

政策频发，是民办高教的发展良机

2月19日，教育部发布《国家职业教育改革实施方案》，2月23日，中办国办印发两项教育文件，《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》和《中国教育现代化2035》。多项政策鼓励社会力量依法办学，职业教育的地位被极大地提高。

报告摘要

《国家职业教育改革实施方案》对职业教育提出了全方位的改革设想：产业升级和经济结构调整不断加快，各行各业对技术技能人才的需求越发紧迫，职业教育的地位和作用越来越重要。《通知》包含二十条大致要点是 1. 把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置。2. 完善职业教育和培训体系。3. 鼓励和支持社会各界发展职业教育。未来 5-10 年目标是办学格局：由之前的政府举办为主，改变为政府统筹管理、社会多元办学。办学追求：从规模扩张，转变提高质量。办学模式：从之前的参照普通教育办学，转变为让企业社会参与、专业特点鲜明。

《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》和《中国教育现代化2035》：两个文件远近结合，各有分工和侧重，共同构成了教育现代化的顶层设计和行动方案。《中国教育现代化2035》是我国第一个以教育现代化为主题的中长期战略规划，与以往的教育中长期规划相比，时间跨度更长，重在目标导向。《实施方案》定位于行动计划，重在问题导向，聚焦未来五年教育发展的战略性问题、当前教育发展面临的紧迫性问题。文件中有几点是与之前政策相对应，或再次强调的。1. 当中对幼教仍然是收紧态度。加强幼儿园质量监管与业务指导。发展普惠性民办幼儿园，建立更为完善的管理体制、办园体制和投入体制；将以农村为重点，大力发展公办幼儿园。2. 职业教育的重要性再次被强调。深化职业教育产教融合，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系。健全产教融合的办学体制机制，优化专业结构设置，大力推进产教融合、校企合作，开展国家产教融合建设试点。

高教及职业培训类公司是政策受益者：我们认为教育政策频发，投资者对政策的理解逐渐清晰，疑虑在消除，港股教育板块投资热情不断高涨，估值在修复。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）》以及11月15日国务院发布《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，两项政策对港股教育板块造成重击。随后在政策不明朗情况下，民生教育、新高教、宇华教育、枫叶教育、新华教育等公司陆续完成收购并发表公告，上市公司用事实证明教育行业通过并购快速扩张的投资逻辑未发生变化。到2019年民办教育的配套政策不断出台，可以看出国家提倡社会力量办学，提倡职业教育。港股民办高校多为重视就业的应用型大学及专科，与政策相符，我们认为港股的高等教育和职业培训类公司是此次政策的受益者。当中高等教育公司有中教控股、新高教集团、新华教育、希望教育，即将上市的职业教育华图教育，值得关注。需要注意民促法最终稿有望在19年两会期间推出，将对行业有深远影响。

风险提示：1) 教育行业政策变动；2) 学校招生人数不及预期；

关注股份

中教控股 (839.HK)
新高教 (2001.HK)
新华教育 (2779.HK)
希望教育 (1765.HK)

股价表现

中教控股 (839.HK)



新高教 (2001.HK)



新华教育 (2779.HK)



数据来源：彭博、安信国际

王强

行业分析师

+852 2213 1422

jimmywang@eif.com.hk

李云怡

行业分析师

+86-21-35082067

liyy16@essence.com.cn

1 行业政策解读及影响

我们认为教育政策频发，投资者对政策的理解逐渐清晰，疑虑在消除，港股教育板块投资热情不断高涨，估值在修复。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）》以及11月15日国务院发布《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，两项政策对港股教育板块造成重击。但是到2019年政策对于民办教育尤其是职业教育方面开始由紧变松，《国家职业教育改革实施方案》、《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》和《中国教育现代化2035》共同构成了教育现代化的顶层设计和行动方案，当中不断强调职业教育对当下中国经济发展及人才需求的重要性，港股民办高校多为重视就业的应用型大学及专科，与政策相符，将是此次政策的受益者。

表1 最近一年行业政策

时间	政策文件	政策内容	对行业影响
2018年8月10日	《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）》	第五条、第七条、第五十三条、第五十五条和第六十条：对营利性和非营利性在税收优惠、收购兼并、土地优惠、融资等方面进行指导。 新增内容-第十二条：“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。”	对高等教育影响小，对K9（义务教育）约束力大。 因与前期政策预期变动较大，引发市场担忧，教育板块估值出现大幅调整，南下资金持股比例下降。 政策出台后，民生教育、新高教、宇华教育、枫叶教育、新华教育都陆续进行收购活动，上市公司用事实证明教育行业通过并购快速扩张的投资逻辑未发生变化。
2018年11月7日	《国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园。 民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。	严格限制幼儿园资产证券化，上市公司将无法参与投资营利性幼儿园。 对学前教育重大打击，是政策下的重灾区，后续政策未有任何放松，需警惕风险。
2019年2月13日	《国家职业教育改革实施方案》	支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。 重点学科延长培养方案时长、扩大招生规模、校企合作获得报酬、鼓励招聘双师教师、鼓励设立校内培训、完善生均拨款制度等多项实质性鼓励举措。	有望加大社会力量参与职业院校办学的积极性，扩大民办高校生源，提高学校使用率。 利好职业教育和职业培训。
2019年2月19日	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	推动对港澳在教育等领域实施特别开放措施，研究进一步取消或放宽对港澳投资者的资质要求、持股比例、行业准入等限制。	推动教育合作发展，利好在大湾区布局的教育公司：中教控股、睿见教育、中国科培等。
2019年2月25日	《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》	提出十条重点，一是实施新时代立德树人工程。二是推进基础教育巩固提高。三是深化职业教育产教融合。四是推进高等教育内涵发展。五是全面加强新时代教师队伍建设。六是大力推进教育信息化。七是实施中西部教育振兴发展计划。八是推进教育现代化区域创新试验。九是推进共建“一带一路”教育行动。十是深化重点领域教育综合改革。	1.当中对幼教仍然是收紧态度。加强幼儿园质量监管与业务指导，发展普惠性民办幼儿园。2.把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置。 利好职业教育和职业培训。
2019年2月25日	《中国教育现代化2035》	2035年主要发展目标是：建成服务全民终身学习的现代教育体系、普及有质量的学前教育、实现优质均衡的义务教育、全面普及高中阶段教育、职业教育服务能力显著提升、高等教育竞争力明显提升、残疾儿童少年享有适合的教育、形成全社会共同参与的教育治理新格局。《中国教育现代化2035》分为五个部分：一、战略背景；二、总体思路；三、战略任务；四、实施路径；五、保障措施。	与实施方案相同，是我国第一个以教育现代化为主题的中长期战略规划，与以往的教育中长期规划相比，时间跨度更长，重在目标导向。 利好职业教育和职业培训。

2 行业估值及个股推荐

港股教育板块大致可以分为两大类，K12 教育和高等教育。整个教育行业估值为 15 倍，由于政策频繁利好职业教育，高教板块市盈率高于 K12 板块，目前高教板块 2019 年预测平均预测市盈率为 16.5 倍，K12 板块 2019 年预测平均预测市盈率为 12 倍。港股教育板块估值最高、市值最大的是中教控股。K12 中市值最大的是枫叶教育。

我们认为民促法最终稿有望在 19 年两会期间推出，将对行业及上市公司有深远影响。从近期国家政策的影响看，鼓励社会力量发展职业教育，高教板块的政策风险更低。我们看好高等教育公司中教控股、新高教集团、新华教育、希望教育，即将上市的职业教育华图教育。

表 2 估值表

股份名稱	代碼	市值 百萬元	股價 港元	股價變動%		平均成交 百萬港元	最近報表 年結, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增長 (%) --				股息率 (%)			市淨率 (倍)			淨負債 比率%*
				1周	1個月			Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	
K12教育																						
枫叶教育	1317	11,142	3.66	-0.4	-3.1	105.4	08-2017	16.6	14.1	11.5	10.8	33.2	17.7	22.6	6.5	1.21	2.49	3.06	3.60	2.80	2.50	-50.4
睿见教育	6068	7,305	3.54	-1.9	16.7	12.2	08-2018	20.1	14.6	12.3	10.3	36.4	38.0	18.8	19.5	2.26	3.08	3.71	3.23	2.80	2.41	58.7
天立教育	1773	3,797	1.83	-0.5	14.4	8.5	12-2017	n/a	17.0	13.0	8.7	n/a	n/a	30.4	50.0	n/a	n/a	n/a	n/a	1.41	1.32	14.9
博骏教育有限公司	1758	1,145	1.4	-5.4	4.5	5.9	08-2018	39.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.05	n/a	n/a	-67.3
卓越教育集团	3978	2,388	2.76	2.9	15.2	0.5	12-2017	n/a	13.8	11.8	8.7	n/a	n/a	17.6	35.0	n/a	n/a	n/a	n/a	2.53	2.20	-288.3
高等教育																						
民生教育	1569	7,754	1.78	7.8	32.2	24.0	12-2017	22.1	18.1	14.0	12.5	-14.3	22.4	28.6	12.0	n/a	0.40	0.66	2.01	1.80	1.61	-74.8
新高教集团	2001	6,812	4.61	-7.6	16.4	101.1	12-2017	23.1	19.2	13.5	10.7	n/a	20.6	41.5	26.2	1.30	1.58	2.19	3.26	2.81	2.41	15.3
中教控股	839	24,929	12.46	-1.9	11.2	78.6	08-2018	n/a	24.9	20.8	17.4	n/a	n/a	20.0	19.6	0.60	1.13	1.29	n/a	3.12	2.76	n/a
中国新华教育	2779	4,649	2.79	-1.4	33.8	9.4	12-2017	n/a	16.2	13.4	11.2	n/a	n/a	20.4	20.3	n/a	1.39	1.72	n/a	1.67	1.51	-52.9
澳洲成峰高教	1752	962	0.355	1.4	17.2	1.3	06-2018	80.2	21.1	15.8	12.7	n/a	279.7	33.3	25.0	n/a	1.58	1.58	3.22	0.49	0.43	-93.0
希望教育	1765	8,533	1.23	4.9	50.6	43.6	12-2017	n/a	23.8	14.2	11.4	n/a	n/a	68.2	24.3	n/a	0.67	1.14	n/a	1.81	1.68	260.2
中国科培教育集团	1890	6,563	3.15	9.3	30.7	9.3	12-2017	n/a	16.8	15.8	n/a	n/a	n/a	6.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-1.2
中国春来教育集团	1969	1,920	1.58	3.9	13.5	0.4	08-2018	9.6	6.7	4.8	4.0	n/a	42.9	40.0	21.4	n/a	5.05	7.13	2.72	0.98	0.85	68.5
银杏教育	1851	665	1.34	-6.3	-8.3	1.2	12-2017	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-25.3
K12&高教																						
成实外教育	1565	12,293	3.85	3.1	4.2	4.6	12-2017	32.8	25.6	19.9	14.5	0.0	28.0	28.9	37.0	1.01	1.62	2.32	3.80	3.45	3.15	23.5
宇华教育	6169	10,971	3.27	-1.2	6.0	63.4	08-2018	16.4	13.1	11.5	10.1	41.7	24.7	14.6	14.0	3.32	3.62	4.09	2.59	2.26	2.04	-22.8
21世纪教育	1598	1,111	0.92	-3.2	1.1	0.5	12-2017	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-47.4

中教控股 (839.HK)：公司是港股民办高等学校中人数最多的一个，也是市值和估值最高的高教公司。未来发展内生外延并举，收购标的均较为优质且整合能力较强。已运营 7 所民办高等学校（江西科技学院，广东白云学院，白云技师学院，郑州铁城规划学校、西安铁道学院、松田大学、松田学院）还有一所学校收购在 19 年 1 月完成（山东泉城大学），提供普通专科及本科层次的学历教育，继续教育以及职业教育。2018/2019 学年，集团旗下学校学生数已达 14.5 万人，若泉城大学顺利并表，集团旗下学生人数将超过 15 万人。公司在 2017 年香港上市，2018 年即被纳入恒生综合指数和港股通。目前估值相当于 2019 年的预测市盈率 21 倍。

新高教集团 (2001.HK)：目前拥有自建及投资 6 所高等院校，并合作举办甘肃学院，完成 7 个省区的战略布局。在 2018/2019 学年公司六所学校的总学生人数为 9.3 万人，公司在网络布局是优先投资毛入学率低省份，通过集团化优势，提升并购学校整体水平。公司旗下学院成立时间晚，学生人数少具有成长性。旗下河南学院和广西学院均被列入地方十三五专升本计划。目前股价相当于 2019 年 13.5 倍预测市盈率。

2 月 21 日公司遭到空城研究发布“做空港股新高教集团”的报告：报告有四大指控一、花费巨额佣金招收学生。二、通过关联教育输送利益。三、办学条件不符合，教学质量不达标。四、学生评级低，以次充好包装上市。发出报告后公司股价出现 13% 的大幅下跌。公司正面回应做空报告，失实且具有误导性：公司的澄清一、招生标准严格按照教育部门要求，依法依规展开工作。贵州录取分数线是高于行业平均的，所以无需花费巨额佣金招收学生，没有任何有效证据证明公司在表外支付有偿招生费用。在部分学校的广告宣传属于行业普遍行为，

另外，做空报告的 12 名受访者有 5 人为虚构。二、对东北学院的咨询服务费是因为收购造成，收购已经投入大部分费用，但因未取得相关部门批准，无法形成有效的结构性合约。目前该收购已经在 18 年 12 月彻底完成并表，无需再收取服务费。三、公司的云南、贵州学院师生比低于 20，每年都向地方部门递交比例，从未接到处罚。四、公众网站来源不清，公司可以从更多网站找来更多的学生赞美，学校的满意度随机抽样超过 95%。

新华教育 (2779.HK)：公司于 2018 年 3 月 26 日在香港联交所上市，是长三角地区最大的民办高等教育集团，旗下拥有新华学院（提供本科和专科教育）和新华学校（中专教育）。在校生人数合计 3.4 万多人。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，获得极具发展前景的医学院学校。2019 年 1 月新华集团已支付 3.05 亿元收购南京红山学院，完成上市以来第一次收购。目前股价相当于 2019 年 13.5 倍预测市盈率。

希望教育 (1765.HK)：公司成立于 2005 年，拥有 9 所高校，包括 3 所本科和 5 所专科和 1 所职业技师学院。在校生人数超过 7.3 万人。旗下学校集中在四川、贵州和山西等中西部地区。在最新的港股通年度检讨中，希望教育成为新的港股标的，将在 3 月 11 日生效。目前公司股价相当于 2019 年 14 倍预测市盈率。

3 风险提示

1) 教育行业政策变动；2) 学校招生人数不及预期；

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010