

## 文化传媒行业

# 《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》发布，民办教育领域外商投资释放积极信号

行业评级

买入

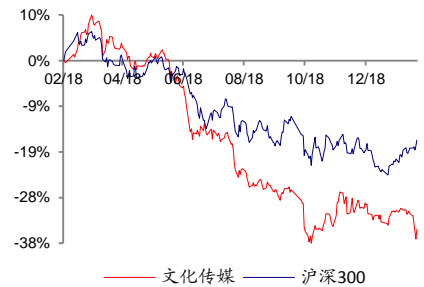
前次评级

买入

报告日期

2019-02-11

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 学前教育深化改革意见发布, 幼儿园资产证券化受限 | 2018-11-17 |
| 在线教育行业: 盈利模式处于探索期, 资本化开启 | 2018-08-30 |
| 新高考视角下的 K12 及教育信息化行业变化   | 2018-07-19 |

联系人:

叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

### 核心观点:

#### ● 事件:《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》发布

2019年2月1日,国家发展改革委、商务部会同有关方面开展了《外商投资产业指导目录》《中西部地区外商投资优势产业目录》修订工作,并在合并两个目录基础上形成了新的《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”)。征求意见稿包括两部分:一是全国鼓励外商投资产业目录,是对现行《外商投资产业指导目录》鼓励类的修订;二是中西部地区外商投资优势产业目录。教育领域,全国范围内非学制类职业培训机构外商鼓励投资。部分中西部省份释放鼓励外商投资教育领域的积极信号,也就是说在鼓励外商投资的区域以及学校类型中,外商未来可能直接举办学校,直接控股学校,并获得分红收入。

#### ● 短期来看我们认为征求意见稿将不会影响教育机构境外上市的架构选择, VIE 架构仍是首选

此次征求意见稿的发布,对于教育机构的影响,市场的关注点主要在未来教育机构境外上市是否还需要通过 VIE 架构的方式。若征求意见稿落地,民办教育机构境外上市的架构选择将有以下情况:(1)营利性民办教育机构:在鼓励外商投资的区域以及学校类型中,境外上市公司的境内外商独资企业(WOFE)能够直接举办学校,通过股权控制的方式直接控制学校(红筹架构),并获得分红收入。未来可以不需要通过搭建 VIE 架构。(2)非营利性民办教育机构:在鼓励外商投资的区域以及学校类型中,WOFE 可以直接举办学校,但无法获得分红收入;WOFE 向学校收取服务费的方式作为关联交易未来也可能会受到《民办教育促进法实施条例》落地稿的限制。我们认为民办教育机构境外上市在选择何种架构时,通常考虑三点:(1)架构的稳定性问题,红筹架构稳定性高于 VIE 架构;(2)收入的并表问题,目前红筹架构以及 VIE 架构均能实现学校收入的并表;(3)不同架构的税收问题,部分省市对于 WOFE 的税收优惠力度大于营利性学校的税收优惠力度,搭建 VIE 架构在税收层面仍有经济效益。

我们认为在目前民办教育机构营利性以及非营利性登记的过渡期当中,现阶段征求意见稿对于教育机构境外上市的架构选择影响并没有那么大,即使落地版本与征求意见稿一致,短期内教育机构预计仍将选择 VIE 架构在境外上市。但目前新政策仍在征求意见阶段,此轮征求意见截止 2019 年 3 月 2 日,最终落地版本在征求意见稿的基础上仍存在进一步修改的可能。

#### ● 风险提示

(1)政策尚在征求意见阶段,非最终落地版本,落地版本或会有进一步修订;(2)民办学校营利性或非营利性登记工作开展进度不及预期。

**重点公司估值和财务分析表**

| 股票简称 | 股票代码      | 评级 | 货币  | 股价       | 合理价值  | EPS(元) |       | PE(x) |       | EV/EBITDA(x) |       | ROE(%) |       |
|------|-----------|----|-----|----------|-------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
|      |           |    |     | 2019/2/1 | (元/股) | 2018E  | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E        | 2019E | 2018E  | 2019E |
| 三垒股份 | 002621.SZ | 增持 | CNY | 21.20    | 20.95 | 0.08   | 0.47  | 204.9 | 35.8  | 127.3        | 18.7  | 2.4%   | 12.0% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 事件:《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》发布 ..... | 5 |
| 简评.....                        | 7 |

## 图表索引

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图 1: 民生教育上市之初股权架构 (红筹架构) .....      | 8 |
| 图 2: 民生教育收购安徽文达的交易架构 (VIE 架构) ..... | 8 |
| 图 3: 不同架构下境外上市民办教育机构的税收 .....       | 9 |
| <br>                                |   |
| 表 1: 外商投资产业指导目录 .....               | 5 |
| 表 2: 中西部地区外商投资优势产业目录 .....          | 6 |

## 事件：《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》发布

2019年2月1日，国家发展改革委、商务部联合发布《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），向社会公开征求意见。征求意见稿是在合并《外商投资产业指导目录》《中西部地区外商投资优势产业目录》的修订基础上形成的，主要包括两部分：一是全国鼓励外商投资产业目录，是对现行《外商投资产业指导目录》鼓励类的修订，适用于各省（区、市）的外商投资项目；二是中西部地区外商投资优势产业目录，是对现行《中西部地区外商投资优势产业目录》的修订，适用于中西部地区、东北地区及海南省的外商投资。本次修订的目的主要是为了适应利用外资新形势新需求，扩大鼓励外商投资范围，优化外商投资产业和区域结构，促进外商投资稳定增长。

教育领域，相比《外商投资产业指导目录（2017年修订）》中的内容，征求意见稿中的全国鼓励外商投资产业目录未有修改，非学制类职业培训机构外商鼓励投资。限制类以及禁止类本次征求意见稿中未有提及，仍沿用《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》中的规定：学前、普通高中和高等教育机构限于中外合作办学，须由中方主导；义务教育机构以及宗教教育机构外商禁止投资。

表 1：外商投资产业指导目录

| 类别  | 《外商投资产业指导目录（2011年修订）》                   | 《外商投资产业指导目录（2015年修订）》  | 《外商投资产业指导目录（2017年修订）》             | 《鼓励外商投资产业目录》（征求意见稿）  |
|-----|---|--|-----------------------------------|--|
| 鼓励类 | 十、教育<br>1. 高等教育机构（限于合资、合作）<br>2. 职业技能培训 | 十、教育<br>345. 非学制类职业培训机构  | 十、教育<br>344. 非学制类职业培训机构           | 全国鼓励外商投资产业目录：<br>十一、教育<br>396. 非学制类职业培训机构  |
|     | 十一、教育<br>1. 普通高中教育机构（限于合作）              | 十一、教育<br>31. 高等教育机构（限于合作、中方主导）<br>32. 普通高中教育机构（限于合作、中方主导）<br>33. 学前教育机构（限于合作、中方主导） | 31. 学前、普通高中和高等教育机构（限于中外合作办学、中方主导） | 《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》：<br>十二、教育<br>37. 学前、普通高中和高等教育机构限于中外合作办学，须由中方主导<br>38. 禁止投资义务教育机构、宗教教育机构 |
| 禁止类 | 九、教育<br>1. 义务教育机构，军事、警察、政治和党校等特殊领域教育机构  | 24. 义务教育机构，军事、警察、政治和党校等特殊领域教育机构  | 19. 义务教育机构                        |  |

数据来源：国家发改委，商务部，广发证券发展研究中心

（注：中方主导是指校长或者主要行政负责人应当具有中国国籍，中外合作办学机构的理事会、董事会或者联合管理委员会的中方组成人员不得少于 1/2）

此次征求意见稿对于中西部地区外商投资优势产业目录也做了一定调整。分教育阶段来看：

学前：内蒙古、吉林、黑龙江、河南、海南、重庆、陕西等省鼓励外商投资学前教

育机构；

普通高中：内蒙古、吉林、黑龙江、河南、海南、重庆、陕西等省鼓励外商投资普通高中阶段教育机构；

高等教育机构：内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、河南、海南、重庆、陕西等省鼓励外商投资高等教育机构；

中等高等职业院校（含技工院校）：山西、河南、广西、陕西等省鼓励外商投资中等高等职业院校（含技工院校）；

中等职业院校（含技工院校）：甘肃鼓励外商投资中等职业院校（含技工院校）。

**表 2：中西部地区外商投资优势产业目录**

| 省份     | 《中西部地区外商投资优势产业目录（2017年修订）》           | 《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》                      |
|--------|--------------------------------------|--|
| 山西省    | 32.中等高等职业院校（含技工院校，高等职业院校限于合作、中方主导）   | 33.中等高等职业院校（含技工院校）                       |
| 内蒙古自治区 | 30.高等教育、普通高中教育、学前教育机构（限于合作，中方主导）     | 26.学前、普通高中和高等教育机构                        |
| 辽宁省    |                                      |  |
| 吉林省    |                                      | 27.学前、普通高中和高等教育机构                        |
| 黑龙江省   |                                      | 32.学前、普通高中和高等教育机构                        |
| 安徽省    | 32.高等教育机构（限于合作、中方主导）                 | 32.高等教育机构                                |
| 江西省    |                                      |  |
| 河南省    |                                      | 29.学前、普通高中和高等教育机构；<br>30.中等高等职业院校（含技工院校） |
| 湖北省    |                                      |  |
| 湖南省    |                                      |  |
| 广西自治区  |                                      | 26.中等高等职业院校（含技工院校）                       |
| 海南省    | 22.高等教育机构、普通高中教育机构、学前教育机构（限于合作、中方主导） | 23.学前、普通高中和高等教育机构                        |
| 重庆市    | 28.高等教育机构、普通高中教育机构、学前教育机构（限于合作、中方主导） | 27.学前、普通高中和高等教育机构                        |
| 四川省    |                                      |  |
| 贵州省    |                                      |  |
| 云南省    |                                      |  |
| 西藏自治区  |                                      |  |
| 陕西省    | 21.中等高等职业院校（含技工院校，高等职业院校限于合作、中方主导）   | 25.学前、普通高中和高等教育机构、中等高等职业院校（含技工院校）        |
| 甘肃省    |                                      | 15.中等职业院校（含技工院校）                         |
| 青海省    |                                      |  |
| 宁夏自治区  |                                      |  |
| 新疆自治区  |                                      |  |

数据来源：国家发改委，商务部，广发证券发展研究中心

## 简评

在分析此次征求意见稿对于教育机构资产证券化的影响之前，我们首先回答两个问题：

### **（1）为什么尚未有教育机构独立IPO登陆A股？为什么境内教育机构选择海外上市？**

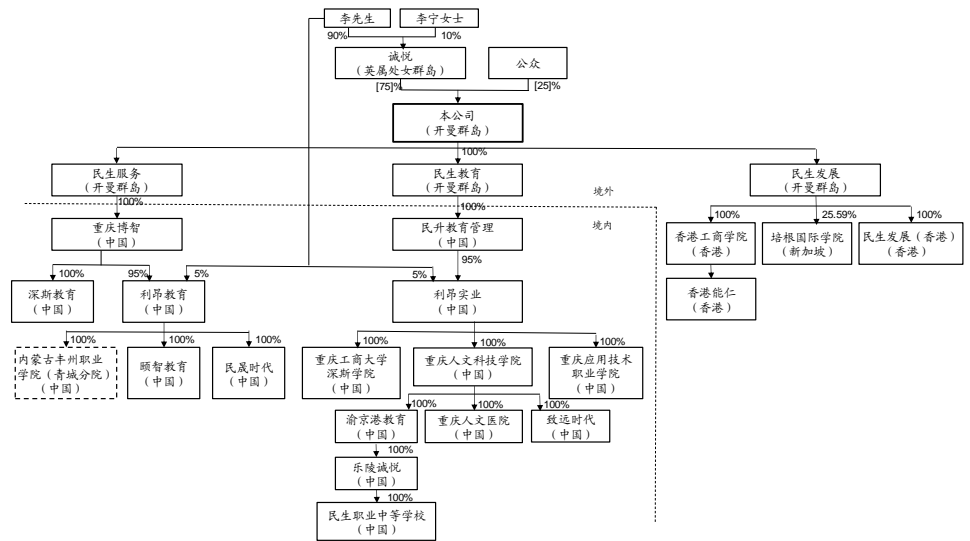
教育机构境内上市的障碍主要来源于《民促法》。2017年新《民促法》落地之后，教育机构境内上市的障碍被消除，登记成营利性的民办教育机构理论上可以独立IPO直接登陆A股。但新《民促法》落地至今，尚未有教育机构通过独立IPO的方式登陆A股，一是因为新《民促法》可执行的配套政策未实质落地，民办教育机构营利性非营利性登记工作未展开。二是因为经过多年的发展，港美股已经聚集了一批优质境内教育企业，教育板块效应初显；并且港美股IPO排队时间成本短，2017-2018年期间教育机构境外上市热度不减。随着各省配套政策的细化，预计未来将陆续会有民办教育机构登陆A股。

### **（2）为什么除民生教育以外教育机构境外上市均采用VIE架构？**

在旧《民促法》框架下，教育机构只能选择境外上市，股权架构中引入外资股东。而境内教育机构归属教育领域，教育领域的外商投资需要接受《外商投资产业指导目录》的指导。《外商投资产业指导目录》2015年修订的版本，相比上一版本，将高等教育机构从鼓励外商投资类重新划归至外商投资限制类，从此在高等教育领域，外资股东不能直接举办学校，不能控股学校。2015年之后登陆海外市场的教育机构除非学制类职业培训机构全都需要通过VIE架构才能实现学校收入的并表，境外上市公司通过VIE架构获得来自学校的管理费等相关收入实现分红。但境外上市的教育机构中，民生教育是例外。民生教育在2015年之前就搭建好了红筹架构，2015年外商投资产业指导目录修订，但法不溯及过往，民生教育2017年登陆港股时不需要调整架构，以红筹架构直接登陆港股。但在2015年之后民生教育再并购学校或新建校均需要通过VIE架构。

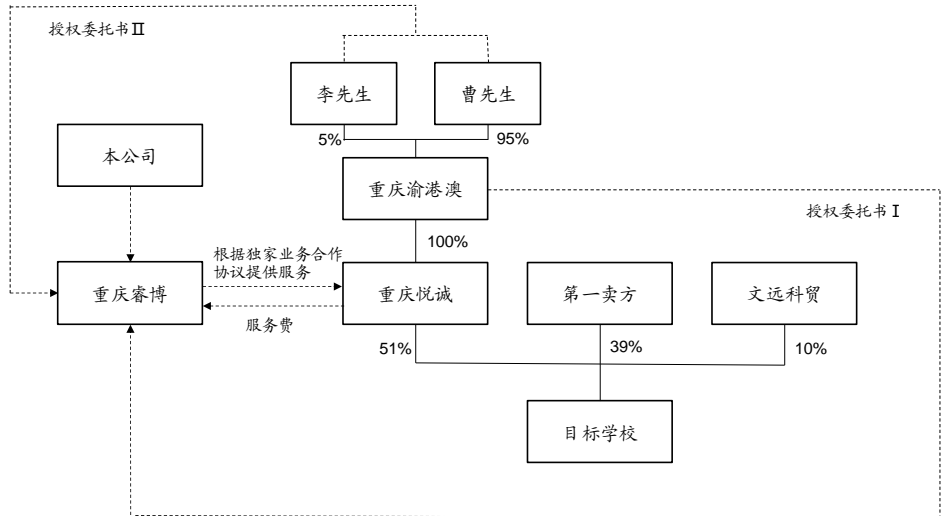


图 1：民生教育上市之初股权架构（红筹架构）



数据来源：民生教育招股说明书，广发证券发展研究中心

图 2：民生教育收购安徽文达的交易架构（VIE架构）



数据来源：民生教育 2017 年 9 月 27 日收购公告，广发证券发展研究中心

而此次征求意见稿发布对于教育机构的影响，市场的关注点主要在境外上市的民办教育机构的架构问题，也就是未来教育机构境外上市是否还需要通过VIE架构的方式。若征求意见稿落地，民办教育机构境外上市的架构选择将有以下情况：

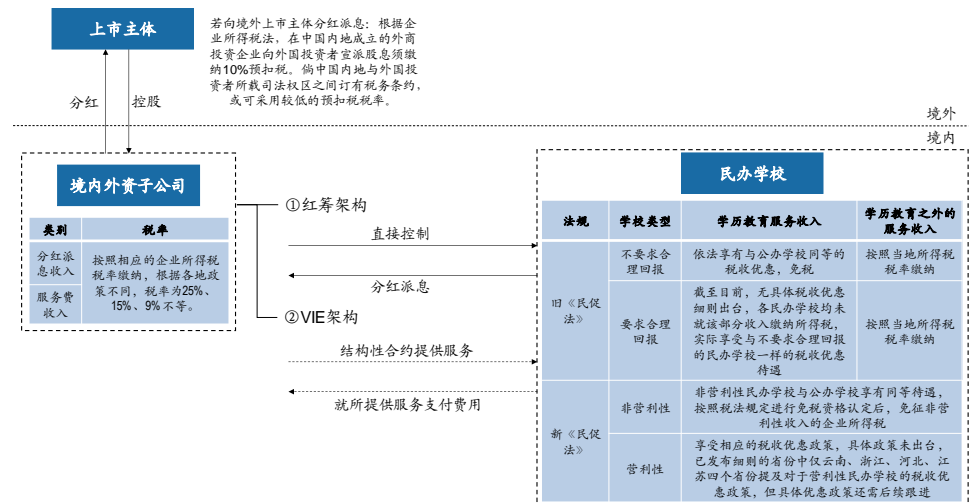
(1) 对于已经明确将登记为营利性的民办教育机构：在鼓励外商投资的区域以及学校类型中，境外上市公司的境内外商独资企业（WFOE）能够直接举办学校，通过股权控制的方式直接控制学校（红筹架构），并获得分红收入。未来可以不需要通过搭建VIE架构。



(2) 对于已经明确将登记为非营利性的民办教育机构：在鼓励外商投资的区域以及学校类型中，WFOE可以直接举办学校，但无法获得分红收入；WFOE向学校收取服务费的方式作为关联交易未来也可能会受到《民办教育促进法实施条例》落地稿的限制。

民办教育机构境外上市在选择何种架构时，通常考虑三点：(1) 架构的稳定性问题，红筹架构WFOE直接举办学校，直接股权控制旗下学校，稳定性高于VIE架构；(2) 收入的并表问题，VIE架构通过协议能够实现学校收入的并表，但目前在《民办教育促进法实施条例》未落地的时点，未来学校的收入是否能够并入上市公司的报表仍存在变化的风险；(3) 不同架构的税收问题，若不考虑向境外上市主体分红派息，至少需要缴纳两笔所得税，一是学校层面，二是WFOE层面。若参考四川省对于营利性民办学校的税收优惠政策（15%），部分省份对于WFOE的税收优惠力度相比营利性民办学校甚至更大。外商投资的放开或会促使部分民办教育机构选择非营利性，然后通过搭建VIE架构的方式来获得税收层面的经济效益。

图 3：不同架构下境外上市民办教育机构的税收



数据来源：广发证券发展研究中心

总的来看，我们认为在目前民办教育机构营利性以及非营利性登记的过渡期当中，现阶段征求意见稿对于教育机构境外上市的架构选择影响并没有那么大，即使落地版本与征求意见稿一致，短期内教育机构预计仍将选择VIE架构在境外上市。但目前新政策仍在征求意见阶段，此轮征求意见截止2019年3月2日，最终落地版本在征求意见稿的基础上仍存在进一步修改的可能。

## 风险提示

- (1) 政策尚在征求意见阶段，非最终落地版本，落地版本或会有进一步修订；
- (2) 民办学校营利性或非营利性登记工作开展进度不及预期。

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：资深分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                | 深圳市                     | 北京市                 | 上海市                    | 香港                            |
|------|--------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路183号大都会广场5楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510075             | 518026                  | 100045              | 200120                 |                               |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn     |                         |                     |                        |                               |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。