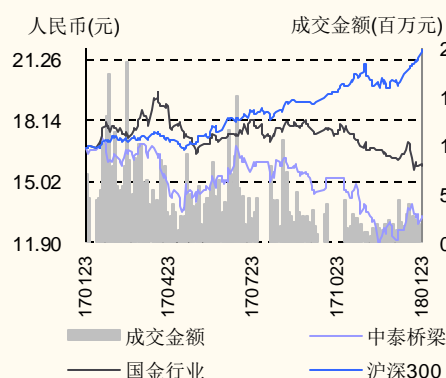


市场价格 (人民币): 13.30 元

目标价格 (人民币): 20.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	300.53
总市值 (百万元)	6,630.94
年内股价最高最低 (元)	17.37/11.90
沪深 300 指数	4382.61
深证成指	11555.26



强运营高壁垒，A 股教育最纯标的正式启航

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.009	-0.193	0.269	0.108	0.482
每股净资产 (元)	1.94	4.48	4.75	4.86	5.34
每股经营性现金流 (元)	0.56	-0.63	1.05	0.19	0.67
市盈率 (倍)	2,535.72	-113.01	46.74	116.61	26.10
行业优化市盈率 (倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率 (%)	-77.88%	-3453.75%	N/A	-59.92%	346.82%
净资产收益率 (%)	0.47%	-4.30%	5.67%	2.22%	9.03%
总股本 (百万股)	311.00	498.57	498.57	498.57	498.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1月23日, 公司公告, 将于1月24日正式由“中泰桥梁”更名为“凯文教育” A 股最纯教育标的正式启航。

投资建议

- 三年教育转型之路, 成就 A 股最纯教育标的: ①八大处控股: 2015年5月公司计划通过非公开发行, 拓展高端教育业务; 2016年7月八大处成为控股股东, 持股 30.1%, 实际控制人变为海淀区国资委, 2017年1月八大处增持持股比例达 32.09%; ②出售桥梁业务: 2017年2月原桥梁业务下沉至新中泰, 同年11月出售新中泰, 完成桥梁业务的剥离; ③全面布局教育业务: 公司先后成立子公司文华学信, 并收购文凯兴、凯文智信等公司作为教育业务运作平台, 2018年1月证券简称正式更名为“凯文教育”。

- 目前, 公司旗下拥有海淀凯文和朝阳凯文两所国际学校, 均提供 K12 教育。海淀凯文学校 (轻资产模式), 可容纳学生近 1500 人, 2016年9月第一批学生入学, 已完成两批招生, 高中提供美国 AP 课程, 朝阳凯文学校 (重资产模式), 可容纳学生近 4000 人, 2017年9月第一批学生入学, 提供 IB 课程。一方面, 两所凯文学校与名校清华附中共享教育资源, 均拥有顶尖的师资力量和教学平台系统, 具有较强竞争力; 另一方面, 两所学校通过对优质体育设施资源的投入, 加强与国际知名体育机构合作, 打造差异化竞争优势, 加强自身的办学特色。

- 民办国际学校逐渐成为主要国际教育提供者, 截止 2017 年 1 月占总学校数 50%。我们看好国际学校, 主要有两方面原因: ①替代功能: 教育资源出现缺口, 体制内竞争日益严峻的情况下, 国际学校作为一种补充形式, 具有提供另一种选择的替代功能。②缓冲功能: 留学人数不断上升, 留学低龄化趋势持续显现的背景下, 国际学校在教学环境、课程学习、文化融入等多方面具有一定的缓冲功能。国际学校为学生提供 AP、IB 等多种课程, 开拓国际视野, 增强语言水平、综合素质, 提高申请世界名校成功概率。

- 高壁垒, 高定位, 强盈利能力公司, 维持“买入”评级。公司旗下两所国际学校, 定位高端, 满座率提升空间大, 盈利能力强, 未来具有较强成长性和确定性。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.269/0.108/0.482 元, 18/19 年对应 PE117x/26x, 维持买入评级, 考虑到学校资产从建设到盈利需要 2-3 年, 而实现盈利之后盈利增长弹性较大, 公司预计 2019 年迎来盈利快速增长, 根据现金流估值, 我们给予公司 6-18 月内目标价 20 元。

- 风险提示: 学校招生或不及预期, 学生学籍管理可能存在一定风险, 未来学生升学情况尚不确定, 学校课程可能依据国家政策要求有所改动。

相关报告

- 《中泰桥梁: 拟更名为凯文教育, 全力进军教育业务》, 2017.12.27
- 《中泰桥梁: 桥梁业务剥离完成+现金收购文凯兴剩余股权, A 股最...》, 2017.12.12
- 《中泰桥梁: 桥梁业务摘牌, 剥离事项顺利推进》, 2017.10.12
- 《中泰桥梁: 金陵投资溢价转让公司 6% 股权登记完成, 彰显各方股东...》, 2017.8.31
- 《中泰桥梁: 拟剥离桥梁业务, A 股最纯教育公司可期》, 2017.8.10

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

内容目录

1 公司历史沿革: 三年转型路, A股最纯教育公司终成.....	4
1.1 开启转型教育之路, 八大处控股成为控股股东, 实际控制人变为海淀区国资委.....	4
1.2 桥梁钢结构业务下沉至新中泰, 出售转让彻底剥离原主业.....	5
1.3 设立教育业务运作平台, 稳步布局国际教育产业链.....	5
2 公司国际教育业务: 旗下海淀&朝阳两所国际学校——地处北京, 竞争壁垒高, 定位高端, 名校管理, 打造国际化视野学生.....	6
2.1 海淀凯文学校: 2016年9月开始办学, 提供美国 AP 课程.....	6
2.2 朝阳凯文学校: 2017年9月开始招生, 提供全学段 IB 课程.....	8
3 行业背景: 教育消费升级下的皇冠明珠, 坚定看好中国国际学校行业大发展.....	12
3.1 中国国际学校概述: 迎来黄金发展期, 民办国际学校成重要参与者.....	12
3.2 学校承载力承压, 升学竞争压力加剧, 国际学校“替代功能”机会显露.....	13
3.2.1 北京: 新生人口数激增、学校数减少双重施压, 学校承载能力遭遇严峻挑战.....	14
3.2.2 全国: “小初入学生剪刀差”已经出现, 未来或渐趋明显.....	15
3.3 出国留学低龄化趋势持续显现, 缓冲功能是国际学校的强大竞争力.....	16
3.4 多种国际课程, 打造国际视野人才&提高综合素质, 助力世界名校申请.....	17
4 投资建议.....	19

图表目录

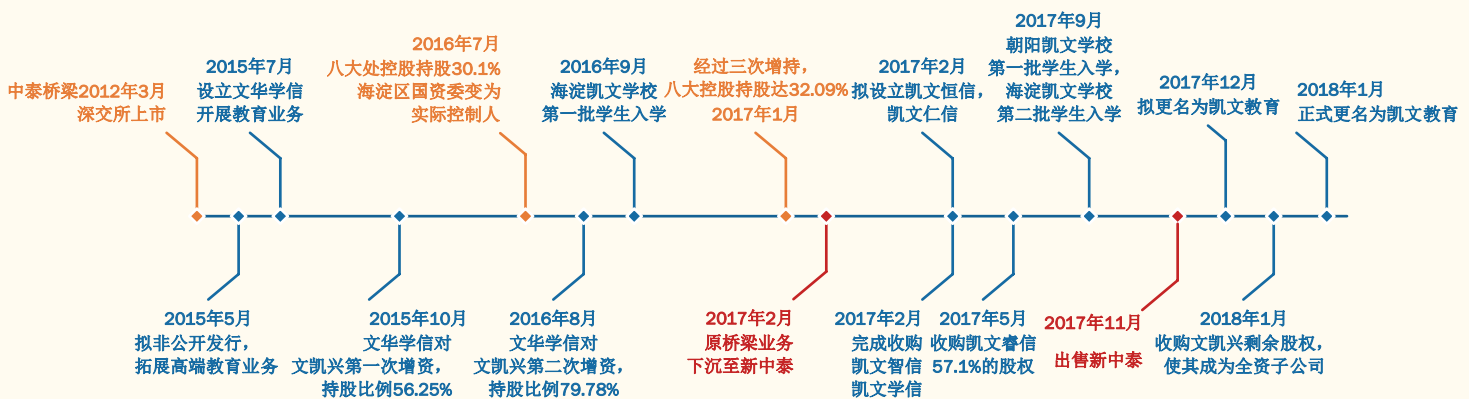
图表 1: 凯文教育历史沿革.....	4
图表 2: 八大处控股集团有限公司增持情况.....	4
图表 3: 凯文教育股权结构 (截至 2018-01-23)	6
图表 4: 海淀凯文学校概貌-1.....	7
图表 5: 海淀凯文学校概貌-2.....	7
图表 6: 海淀凯文学校体育设施.....	7
图表 7: 海淀凯文学校体育设施-1.....	7
图表 8: 海淀凯文学校体育设施-2.....	7
图表 9: 朝阳凯文学校概貌-1.....	8
图表 10: 朝阳凯文学校概貌-2.....	8
图表 11: IB 课程的三个项目.....	8
图表 12: 朝阳凯文学校学前班课外课程.....	9
图表 13: 朝阳凯文学校小学课外课程.....	9
图表 14: 朝阳凯文学校中学课外课程.....	9
图表 15: 朝阳凯文学校体育设施.....	10

图表 16: 朝阳凯文学校艺术设施.....	10
图表 17: 朝阳凯文学校寄宿文化.....	10
图表 18: 朝阳凯文学校的中外籍教师.....	11
图表 19: 凯文学校世界顶级合作伙伴.....	12
图表 20: 三类国际学校发展状况.....	13
图表 21: 2017 国际学校类型分布.....	13
图表 22: 国内国际学校同比增长率.....	13
图表 23: 北京常住人口新生儿人口数十余年增长 150%.....	14
图表 24: 北京小初毕业生剪刀差 (万人)	14
图表 25: 北京小初入学生剪刀差 (万人)	14
图表 26: 北京小学学校数量.....	15
图表 27: 北京初中学校数量.....	15
图表 28: 全国出生人口近年来有所提升, 但总体来看较为平缓.....	15
图表 29: 全国小学学校数量(万所).....	16
图表 30: 全国初中学校数量.....	16
图表 31: 全国范围内“小升初入学剪刀差”存在, 剪刀差压力近两年或将体现.....	16
图表 32: 中国赴美留学就读本科生人数超越研究生人数.....	17
图表 33: 2016/2017 学年中国赴美留学生攻读学位层次.....	17
图表 34: 四大国际课程对比.....	17

1 公司历史沿革: 三年转型路, A 股最纯教育公司终成

- 中泰桥梁原为国内桥梁钢结构工程承包领域的专业企业。中泰桥梁的前身为江苏金泰钢结构有限责任公司，成立于 1999 年 3 月 26 日。2012 年 3 月 9 日在深圳证券交易所挂牌上市。公司向社会首次公开发行普通股 3,900 万股，发行价格 10.10 元/股，发行后公司总股本为 1.555 亿股。公司于 2013 年 6 月 18 日公司实施了以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股的股本转增方案，注册资本增至 3.11 亿股。中泰桥梁在桥梁钢结构制造、运输、安装等方面具有丰富的实践经验，先后承担了多个大跨径桥梁钢结构工程。但随着国内宏观经济增速放缓，行业竞争加剧以及用工成本上升等因素，公司桥梁钢结构工程部分业绩有所下滑。

图表 1: 凯文教育历史沿革



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.1 开启转型教育之路, 八大处控股成为控股股东, 实际控制人变为海淀区国资委

- 原第一大股东股权转让, 八大处控股认购定增 1.5 亿股成为控股股东: 为了抓住高端教育快速发展的有利时机, 提升公司经营业绩, 分散经营风险, 培养新的利润增长点, 公司积极投资布局教育产业。2015 年 5 月 18 日, 中泰桥梁原控股股东环宇投资计划以 14 元/股的价格向金陵投资转让 4000 万股, 股权转让已于 2015 年 7 月 28 日完成, 本次过户登记完成后, 环宇投资持股比例为 21.34% 仍为公司第一大股东, 金陵投资持股比例为 12.86%, 为公司第二大股东; 2015 年 5 月 18 日, 中泰桥梁拟通过非公开发行, 以 9.33 元/股的价格向八大处控股、华轩基金和自然人邓亚平三方合计发行股份 1.88 亿股, 三者分别认购约 1.5 亿股, 2680 万股和 1082 万股。2016 年 7 月 18 日该定向增发完成, 定增完成后, 八大处控股成为公司控股股东, 持股 30.1%, 原控股股东环宇投资持股比例下降至 13.31%。公司性质变更为国有企业, 实际控制人由陈禹变更为海淀区国资委, 公司拟与海淀区国资委旗下资源整合, 打造高端国际教育业务上市公司运营平台。
- 八大处三次增持, 持股比例变为 32.09%: 2017 年 1 月 10 日、1 月 11 日、1 月 12 日, 公司控股股东八大处控股通过集中竞价的方式合计增持了公司 1.99% 的股份, 增持完毕后持有公司 32.09% 的股份。

图表 2: 八大处控股集团有限公司增持情况

股东名称	增持时间	增持股份数(股)	增持比例
八大处控股集团有限公司	2017 年 1 月 10 日	4,343,878	0.87%
八大处控股集团有限公司	2017 年 1 月 11 日	641,700	0.13%
八大处控股集团有限公司	2017 年 1 月 12 日	4,966,925	0.99%

来源：公司公告，国金证券研究所

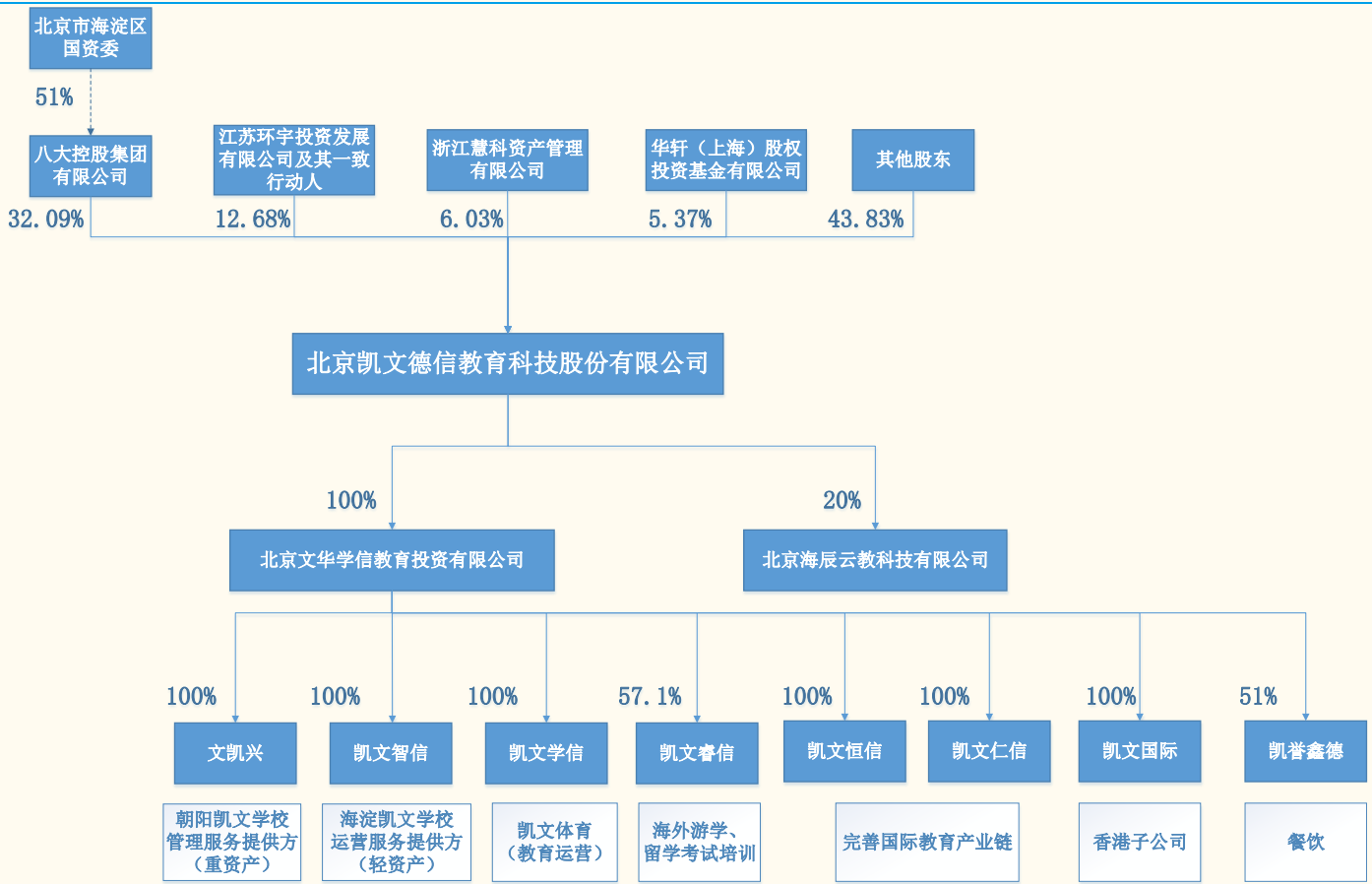
1.2 桥梁钢结构业务下沉至新中泰，出售转让彻底剥离原主业

- **桥梁钢结构业务下沉至新中泰：**2017年1月23日，公司发布公告称拟将桥梁钢结构业务相关资产、债权债务、经营资质及人员下沉至全资子公司江苏新中泰桥梁钢构工程有限公司（简称新中泰）；2017年2月8日，股东大会决议通过该议案。
- **出售新中泰，彻底剥离桥梁钢结构业务：**2017年10月16日，第四届董事会第四次会议决定通过了以现金交易的方式向中晶建材转让新中泰公司100%股权，依据资产基础法估值6.39亿元，相较净资产4.95亿元增值29%，交易收益为1.44亿元。截止2017年11月24日，新中泰100%股权转让至中晶建材的股东变更工商手续已办理完成，标的资产已经完成过户，未来不再从事桥梁钢结构业务。

1.3 设立教育业务运作平台，稳步布局国际教育产业链

- **成立文华学信，增资控股文凯兴，建设朝阳凯文学校：**公司于2015年7月，投资设立全资子公司文华学信，开展教育行业的投资和服务业务，2015年7月14日完成工商注册登记；2015年10月，文华学信拟以自有资金增资文凯兴，实施建设国际项目学校，增资金额2.9亿元，取得文凯兴的控制权，持股比例为56.25%，同年10月24日完成工商变更登记手续。2016年8月，文华学信第二次增资，持股比例为79.78%。2016年7月，公司通过非公开发行募集资金12亿元，投资文凯兴建设朝阳凯文学校项目；目前，朝阳凯文学校已完成全部建设和首期招生，已于2017年9月开始办学。
- **收购凯文智信（海淀凯文学校）和凯文学信：**公司于2016年12月股东大会决议通过以自有资金人民币1.652亿元收购凯文智信100%股权，以自有资金0.996亿元收购凯文学信100%股权的相关议案。凯文智信为北京海淀凯文学校的举办者和出资人，投资筹办北京海淀凯文学校，负责其师资队伍组建、学校校舍修建、日常运营管理等各方面的全面管理。北京海淀凯文学校已取得民办学校办学许可证，公司通过凯文智信间接持有北京海淀凯文学校100%股权。海淀凯文学校致力于形成名校主导管理、科技体艺课程引领、重视素质教育的特色国际学校，于2016年10月开始办学；凯文学信/凯文体育是致力于打造国际化体育教育平台；2017年2月16日，已办理完完对凯文智信和凯文学信的工商变更登记手续。
- **收购凯文睿信，设立凯文恒信及凯文仁信：**2017年2月16日，公司公告，全资子公司文华学信拟以自有资金2548万元收购凯文睿信46%股权，收购后文华学信将持有凯文睿信57.1%股权。凯文睿信主要业务为国际教育运营、海外游学、留学咨询、教学科研。同时，公司拟设立凯文恒信、凯文仁信，两者的主要经营范围为其他科技推广和应用服务业，完善国际教育产业链，公司及下属控股子公司拟向控股股东借款不超过20亿元，以推进教育产业发展与规模拓展；2017年5月，文华学信完成了对凯文睿信的收购；
- **收购文凯兴（朝阳凯文学校）剩余20.22%股权，使其成为公司全资子公司：**2017年12月12日，八大处控股拟以现金对价将所持有的文凯兴剩余20.22%股权转让给文华学信，交易价格拟定为2.7亿元，对应文凯兴整体估值为13.35亿元，交易完成后文凯兴成为文华学信全资子公司。2018年1月11日，公司取得北京市工商行政管理局朝阳分局换发的营业执照，股权转让工商变更登记手续已完成，文凯兴成为公司的全资子公司。
- **中泰桥梁更名凯文教育：**2017年12月27日，公司第四届董事会第八次会议审议通过了关于变更公司名称、证券简称、经营范围和住所的议案。公司拟更名为“北京凯文德信教育科技股份有限公司”，证券简称“凯文教育”，未来主营业务为教育信息咨询、技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务等，成为A股最纯教育公司。公司公告将于2018年1月24日正式由“中泰桥梁”更名为“凯文教育”，A股最纯教育标的正式启航。

图表 3：凯文教育股权结构（截至 2018-01-23）



来源：公司公告，国金证券研究所

2 公司国际教育业务：旗下海淀&朝阳两所国际学校——地处北京，竞争壁垒高，定位高端，名校管理，打造国际化视野学生

2.1 海淀凯文学校：2016年9月开始办学，提供美国 AP 课程

- 海淀凯文学校位于北京市海淀区，海淀凯文学校由凯文智信公司作为经营主体运营，采取轻资产模式运营。学校占地面积 20 万平米，绿化面积达 14 万平米，同类学校中绿化率最高。可容纳学生近 1500 人。学校涵盖小学、初中、高中，1-12 年级的教学，2016 年 9 月第一批学生开学，目前已经完成两批招生。海淀凯文学校 2016-2017 学年招生学费标准为小学 18 万/学年，初中 22 万/学年，高中 25 万/学年 2017-2018 学年招生学费标准为小学 20 万/学年，初中 24 万/学年，高中 26 万/学年，平均有约 10% 的涨幅。学费于每学年初收取，按月摊销确认收入。除了学费外，学校还收取住宿费、夏令营费用、课外培训费、杂费等收入。

图表 4：海淀凯文学校概貌-1



来源：海淀凯文学校官网，国金证券研究所

图表 5：海淀凯文学校概貌-2



来源：海淀凯文学校官网，国金证券研究所

- **定位 K12 国际教育，提供美国 AP 课程，开设独具特色的双语课程体系（THIC）。**海淀凯文学校主要提供 K12 国际化教育，高中阶段提供美国 AP 课程。学校在清华附中及其国际部经过多年实践、研究美国及其他国际课程的基础上，结合国内课程内容研发了 1-12 年级双语课程体系（THIC）。这是一套具有国际品质和清华特色的课程体系，学校课程分为学术课程、艺体课程、拓展课程和俱乐部课程。拓展课程包括语言、数学思维、计算机科学、STEM 课程、科学和文化六类，与国际接轨，帮助学生完善知识结构，开拓国际视野，提升创新能力；俱乐部课程囊括了近 60 个俱乐部涵盖了体育、艺术、科技、创意、生活技能等多个类别，为学生提供丰富多彩的课后俱乐部活动。
- **文体设施完整先进，注重学生综合素质培养。**为了培养学生的体育精神和人文艺术发展，学校建立了先进、完整的体育设施。校内设有千米环校生态跑道，8970 平方米足球场地，同时学校还拥有北京地区唯一一个由美国棒球职业大联盟设计督造的棒球场和面积达 25380 平方米的高尔夫球场，并拥有专业的攀岩壁、击剑馆、羽毛球场地、健身中心和室内游泳馆，可以满足学生多样化的运动需求。学校设有专业级别的音乐、美术、舞蹈教室，从而保证学生能够达到国际化教育对综合素质的高水准要求。

图表 6：海淀凯文学校体育设施

设施	环校生态跑道	足球场	室外高尔夫练习场	8 个室内外篮球场	5 个标准室外网球场	攀岩壁	击剑馆	羽毛球场地	健身中心	室内游泳训练馆	棒球场
面积	1000m	8970 m ²	25380 m ²	3232 m ²	3455 m ²	125 m ²	353 m ²	332 m ²	316 m ²	1314 m ²	1 个

来源：海淀凯文学校官网，国金证券研究所

图表 7：海淀凯文学校体育设施-1



图表 8：海淀凯文学校体育设施-2



来源：海淀凯文学校官网，国金证券研究所

来源：海淀凯文学校官网，国金证券研究所

2.2 朝阳凯文学校：2017年9月开始招生，提供全学段IB课程

- 朝阳凯文学校位于北京市朝阳区，由文凯兴公司作为固定资产承载主体，采取重资产运营模式，即土地&建筑等固定资产均属于文凯兴公司。朝阳凯文学校占地面积 17.35 万平，建筑面积约 21.2 万平。学校涵盖小学、初中、高中，1-12 年级的教学，2017 年 9 月第一批学生开学，朝阳凯文学校可容纳学生近 4000 人，朝阳凯文学校预计 7 年实现满员。2017-2018 学年招生学费标准为小学 16.8 万/学年，初中 18.8 万/学年，高中 21.8 万/学年，除了学费外，学校还收取住宿费、夏令营费用、课外培训费、杂费等收入。未来随着凯文学校办学的日渐成熟、品牌的逐渐建立、招生规模的逐渐扩大，学校的收入及盈利规模有望逐渐增长。

图表 9：朝阳凯文学校概貌-1



来源：朝阳凯文学校官网，国金证券研究所

图表 10：朝阳凯文学校概貌-2



来源：朝阳凯文学校官网，国金证券研究所

- 执行全学段 IB 课程，注重学习能力和思维方式的培养。朝阳凯文学校定位是 K12 基础教育国际课程，执行符合国家大纲的全学段 IB 课程体系，包含 PYP、MYP 和 DP 三个阶段。IB 教学体系是国际文凭组织为全球学生所开设的教育体系，被全球 140 多个国家，4500 多所学校采纳。该课程体系保证坚实的学科成绩，注重学习能力和思维方式的培养。IB 成绩适用于全球牛津、剑桥、哈佛、耶鲁等 2000 多所大学，是国际学生考取国外大学的最理想选择。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。针对学前班、小学和中学不同阶段，学校开设不同类型的课外课程，丰富学生课余活动。

图表 11：IB 课程的三个项目

项目名称	PYP 项目	MYP 项目	DP 项目
类别	小学项目	中学项目	高中项目
对象	面向 3-11 岁的学生	面向 11-16 岁的学生	面向 16-19 岁的学生
学科	语言；社会学；数学；艺术；科学；体育、社交教育和个人教育六组学科	语言与文学；个体与社会；数学；设计；艺术；科学；体育和健康教育；语言习得八个学科	语言与文学研究；个体与社会；数学；艺术学科；科学学科；语言习得六个学科
理念	培养独立思考和学习能力，建立全球价值观	整体化学习、多元文化意识和交流	拓展国际视野，挖掘知识深度，更为全面发展，充分把握未来机遇

来源：朝阳凯文学校官网，国金证券研究所

图表 12: 朝阳凯文学校学前班课外课程



来源: 朝阳凯文学校官网, 国金证券研究所

图表 13: 朝阳凯文学校小学课外课程



来源: 朝阳凯文学校官网, 国金证券研究所

图表 14: 朝阳凯文学校中学课外课程



来源: 朝阳凯文学校官网, 国金证券研究所

- **三大办学特色:** ①**双语教学。**根据学生的思维发展规律和语言认知模式, 辅以学科实践活动。针对不同阶段的学生采取不同的语言教学策略, 帮助学生建立第二语言思维系统; ②**注重学生综合素质培养。**学校将艺术和体育课程纳入必修, 校园内建设各类体育场馆以及剧院、琴房、舞蹈室等, 帮助学生强健体魄, 培养专项特长, 磨炼学生的意志; ③**鼓励、提倡住宿生活。**学校鼓励混龄“家族式”寄宿生活, 以培养学生的自我管理和独立意识。

图表 15: 朝阳凯文学校体育设施



来源: 朝阳凯文学校官网, 国金证券研究所

图表 16: 朝阳凯文学校艺术设施



来源: 朝阳凯文学校官网, 国金证券研究所

图表 17: 朝阳凯文学校寄宿文化



来源: 朝阳凯文学校官网, 国金证券研究所

- **教师教学经验丰富, 中外教比为 1: 1.1。**学校 55%的老师具有 10 年以上的教龄, 30%以上的老师具有 5-9 年的教龄, 教学经验丰富。外方教师均来自母语为英语的国家, 其中 59%的老师来自美国, 中方教师具有双语教学和国际教学经验, 部分教师具有海外留学背景, 中外教比为 1:1。老师学生比例为 1:5, 充分保障教学质量。

图表 18：朝阳凯文学校的特色体育外教



来源：朝阳凯文学校官网，国金证券研究所

- 一方面，两所凯文学校与名校清华附中共享教育资源，均拥有顶尖的师资力量和教学平台系统，具有较强竞争力；另一方面，两所学校通过对优质体育设施资源的投入，加强与国际知名体育机构合作，打造差异化竞争优势，加强自身的办学特色。
- 共享名校教育资源，建立凯文管理服务输出平台。公司拥有的海淀凯文学校与朝阳凯文学校均拥有顶尖的师资力量和完善的教学平台体系，由清华附中按照“清华附中标准”选派聘用国际化的精英教师和管理团队，同时，清华附中一体化学校管理委员会对凯文学校与清华附中国际部、清华附中国际学校（奥森校区）实行统一高效管理，共享名校教育资源。公司整合了国内外顶尖的、成熟的国际教育理念和体系，建立优秀师资发掘、储备体系、国际化教师培训与教材研发系统，建立了以凯文为品牌的管理服务输出平台。公司于 2017 年 5 月收购了凯文睿信，完成了与国际学校产业相关的出国留学、升学指导培训业务的基础布局，凯文睿信已承接四所公立、民办学校国际班培训业务。
- 与国际知名体育机构合作，打造国内青少年体育培训领先品牌。学校整合校区内优质体育设施资源，创新性地加入了大量稀缺的体育教学资源，在棒球、足球等高端体育项目培训方面与国际知名体育机构进行合作。在为学校提供专业体育课程的同时，布局社会青少年体育培训市场。学校目前已经与北美职业棒球联盟、英超曼城俱乐部等国际知名体育资源实现合作，并开展了包括中国网球公开赛青少年巡回赛、MLB PLAY BALL 青少年棒

球联赛（北京赛区）等一系列有助学生成长的国际化体育活动，并邀请到曼城足球俱乐部、拜仁慕尼黑足球俱乐部、波尔图足球俱乐部和 NHL 北美职业冰球联盟等具有世界级声誉的著名专业运动机构、联盟组织和优秀运动员、教练到校并与学生交流，激发了青少年对体育的兴趣，提升了学校的知名度和认可度，凸显了学校的竞争优势和办学特色。公司已经成功举办青少年专业体育项目冬令营、夏令营，打造国内青少年育培训的领先品牌，促进各个各业务板块的协同发展。

图表 19：凯文学校世界顶级合作伙伴



来源：公司官网，国金证券研究所

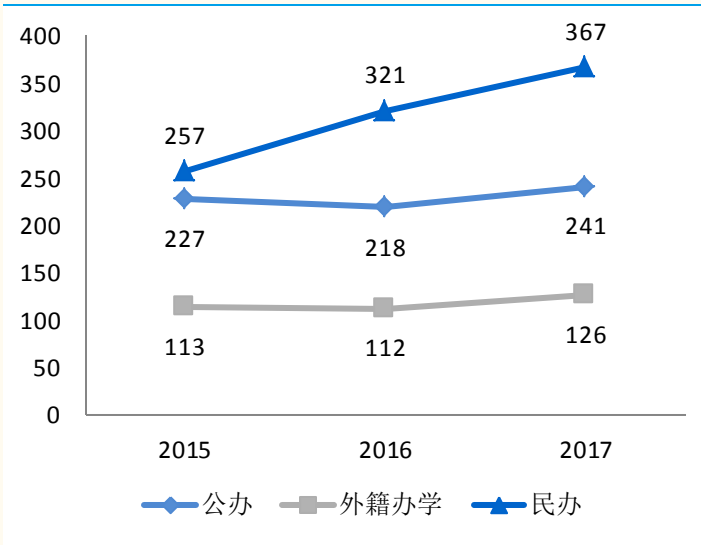
3 行业背景：教育消费升级下的皇冠明珠，坚定看好中国国际学校行业大发展

- 目前，中国国际学校主要有三类——外籍国际学校、民办国际学校及公立国际班。近年来受多重因素影响，民办国际学校获得快速发展，逐渐成为主要国际教育提供者。我们之所以看好国际学校，主要有两方面原因：一方面，教育资源出现缺口，体制内竞争日益严峻的情况下，国际学校作为一种补充形式，具有提供另一种选择的替代功能。另一方面，留学人数不断上升，留学低龄化趋势持续显现的背景下，国际学校对于未来准备出国求学的人而言，在教学环境、课程学习、文化融入等多方面具有一定的缓冲功能。国际学校提供 AP、IB 等多种国际课程，帮助学生打造国际化视野，增强其语言水平、学习成绩及综合素质，提高其申请世界名校的成功概率。

3.1 中国国际学校概述：迎来黄金发展期，民办国际学校成重要参与者

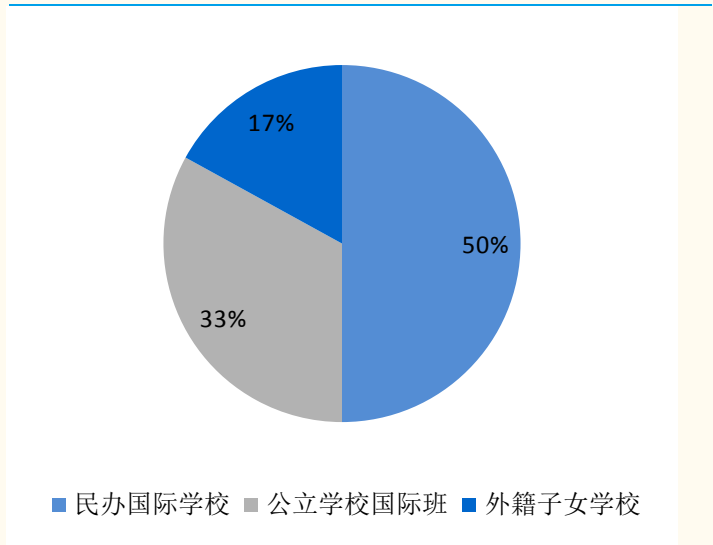
- 目前国内提供国际教育的主体主要可以分为三类——外籍国际学校、民办国际学校、公立国际班。外籍国际学校只招收外籍人员子女，大多数由外籍人员或机构设立。民办国际学校同时对中国学生和外籍人员子女招生，一般由国内个人或机构设立，学校采用中西合璧的双语教学体系或者国外优秀的课程体系，主要满足国内学生的出国前期准备需求。公立国际班往往在成熟的高中学校中开办，班级规模也较小，通常采用中西合璧的教学方式，同时为学生提供优秀的国内课程和国外主流的课程体系。根据新学统计数据显示，截止 2017 年 10 月，国内共有 734 所国际学校，其中外籍人员子女学校 126 所（占比 17%），民办国际学校 367 所（占比 50%），公立学校国际班 241 所（占比 33%）。

图表 20：三类国际学校发展状况



来源：新学说，国金证券研究所

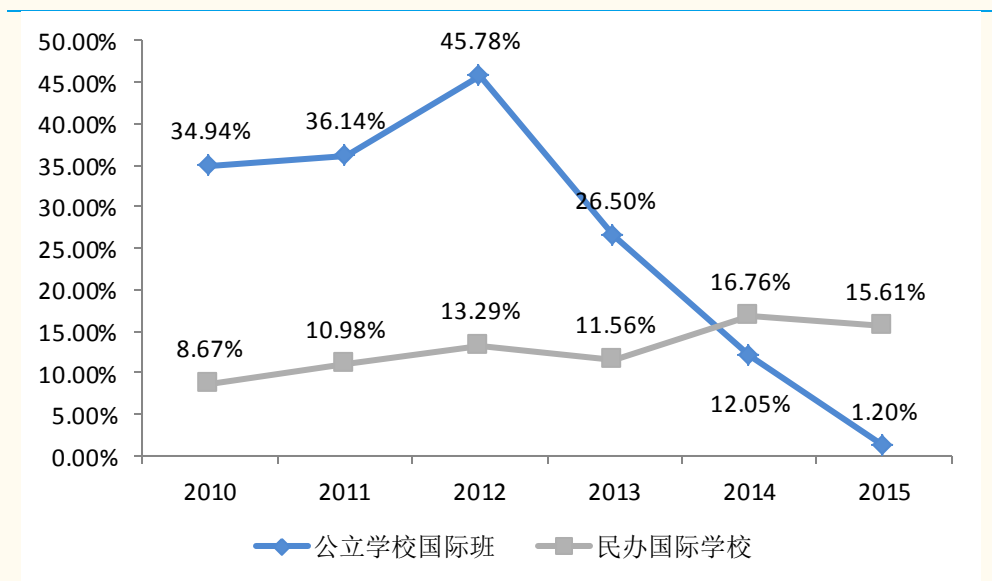
图表 21：2017 国际学校类型分布



来源：新学说，国金证券研究所

- 外籍人员子女学校数在全部国际学校中占比不足 20%，由于外籍人士子女学校招生范围偏窄，且学校数近年来增长较为平缓，未来占比或持续下降。《高中阶段国际项目暂行管理办法》草案对公立国际班的限制从侧面为民办国际学校的发展创造了机会。国内公立国际班的数量经历了一个高速增长到增速放缓的过程，主要由于 2013 年教育部《高中阶段国际项目暂行管理办法》草案的出台，明确在未来不再审批的新的公立高中国际班，同时现有国际班的招生规模不再扩大，政策对公立国际班数量和招生规模的限制也给民办国际学校带来了更多机会，导致日益增加的就读国际学校需求转移到民办国际学校，为民办国际学校提供了长期持续的驱动力。民办国际学校目前市场空间和发展潜力相对乐观，从政策角度、社会角度和资金角度普遍得到认可，各方资源丰富、各行业资本投资意愿强烈，因此可以预断，民办国际学校在未来会成为国际学校的主力。

图表 22：国内国际学校同比增长率



来源：新学说，国金证券研究所

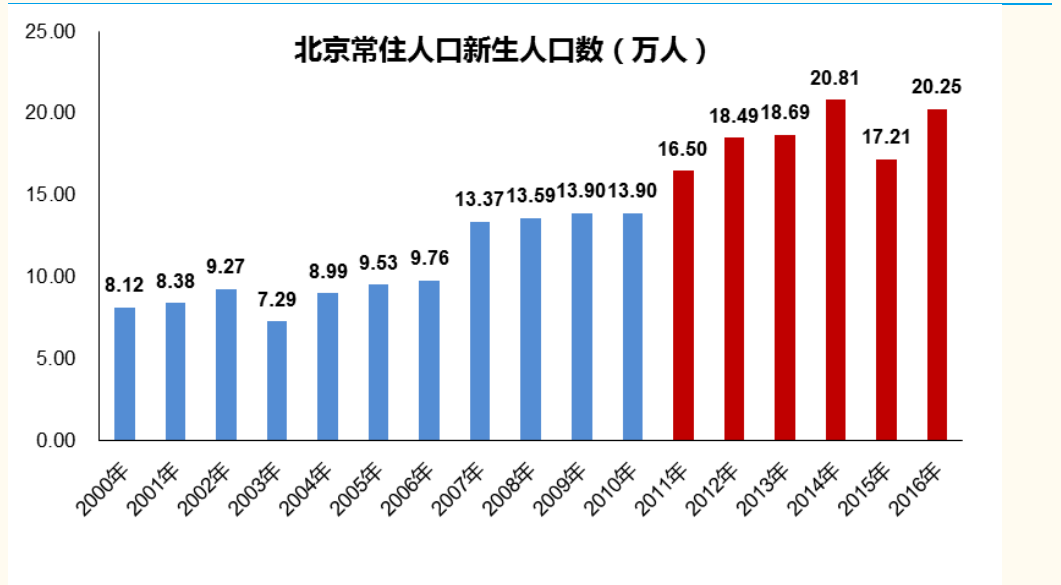
3.2 学校承载力承压，升学竞争压力加剧，国际学校“替代功能”机会显露

- 北京学历学校（小学，初中，高中）承载能力承压较大，目前公司旗下两所学校均位于北京，以下主要对北京学历学校承载能力缺口做一分析。我们认为，北京在出生人口的迅速增长，叠加学校数量并未增长的情况下，学校承载能力承压较大，体制内升学（小升初，初升高，高考等）竞争持续加剧，国际学校或迎来发展重要契机。

3.2.1 北京：新生人口数激增、学校数减少双重施压，学校承载能力遭遇严峻挑战

- 北京出生人口十余年激增 150%，增至 2000 年的 2.5 倍。北京常住人口新生人口由 2000 年的 8.12 万人增至 2016 年的 20.25 万人，教育竞争日趋激烈。现时点，2011 年出生的孩子开始升入小学，而根据下图可知，2011 年之后，北京新生人口持续快速增长，预计未来 4-5 年，小学入学的竞争会日趋激烈。

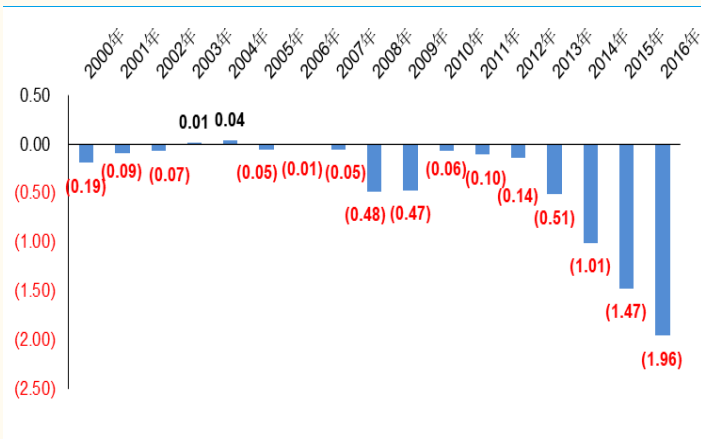
图表 23：北京常住人口新生人口数十余年增长 150%



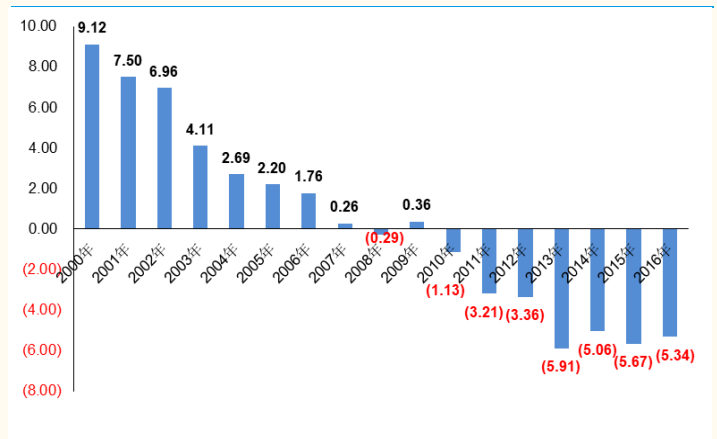
来源：WIND，国家统计局，国金证券研究所

- 2013 年以来，北京的“小初毕业生剪刀差”（即同年小学毕业生人数大于初中毕业生人数的部分）与“小初入学生剪刀差”（即同年小学入学人数大于初中入学人数的部分）都显著扩大。至 2016 年，北京小初“毕业生剪刀差”已达到约 2 万人，小初入学生剪刀差则达到 5.34 万人，毕业生剪刀差的出现，一定程度上反映出，目前北京体制内学校竞争已经十分激烈，部分学生会考虑高考移民，或直接出国留学，而入学生剪刀差带来的压力，会在之后 4-5 年持续显现。

图表 24：北京小初毕业生剪刀差 (万人)



图表 25：北京小初入学生剪刀差 (万人)

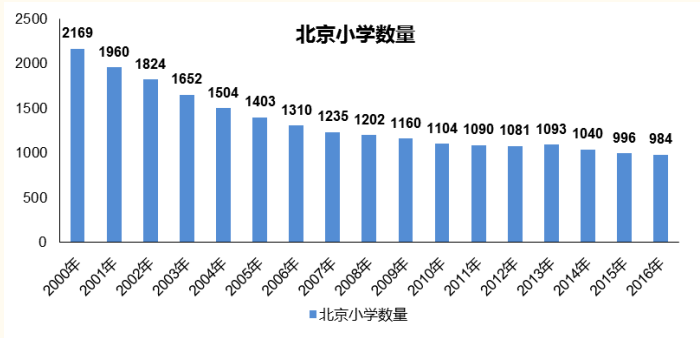


来源：北京教委，国家统计局，国金证券研究所测算

来源：国金证券研究所

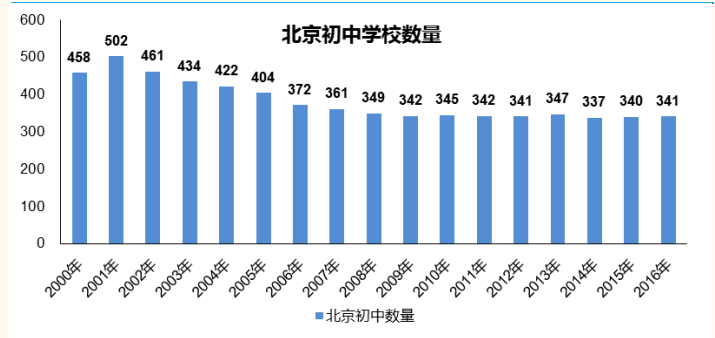
- 北京小学、初中学校数量下降趋势明显，至 2016 年小学数量为 984 所，初中数量为 341 所。激增的入学人数和没有显著增长的学校数量，带来了两个影响，一是单个学校越来越拥挤，承载学生越来越多，二是因为入学资源紧缺，入学竞争日趋激烈，部分学生以各种方式离开了本地教育体系（包括出国，国内教育移民等）。

图表 26：北京小学学校数量



来源：WIND,国金证券研究所

图表 27：北京初中学校数量

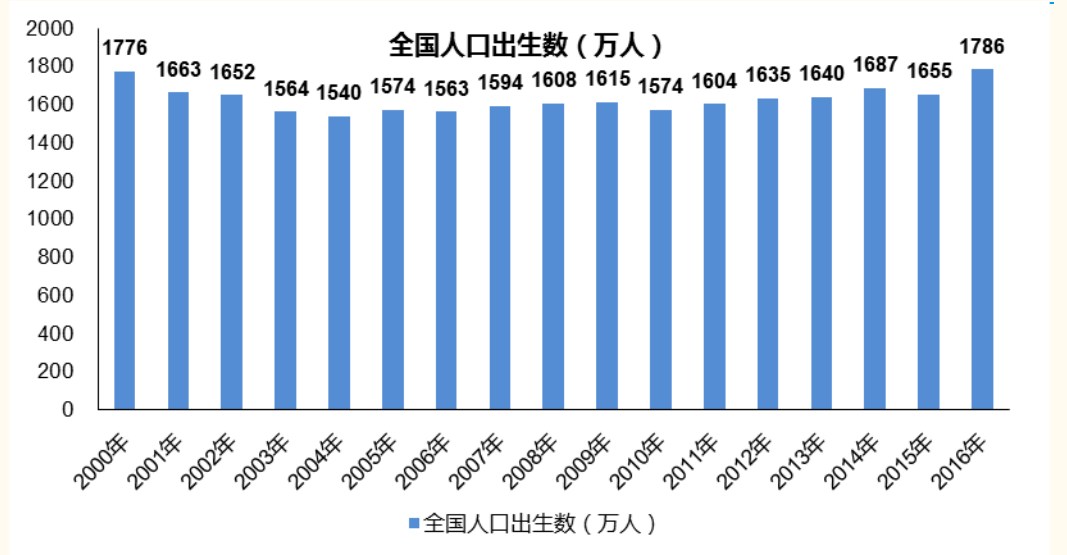


来源：WIND,国金证券研究所

3.2.2 全国：“小初入学生剪刀差”已经出现，未来或渐趋明显

- 全国范围人口出生数有所增长，但相对北京来说，比较平缓。近年来，全国范围内人口出生数有所增长，但相对北京来说，较为平缓，由 2006 年的 1563 万人，增长至 2015 年的 1655 人，2016 受全面二孩政策影响，出生人口达 1786 万人。总体而言，近十余年来全国范围出生人口也有增长，但较为缓和，不像北京般剧烈。

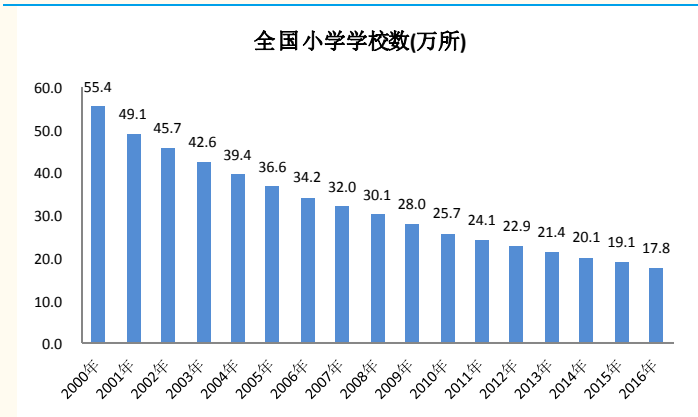
图表 28：全国出生人口近年来有所提升，但总体来看较为平缓



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

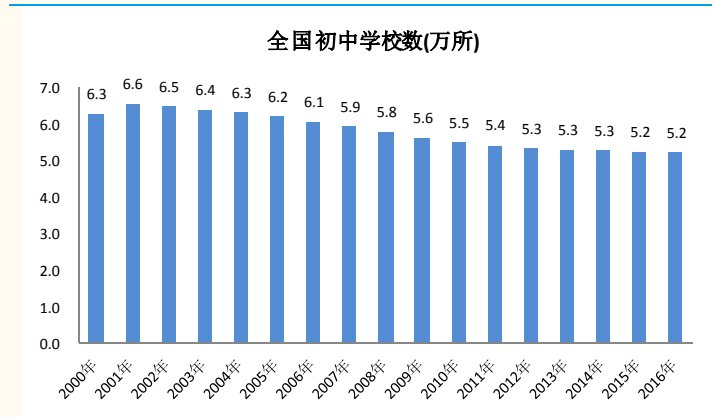
- 全国小学、初中学校数量不断下跌，小学数量减少情况不容乐观。至 2016 年全国小学数量为 17.8 万所，仅为 2000 年的 32.1%；初中数量为 5.2 万所，为 2000 年的 82.5%。尽管全国范围内出生人口增速相较而言北京较缓，然而迅猛下降的全国小学学校数量势必会拉大未来的“小初毕业生剪刀差”及现时的“小升初入学剪刀差”，全国学校承载将会面临艰难考验。

图表 29: 全国小学学校数量(万所)



来源: WIND, 国金证券研究所

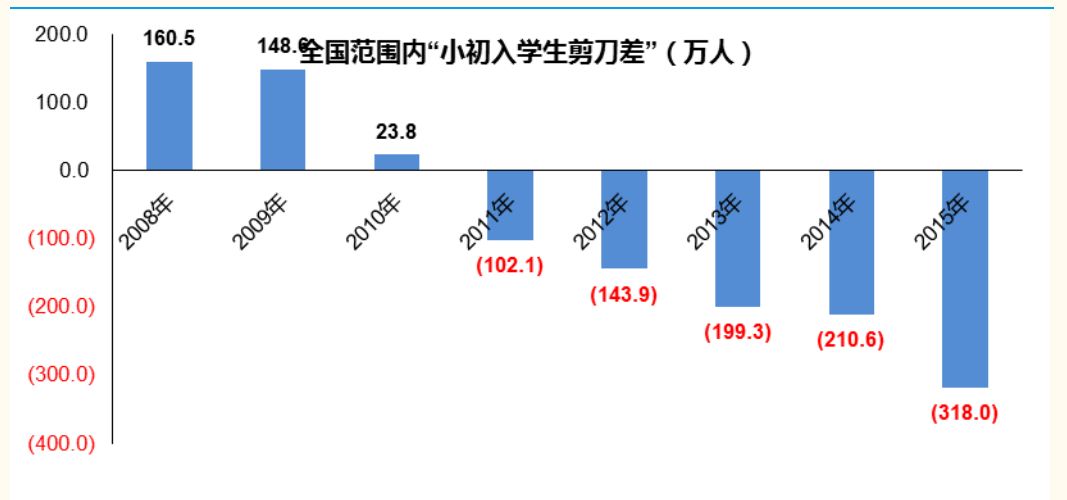
图表 30: 全国初中学校数量



来源: WIND, 国金证券研究所

- 全国范围内, “小升初入学剪刀差”已经出现, 近两年压力或将体现。全国范围内, “小升初入学剪刀差”于 2011 年开始出现, 2015 年, “小升初入学剪刀差”达 318 万人(即同年, 小学生入学人数, 多于中学生入学人数的数量), 我们判断, 入学剪刀差的压力会在约 5 年之后反映到小升初上, 那么 2011-2012 年的“小升初入学剪刀差”将会反映在 2016-2017 年, 我们认为, 未来几年内, 全国范围内学校承载能力, 也会面临一定压力, 对学校扩建有需求, 而民办学校或将成为办学的重要力量。

图表 31: 全国范围内“小升初入学剪刀差”存在, 剪刀差压力近两年或将体现



来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所测算

- 总之, 我们认为, 学校承载能力日趋紧张, 目前北京已经明显体现, 未来 4-5 年内, 或在全国范围内体现。教育资源紧缺带来教育不可避免的激烈竞争, 一定程度上形成“军备竞赛”, 使得教育成为一种长期持续且稳定的刚性的消费升级。而国际学校作为学历学校中接受程度日渐提高的一类补充选择, 具有很强的“替代功能”, 不仅能够使学生接受全方位的国际化优质素质教育, 还能够解决户口等问题带来的升学难问题, 有望受到家长更多的青睐。

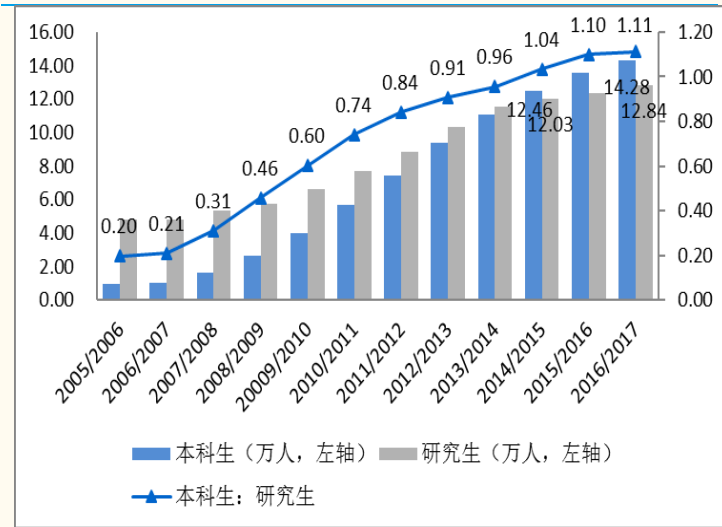
3.3 出国留学低龄化趋势持续显现, 缓冲功能是国际学校的强大竞争力

- 留学低龄化趋势持续显现, 在美攻读本科留学生数量超越研究生。2016/2017 学年, 中国赴美攻读本科的留学生数量达 14.28 万人, 2005/2006 学年至 2016/2017 学年在美国攻读本科学位人数 CAGR 达 28.17%, 整体人数实现快速增长; 2016/2017 学年, 中国赴美攻读研究生的留学生数量达到 12.84 万人, 2005/2006 学年至 2016/2017 学年在美国

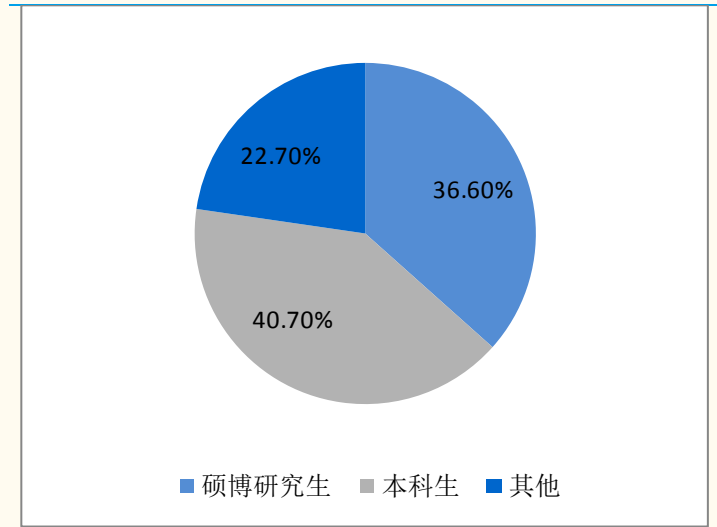
攻读硕士学位人数 CAGR 达 9.44%。中国在美就读本科阶段的留学生人数与就读研究生阶段的学生人数的比值不断上升，2014/2015 学年中国赴美攻读本科的留学生数量首次超过在美攻读研究生学生数量，2016/2017 学年，本科生和研究生人数比值进一步提高到 1.11，越来越多的中国学生选择在本科阶段出国留学。

- **赴美留学主流由研究生阶段向本科生阶段转变。**2016/2017 学年中国赴美攻读研究生学位占比为 36.60%，赴美攻读本科学位占比为 40.70%。高中毕业后直接申请本科海外留学可以避免高考千军万马过独木桥的选拔，同时也可以使孩子尽早接触国外的教学理念，因此越来越多的家长倾向于让子女在本科阶段直接申请出国留学而非研究生阶段。作为能够提供国际教育的国际学校，不仅能够让学生提前熟悉国外的教学环境，还能为孩子缓冲过度低龄留学遭受的国外文化差异冲击，避免“降落伞少年”可能碰到的巨大问题，是具有留学意向家庭的较好选择。

图表 32：中国赴美留学就读本科生人数超越研究生人数



图表 33：2016/2017 学年中国赴美留学生攻读学位层次



来源：美国门户开放报告，国金证券研究所

来源：美国门户开放报告，国金证券研究所

3.4 多种国际课程，打造国际视野人才&提高综合素质，助力世界名校申请

- 目前国内的国际学校高中阶段一般都提供 AP 课程、A-level 课程、IB 课程和 BC 课程等国际主流课程。除以上四类课程外，还存在澳大利亚 VCE 课程等国际课程。
- 国际教育能够帮助留学生攻克语言关，尽早地适应国际化的教学体系和教学理念，帮助学生养成良好的学习习惯，通过国际课程的学习帮助学生在海外院校的申请中抢占先机，全方面覆盖了学生在留学前期的各个环节，极好地迎合了市场的需求，这也是国际学校近几年获得高速发展并将在未来持续快速发展的原因之一。

图表 34：四大国际课程对比

课程对比	AP 课程	A-level 课程	IB 课程	BC 课程
历史	60 多年	50 多年	50 年	30 多年
起源	美国	英国	国际文凭组织	加拿大 BC 省教育部
考核标准	5 分满分，4 分优秀，3 分及格	分为 A、B、C、D、E、U 六个等级，A 为最优，E 为通过，U 为不及格	满分 45 分，申请常春藤大学的学生一般分数在 40 或以上	分为 A、B、C+、C、C-、F 六个等级，获得学分最少要达到 C-
考试时间	每年一次，安排在 5 月份	每年两次，分别为 5-6 月和 10-11 月	每年一次，每年的 5 月	每年四次，为一、四、六（最主要）、八月
认可度	主要面向北美，美国、加拿大、	主要面向英国，美国、加拿大、澳洲、	自成体系，美国、加拿大、澳洲、英	在世界范围内得到认可，但毕业生主要以加

课程对比	AP 课程	A-level 课程	IB 课程	BC 课程
	英国、澳洲大部分院校均认可	英国大部分院校均认可	国大部分院校均认可	拿大和美国方向为主
学分转化	部分院校认可学分转化	部分院校认可学分转化	部分院校认可学分转化	可以折抵大学学分
课程内容	包括微积分、美国历史、物理、经济学、计算机科学、汉语言与文字等在内的 34 门课程，学生可以选择任意数量课程修读	共有 60 多门课程，涵盖数理化、艺术、体育、语言、历史、文学等各个领域，学生从中选择 4 门进行 AS 课程学习，通过后再从中选择 3 门进行 A2 课程学习	包括母语、第二外语、人文社科、实验科学、数学、艺术 6 组基础科学领域课程，每组领域中的课程分为标准难度和挑战难度，学生从每组课程选一门修读，挑战难度数量大于等于 3	必修课程包括英语语言艺术课、社会科学课、自然科学课、数学课、体育课、艺术与应用技能课、个人规划课；选修课程包括数学、科学、人文科学、艺术、应用技能、信息技术

来源：国金证券研究所整理

- **就读国际学校有利于提升学生在语言能力、个人成绩、综合素质等方面竞争力。**以申请美国本科院校为例，申请海外留学所需具备的条件主要包括语言能力（TOEFL 成绩）、个人成绩（中学成绩、AP/A-level/IB 国际课程成绩、SAT 或 ACT 成绩、面试审核）、综合素质（课外活动、推荐信、作品集（部分专业）、个人文书）以及客观硬性条件（家庭财力证明、护照、签证、健康证明）。语言能力要求申请人能够在听说读写方面完全符合海外学习生活的需求，课外活动则主要体现出申请人在科技、社交、文字等方面的领导力，个人文书和推荐信则从自身和旁人的角度帮助院校更好地了解申请人的情况。国际学校的纯正英语教学环境，专业的国际课程设置以及在社团、社会实践、艺术科技培养等方面的重视使得国际学校毕业生较国内普通学校毕业生在留学申请方面具有较大的优势。

图表 35：申请美国本科院校所需具备条件

成绩要求	语言要求	综合素质	客观条件
中学成绩		课外活动	家庭财力证明
AP/A-level/IB 课程成绩	TOEFL 成绩	推荐信	护照
SAT 或 ACT 成绩	面试审核	作品集（部分专业）	签证
面试审核		个人文书	健康证明

来源：国金证券研究所整理

- **国际学校**在高中阶段更加注重国际课程的学习，在小学初中阶段则更加侧重语言和综合能力的培养。小学、初中阶段，国际学校一般采用双语或全英文的教学模式，在语言能力上给予学生以纯正的英语学习环境。同时课程侧重学生综合素质的提高，包括各类艺术科技类课程、社团义工类活动的开设，在此类环境学习下将极大地利于学生丰富个人的学习经历，为未来个人的发展乃至出国留学的申请提供良好的基础。高中阶段，国际学校在课程开设上更多地与未来本科留学相接轨，通过相关课程的学习学生将在留学申请中具备更大的优势，极大地提高申请海外名校的竞争力。
- **国际学校毕业生有机会挑战国际顶级名校。**国际学校毕业生除能够大概率获得海外留学机会外，其中大部分表现优异的毕业生还能够获得海外名校

的求学机会，其中不乏被哈佛、麻省理工、斯坦福、耶鲁等著名高校录取的机会。未来随着国际学校毕业生升入世界名校的表现变得越来越好，非国际学校毕业生被国际顶尖学校录取的难度越来越大，相信国际学校占领民办高中市场的力量也会越来越强。

4 投资建议

- **三年教育转型之路，成就 A 股最纯教育标的：**①**八大处控股：**2015 年 5 月公司计划通过非公开发行，拓展高端教育业务；2016 年 7 月，八大处成为控股股东，持股 30.1%，实际控制人变为海淀区国资委，2017 年 1 月，八大处增持，持股比例达 32.09%；②**出售桥梁业务：**2017 年 2 月，原桥梁业务下沉至新中泰，2017 年 11 月出售新中泰，完成原业务的剥离；③**全面布局教育业务：**2015 年 7 月成立全资子公司文华学信，文华学信多次对文凯兴增资，于 2018 年 1 月，使文凯兴（朝阳凯文学校）成为其全资子公司；2017 年，公司先后收购凯文智信（海淀凯文学校）和凯文学信（教育运营）100%股权，设立凯文恒信和凯文仁信（完善国际教育产业链）、收购控股凯文睿信（海外游学、留学考试培训）；**2018 年 1 月，公司正式更名凯文教育，A 股最纯教育公司正式启航。**
- **目前，公司旗下拥有海淀凯文和朝阳凯文两所国际学校，均提供 K12 教育。**海淀凯文学校（轻资产模式），可容纳学生近 1500 人，2016 年 9 月第一批学生入学，已完成两批招生，高中提供美国 AP 课程，并研发特色双语课程体系 THIC，朝阳凯文学校（重资产模式），可容纳学生近 4000 人，2017 年 9 月第一批学生入学，提供 IB 课程。一方面，两所凯文学校与名校清华附中共享教育资源，均拥有顶尖的师资力量和教学平台系统，具有较强竞争力；另一方面，两所学校通过对优质体育设施资源的投入，加强与国际知名体育机构合作，打造差异化竞争优势，加强自身的办学特色。
- 中国国际学校主要有三类——外籍国际学校、民办国际学校及公立国际班。近年来受多重因素影响，民办国际学校获得快速发展，逐渐成为主要国际教育提供者，截止 2017 年 1 月占总学校数 50%。我们之所以看好国际学校，主要有两方面原因：①**替代功能：**教育资源出现缺口，体制内竞争日益严峻的情况下，国际学校作为一种补充形式，具有提供另一种选择的替代功能。②**缓冲功能：**留学人数不断上升，留学低龄化趋势持续显现的背景下，国际学校对于未来准备出国求学的人而言，在教学环境、课程学习、文化融入等多方面具有一定的缓冲功能。国际学校提供 AP、IB 等多种国际课程，帮助学生打造国际化视野，增强其语言水平、学习成绩及综合素质，提高其申请世界名校的成功概率。
- **高壁垒，高定位，强盈利能力公司，维持“买入”评级。**公司旗下有朝阳和海淀两所国际学校，定位高端，满座率提升空间大，未来具有较强成长性和确定性，同时盈利能力较强。由于近期公司完成原桥梁钢结构业务的剥离并拟收回文凯兴剩余股权，我们对公司盈利预测进行了调整，预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.269/0.108/0.482 元，采取相对估值法，18/19 年对应 PE117x/26x，给予买入评级，因为公司学校为新建学校，海淀学校 2016 年开学，朝阳学校 2017 年 9 月开学，学校从建设到盈利需要一定时间，一般为 2-3 年，而实现盈利之后盈利增长弹性较大，公司预计 2019 年迎来盈利快速增长，根据现金流估值，我们给予公司 6-18 月内目标价 20 元。

风险提示：学校招生或不及预期，学生学籍管理可能存在一定风险，未来学生升学情况尚不确定，学校课程可能依据国家政策要求有所改动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	833	763	323	450	426	792	货币资金	211	338	269	388	485	840
增长率		-8.3%	-57.7%	39.4%	-5.3%	85.9%	应收账款	318	257	409	3	8	17
主营业务成本	-728	-661	-336	-334	-273	-340	存货	747	690	395	4	7	11
%销售收入	87.4%	86.6%	104.2%	74.3%	64.2%	42.9%	其他流动资产	26	27	565	251	260	265
毛利	105	103	-14	116	153	452	流动资产	1,303	1,312	1,638	646	760	1,133
%销售收入	12.6%	13.4%	n.a	25.7%	35.8%	57.1%	%总资产	66.5%	51.2%	43.1%	19.5%	22.4%	30.4%
营业税金及附加	-7	-6	-6	-4	-4	-7	长期投资	202	284	279	0	1	3
%销售收入	0.9%	0.8%	1.8%	0.8%	1.0%	0.9%	固定资产	372	891	1,326	1,520	1,514	1,499
营业费用	-4	-2	-4	-9	-15	-16	%总资产	19.0%	34.8%	34.9%	45.8%	44.5%	40.2%
%销售收入	0.5%	0.3%	1.1%	2.0%	3.5%	2.0%	无形资产	54	53	501	1,100	1,073	1,049
管理费用	-39	-42	-48	-67	-68	-119	非流动资产	655	1,252	2,159	2,669	2,638	2,591
%销售收入	4.6%	5.5%	15.0%	15.0%	16.0%	15.0%	%总资产	33.5%	48.8%	56.9%	80.5%	77.6%	69.6%
息税前利润 (EBIT)	55	52	-71	35	65	310	资产总计	1,958	2,565	3,797	3,315	3,398	3,724
%销售收入	6.6%	6.9%	n.a	7.9%	15.3%	39.2%	短期借款	331	221	187	217	200	205
财务费用	-35	-41	-18	-3	4	9	应付款项	734	1,303	942	352	396	468
%销售收入	4.2%	5.4%	5.6%	0.6%	-1.0%	-1.1%	其他流动负债	7	19	24	13	14	22
资产减值损失	-7	-4	-31	0	0	0	流动负债	1,072	1,543	1,153	582	610	695
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	5	144	0	0	其他长期负债	249	158	154	108	108	108
%税前利润	0.0%	0.0%	-3.9%	80.2%	0.0%	0.0%	负债	1,321	1,701	1,307	690	718	803
营业利润	13	7	-116	177	69	319	普通股股东权益	602	604	2,235	2,369	2,423	2,663
营业利润率	1.6%	0.9%	n.a	39.3%	16.3%	40.3%	少数股东权益	35	260	256	257	257	258
营业外收支	3	-1	-12	3	3	3	负债股东权益合计	1,958	2,565	3,797	3,315	3,398	3,724
税前利润	16	6	-127	180	72	322	比率分析						
利润率	1.9%	0.8%	n.a	39.9%	17.0%	40.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-5	-3	27	-45	-18	-81	每股指标						
所得税率	28.7%	56.3%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.042	0.009	-0.193	0.269	0.108	0.482
净利润	11	3	-100	135	54	242	每股净资产	1.935	1.941	4.482	4.752	4.860	5.342
少数股东损益	-2	0	-4	0	1	1	每股经营现金净流	0.297	0.559	-0.632	1.048	0.189	0.670
归属于母公司的净利润	13	3	-96	134	54	241	每股股利	4.374	0.004	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.6%	0.4%	n.a	29.9%	12.6%	30.4%	回报率						
							净资产收益率	2.15%	0.47%	-4.30%	5.67%	2.22%	9.03%
							总资产收益率	0.66%	0.11%	-2.53%	4.05%	1.58%	6.46%
							投入资本收益率	3.22%	1.92%	-2.01%	0.90%	1.64%	7.19%
							增长率						
							主营业务收入增长率	25.14%	-8.34%	-57.73%	39.42%	-5.30%	85.89%
							EBIT增长率	N/A	-4.54%	-235.75%	-149.80%	84.05%	375.28%
							净利润增长率	-120.61%	-77.88%	3453.75%	N/A	-59.92%	346.82%
							总资产增长率	18.00%	30.99%	48.07%	-12.70%	2.50%	9.59%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	110.2	109.8	328.0	0.3	4.0	6.0
							存货周转天数	334.6	397.1	589.2	4.0	10.0	12.0
							应付账款周转天数	127.5	164.7	321.4	85.0	130.0	85.0
							固定资产周转天数	158.3	170.1	394.3	34.6	288.5	286.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	57.80%	-1.08%	1.04%	-2.43%	-6.60%	-18.03%
							EBIT利息保障倍数	1.6	1.3	-3.9	12.4	-15.6	-35.1
							资产负债率	67.48%	66.33%	34.41%	20.80%	21.14%	21.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	7
增持	0	0	1	2	11
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	3.00	1.75	1.80	1.75

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

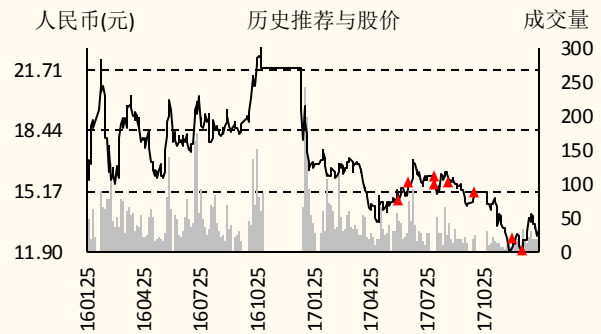
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-12	买入	15.26	22.00~22.00
2	2017-06-27	买入	14.95	22.00~22.00
3	2017-08-08	买入	15.97	22.00~22.00
4	2017-08-10	买入	15.97	22.00~22.00
5	2017-08-31	买入	15.80	22.00~22.00
6	2017-10-12	买入	15.17	22.00
7	2017-12-12	买入	12.66	N/A
8	2017-12-27	买入	12.03	N/A

来源：国金证券研究所



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。

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,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业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