

中泰桥梁 (002659)

教育体育双轮驱动，资产整合大幕开启

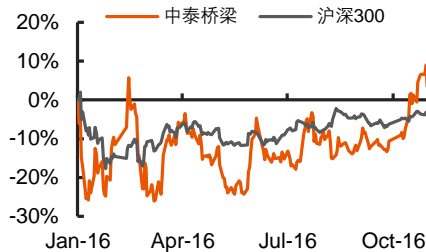
强烈推荐 (维持)

现价: 21.77 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	Www.ztsschina.com
大股东/持股	八大处控股集团有限公司 /30.10%
实际控制人/持股	海淀国资委/30.10%
总股本(百万股)	499
流通 A 股(百万股)	311
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	109
流通 A 股市值(亿元)	67.7
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	34.48

行情走势图



相关研究报告

- 《中泰桥梁*002659*传统业务举步维艰，高端教育进展顺利》 2016-10-26
- 《中泰桥梁*002659*传统主业日益萎缩，高端教育进展顺利》 2016-08-28
- 《中泰桥梁*002659*华丽蜕变国资平台，高端教育王者诞生》 2016-07-18
- 《中泰桥梁*002659*定增获批彰显政策动向，国际教育王者诞生在即》 2016-06-05
- 《中泰桥梁*002659*华丽蜕变国资平台，联姻名校共建凯文》 2016-04-26

证券分析师

苏多永 投资咨询资格编号
S1060515050001
SUDUOYONG627@PINGAN.COM.CN

金嘉欣 投资咨询资格编号
S1060516040002
JINJIAXIN217@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司拟现金收购凯文智信、凯文体育，同时拟发行股份配套融资收购凯文兴剩余股权和扩建体育中心项目，教育体育双轮驱动发展战略日渐清晰。

平安观点:

- **华丽蜕变国资背景，资产整合大幕开启:** 公司通过定向增发、资产重组和原大股东通过协议转让等方式实现了公司控股权的变更，公司蜕变为海淀区国资旗下的上市平台。公司传统业务——桥梁钢结构日薄西山，公司业务重心转向国际学校等高端教育，通过资产重组和现金收购等方式将海淀区国资旗下的朝阳凯文学校和海淀凯文学校纳入公司旗下。公司是海淀区国际教育资产证券化的唯一平台，“中国教育看北京，北京教育看海淀”，海淀教育资源十分丰富，现金收购+资产重组意味着资产整合大幕的开启。
- **海淀朝阳遥相呼应，高端教育强势崛起:** 目前，公司旗下拥有海淀凯文学校和朝阳凯文学校，学生容纳能力达到 5400 人。海淀凯文学校主要通过联姻名校——清华附中模式开办一所低密度、高配置等对美双语学校，小班教学、名校管理、素质教育是其特点，2016 年 8 月开学，能够容纳 1300 人。朝阳凯文学校预计 2018 年 9 月开学，计划开设 IB 国际主流课程，采取自主办学模式培养凯文核心竞争优势，增设艺术高中，能够容纳 4100 名学生的国际学校。预计 2017 年公司高端教育业绩开始释放，预计 2018 年业绩加速，到学校满员后预计海淀凯文学校和朝阳凯文学校分别贡献净利润达到 1.6 亿元和 3.6 亿元，公司高端教育业务强势崛起。
- **教育体育双轮驱动，未来发展前景可期:** 公司通过现金收购凯文体育和重金打造体育中心，彰显出公司体育产业发展的基本脉络：教学需求+体育运营，不仅能够满足学校发展需求，也能够通过运营实现体育产业利润最大化。2022 年我国将举办冬奥会，冰雪运动迎来发展契机。2016 年以来，国家陆续出台了《竞技体育“十三五”规划》、《冰雪运动发展规划（2016--2025 年）》和《全国冰雪场地设施建设规划（2016--2022 年）》

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	833	763	458	641	904
YoY(%)	25.1	-8.3	-40.0	40.0	41.0
净利润(百万元)	13	3	-80	64	225
YoY(%)	-120.6	-77.9	-2,879.9	-180.3	251.6
毛利率(%)	12.6	13.4	1.0	26.0	35.4
净利率(%)	1.6	0.4	-17.4	10.0	24.9
ROE(%)	1.8	0.3	-2.9	2.3	7.2
EPS(摊薄/元)	0.03	0.01	-0.16	0.13	0.45
P/E(倍)	838.4	3,790.0	-136.3	169.9	48.3
P/B(倍)	18.0	18.0	4.8	4.7	4.3

等政策，预计全国冰雪产业总规模到 2020 年将达到 6000 亿元，全国中小校园冰雪运动特色学校 2020 年将达 2000 所。公司大力布局体育产业，聚焦冰雪运动，畅享政策红利，公司体育产业发展前景广阔。

- **教育修法影响有限，上海传闻难以做实：**民办教育促进法修法通过，但义务教育阶段不允许开设营利性学校，我们认为修法目的还是鼓励和促进民办教育，不可能出现极端政策——举办人不能通过合理取得提取学校结余。同时，新法将会增强公司在 A 股市场的稀缺性，预计未来 2-3 年将成为 A 股市场国际学校高端教育唯一标的，先发优势将夯实高端教育王者地位。2016 年 10 月上海出现关于国际课程政策的传闻，将打击义务教育阶段成建制引进国际课程、外资背景及盈利目的举办学校和违规招生等问题，不过随后上海市教委回应国际学校传言不实。我们认为上海国际课程传闻对凯文学校影响有限，如果新政做实且推广到北京，则可能会影响凯文学校的招生政策。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司现金收购了凯文智信和收购文凯兴剩余股权，我们上修公司 2017-2018 年业绩预测。预计 2016-2018 年公司营业收入 4.58 亿元、6.41 亿元和 9.04 亿元，EPS 分别为-0.16 元、0.13 元和 0.45 元（原预测-0.16 元、0.09 元和 0.33 元），对应停牌前收盘价的 PE 分别为-136.33 倍、169.86 倍和 48.31 倍，PB 分别为 4.77 倍、4.66 倍和 4.26 倍。公司是 A 股市场中第一家转型国际学校的上市公司，背靠海淀区国资委，借助海淀区优质的教育资源，联名名校共建凯文学校。海淀凯文学校强势崛起，现金收购减少业绩摊薄，且定价较低，对公司业绩具有积极贡献。朝阳凯文学校进展顺利，预计 2017 年 9 月正式开学，高端教育将逐步成为公司主业，预计 2017 年高端教育开始贡献利润，2018 年业绩加速释放。同时，公司拟现金收购凯文体育和建设体育中心，聚焦冰雪运动，教学和体育运营的体育产业发展脉络清晰，体育产业发展前景广阔。我们看好公司控股权变更后的整合空间和教育+体育双轮驱动的发展前景，维持“强烈推荐”评级，目标价 28 元。
- **风险提示：**传统主业竞争加剧，国际学校建设进程不及预期，国际学校招生不及预期等风险。

正文目录

一、华丽蜕变国资背景，资产整合大幕开启	5
1.1 定向增发+协议转让+资产注入，华丽蜕变海淀国资上市平台	5
1.2 传统业务日薄西山，高端教育强势起航	6
1.3 现金收购+资产重组，资产整合大幕开启	7
二、海淀朝阳遥相呼应，高端教育强势崛起	8
2.1 海淀凯文学校联姻名校，定位高端尽显王者风范	8
2.2 朝阳凯文学校自主办学，高端教育王者再添新翼	9
2.3 海淀凯文学校量价齐升，教育板块利润释放在即	10
2.4 朝阳凯文学校开学在即，再次增厚教育板块利润	11
三、教育体育双轮驱动，未来发展前景可期	12
3.1 现金收购凯文体育，积极布局体育产业	12
3.2 配套融资建体育中心，教学+运营双轮驱动	12
3.3 教育体育双轮驱动，未来发展前景可期	13
四、教育修法影响有限，稀缺品种有望保持	14
4.1 教育修法终获通过，义务教育不能营利	14
4.2 义务教育非营利性影响有限，国际学校稀缺品种有望保持	16
4.3 上海国际课程传言未出新政，凯文学校双语教学影响较小	17
五、盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测：海淀凯文学校助力教育利润提前释放	18
5.2 公司估值：转型高端教育提升估值空间	19
5.3 投资建议：继续“强烈推荐”	20
5.4 风险提示	20

图表目录

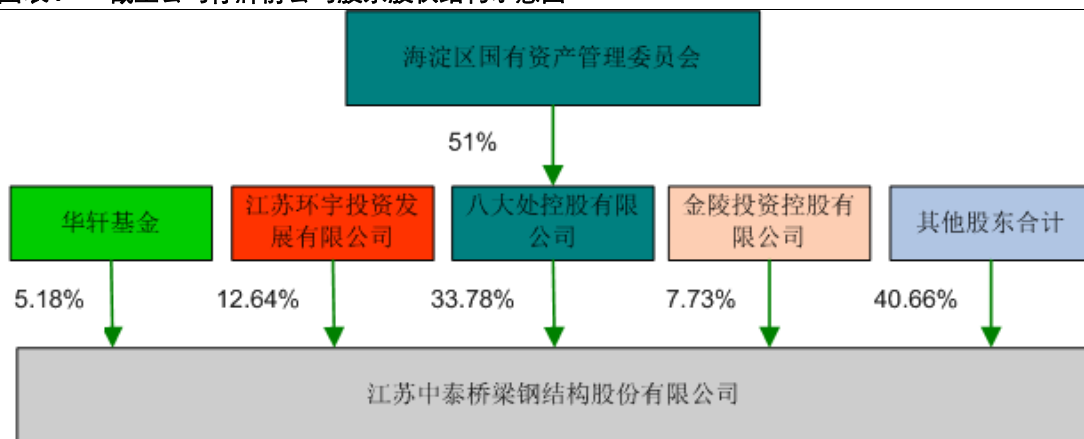
图表 1	截至公司停牌前公司股东股权结构示意图	5
图表 2	资产重组和配套融资完成后公司股权结构示意图	5
图表 3	文凯兴发展重大事件一览表	6
图表 4	公司主业正由“桥梁钢结构”向“桥梁钢结构+高端教育”转变	7
图表 5	通过现金收购+资产重组收购海淀和朝阳凯文学校	8
图表 6	海淀凯文学校四大优势奠定教育王者根基	9
图表 7	海淀凯文与朝阳凯文的主要差异	10
图表 8	海淀凯文招生情况盈利预测表	10
图表 9	朝阳凯文学校学学生招生进度及收入预计（单位：人、万元/年，万元）	11
图表 10	朝阳凯文学校预计盈利情况（单位：人、万元/年，万元）	11
图表 11	海淀凯文体育精神	12
图表 12	体育中心盈利预测及展望（单位：万元）	13
图表 13	教育体育双轮驱动奠定差异化竞争优势	14
图表 14	教育法律一揽子修正草案立法进程	15
图表 15	民办学校政策破冰	16
图表 16	凯文学校投资管理架构示意图	17
图表 17	上海国际课程传言对凯文学校影响有限	18
图表 18	文凯兴教育盈利预测	18
图表 19	公司两大业务营收及增速预测	19
图表 20	公司业绩预测调整及其变动率	19
图表 21	可比教育公司估值比较	19

一、 华丽蜕变国资背景， 资产整合大幕开启

1.1 定向增发+协议转让+资产注入， 华丽蜕变海淀国资上市平台

2015年5月，江苏中泰桥梁钢构股份有限公司（以下简称“中泰桥梁”或公司）发布的非公开发行预案，公司拟向八大处控股有限公司（以下简称“八大处控股”）、华轩（上海）股权投资基金有限公司（以下简称“华轩投资”）和郑亚平等3名特定投资者非公开发行股票18756.70万股。其中，八大处控股认购股数约15005万股，华轩基金认购股数约2680万股，郑亚平认购股数约1082万股。同时，原第一大股东江苏环宇投资发展有限公司（以下简称“环宇投资”）拟向金陵投资控股有限公司（以下简称“金陵投资”）协议转让4000万股，2015年7月转让4000万股完成过户登记，环宇投资持股比例降至21.34%。2016年7月公司完成定向增发，八大处控股取得公司30.10%的股权，环宇投资持股比例降至13.31%，为公司第二大股东，公司实际控制人变更为北京市海淀区国有资产监督管理委员会（以下简称“海淀区国资委”）。

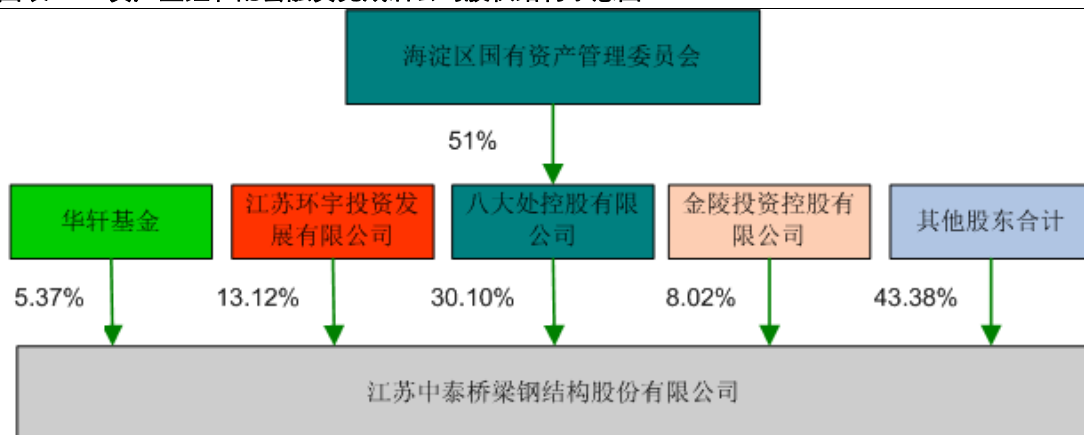
图表1 截至公司停牌前公司股东股权结构示意图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2016年12月公司拟以25070万元向八大处控股收购所持北京文凯兴教育投资有限责任公司（以下简称“文凯兴”）剩余股权，同时向八大处控股配套融资25000万元，预计新增股份2770万股，发行完成后八大处控股持股比例将提升至33.78%，海淀国资对公司控制力进一步提升。

图表2 资产重组和配套融资完成后公司股权结构示意图

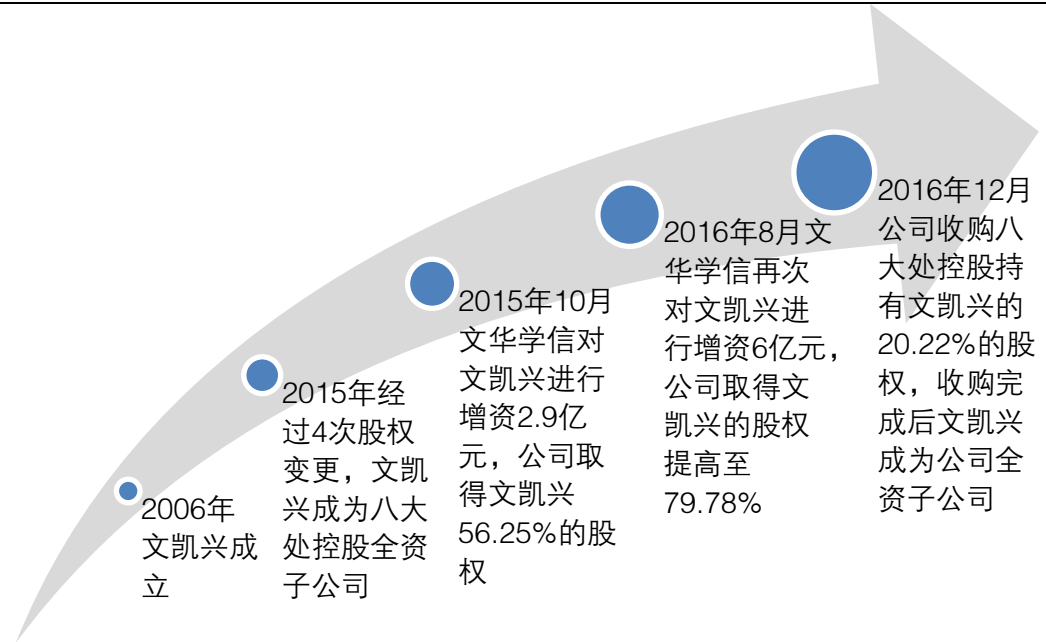


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 传统业务日薄西山，高端教育强势起航

公司传统主业日薄西山，行业竞争日益加剧，毛利率和净利率呈现下降趋势，预计未来几年桥梁钢结构业务将处于收缩阶段。2016年1-9月公司营业收入同比下降46%，净利润亏损4812万元，预计全年净利润亏损7500-8500万元。公司控股股东变更后，公司将充分利用海淀区教育资源，通过联姻清华附中等名校大力发展高端教育。公司通过2次增资文凯兴取得文凯兴79.78%的股权，2016年12月公司发布收购资产预案——拟向控股股东发行股份收购文凯兴剩余股权，文凯兴即将成为公司全资子公司。

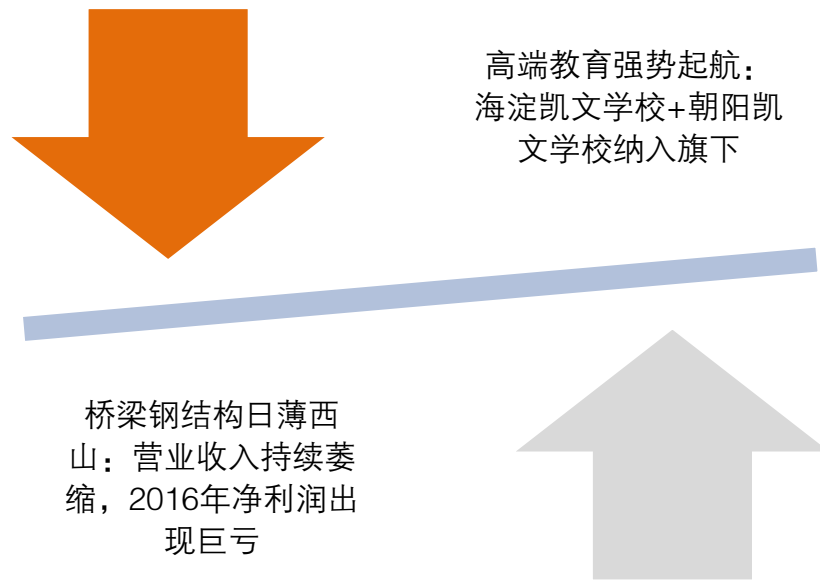
图表3 文凯兴发展重大事件一览表



资料来源：公司公告、平安证券研究所

文凯兴是朝阳凯文学校的举办人，朝阳凯文学校主要为国内外适龄学生提供K12的国际化课程，定位于高端基础教育，预计2017年9月正式开学。同时，公司通过现金收购方式取得海淀凯文学校100%的股权，海淀凯文学校于2016年8月正式开学，通过与清华附中合作为学生提供高端双语教学，目前已经有200多名学生，高端教育逐渐成为公司一大主业，公司业务结构逐步从“桥梁钢结构”变更为“桥梁钢结构+高端教育”，高端教育将成为公司主营业务。

图表4 公司主业正由“桥梁钢结构”向“桥梁钢结构+高端教育”转变

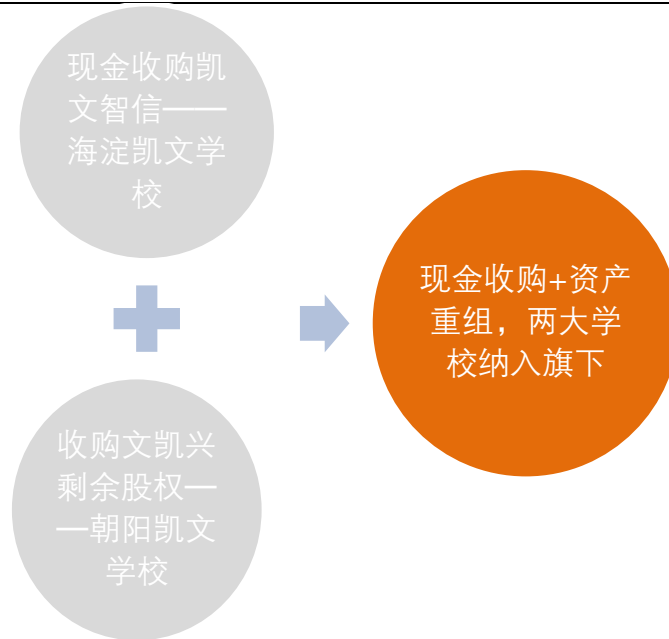


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 现金收购+资产重组，资产整合大幕开启

2016年11月，公司以16520.66万元收购北京凯文智信教育投资有限公司（以下简称“凯文智信”）100%股权，凯文智信成为公司旗下全资子公司。凯文智信为海淀凯文学校的举办者和出资人，主要负责海淀凯文学校的师资团队组建、学校校舍修建、日常运营管理等。海淀凯文学校于2016年8月正式开学，目前在校生200多人，2017-2019年凯文智信累计净利润不低于5000万元，年均净利润不低于1667万元。考虑到海淀凯文招生快速增长，学费也在稳步提升，凯文智信的盈利能力可能大幅超过承诺业绩。2016年12月，公司拟向八大处控股发行新股约1454万股收购其所持文凯兴的20.22%的股权，收购完成后文凯兴成为公司全资子公司。文凯兴主要从事国际教育行业的投资管理咨询服务，致力于打造国际教育管理服务配套，目前正在积极推进朝阳凯文学校投资建设和运营管理，预计2017年9月朝阳凯文学校正式开学，学校容纳能力达到4100人，预计学生招满后每年能够贡献36000万元的净利润。2016年7月公司成为海淀国资旗下高端教育上市平台，是海淀国资国际教育资产证券化的唯一平台，“中国教育看北京，北京教育看海淀”，海淀教育资源十分丰富，公司有望加快资产整合步伐，现金收购+资产重组意味着资产整合大幕的开启。

图表5 通过现金收购+资产重组收购海淀和朝阳凯文学校



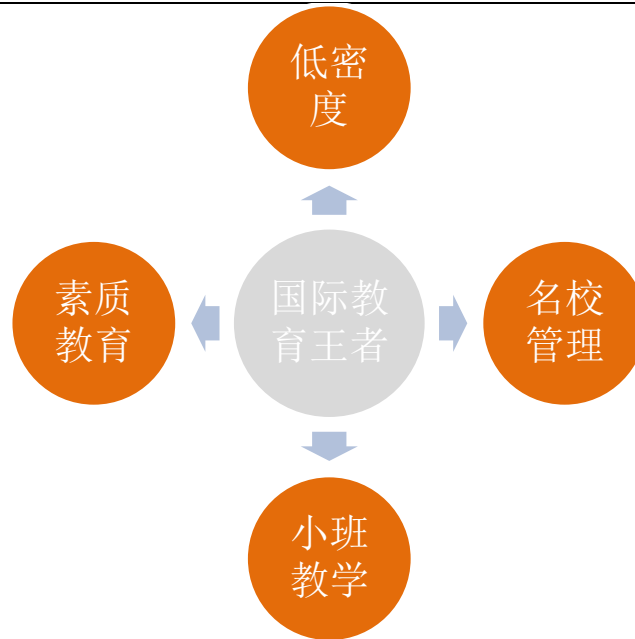
资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 海淀朝阳遥相呼应， 高端教育强势崛起

2.1 海淀凯文学校联姻名校， 定位高端尽显王者风范

海淀凯文学校是由清华附中负责教育教学管理的私立双语学校，提供 1-12 年级国际化教育，高中阶段提供美国 AP 课程，实行 5-3-4 学制，致力培养具有家国情怀、国际视野的优秀人才。海淀凯文学校定位高端：（1）低密度：海淀凯文占地面积 20 万平方米，建筑面积 3.3 万平方米，绿化面积 7 万平方米，水洗面积 1.1 万平方米，容积率 0.17，是海淀区乃至北京市难得一见的低密度学校；（2）名校管理：海淀凯文学校由清华附中负责教育教学管理，总校长、执行校长、学术校长、行政校长、骨干教师等来自于清华附中；（3）小班教学：海淀凯文学校采取小班授课，每班学生 20-25 人，师生比控制在 1：5，最大限度地注重每个学生个性化发展；（4）素质教育：海淀凯文学校以科技、艺术课程为引领，以体育为重要手段，实现学生强身健体、人文艺术发展。海淀凯文学校于 2016 年 8 月首次开学，报名录取比 3：1，首批入学人数达到 200 多人，并且进行常态化招生，预计 3 年内能够实现满员教学，海淀凯文学校作为公司旗下高端教育品牌，有望快速成长为海淀区国际学校的一面旗帜，成为北京高端教育王者。

图表6 海淀凯文学校四大优势奠定教育王者根基



资料来源：学校网站、平安证券研究所

2.2 朝阳凯文学校自主办学，高端教育王者再添新翼

朝阳凯文学校主要面向北京市招收大陆籍及外籍适龄学生，提供从小学到高中的 12 年基础教育国际课程，预计将提供国际主流课程——IB 课程。同时，朝阳凯文学校针对特长生开办艺术高中，培养国际化的艺术人才。因此，朝阳凯文学校拥有小学部、初中部、高中部和艺术高中部等 4 个学部，学生容纳能力 4100 人，预计小学部 800 人、初中部 900 人、高中部 2100 人、艺术高中 300 人。朝阳凯文学校于 2013 年 7 月取得北京市发改委项目核准批复，2016 年 1 月取得北京发改委重新核准批复，截至 2016 年 10 月朝阳凯文学校建成面积约 16.2 万平方米，占规划面积的 76.4%，学校建设进展顺利，预计 2017 年 1 季度朝阳凯文学校建成，2017 年 9 月朝阳凯文学校正式开学。朝阳凯文学校是公司在北京举办的第二所国际学校，与海淀凯文学校遥相呼应，同时与海淀凯文学校定位有异：（1）课程体系不同，朝阳凯文学校将提供 IB 国际课程，海淀凯文学校主要提供对美课程；（2）办学模式不同，朝阳凯文学校采取自主办学模式，海淀凯文学校采取联姻名校模式；（3）学部设置不同，朝阳凯文学校增设了艺术高中部。（4）容纳能力不同，朝阳凯文学校能够容纳 4100 名学生，海淀凯文学校能够容纳 1300 名学生。朝阳凯文学校是公司独立自主开办的 IB 国际学校，突出艺术、体育等办学特色，能够形成凯文品牌的核心竞争力，助力公司成为高端教育王者。

图表7 海淀凯文与朝阳凯文的主要差异



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 海淀凯文学校量价齐升，教育板块利润释放在即

海淀凯文学校学生设计容纳能力 1300 人，根据招生情况可扩大至 1600 人。海淀凯文学校 2016 年 8 月迎来首批 200 名学生，并进行常态后招生，预计目前在在校生规模 250 名左右，预计 3 年内能够达到满员教学。2016-2017 学年海淀凯文学费标准小学 18 万元/年，初中 22 万元/年，高中 25 万/年，预计 2017-2018 学年将上调学费标准。同时，海淀凯文还收取入学申请费 2000 元/生，校车费 12800 元/生/学年（五公里以内，超过按照 13500 元/生/学年收取），住宿费 30000 元/生/学年，午餐费 5490 元/生/学年，校服费 1980/生。假设 2016-2019 年公司在在校生规模分别为 240 人、800 人、1300 人和 1300 人，2016-2019 年人均学费标准分别是 22 万/学年、23 万/学年、24 万/学年和 25 万/学年，人均师资成本分别为 40 万元/学年、45 万元/学年、50 万元/学年和 55 万元/学年，再考虑到各类杂费、学校租金和前期开办费用，预计 2016-2019 年海淀凯文的学校结余分别为-2184 万元、5769 万元、15064 万元和 23920 万元。凯文智信是海淀凯文的举办者和出资人，提供品牌授权、师资管理、各类服务等方式向海淀凯文收取费用，凯文智信则会产生税费，假设税费比例占学校结余的 30%，则预计 2016-2019 年凯文智信净利润分别为-1529 万元、4038 万元、10545 万元和 16744 万元，对公司未来几年业绩贡献十分显著。

图表8 海淀凯文招生情况盈利预测表

年份	在校 生	学费收 入	杂费 合计	收入合 计	师资成 本	租金 成本	开办 费用	成本合 计	学校结 余	凯文智 信利润
2016	240	2347	533	2880	1920	144	3000	5064	-2184	-1529
2017	800	11004	2444	13449	7200	480	0	7680	5769	4038
2018	1300	23733	5111	28844	13000	780	0	13780	15064	10545
2019	1300	32500	6500	39000	14300	780	0	15080	23920	16744

资料来源：公司公告，海淀凯文官方网站，平安证券研究所

2.4 朝阳凯文学校开学在即，再次增厚教育板块利润

朝阳凯文学校计划 2017 年 9 月正式开学，学费标准预计在 20 万元/学年/生左右，预计满员后将贡献学费收入 8.2 亿元/年。根据学校规划，朝阳凯文学校初高中学生的住校率不低于 80%，人均住宿费 4 万元/年，预计满员后住宿费将达到 1 亿元/年。同时，朝阳凯文学校还为学生提供艺术（舞蹈、美术、音乐）和体育（冰球、网球、橄榄球）等方面专项培训，人均培训收费预计 3.5 万元/年，假设有一半学生有培训需求，则满员后培训费将达到 0.7 亿元/年。因此，朝阳凯文学校满员后将贡献营业收入近 10 亿元/年。

图表9 朝阳凯文学校学生招生进度及收入预计（单位：人、万元/年，万元）

学年	小学 K1-K5	初中 K6-K8	高中 K9-K12	学生 总计	学费	住宿费	培训费	收入合计
2017-2018	440	440	900	1,780	35600	1280	1558	38438
2018-2019	660	740	1,400	2,800	56000	3200	4900	64100
2019-2020	780	840	1,680	3,300	66000	5696	5775	77471
2020-2021	800	900	1,980	3,680	73600	8064	6440	88104
2021-2022	800	900	2,180	3,880	77600	9408	6790	93798
2022-2023	800	900	2,280	3,980	79600	10176	6965	96741
2023-2024	800	900	2,400	4,100	82000	10560	7175	99735

资料来源：公司公告，平安证券研究所

从成本费用端来看，朝阳凯文学校的主要成本是人工成本——教师工资及福利，主要费用为固定资产折旧。朝阳凯文学校的师生配比预计 1: 8，预计学校满员后老师数量将达到 500 多人，按照人均 40 万元的人工成本计算，教职工费用预计达到 2 亿元/年。同时，朝阳凯文学校总投资 14.8 万元，按照 15 年的折旧年限计算，年折旧预计 1 亿元/年。朝阳凯文学校还将产生管理费用、销售费用等，参考枫叶教育和海亮教育，预计两者合计占营业收入的 14%，即 1.4 亿元。因此，朝阳凯文学校满员后预计能够学校结余 5.5 亿元/年。考虑到文凯兴通过租金、管理费等方式体现在朝阳凯文学校实现的业绩，文凯兴作为法人公司将涉及到营业税及其附加、所得税等税负，同时还需要负担管理费用、财务费用，预计学生满员后能够体现在上市公司报表中的业绩约为 3.6 亿元/年（按照税费占比 35%计算），再次增厚教育板块利润。

图表10 朝阳凯文学校预计盈利情况（单位：人、万元/年，万元）

学年	学生总 计	收入合 计	老师成 本	折旧费 用	管理费 用	销售费 用	成本+费 用	学校结 余	公司利 润
2017-2018	1,780	38438	8900	9870	3844	1538	24151	14287	9287
2018-2019	2,800	64100	14000	9870	6410	2564	32844	31256	20316
2019-2020	3,300	77471	16500	9870	7747	3099	37216	40255	26166
2020-2021	3,680	88104	18400	9870	8810	3524	40605	47499	30874
2021-2022	3,880	93798	19400	9870	9380	3752	42402	51396	33407
2022-2023	3,980	96741	19900	9870	9674	3870	43314	53427	34728
2023-2024	4,100	99735	20500	9870	9974	3989	44333	55402	36011

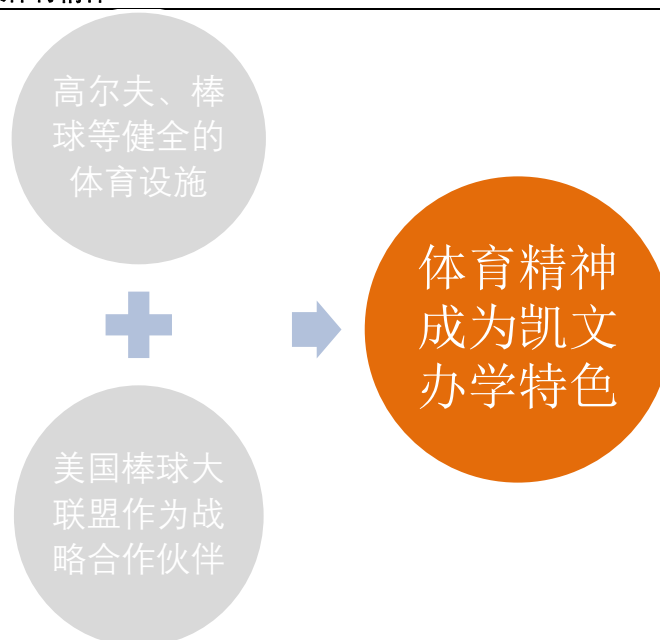
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、教育体育双轮驱动，未来发展前景可期

3.1 现金收购凯文体育，积极布局体育产业

2016年11月，公司拟以995.56万元收购北京凯文学信体育投资管理有限公司（以下简称“凯文体育”）100%股权，凯文体育主要从事体育运动项目经营和体育用品销售等业务，成立于2016年1月，注册资本1000万元，拥有与教育产业配套的国际化体育教育特色平台。海淀凯文学校拥有6270平米综合体育馆、600平米小学专用体育馆、2700米室外冰场、25米泳道标志游泳馆、300米8道环形跑道、1000米环校生态慢跑道、100米皮划艇练习场、标志篮球场、网球场、棒（垒）球场、足球场和高尔夫练习场，体育设施十分齐全，培养孩子的“体育精神”是凯文办学特色。海淀凯文学校是美国棒球大联盟（MLB）在国内第一个授权机构，是MLB官方青少年发展合作伙伴，LMB将为学校提供课程、派遣教练、组建校队、举办赛事、承办棒球夏令营等体育活动，凯文体育将成为海淀凯文学校体育产业发展的主要载体，将积极布局体育产业。

图表11 海淀凯文体育精神

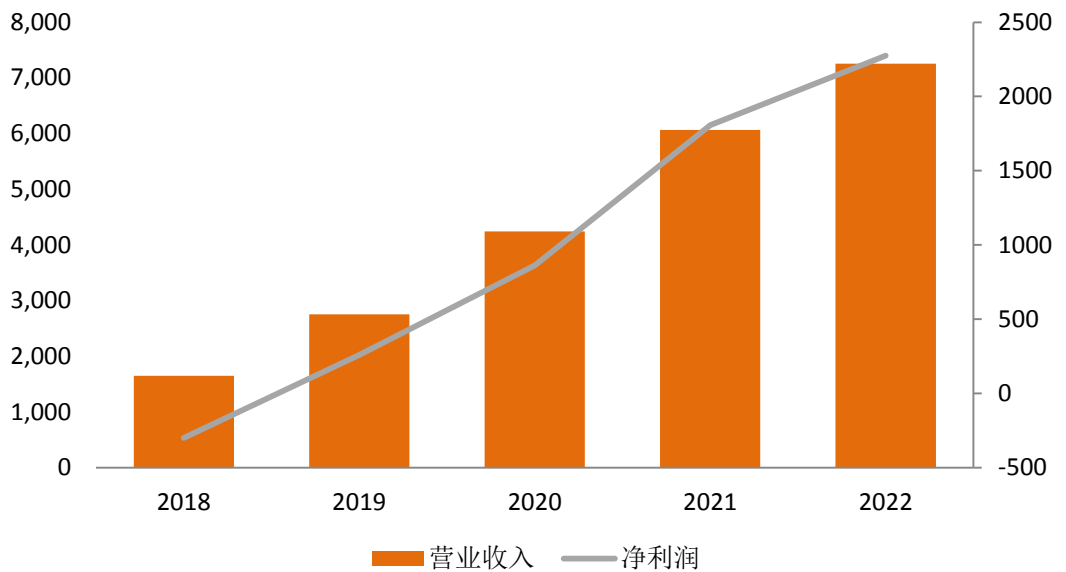


资料来源：海淀凯文官方网站、平安证券研究所

3.2 配套融资建体育中心，教学+运营双轮驱动

2016年12月，公司拟向八大处控股发行股份收购资产同时配套融资2.5亿元，配套融资全部投向朝阳凯文学校体育中心建设项目（以下简称“体育中心”）。体育中心是前次公司募投项目之一，投资预算4739万元，主要用于一般体育教学，为了能够提升学校差异化竞争优势，把握冬奥会成功申办后体育运动特别是冰雪运动快速发展机遇，公司将建设高水平的体育中心，打造国际学校体育中学的品牌特色，公司将追加投资25104万元，体育中心总投资将达到29843万元。建成后的体育中心将拥有比赛标准用冰球场1个，标准比赛用击剑道28条，标准篮球场3个，标准游泳馆1个，主要用于日常教学和对外运营。预计2017年底体育中心竣工，2018年投入运营，在满足学校正常教学需求的同时，开设兴趣班和特色体育冬夏令营，进行击剑、篮球、游泳、冰球等体育项目培训。根据公司预测，预计2018-2020体育中心将贡献营业收入1654万元、2756万元和5245万元，预计贡献净利润-299万元、259万元和862万元，至2027年体育中心净利润稳定在3151万元。

图表12 体育中心盈利预测及展望（单位：万元）

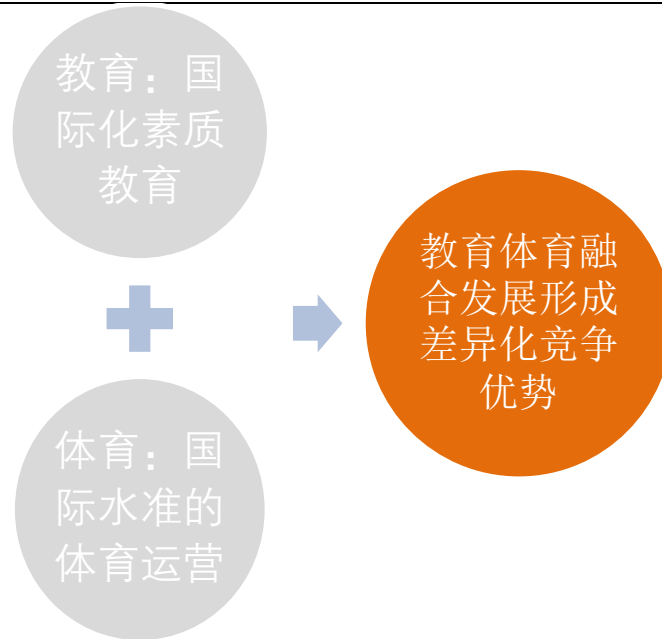


资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 教育体育双轮驱动，未来发展前景可期

公司收购凯文教育和投资建设体育中心即是布局体育产业的重大举措，也是提升国际学校核心竞争力的重要决策，教育体育融合发展对于公司教育产业发展、深度挖掘教育后市场和抢占体育高地具有重要意义。公司旗下的两所学校——海淀凯文学校和朝阳凯文学校都十分重视体育与教育的融合发展，体育成为凯文的一大特色和差异化优势，助力素质教育和抓住体育发展机遇。公司通过收购凯文体育和打造体育中心，彰显出公司体育产业发展的基本脉络：教学需求+体育运营，不仅能够满足学校发展需求，也能够通过运营实现体育产业利润最大化。2022年我国将举办冬奥会，冰雪运动迎来发展契机，2016年以来国家陆续出台了《竞技体育“十三五”规划》、《冰雪运动发展规划（2016--2025年）》和《全国冰雪场地设施建设规划（2016--2022年）》等政策，预计全国冰雪产业总规模到2020年将达到6000亿元，到2025年将达到10000亿元，全国中小校园冰雪运动特色学校2020年将达2000所，2025年将达5000所。公司大力布局体育产业，聚焦冰雪运动，公司体育产业有望迎来发展机遇，看好公司教育体育双轮驱动的发展战略，体育产业发展前景广阔。

图表13 教育体育双轮驱动奠定差异化竞争优势



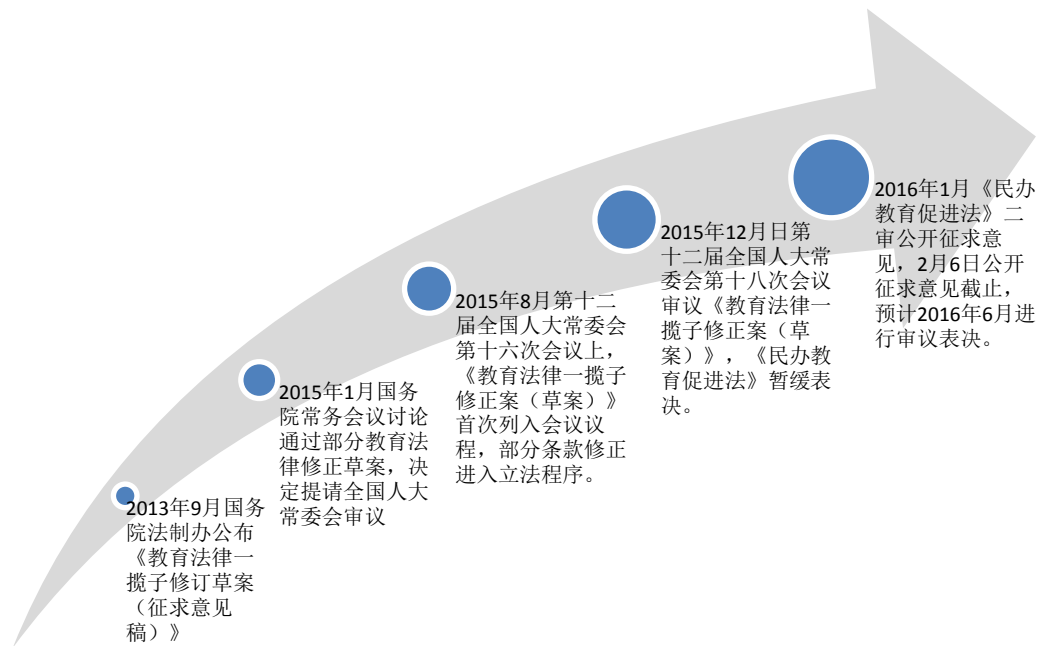
资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、 教育修法影响有限，稀缺品种有望保持

4.1 教育修法终获通过，义务教育不能营利

2013年9月国务院法制办公布《教育法律一揽子修订草案（征求意见稿）》，拟对《中华人民共和国教育法》、《中华人民共和国高等教育法》、《中华人民共和国教师法》和《中华人民共和国民办教育促进法》等4部法律相关条款进行修订。2015年1月李克强总理主持召开国务院常务会议讨论通过部分教育法律修正草案，涉及《教育法》、《高等教育法》和《民办教育促进法》等3部法律，决定提请全国人大常委会审议。2015年8月第十二届全国人大常委会第十六次会议上，《教育法律一揽子修正案（草案）》首次列入全国人大常委会会议议程，《教育法》、《高等教育法》和《民办教育促进法》部分条款修正进入立法程序。2015年12月第十二届全国人大常委会第十八次会议审议《教育法律一揽子修正案（草案）》，《民办教育促进法》暂缓表决。

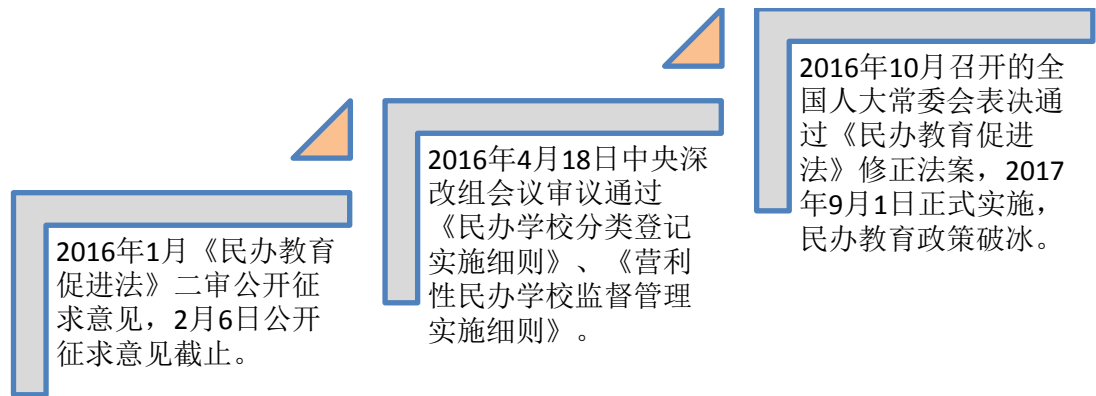
图表14 教育法律一揽子修正草案立法进程



资料来源：国务院、百度、平安证券研究所

民办学校最大的问题在于民办学校和公办学校法律地位不对等，民办学校为非营利性非企业法人。无论是国家法制办的《教育法律一揽子修订草案（征求意见稿）》，还是全国人大常委会的《教育法律一揽子修正案（草案）》，均在聚焦提升民办学校的法律地位和允许举办营利性民办学校。《教育法律一揽子修订草案（征求意见稿）》提出民办学校可以自主选择登记为非营利性或营利性法人，擅自办学的民办学校将被取缔；国务院常务会议讨论通过部分教育法律修正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；《教育法律一揽子修正案（草案）》提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，营利性民办学校的收费标准，实行市场调节，由学校自主决定。2016年1月《民办教育促进法》二审公开征求意见，2月6日公开征求意见截止。2016年4月18日中央深改组会议审议通过《民办学校分类登记实施细则》、《营利性民办学校监督管理实施细则》，会议强调支持和规范民办教育发展，要建立营利性和非营利性民办学校分类登记、分类管理制度。2016年10月31日召开的全国人大常委会第二十四次会议审议通过《民办教育促进法》修正案，允许开办营利性学校，但义务教育阶段除外，预计2017年9月正式实施，民办教育政策破冰。

图表15 民办学校政策破冰

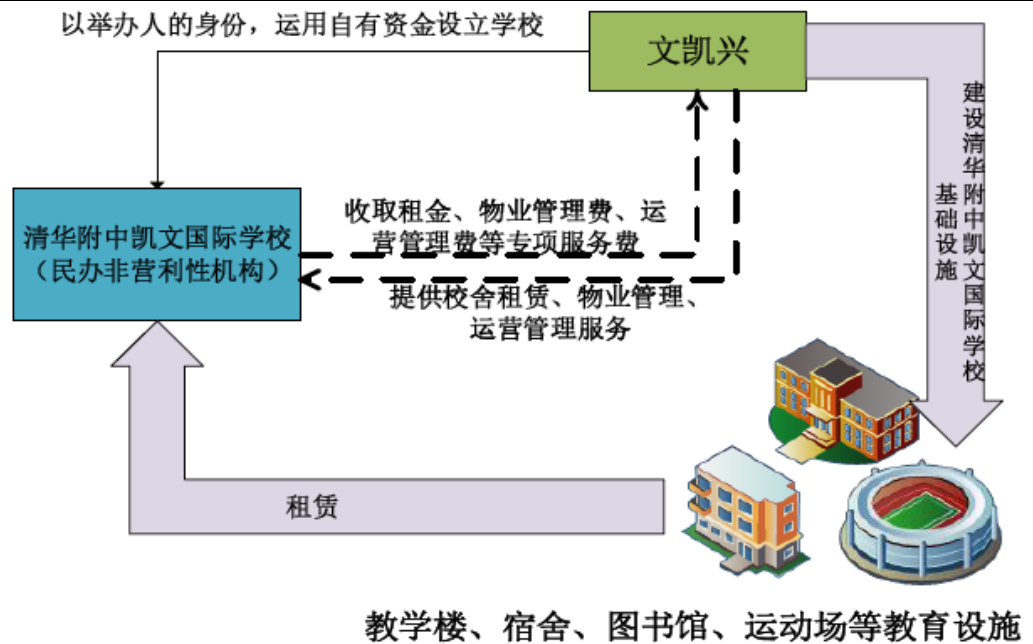


资料来源：百度、平安证券研究所

4.2 义务教育非营利性影响有限，国际学校稀缺品种有望保持

义务教育阶段民办学校不允许开设营利性学校对公司影响有限：（1）根据《民办促进法》规定，举办者开办非营利性学校可以取得合理回报，通过管理公司可以将合理回报转化为上市公司利润，公司已经搭建了完善的管理平台，利润体现没有法律障碍。投资者担心的是义务教育阶段不允许设立营利性学校会打破原有的管理平台的利润转移模式，我们认为这种担心是多余的，首先法律允许投资者取得合理回报，即学校可以有结余；其次，教育主管部门根据办学成本核定学费标准，而办学成本就是学校租赁费、老师成本、管理费、品牌授权费等，这些都将流向管理公司，是合法的利润转移；最后，政府推出《民办教育促进法》本意是推动民办教育产业发展，并非要遏制民办教育的发展，不可能出台极端政策——不允许利润的合理转移。（2）增强公司在 A 股市场的稀缺性，预计未来 2-3 年内 A 股基础教育唯一一个标的的地位不会改变，目前 A 股市场中还有紫光学大正在推动国际学校事项，但其定向增发受阻，国际学校建设必然推迟。同时，国际学校一般都是 K12 学校，义务教育阶段非营利性决定了上市公司很难通过发行股份收购国际学校，现金收购将成为很多上市公司布局国际学校的“拦路虎”。因此，我们判断公司在未来 2-3 年内将成为国际学校唯一标的，且 2-3 年后公司国际学校利润将大幅释放，先发优势将奠定公司高端教育王者的根基。

图表16 凯文学校投资管理架构示意图

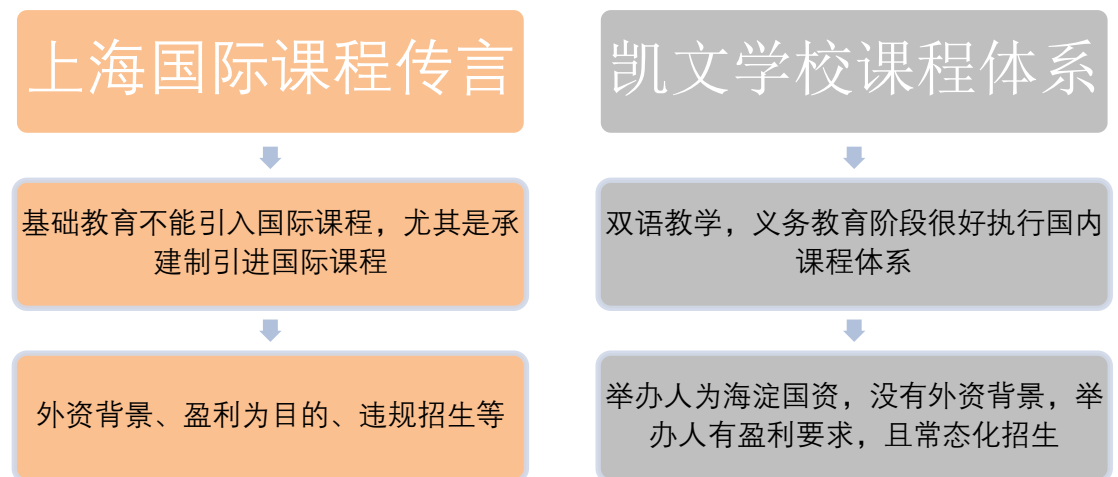


资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.3 上海国际课程传言未出新政，凯文学校双语教学影响较小

2016年10月上海流出一篇内部会议——《上海市国际课程政策最新动态》，文章指出上海民办学校存在以下四大问题：（1）基础教育阶段（小学和初中）引入国际课程，损害了中国主权；（2）部分民办学校存在外资背景或盈利为目的，这不规划；（3）承建制引进国外课程，未经审批；（4）民办学校存在违规招生。上海国际课程传闻对投资者影响较大，认为国家可能向国际学校“开刀”，但实际上仅是传闻，上海市教委随后回应国际课程不实传言，各大媒体紧急辟谣。到目前为止，上海并未出台有关国际课程的相关政策，沪上主要民办学校运行依旧。我们认为上海国际课程传闻对凯文学校影响有限：（1）传言能否上升到政策存在较大不确定性，即使上升到上海国际课程新政，但要推广到北京还存在较大不确定性；（2）凯文学校推行双语教学，义务教育阶段国内课程得到很好的贯穿执行，并未在义务教育阶段承建制引进外方课程，基本不需要整改；（3）凯文学校举办人是海淀国资，没有外方背景，唯一有影响的可能是招生政策——常态化招生受到严格控制，整体上对凯文学校影响有限。

图表17 上海国际课程传言对凯文学校影响有限



资料来源：海淀凯文官方网站、平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：海淀凯文学校助力教育利润提前释放

公司通过现金收购+资产重组将海淀凯文学校和朝阳凯文学校纳入旗下，海淀凯文学校 2016 年 8 月开学，预计 2017 年 9 月在校生规模将达到 800 人；朝阳凯文学校预计 2017 年 9 月开学，根据公司非公开发行预案，预计当年招生规模在 1780 人。预计 2017 年海淀凯文学校实现营业收入 13449 万元，实现盈利 4038 万元；预计朝阳凯文学校实现营业收入 12812 万元，考虑到前期开办费用、师资成本、折旧和财务费用等因素，预计 2017 年度朝阳凯文学校略亏，2018 年业绩将快速释放。

图表18 文凯兴教育盈利预测

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入（万元）	9600	32000	48000	54400	60800	64000
营业成本（万元）	4113	8227	8227	8227	8227	8227
营业税金及附加（万元）	538	1792	2688	3046	3405	3584
管理费用（万元）	932	1940	2660	2948	3236	3380
财务费用（万元）	4403	4225	3225	1700	-	-
营业利润（万元）	(385)	15816	31200	38479	45932	48809
所得税（万元）	(96)	3954	7800	9620	11483	12202
净利润（万元）	(289)	11862	23400	28859	34449	36607

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2016年公司营业收入主要来自于桥梁钢结构业务，考虑到公司已经将业务重心转向高端教育，桥梁钢结构业务持续萎缩，预计2016年公司桥梁钢结构业务同比下降达到40%。2017年公司营业收入构成成为桥梁钢结构业务和高端教育业务，预计桥梁钢结构业务增长-10%，高端教育业务实现营业收入2.30亿元。2018年公司高端教育业务营业收入有望超过钢结构业务，预计桥梁钢结构业务继续下滑15%（不排除有剥离的可能性），高端教育营业收入有望达到6.42亿元。

图表19 公司两大业务营收及增速预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
桥梁钢结构业务(百万)	832.79	763.33	458.00	411.20	347.37
同比增长	25.14%	-8.34%	-40.00%	-10.00%	-15.00%
高端教育业务(百万)	0.00	0.00	0.00	230.00	557.00
营业收入合计	832.79	763.33	458.00	641.20	904.37
同比增长	25.14%	-8.34%	-40.00%	40.22%	41.29%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

考虑到公司启动了现金收购海淀凯文学校和发股收购朝阳凯文学校剩余股权,我们上调2017-2018年公司的盈利预测。预计2016-2018年公司营业收入4.58亿元、6.41亿元和9.04亿元,分别同比增长-40%、40.22%和41.29%;EPS分别为-0.16元、0.13元和0.45元(原预测-0.16元、0.09元和0.33元),对应停牌前收盘价的PE分别为-136.33倍、169.86倍和48.31倍,PB分别为4.77倍、4.66倍和4.26倍。

图表20 公司业绩预测调整及其变动率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
原EPS预测	0.03	0.01	-0.16	0.09	0.33
现EPS预测	0.03	0.01	-0.16	0.13	0.45
RPS预测变动率	0%	0%	0%	44%	36%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

5.2 公司估值:转型高端教育提升估值空间

公司传统业务板块估值偏高,但与A股市场其他转型教育公司相比,公司主要深耕国际学校等基础教育领域,是A股市场国际学校第一股,对标港股市场的枫叶教育,具有显著的稀缺性。目前,A股市场中转型教育的公司主要有紫光学大、勤上光电、电光科技、秀强股份、威创股份、长方集团、世纪鼎立、洪涛股份、立思辰、全通教育等可比标的。从市值来看,立思辰市值最大,紫光学大市值最小;从2017年预测PE来看,世纪鼎立PE最低,紫光学大最高;从2017年预测PB来看,世纪地利最低,电光科技最高。2016-2017年中泰桥梁估值优势并不显著,但公司大力发展高端教育,实体学校的业绩释放需要一定时间和积累,2017年开始教育业绩开始释放,之后呈现加速之势,2018年公司预测PE和PB显著低于可比公司均值。

图表21 可比教育公司估值比较

证券简称	最新市值	2016PE	2017PE	2018PE	2016PB	2017PB	2018PB
立思辰	144.71	52.18	37.50	27.02	3.85	3.49	3.11
勤上光电	139.72	95.14	51.95	41.84	3.75	3.51	3.26
全通教育	125.42	60.61	39.25	29.16	5.33	4.71	4.05
威创股份	124.90	62.88	40.42	28.63	5.37	4.97	4.41
新南洋	73.66	70.20	57.32	41.56	7.36	6.63	5.80
中国高科	72.69	14.05	57.95	47.22	4.85	4.62	4.41
秀强股份	71.85	61.26	42.52	31.62	5.10	4.71	4.28
长方集团	68.11	63.90	48.54	38.71	3.84	3.54	3.23
电光科技	66.15	138.33	104.91	97.34	7.28	6.87	6.57

证券简称	最新市值	2016PE	2017PE	2018PE	2016PB	2017PB	2018PB
世纪鼎利	65.41	42.51	33.87	26.97	2.71	2.60	2.43
盛通股份	53.31	160.33	89.55	68.16	8.10	6.06	5.64
紫光学大	37.51	194.56	196.42	144.78	20.74	16.59	13.55
均值	86.95	84.66	66.68	51.92	6.52	5.69	5.06
中泰桥梁	108.54	-136.33	169.86	48.31	4.77	4.66	4.26
占均值比重	1.25	-1.61	2.55	0.93	0.73	0.82	0.84

资料来源：WIND、平安证券研究所

5.3 投资建议：继续“强烈推荐”

公司是A股市场中第一家转型国际学校的上市公司，背靠海淀区国资委，借助海淀区优质的教育资源，联名名校共建凯文学校。海淀凯文学校强势崛起，现金收购减少业绩摊薄，且定价较低，对公司业绩具有积极贡献。朝阳凯文学校进展顺利，预计2017年9月正式开学，高端教育将逐步成为公司主业，预计2017年高端教育开始贡献利润，2018年业绩加速释放。同时，公司拟现金收购凯文体育和建设体育中心，聚焦冰雪运动，教学和体育运营的体育产业发展脉络清晰，体育产业发展前景广阔。我们看好公司控股权变更后的整合空间和教育+体育双轮驱动的发展前景，维持“强烈推荐”评级，目标价28元。

5.4 风险提示

传统主业竞争加剧，国际学校建设进程不及预期，国际学校招生不及预期等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1312	2014	2970	2450
现金	338	1623	1799	1605
应收账款	221	54	331	212
其他应收款	36	24	60	58
预付账款	25	5	38	23
存货	690	296	736	535
其他流动资产	2	12	6	17
非流动资产	1252	1061	1136	1261
长期投资	0	0	0	0
固定资产	356	312	434	576
无形资产	52	52	53	54
其他非流动资产	845	697	649	630
资产总计	2565	3075	4106	3711
流动负债	1543	487	1459	846
短期借款	197	197	197	197
应付账款	278	131	297	230
其他流动负债	1068	160	965	419
非流动负债	158	48	60	79
长期借款	108	-2	10	29
其他非流动负债	50	50	50	50
负债合计	1701	536	1519	925
少数股东权益	260	265	260	237
股本	311	499	499	499
资本公积	184	1747	1747	1747
留存收益	108	41	96	286
归属母公司股东权益	604	2274	2327	2549
负债和股东权益	2565	3075	4106	3711

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	174	-503	265	-65
净利润	3	-74	59	202
折旧摊销	38	31	37	52
财务费用	41	10	-15	-19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	85	-470	184	-300
其他经营现金流	8	0	0	0
投资活动现金流	24	161	-113	-176
资本支出	1	-192	75	124
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	25	-31	-37	-52
筹资活动现金流	-110	1628	25	47
短期借款	-75	0	0	0
长期借款	-140	-110	12	19
普通股增加	0	188	0	0
资本公积增加	0	1562	0	0
其他筹资现金流	105	-12	13	28
现金净增加额	88	1285	177	-195

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	763	458	641	904
营业成本	661	453	474	584
营业税金及附加	6	4	5	8
营业费用	2	14	32	21
管理费用	42	50	51	30
财务费用	41	10	-15	-19
资产减值损失	4	14	16	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	7	-88	77	269
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	5	15	2	3
利润总额	6	-99	78	269
所得税	3	-25	20	67
净利润	3	-74	59	202
少数股东损益	0	5	-5	-23
归属母公司净利润	3	-80	64	225
EBITDA	52	-84	76	282
EPS(元)	0.01	-0.16	0.13	0.45

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-8.3	-40.0	40.0	41.0
营业利润(%)	-48.9	-1397.1	187.8	249.8
归属于母公司净利润(%)	-77.9	-2879.9	-180.3	251.6
获利能力				
毛利率(%)	13.4	1.0	26.0	35.4
净利率(%)	0.4	-17.4	10.0	24.9
ROE(%)	0.3	-2.9	2.3	7.2
ROIC(%)	0.7	-3.4	1.1	6.0
偿债能力				
资产负债率(%)	66.3	17.4	37.0	24.9
净负债比率(%)	-1.1	-55.4	-60.4	-48.0
流动比率	0.9	4.1	2.0	2.9
速动比率	0.4	3.5	1.5	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.01	-0.16	0.13	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	-1.01	0.53	-0.13
每股净资产(最新摊薄)	1.21	4.56	4.67	5.11
估值比率				
P/E	3,790.0	-136.3	169.9	48.3
P/B	18.0	4.8	4.7	4.3
EV/EBITDA	213.5	-116.1	126.4	34.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033