.0	10.6	40.6	50.6	40.6
无形资产	54.7	53.4	71.6	89.3	106.5
其他非流动资产	107.5	229.9	114.3	271.2	327.5
资产总额	**1,659.1**	**1,957.9**	**2,208.5**	**3,199.4**	**3,097.2**
短期债务	267.5	272.0	800.0	1,057.9	800.0
应付帐款	214.9	338.1	64.7	490.5	336.6
应付票据	237.4	377.2	185.4	388.0	456.3
其他流动负债	4.2	84.8	100.2	82.9	170.8
长期借款	60.0	-	11.1	55.5	55.8
其他非流动负债	249.7	249.1	249.7	249.5	249.4
负债总额	**1,033.8**	**1,321.2**	**1,411.1**	**2,324.4**	**2,068.9**
少数股东权益	**36.6**	**34.9**	**34.3**	**28.4**	**12.8**
股本	311.0	311.0	461.1	461.1	461.1
留存收益	277.8	290.7	302.1	385.5	554.4
股东权益	**625.4**	**636.6**	**797.5**	**875.0**	**1,028.3**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	-12.5%	25.1%	-27.0%	60.9%	58.4%
营业利润增长率	-269.9%	-115.2%	10.1%	658.6%	105.6%
净利润增长率	-240.0%	-120.6%	0.5%	591.5%	108.0%
EBITDA 增长率	-135.5%	-377.9%	20.4%	139.5%	72.3%
EBIT 增长率	-188.2%	-191.3%	-21.4%	286.1%	96.8%
NOPLAT 增长率	-175.7%	-189.7%	-17.3%	286.1%	96.8%
投资资本增长率	7.0%	-14.1%	8.4%	132.5%	-10.8%
净资产增长率	-10.7%	1.8%	25.3%	9.7%	17.5%
利润率					
毛利率	1.7%	12.6%	14.0%	22.1%	29.1%
营业利润率	-13.0%	1.6%	2.4%	11.3%	14.6%
净利润率	-9.4%	1.6%	2.1%	9.2%	12.1%
EBITDA/营业收入	-4.4%	9.8%	16.2%	24.2%	26.3%
EBIT/营业收入	-7.9%	5.8%	6.2%	14.9%	18.6%
运营效率					
固定资产周转天数	138	145	285	260	210
流动营业资本周转天数	285	183	142	208	186
流动资产周转天数	711	529	794	617	418
应收帐款周转天数	179	136	147	154	145
存货周转天数	334	288	280	259	233
总资产周转天数	930	782	1,233	995	731
投资资本周转天数	472	362	478	514	429
投资回报率					
ROE	-10.7%	2.2%	1.7%	10.6%	18.4%
ROA	-3.8%	0.6%	0.6%	2.6%	5.5%
ROIC	-4.5%	3.8%	3.7%	13.0%	11.0%
费用率					
销售费用率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	1.6%
管理费用率	6.5%	4.6%	4.6%	4.9%	7.5%
财务费用率	5.1%	4.2%	3.8%	3.7%	3.9%
三费/营业收入	12.3%	9.3%	9.0%	9.0%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	67.5%	63.9%	72.7%	66.8%
负债权益比	165.3%	207.5%	176.9%	265.6%	201.2%
流动比率	1.58	1.22	1.20	0.98	0.92
速动比率	0.77	0.52	1.03	0.38	0.47
利息保障倍数	-1.55	1.38	1.62	4.08	4.73
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	0.01	0.04
分红比率	0.0%	9.6%	12.4%	7.4%	9.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-62.3	11.2	13.0	90.0	187.2
加:折旧和摊销	23.3	34.2	60.9	90.5	120.0
资产减值准备	13.0	6.8	11.1	10.3	9.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	29.9	31.2	23.3	35.8	60.8
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.5	-1.7	-0.6	-5.9	-15.6
营运资金的变动	-170.6	-100.9	339.2	-1,030.8	344.7
经营活动产生现金流量	**-100.1**	**92.6**	**446.9**	**-810.2**	**706.6**
投资活动产生现金流量	**-100.5**	**-31.6**	**-350.0**	**-330.0**	**-310.0**
融资活动产生现金流量	**-18.9**	**-97.8**	**613.2**	**274.6**	**-349.6**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	-0.14	0.03	0.03	0.20	0.41
BVPS(元)	1.28	1.31	1.66	1.84	2.20
PE(X)	-118.0	572.3	569.2	82.3	39.6
PB(X)	12.6	12.3	9.7	8.8	7.3
P/FCF	-81.9	51.5	16.6	-10.6	53.9
P/S	11.1	8.9	12.2	7.6	4.8
EV/EBITDA	-62.5	40.0	75.8	36.0	20.0
CAGR(%)	-210.5%	148.1%	-35.1%	-210.5%	148.1%
PEG	0.6	3.9	-16.2	-0.4	0.3
ROIC/WACC	-0.4	0.4	0.4	1.3	1.1
REP	-4.6	11.3	24.8	3.4	4.3

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

刘章明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。