

教育业务拖累业绩，招生实施或带来盈利改善

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017 年上半年实现营业收入 2.3 亿元, 同比增长 26%, 归母净利润-2531 万元, 同比大幅减少 332%, 扣非后归母净利润-2932 万元, 同比大幅减少 401%。截至 2017 年 7 月 31 日, 公司借款余额规模达到 12.3 亿元, 较 2016 年底新增 5.1 亿元, 2017 年 1-7 月份累计新增借款占公司 2016 年末经审计净资产的 20.51%。公司预计 1-9 月净利润亏损约 6000-8000 万元, 归母净利润亏损 4506 万元。

- **业绩大幅下滑是前期投入较大的教育业务并表所致。**报告期内, 公司完成凯文智信、凯文学信等教育标的收购, 凯文学校、凯文体育等教育资产正式纳入上市公司体系。但由于前期投入较大, 目前教育业务毛利率仅为 6.3%, 一定程度上拉低公司整体毛利率水平; 与此同时, 教育业务并表引起期间费用率提升 4.49pct, 上述两项变动是造成公司业绩大幅下滑的主要原因。

2017 年上半年, 教育业务实现营业收入 2465 万元, 归母净利润亏损约 1700 余万。

- 1) 全资子公司凯文智信是海淀凯文学校的举办者, 学校自去年开始招生, 目前仍未达到满园状态, 报告期内实现营收 2201 万元, 归母净利润亏损 1006 万元。
- 2) 控股子公司文凯兴主营国际教育领域投资管理与咨询服务, 主要服务对象为朝阳凯文学校, 报告期内实现营收 75 万元, 净利润亏损 456 万元。
- 3) 全资子公司凯文学信是公司国际化体育教育平台, 与海外知名体育机构保持交流合作, 报告期内归母净利润亏损 194 万元。

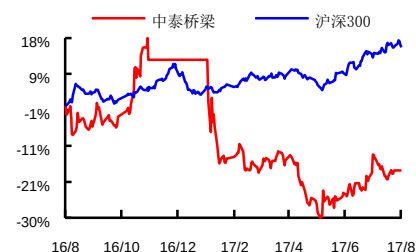
今年下半年, 海淀凯文学校将迎来第二个招生季, 原计划招收 600-700 名学生, 小学、初中、高中人均收费分别为 22 万、24 万和 26 万。目前招生情况良好; 朝阳凯文学校完成全部教学楼及配套设施建设, 将于 9 月份开始首次招收 600-800 名学生, 人均学费约 20 万元, 招生活动正有条不紊进行。公司旗下学校资产主要采用重资产模式实施, 且仍处于发展初期, 资产利用率较低, 对公司盈利贡献相对有限, 我们认为随着两所国际学校及其他教育业务的逐步开展, 公司盈利情况将得到显著改善。

- **现金收购文凯兴剩余股权, 短期资金面或承压。**6 月 27 日, 公司发布公告称终

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517030001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.99
流通 A 股(亿股)	3.11
52 周内股价区间(元)	13.5-22.9
总市值(亿元)	79.62
总资产(亿元)	41.41
每股净资产(元)	4.48

相关研究

1. 中泰桥梁(002659): 教育布局逐步落地, 扭亏为盈值得期待 (2017-03-28)

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	322.64	552.66	809.46	1086.40
增长率	-57.73%	71.29%	46.47%	34.21%
归属母公司净利润(百万元)	-96.05	10.98	90.10	193.57
增长率	-3453.75%	111.44%	720.24%	114.83%
每股收益 EPS(元)	-0.19	0.02	0.18	0.39
净资产收益率 ROE	-4.01%	0.28%	3.26%	6.76%
PE	-83	725	88	41
PB	3.20	3.19	3.08	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

止非公开发行股份暨募集配套资金事项，转而采用现金方式收购文凯兴剩余 20.22% 股权。现金收购方式政策风险相对较小，收购事项或较快落地。但短期来看，公司资金面或承担一定压力，考虑到公司是海淀国资委唯一教育上市平台，我们认为资金面短期压力对公司整体运营影响有限。



- **浙江慧科溢价受让股权，形成确定性安全边际。**7 月 24 日，持股超 5% 股东金陵投资将其持有的 3006 万股公司股票转让给浙江慧科，**转让价格为 18.8 元/股，与现价形成倒挂，比例达 17.7%**。此外，1 月中旬公司控股股东八大处控股通过集中竞价增持 1.99% 公司股票，**交易均价约 18.98 元/股，倒挂比例达 18.9%**。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1098 万、9010 万和 1.9 亿元，对应的 EPS 分别为 0.02 元、0.18 元、0.39 元。公司是海淀区国资委唯一教育上市平台，禀赋优势显著，我们看好其未来发展，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济不景气的风险，产业政策变动的风险，凯文学校招生或不及预期的风险。

关键假设：

假设 1：报告期内，公司钢结构业务订单大幅增加，毛利率提升至 5%；

假设 2：教育业务稳步推进，随着资产利用率提升，毛利率逐年提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
钢结构业务	收入	297.75	327.5	334.1	340.8
	增速	-59.6%	10.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	-5.53%	5.0%	5.0%	5.0%
教育业务	收入	-	200.0	450.0	720.0
	增速	-	-	125.0%	60.0%
	毛利率	-	48.0%	50.0%	52.0%
其他	收入	24.89	25.1	25.4	25.6
	增速	-6.8%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	11.66%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	收入	322.64	552.7	809.5	1,086.4
	增速	-57.73%	71.3%	46.5%	34.2%
	毛利率	-4.21%	20.7%	30.1%	36.2%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	322.64	552.66	809.46	1086.40	净利润	-99.81	7.09	84.21	187.02
营业成本	336.21	438.28	565.73	692.91	折旧与摊销	37.28	106.24	106.24	106.24
营业税金及附加	5.66	6.08	8.09	9.78	财务费用	18.04	37.17	38.88	47.05
销售费用	3.54	6.63	8.09	9.78	资产减值损失	31.29	-8.00	0.00	0.00
管理费用	48.44	70.08	95.52	119.50	经营营运资本变动	-770.36	162.62	-773.50	-365.76
财务费用	18.04	37.17	38.88	47.05	其他	468.71	-8.32	1.14	0.83
资产减值损失	31.29	-8.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-314.86	296.80	-543.04	-24.62
投资收益	4.99	5.00	0.00	0.00	资本支出	-434.30	-644.37	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-847.24	5.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1281.54	-639.37	0.00	0.00
营业利润	-115.54	7.43	93.15	207.38	短期借款	-50.70	207.29	607.60	99.36
其他非经营损益	-11.52	0.45	0.41	0.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-127.05	7.87	93.56	207.80	股权融资	1726.65	0.00	0.00	0.00
所得税	-27.24	0.79	9.36	20.78	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-99.81	7.09	84.21	187.02	其他	-104.72	-78.60	-38.88	-47.05
少数股东损益	-3.77	-3.90	-5.89	-6.55	筹资活动现金流净额	1571.22	128.69	568.72	52.31
归属母公司股东净利润	-96.05	10.98	90.10	193.57	现金流量净额	-24.34	-213.89	25.68	27.69
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	269.15	55.27	80.95	108.64	成长能力				
应收和预付款项	437.72	559.60	900.87	1165.40	销售收入增长率	-57.73%	71.29%	46.47%	34.21%
存货	395.09	489.90	643.10	794.01	营业利润增长率	-1811.42%	106.43%	1154.03%	122.62%
其他流动资产	536.22	612.72	1046.73	1338.05	净利润增长率	-4061.00%	107.10%	1088.20%	122.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-170.34%	350.47%	57.96%	51.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1325.66	1698.35	1641.03	1583.72	毛利率	-4.21%	20.70%	30.11%	36.22%
无形资产和开发支出	500.02	665.61	616.83	568.05	三费率	21.70%	20.61%	17.60%	16.23%
其他非流动资产	333.55	333.41	333.27	333.12	净利率	-30.94%	1.28%	10.40%	17.21%
资产总计	3797.42	4414.86	5262.77	5890.99	ROE	-4.01%	0.28%	3.26%	6.76%
短期借款	146.30	353.59	961.19	1060.55	ROA	-2.63%	0.16%	1.60%	3.17%
应付和预收款项	528.97	911.07	891.66	1094.09	ROIC	-5.39%	1.66%	4.00%	6.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-18.67%	27.29%	29.44%	33.20%
其他负债	631.27	653.03	828.54	967.95	营运能力				
负债合计	1306.54	1917.69	2681.39	3122.59	总资产周转率	0.10	0.13	0.17	0.19
股本	498.57	498.57	498.57	498.57	固定资产周转率	0.92	1.73	3.08	5.29
资本公积	1723.52	1723.52	1723.52	1723.52	应收账款周转率	1.11	1.35	1.33	1.26
留存收益	11.87	22.86	112.96	306.53	存货周转率	0.61	0.96	0.98	0.95
归属母公司股东权益	2234.75	2244.95	2335.05	2528.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	150.34%	—	—	—
少数股东权益	256.12	252.23	246.33	239.79	资本结构				
股东权益合计	2490.88	2497.18	2581.38	2768.41	资产负债率	34.41%	43.44%	50.95%	53.01%
负债和股东权益合计	3797.42	4414.86	5262.77	5890.99	带息债务/总负债	19.47%	24.07%	39.88%	37.42%
					流动比率	1.42	0.97	1.06	1.15
					速动比率	1.08	0.70	0.80	0.88
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.19	0.02	0.18	0.39
					每股净资产	5.00	5.01	5.18	5.55
					每股经营现金	-0.63	0.60	-1.09	-0.05
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-60.22	150.84	238.27	360.67					
PE	-82.90	724.82	88.37	41.13					
PB	3.20	3.19	3.08	2.88					
PS	24.68	14.41	9.84	7.33					
EV/EBITDA	-127.13	53.28	36.17	24.09					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn