

凯文教育 (002659)

证券研究报告
2018年02月22日

拟 4000 万美金收购威斯敏斯特合唱音乐学院等三所学校，协同现有高端国际学校业务

拟以 4000 万美金（约合人民币 2.5 亿元）收购威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校、威斯敏斯特继续教育学院。2 月 21 日，公司公告，全资子公司文华学信于 18 年 2 月 14 日与位于美国新泽西州的瑞德大学签订投资意向协议，瑞德大学将其专为三所学院（威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校、威斯敏斯特继续教育学院）各自运营和业务的相应资产及该等资产之上的一切权属利益转让给文华学信或其新设立的机构；本次投资的金额预计为四千万美元（约合人民币 2.5 亿元）。

本次投资完成后，文华学信或其下属机构将从瑞德大学受让三所学院各自运营和业务所需的相应实体性资产和无形资产及相关权益，包括但不限于以下内容：校舍土地、教学设备等实体性资产，知识产权等无形资产；并以符合法律法规要求的方式运营三所学院。此外，瑞德大学承诺在本次投资完成前将与标的相关的捐款转入威斯敏斯特合唱音乐学院。

本次受让三所院校均系专业从事音乐艺术专业的高等教育学校，交易对手瑞德大学（Rider University）系一家（美国）新泽西州的非盈利性机构。瑞德大学成立于 1865 年，属于一所私立大学。该大学大约有 241 名教职人员，5100 名学生，包括本科在校生、研究生以及其它成人教育学生。根据最新 US News 的美国北部地区性最好大学排名，该大学位列第 34。

威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校和威斯敏斯特继续教育学院位于美国新泽西州，隶属于瑞德大学，专业从事音乐艺术专业的高等教育。三所学院的基本情况如下：

•威斯敏斯特合唱音乐学院(Westminster Choir College)威斯敏斯特合唱音乐学院成立于 1926 年，大约有 300 名本科在校生和 100 名研究生在校生，教职人员与在校生的比例约为 1:6。威斯敏斯特合唱音乐学院以其音乐教育，声乐表演，钢琴表演，教育学，音乐理论，作曲等专业，艺术管理学科而出名。该学院注重对音乐技能的培训，辅之以文科学习。

•威斯敏斯特音乐学校(Westminster Conservatory of Music)威斯敏斯特音乐学校成立于 1970 年，大约有 120 多名教职人员，是瑞德大学艺术学院的社区音乐学院。威斯敏斯特音乐学校面向各个不同年龄层次，技能水平，经济背景的音乐家，并提供集中的一对一课程。此外，威斯敏斯特音乐学校还提供广泛的课程和表演项目。威斯敏斯特音乐学校是美国公认的教育机构，是美国社区艺术教育协会会员。

•威斯敏斯特继续教育学院(Westminster Continuing Education)威斯敏斯特继续教育学院提供暑期项目，专业发展论坛，国际交流学习机会，以及一些为初高中学生和成人所开展的夏季项目。

业务延伸至高等教育领域，同时协同现有高端国际教育业务，凸显优质品牌形象。对于本次投资意向协议的签订，第一，作为凯文教育业务在全球布局的开端之作，对于增强公司跨文化运营能力、提升品牌价值和竞争力具有重要作用；第二、收购完成后，公司经营链条将延伸到高等教育阶段，产业布局进一步完善；第三、有效协同现有国际教育业务，输出优质音乐教育资源，公司旗下凯文国际学校注重艺术能力培养的优势将得到进一步巩固，高端优质的教育品牌形象也将得到凸显；第四、由于目前公司两所国际学校尚处于培育期，故本次收购将增厚公司业绩。

维持盈利预测，给予买入评级，实控人海淀国资委教育资产优厚，凯文海淀携手清华附，借力其优质国际教育办学经验加快自身发展，缩短培育期打造良好口碑；凯文朝阳增加高端艺术体育等素质培训，实现差异化定位。未来通过自建和管理输出进行外延扩张。公司是 A 股教育资源禀赋最强的龙头型公司，专注打造高端优质国际教育品牌。目前公司两所学校尚处于培育期，同时考虑到 17 年非经常性损益影响，由于本次签订的投资意向协议属于意向性约定，旨在表达双方合作意向及初步洽商结果，故暂不考虑本次业绩增厚，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.06/0.06/0.24 元。

风险提示：本次交易存在不确定性；行业环境竞争激烈

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	763.35	322.64	361.36	430.01	537.52
增长率(%)	(8.34)	(57.73)	12.00	19.00	25.00
EBITDA(百万元)	85.24	(60.47)	65.58	65.81	188.08
净利润(百万元)	2.86	(96.05)	29.16	29.13	117.51
增长率(%)	(77.88)	(3,453.75)	(130.36)	(0.11)	303.43
EPS(元/股)	0.01	(0.19)	0.06	0.06	0.24
市盈率(P/E)	2,002.05	(59.70)	196.61	196.84	48.79
市净率(P/B)	9.50	2.57	2.53	2.50	2.38
市销率(P/S)	7.51	17.77	15.87	13.33	10.67
EV/EBITDA	84.52	(178.63)	81.85	83.12	28.08

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.50 元
目标价格	18.29 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	498.57
流通 A 股股本(百万股)	310.48
A 股总市值(百万元)	5,733.52
流通 A 股市值(百万元)	3,570.57
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	44.61
一年内最高/最低(元)	17.12/10.59

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中泰桥梁-首次覆盖报告:师资硬件高筑墙，口碑管运广积粮，A 股学校终称王》 2018-01-24
- 2 《中泰桥梁-半年报点评:同比减亏 313 万元，国际学校驱动未来业绩增长》 2016-08-29
- 3 《中泰桥梁-公司点评:海淀国资正式入主，高端国际教育王者正式起航》 2016-07-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	337.61	269.15	526.78	366.55	563.51
应收账款	257.18	408.58	19.07	527.40	155.69
预付账款	25.48	29.14	2.86	38.73	6.56
存货	690.36	395.09	337.25	603.95	265.66
其他	1.54	536.22	185.47	241.80	320.78
流动资产合计	1,312.17	1,638.18	1,071.43	1,778.42	1,312.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	355.70	348.54	724.86	953.20	1,079.74
在建工程	535.70	977.12	622.27	421.36	282.82
无形资产	52.11	499.71	497.36	495.01	492.66
其他	308.89	333.86	291.04	310.95	311.25
非流动资产合计	1,252.39	2,159.24	2,135.53	2,180.52	2,166.48
资产总计	2,564.56	3,797.42	3,206.97	3,958.94	3,478.68
短期借款	197.00	146.30	0.00	0.00	0.00
应付账款	817.18	734.33	216.84	835.18	335.71
其他	528.79	272.40	285.19	411.17	312.97
流动负债合计	1,542.96	1,153.03	502.03	1,246.35	648.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	107.73	108.05	154.65	123.48	128.72
其他	50.34	45.46	32.25	42.68	40.13
非流动负债合计	158.07	153.51	186.90	166.16	168.85
负债合计	1,701.03	1,306.54	688.92	1,412.51	817.54
少数股东权益	259.89	256.12	255.85	255.43	254.29
股本	311.00	498.57	498.57	498.57	498.57
资本公积	184.44	1,723.52	1,723.52	1,723.52	1,723.52
留存收益	292.36	1,735.40	1,763.63	1,792.44	1,908.28
其他	(184.16)	(1,722.74)	(1,723.52)	(1,723.52)	(1,723.52)
股东权益合计	863.53	2,490.88	2,518.04	2,546.44	2,661.14
负债和股东权益总	2,564.56	3,797.42	3,206.97	3,958.94	3,478.68

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2.52	(99.81)	29.16	29.13	117.51
折旧摊销	37.56	37.28	40.88	54.92	64.35
财务费用	26.28	8.98	(15.72)	(24.67)	(25.69)
投资损失	0.00	(4.99)	(67.00)	(88.00)	(90.00)
营运资金变动	65.48	(807.06)	349.00	(126.50)	58.83
其它	42.52	550.75	(0.29)	(0.43)	(1.16)
经营活动现金流	174.36	(314.86)	336.03	(155.55)	123.84
资本支出	506.37	923.77	73.21	69.57	52.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(482.34)	(2,205.31)	(66.21)	(61.57)	(12.55)
投资活动现金流	24.03	(1,281.54)	7.00	8.00	40.00
债权融资	328.30	294.99	195.72	158.57	167.66
股权融资	(40.56)	1,709.55	15.21	25.05	26.05
其他	(398.08)	(433.31)	(296.33)	(196.31)	(160.60)
筹资活动现金流	(110.34)	1,571.22	(85.40)	(12.69)	33.11
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	88.05	(25.17)	257.63	(160.23)	196.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	763.35	322.64	361.36	430.01	537.52
营业成本	660.80	336.21	303.54	361.21	354.76
营业税金及附加	6.26	5.66	15.90	19.78	24.19
营业费用	2.10	3.54	16.26	20.21	25.80
管理费用	41.73	48.44	38.95	61.92	65.04
财务费用	41.30	18.04	(15.72)	(24.67)	(25.69)
资产减值损失	4.40	31.29	29.00	44.00	34.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	4.99	67.00	88.00	90.00
其他	0.00	(9.98)	(134.00)	(176.00)	(180.00)
营业利润	6.75	(115.54)	40.42	35.56	149.41
营业外收入	3.65	3.34	4.50	6.70	10.10
营业外支出	4.64	14.86	6.88	4.30	5.00
利润总额	5.76	(127.05)	38.04	37.96	154.51
所得税	3.24	(27.24)	9.17	9.26	38.16
净利润	2.52	(99.81)	28.87	28.70	116.35
少数股东损益	(0.34)	(3.77)	(0.29)	(0.43)	(1.16)
归属于母公司净利润	2.86	(96.05)	29.16	29.13	117.51
每股收益(元)	0.01	(0.19)	0.06	0.06	0.24

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.34%	-57.73%	12.00%	19.00%	25.00%
营业利润	-48.90%	-1811.42%	-134.98%	-12.02%	320.17%
归属于母公司净利润	-77.88%	-3453.75%	-130.36%	-0.11%	303.43%
获利能力					
毛利率	13.43%	-4.21%	16.00%	16.00%	34.00%
净利率	0.38%	-29.77%	8.07%	6.77%	21.86%
ROE	0.47%	-4.30%	1.29%	1.27%	4.88%
ROIC	2.71%	-14.04%	0.86%	0.43%	4.59%
偿债能力					
资产负债率	66.33%	34.41%	21.48%	35.68%	23.50%
净负债率	61.48%	41.56%	29.48%	-1.32%	33.35%
流动比率	0.85	1.42	2.13	1.43	2.02
速动比率	0.40	1.08	1.46	0.94	1.61
营运能力					
应收账款周转率	2.73	0.97	1.69	1.57	1.57
存货周转率	1.06	0.59	0.99	0.91	1.24
总资产周转率	0.34	0.10	0.10	0.12	0.14
每股指标(元)					
每股收益	0.01	-0.19	0.06	0.06	0.24
每股经营现金流	0.35	-0.63	0.67	-0.31	0.25
每股净资产	1.21	4.48	4.54	4.60	4.83
估值比率					
市盈率	2,002.05	-59.70	196.61	196.84	48.79
市净率	9.50	2.57	2.53	2.50	2.38
EV/EBITDA	84.52	-178.63	81.85	83.12	28.08
EV/EBIT	149.91	-110.79	217.29	502.37	42.68

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com