安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 05 月 17 日

中泰桥梁（002659.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

国际教育王者，绝对价值凸显

■高端国际教育第一股，海淀低调入主中泰：公司之前是江苏民营钢构企业，主要从事桥梁结构制作经营，拥有钢结构工程专业承包国家一级资质，年加工能力为 12-14 万吨，是国内桥梁结构制作领域的龙头企业和国内首家桥梁钢结构上市公司。2015 年 5 月，通过非公开发行及原控制人股份转让，公司实际控制人变更为海淀国资委；经过此次非公增发及持续对子公司文凯兴增资，中泰桥梁变身为拥有两所高端国际教育实体学校的平台，成为 A 股市场首家国际教育公司。

■教育+体育双轮驱动，打造凯文教育品牌：2016 年 11 月以来，公司快速推进收购文凯兴 20.22%剩余股权非公方案，旨在解决与大股东同业问题，将朝阳凯文国际学校完全纳入体内；同时积极推进现金收购凯文智信、凯文学信及凯文睿信股权，目前公司以子公司文华学信为国际教育平台，下辖两所高端国际教育学校，同时分别拥有国际化教育体育资产、运营平台、国际教育资源运营管理平台、国际留学咨询等产业链配套子平台，公司在高端国际教育链布局初具雏形，为凯文教育品牌打造奠定基础，也为公司未来立足实体国际学校，向国际教育品牌管理输出埋下伏笔。

■两所高端国际教育学校，未来盈利值得期待：公司旗下朝阳凯文学校定位是 K12 基础教育国际课程，计划提供国际 IB 课程，招生对象为中外籍适龄学生，设计招生可达 4100 人，人均学费约 20 万元/年，预计将于 2017 年 9 月开学；海淀凯文学校提供 1-12 年级国际化教育，高中阶段提供美国 AP 课程，该校设计招生 1300 人，已于 2016 年 9 月开学，目前人均学费约 24 万元/年。两所学校硬件设施、软件师资配套以及对生源定位高端，朝阳凯文、海淀凯文两所学校满员后，预计年均现金流入分别为 9.97 亿元和 3.45 亿元，年均贡献利润分别为 3.6 亿元和 1.6 亿元。公司公告显示，体育中心 2018 年投入使用，满员后预计年均现金流入 2064 万元，公司盈利前景十分可观。

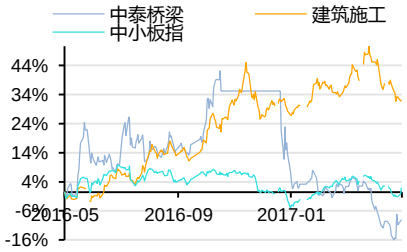
■国际教育低龄化明显，北京国际教育生源占比不高。我们根据北京国际学校官方网站公开信息，汇总的 85 所国际学校中，有 68 所招收中国籍学生，我们根据已有生源信息做平均平滑处理和总量加总分析，估计北京 68 所招收中国籍学生的国际学校中，小初高三阶段每年招录新生约 3669 人、5148 人和 6869 人，分别占 2015 年同阶段整体招生数的 2%、5%和 11%；同时，68 所国际学校各阶段在校生总生源比重分别为 2%、5%和 11%，合计国际学校生源占总体生源比重仅为 4%，目前国际教育低龄化趋势明显，尤其北京、上海等一线城市对国际教育需求尤为旺盛，从测算结果来看，北京市国际教育招录新生比例及国际教育学校在校生源比例均不高，国际教育学校学位仍有扩充空间。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	21 元
股价（2017-05-16）	14.60 元

交易数据

总市值（百万元）	7,279.08
流通市值(百万元)	4,540.52
总股本（百万股）	498.57
流通股本(百万股)	310.99
12 个月价格区间	13.50/22.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.24	-10.18	-12.07
绝对收益	-6.83	-8.64	-10.74

金嘉欣 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

中泰桥梁：依托名校资源打造国际教育平台	2016-08-28
中泰桥梁：增发完毕机制梳理将启动，产业整合可期	2016-07-19
中泰桥梁：获取定增批文，教育布局有望加速	2016-06-05

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**DCF 估值绝对价值凸显，大股东增持成本较高：**公司是 A 股市场仅有的国际教育平台，我们利用 DCF 估值模型，根据朝阳凯文和海淀凯文两所学校未来现金流量进行测算，公司绝对价值约 105 亿元，对应当前股本每股价值为 21.02 元；另外，公司 2016 年 12 月定增发行价格分别为 17.24 元和 19 元，同时，2017 年 1 月份大股东增持 995 股，增持成本约 19.1 元/股，较 5 月 12 日收盘价，分别倒挂了 20%、32.4%和 33%。

■**投资建议：**综合来看，公司背靠海淀国资委，控股股东具有较强的教育资源和资金实力，为公司导入丰富的教育资源，同时给予其强大的资金支持，使得公司短期内蜕变为 A 股市场第一家高端国际教育平台；公司目前拥有两所国内一线国际教育实体学校，同时拟建国内领先的体育配套设施，教育、体育协同发展，着力打造高端国际教育品牌，未来有望立足国际教育学校实体，向高端国际教育品牌输出管理模式发展，公司发展前景值得期待，同时我们根据公司旗下两所实体学校未来现金流进行 DCF 估值，公司每股绝对价值为 21.02 元，公司当前价值低估，维持对公司的买入-A 的投资评级，给予公司 6 个月目标价 21 元，对应我们业绩预测，2017 年动态 PE191 倍。

■**风险提示：**传统主业竞争加剧，国际学校招生低于预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	763.3	322.6	449.7	619.2	798.8
净利润	2.9	-96.0	47.1	134.4	214.4
每股收益(元)	0.01	-0.19	0.11	0.30	0.45
每股净资产(元)	1.21	4.48	4.41	4.70	5.15

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,541.7	-75.8	127.4	49.1	32.4
市净率(倍)	12.1	3.3	3.3	3.1	2.8
净利润率	0.4%	-29.8%	13.4%	25.3%	29.7%
净资产收益率	0.5%	-4.3%	2.6%	6.3%	8.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.7%	-14.0%	2.1%	6.8%	10.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 海淀国资强力支持，华丽变身高端国际教育 5
1.1. 背靠国资委大平台，教育体育同步发展 5
1.2. 教育资源日趋完善，产业布局雏形初现 6
2. 国际教育定位高端，多管齐下打造品牌 7
2.1. 海淀凯文定位高端，联姻清华资源共享 7
2.2. 朝阳凯文自主办学，收入前景十分可观 8
2.3. 国际水准建体育中心，帮助凯文学校品牌树立 9
3. 国际教育需求旺盛，立足海淀市场广阔 10
3.1. 学费上行空间较大，在读生源比重不高 10
3.2. 海淀教育资源丰富，助力凯文品牌打造 11
3.3. 钢构经历底部洗礼，行业需求复苏在即 12
4. 教育收益前景可期，投资价值充分显现 13
4.1. 定位高端国际教育，教育收益前景可期 13
4.2. 实体学校现金流充裕，绝对价值凸显 15
4.3. 投资建议 16
4.4. 风险提醒 17

图表目录

图 1：中泰桥梁重大事件图 5
图 2：2016 年 12 月公司拟收购文凯兴剩余股权 6
图 3：公司通过文华学信布局教育、体育产业 7
图 4：钢结构产值情况 12
图 5：钢结构产量情况 12
图 6：钢结构行业利润情况 12
图 7：钢结构用钢量占建筑用钢量的比重 12
图 8：中泰桥梁核心逻辑分析 16

表 1：八大处控股增持情况 5
表 2：八大处控股定增情况 6
表 3：海淀凯文学校情况 7
表 4：海淀凯文学校设施基本情况 7
表 5：海淀凯文学校收入预测 8
表 6：朝阳凯文学校情况 8
表 7：朝阳凯文学校招生规模预测 8
表 8：朝阳凯文学校收入预测 9
表 9：朝阳凯文盈利预测 9
表 10：体育中心建设项目收益预测表 9
表 11：不同办学阶段学校数量（单位：所；万元） 10
表 12：可比学校收费水平对比（单位：所；万元） 11

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 13：北京国际学校数量合计（仅接受中国籍学生）（单位：所；人） 11
表 14：北京公办小学情况 11
表 15：海淀区主要中小学及排名 11
表 16：国外建筑用材使用情况 13
表 17：海淀文凯 2017-2020 收入及成本假设 14
表 18：朝阳凯文 2017-2020 收入及成本假设 14
表 19：公司 2017-2019 相关业务盈利预测 14
表 20：公司 2017-2019 业绩预测 14
表 21：公司 2017-2021 年 FCFF 预测 15
表 22 公司 2022-2026 年 FCFF 预测 15
表 23：WACC 敏感性分析 16

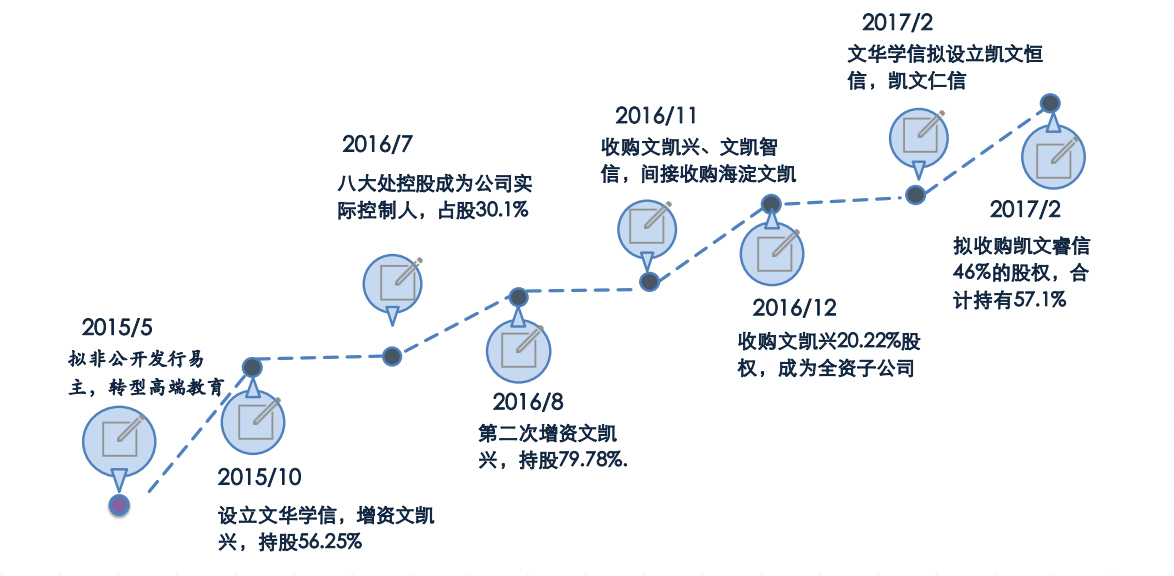
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 海淀国资强力支持，华丽变身高端国际教育

1.1. 背靠国资委大平台，教育体育同步发展

经过系列资本动作，北京海淀国资成功入主中泰桥梁。江苏中泰桥梁钢构股份有限公司（以下简称“中泰桥梁”）之前是江苏民营钢构企业，由江苏环宇投资发展有限公司（以下简称“环宇投资”）控股，主要从事桥梁结构制作经营。2015 年 5 月，通过非公开发行，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“华轩基金”）和自然人邓亚平三方合计发行股份约 1.88 亿股，其中八大处控股、华轩基金和邓亚平分别认购约 1.5 亿股，2680 万股和 1082 万股，该定向增发于 2016 年 7 月完成。与此同时，中泰桥梁原控股股东环宇投资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，股权转让已于 2015 年 7 月完成，至此，八大处控股获得公司 30.1%股权，环宇投资持股比例下降为 13.31%，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 1：中泰桥梁重大事件图



资料来源：公司公告

另外，控股股东于 2017 年 1 月 10 日-12 日期间，累计增持 995.25 万股，总金额 1.9 亿元，增持均价约 19.1 元，本次增持后八大处合计持有上市公司股份变更为 32.09%。大股东增持均价较 5 月 12 日收盘价 14.35 元倒挂 33%。

表 1：八大处控股增持情况

中泰桥梁大股东	增持时间	金额(亿元)	增持股份数（万股）
八大处控股	2017 年 1 月 10 日	0.83	434.39
八大处控股	2017 年 1 月 11 日	0.13	64.17
八大处控股	2017 年 1 月 12 日	0.94	496.69
总计	-	1.90	995.25

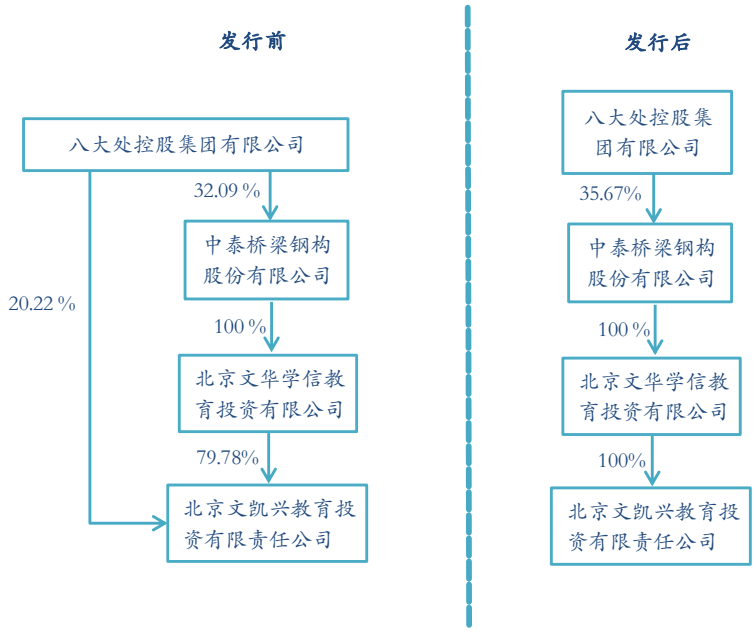
资料来源：公司公告

发行股份打造教育、体育双平台，大股东持股比例持续提升。文凯兴是朝阳凯文学校的举办人，2015 年经历 4 次股权变更，成为八大处控股旗下控股子公司；中泰桥梁子公司文华学信通过先后两次对文凯兴增资，获得文凯兴 79.78%股权。2016 年 12 月公司发布发行股份购买资产并募集配套资金草案，拟向控股股东八大处控股发行股份收购文凯兴剩余 20.22%股权，此次收购完成后文华学信将 100%控股文凯兴，文凯兴成为公司的全资子公司，旗下

朝阳凯文学校完全注入上市公司，届时八大处控股对上市公司持股比例将进一步提升，直接持股 35.67%。

文凯兴旗下主要资产是朝阳凯文学校，从非公发行方案来看，按照发行股份募集资金 2.51 亿元收购文凯兴 20.22%的交易对价来，给予文凯兴整体 12.41 亿元股价，截至 2016 年末，文凯兴报表中以朝阳凯文学校项目在建支出为主的在建工程余额 7.4 亿元，无形资产 4.49 亿元，以朝阳凯文学校项目土地使用权为主，二者合计约 12 亿元。控股股东以学校建设净投入价格将朝阳凯文学校注入上市平台，凸显对公司支持力度。

图 2：2016 年 12 月公司拟收购文凯兴剩余股权



资料来源：公司公告

本次发行股份购买资产和募集配套资金合计向八大处控股发行 2769.97 万股，其中发行股份 1454.18 万股，发行价格 17.24 元，募集资金约 2.51 亿元，用于购买文凯兴 20.22%的股权；另外配套融资发行股份 1315.79 万股，发行价格 19 元，共募集资金 2.5 亿元，用于体育中心建设，此次发行完成后，公司总股本增至 5.26 亿股，八大处控股持股比例上市至 35.67%。购买资产发行价格和配套资金发行价格相对 5 月 12 日收盘价分别倒挂 20%和 32.4%。

表 2：八大处控股定增情况

发行对象	发行数量	发行价格	募集资金总额（万元）	资金用途
八大处控股	1454.18	17.24	25070.08	购买文凯兴 20.22%的股权
八大处控股	1315.79	19	25000	用于体育中心建设项目，追加投资后体育中心的总投资规模为 29,843.37 万元。
合计	2769.97		50070.08	-

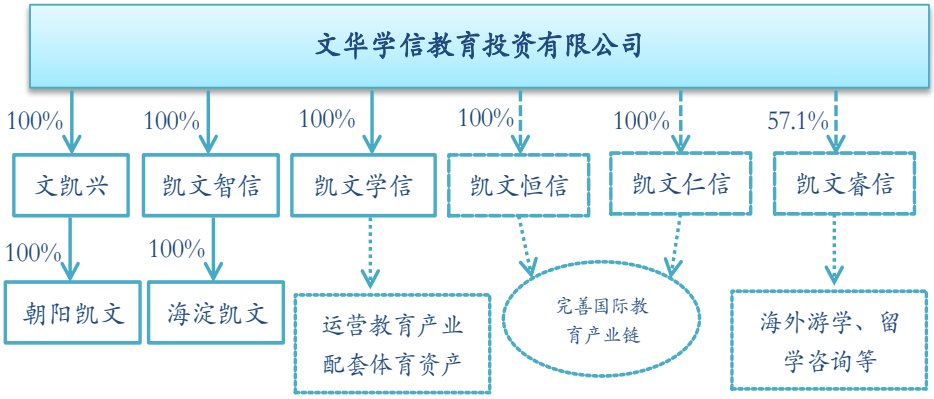
资料来源：公司公告、

1.2. 教育资源日趋完善，产业布局雏形初现

快速推进教育、体育资源注入，高端国际教育产业链初具雏形。公司 2016 年 11 月 17 日发布现金收购资产预案，由子公司文华学信以 1.75 亿元收购凯文智信和凯文学信两家标的公司 100%股权，其中凯文智信是海淀凯文学校举办人，间接持有北京海淀凯文学校 100%股权；凯文学信作为国际化体育教育平台，运营和管理与教育产业配套的体育场馆，同时积极与国外知名体育机构交流合作，将优秀的体育项目和先进的体育教学理念引进国内。凯文智信承诺 2017-2019 年三年累计净利润不低于 5000 万元。

2017 年 2 月 16 日，公司公告文华学信以自有资金收购资产，拟以 2584 万元收购凯文睿信 46%股份，收购完成后文华学信将持有凯文睿信 57.1%股份，成为凯文睿信第一大股东。凯文睿信管理团队在国际教育运营、海外游学、留学咨询、教学科研等方面有着丰富的经验。本次收购有利于公司快速获得优质国际教育配套资源，完善国际教育产业链，更好的推进国际教育业务的发展，同时加快凯文教育品牌的对外拓展。同时，公司发布公告文华学信拟成立凯文恒信、凯文仁信两家子公司，目的在于完善国际教育产业链。

图 3：公司通过文华学信布局教育、体育产业



资料来源：公司公告

2. 国际教育定位高端，多管齐下打造品牌

2.1. 海淀凯文定位高端，联姻清华资源共享

定位高端国际教育，软件、硬件实力兼具。海淀凯文国际学校原在控股股东八大处控股旗下，2016 年 11 月推进现金收购， 2017 年 1 季度能够实现并表。海淀凯文学校主要提供 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，旨在培养具有家国情怀，国际视野的领袖人才，学校定位高端，学校以低密度、小班教学、名校管理及素质教育四方面见长，海淀凯文学校位于北京市海淀区，占地面积 20 万平米，绿化面积达 12.87 万平米，绿化面积超过 60%。学校课堂实施小班化教学，每班人数控制在 20-25 人，师生比控制在 1:5 左右；同时，学校联姻清华附中名校资源，由清华大学附属学校选派出相应的师资和管理团队，同时，由清华附中一体化管理委员会对清华附中国际部、清华附中国际学校（奥森校区）、北京凯文学校等实行统一高效管理，共享名校教育资源；学校注重素质教育，以科技、艺术课程为引领，以体育为重要手段，从体育精神到人文艺术发展综合培养学生品质，为配合学校素质教育宗旨，海淀凯文校内设有千米环校生态跑道，7140 平米足球场地、约 1.57 万平米高尔夫球场，同时北京市唯一的棒球场，由美国职业棒球联盟设计督造。

表 3：海淀凯文学校情况

	招生规模	占地面积（万平方米）	绿化面积（万平方米）	学费
海淀凯文	设计 1300，可扩大至 1600 人	20	12.78	约 22 万/年

资料来源：公司公告

表 4：海淀凯文学校设施基本情况

设施	环校生态跑道	足球场	室外高尔夫练习场	棒球场	健身中心
面积	1000m	7,140 ㎡	15,655 ㎡	1 个	316 ㎡
设施	室外篮球场	室外网球场	攀岩壁	击剑馆	羽毛球场地
面积	8 个共 4922 ㎡	5 个共 3350 ㎡	125 ㎡	352 ㎡	332 ㎡

资料来源：海淀凯文官网

学费已然上调，需求旺盛招录良好。海淀凯文学校设计招生规模 1300 人，根据招生情况可

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

以扩充至 1600 人，从海淀凯文学校官网数据看，学校师生比设置为 1:5；学校开办前期，校内三位校长及骨干老师均来自清华附属学校；校内建设有 480 人居住宿舍，7 年级以上提供住宿，6 年级以下申请需要通过学习管理层审批；海淀凯文学校已于 2016 年 9 月开学，第一学年累计招生超过 200 人，我们预计海淀开完 2017 年招生人数可上升至 800 人；从学费制定情况来看，小学、初中和高中收费分别为 18 万元、22 万元和 25 万元；从草根调研情况来看，受物价上涨及学校学费定价与同等学校相比不高的实际情况，海淀凯文 2017 年上述学段学费已经上调至 20 万元、24 万元和 27 万元。我们根据海淀凯文学校师资安排、学费、住宿以及培训费的收取标准，该校生源达到 1300 人状况下，可以实现收入约 2.77 亿元。海淀凯文学校已于 2016 年 7 月份开学，第一期招生约 240 人，招录比约为 1:3；从 2017 年春季推广情况来看，学校实际招录比已经提升至 1：6 左右的水平，海淀凯文学校为树立良好品牌，未急于求成，仍严格控制招录比，循序渐进办学，我们预计海淀凯文学校 2017 年招生人数可达 800 人，2019 年即可达到满员 1300 人，现金流入 2.77 亿元。

表 5：海淀凯文学校收入预测

学年	招生规模	人均学费	学费收入（万元）	住宿收入（万元）	培训收入（万元）	收入合计（万元）
2016-2017	240	24	2560	480	252	3292
2017-2018	800	24	12711	1152	1400	15263
2018-2019	1300	24	23467	1920	2275	27662
2019-2020	**1600**	**24**	**38400**	**1920**	**2800**	**43120**

资料来源：公司公告

2.2. 朝阳凯文自主办学，收入前景十分可观

朝阳凯文学校定位 IB 国际课程，2017 开学在即。朝阳凯文学校定位是 K12 基础教育国际课程，计划提供国际 IB 课程，招生对象为中外籍适龄学生；同时，朝阳凯文学校规划开办艺术高中，培养国际化艺术人才，学校分为小学部、初中部、高中部和艺术高中部，预计 4 个学部招生规模分别为 800 人、900 人、2100 人和 300 人，合计学生容纳能力 4100 人。朝阳凯文学校占地面积 17.35 万平，建筑面积约 21.2 万平。公司公告显示，朝阳凯文学校预计于 2017 年 9 月开学，是公司旗下第二所国际学校，但朝阳凯文学校一改海淀凯文学校联姻名校模式，采取自主办学。自主办学有助于公司凯文国际教育品牌树立及品牌推广。从公司发行股份及配套融资收购文凯兴剩余股权方案来看，朝阳凯文学校预计 7 年实现满员。

表 6：朝阳凯文学校情况

	招生规模	占地面积（万平方米）	建筑面积（万平方米）	学费
朝阳凯文	4100	17.35	21.2	20 万/年

资料来源：朝阳凯文学校官网

表 7：朝阳凯文学校招生规模预测

学年	小学（1-5 年级）	初中（6-8 年级）	高中（9-12 年级）	总计
2017-2018	440	440	900	1,780
2018-2019	660	740	1,400	2,800
2019-2020	780	840	1,680	3,300
2020-2021	800	900	1,980	3,680
2021-2022	800	900	2,180	3,880
2022-2023	800	900	2,280	3,980
2023-2024	800	900	2,400	4,100

资料来源：公司公告

学校收入前景可观。根据公司公告情况来看，朝阳凯文学校小学部、初中部、高中部学费分别为每年 18 万元、20 万元和 22 万元，住宿费为人均 4 万/年，培训费为 3.5 万元/年，学校住宿制度要求初高中生住宿比例不低于 80%，从公司发布的朝阳凯文学校收入测算来看，不考虑提价因素，静态预计朝阳凯文学校 2017 年实现收入 3.84 亿元，4100 生源招满之后收

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

入规模达 9.97 亿元，学校收入前景可观。

表 8：朝阳凯文学校收入预测

学年	学费	住宿费	专项培训费	总计
2017-2018	35,600	1,280	1,558	38,438
2018-2019	56,000	3,200	4,900	64,100
2019-2020	66,000	5,696	5,775	77,471
2020-2021	73,600	8,064	6,440	88,104
2021-2022	77,600	9,408	6,790	93,798
2022-2023	79,600	10,176	6,965	96,741
2023-2024	82,000	10,560	7,175	99,735

资料来源：公司公告

根据公司收购预案中对朝阳凯文学校招生进展的假设，学校运营成本端主要费用包含师资成本、折旧费用、销售管理费用等，文凯兴公司层面有有综合税费成本，预案中根据学校平均 22 万元/年收费，固定资产投资 14.8 亿元，15 年直线折旧以等，公司 4100 人招满之后，学校实现结余 5.54 亿元，按照 35%的综合税费，文凯兴净利润可达 3.6 亿元。

表 9：朝阳凯文盈利预测

学年	学生总计	收入总计	老师成本	折旧费用	管理费用	销售费用	成本+费用	学校结余	文凯兴利润
2017-2018	1780	38438	8900	9870	3844	1538	24152	14286	9287
2018-2019	2800	64100	14000	9870	6410	2564	32844	31256	20316
2019-2020	3300	77471	16500	9870	7747	3099	37216	40255	26166
2020-2021	3680	88104	18400	9870	8810	3524	40604	47500	30874
2021-2022	3880	93798	19400	9870	9380	3752	42402	51396	33407
2022-2023	3980	96741	19900	9870	9674	3870	43314	53427	34728
2023-2024	4100	99735	20500	9870	9974	3989	44333	55402	36011

资料来源：公司公告

2.3. 国际水准建体育中心，帮助凯文学校品牌树立

公司计划建设高水平的体育中心，打造国际学校体育中心的品牌特色。公司最近一次的发行股份购买文凯兴资产及募集配套资金方案中，拟发行 1315.79 万股，募集资金不超过 2.5 亿元，募集配套资金用于体育中心建设项目，融合高水平的体育教学，满足文体综合发展的教学目标；同时，通过将市场化理念运用到体育中心的管理与经营中，以更高效率利用体育中心，使其在适应学校体育教学需要的同时，充分发挥其功能向社会体育爱好者开放，并引入国际化优质师资，同国外青少年联赛和赛事机构合作，使升级后的体育中心成为青少年体育培训与国际化体育交流中心，增强上市公司盈利能力，体育中心涵盖击剑场馆、篮球、游泳、冰球、场馆的建设，项目建成后 2018 年投入使用，按照达产率 30%、50%、70%和 100%四档测算，2018-2021 年四年分别产生收入 1654 万元、2756 万元、4245 万元和 6064 万元，2018-2020 年增速分别为 67%、40%和 43%。

表 10：体育中心建设项目收益预测表

培训名称		培训形式	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
击剑	校园班和社会班	人数	432	720	1008	1440	1440
		每人平均课时	40	40	40	40	40
		课时收费	500	500	550	550	660
		收入（万元）	864	1440	2217.6	3168	3801.6
	冬夏令营班	人数	240	400	560	800	800
		每人收费	5500	5500	6050	6050	7260
		收入（万元）	132	220	338.8	484	580.8
	击剑收入小计（万元）		996	1660	2556.4	3652	4382.4
篮球	校园班和社会班	人数	61	102	143	204	204
		每人平均课时	40	40	40	40	40

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

		课时收费	200	200	220	220	264
		收入（万元）	48.96	81.6	125.66	179.52	215.42
	冬夏令营班	人数	115	192	269	384	384
		每人收费	5500	5500	6050	6050	7260
		收入（万元）	63.36	105.6	162.62	232.32	278.78
	篮球收入小计（万元）		112.32	187.2	288.29	411.84	494.21
游泳	校园班和社会班	人数	216	360	504	720	720
		每人平均课时	40	40	40	40	40
		课时收费	200	200	220	220	264
		收入（万元）	172.8	288	443.52	633.6	760.32
	冬夏令营班	人数	108	180	252	360	360
		每人收费	5500	5500	6050	6050	7260
		收入（万元）	59.4	99	152.46	217.8	261.36
	游泳收入小计（万元）		232.2	387	595.98	851.4	1021.68
冰球	校园班和社会班	人数	144	240	336	480	480
		每人平均课时	30	30	30	30	30
		课时收费	600	600	660	660	792
		收入（万元）	259.2	432	665.28	950.4	1140.48
	冬夏令营班	人数	90	150	210	300	300
		每人收费	6000	6000	6600	6600	7260
		收入（万元）	54	90	138.6	198	217.8
	冰球收入小计（万元）		313.2	522	803.88	1148.4	1358.28
	校园班社会班收入小计（万元）		1344.96	2241.6	3452.06	4931.52	5917.82
	冬夏令营班收入小计（万元）		308.76	514.6	792.48	1132.12	1338.74
	收入合计（万元）		1653.72	2756.2	4244.55	6063.64	7256.57
	参加培训人次合计		1406	2344	3282	4688	4688
	增长比例		/	67%	40%	43%	0%
	项目达产率		30%	50%	70%	100%	100%

资料来源：公司公告

3. 国际教育需求旺盛，立足海淀市场广阔

3.1. 学费上行空间较大，在读生源比重不高

凯文学校定位高端国际教育，学费有上行空间。北京是国内国际教育高地，据不完全统计北京市内 85 家针对幼教及 K12 阶段的国际学校信息，有 68 家招收中国籍适龄生源，对比学校收费、开设阶段和在校生源信息来看，中泰桥梁两所凯文学校学费仍有上行空间；将 85 所学校按照办学资质及招收生源限制双重条件，分为外办、民办、公办国际班（只收外籍）和公办国际部（不限国籍）四类，外办国际学校通常只招收外籍学生，平均收费水平最高，幼儿园、小学、初中和高中 4 个阶段，平均年学费水平为 16.21 万元、20.14 万元、21.01 万元和 23.39 万元；公司旗下朝阳校区和海淀校区初步定价均价分别为 20 万元和 22 万元，与北京鼎石国际学校、北京乐成国际学校并列成为北京市国际学校第一梯队成员，属于高端国际教育三剑客，北京鼎石国际学校和北京乐成国际学校平均学费水平分别约为 25 万元和 22 万元左右，从该角度看中泰桥梁旗下的凯文学校有提价空间，最新信息显示，公司海淀凯文学校 2017 年每阶段学费已上提 2 万元，均价已至 24 万元水平。

表 11：不同办学阶段学校数量（单位：所；万元）

包含开设阶段	幼儿园	小学	初中	高中
外办学费均值（万元）	16.21	20.14	21.01	23.39
民办学费均值	11.38	12.61	12.88	12.87
公办（只收外籍）学费均值	-	11.91	8.53	8.62
公办（不限国籍）	-	-	15.04	9.97

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

资料来源：北京国际学校官方网站、

表 12：可比学校收费水平对比（单位：所；万元）

学校名称	小学	初中	高中	平均学费
北京市鼎石国际学校	23.00	26.00	26.00	25.00
北京乐成国际学校	20.55	22.05	23.70	22.10
朝阳凯文国际学校	18.00	20.00	22.00	20.00
海淀凯文国际学校	20	22	25	22

资料来源：北京国际学校官方网站、公司公告

北京国际学校年招录新生及在校生源整体占比不高，有较高扩充空间。我们根据北京国际学校官方网站公开信息，汇总的 85 所国际学校中，有 68 所招收中国籍学生，我们根据已有生源信息做平均平滑处理和总量加总分析，估计北京 68 所招收中国籍学生的国际学校中合计在校生源约 59810 人，其中幼儿园约有 5418 人，小学约有 18340 人、初中约有 15444 人，高中在校生约有 20608 人，不考虑幼儿园在校生源，K12 整体在校生约 54392 人，按照小学 5 年、初高分别 3 年平均计算国际学校每年招录新生数，小初高三阶段每年招录新生约 3669 人、5148 人和 6869 人，分别占同阶段招生数的 2%、5%和 11%。截至 2015 年末，北京公办小学、初中、高中在校生源分别为 85 万人、28.34 万人和 16.94 万人，68 所国际学校各阶段在校生总生源比重分别为 2%、5%和 11%，合计国际学校生源占总体生源比重仅为 4%，目前国际教育低龄化趋势明显，尤其北京、上海等一线城市对国际教育需求尤为旺盛，国际教育生源有进一步扩充空间。

表 13：北京国际学校数量合计（仅接受中国籍学生）（单位：所；人）

开设阶段	学校数量	在校生均值	合计
幼儿园	18	301	5418
小学	28	655	18340
初中	39	396	15444
高中	64	322	20608
合计			59810

资料来源：各大国际学校官网汇总，

表 14：北京公办小学情况

	学校数	招生数	在校学生总数	毕业生数	专任教师数	师生比	新生占比
单位：	所	万人	万人	万人	万人	1:N	%
小学	996	14.59	85.03	10.39	5.01	1：16.97	17.16%
初中	340	8.92	28.34	9.28	3.29	1：8.61	31.47%
高中	306	5.67	16.94	5.77	2.13	1：7.95	33.47%

资料来源：WIND

3.2. 海淀教育资源丰富，助力凯文品牌打造

海淀区凭借其丰富的教育资源，可以为公司提供较多的资源导入。从基础教育来看，海淀区云集了中关村一小、二小、三小、人大附中、北大附中、清华附中、首师大附中等顶级中小学，根据 21 世纪教育网排名显示，海淀区拥有北京小学前 10 名学校共计 4 所，初中前十名学校共计 2 所，高中前 10 名学校共计 5 所；从高等教育来言，海淀区驻有清华、北大等 70 余所高等院校，聚集了全国近三分之二的两院院士、中科院等 200 多个科研院所。良好的教育氛围下，海淀区高考成绩亮眼，2016 年文科 650 分以上的考生占全市的 41.94%，文科数学单科满分全市共 4 人，均为海淀区学生；理科 650 分以上的考生人数占全市的 50.59%，700 分以上考生人数占全市的 75%，理科数学单科满分全市共 15 人，其中 9 人为海淀区学生，占比 60%。

表 15：海淀区主要中小学及排名

学校名称	学校类别	学校排名

中关村一小	小学	2
人大附小	小学	3
中关村三小	小学	4
中关村二小	小学	9
人大附中	初学	2
北大附中	初学	5
人大附中	高中	1
十一学校	高中	6
一〇一学校	高中	7
清华附中	高中	8
北大附中	高中	9

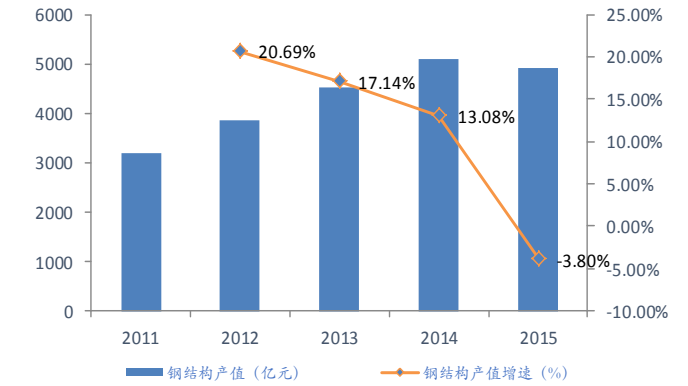
资料来源：21 世纪教育网等

此外，海淀区驻集了一大批中央科教所、北师大等一流教育科学研究机构，带动海淀区的现代教育理念全国领先，现代教育理念的持续更新吸引了一大批国际学校的设立，目前海淀区共有 16 所国际教育学校。与此同时，高手云集的海淀区培育和吸引了一大批高新技术产业，目前已经拥有 17000 家高新技术企业，领先中关村科技园和全国高新区，高新技术企业的云集使得科研经费十分充足，又将推动海淀区教育持续发展。

3.3. 钢构经历底部洗礼，行业需求复苏在即

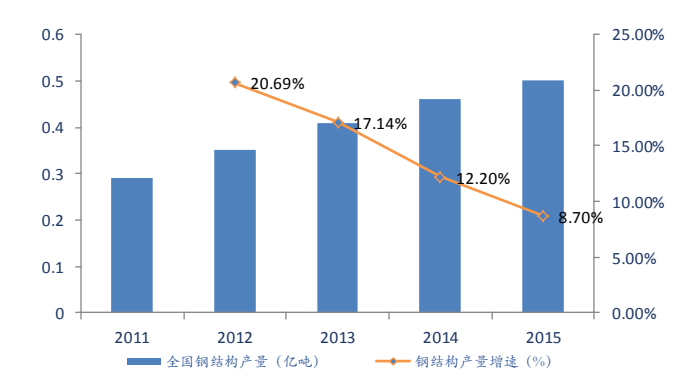
2013 年以来钢结构产业进入低迷期，行业产能及盈利能力双降，行业内企业经历大洗牌。中国建筑金属协会钢结构分会统计数据显示，2012-2015 年，钢结构行业产量增速为 20.69%、17.14%、12.2%、8.7%，呈快速放缓态势；同时，行业产值增速急剧回落，2012-2015 产值增速分别为 20.69%、17.14%、13.08%、-3.8%，2015 年增速跌至冰点以下，伴随行业整体状况低迷的是，行业内企业市场竞争激烈，盈利每况愈下， 2013-2015 年利润总额分别为 135 亿、146 亿、154.8 亿，增幅分别为 20%、8.2%、6%，2015 年行业利润率仅为 3.15%，行业亏损率达 11.3%，迫使钢结构企业进入全面洗牌，中小企业被大批淘汰，市场逐步向龙头集中。

图 4：钢结构产值情况



资料来源：安信证券研究中心、中国建筑金属结构协会-钢结构分会

图 5：钢结构产量情况

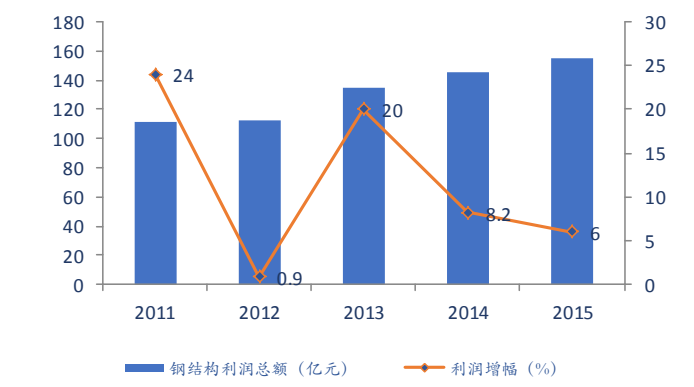


资料来源：安信证券研究中心、中国建筑金属结构协会-钢结构分会

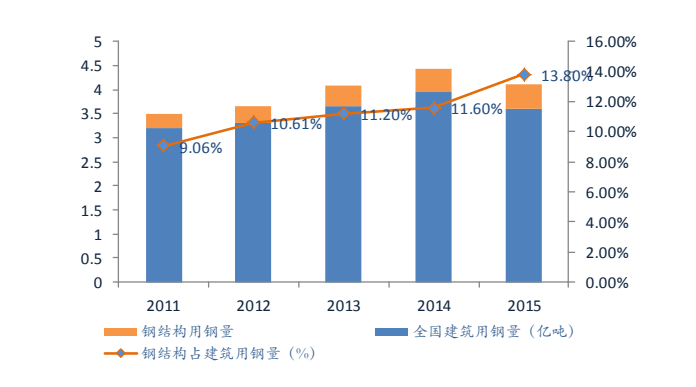
图 6：钢结构行业利润情况

图 7：钢结构用钢量占建筑用钢量的比重

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。



资料来源：安信证券研究中心、住建部



资料来源：安信证券研究中心、中国建筑金属结构协会钢结构分会

行业洗牌过程中中小企业被淘汰，市场集中度提升，龙头受益。中小企业由于机器设备落后、产品简单结构单一，价格低廉，利润率低，加上行业利润率持续走低，原有价格优势不再明显，业务量大幅缩水，根据中国钢结构协会统计，2015 年中小企业承接业务量下降达 15%—35%，叁级资质企业 2015 年人均净利润仅为 1.1 万元，生产举步维艰，企业开工率不足，只能被市场淘汰。于此相比，实力较强的龙头企业凭借技术、设计、资金等优势，产品附加值高，且资源配置健全，具有一定规模效益，企业利润较高，2015 年特级企业人均净利润达 4.1 万，且历经行业内激烈厮杀，营运能力和专业技术都得到提高，实力不断增强，竞争优势更加明显。经过激烈的市场角逐，部分中小企业的被淘汰，龙头企业市场占有率得到提升。

国内十三五规划对钢结构市场发展目标明确，钢结构产量年均增速需达 20%以上方能达到既定目标。我国十三五规划对钢结构发展提出明确发展目标，要求到 2020 年钢结构用钢量占建筑用钢量比例达到 25%以上，产量力争达到 1 亿吨。2015 年我国钢结构产量只有 5000 吨左右，钢结构用钢量占比只有 13.8%，与目标相比 2017-2020 年钢结构市场产能与市场需求均有翻倍的扩容空间，年均增速在 20%以上方能达到十三五发展规划目标。从国内建筑钢结构应用与国际市场简单比较，钢结构协会数据表明，2015 年美国、日本及德国等发达国家建筑钢结构应用占比分别为 45%、28%和 22%，而我们国家 2014 年该比例仅为 5%，在我国钢结构的推广应用有巨大的发展空间，同时钢结构的推广有效带动钢铁去产能，并且符合环保、提效的需求，符合市场发展趋势。

表 16：国外建筑用材使用情况

国家	木结构占比%	钢筋混凝土结构占比%	钢结构占比%
美国	35	20	45
日本	43	15	28
德国	50	23	22
澳大利亚	60	15	25

资料来源：中国钢结构协会、安信证券研究中心

4. 教育收益前景可期，投资价值充分显现

4.1. 定位高端国际教育，教育收益前景可期

公司由传统的钢结构民营企业华丽蜕变为由北京海淀区国资控股的高端国际教育、体育平台，体内有朝阳凯文校区、海淀凯文校区两所国内最高端的国际教育实体学校，和硬件设施及软件配置一流的体育场馆设施；教育行业本身属于资源禀赋很强的领域，公司背靠海淀国资强大的资金支持和资源导入，发展前景良好；我们假设未来三年公司钢结构业务规模持续小幅

压缩，海淀凯文学校和朝阳凯文学校招生按部就班推进：

假设 1：北京海淀凯文学校 2016 年 9 月已经开学，我们预计该校 2017-2019 学年分别招生 800 人、1200 人和 1300 人，其他主要假设条件如下表，在此假设条件下，海淀凯文学校 2017-2019 年实现收入 1.47 亿元、2.67 亿元和 3.49 亿元，同期毛利率水平分别为 70%、69%和 70%；

表 17：海淀文凯 2017-2020 收入及成本假设

学年	招生规模	人均学费	住宿费（万元/人/年）	住宿比例（%）	培训费（万元/人/年）	接受培训比例(%)	师生比	师资成本（万元/年）	租金成本
2017-2018	800	24	4	60	3.5	30	1:5	40	600
2018-2019	1200	24	4	100	3.5	35	1:5	40	1000
2019-2020	1300	24	4	100	3.5	40	1:5	40	1500

资料来源：安信证券研究中心

假设 2：朝阳凯文学校将于 2017 年 9 月开学，现已开始对外招生推广，我们预计该学校 2017-2019 学年分别招生 450 人、900 人和 1700 人，其他假设条件如下，预计朝阳凯文学校 2017-2019 年实现收入分别为 0.45 亿元、1.45 亿元和 2.85 亿元，同期毛利率水平分别为 -1%、48%和 57%。

表 18：朝阳凯文 2017-2020 收入及成本假设

学年	招生规模	人均学费	住宿费（万元/人/年）	住宿比例（%）	培训费（万元/人/年）	接受培训比例(%)	师生比	师资成本（万元/年）	折旧
2017-2018	450	20	4	30	3.5	30	1:08	40	8000
2018-2019	900	20	4	30	3.5	30	1:08	40	8000
2019-2020	1700	20	4	30	3.5	50	1:08	40	8000

资料来源：安信证券研究中心

假设 3：预计公司后续将侧重于对朝阳凯文和海淀凯文学校的管理，我们假设公司钢结构收入每年 20%下滑，毛利率水平维持在 10%，预计 2017-2019 年钢结构收入分别为 2.58 亿元、2.07 亿元和 1.65 亿元。

表 19：公司 2017-2019 相关业务盈利预测

单位		2017E	2018E	2019E
朝阳校区	收入（百万）	44.5	145.725	278.092
	毛利率	-1%	48%	57%
海淀	收入（百万）	147.031	268.567	370.2
	毛利率	70%	69%	70%
钢结构	收入（百万）	258.4	206.72	165.376
	毛利率	10%	10%	10%
总计	收入（百万）	450	621	814.00
	毛利率	28.48%	44.37%	53.24%
	增长率	39.30%	38.02%	31.02%

资料来源：安信证券研究中心

加总上述预测，预计公司 2017-2019 年实现营收 4.5 亿元、6.21 亿元和 8.14 亿元，同比增长率为 39.2%、38.02%和 31.02%，同期实现净利润分别为 0.6 亿元、1.57 亿元和 2.37 亿元，（考虑非公开发行收购文凯兴及配套融资完成，公司总股本增加至 5.26 亿股），对应 EPS 分别为 0.11 元、0.3 元和 0.45 元；对应 2017 年 5 月 12 日收盘价，动态 PE 分别为 131 倍、48 倍和 32 倍。

表 20：公司 2017-2019 业绩预测

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	763.3	322.6	449.7	619.2	798.8
净利润	2.9	-96.0	60.3	156.5	237.3

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

每股收益(元)	0.01	-0.19	0.11	0.30	0.45
每股净资产(元)	1.21	4.48	4.41	4.70	5.15
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,830.7	-84.4	141.9	54.7	36.1
市净率(倍)	13.4	3.6	3.7	3.5	3.2
净利润率	0.4%	-29.8%	13.4%	25.3%	29.7%
净资产收益率	0.5%	-4.3%	2.6%	6.3%	8.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.7%	-14.0%	2.1%	6.8%	10.1%

资料来源：WIND，安信证券研究中心

4.2. 实体学校现金流充裕，绝对价值凸显

我们以朝阳、海淀两个校区进行了 DCF 估值分析。

假设 1：以朝阳和海淀两个校区进行测算，朝阳校区总投资 12 亿元，按 15 年直线折旧法测算，年折旧 8000 万元，海淀校区总投资 3.5 亿元，按 10 年直线折旧法测算，年折旧 3500 万元。

假设 2：公司的β为 1.5，无风险收益率为 3.31%，市场收益率为 8.5%，股权资本成本 11.1%、债务成本 3.02%，公司资产负债率为 30%，则 WACC 为 8.45%；

假设 3：朝阳凯文校区 4100 人头 2017-2024 年，7 年可以满员；海淀凯文校区 1300 人头 2016-2020 年 4 年满员；

假设 4：公司发展分位三阶段，一阶段（2016-2026）两校区处于快速发展期，业务现金流如下图所示，第二阶段（2027-2031）FCFF 以年均增长率 5%的增速增长。第三阶段（2031 往后），FCFF 以 3%的增速永续增长。

根据以上假设，可以测算出公司第一阶段现金流折现值为 30.20 亿元，第二阶段现金流折现值为 16.35 亿元，第三阶段现金流折现值为 53.4 亿元，公司总股本价值为 104.83 亿元，对应当前 4.99 亿股本，每股价值 21.02 元/股。

表 21：公司 2017-2021 年 FCFF 预测

项目(单位：万元)	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	6757	17882	36753	68932	72828
息前税后利润(NOPLAT)	5067	13411	27564	51699	54621
加：折旧与摊销	11500	11500	11500	11500	11500
减：营运资本增加额	5067	8344	14152	24134	2922
资本支出					
加：坏账准备增加额					
FCFF	11500	16567.8	24911	39064	63199

资料来源：安信证券研究中心

表 22 公司 2022-2026 年 FCFF 预测

项目(单位：万元)	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	74859	76834	76834	76834	76834
息前税后利润(NOPLAT)	56144	57625	57625	57625	57625
加：折旧与摊销	11500	11500	11500	11500	11500
减：营运资本增加额	1523	1481	0	0	0
资本支出					
加：坏账准备增加额					
FCFF	66121	67644	69125	71199	73335

资料来源：安信证券研究中心

我们根据以上假设，对公司 WACC 和永续增长率 g 进行敏感性分析，我们选取 WACC 跨度

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

为 5.95%-10.95%，永续增长率跨度 0.5%-5.5%，如下图所示，每股价值对于永续增长率 g 的敏感性较强,3%的增速较为合理,对应公司股价绝对值 21.02 元,5 月 12 日公司股价 14.35 元，相差 6.67 元，目前股价处于低估值阶段。

表 23：WACC 敏感性分析

		永续增长率 g										
		0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%
WACC	5.95%	25.07	26.64	28.56	30.98	34.09	38.27	44.14	53.04	68.09	99.07	199.52
	6.45%	22.92	24.14	25.62	27.42	29.68	32.60	36.51	42.02	50.36	64.47	93.49
	6.95%	21.16	22.13	23.28	24.66	26.36	28.48	31.21	34.88	40.04	47.86	61.08
	7.45%	19.71	10.35	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38
	7.95%	18.50	19.13	19.86	20.72	21.73	22.94	24.43	26.30	28.70	31.93	36.47
	8.45%	17.48	18.00	18.59	19.28	20.08	21.02	22.16	23.56	25.31	27.57	30.60
	8.95%	16.61	17.04	17.53	18.08	18.73	19.48	20.37	21.44	22.75	24.39	26.51
	9.45%	15.87	16.23	16.63	17.09	17.61	18.22	18.92	19.76	20.76	21.99	23.53
	9.95%	15.23	15.53	15.87	16.25	16.68	17.17	17.74	18.40	19.18	20.13	21.28
	10.45%	14.68	14.94	15.22	15.53	15.89	16.29	16.76	17.29	17.91	18.65	19.53
	10.95%	14.20	14.42	14.66	14.92	15.22	15.56	15.93	16.37	16.87	17.45	18.15

资料来源：安信证券研究中心

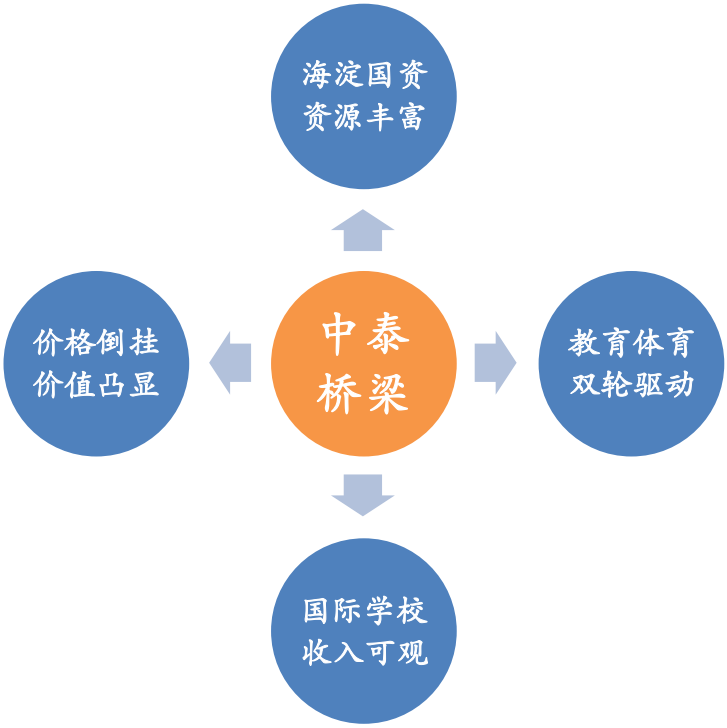
4.3. 投资建议

综合来看，(1) 公司立足海淀，背靠海淀国资委，控股股东具有较强的教育资源和资金实力，为公司导入丰富的教育资源，同时给予其强大的资金支持，使得公司短期内蜕变为 A 股市场第一家高端国际教育平台；(2) 公司目前拥有两所国内一线国际教育实体学校，同时拟建国内领先的体育配套设施，教育、体育协同发展，着力打造高端国际教育品牌，向国际教育产业链延伸和品牌输出发展；(3) 公司旗下实体学校朝阳凯文和海淀凯文满员后，预计年均现金流入分别为 9.99 亿元和 3.45 亿元，年均贡献利润分别为 3.6 亿元和 1.6 亿元；(4) 公司 2016 年 12 月推进非公开增发及配套融资方案中发行价格分别为 17.24 元和 19 元，同时 2017 年 2 月大股东以 19.1 元，相较于 2017 年 5 约 12 日 14.35 元收盘价，价格显著倒挂；(5) 我们利用 DCF 估值模型，根据朝阳凯文和海淀凯文两所学校未来现金流量进行测算，公司绝对价值约 105 亿元，对应当前股本每股价值为 21.02 元。

我们看好公司背靠北京海淀资源，打造高端国际教育品牌，布局教育、体育双轮驱动的国际教育产业链，未来有望立足国际教育学校实体，向高端国际教育品牌输出管理模式发展，维持对公司的买入- A 的投资评级，我们以对公司绝对价值 21.02 元为基本参考，公司当前价值低估，给予 公司 6 个月目标价 21 元，对应我们业绩预测，2017 年动态 PE191 倍。

图 8：中泰桥梁核心逻辑分析

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。



资料来源：安信证券研究中心

4.4. 风险提醒

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。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	763.3	322.6	449.7	619.2	798.8
减:营业成本	660.8	336.2	321.7	344.5	376.8
营业税费	6.3	5.7	6.7	9.3	12.7
销售费用	2.1	3.5	22.5	32.6	46.3
管理费用	41.7	48.4	35.5	56.5	79.0
财务费用	41.3	18.0	-16.3	-27.7	-29.5
资产减值损失	4.4	31.3	5.0	5.0	5.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	5.0	3.0	3.0	3.7
营业利润	6.8	-115.5	77.5	202.0	312.2
加:营业外净收支	-1.0	-11.5	-3.3	-5.3	-6.7
利润总额	5.8	-127.1	74.2	196.7	305.5
减:所得税	3.2	-27.2	18.6	49.2	76.4
净利润	2.9	-96.0	60.3	156.5	237.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	337.6	269.2	547.0	456.0	611.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	257.2	408.6	123.6	697.7	520.1
应收票据	-	-	7.7	0.3	7.7
预付帐款	25.5	29.1	4.8	34.9	13.2
存货	690.4	395.1	381.0	516.6	519.2
其他流动资产	1.5	536.2	179.3	239.0	318.2
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	355.7	348.5	312.4	276.4	240.3
在建工程	535.7	977.1	977.1	977.1	977.1
无形资产	52.1	499.7	497.4	495.0	492.7
其他非流动资产	308.9	333.9	291.0	310.9	311.3
资产总额	2,564.6	3,797.4	3,321.3	4,004.0	4,011.0
短期债务	197.0	146.3	-	-	-
应付帐款	817.2	734.3	248.5	754.8	488.8
应付票据	468.9	207.6	236.0	300.5	321.1
其他流动负债	59.9	64.8	78.2	64.8	88.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	158.1	153.5	186.9	166.2	168.9
负债总额	1,701.0	1,306.5	749.6	1,286.2	1,067.3
少数股东权益	259.9	256.1	251.7	242.9	234.9
股本	311.0	498.6	526.3	526.3	526.3
留存收益	292.4	1,735.4	1,793.8	1,948.6	2,182.5
股东权益	863.5	2,490.9	2,571.7	2,717.7	2,943.7

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-8.3%	-57.7%	39.4%	37.7%	29.0%
营业利润增长率	-48.9%	-1811.4	-167.1%	160.5%	54.6%
净利润增长率	-77.9%	-3453.8	-162.8%	159.5%	51.6%
EBITDA 增长率	3.9%	-170.9%	-264.8%	113.4%	51.0%
EBIT 增长率	-0.2%	-302.9%	-162.8%	184.5%	62.3%
NOPLAT 增长率	-38.8%	-464.5%	-160.0%	184.5%	62.3%
投资资本增长率	-29.6%	300.1%	-11.6%	9.3%	3.8%
净资产增长率	35.6%	188.5%	3.2%	5.7%	8.3%
利润率					
毛利率	13.4%	-4.2%	28.5%	44.4%	52.8%
营业利润率	0.9%	-35.8%	17.2%	32.6%	39.1%
净利润率	0.4%	-29.8%	13.4%	25.3%	29.7%
EBITDA/营业收入	11.2%	-18.7%	22.2%	34.3%	40.2%
EBIT/营业收入	6.3%	-30.2%	13.6%	28.1%	35.4%
运营效率					
固定资产周转天数	169	393	265	171	116
流动营业资本周转天数	1	31	231	168	208
流动资产周转天数	617	1,646	1,153	927	887
应收帐款周转天数	132	371	213	239	274
存货周转天数	339	606	311	261	233
总资产周转天数	1,066	3,549	2,849	2,129	1,806
投资资本周转天数	311	1,522	1,646	1,174	969
投资回报率					
ROE	0.5%	-4.3%	2.6%	6.3%	8.8%
ROA	0.1%	-2.6%	1.7%	3.7%	5.7%
ROIC	2.7%	-14.0%	2.1%	6.8%	10.1%
费用率					
销售费用率	0.3%	1.1%	5.0%	5.3%	5.8%
管理费用率	5.5%	15.0%	7.9%	9.1%	9.9%
财务费用率	5.4%	5.6%	-3.6%	-4.5%	-3.7%
三费/营业收入	11.2%	21.7%	9.3%	9.9%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	66.3%	34.4%	22.6%	32.1%	26.6%
负债权益比	197.0%	52.5%	29.1%	47.3%	36.3%
流动比率	0.85	1.42	2.21	1.74	2.21
速动比率	0.40	1.08	1.53	1.27	1.64
利息保障倍数	1.16	-5.41	-3.76	-6.29	-9.59
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.00	0.00	0.01
分红比率	0.0%	0.0%	3.2%	1.1%	1.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2.5	-99.8	60.3	156.5	237.3
加:折旧和摊销	37.6	37.3	38.4	38.4	38.4
资产减值准备	4.4	31.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	26.3	9.0	-16.3	-27.7	-29.5
投资损失	-	-5.0	-3.0	-3.0	-3.7
少数股东损益	-0.3	-3.8	-4.6	-9.0	-8.1
营运资金的变动	65.5	-807.1	257.9	-238.3	-118.1
经营活动产生现金流量	174.4	-314.9	332.7	-83.1	116.3
投资活动产生现金流量	24.0	-1,281.5	3.0	3.0	3.7
融资活动产生现金流量	-110.3	1,571.2	-57.9	-10.9	35.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.01	-0.19	0.11	0.30	0.45
BVPS(元)	1.21	4.48	4.41	4.70	5.15
PE(X)	2,541.7	-75.8	127.4	49.1	32.4
PB(X)	12.1	3.3	3.3	3.1	2.8
P/FCF	-384.1	-4.1	35.8	-126.8	46.0
P/S	9.5	22.6	17.1	12.4	9.6
EV/EBITDA	84.5	-178.6	73.2	34.4	22.3
CAGR(%)	288.3%	-231.9%	70.4%	288.3%	-231.9%
PEG	8.8	0.3	1.8	0.2	-0.1
ROIC/WACC	0.3	-1.4	0.2	0.7	1.0
REP	50.6	-3.7	18.7	5.3	3.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。