



**中信证券**  
CITIC SECURITIES

**新三板教育行业2017年投资策略**

# **教育并购专题：风云际会，云起龙骧**

中信证券研究部 新三板组

胡雅丽/刘凯

2016年11月25日

## 中信证券研究部新三板团队：积淀产生力量，前瞻产生价值



### 胡雅丽 中信证券董事总经理，新三板首席分析师

武汉大学管理学硕士。《新财富》白金分析师。

证券从业13年。2003年7月进入招商证券研发中心从事家电行业研究；2007年加入中信证券研究部。

2005-2013年连续9年《新财富》金牌分析师“家电行业”第1名。

### 刘凯 中信证券，新三板教育行业高级分析师

北京航空航天大学自动化系硕士，北京大学经济学双学士。

证券从业6年。2014年加入中信证券研究部。



# 2015~2016年教育行业研究总结：定价研究、深度覆盖、持续跟踪

- **20余篇行业研究报告：**《深度研究报告：沂水春风，方兴未艾》、《2016年投资策略：借力东风，方兴日盛》、《2016年下半年投资策略：国家意志，策马飞舆》、《K12教育信息化：国家意志，融合创新》、《K12课外培训行业：积跬步以致远，沐春风而日新》、《职业教育行业：春生夏长，日新月异》等20余篇行业研究报告；
- **50余篇公司报告：**（1）《华图教育》、《亿童文教》、《全美在线》、《威科姆》、《北教传媒》、《硕大教育》、《华腾教育》、《尚睿通》等20余篇投资价值分析报告和相应的跟踪报告；（2）《行动教育》等20余篇公司研究报告；
- **7场大型教育论坛：**（1）2015年12月中信证券资本年会教育论坛；（2）2015年9月“共享经济”主题论坛的教育专场；（3）2016年3月“孩童消费”产业研讨会教育专场；（4）2016年4月“人工智能”产业研讨会教育专场；（5）2016年8月“寻找定价权”主题论坛教育专场。（6）2016年11月“中信证券第一届主板·新三板教育资本年会”；（7）2016年11月中信证券2017年资本年会教育论坛。
- **5期教育行业\*思享会：**15年9月的K12教育信息化专场、15年10月的K12在线教育专场、15年11月的母婴和学前教育专场、15年12月的职业教育专场、16年6月的艺术教育专场。

新三板市场教育行业 2016 年下半年投资策略

## 国家意志，策马飞舆

2016 年 5 月 4 日

### 投资要点

- ◆ **趋势一：教育资产证券化元年开启。**2010 年，《国家中长期教育改革和发展规划纲要 2010—2020》已提出要将对民办教育进行营利性和非营利性的分类管理。2015 年 12 月 27 日，十二届全国人大常委会通过了关于修改《教育法》的决定，改变了“教育不以营利为目的”的原则性规定。但是，由于民办学校分类管理配套政策尚有待完善，《民促法》暂缓表决。随着 16 年 4 月深改组审议通过相关细则，我们将密切跟踪和关注《民促法》三审表决结果。我们认为未来非学历类民办学校上市不存在较大的障碍，学历类民办学校上市政策仍需保持跟踪。目前主板涉教育类上市公司和新三板教育行业挂牌公司接近 80 家和 100 家，已形成巨大的产业集群。
- ◆ **趋势二：教育行业即将迎来 DT 时代，“教育+互联网：融合而不是颠覆”。**教育产业和互联网深度融合之后，将有助于教育从封闭走向开放和教育产业资源的重新配置。所以，我们认为未来最大的教育企业必然是拥有在线教育基因的公司。由于教育的本质是服务，在“老师-场景-学生”的服务链条中，在线教育模式缺乏合适的学习场景，我们预计未来依旧是线下面授教学为主流，互联网难以颠覆线下培训机构，线下培训机构通过深度布局在线教育业务之后将具备极强的竞争实力。在科技产业从 IT 时代走向 DT 时代的背景下，大数据有望重构未来的教育产业。我们认为 DT



中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyali@citics.com

执业证书编号：S1100510120019

联系人：刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

相关研究

# 目录

- 一. 教育资产证券化持续加速：A股并购浪潮，三板巨大集群
- 二. 教育并购市场2.0时代开启，教育资产证券化不断加速
- 三. 并购浪潮对三板教育投资的启示
- 四. 并购浪潮对主板教育投资的启示
- 五. 风险因素
- 六. 新三板教育行业评级分析和投资策略

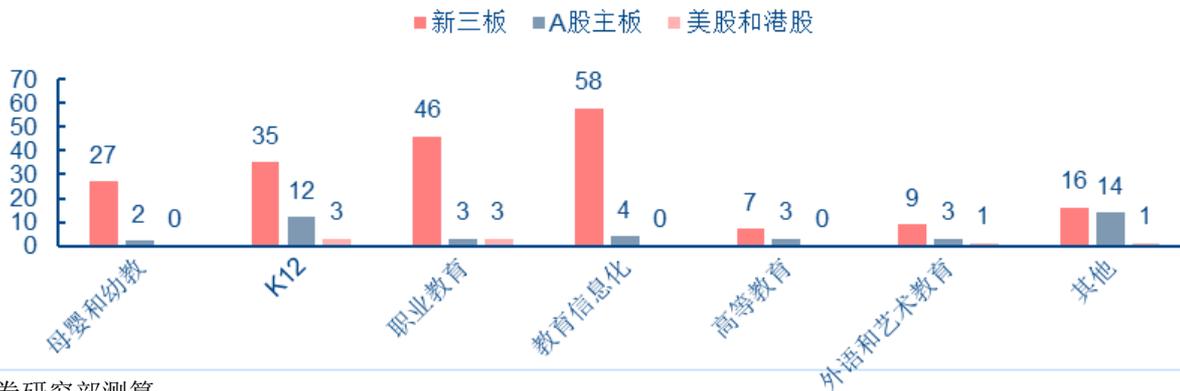
## 一、教育资产证券化持续加速：A股并购浪潮，三板巨大集群

1. 三板市场教育行业：巨大集群，已超过200家挂牌公司
2. 一级市场教育行业：融资遇冷，2016H1同比下滑约50%
3. 美股市场教育行业：新东方和好未来在美股创历史新高
4. 港股市场教育行业：全日制民办学校批量登录香港市场
5. A股市场教育行业：热度不减，股价表现尚可且估值维持高位

# 1. 三板市场教育行业：巨大集群，已超过200家公司挂牌

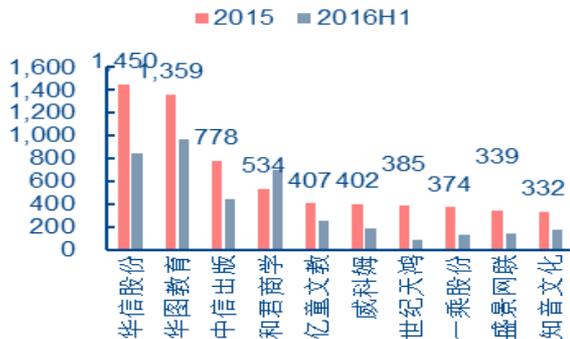
- **新三板教育行业已形成巨大的产业集群。**截止到2016年10月20日，新三板教育行业共有**201家公司**。包括：母婴教育1家，学前教育26家，教育信息化58家，K12教育35家（其中在线教育15家），职业教育46家，教育咨询3家，高等教育7家，外语及留学服务9家，其他类型16家。

图：主板和新三板形成巨大教育产业集群



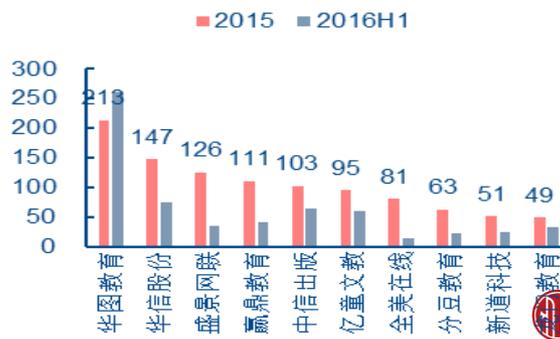
资料来源：中信证券研究部测算

图：新三板教育公司15和16H1营收前十名（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图：新三板教育公司15和16H1净利润前十名（单位：百万元）

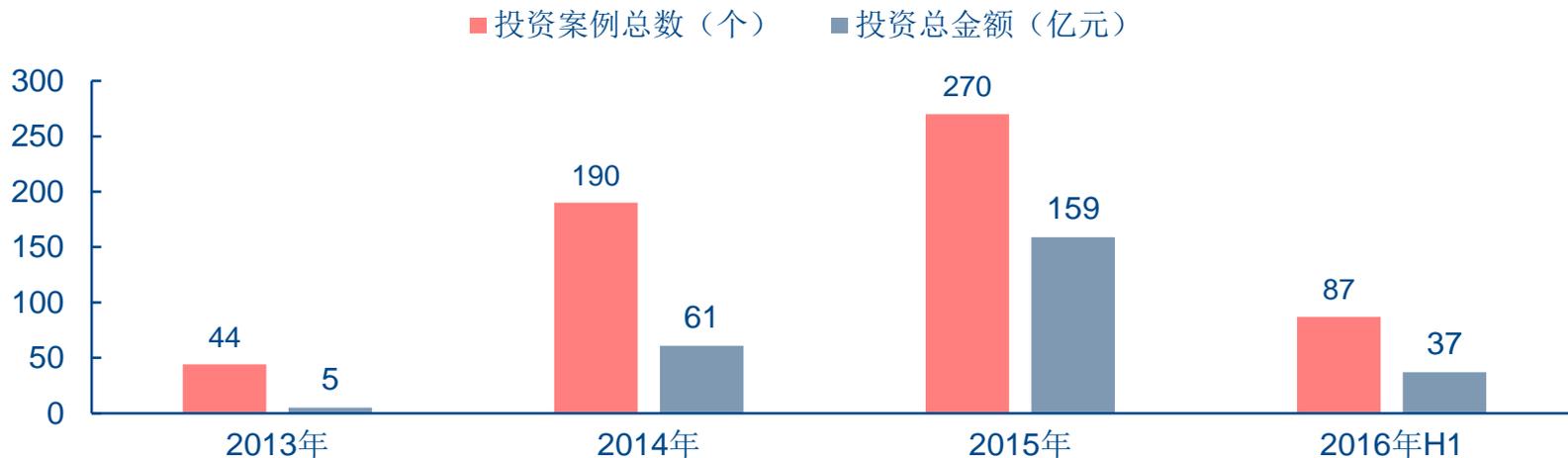


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 2.一级市场教育行业：融资遇冷，2016年H1同比下滑约50%

- 从2013年起，一级市场PE/VC均将目光开始转向互联网教育，当年教育行业投资案例总数为44个。2014-2015年国内教育行业投资案例总数分别达到190个和270个，投资总额从2014年的61亿元迅速增加到2015年的159亿元，增长率高达161%。
- 2015年A股股灾之后，一级市场教育行业资本寒冬也随之到来，2016H1互联网教育投资仅87起，同比下滑50%。
- 最受资本青睐的教育细分领域在4年之间未有大的变化，儿童早教、K12教育、语言学习等三大细分领域一直占据整个教育行业投资案例总数的一半左右。

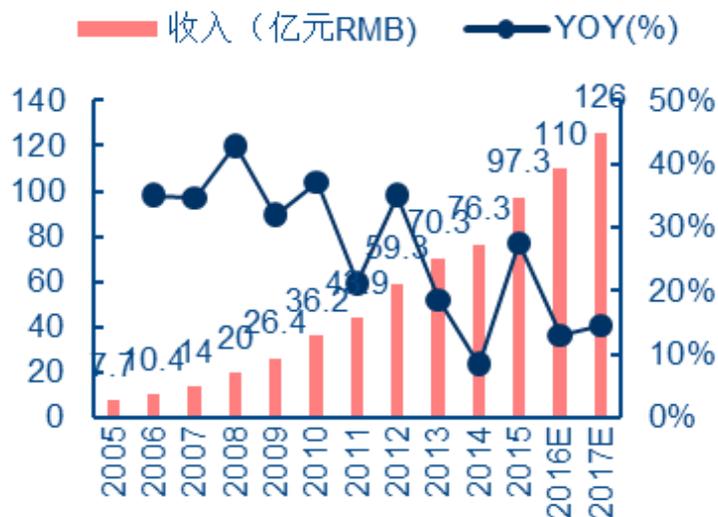
2013-2016H1一级市场教育行业投资案例总数



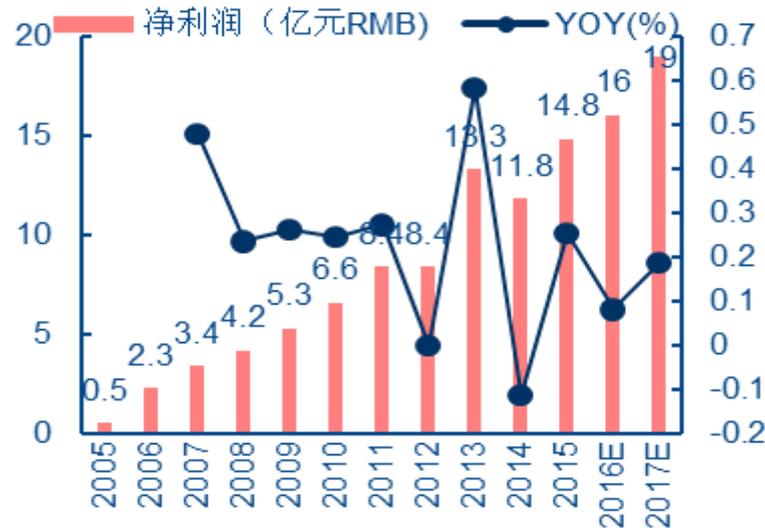
### 3. 美股市场教育行业：新东方和好未来在美股创历史新高（1/2）

- 截至2016年10月31日，新东方和好未来的市值约**70亿美元**和**60亿美元**，均创历史新高。
- **(1) 新东方：**收入从2005财年7.7亿元RMB增长至2015财年97.3亿元RMB，10年CARG为**29%**；净利润从2005财年4900万元RMB增长至2015财年14.8亿元RMB，10年CARG为**41%**。Bloomberg市场平均预测，新东方2016~2017年财年的收入约为110和126亿元，净利润约为16和19亿元。

图：新东方历史收入和增速



图：新东方历史净利润和增速



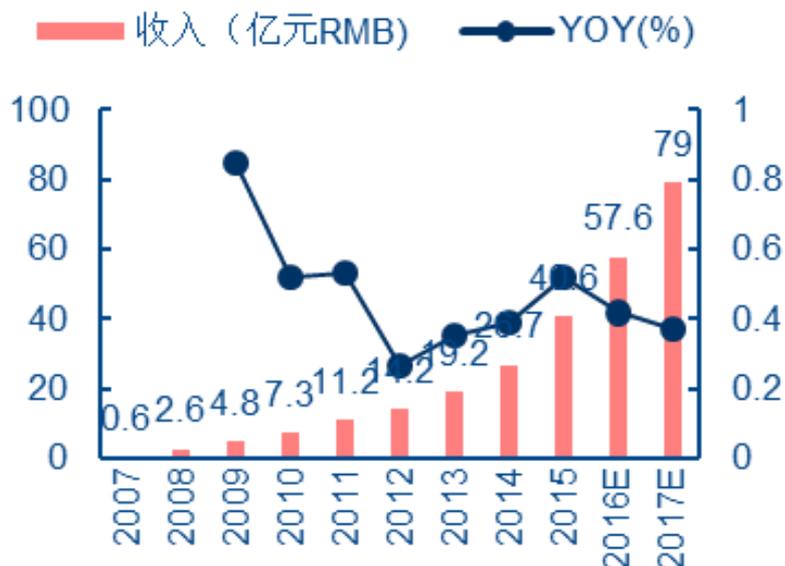
资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：收入数据使用历史汇率进行换算

资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：收入数据使用历史汇率进行换算

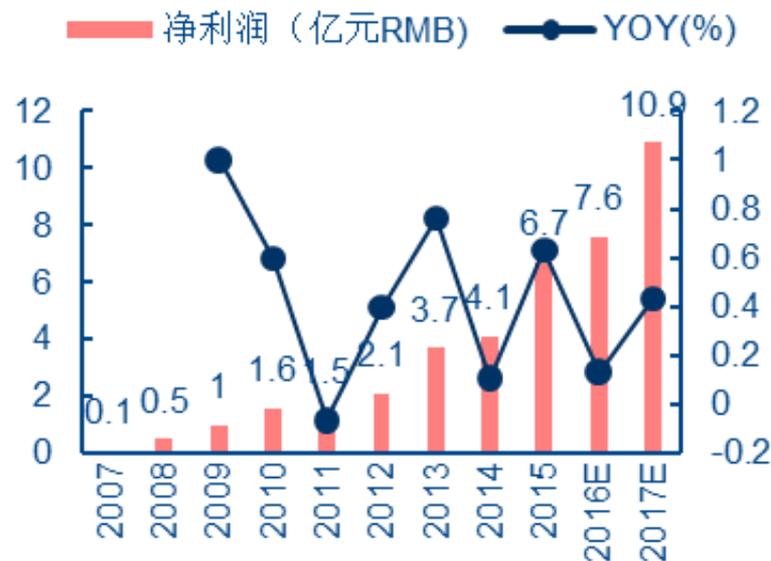
### 3. 美股市场教育行业：新东方和好未来在美股创历史新高（2/2）

- （2）好未来：**收入从2007财年6300万元RMB增长至2015财年40.58亿元RMB，8年CARG为**68%**。净利润从2007财年1100万元RMB增长至2015财年6.73亿元RMB，8年CARG为**67%**。Bloomberg市场平均预测，好未来2016~2017年财年的收入约为57.6和79.0亿元，净利润约为7.6和10.9亿元。

图：好未来历史收入和增速



图：好未来历史净利润和增速



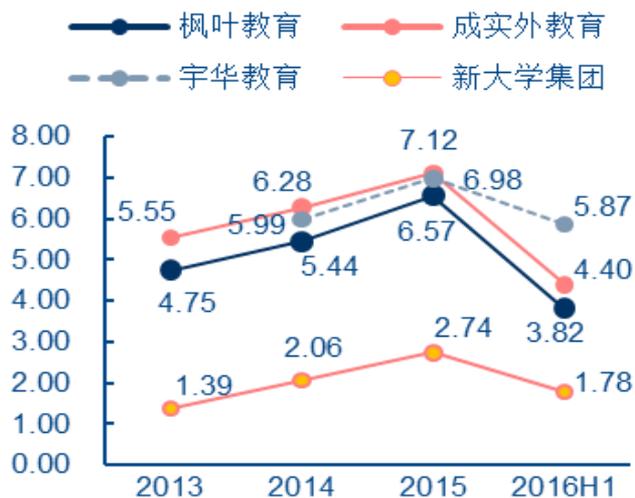
资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：收入数据使用历史汇率进行换算

资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：收入数据使用历史汇率进行换算

## 4. 港股市场教育行业：全日制民办学校批量登陆香港市场

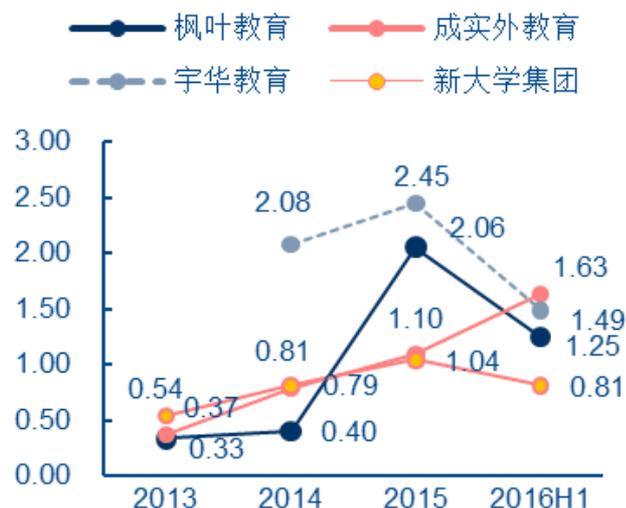
- 民办全日制教育公司在港股集群显现。
- (1) 新大学集团：2015年营业收入2.74亿元，目前总计29,716名学生；
- (2) 宇华教育：2015年营业收入6.98亿元，目前在读学生共有48,220人；
- (3) 枫叶教育 (01317.HK)：2015年营业收入6.57亿元，目前在读学生达到20,500人；
- (4) 成实外教育 (01565.HK)：2015年营业收入达到7.12亿元，截至2016年6月底，在读学生共有32,570名。

图：港股4家民办全日制教育公司营业收入比较  
(单位：亿港元)



资料来源：Wind，中信证券研究部注：宇华教育2016H1收入为2015年9月至2016年5月九个月收入

图：港股4家民办全日制教育公司净利润比较  
(单位：亿港元)

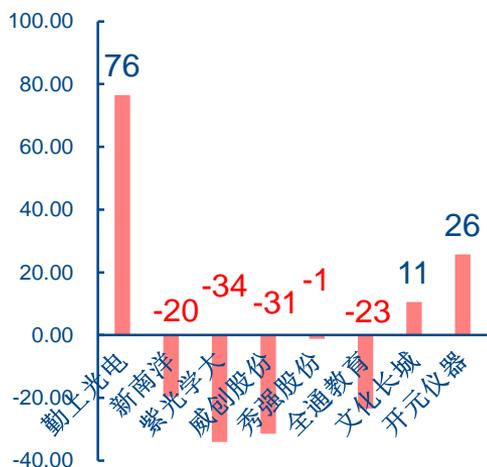


资料来源：Wind，中信证券研究部注：宇华教育2016H1收入为2015年9月至2016年5月九个月收入

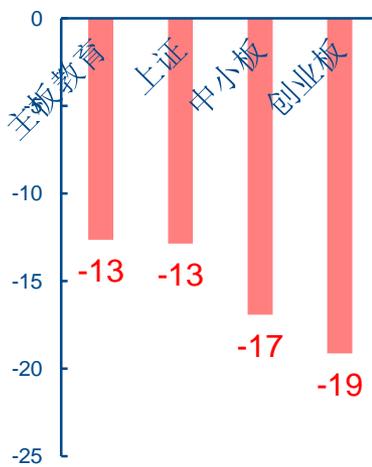
## 5. A股市场教育行业：热度不减，股价表现尚可且估值维持高位（1/2）

- **A股上市公司密集收购教育资产，2015年以来教育资产并购案例已超过35起。**
- **（1）2016年指数涨跌幅：**主板教育指数年初至今跌幅为**13%**，市场表现优于中小板指（-17%）和创业板指（-19%）；
- **（2）2016年教育个股的股价涨跌幅：**我们选择教育收入占比大于**50%**的**8家**主板重点公司作横向对比，其中**3家公司**股价增长：勤上光电（002638.SZ）增幅高达**76%**位列首位，开元仪器（300338.SZ）以**26%**的涨幅次之；
- **（3）估值比较（2016年PE）：**主板教育行业的估值（**70X**）远远高于创业板（**53X**）、中小板（**42X**）以及上证综指（**13X**）的平均估值。

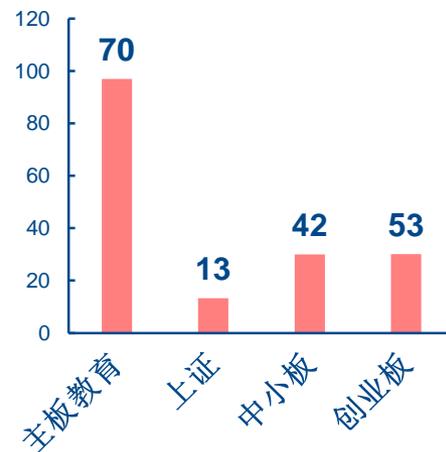
图：8家主板涉教育公司年初至今股价涨跌幅（%）



图：主板教育、上证、中小板、创业板年初至今涨跌幅（%）



图：主板教育、上证、中小板、创业板2016PE对比



10 资料来源：Wind，中信证券研究部注；  
数据统计时间为2016年1月1日至2016年  
10月20日

资料来源：Wind，中信证券研究部注；  
数据统计时间为2016年1月1日至2016年  
10月20日

资料来源：Wind，中信证券研究部注；  
数据统计时间为2016年1月1日至2016年  
10月20日

## 5. A股市场教育行业：热度不减，股价表现尚可且估值维持高位（2/2）

**A股市场风起云涌，教育产业基金紧跟步伐。**截至2016年3月31日，A股市场一共有**220**余家上市公司宣布设立或参与产业并购基金，其中，**教育产业基金共有20**多家，仅在**2015**年明确设立的教育产业基金就高达**11**家，且基金规模大多在**5-10**亿。

表：港股4家民办全日制教育公司营业收入比较（亿港元）

公司简称	公告时间	基金名称	基金规模（亿元）
玉龙股份	2016年3月22日	无锡市朴新股权投资基金中心（有限合伙）	20
皖新传媒	2015年12月25日	中以数字教育产业基金	3
	2015年7月3日	皖新金智科教创业投资合伙企业（有限合伙）	增资5亿元
阳光城	2015年12月13日	阳光幼教投资管理有限公司	1
电光科技	2015年12月9日	乐清丰裕教育产业基金管理合伙企业（有限合伙）	5
中文在线	2015年12月9日	中文在线（天津）文化教育产业投资管理有限公司	5
秀强股份	2015年9月15日	新余修齐平治教育产业投资管理中心（有限合伙）	5
苏宁环球	2015年5月28日	苏宁环球教育投资发展有限公司	1
立思辰	2015年6月18日	北京立思辰国富投资管理有限公司	6
	2015年5月12日	清科立思辰互联网教育基金	8
中国高科	2015年4月30日	上海观臻股权投资基金管理有限公司	0.55
神州泰岳	2015年4月2日	广东横琴泰岳梧桐投资管理有限公司	0.1
新南洋	2015年3月13日	上海交大赛领创业教育股权投资基金	10.05
珠江钢琴	2014年12月12日	珠海市广证珠江壹号文化教育投资企业（有限合伙）	0.5
凤凰传媒	2014年12月9日	南京岚裕凤凰投资基金管理中心（有限合伙）	5
全通教育	2014年7月16日	全通盛世景教育产业并购基金（有限合伙）	10
文化长城	2016年4月1日	新余智趣资产管理合伙企业（有限合伙）（筹）	1

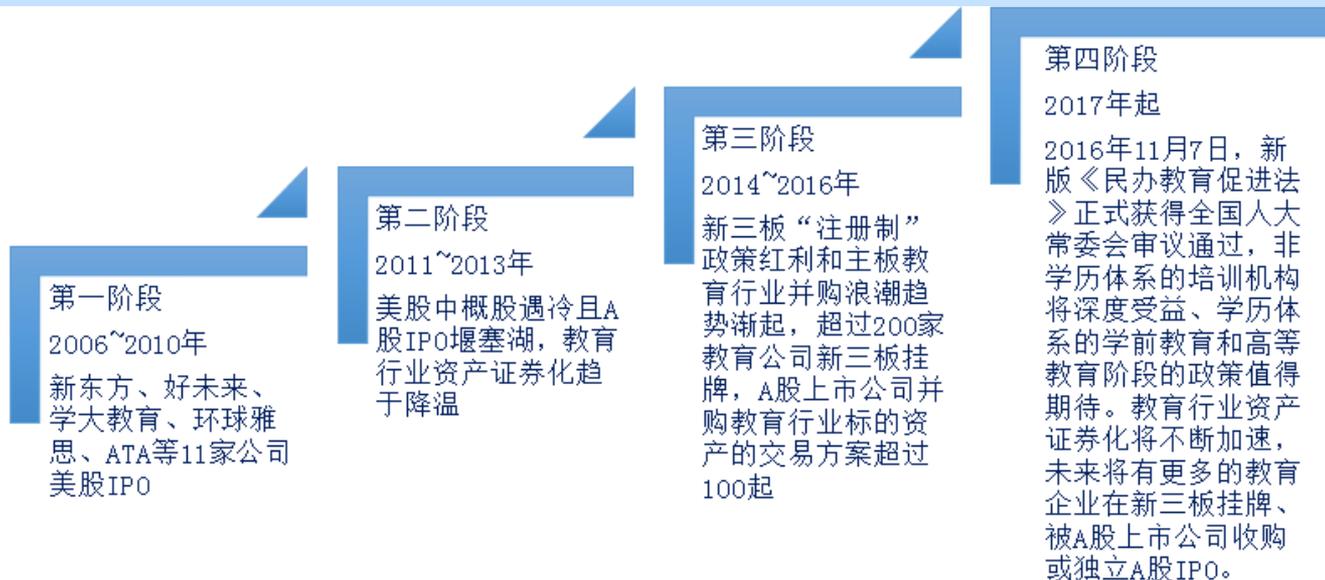
## 二、教育并购市场2.0时代开启，教育资产证券化不断加速

1. 教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案
2. 教育并购总结：如火如荼，趋势渐起
3. 并购市场的变革：1.0时代的“买买买-涨涨涨”到2.0时代的严控借壳和跨界
4. 教育行业标的资产在并购2.0时代有望更受青睐

# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（1/9）

- **教育行业资产证券化四大阶段。**（1）**第一阶段（2006~2010年）**：新东方、好未来、学大教育、环球雅思、ATA等11家公司美股IPO；（2）**第二阶段（2011~2013年）**：美股中概股遇冷且A股IPO堰塞湖，教育行业资产证券化趋于降温；（3）**第三阶段（2014~2016年）**：新三板“注册制”政策红利和主板教育行业并购浪潮趋势渐起，超过200家教育公司新三板挂牌，A股上市公司并购教育行业标的资产的交易方案超过100起；（4）**第四阶段（2017年~）**：2016年11月7日，新版《民办教育促进法》正式获得全国人大常委会审议通过，正式明确民办教育的分类管理政策，非学历体系的培训机构将深度受益、学历体系的学前教育 and 高等教育阶段的政策值得期待。教育行业资产证券化将不断加速，未来将有更多的教育企业在新三板挂牌、被A股上市公司收购或独立A股IPO。

表：中国教育行业公司美股上市情况概览



# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（2/9）

- **教育行业资产证券化的第一阶段（2006~2010年）和第二阶段（2011~2013年）。**新东方（EDU.N）、环球雅思、正保远程教育（DL.N）、ATA公司（ATAI.O）、好未来（XRS.N）、学大教育（XUE.N）、达内科技（TEDU.O）等教育公司赴美上市。由于中概股遇冷和相较A股市场较低的估值水平，目前共计14家中概股中，共有7家公司选择退市。

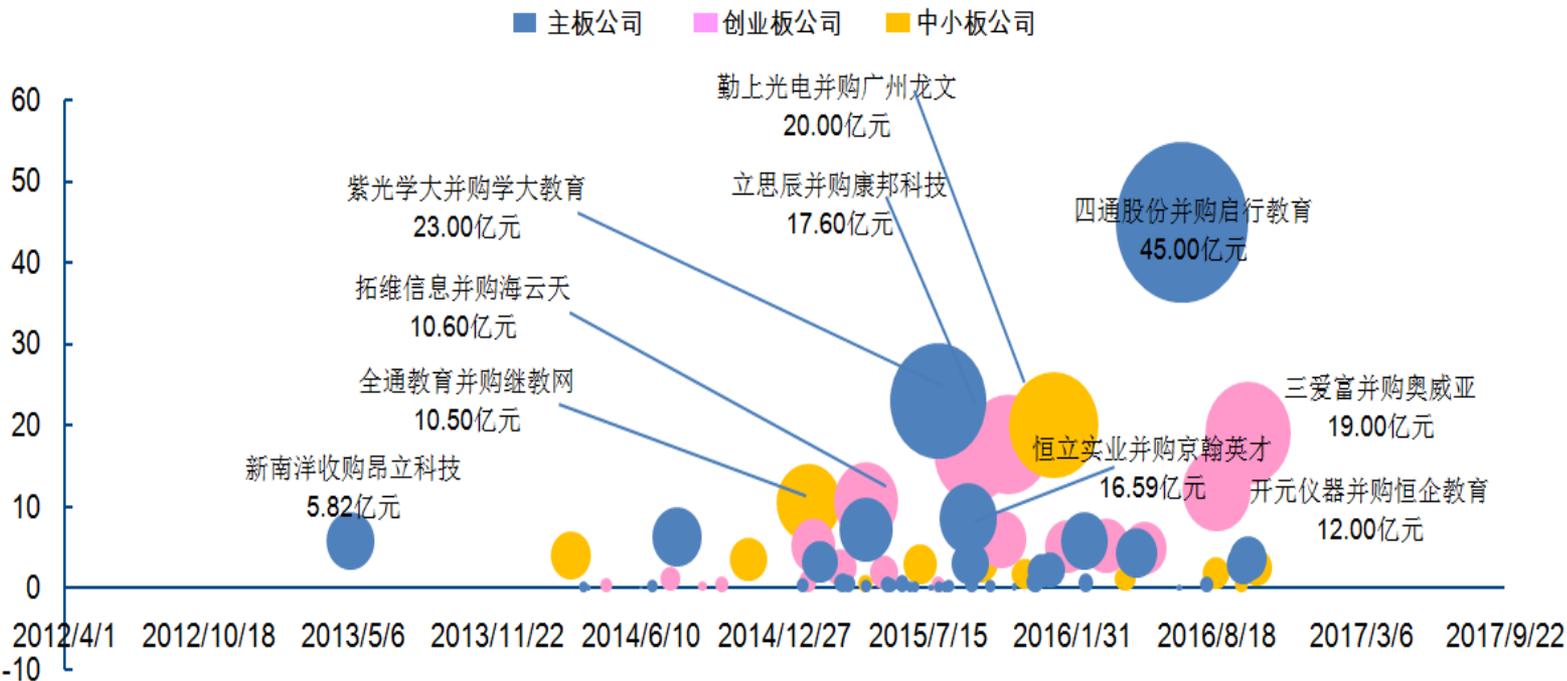
表：中国教育行业公司美股上市情况概览

行业	公司简称	股票代码	上市时间	市值（亿美元）	备注
外语	新东方	EDU.N	2006年9月7日	83.54	
K12	双威教育	CEC.N	2007年10月		退市
其他	诺亚舟教育控股有限公司	NED.N	2007年10月19日		退市
K12	弘成教育集团	CEDU.O	2007年12月11日		退市
职业	ATA公司	ATAI.O	2008年1月29日	0.81	
职业	正保远程教育	DL.N	2008年7月30日	4.35	
在线	中国教育集团	CEU.N	2010年1月		退市
K12	安博教育集团	AMBO.N	2010年8月5日		退市
外语	环球雅思	GEDU.N	2010年10月8日		退市
K12	好未来	XRS.N	2010年10月20日	62.43	
K12	学大教育	XUE.N	2010年11月2日		退市
职业	达内科技	TEDU.O	2014年4月3日	8.86	
K12	海亮教育	HLG.O	2015年7月8日	2.16	
外语	51talk无忧英语		2016年6月10日	3.59	

# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（3/9）

- 教育行业资产证券化的第三阶段（2014~2016年）：A股教育产业并购浪潮风起云涌，三板教育行业现巨大产业集群。
- （1）2013年8月，**新南洋**公告拟并购昂立教育，A股教育第一股；（2）2015年，**全通教育**成功并购继教网和西安习悦，最高500亿元市值；（3）**学大教育**回归A股；（4）**勤上光电**收购龙文教育，成为A股市场首个发行股份购买全国性教育培训资产的成功案例；（5）**保龄宝**收购新通股份；（6）**四通股份**收购启德教育等

图：A股上市公司并购教育类资产的重要事件总结



# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（4/9）

- **新南洋（600661.SH）并购昂立教育，成为“A股教育第一股”。**
- **2013年8月27日，新南洋公告拟以5.82亿元对价非公开发行股份购买昂立科技（昂立教育）100%股权，昂立教育承诺14~16年扣非净利润不低于4606、5816、7098万元。**
- **2013年11月29日，新南洋收购昂立重组方案首次过会被证监会否决。**
- **2013年7月，上海出台了《上海市经营性民办培训机构登记暂行办法》和《上海市经营性民办培训机构管理暂行办法》。2014年上半年，昂立教育将旗下部分培训机构变更为工商部门登记，并剥离了上海地区以外非营利性民办学校。**
- **2014年6月18日，证监会发审委通过了新南洋并购昂立教育的重组方案。**

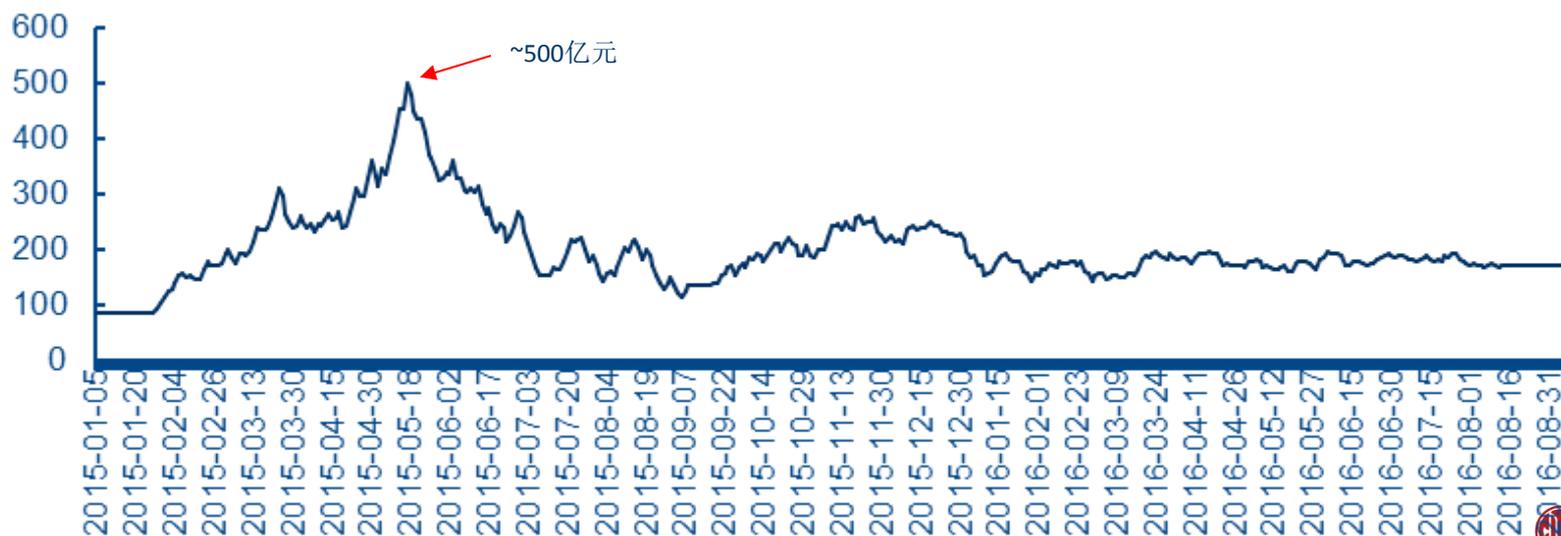
图：新南洋收购昂立历程



## 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（5/9）

- **全通教育（300359.SZ）：并购继教网和西安习悦后，市值曾高达500亿元。**
- **2015年，全通教育通过收购继教网（10.5亿元收购100%股权）布局教师培训业务，其中现金对价及股份对价分别均为5.25亿元，承诺2015~2017年扣非净利润分别不低于6800万元、8500万元、1.1亿元；收购西安习悦（8000万元收购100%股权），现金股份对价比为4:6，承诺2015~2017年扣非净利润分别不低于580万元、760万元、1050万元。**
- **2015年，全通教育通过收购湖北音信（4608万元收购55%股权）、广西慧谷（3124万元收购51%股权）、杭州思讯（5327万元收购71.75%股权）、河北皇典（5362万元收购51%股权）、上海闻曦等渠道型公司。**

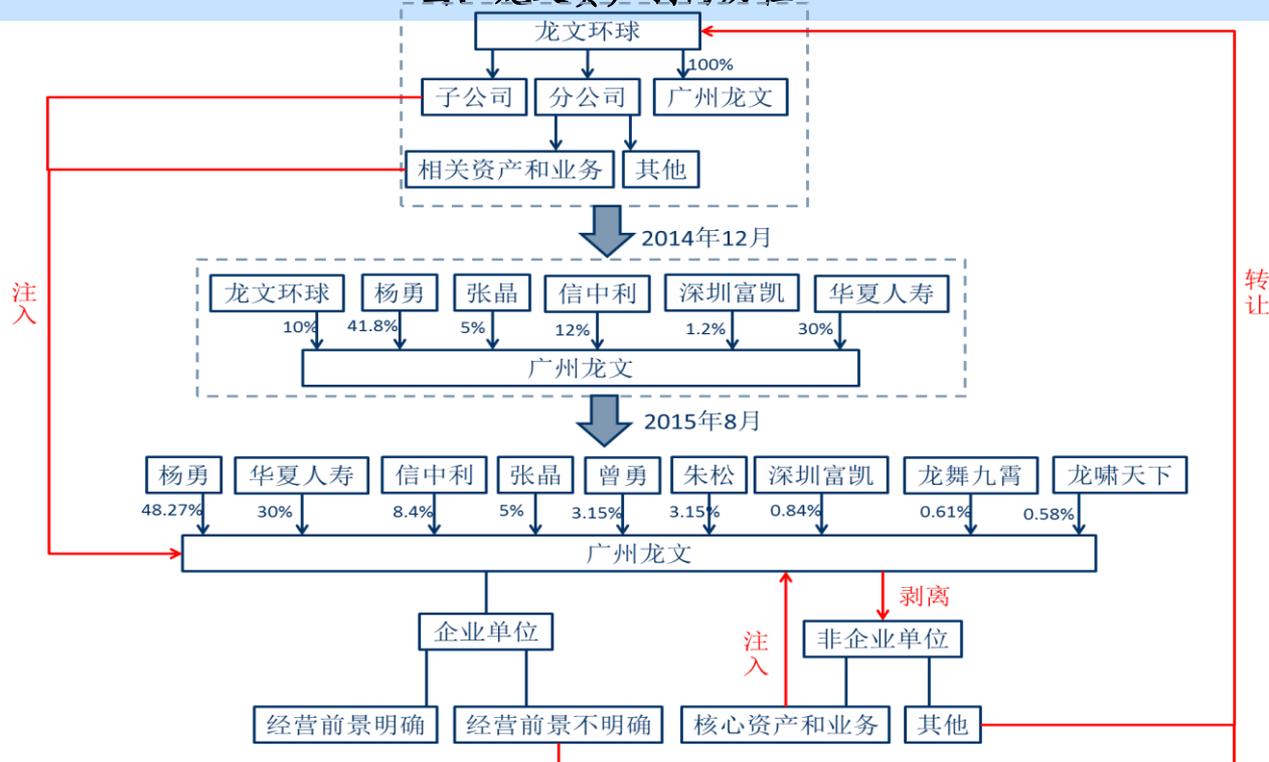
图：全通教育总市值波动图（亿元）



# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（6/9）

- **勤上光电（002638.SZ）：并购龙文教育，成为A股市场首个发行股份购买全国性教育培训资产的成功案例。**
- **2016年1月4日，勤上光电宣布拟以20亿对价现金加股份的方式收购广州龙文100%股权，现金对价和股份对价比例为1:3，股份对价以14.17元/股增发1.06亿股，广州龙文承诺2015年至2018年累计税后净利润不低于5.638亿元。**
- **2016年6月29日，证监会“有条件通过”交易方案。**

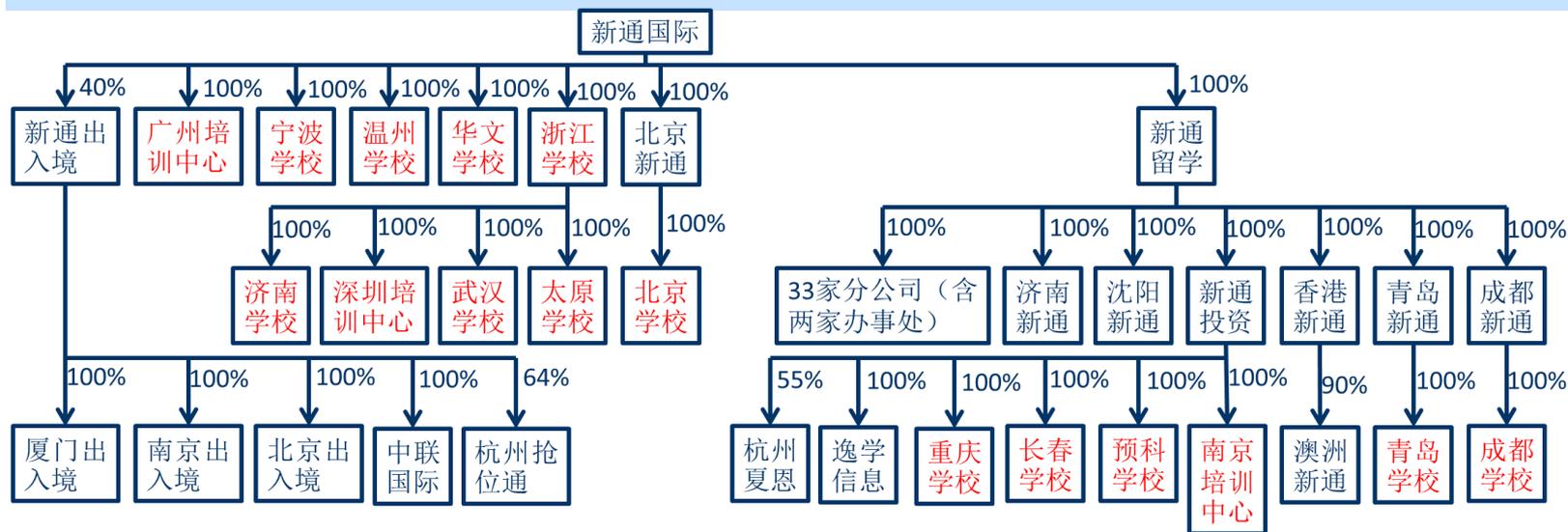
图：龙文资产剥离历程



# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（7/9）

- **保龄宝（002286.SZ）**：新通股份旗下拥有**16家民办非企业单位**，重大资产重组终止。
- （1）收收购新通国际**100%**股权，作价**12.3亿元**；（2）收购新通出入境**60%**股权，股份对价**3.7亿元**；（3）收购杭州夏恩**45%**股权，股份对价**6750万元**。
- **2016年7月15日**，保龄宝发布公告主动终止重组事项并撤回相关申请文件，终止理由是本次重大资产重组部分交易方提出调整本次重组方案，经多次反复沟通，无法对重组推进达成一致意见。

图：新通国际旗下机构分布图



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制。

注：红色字体为从事民办教育的非企业单位

# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（8/9）

- **四通股份（603838.SH）：并购留学行业龙头启德教育，是否构成借壳有待讨论。**
- **2016年7月1日，四通股份宣布拟以13.98元/股发行3.22亿股，作价45亿收购启行教育（启德教育）100%股权，启行教育承诺2016~2018年扣非净利润分别不低于2.4亿元、2.75亿元、3.1亿元。此次重大资产重组交易预案中，标的方启行教育的总资产规模（以商誉为主）是上市公司的6.2倍，标的对应的经营核心启德教育营收规模是上市公司的2.04倍、净利润是上市公司的3.16倍。**

四通股份与启行教育相关财务对比（亿元）

	四通股份 2015年数据	启行教育数据	比例
资产	7.28	45.05	619.14%
净资产	6.24	45.01	721.76%
营业收入	4.65	9.47（模拟合并）	203.65%
利润	0.55	1.73（模拟合并）	314.55%
股本变化	原有2.67亿股	增发3.22亿股	120.6%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

四通股份收购启行教育5类股东的比较

类别	包含主体	特点	股权	表决权
上市公司实际控制人及其一致行动人	蔡镇城、蔡镇茂、李维香、蔡镇锋、蔡镇通、蔡镇焯、蔡怪甸、蔡怪烁	即原上市公司实际控制人及其一致行动人，享有表决权	26.85%	53.1%
上市公司上市前原始股东	苏国荣、蔡培周、陈庆彬、富祥投资、阳爵名光和黄奕鹏	陈庆彬、苏国荣与蔡培周将其所持有上市公司的股份投票表决权委托给上市公司实际控制人，富祥投资、阳爵名光和黄奕鹏享有表决权	7.14%	6.17%
启德管理层	李朱、李冬梅、启德同仁	启德创始人李朱及核心高管团队，享有表决权	12.03%	20.97%
启德其他非业绩承诺方股东	林机、吕俊、纳合诚投资、至善投资、嘉逸投资、德正嘉成、澜亭投资、吾湾投资、金俊投资、张杏芝和乾亨投资	享有收益权，无表决权	42.75%	-
社会公众股东	-	-	11.25%	19.76%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

# 1.教育行业资产证券化四大阶段，复盘六大A股经典方案（9/9）

- **紫光学大（000526.SZ）：学大教育私有化从美股退市，紫光集团助力学大教育回归A股但仍有待审批。**（1）2015年7月27日，学大教育（XUE.N）公告以3.53亿美元（约23亿元RMB）的交易价格从纽交所退市。（2）清华控股持有紫光集团51%股权，紫光集团的子公司紫光卓远于2015年4月23日受让银润投资（000526.SH）大股东椰林湾投资的1500万股份并成为其第一大股东，因此，银润投资的实际控制人为清华控股，清华控股合计持有银润投资22.49%股权。（3）银润投资于2015年7月28日发布首次公告《增发预案》，并于2016年9月10日公告《增发预案（三稿）》，银润投资拟发行2.875亿股，募资不超过55亿元，其中23亿元用于收购学大教育。本次发行后，清华控股合计持有银润投资33.43%股权，仍为公司的实际控制人。
- 本次收购由于实际控制人不发生变更，交易方案仍有待证监会审核。

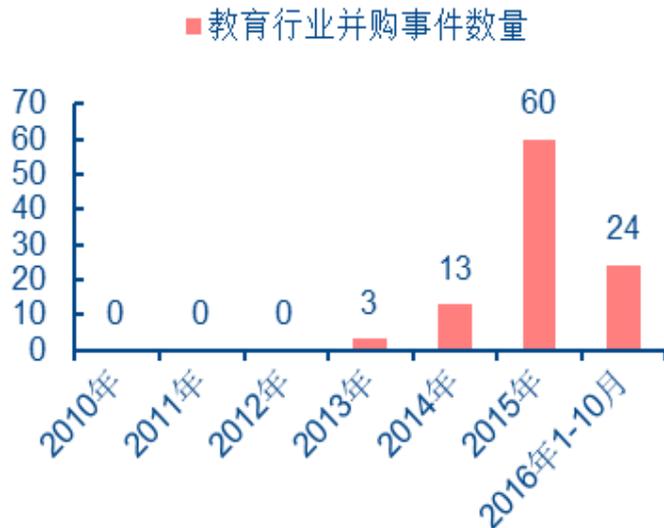
图：银润投资收购学大教育图解



## 2.教育并购总结：如火如荼，趋势渐起（1/3）

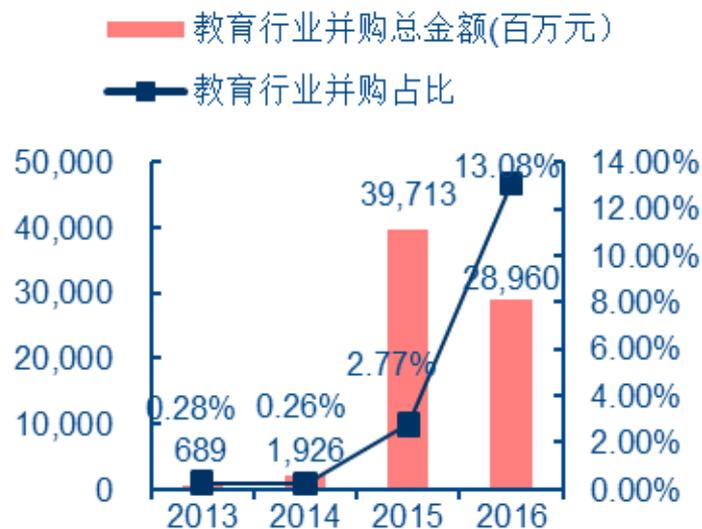
- **2013年至今总计108起案例。**
- **（1）教育行业并购数量和金额逐年提升：2010年至2016年1-10月，教育行业的并购数量从2010~2012年均均为0起增加到了2013年3起、2014年13起、2015年60起和2016年1-10月的24起，教育行业的并购金额从2013年的6.9亿元和2014年的19.3亿元增长到2015年397亿元、2016年1-10月的290亿元。**

图：教育行业并购数量总结



资料来源：Wind，中信证券研究部

图：教育行业并购总金额和占比

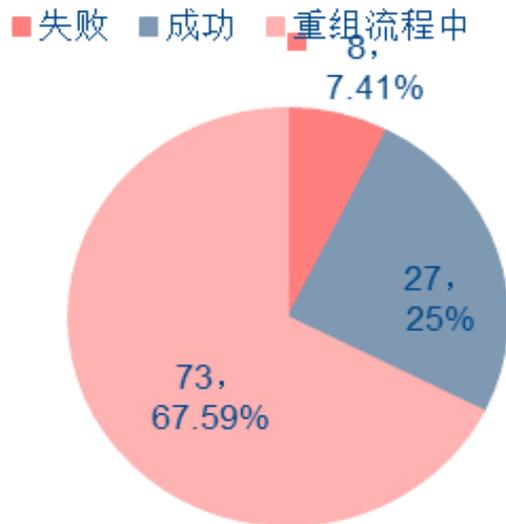


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 2.教育并购总结：如火如荼，趋势渐起（2/3）

- **（2）教育行业并购成功率和失败率分别约25%和7%：** 并购成功的案例为**27起**，并购失败的案例为**8起**，其余的**73起**仍处于重组流程过程中。
- **（3）“纯股份支付”和“股份支付+现金支付”比例逐年提升：** “纯股份支付”的并购方案占比从**2015年5%**提升至**2016年1-10月份的17%**；“股份支付+现金支付”的并购方案占比从**2014年31%**提升至**2015年和2016年1-10月份的42%**。

图：A股教育行业并购的失败率和成功率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图：股权支付和现金支付比例总结

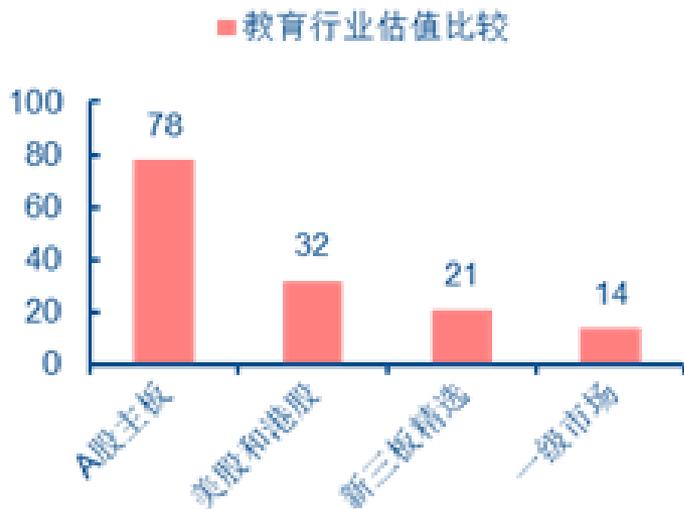


资料来源：Wind，中信证券研究部

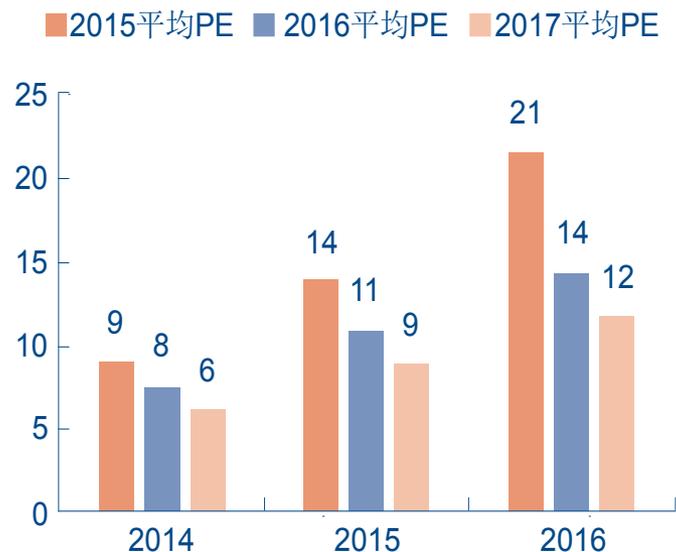
## 2.教育并购总结：如火如荼，趋势渐起（3/3）

- **（5）估值水平：教育行业资产在主板拥有较高的估值且一级市场估值持续提升：截至2016年11月9日，教育行业A股重点公司2016年PE、新三板重点公司2016年PE、一级市场2016年PE（按照16年主板上市公司收购案例的2016年对赌业绩测算）分别为78X、21X和14X。**
- **根据我们调研情况，目前一级市场教育标的资产与主板公司谈判的估值对价约为2016年18~22X，也就是说，一个当年利润1000万元的教育行业标的资产，在2014年交易对价约9000万元、2015年和2016年连续上涨至1.4亿元和2.1亿元。**

图：不同市场和板块教育行业估值比较



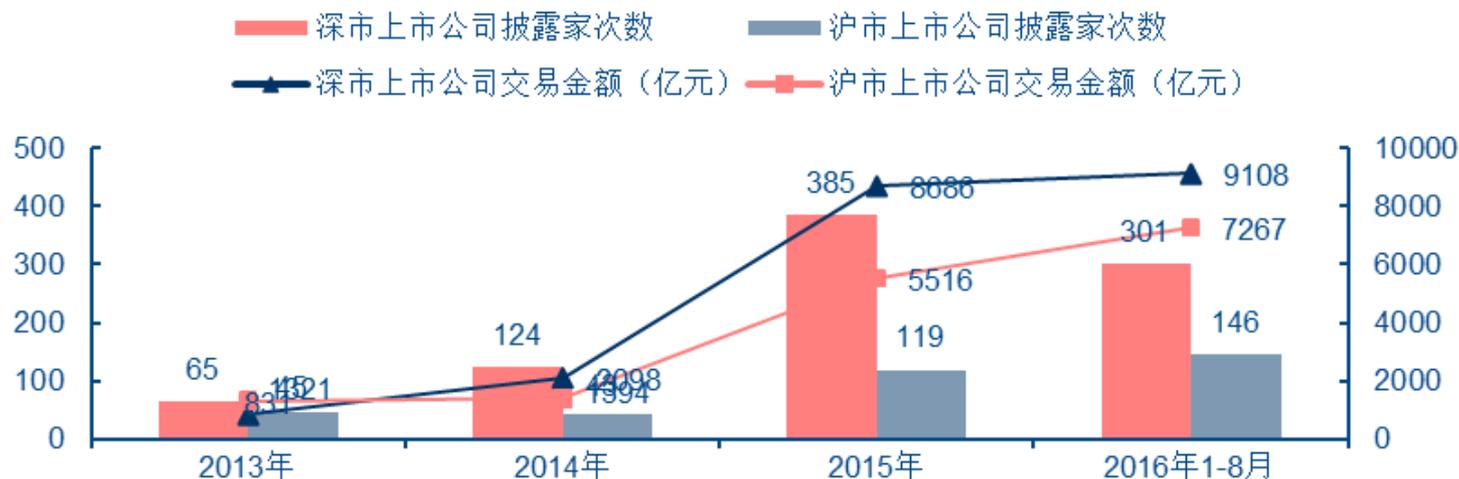
图：上市公司收购教育资产估值不断提升



### 3. 并购市场的变革：1.0时代的“买买买-涨涨涨”到2.0时代的严控借壳和跨界（1/2）

- **并购市场1.0时代的关键词：“买买买-涨涨涨”**。2011年8月1日，证监会发布《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》。该《决定》支持企业利用资本市场开展兼并重组，鼓励上市公司以股权、现金及其他金融创新方式作为兼并重组的支付手段，拓宽兼并重组融资渠道。
- **并购市场得到迅猛发展**：两市并购金额从2011年的647亿元增长到2015年的约1.35万亿元，4年时间交易金额增长了约**20倍**。
- 教育产业已成“并购1.0”时代的重要风口。

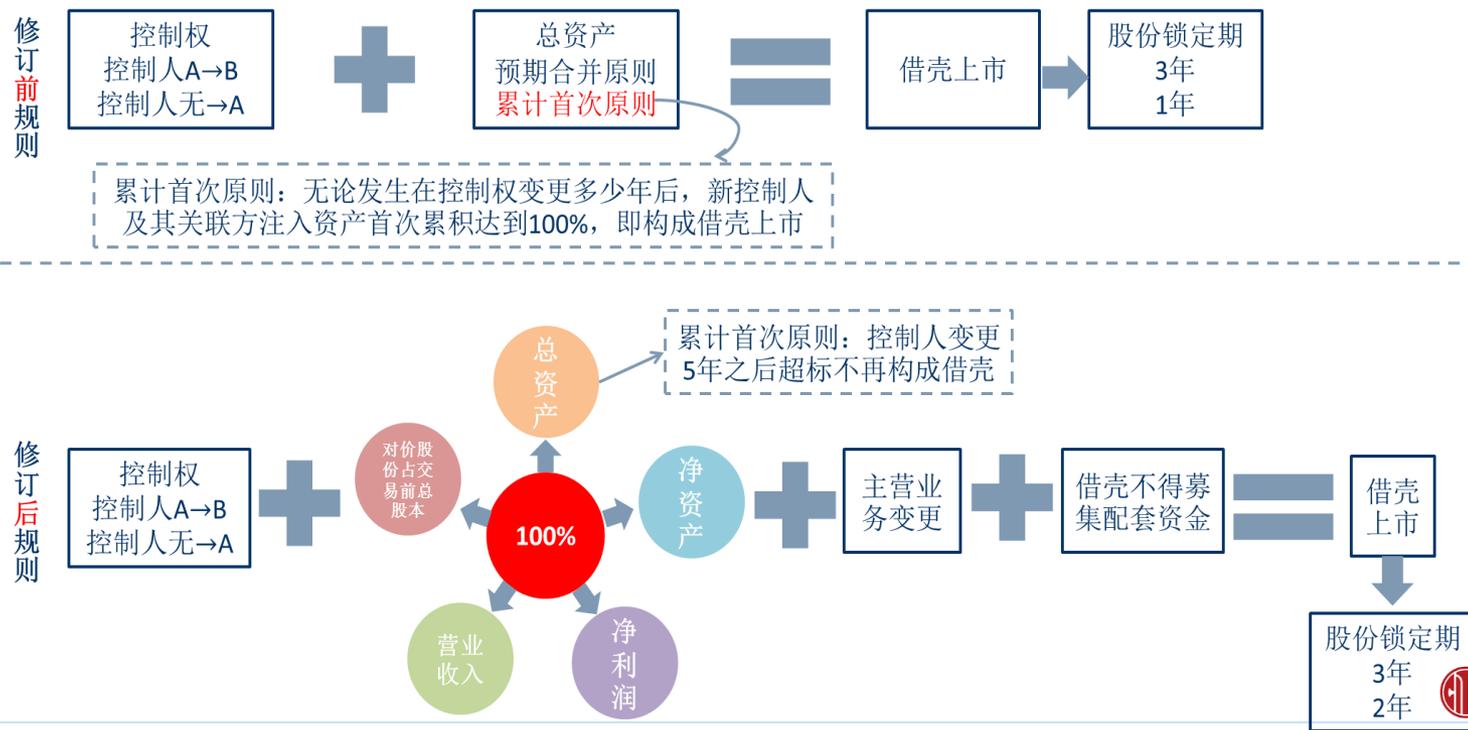
图：A股上市公司并购交易金额和披露家次数



### 3. 并购市场的变革：1.0时代的“买买买-涨涨涨”到2.0时代的严控借壳和跨界（2/2）

- **重要转折：（1）跨界并购从严（互联网金融、游戏、影视、VR）；（2）重组办法修订，借壳上市从严。2016年9月，新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》正式发布。**
- **借壳上市从严：（1）关于“控制权变更”的认定标准，完善为从“股本比例、表决权、管理层控制”等3个维度来认定；（2）对于“购买资产规模”的判断指标，则由原先的购买“资产总额”指标扩充为“资产总额、营业收入、净利润、资产净额、新增发新股”等5个指标。（3）取消重组上市的配套融资。（4）要求上市公司原控股股东与新进入控股股东的股份承诺锁定**36个月**，其他新进入股东的锁定期从目前12个月延长到24个月。**

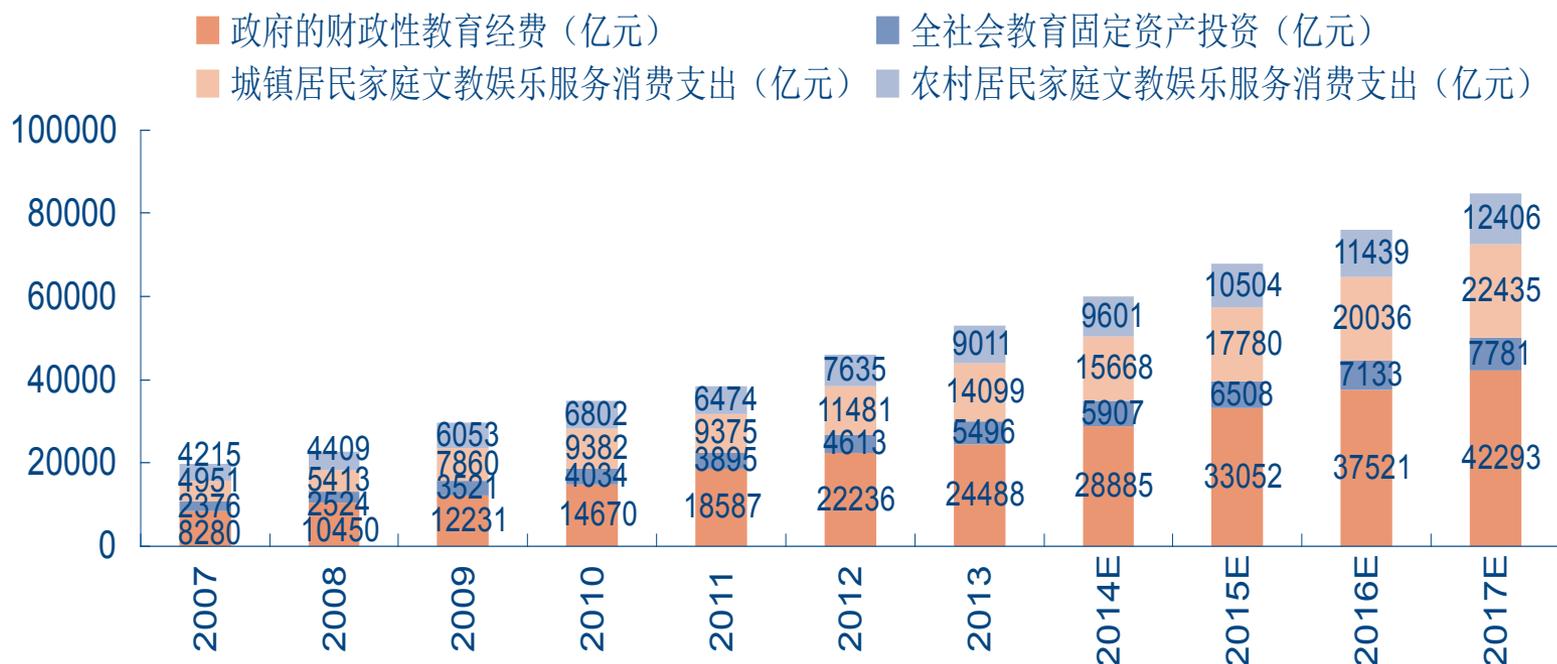
图：A股上市公司并购交易金额和披露家次数



## 4.教育行业标的资产在并购2.0时代有望更受青睐（1/2）

- **教育行业拥有海量空间且保持快速增长（内生和外延）：**（1）教育行业市场空间广阔，国内**2015年教育行业市场规模约6.8万亿元**，未来3年**CAGR为14.5%**；（2）巨大存量人群、二胎政策红利和家庭消费支出提升驱动教育类公司内生业务快速增长；（3）教育作为典型的市场空间巨大且资产证券化率低的抗周期且现金流优异行业，分散的竞争格局也为从业公司提供了广阔的外延土壤。

图：中国教育市场总规模（单位：亿元）

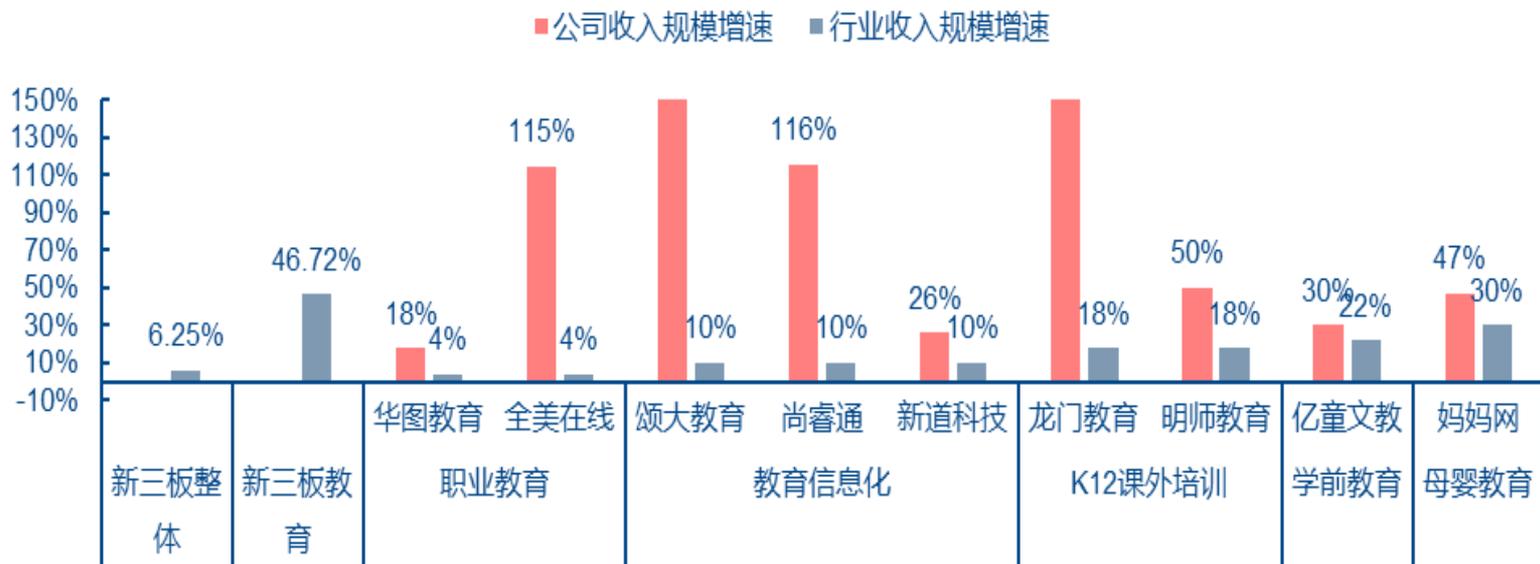


资料来源：腾讯教育，中国统计年鉴，中信证券研究部整理和预估

## 4.教育行业标的资产在并购2.0时代有望更受青睐（2/2）

- **行业保持高增长：**三板教育行业营收、净利增长显著快于三板市场整体。
- **份额趋于向龙头公司集中：**各细分板块龙头企业大部分保持快速增长，龙头公司增速超越行业平均增速，市场份额加速向龙头公司集中。

图：新三板教育行业重点公司2015年收入增长率和细分行业增长率、三板教育整体增长率的比较



资料来源：Wind，中信证券研究部整理和测算

### 三、并购2.0时代对三板教育投资的启示：三板教育进入配置区间

1. 宏观上看好三板：短期政策红利，中期股权市场爆发，长期多层次资本市场构建
2. 中观上看好教育：基本面前景良好，A股市场18~22XPE并购估值支撑三板估值安全边际
3. 微观上落地个股

# 1.宏观上看好三板：短期政策红利，中期股权市场爆发，长期多层次资本市场构建

- 《三板教育行业跟踪报告——双底临近买什么》：宏观上看好三板、中观上看好教育、微观上落地个股。
- 宏观上看好三板：
- 短期：政策提速打开时间窗口，国务院和股转系统频繁发文；私募做市、公募入市和创业板转板三大红利值得期待。
- 中期：海量资金涌入股权投资市场（一级市场），新三板（一级半市场）流动性改善和制度建设可期。
- 长期：中国多层次资本市场的建设。

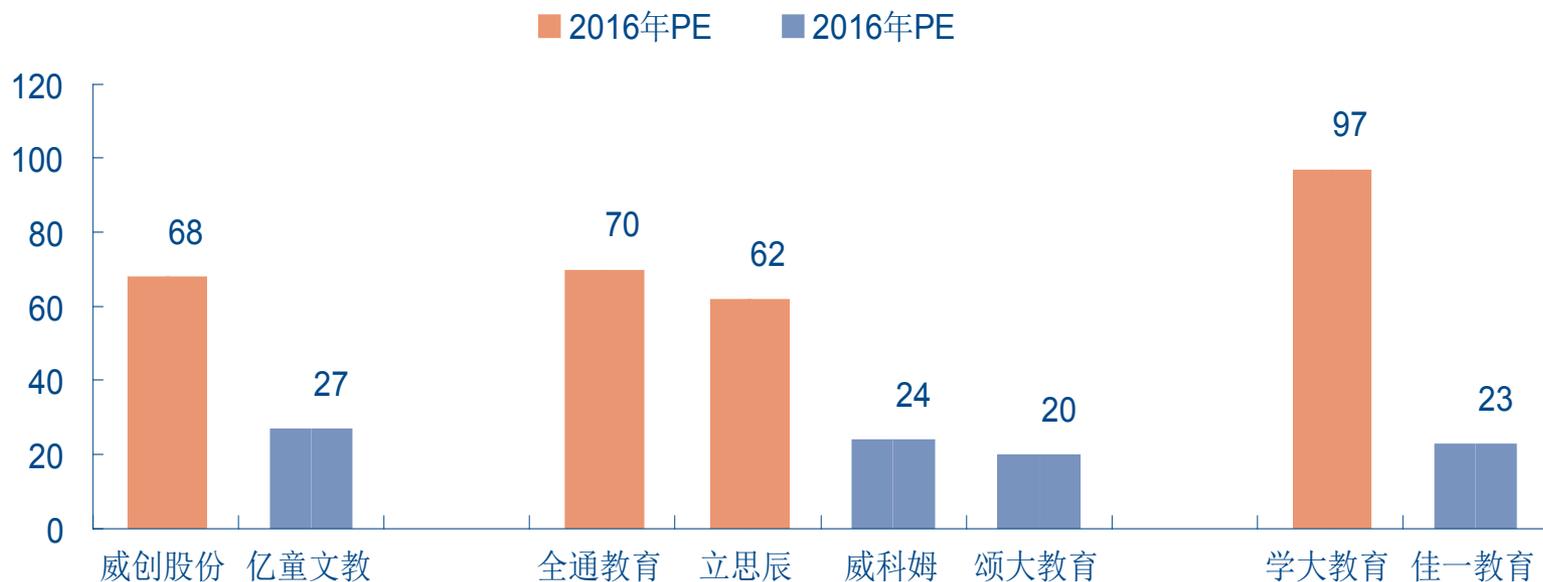
### 政府引导基金发展情况



## 2.估值安全：A股市场18~22XPE并购估值支撑三板估值安全边际

- 中观上看好教育行业“基本面+估值”：（1）估值安全；（2）前景良好。
- **（1）估值安全：新三板教育行业估值与一级市场接近，已经接近估值底部。**目前一级市场教育行业标的资产的2016年PE约为18~22X，而新三板教育行业2016/2017年PE仅为21X/15X，具备较高的安全边际。
- **（2）前景良好：教育行业拥有海量空间且保持快速增长（内生和外延）**

图：幼教、教育信息化和K12课外辅导行业中，主板和新三板重点公司的估值差异



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为2016年5月9日，深色为新三板公司

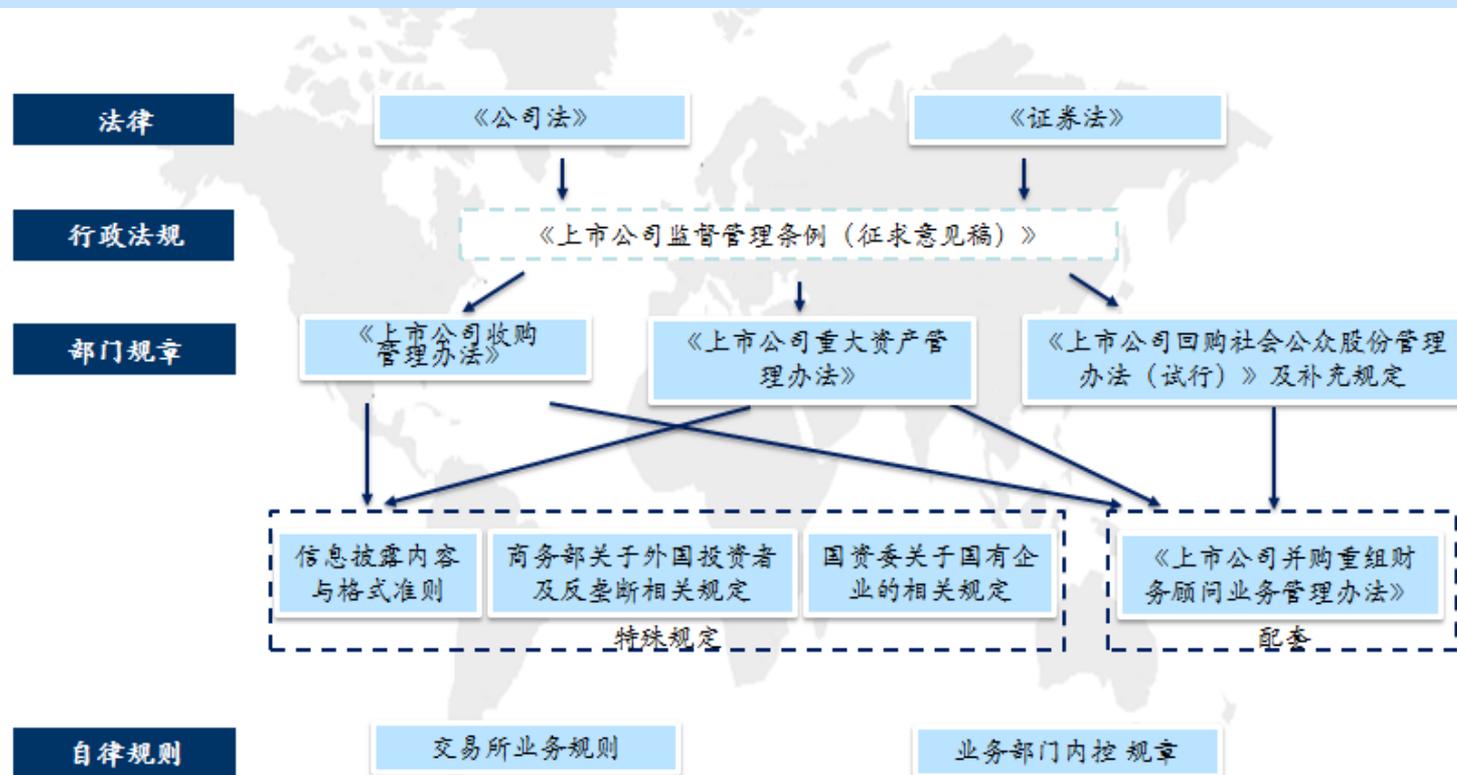
## 四、并购对主板教育投资的启示

1. 并购基础知识：重组流程是基础，证监会的反馈意见和回复是核心
2. 证监会问询重点：标的资产质地、是否借壳、是否经营性资产
3. 政策破冰：《民促法》正式过会，教育资产证券化加速在即
4. 并购2.0时代：超额投资收益来自于并购方案能否过会的判断，未来投资收益来自于标的资产经营情况判断

# 1. 并购基础知识：重组流程是基础，证监会的反馈意见和回复是核心

- 并购基础知识之一：法律法规。
- 并购基础知识之二：重组流程。
- 并购基础知识之三：交易所问询函和答复、证监会反馈意见和意见回复。通常上市公司针对《交易所问询函》和《证监会反馈意见》的《回复公告》是研究标的资产经营情况和预判本次并购重组能否成功的关键信息。

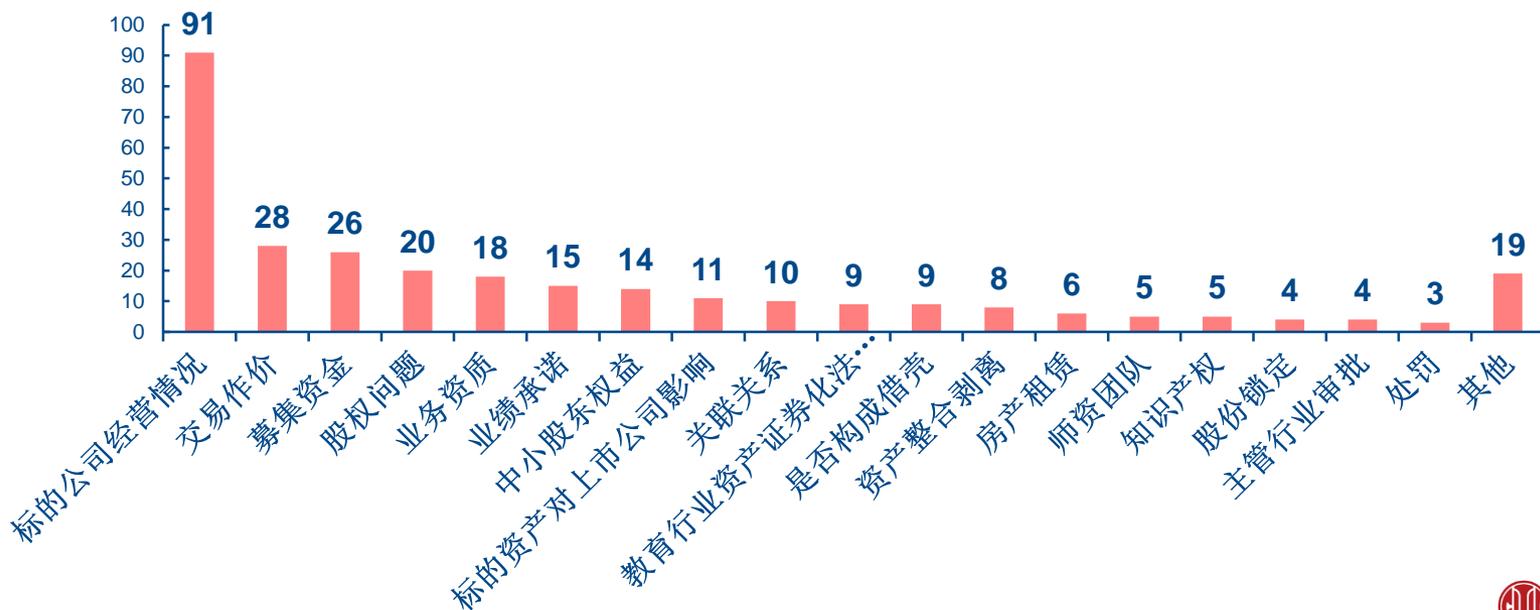
图：上市公司并购重组内控涉及的法律、法规和规定、规则



## 2.证监会问询重点：标的资产质地、是否借壳、是否经营性资产等

- **教育行业并购失败比例约7%，失败原因主要集中为三点：**（1）发现预并购标的公司的历史经营情况不如预期；（2）上市公司或标的公司就交易方案发生分歧；（3）并购过程中，拟并购标的公司的经营情况发生重大变化。
- **14起主要教育行业并购方案《证监会反馈意见》及《交易所问询函》约300多问题**进行统计。**标的公司经营情况、交易作价、募集资金投向是证监会关注的重点。**
- **两个重要问题：**（1）收购资产与原有主业是否协同，如果跨界并购将会趋严；（2）收购资产的盈利情况和估值对价：**1、标的资产质地，历史盈利是否可信；2、未来盈利是否夸大，基于盈利预测的交易对价是否过高。**这两点都可能损害中小股东利益。

图：14起教育并购证监会和交易所针对交易预案反馈意见



### 3.政策破冰：《民促法》正式过会，教育资产证券化加速在即（1/2）

- 2016年11月7日，新版《民办教育促进法》正式获得全国人大常委会审议通过。修改后的《民办教育促进法》将于2017年9月1日起施行。新版的《民促法》的核心亮点在于：
  - （一）实现了由全面禁止开办营利性学校到大部分领域允许开办营利性民办学校的转变。本次民办教育新法明确实行**非营利性和营利性民办学校分类管理**，放开了**义务教育阶段以外的其他各级各类教育领域开办营利性学校的限定**。也就是，新法实施后，**非学历培训教育、学前教育、高中阶段教育、高等教育等领域均可以设立营利性的学校**。
  - （二）落实了非营利性民办学校与公办学校**平等的用地优惠政策**。强调民办学校与公办学校具有同等的法律地位，规定非营利性和营利性民办学校在财政、税收优惠、用地、收费等方面的差别化扶持政策，明确了国家鼓励方向。
  - （三）明确了民办学校价格政策坚持市场化的基本方向，彻底赋予了营利性民办学校的自主定价权利，并将非营利性民办学校收费办法（包括价格政策）授权省级政府制定。

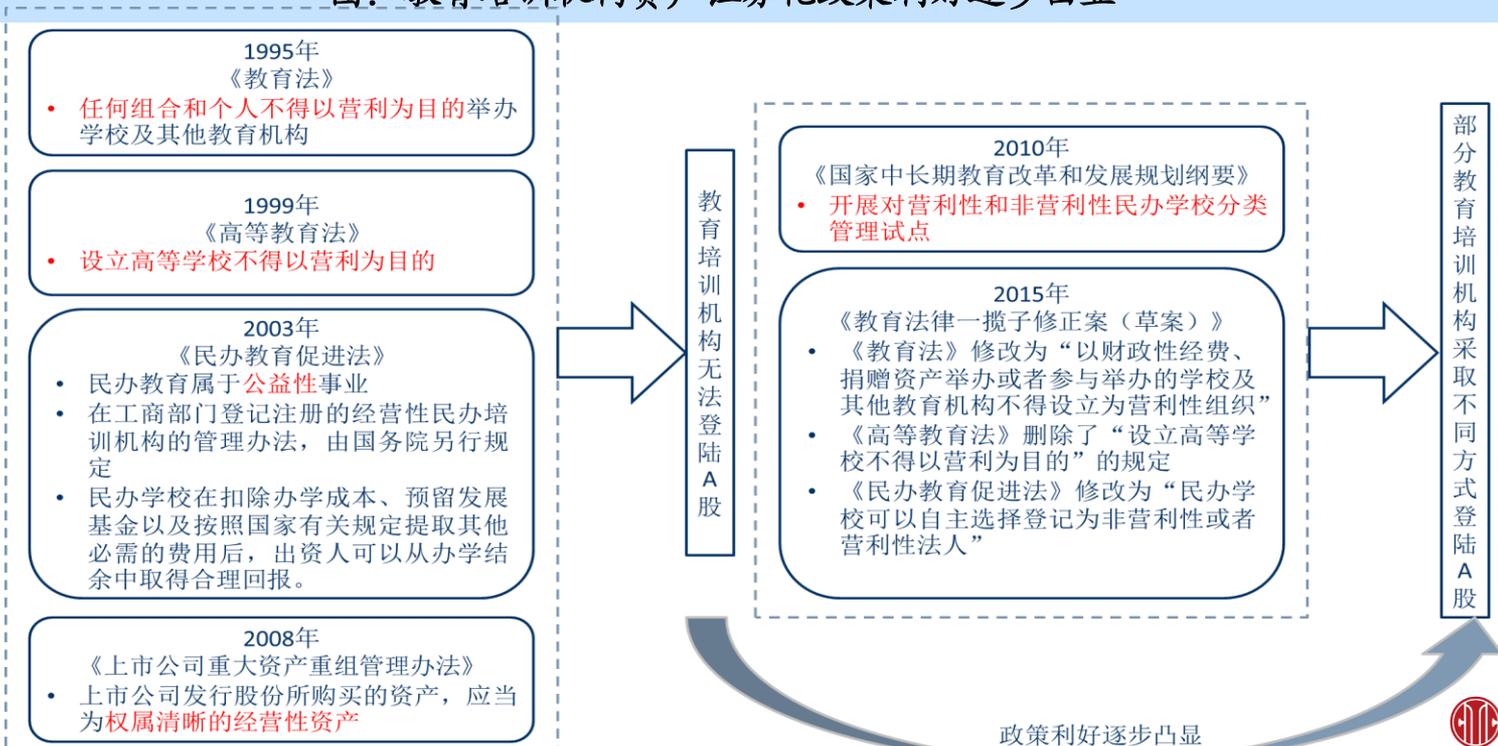
表：新版《民办教育促进法》七大亮点

序号	亮点	细则
1	进一步加强民办学校党的建设	强调民办学校中的中国共产党基层组织按照党章开展党的活动，发挥党组织的政治核心作用，确保民办学校始终坚持社会主义办学方向。
2	确立分类管理的法律依据	明确实行非营利性和营利性民办学校分类管理，允许举办实施学前教育、高中阶段教育、高等教育以及非学历教育的营利性民办学校。
3	进一步保障举办者权益	规定举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，根据学校章程规定的权限和程序参与学校的办学和管理。现有民办学校在终止时给予出资者相应的补偿或者奖励。
4	进一步完善师生权益保障机制	提出民办学校应当依法保障教职工的工资、福利待遇和其他合法权益，并为教职工缴纳社会保险费，鼓励民办学校按照国家规定为教职工办理补充养老保险。县级以上各级人民政府可以采取助学贷款、奖助学金等措施保障民办学校学生的权益。
5	进一步完善国家扶持政策	强调民办学校与公办学校具有同等的法律地位，规定非营利性和营利性民办学校在财政、税收优惠、用地、收费等方面的差别化扶持政策，明确了国家鼓励方向。
6	进一步健全民办学校治理机制	规定民办学校应当设立理事会、董事会或者其他形式的决策机构并建立相应的监督机制。教育行政部门及有关部门建立民办学校信息公示和信用档案制度。
7	保障实现平稳过渡	修改决定没有设置统一的过渡期，对现有民办学校选择登记为非营利性或营利性民办学校做出相应规定，授权各地按照法律规定制定具体办法，保证现有学校办学稳定。

### 3.政策破冰：《民促法》正式过会，教育资产证券化加速在即（2/2）

- **民办学校可以分为两类：**（1）非学历类民办培训机构；（2）学历类全日制民办学校。
- **（1）“利好”非学历类民办培训机构；**
- **（2）学历类的学前教育和高等教育全日制民办学校的政策值得期待。**（1）选择“非营利性的民办学校”在享受税收和用地等政策的同时，采取“VIE架构”的形式与资本市场对接的难度或将加大，对此我们将保持跟踪；（2）选择“营利性的民办学校”虽然扶持政策弱于非营利性，但是一方面将成为可以单独上市的企业法人和经营性资产，另一方面，新版《民促法》彻底赋予了营利性民办学校的自主定价权利。

图：教育培训机构资产证券化政策利好逐步凸显

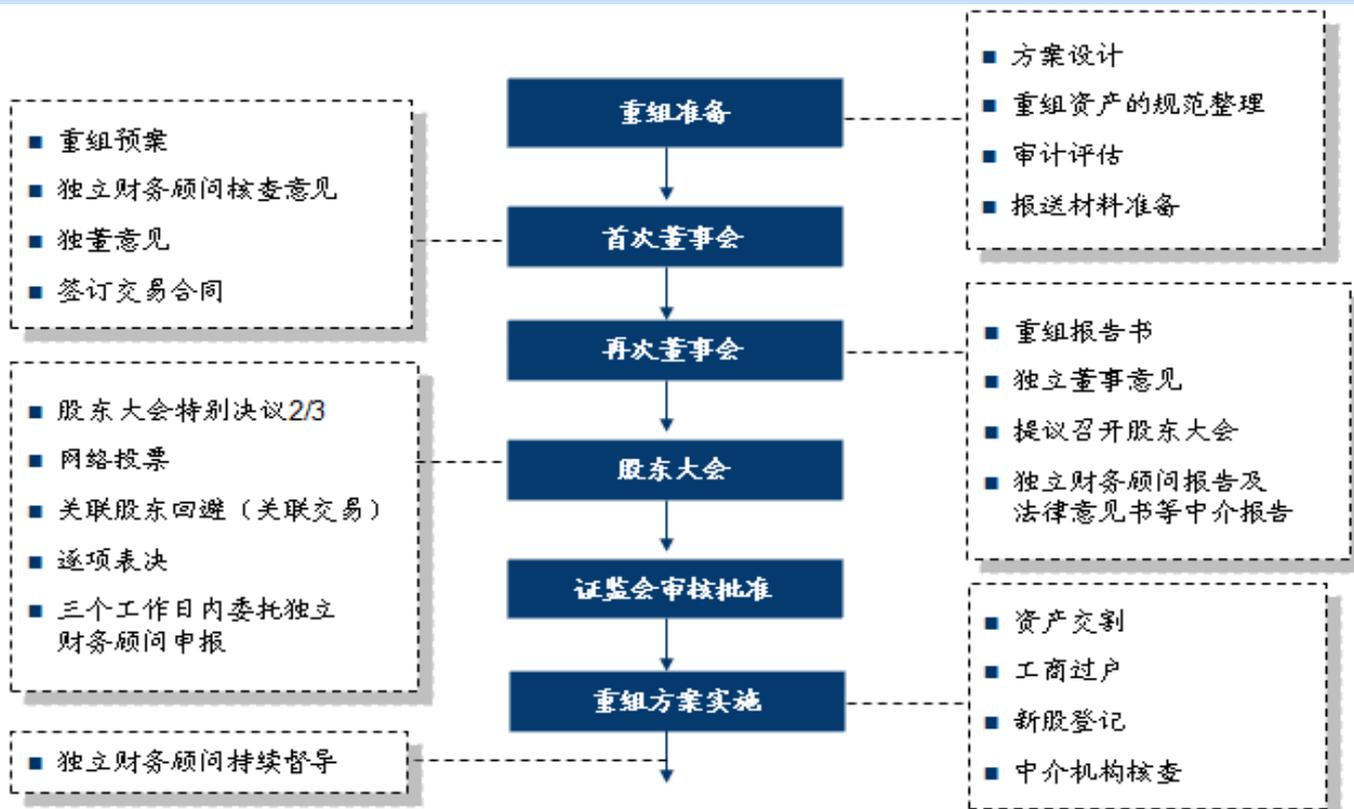


政策利好逐步凸显

## 4. 并购2.0时代：超额投资收益来自于并购方案能否过会的判断，未来投资收益来自于标的资产经营情况判断

- **证监会核准“前”的投资收益**：来自于并购重组方案能否过会的预判。预判中需要注意：（1）收购资产与原有主业是否协同；（2）收购资产的盈利情况和估值对价。
- **证监会核准“后”的投资收益**：来自于标的资产经营趋势、上市公司战略布局和与标的资产的业务协同、市场大势和主题热点轮动的判断。在教育行业并购的2.0时代，上市公司的资本运作平台拥有极强的价值。

图：A股重大资产重组（发行股份购买资产）总体流程



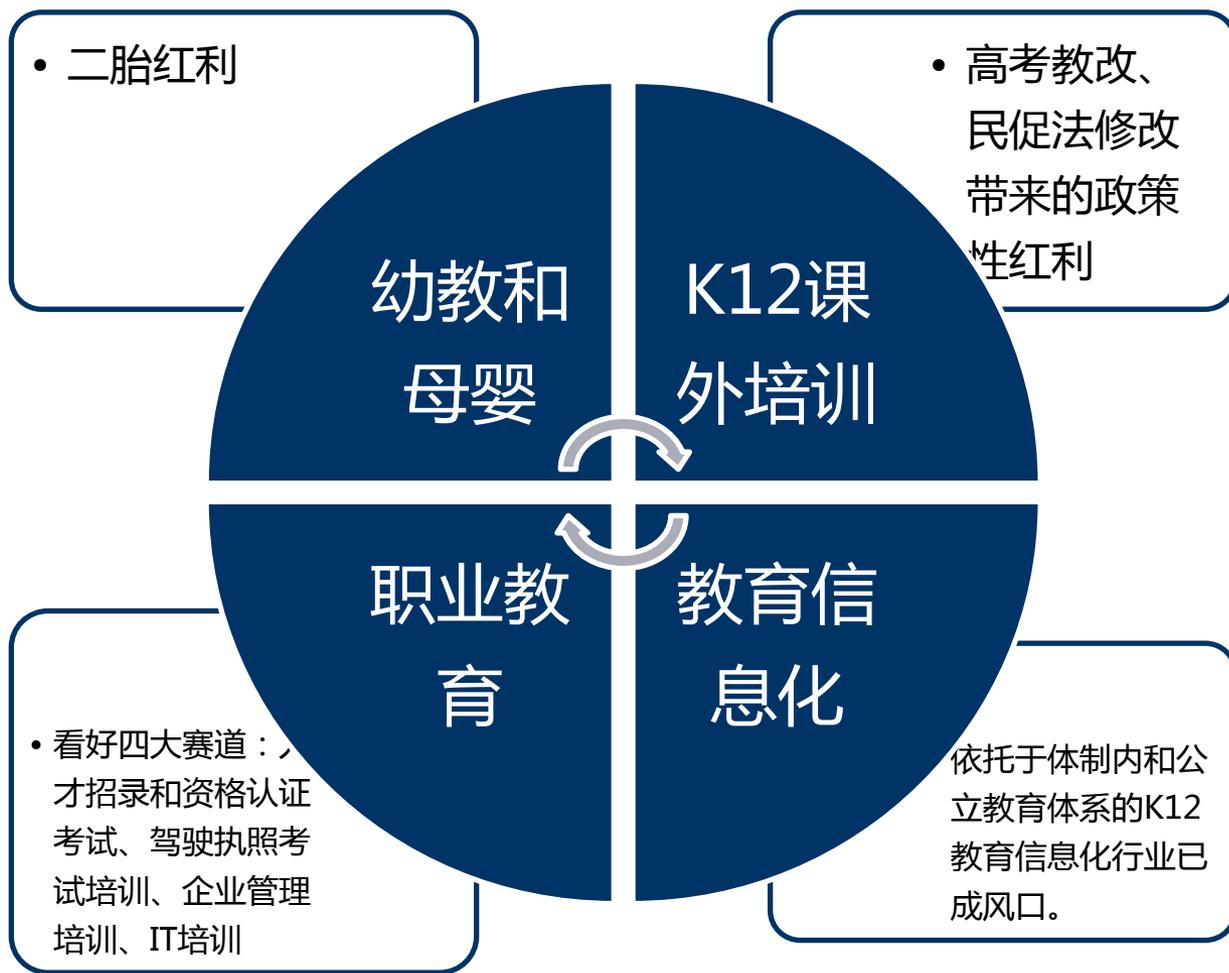
## 五、风险因素

1. 行业风险：（1）教育政策的变化对行业发展带来的风险。（2）教育经费不足的风险。（3）市场竞争加剧的风险。
2. 公司风险：（1）知识产权受到侵害的风险。（2）核心技术及人员流失的风险。（3）市场竞争加剧风险。

## 六、新三板教育行业评级分析和投资策略

1. 看好四大细分领域的优质公司
2. 投资建议：按照两条主线积极配置新三板教育行业

## 1.看好四大细分领域的优质公司



## 2. 投资建议：按照两条主线积极配置新三板教育行业（1/2）

- **跨市场估值分析：**截至2016年11月9日，教育行业A股重点公司2016年PE、新三板重点公司2016年PE、海外（美股和港股）PE（TTM）、一级市场2016年PE（根据2016年已披露案例中，主板收购标的资产2016年对赌业绩测算）分别为78X、21X、32X和14X。三板估值水平较A股折价73%，较海外市场折价46%，是一级市场的1.7倍。
- **三板估值优势：**新三板估值已经接近底部具备较高安全边际。目前三板教育行业重点公司2016/2017年PE约21x/15x。
- **三板教育行业投资建议。**我们建议按照两条主线关注新三板教育行业的优质公司，其中“Z”表示“具有二级市场配置价值”，“D”表示“可以参与定增或者老股转让”：
  - **（1）优质行业龙头公司：**华图教育（D）、全美在线、亿童文教（Z）、新东方网、尚睿通、中教股份（Z）、盛成网络（D）、世纪明德；
  - **（2）细分行业优质公司：**龙门教育、明师教育（D）、高思教育（D）、佳一教育（Z，D）、颂大教育（Z）、威科姆（Z）、华腾教育（Z）、北教传媒（Z）、知音文化（Z）、新道科技（Z，D）、金智教育、星立方（Z）。

## 2. 投资建议：按照两条主线积极配置新三板教育行业（2/2）

### ■ 三板教育行业核心公司股票池

表：三板教育行业核心公司股票池

公司简称	二级 买入	一级 定增	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润(百万元)					PE				
						2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E
亿童文教	Y		430223.OC	29.7	19.83	86.7	95.0	122.6	163.8	215.5	34	31	24	18	14
中教股份	Y		430176.OC	12.1	20.00	50.1	40.8	57.9	68.8	83.7	24	30	21	18	14
颂大教育	Y		430244.OC	9.9	9.82	16.5	31.9	53.2	85.5	113.0	60	31	19	12	9
威科姆	Y		831601.OC	12.7	6.80	1.3	40.9	62.3	84.5	126.0	974	31	20	15	10
北教传媒	Y		831299.OC	9.1	13.65	14.3	28.2	41.7	53.3	72.7	64	32	22	17	13
华图教育	Y	Y	830858.OC	87.9	67.42	106.3	213.0	365.5	477.5	576.1	83	41	24	18	15
全美在线	未做市		835079.OC	N/A	N/A	26.8	80.6	124.0	188.9	215.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
华腾教育	Y	Y	834845.OC	9.2	35.00	5.3	11.6	30.8	47.2	70.6	172	79	30	19	13
盛成网络	未做市	Y	834093.OC	N/A	N/A	10.6	12.3	45.0	60.0	80.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
星立方	Y	Y	430375.OC	3.6	5.55	4.0	18.2	25.0	33.0	43.0	90	20	14	11	8
世纪明德	未做市		839264.OC	N/A	N/A	12.2	30.7	39.8	57.1	78.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
佳一教育	Y	Y	833142.OC	6.8	13.23	10.2	16.9	26.7	38.8	59.3	67	40	25	18	11
龙门教育	未做市		838830.OC	19.6	350.00	4.1	48.9	96.6	131.1	184.5	484	40	20	15	11
明师教育	未做市	Y	837957.OC	12.0	100.01	3.0	22.2	36.0	74.0	90.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
尚睿通	未做市	Y	835971.OC	N/A	N/A	12.6	39.0	43.8	52.9	64.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
新道科技	Y	Y	833694.OC	14.7	8.14	33.5	50.9	65.0	85.0	120.0	44	29	23	17	12
金智教育	未做市	Y	832624.OC	3.0	5.00	7.8	16.6	19.0	40.0	50.0	38	18	16	8	6
知音文化	Y		831767.OC	2.5	2.95	11.1	17.3	20.0	22.0	25.0	22	14	12	11	10
											142	42	21	15	12

资料来源：Wind、中信证券研究部

注：（1）股价为2016年11月23日收盘价；（2）亿童文教、颂大教育、威科姆、北教传媒、华图教育、全美在线、华腾教育、佳一教育、尚睿通的盈利预测参考中信证券研究部的历史报告；其它公司的盈利预测来自Wind市场一致预期；（3）“Y”表示相关个股可以“二级市场做市买入”或者“一级市场参与定增或者老股转让”

# 致謝

中信证券研究部 新三板组

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010512050004

刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

执业证书编号：S1010516050001

# 免责声明

## 分析师声明

主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与本报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业亿童文教（430223）、威科姆（831601）、北教传媒（831299）、知音文化（831767）、嘉达早教（430518）、能龙教育（831529），按照企业公告信息，上述企业股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CL Securities Taiwan Co., Ltd的情况，不涉及中信证券及其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系compliance\_hk@clsa.com。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2016版权所有。保留一切权利。