

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	1859.02
沪深300指数	3648.76
上证指数	2882.30
深证成指	9000.19
中小板综指	8747.11



相关报告

1. 《2019 教育行业周报第 18 期: 全国各省高考难度量化分析——...》, 2019.5.12
2. 《2019 教育行业周报第 17 期: 8 省市发布新高考改革实施方案, ...》, 2019.4.28
3. 《2019 教育行业周报第 16 期: 送审稿落地渐近, 重点关注港股高...》, 2019.4.20
4. 《2019 教育行业周报第 15 期: 教育公司港股通资金流向解析, ...》, 2019.4.14
5. 《2019 教育行业周报第 14 期: 建议关注港股高校及 K12 学校公...》, 2019.4.7

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

教育财政经费大起底——每年 4 万亿到底用到何处去？

行业观点

- 关于整个国家对于教育的投入，大多数人都有较强的感性认知，知道体量是巨大的，但是没有量化的概念——总体量到底有多大？其中有多少来源于财政投入，有多少来源于其他渠道投入（社会资本等）？国家对于不同教育阶段的投入有何差异？不同省份对于教育的投入有何差异？本篇报告将从数据的维度对这些问题进行一一解析。本篇报告的核心结论是——
- ①总量角度：教育经费多渠道筹集需求凸显，社会投入占比有望提升。整个社会对于教育的投入持续增长，自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上，2018 年达 4.6 万亿元。国家财政性教育经费占 GDP 比重均在 4% 以上，2018 年达 3.7 万亿元，预计短期内该比重会相对稳定。我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超 90%，地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源。地方公共财政教育支出在 2012 年对于地方财政的压力达到高点（占地方财政收入/支出比重分别为 33.0%/18.8%），且目前该现状未有明显缓解，我们认为这可能是 2012 年之后相关政策出台的重要引发原因之一（2013 年上海和温州两地开始营利性学校试点），加大民办教育力量投入需求突出，非财政的教育经费占比有望提升。
- ②分阶段角度：义务教育阶段的财政支出占比近半，职业教育、幼儿园和高中占比略有提升，高等教育占比有所下降，预计结构性优化仍会继续进行。2016 年幼儿园/义务教育/高中/高等占比分别为 3.8%/46.6%/9.6%/10.8%，幼儿园的财政投入远低于其他阶段，与其 17% 的总人数占比不匹配，未来幼儿园公办化、普惠化是大趋势，而高等教育占比略有下降，伴随未来财政更多向低龄阶段倾斜，占比可能会有所调整，而这一趋势为民办高校的发展带来机会。2017 年民办幼儿园/小学/初中/普高/中职/高等渗透率分别为 56%/8%/13%/13%/14%/24%，相较 2004 年分别增加 28/5/8/5/6/19pct，幼儿园民办渗透率极高，民办高等教育渗透率提升较快。“生均公共财政预算教育经费”这一指标可以更加直观体现不同阶段的生均财政投入之间差距。根据最新数据，除幼儿园仍然低于 3000 元/人以外，其他阶段均超过 10000 元/人，普通高等更是超过了 20000 元/人。1997-2017 二十年间我国经历了优先发展小学，之后是初中的过程，目前是处于加强稳固对于义务教育的投入，并加速发展学前、高中及高等教育的时期。
- ③分地区角度：建议关注地方公共财政教育支出压力较大，教育资源相对不足的地区。各地教育经费支出，财政性教育经费支出及财政情况差异较大，一定程度影响地方对于民办学校的需求程度以及政策优惠力度。结合 6 个指标的排名和赋值，我们对于各省市进行了综合排名，我们把得分大于等于 3 分的称为优势地区（18 个），小于 3 分的称为非优势地区（13 个）。我们认为该评分从财政角度出发，得分越高，排名越靠前的省市，我们认为更有引入民办学校以增强本地教育资源的诉求，也更有可能提供较大力度的鼓励政策。细分来看：5 分为一类优势地区（5 个），包括广东、山东、河北、浙江、湖北；4 分为二类优势地区（8 个），包括河南、广西、云南、江西、江苏、湖南、福建、上海；3 分为三类优势地区（5 个），包括四川、安徽、贵州、山西、北京。
- 标的推荐：港股教育上市公司中，有多家布局思路与本文切合性很高，推荐中教控股，希望教育，中国新华教育，建议关注宇华教育，睿见教育等。
- 风险提示：民促法落地存不确定性，收购整合存在一定不确定性等。

前言

- 关于整个国家对于教育的投入，大多数人都有较强的感性认知，知道体量是巨大的，但是没有量化的概念——总体量到底有多大？其中有多少来源于财政投入，有多少来源于其他渠道投入（社会资本等）？国家对于不同教育阶段的投入有何差异？不同省份对于教育的投入有何差异？本篇报告将从数据的维度对这些问题进行一一解析。
- 本篇报告的核心结论是——
 - **①总量角度：教育经费多渠道筹集需求凸显，社会投入占比有望提升。** 整个社会对于教育的投入持续增长，自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上，2018 年达 4.6 万亿元。国家财政性教育经费占 GDP 比重均在 4% 以上，2018 年达 3.7 万亿元，预计短期内该比重会相对稳定。我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超 90%，地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源。地方公共财政教育支出在 2012 年对于地方财政的压力达到高点（占地方财政收入/支出比重分别为 33.0%/18.8%），且目前该现状未有明显缓解，我们认为这可能是 2012 年之后相关政策出台的重要引发原因之一（2013 年上海和温州两地开始营利性学校试点），加大民办教育力量投入需求突出，非财政的教育经费占比有望提升。
 - **②分阶段角度：义务教育阶段的财政支出占比近半，职业教育、幼儿园和高中占比略有提升，高等教育占比有所下降，预计结构性优化仍会继续进行。** 2016 年幼儿园/义务教育/高中/高等占比分别为 3.8%/46.6%/9.6%/10.8%，幼儿园的财政投入远低于其他阶段，与其 17% 的总人数占比不匹配，未来幼儿园公办化、普惠化是大趋势，而高等教育占比略有下降，伴随未来财政更多向低龄阶段倾斜，占比可能会有所调整，而这一趋势为民办高校的发展带来机会。2017 年民办幼儿园/小学/初中/普高/中职/高等渗透率分别为 56%/8%/13%/13%/14%/24%，相较 2004 年分别增加 28/5/8/5/6/19pct，幼儿园民办渗透率极高，民办高等教育渗透率提升较快。“生均公共财政预算教育经费”这一指标可以更加直观体现不同阶段的生均财政投入之间差距。根据最新数据，除幼儿园仍然低于 3000 元/人以外，其他阶段均超过 10000 元/人，普通高等更是超过了 20000 元/人。1997-2017 二十年间我国经历了优先发展小学，之后是初中的过程，目前是处于加强稳固对于义务教育的投入，并加速发展学前、高中及高等教育的时期。
 - **③分地区角度：建议关注地方公共财政教育支出压力较大，教育资源相对不足的地区。** 结合 6 个指标的排名和赋值，我们对于各省市进行了综合排名，我们把得分大于等于 3 分的称为优势地区（18 个），小于 3 分的称为非优势地区（13 个）。我们认为该评分从财政角度出发，对民办学校的地理位置选择上有一定参考价值，得分越高，排名越靠前的省市，我们认为更需要民办学校的投入，对于民办学校的态度也更加欢迎，也有更大的概率在政策上给予高于平均的优惠力度，以此对于民办学校的投资地域给出一些建议。细分来看：5 分的为一类优势地区（5 个），包括广东、山东、河北、浙江、湖北；4 分的为二类优势地区（8 个），包括河南，广西，云南，江西，江苏，湖南，福建，上海；3 分的为三类优势地区（5 个），包括四川，安徽，贵州，山西，北京。
- 在进行具体分析之前，我们先介绍在本文中会使用到的几个容易混淆的概念：“教育经费”可以理解为“整个社会对于教育的投入总额”（最大口径），“国家财政性教育经费”可以理解为“国家财政对于教育的支出总额”（第二大口径），“财政性教育经费占教育经费的比重”可以理解为“整个社会对于教育的投入中财政的贡献程度”。“公共财政教育支出”可以理解为“一般公共预算对于教育的支出总额”（第三大口径）。

一、总量角度：教育经费多渠道筹集需求凸显，社会投入占比有望提升

- “教育经费”是指“整个社会对于教育的投入总额”。其中包括来源于财政的“国家财政性教育经费”和来源于其他渠道的教育经费（比如民办学校中举办者投入等）。“国家财政性教育经费”指的是学校取得的所有属于财政性质的经费，主要包括公共财政预算安排的教育经费（可以简单理解为“公共财政教育支出”）、政府性基金预算安排的教育经费、企业办学中的企业拨款以及校办产业和社会服务收入用于教育的经费等。

图表 1：教育经费构成



来源：财务部，国金证券研究所绘制

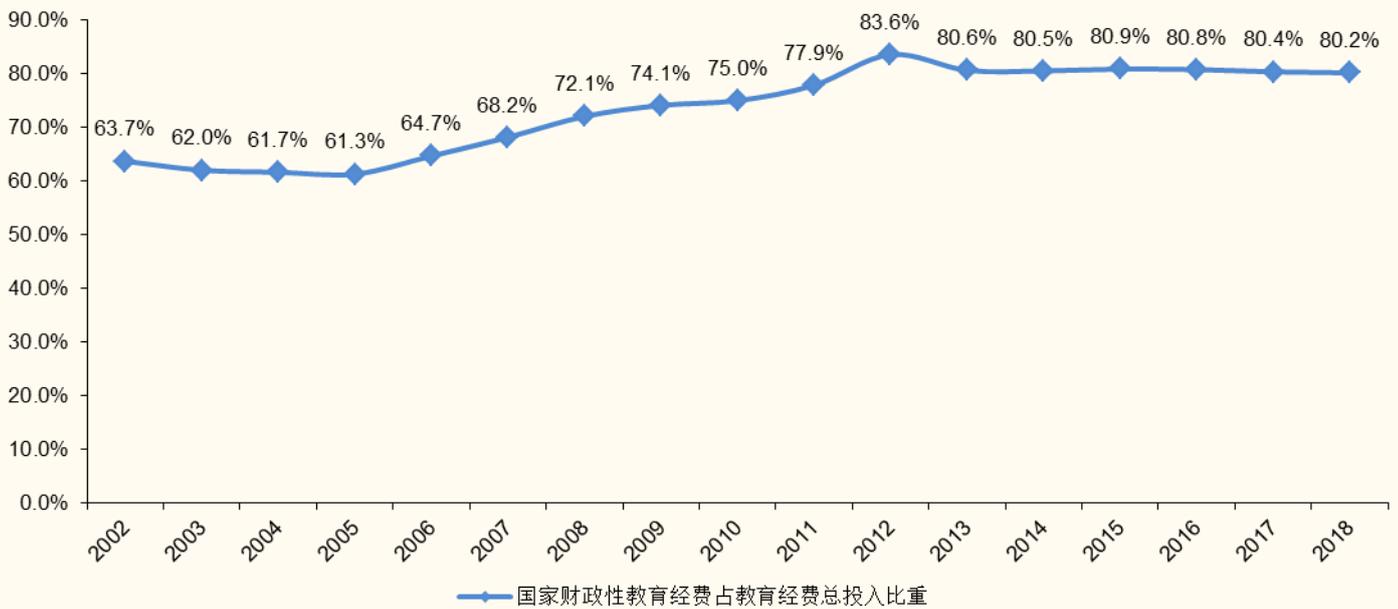
- 整个社会对于教育的投入持续增长，自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上。我国一直并长期重视教育工作，并致力于提高教育经费使用效益，教育经费总投入在 2002-2018 年 16 年间 CAGR 为 14.2%，自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上，2018 年全国教育经费总投入高达 46135 亿元，2018 年同比增速为 8.4%，未来有望进一步提高教育经费总投入。
- 我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，非财政的教育经费占比有望提升。根据不同的资金来源，社会对于教育的投入可分为不同的教育经费，其中包括来源于财政的“国家财政性教育经费”和来源于其他渠道的教育经费（比如民办学校中举办者投入等）。目前结构上来看，我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，这意味着国家财政是社会对于教育投入的主要来源，随着多渠道筹资需求逐步凸显，未来非财政的教育经费来源占比有望持续提升。
- 自 2012 年以来，国家财政性教育经费占 GDP 比重均在 4% 以上，预计短期内该比重会相对稳定。国家财政性教育经费在 2002-2018 年 16 年间 CAGR 为 15.9%，自 2012 年以来，我国国家财政性教育经费占 GDP 比重均在 4% 以上，2018 年国家财政性教育经费高达 36990 亿元，2018 年同比增速为 8.1%。2019 年 3 月 5 日，在第十三届全国人民代表大会第二次会议上发表的《政府工作报告》中提到“今年财力虽然很紧张，国家财政性教育经费占国内生产总值比例继续保持在 4% 以上”，预计短期内国家财政性教育经费占 GDP 的比重会相对稳定。

图表 2：2002 年至 2018 年我国教育经费总投入情况——持续增长，CAGR 为 14.2%



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

图表 3：2002 年至 2018 年我国教育经费中国家财政性教育经费占比情况——财政为教育经费主要来源



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

图表 4：2002 年至 2018 年我国国家财政性教育经费情况——自 2012 年占 GDP 比重超过 4%



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

- 与国际发达国家相比，目前我国财政对于教育的投入占 GDP 比重仍有一定提升空间。北欧国家如丹麦、挪威、瑞典公共教育支出占 GDP 比重均在 7% 以上，而英、法、澳、韩、美均在 5% 以上，相对大部分发达国家而言，长期来看，我国财政对于教育的投入占 GDP 比重仍有一定提升空间。

图表 5：部分国际对比——公共教育支出占 GDP 比重

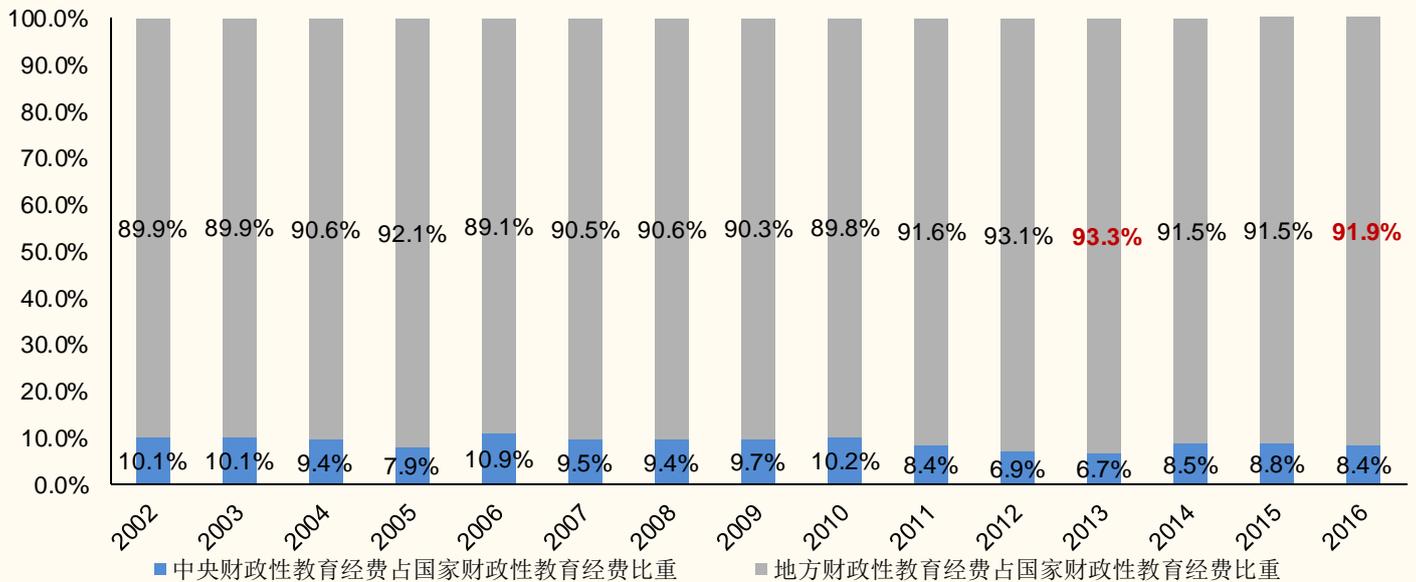


来源：世界银行，国家统计局，财政部，国金证券研究所

注意：其他国家数据使用的是可获得的最新时间点，基本处于 2014-2017 年之间，数据来源于世界银行；中国为 2018 年国家财政性教育经费占 GDP 比重数据

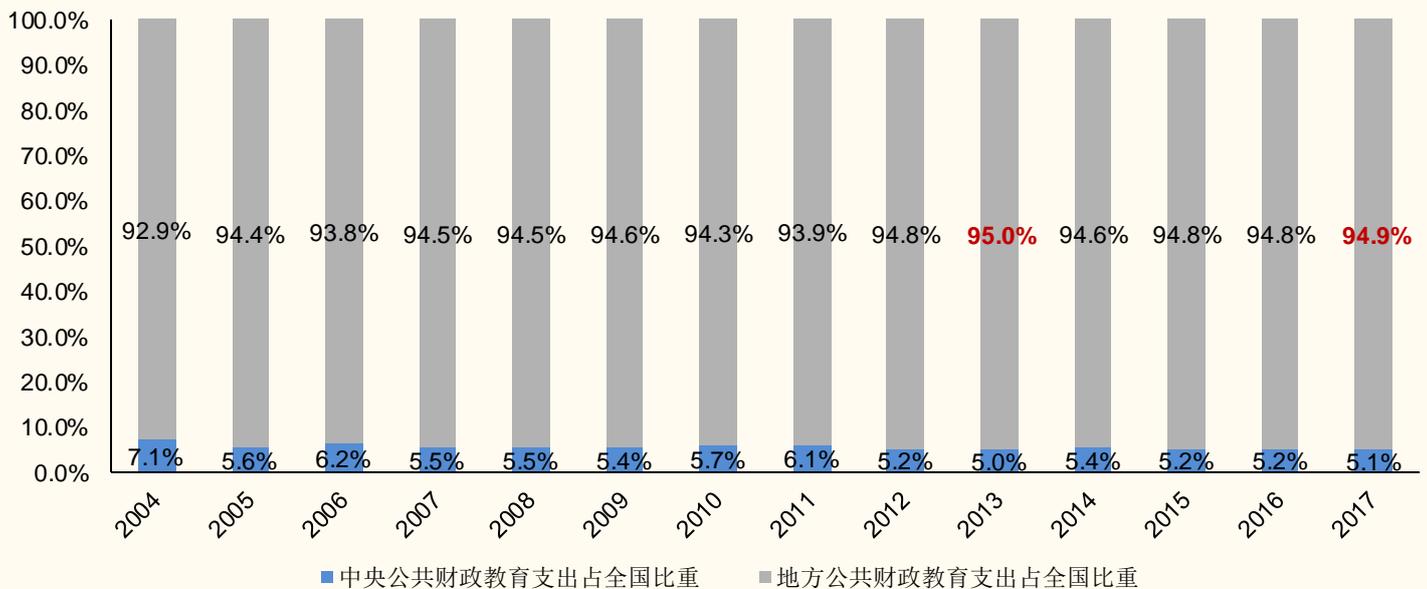
- 我国国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超 90%，地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源。国家财政性教育经费包括中央财政性教育经费和地方财政性教育经费，其中地方财政性教育经费的占比超过 90%，2013 年是近年最高值，为 93.3%，近年来结构上未发生明显变动，2016 年该占比仍然高达 91.9%，可以说地方财政支出仍然是整个社会对于教育投入的主力来源。从全国公共财政教育支出的中央和地方占比，以及地方公共财政教育支出占国家财政性教育经费比重两个数据，可以得到相同结论，2017 年两个比例分别高达 94.9%和 83.6%。

图表 6：财政性教育经费支出——中央和地方的比重



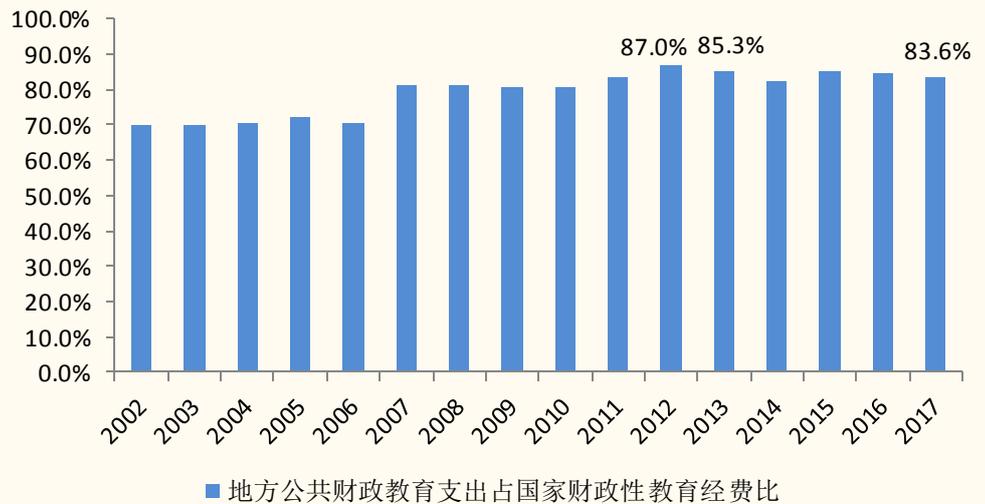
来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

图表 7：公共财政教育支出——中央和地方的比重



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

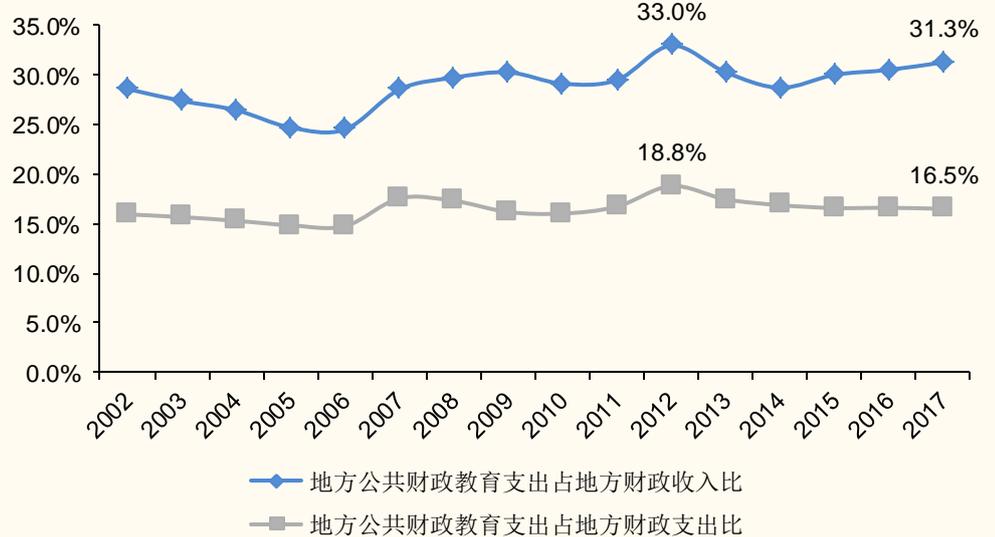
图表 8：2002 年至 2017 年地方公共财政教育支出占国家财政性教育经费比重



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

- 地方公共财政教育支出占地方财政收入和地方财政支出的比重较高，在 2012 年达到高点。由于我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，而国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超 90%，因此地方财政教育支出实际上整个社会对于教育投入的主力来源，该部分支出占地方财政收入和地方财政支出的比重较高，在 2012 年达到高点。2012 年地方公共财政教育支出占地方财政收入的比重为 33.0%，地方公共财政教育支出占地方财政支出的比重为 18.8%。从地方公共财政教育支出占地方财政收入的比重来看，2017 年为仅次于 2012 年的高点，为 31.3%，占地方财政支出的比重相对稳定，为 16.5%。

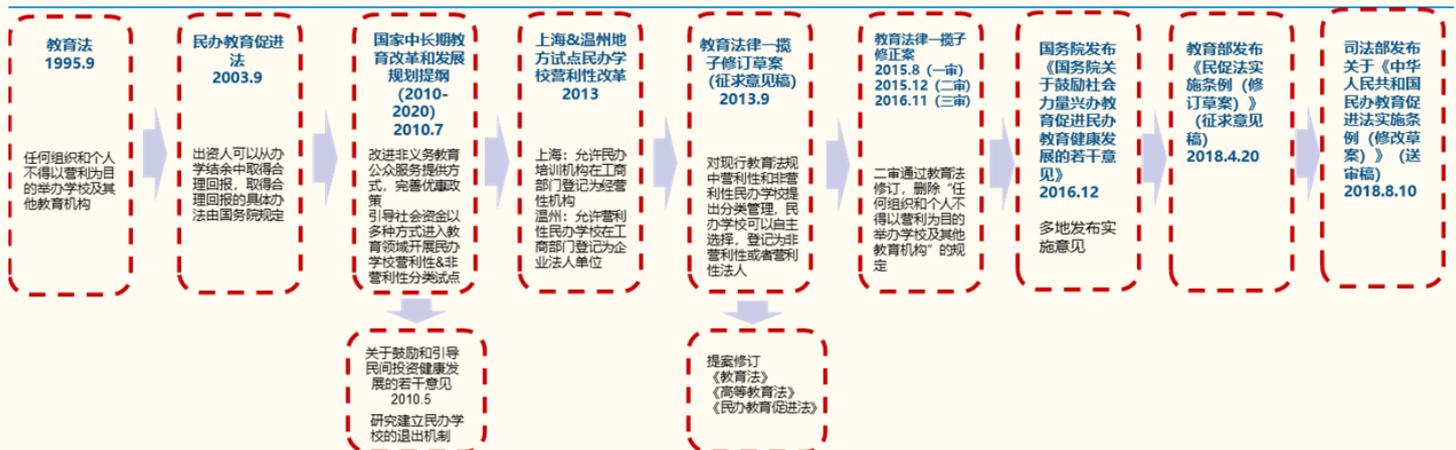
图表 9：地方公共财政教育支出占地方财政收入/支出比重变化情况



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

- 地方公共财政教育支出对地方财政造成一定压力，或是新民促法相关政策出台的重要原因之一，加大民办教育力量投入需求突出。地方公共财政教育支出在 2012 年对于地方财政的压力达到高点，且至 2017 年该现状未有明显缓解，我们认为这可能是 2012 年之后相关政策出台的重要引发原因之一——2013 年开始在上海&温州两地试点民办学校营利性改革。2013 年 6 月 29 日第十二届全国人民代表大会常务委员第三次会议发布《关于修改〈中华人民共和国文物保护法〉等十二部法律的决定》，完成对于《中华人民共和国民办教育促进法》的第一次修正，“对营利性和非营利性民办学校提出分类管理，民办学校可以自主选择，登记为非营利性或者营利性法人”。2015 年 12 月二审通过教育法修订，删除“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”的规定，为营利性学校确权。2016 年 11 月 7 日第十二届全国人民代表大会常务委员第二十四次会议发布《关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》，完成第二次修正（也就是现在所说的“新民促法”）。2018 年 8 月 27 日国务院办公厅印发《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》（下称《意见》）提出“鼓励扩大社会投入。支持社会力量兴办教育，逐步提高教育经费总投入中社会投入所占比重”。《意见》第二条完善教育经费投入机制中第四款明确指出，“各级人民政府要完善政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨等政策制度，依法落实税费减免政策，引导社会力量加大教育投入”。我们认为地方财政承担主要教育投入压力，公办教育需要结合民办教育共同发展，地方政府有望持续鼓励引导社会力量兴办教育，加大社会对教育的投入。

图表 10：民办教育行业相关法律修订进程推进



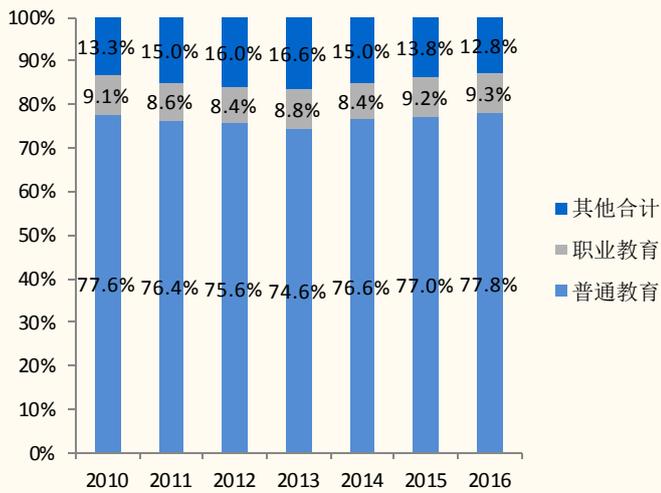
来源：国务院，教育部，司法部，国金证券研究所

- 《意见》还提到“结构合理就是最大的效益”。财政对于教育的投入，可能会有一些结构上的调整，包括两个维度：①幼儿园、义务教育、高中教育、高等教育、职业教育等不同教育阶段的投入结构调整；②全国不同地区的教育投入结构的调整。以“均衡化”为主要思路，我们认为，未来对于低龄阶段（如幼儿园、义务教育）的公办财政投入占比或将增加，而社会力量在高龄阶段（如高等教育），将有望起到更重要的作用。

二、结构差异之阶段分析——幼儿园财政投入远低于其他阶段，民办渗透率极高；高等教育财政投入占比降低，民办渗透率提升快

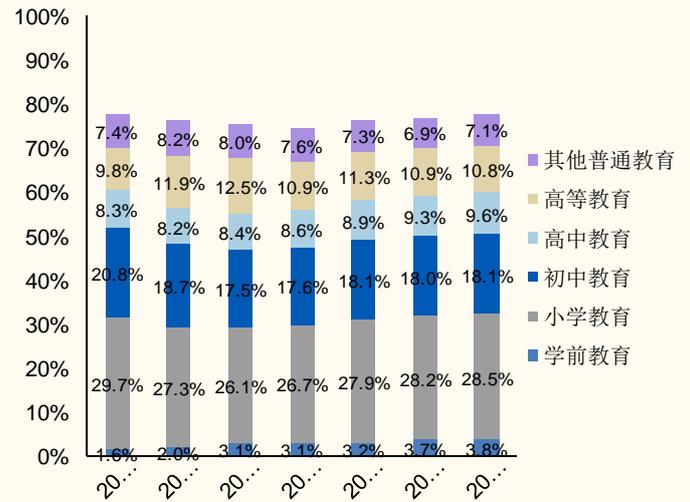
- 义务教育阶段的财政支出占比近半，职业教育、幼儿园和高中占比略有提升，高等教育占比有所下降，预计结构性优化仍会继续进行。在分析教育阶段的结构差异时，我们使用的是“地方公共财政教育支出”这一指标。从大结构来看，分为普通教育、职业教育和其他（包含：教育管理事务，成人教育，广播电视教育，留学教育，特殊教育，教师进修及干部继续教育，教育费附加安排的支出，其他教育支出（款）），而普通教育又可分为幼儿园-高等阶段（为大多数人熟悉的学校教育阶段范畴）。我们得到以下几个结论：
 - ①普通教育、职业教育 2016 年分别占比 77.8%、9.3%，占比均略有提升，非核心支出类别占比有所下降，职业教育占比提升在未来也是大概率事件，职业教育与普通教育定位不同，更侧重于技能人才的培养，在就业压力加大的社会背景下显现优势，2019 年以来包括《国家职业教育改革实施方案》、《中国教育现代化 2035》在内的多个重磅政府文件的颁布，更是奠定了未来职业教育的发展地位。
 - ②普通教育中，幼儿园阶段的占比远低于其他阶段，2016 年仅有 3.8%，呈现上升趋势，与全国在校生结构中幼儿园学生人数占比不匹配，2016 年幼儿园在园人数占总人数比重为 17%。根据 2018 年 11 月 15 日中共中央国务院发布的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》相关内容，未来政府会着力构建以普惠性资源为主体的办园体系，加大对于学前教育的财政投入，目标是到 2020 年，全国学前三年毛入园率达到 85%，普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办园在园幼儿占比）达到 80%。逐步提高公办园在园幼儿占比，到 2020 年全国原则上达到 50%。未来幼儿园公办化、普惠化是大趋势，预计学前教育在公共财政教育支出的比重会逐步提升。
 - ③普通教育中，义务教育阶段（小学和初中）是最重要的两部分，2016 年占地方公共财政支出合计为 46.6%（占普通教育的 59.8%），呈现略有上升的趋势，尤其是小学阶段，预计国家会保持对于义务教育的高投入。义务教育阶段的投入与全国在校生结构中义务教育阶段的占比基本匹配，2016 年全国小学和初中在校生人数占总人数（幼儿园到高教）比重为 56.3%。
 - ④普通教育中，高中阶段，2016 年占地方公共财政支出比重为 9.6%（占普通教育的 12.3%），呈现略有上升的趋势，基本与在校生人数占比 9.3%相匹配。广义高中阶段（包含职高等）尚未实现 100%的毛入学率，预计未来这部分的财政投入仍会有所提升。
 - ⑤普通教育中，高等教育阶段占比最为特殊，2016 年占地方公共财政支出比重为 10.8%（占普通教育的 13.8%），呈现略有下降趋势，与其在校生人数占比 10.6%相匹配。伴随未来财政资源更多向低龄阶段（如幼儿园、义务教育）倾斜，高等教育阶段的占比可能会有所调整，而这一趋势为民办高校的发展带来机会。

图表 11: 地方公共财政教育支出分类占比



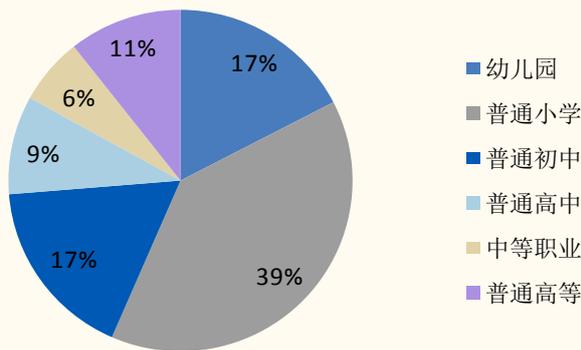
来源: 国家统计局, 教育部, 财政部, 国金证券研究所

图表 12: 地方公共财政教育支出中普通教育的分类占比



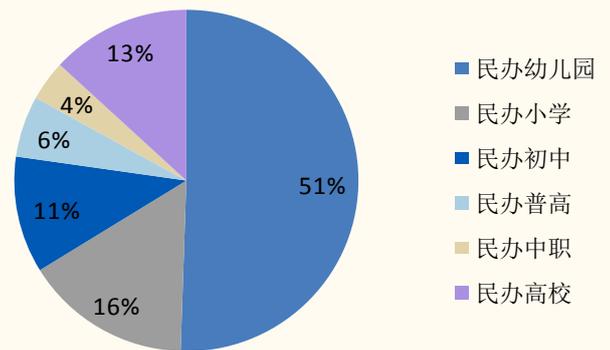
来源: 国家统计局, 教育部, 财政部, 国金证券研究所

图表 13: 2016 年不同教育阶段在校生人数分布占比



来源: 教育部, 国金证券研究所

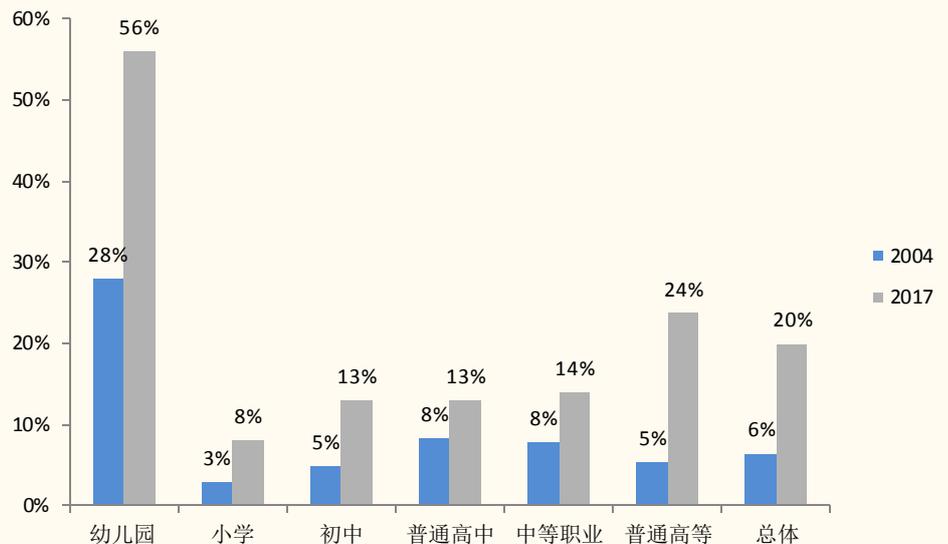
图表 14: 2016 年民办不同教育阶段在校生人数分布占比



来源: 教育部, 国金证券研究所

- 幼儿园民办渗透率极高, 民办高等教育渗透率提升较快。**我国民办教育渗透率不断提高, 总体由 2014 年 6% 上升至 2017 年 20%, 增加 14 个 pct。其中民办幼儿园渗透率远高于其他教育阶段, 由 2004 年 28% 上升至 2017 年 56%, 增加 28 个 pct, 预计伴随财政对于学前教育的投入力度的倾斜, 民办渗透率会下降至合理水平。民办小学/初中/普通高中/中等职业学校渗透率相对较低, 2017 年分别为 8%/13%/13%/14%, 较 2004 年分别增加 5pct/8pct/5pct/6pct, 仍有较大提升空间。民办高等教育渗透率由 2004 年 5% 上升至 2017 年 24%, 增加 19 个 pct, 民办渗透率水平和提升速度仅次于幼儿园阶段, 预计伴随财政加强对低龄阶段的投入, 民办高等教育渗透率仍会持续提高。

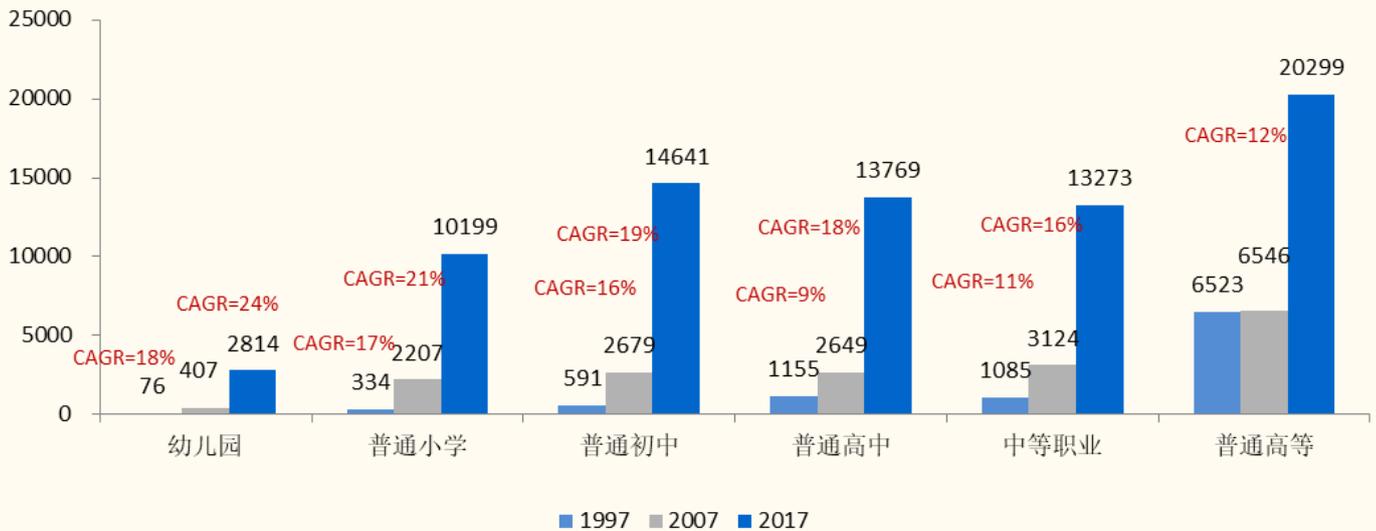
图表 15：2004-2017 民办教育各阶段渗透率变化



来源：教育部，统计局，国金证券研究所

- 我们使用“生均公共财政预算教育事业费”这一指标，以便于更加直观了解不同阶段的生均财政投入之间差距。根据最新数据，除幼儿园仍然低于3000元/人以外，其他阶段的生均公共财政预算教育事业费均超过10000元/人，普通高等更是超过了20000元/人。从生均财政投入的增速变化可以看出，1997-2017二十年间经历了优先发展小学阶段，之后是初中阶段的过程，目前是处于加强稳固对于义务教育阶段的投入，并加速发展高中及高等教育阶段的时期。幼儿园阶段虽然生均财政预算增长很快，但是由于基数低，仍与其他教育阶段差距较大。
- 幼儿园阶段，因缺失生均公共财政预算教育事业费数据，用“生均国家财政性教育经费预算额”替代，生均国家财政性教育经费预算额，由1997年的76元/人升至2007年的407元/人，1997-2007CAGR为18%，到2016年，仅为2814元/人，2007-2016CAGR为24%，相较1997-2007增长有所提高。
- 普通小学阶段，生均公共财政预算教育事业费由1997年的334元/人升至2007年的2207元/人，1997-2007CAGR为21%，到2017年，已达到10199元/人，2007-2017CAGR为17%，相较1997-2007增长有所放缓。
- 普通初中阶段，生均公共财政预算教育事业费由1997年的591元/人升至2007年的2679元/人，1997-2007CAGR为16%，到2017年，已达到14641元/人，2007-2017CAGR为19%，相较1997-2007增速有所提高。
- 普通高中阶段，生均公共财政预算教育事业费由1997年的1155元/人升至2007年的2649元/人，1997-2007CAGR为9%，到2017年，已达到13769元/人，2007-2017CAGR为16%，相较1997-2007增速有所提高。
- 中等职业阶段，生均公共财政预算教育事业费由1997年的1085元/人，上升至2007年的3124元/人，1997-2007CAGR为11%，到2017年，已达到13273元/人，2007-2017CAGR为16%，相较1997-2007增速有所提高。
- 普通高等阶段，生均公共财政预算教育事业费由1997年的6523元/人，至2016年的6546元/人，几乎没有增加，至2017年，达到20299元/人，2007-2017CAGR为12%，相较1997-2007增速有所提高。

图表 16：不同阶段生均公共财政预算教育事业费（元）



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

注：①幼儿园阶段缺失生均公共财政预算教育事业费数据，此处用“生均国家财政性教育经费预算额”替代，生均国家财政性教育经费预算额（计算值）=国家财政性预算内教育经费总额/在园人数，②幼儿园阶段缺失 2017 年数据，因此 2017 年实际为 2016 年计算值。

三、结构差异之地区分析——建议关注地方公共财政教育支出压力较大，教育资源相对不足的地区

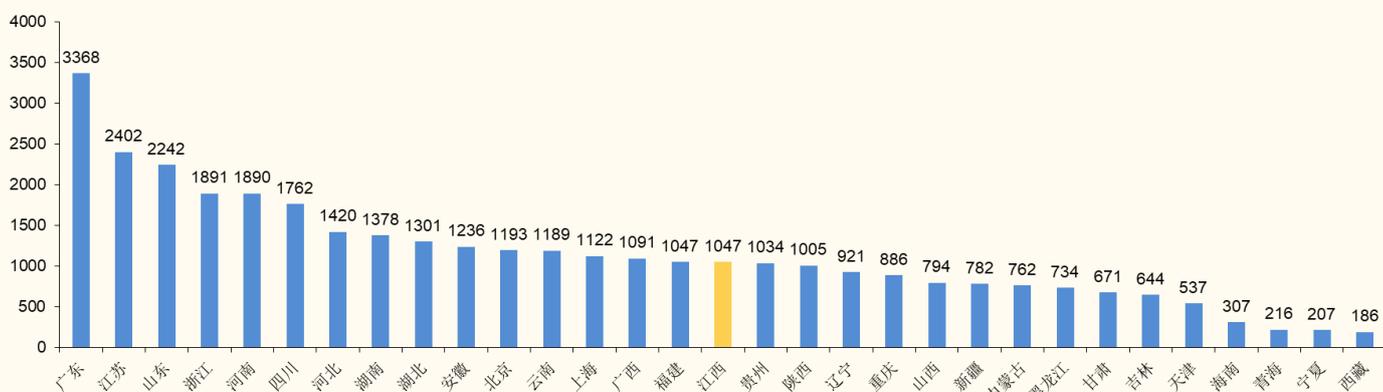
- 我们此前通过若干的客观量化指标（“3+1”录取率评估），对比各省高考的难度差异，以此来反映各地的教育资源充盈程度，用以判断不同地区学校的价值。本文我们希望通过教育经费/财政教育支出的角度，分析哪些地区更需要民办学校，或者说哪些地区更可能给予民办学校高于平均力度的优惠政策，以此对于民办学校的投资地域给出一些建议。
- 本文中对于地区分析，分为三个维度展开：①不同地区对于教育总投入情况（地方教育经费的体量及其占地方 GDP 比重）；②不同地区教育投入中地方财政性教育经费投入情况（地方财政性教育经费占地方教育经费比重，地方财政性教育经费的体量及其占地方 GDP 比重）；③不同地区的公共财政教育支出相较其财政收入和支出的比重情况。注：若未单独标明均为 2016 年数据。
- 在这个过程中，我们选出了 6 个指标，并对每个指标进行排名，筛选出优势省市，最后根据各省市出现在优势省市的次数，对于各省市进行综合排名，排名越靠前的省市，我们认为更需要民办学校的投入，对于民办学校的态度也更加欢迎，也有更大的概率在政策上给予高于平均的优惠力度。
- ①不同地区对于教育总投入情况（地方教育经费的体量及其占地方 GDP 比重）——从绝对体量角度而言各省市相差较大，最大值为广东 3368 亿元，最小值为西藏 186 亿元，中位数为江西 1047 亿元，我们将教育经费投入绝对值作为指标 1，大于等于中位数的地区为优势地区。地方教育经费占地方 GDP 的比重和地方经济发达程度关系较大，体现相较当地经济水平对于教育的投入程度，占比较低的均是人均 GDP 排名靠前的省市，如天津、江苏、山东、福建、上海（均位于全国前 10）等，我们将 GDP 绝对值作为指标 2，大于等于中位数（湖南 4.6 万元/人）的地区为优势地区。

图表 17: 2016 年各省市的人均 GDP (万元/人)



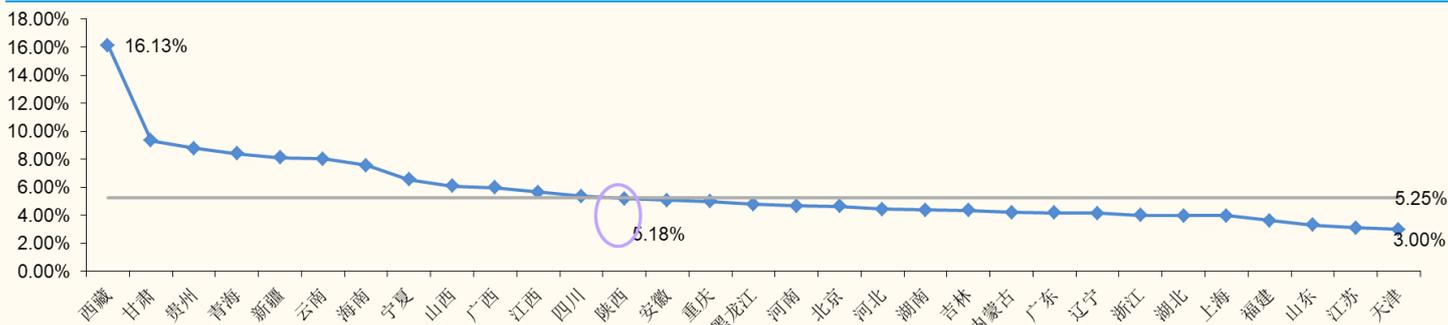
来源: 国家统计局, 财政部, 国金证券研究所, 注: 黄色为中位数

图表 18: 2016 年全国各省市的地方教育经费情况 (单位: 亿元)



来源: 国家统计局, 财政部, 国金证券研究所, 注: 黄色为中位数

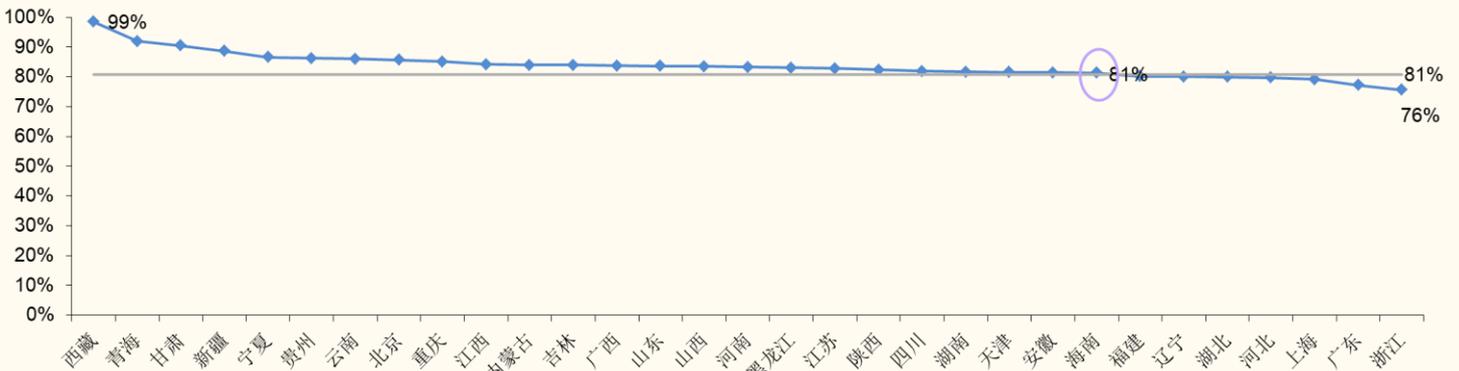
图表 19: 2016 年全国各省市的地方教育经费占地方 GDP 比重



来源: 国家统计局, 教育部, 财政部, 国金证券研究所, 注: 灰色为全国教育经费占全国 GDP 比重

- ②不同地区教育投入中地方财政性教育经费投入情况（地方财政性教育经费占地方教育经费比重，地方财政性教育经费的体量及其占地方GDP比重）——地方财政性教育经费占地方教育经费比重总体来说差距不大，最大值为西藏 99%，最小值为浙江 76%，海南基本与全国平均水平持平为 81%，我们将财政性教育经费占比作为**指标 3**，小于等于全国平均水平的地区为优势地区。从绝对体量角度而言各省市相差较大，最大值为广东 2488 亿元，最小值为宁夏 180 亿元，中位数为江西 882 亿元，我们将财政性教育经费投入绝对值作为**指标 4**，大于等于中位数的地区为优势地区。地方财政性教育经费占地方GDP的比重和地方经济发达程度关系较大，体现相较于当地经济水平对于教育的投入程度，占比较低的均是人均GDP排名靠前的省市，如江苏、天津、山东、福建、浙江（均位于全国前10）等。

图表 20：2016 年教育经费中财政性教育经费占比



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

国家财政性教育经费占教育经费总投入的比重

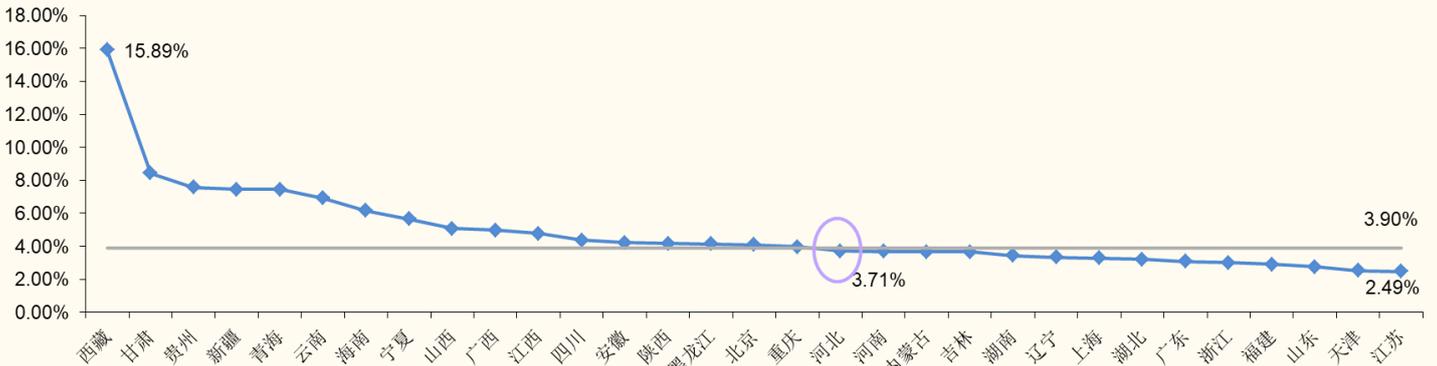
图表 21：2016 年全国各省市的地方财政性教育经费情况（单位：亿元）



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

黄色为中位数

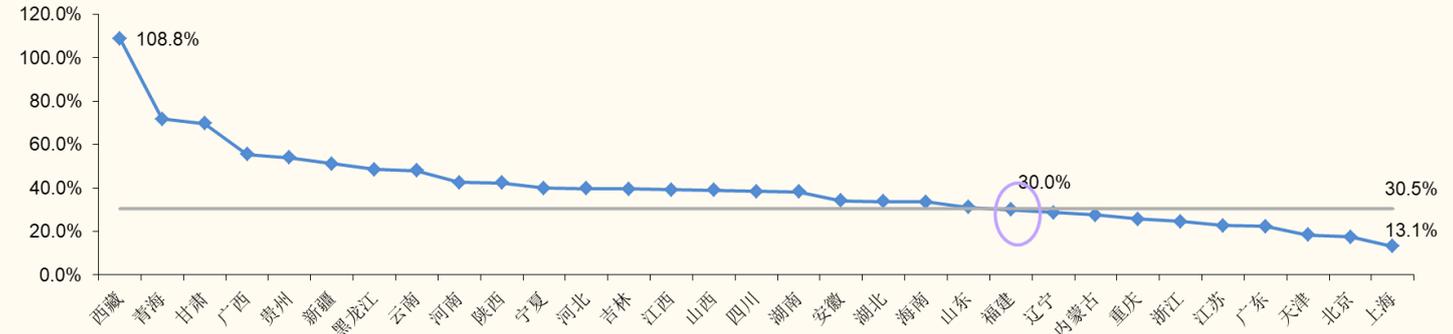
图表 22：2016 年全国各省市的地方财政性教育经费占地方 GDP 比重



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所，注：灰色为地方财政性教育经费占全国 GDP 比重

■ ③不同地区的公共财政教育支出相较其财政收入和支出的比重情况——地方公共财政教育支出占地方财政收入和支出的比重能够一定程度上体现财政教育支出对于地方财政的压力，我们认为比重越大，相对压力越大。由于各地财政状况差异较大，各地公共财政教育支出占其财政收入和支出的比重差异较大，尤其是占其财政收入比重。从各地公共财政教育支出占其财政收入比重来看，最大值为西藏 108.8%，最小值为上海 13.1%，福建基本与全国平均水平持平为 30%，从各地公共财政教育支出占其财政支出比重来看，最大值为山东 20.9%，最小值为西藏 10.7%，安徽基本与全国平均水平持平为 16.5%，我们将这两个比值作为指标 5 和指标 6，大于等于全国平均水平的地区为优势地区。

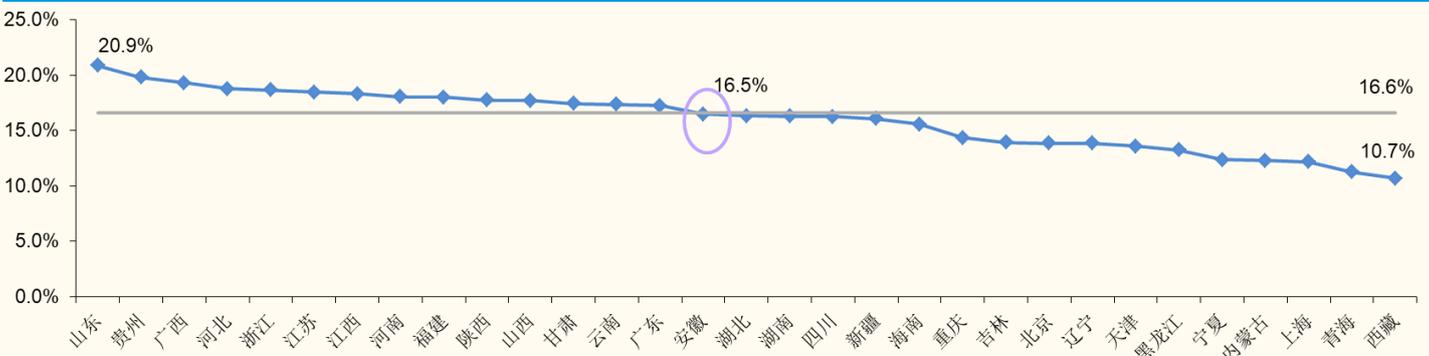
图表 23：2016 年各省市的地方公共财政教育支出占地方财政收入比重



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

福建 2016 年数据缺失，为 2017 年数据，其余为 2016 年数据

图表 24：2016 年各省市的地方公共财政教育支出占地方财政支出比重



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

福建 2016 年数据缺失，为 2017 年数据，其余为 2016 年数据

- 结合 6 个指标的排名和赋值，我们对于各省市进行了综合排名，我们把得分大于等于 3 分的称为优势地区（18 个），小于 3 分的称为非优势地区（13 个）。我们认为该评分从财政角度出发，对民办学校的地理位置选择上有一定参考价值，得分越高，排名越靠前的省市，我们认为更需要民办学校的投入，对于民办学校的态度也更加欢迎，也有更大的概率在政策上给予高于平均的优惠力度。
- 细分来看：5 分的为一类优势地区（5 个），包括广东、山东、河北、浙江、湖北；4 分的为二类优势地区（8 个），包括河南，广西，云南，江西，江苏，湖南，福建，上海；3 分的为三类优势地区（5 个），包括四川，安徽，贵州，山西，北京。

图表 25：从教育经费/财政角度分析，各省市对于民办学校而言的优势程度分析

指标	指标 1: 教育经费总投入	指标 2: 人均 GDP	指标 3: 财政性教育经费占教育经费比重	指标 4: 国家财政性教育经费	指标 5: 地方公共财政教育支出占财政收入比	指标 6: 地方公共财政教育支出占财政支出比	合计评分	优势类别
标准	大于等于中位数	大于等于中位数	小于等于全国平均水平	大于等于中位数	大于等于全国平均水平	大于等于全国平均水平		
广东	1	1	1	1		1	5	一类
山东	1	1		1	1	1	5	一类
河北	1		1	1	1	1	5	一类
浙江	1	1	1	1		1	5	一类
湖北	1	1	1	1	1		5	一类
河南	1			1	1	1	4	二类
广西	1			1	1	1	4	二类
云南	1			1	1	1	4	二类
江西	1			1	1	1	4	二类
江苏	1	1		1		1	4	二类
湖南	1	1		1	1		4	二类
福建	1	1	1			1	4	二类
上海	1	1	1	1			4	二类
四川	1			1	1		3	三类
安徽	1			1	1		3	三类
贵州				1	1	1	3	三类
陕西		1			1	1	3	三类
北京	1	1		1			3	三类
山西					1	1	2	非优势
甘肃					1	1	2	非优势
辽宁		1	1				2	非优势
吉林		1			1		2	非优势
宁夏		1			1		2	非优势
重庆		1					1	非优势
新疆					1		1	非优势
内蒙古		1					1	非优势
黑龙江					1		1	非优势
海南					1		1	非优势
青海					1		1	非优势
西藏					1		1	非优势
天津		1					1	非优势
合计	16	16	7	16	21	14		

来源：国金证券研究所绘制

投资建议

- 我国对于教育经费投入主要来源于国家财政性教育经费，而国家财政性教育经费中主要来源于地方财政教育支出，地方财政实际上是整个社会对于教育投入的主要压力承担者。各地教育经费支出，财政性教育经费支出及财政情况差异较大，一定程度影响地方对于民办学校的需求程度以及政策优惠力度。我们通过 6 个指标排名获得 18 个优势省市，相对而言更有引入民办学校以增强本地的教育资源的诉求，也更有可能会提供较大力度的鼓励政策。而港股教育上市公司中，有相当多的上市公司的布局思路与本文内容有很高的切合性，如中教控股，希望教育，中国新华教育，睿见教育，宇华教育等，其未来发展也符合当地教育发展需求，故在民办学校的投资建设上，当地地方政府也有可能会给予其相当程度的支持。

图表 26：港股 15 家学校公司列表整理——优势省份分布

公司名称	业务	学校数量	学校地理位置	旗下学校在优势省份分布情况
中教控股	高等教育、学历职业教育	8	江西，广东，河南，陕西，山东	一类优势 5 所，二类优势 2 所，三类优势 1 所
希望教育	高等教育、学历职业教育	10	四川，贵州，山西	三类优势 9 所，非优势 1 所
中国新华教育	高等教育、学历职业教育	4	安徽，江苏	二类优势 1 所，三类优势 3 所
新高教集团	高等教育、学历职业教育	7	云南，贵州，黑龙江，河南，广西，湖北，甘肃	一类优势 1 所，二类优势 3 所，三类优势 1 所，非优势 2 所
民生教育	高等教育、学历职业教育	10	重庆，云南，内蒙古，山东	一类优势 4 所，二类优势 1 所，非优势 5 所
中国科培	高等教育、学历职业教育	2	广东	一类优势 2 所
中国春来	高等教育、学历职业教育	3	河南	二类优势 3 所
宇华教育	基础教育、高等教育、学历职业教育	19	河南，湖南	二类优势 19 所
成实外教育	基础教育、高等教育、学历职业教育	19	四川	三类优势 19 所
21 世纪教育	基础教育、高等教育、学历职业教育	2	河北	一类优势 2 所
睿见教育	基础教育	9	广东，辽宁，山东，四川，福建	一类优势 6 所，二类优势 1 所，三类优势 1 所，非优势 1 所
枫叶教育	基础教育	95	辽宁，湖北，天津，重庆，江苏，河南，内蒙古，上海，河南，浙江，山西，海南，山东，广东，四川，加拿大，澳大利亚等	一类优势 30 所，二类优势 16 所，三类优势 6 学校，非优势 43 所（含 3 所海外）
天立教育	基础教育	13	四川，重庆	三类优势 13 所
博骏教育	基础教育	9	四川	三类优势 9 所
银杏教育	高等教育	1	四川	三类优势 1 所

来源：公司公告，国金证券研究所整理

推荐标的

- 中教控股（一类优势 5 所，二类优势 2 所，三类优势 1 所），希望教育（三类优势 9 所，非优势 1 所），中国新华教育（二类优势 1 所，三类优势 3 所），建议关注宇华教育（二类优势 19 所），睿见教育（一类优势 6 所，二类优势 1 所，三类优势 1 所，非优势 1 所）等。

风险提示

- 民促法落地存不确定性。民促法送审稿最终版仍未落地，各地民促法实施细则尚未完全落实，政策不确定性对公司的经营可能有一定影响。
- 收购整合存在一定不确定性。公司新收购学校管理运营存不确定性。公司扩张进程中新收购学校计划并未完全完成，新收购学校的管理运营衔接尚具不确定性。
- 学校招生不及预期。公司收入很大部分倚重学费收入，其驱动因素为入读学生，如果招生不及预期，可能会影响公司的经营发展。
- 师资力量可能受限。若扩张太快，师资力量可能有所受限，对教学质量有一定影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH