

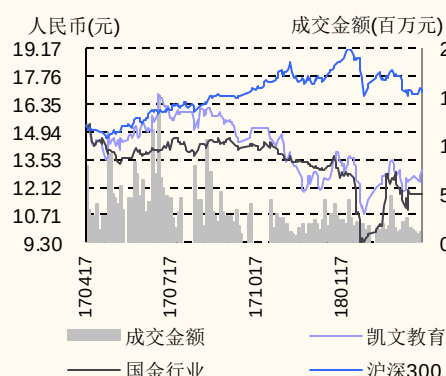
凯文教育 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.94 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	310.48
总市值(百万元)	6,451.46
年内股价最高最低(元)	16.81/10.75
沪深 300 指数	3871.14
深证成指	10687.02



相关报告

- 1.《强运营高壁垒，A股教育最纯标的正式启航》，2018.1.24
- 2.《中泰桥梁：拟更名为凯文教育，全力进军教育业务》，2017.12.27
- 3.《中泰桥梁：桥梁业务剥离完成+现金收购凯兴剩余股权，A股最...》，2017.12.12
- 4.《中泰桥梁：桥梁业务摘牌，剥离事项顺利推进》，2017.10.12
- 5.《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...》，2017.9.21

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

剥离桥梁业务，教育业务纯化，海淀学校越过盈亏平衡点，盈利能力或可期

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	-0.193	0.047	0.031	0.321	0.623
每股净资产(元)	4.48	4.42	4.45	4.77	5.39
每股经营性现金流(元)	-0.63	-0.39	-0.55	1.07	0.94
市盈率(倍)	-113.01	269.87	420.98	40.34	20.76
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	-3453.75%	-124.22%	-34.11%	943.53%	94.37%
净资产收益率(%)	-4.30%	1.06%	0.69%	6.72%	11.56%
总股本(百万股)	498.57	498.57	498.57	498.57	498.57

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩

- 4月15日，凯文教育发布了截至2017年12月31日的2017年年度报告。本年度实现营业收入6.20亿元，同比增长91.58%，实现净利润0.20亿元，同比增长119.54%，归母净利润为0.23亿元，同比增长124.16%

经营分析

- **营收增速达91.58%，净利润增速达119.54%。**①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，实现投资收益1.44亿元，使得本年业绩扭亏为盈；②营业收入增加：一方面由于钢结构工程收入由2016年的3.23亿元回升至2017年的5.29亿元，增长63.8%，另一方面公司教育业务收入从0.01亿元增加至0.92亿元；③经测算，海淀凯文学校17年新生部分已越过盈亏平衡点，随着两所学校逐渐步入正轨，盈利能力或可期。
- **业务转型引起资产负债表科目发生重大变化。**①2017年朝阳学校等在建项目转固引起固定资产、在建工程、无形资产等科目发生较大变化；②处置桥梁业务引起应收账款、预付账款、其他应收款和存货的大幅减少；③收购教育资产导致商誉、长期待摊费用的增加；④朝阳凯文学校开始招生引起预收账款增加；⑤员工数量增加带来应付职工薪酬的增加。
- **转型之路终实现，成就A股最纯教育标的：**公司先后成立子公司文华学信，并收购凯兴、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”。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。
- **高壁垒，高定位，强盈利能力公司，盈亏平衡点越过之后业绩弹性较大，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2018-2020年EPS为0.031/0.321/0.623元，19/20年对应PE为40x/21x，维持买入评级，考虑到学校资产从建设到盈利需要2-3年，盈亏平衡点越过之后业绩弹性较大，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个月内目标价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。

1. 财务数据盘点：营收增速达 91.6%，净利润同比增长 119.54%

- 4 月 15 日，凯文教育发布 2017 年年度报告。2017 年凯文教育实现收入 6.20 亿元，同比增长 91.58%，实现净利润 0.20 亿元，同比增长 119.54%，归母净利润为 0.23 亿元，同比增长 124.16%。

图表 1：利润表主要数据情况

	2016 年	2017 年	YOY
营业收入(亿元)	3.23	6.2	91.6%
归母净利润(亿元)	-0.96	0.23	124.2%
投资收益(亿元)	0.05	1.48	2860.0%
销售费用(万元)	353.60	1000.15	182.8%
管理费用(万元)	4843.91	6986.69	44.2%
财务费用(万元)	1803.63	3486.04	93.3%

来源：公司年报，国金证券研究所

1.1 出售转让彻底剥离原主业，投资收益达到 1.48 亿元

- 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。此举导致 2017 年投资收益达到 1.48 亿元。

1.2 营收增速达到 63.8%，归母净利润同比增长 124.2%

- 营收增速达到 63.8%。凯文教育的营业收入从 2016 年的 3.23 亿元回升至 2017 年的 6.20 亿元，增长 91.6%。营业收入增加一方面由于钢结构工程收入由 2016 年的 3.23 亿元回升至 2017 年的 5.29 亿元，增长 63.8%，另一方面公司教育业务收入从 0.01 亿元增加至 0.92 亿元，今后，教育业务将成为全部收入来源，朝阳凯文和海淀凯文规模的扩张将进一步增厚公司营收。

图表 2：分行业收入构成（亿元）

	2016 年	2017 年	YOY
钢结构工程收入	3.23	5.29	63.8%
教育收入	0.01	0.92	8203.8%
营业收入合计	3.24	6.20	91.6%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 优化整合资产业务，期待迎接事业下一春。凯文教育 2017 年的归母净利润为 0.23 亿元，相较 2016 年亏损 0.96 亿元同比上升 124.2%。2017 年的正净利润主要是由于出售新中泰 100% 股权，期待未来教育服务能够让公司重获活力。

1.3 两所学校运营逐渐步入正轨，海淀凯文学校新生部分已实现盈亏平衡

- 海淀凯文学校是教育业务主要收入来源，因为海淀凯文已经完成两期招生，相对成熟。根据我们的估算，2017 年 9 月新入学学生带来的净利润达到 290.92 万元，说明 17 年新生部分，海淀学校已实现盈亏平衡。随着两所学校逐渐步入正轨，盈利能力或将可期。

图表 3：两所学校主要财务数据（亿元）

公司名称	净资产	营业收入	营业利润	净利润
文凯兴（朝阳凯文）	10.67	0.12	-0.34	-0.32
凯文智信（海淀凯文）	-0.38	0.65	-0.25	-0.17

来源：公司年报，国金证券研究所

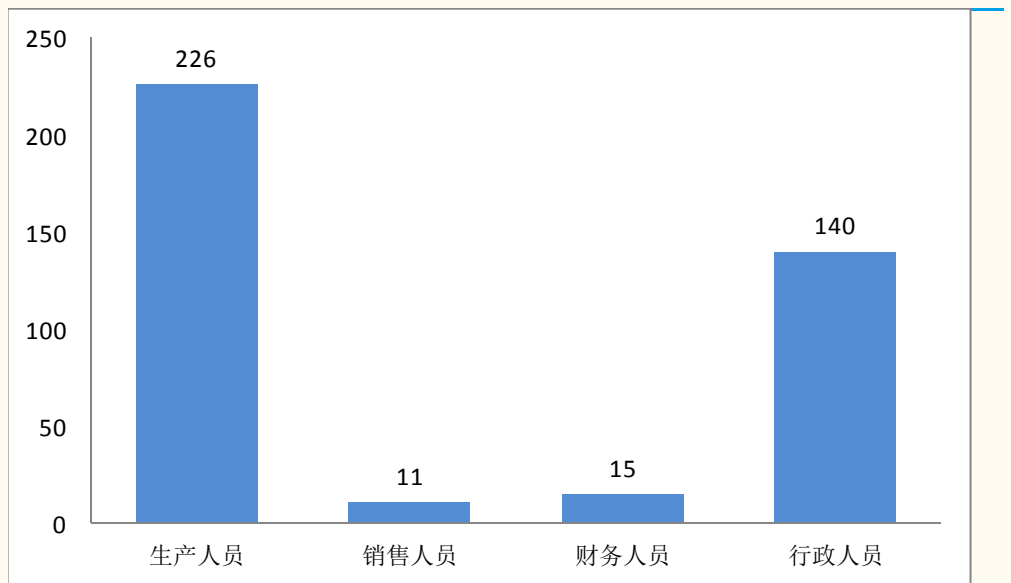
图表 4：海淀凯文学校新生带来的营业利润（万元）

海淀凯文学校	2017H1	2017 年	2017 年 9 月新入学学生带来的净利润
	A	B	C=B-A*2
营业利润	-1357.9	-2454.41	261.39
净利润	-1005.76	-1720.6	290.92

来源：公司年报，国金证券研究所

1.4 公司员工受教育水平较高，打下业绩优良表现基础

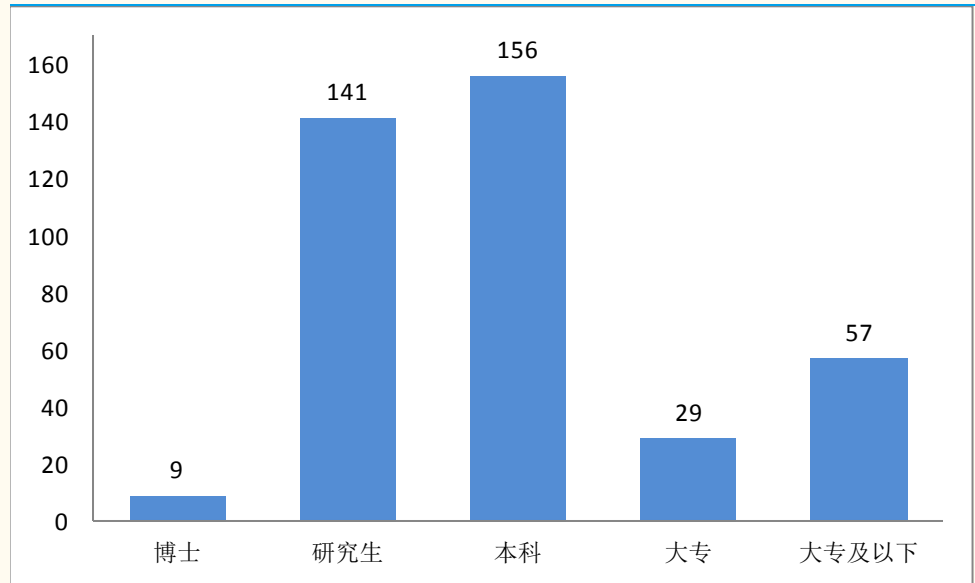
- 生产、行政是公司主要员工专业，教师数量将成为衡量公司未来运营水平的重要标准。2017 年公司共有 392 名员工，其中生产人员 226 人（生产人员这里主要是指教师），行政人员 140 人，各占总员工数的 57.65%和 35.17%，此外还有 11 名销售人员和 15 名财务人员。随着公司业务的推进以及对三费的控制，预计教师人数相较销售、财务、行政人员会增长得更快。

图表 5：2017 年员工专业构成


来源：公司年报，国金证券研究所

- 整体员工受教育水平较高，公司拥有业绩成长基础。在所有员工中，本科学历以上教师人数为 306，占全部员工的比例达到 78.1%，研究生学历以上的教师人数达到 250 人，占全体员工的比例接近 50%。此外，北京海淀凯文学校教师硕士及以上学历达 70%，50%以上的教师拥有 2 个以上专业学位，平均教龄超过 11 年；北京朝阳凯文学校超过 50%的教师具备硕士、博士学历，超过 60%的教师具备 10 年以上的执教经验。较高的学历团队有助于使家长信服并增强公司旗下学校的吸引力，为公司的业绩成长打下基础。

图表 6：2017 员工的学历情况



来源：公司年报，国金证券研究所

2.本期资产负债类科目的重大变化

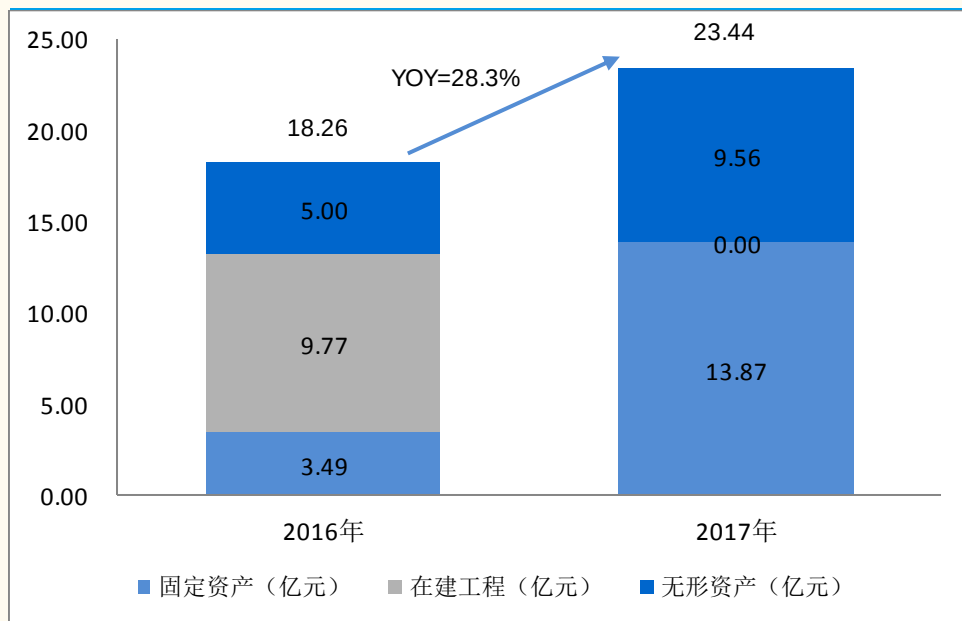
2.1 资产科目的重大变化

图表 7：本期发生重大变化的资产类科目

	2016 年	2017 年	YOY
固定资产（亿元）	3.49	13.87	297.1%
在建工程（亿元）	9.77	0.00	-100.0%
无形资产（亿元）	5.00	9.56	91.4%
长期待摊费用（亿元）	0.01	2.41	16859.4%
折旧及摊销（万元）	686.57	691.89	0.8%
应收账款（万元）	35974.24	12.91	-100.0%
预付账款（万元）	2913.53	5.03	-99.8%
其他应收款（万元）	4990.29	153.13	-96.9%
存货（万元）	39511.10	5.91	-100.0%
商誉（万元）	31.21	21467.85	68693.7%
商誉/总资产	0.01%	6.83%	-

来源：公司年报，国金证券研究所

- **固定资产**期末较去年期初增加 297.1%，主要由于本期朝阳学校竣工，在建工程转固定资产；**在建工程**较期初减少 100%，主要系本期朝阳凯文学校、研发楼南侧场地平整工程等相关工程项目达到可使用状态转为固定资产所致；**无形资产**期末较期初增加 91.4%，源于本期在建工程转为固定资产将部分成本重分类至土地成本所致。2017 年**折旧和摊销**的本期发生额并没有太大的变化。固定资产、无形资产和在建工程的合计由 18.26 亿元上升到 23.44 亿元，同比增长 28.3%。

图表 8：固定资产、在建工程和无形资产合计（亿元）


来源：公司年报，国金证券研究所

- 期末**长期待摊费用**较期初大幅增加，主要由于本期收购凯文智信将其原有长期待摊费用纳入合并范围；应收账款账面余额较期初减少了近 100%，主要系公司本期处置桥梁业务所致，同样的道理也适用于预付款项、其他应收款和存货的大幅减少。
- **商誉**本期大幅增加，源于收购凯文智信、凯文睿信、凯文学信股权所致。其中收购凯文智信和凯文瑞信商誉增加较大。2016 年商誉占总资产的比例为 0.01%，2017 年为 6.83%，商誉绝对值虽提升，占比仍然不高。

图表 9：商誉明细（万元）

被投资单位名称	期初余额	本期增加	期末余额
文凯兴	31.21	-	31.21
凯文智信	-	18606.31	18606.31
凯文睿信	-	2760.28	2760.28
凯文学信	-	70.05	70.05
合计	31.21	21436.65	21467.85

来源：公司年报，国金证券研究所

2.2 负债科目的重大变化

图表 10：预收账款细分（万元）

	2017 年	占预收账款的比
预收学杂费	9105.73	95.5%
预收餐费	290.24	3.0%
预收培训费	138.06	1.4%
预收账款合计	9534.03	100.0%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 2017 年**预收账款**为 9534.03 万元，其中预收学杂费占比高达 95.5%，预收学杂费占比为 3%，预收培训费占比为 1.4%，预收账款的增加主要是由于朝阳凯文学校 2017 年开始招生，预收学杂费大幅上升。

图表 11：应付职工薪酬（万元）

	2016 年	2017 年	YOY
短期薪酬	405.05	1226.43	202.8%

	2016 年	2017 年	YOY
离职后福利-设定提存计划	5.85	63.42	984.2%
应付职工薪酬合计	410.90	1289.85	213.9%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 2017 年应付职工薪酬较期初增长 213.91%，主要系公司本期员工人数增长所致，应付职工薪酬可能代表 1-2 个月的未发工资。

3. 2017 年凯文教育教育业务开展情况

3.1 设立教育业务运作平台，稳步布局国际教育产业链

- **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；
- **收购凯文智信（海淀凯文学校）和凯文学信：**2017 年 2 月 16 日，已办理完完毕对凯文智信和凯文学信的工商变更登记手续。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，负责其师资团队组建、学校校舍修建、日常运营管理等各方面的全面管理，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，凯文学信/凯文体育是致力于打造国际化体育教育平台；
- **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。文凯兴是朝阳凯文学校管理服务提供方，采取重资产运营模式，
- **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。

3.2 两所学校运营情况

- **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。

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。

- **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。

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。

- 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。

4.投资建议

- **营收增速达 91.58%，净利润增速达 119.54%。**①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，实现投资收益 1.44 亿元，使得本年业绩扭亏为盈；②营业收入增加：一方面由于钢结构工程收入由 2016 年的 3.23 亿元回升至 2017 年的 5.29 亿元，增长 63.8%，另一方面公司教育业务收入从 0.01 亿元增加至 0.92 亿元；③经测算，海淀凯文学校 17 年新生部分已越过盈亏平衡点，随着两所学校逐渐步入正轨，盈利能力或可期。
- **业务转型引起资产负债表科目发生重大变化。**①2017 年朝阳学校等在建项目转固引起固定资产、在建工程、无形资产等科目发生较大变化；②处置桥梁业务引起应收账款、预付账款、其他应收款和存货的大幅减少；③收购教育资产导致商誉、长期待摊费用的增加；④朝阳凯文学校开始招生引起预收账款增加；⑤员工数量增加带来应付职工薪酬的增加。
- **转型之路终实现，成就 A 股最纯教育标的：**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”。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。
- **高壁垒，高定位，强盈利能力公司，盈亏平衡点越过之后业绩弹性较大，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 2018-2020 年 EPS 为 0.031/0.321/0.623 元，19/20 年对应 PE 为 40x/21x，维持买入评级，考虑到学校资产从建设到盈利需要 2-3 年，盈亏平衡点越过

之后业绩弹性较大，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 个月内目标价 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)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	763	323	620	401	729	1,052
增长率		-57.7%	92.2%	-35.3%	81.5%	44.4%
主营业务成本	-661	-336	-593	-279	-371	-484
%销售收入	86.6%	104.2%	95.6%	69.4%	50.9%	46.0%
毛利	103	-14	27	123	358	568
%销售收入	13.4%	n.a	4.4%	30.6%	49.1%	54.0%
营业税金及附加	-6	-6	-4	-4	-6	-8
%销售收入	0.8%	1.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
营业费用	-2	-4	-10	-14	-15	-16
%销售收入	0.3%	1.1%	1.6%	3.5%	2.0%	1.5%
管理费用	-42	-48	-70	-60	-95	-116
%销售收入	5.5%	15.0%	11.3%	15.0%	13.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	52	-71	-57	45	243	428
%销售收入	6.9%	n.a	n.a	11.2%	33.3%	40.7%
财务费用	-41	-18	-35	-27	-32	-16
%销售收入	5.4%	5.6%	5.6%	6.7%	4.4%	1.6%
资产减值损失	-4	-31	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	148	0	0	0
%税前利润	0.0%	-3.9%	286.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	7	-116	58	18	211	412
营业利润率	0.9%	n.a	9.3%	4.5%	28.9%	39.2%
营业外收支	-1	-12	-6	3	3	3
税前利润	6	-127	52	21	214	415
利润率	0.8%	n.a	8.3%	5.2%	29.4%	39.5%
所得税	-3	27	-32	-5	-53	-104
所得税率	56.3%	n.a	62.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3	-100	20	16	160	311
少数股东损益	0	-4	-4	0	1	1
归属于母公司的净利润	3	-96	23	15	160	311
净利率	0.4%	n.a	3.8%	3.8%	21.9%	29.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3	-100	20	16	160	311
少数股东损益	0	-4	-4	0	1	1
非现金支出	42	68	66	57	65	71
非经营收益	26	-26	-111	14	32	29
营运资金变动	104	-258	-170	-358	275	59
经营活动现金净流	174	-315	-196	-272	532	471
资本开支	4	-825	-871	-59	-225	-177
投资	0	-477	874	-1	0	0
其他	20	20	-229	0	0	0
投资活动现金净流	24	-1,282	-225	-60	-225	-177
股权募资	0	1,727	0	0	0	0
债权募资	0	-169	-605	368	-200	-236
其他	-110	14	973	-31	-36	-22
筹资活动现金净流	-110	1,572	368	337	-236	-258
现金净流量	88	-25	-54	5	71	35

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	338	269	165	170	241	276
应收款项	257	409	2	7	13	23
存货	690	395	0	8	10	16
其他流动资产	27	565	144	151	151	151
流动资产	1,312	1,638	311	336	415	466
%总资产	51.2%	43.1%	9.9%	10.5%	12.1%	13.0%
长期投资	284	279	0	0	0	0
固定资产	891	1,326	1,387	1,641	1,837	1,976
%总资产	34.8%	34.9%	44.1%	51.5%	53.5%	55.1%
无形资产	53	501	1,412	1,163	1,131	1,101
非流动资产	1,252	2,159	2,834	2,854	3,018	3,117
%总资产	48.8%	56.9%	90.1%	89.5%	87.9%	87.0%
资产总计	2,565	3,797	3,145	3,189	3,433	3,583
短期借款	221	187	280	648	449	212
应付款项	1,303	942	608	301	575	642
其他流动负债	19	24	45	14	22	30
流动负债	1,543	1,153	934	963	1,046	884
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	158	154	0	0	0	0
负债	1,701	1,307	934	963	1,046	884
普通股股东权益	604	2,235	2,204	2,219	2,379	2,690
少数股东权益	260	256	7	8	8	9
负债股东权益合计	2,565	3,797	3,145	3,189	3,433	3,583

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.009	-0.193	0.047	0.031	0.321	0.623
每股净资产	1.941	4.482	4.420	4.451	4.771	5.395
每股经营现金净流	0.559	-0.632	-0.393	-0.546	1.067	0.944
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.47%	-4.30%	1.06%	0.69%	6.72%	11.56%
总资产收益率	0.11%	-2.53%	0.74%	0.48%	4.66%	8.68%
投入资本收益率	1.92%	-2.01%	-0.87%	1.17%	6.42%	11.04%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.34%	-57.73%	92.23%	-35.29%	81.55%	44.37%
EBIT 增长率	-4.54%	-235.75%	-20.32%	-179.30%	439.40%	76.56%
净利润增长率	-77.88%	-345.75%	-124.22%	-34.11%	943.53%	94.37%
总资产增长率	30.99%	48.07%	-17.18%	1.41%	7.64%	4.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.8	328.0	105.6	4.0	4.0	6.0
存货周转天数	397.1	589.2	121.6	10.0	10.0	12.0
应付账款周转天数	164.7	321.4	222.4	85.0	130.0	85.0
固定资产周转天数	170.1	394.3	816.4	1,492.5	920.1	685.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.08%	1.04%	5.20%	21.47%	8.69%	-2.37%
EBIT 利息保障倍数	1.3	-3.9	-1.6	1.7	7.6	26.2
资产负债率	66.33%	34.41%	29.70%	30.18%	30.46%	24.68%

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	1	2	4
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	1.89

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。

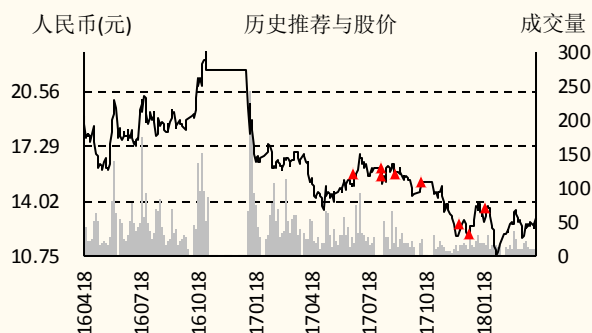
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-06-27	买入	14.95	22.00~22.00
2	2017-08-08	买入	15.97	22.00~22.00
3	2017-08-10	买入	15.97	22.00~22.00
4	2017-08-31	买入	15.80	22.00~22.00
5	2017-10-12	买入	15.17	22.00
6	2017-12-12	买入	12.66	N/A
7	2017-12-27	买入	12.03	N/A
8	2018-01-24	买入	13.30	20.00~20.00

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为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