

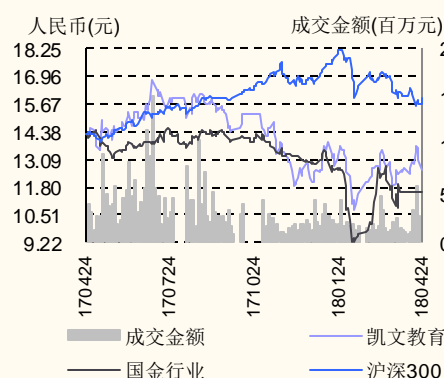
凯文教育 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.57 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)	6,266.99
年内股价最高最低 (元)	16.81/10.75
沪深 300 指数	3843.49
深证成指	10556.82



桥梁业务剥离&朝阳学校项目竣工, 插班生有望推动收入季度环比改善

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	0.630
每股净资产 (元)	4.48	4.42	4.45	4.77	5.40
每股经营性现金流 (元)	-0.63	-0.39	-0.55	1.07	1.22
市盈率 (倍)	-113.01	269.87	408.94	39.19	19.94
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%	96.55%
净资产收益率 (%)	-4.30%	1.06%	0.69%	6.72%	11.67%
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24日, 凯文教育发布了截至2018年3月31日的2018年一季度报告。2018年一季度实现营业收入4049万元, 同比减少54.5%, 实现净亏损3005万元, 去年同期净利润为99万元, 归母净亏损为3011万元, 去年同期归母净利润为119万元。

经营分析

- 桥梁业务剥离&朝阳学校转固致折旧增加, 营收同比减少55%, 净亏损3005万:** ①收入同比减少的主要原因是原有桥梁钢构业务于2017年11月完成剥离; ②本期净亏损的主要原因是朝阳凯文学校项目竣工, 在建工程转固后, 折旧摊销金额增加。2017Q1期末固定资产为3.45亿, 在建工程为9.7亿, 2018Q1期末固定资产为13.8亿, 在建工程为0。③本期销售费用为365万元, 同比增加了309%, 主要由于本期为学校招生季加大了市场宣传力度, 导致相关支增加, 财务费用为408万元, 同比增加了36.8%, 主要由于本期借款利息全部费用化所致。
- 两个细节:** ①公司预计2018年1-6月净亏损-5500至-4500万元, 即预计2018Q2净亏损-2495至-1495万元, 环比亏损情况有所改善, 预计减少亏损510-1510万元。②2018Q1确认收入4049万元, 期末预收账款相较期初减少2605万元, 说明有1444万元新增现金收入确认, 我们认为, 第二学期或有部分插班生, 带来新增预收账款。
- 经测算, 海淀学校2017年9月入学的新生部分已越过盈亏平衡点。** 海淀学校可容纳学生约1500人, 2016年9月第一批学生入学, 已完成两批招生, 朝阳学校, 可容纳学生约4000人, 2017年9月第一批学生入学。经测算, 2017.9-2017.12, 海淀学校已实现盈利, 随着2018年9月海淀学校第三批学生入学以及朝阳学校第二批学生入学, 2018.9-2018.12, 朝阳学校也有望达到盈亏平衡, 盈亏平衡点之后, 业绩向上弹性较大, 盈利能力或可期。
- 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39x/20x, 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。

相关报告

- 《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...》, 2018.1.16
- 《强运营高壁垒, A股教育最纯标的正式启航》, 2018.1.24
- 《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

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

业绩

- 4月24日，凯文教育发布了截至2018年3月31日的2018年一季度报告。2018年一季度实现营业收入4049万元，同比减少54.5%，实现净亏损3005万元，去年同期净利润为99万元，归母净亏损为3011万元，去年同期归母净利润为119万元。

经营分析

- 桥梁业务剥离&朝阳学校转固致折旧增加，营收同比减少55%，净亏损3005万：**①收入同比减少的主要原因是原有桥梁钢构业务于2017年11月完成剥离；②本期净亏损的主要原因是朝阳凯文学校项目竣工，在建工程转固后，折旧摊销金额增加。2017Q1期末固定资产为3.45亿，在建工程为9.7亿，2018Q1期末固定资产为13.8亿，在建工程为0。③本期销售费用为365万元，同比增加了309%，主要由于本期为学校招生季加大了市场宣传力度，导致相关支增加，财务费用为408万元，同比增加了36.8%，主要由于本期借款利息全部费用化所致。
- 两个细节：**①公司预计2018年1-6月净亏损-5500至-4500万元，即预计2018Q2净亏损-2495至-1495万元，环比亏损情况有所改善，预计减少亏损510-1510万元。②2018Q1确认收入4049万元，期末预收账款相较期初减少2605万元，说明有1444万元新增现金收入确认，我们认为，第二学期或有部分插班生，带来新增预收账款。
- 经测算，海淀学校2017年9月入学的新生部分已越过盈亏平衡点。**海淀学校可容纳学生约1500人，2016年9月第一批学生入学，已完成两批招生，朝阳学校（重资产模式），可容纳学生近4000人，2017年9月第一批学生入学。根据我们的估算，2017.9-2017.12，2017年9月新入学学生带来的净利润达到290.92万元，海淀学校已实现盈利，随着2018年9月海淀学校第三批学生入学以及朝阳学校第二批学生入学，2018.9-2018.12，朝阳学校也有望达到盈亏平衡，盈亏平衡点之后，业绩向上弹性较大，盈利能力或可期。

图表 1：两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 2：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

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20万平方米，绿化面积达14万平方米，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。

投资建议

- 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 39x/20x，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 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。1.3 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。

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	-12
%销售收入	5.4%	5.6%	5.6%	6.7%	4.4%	1.1%
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	417
营业利润率	0.9%	n.a	9.3%	4.5%	28.9%	39.6%
营业外收支	-1	-12	-6	3	3	3
税前利润	6	-127	52	21	214	420
利润率	0.8%	n.a	8.3%	5.2%	29.4%	39.9%
所得税	-3	27	-32	-5	-53	-105
所得税率	56.3%	n.a	62.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3	-100	20	16	160	315
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	314
净利率	0.4%	n.a	3.8%	3.8%	21.9%	29.9%

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	315
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	24
营运资金变动	104	-258	-170	-358	275	197
经营活动现金净流	174	-315	-196	-272	532	607
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	-378
其他	-110	14	973	-31	-36	-17
筹资活动现金净流	-110	1,572	368	337	-236	-395
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	17
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	460
%总资产	51.2%	43.1%	9.9%	10.5%	12.1%	12.9%
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%	55.2%
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%	87.1%
资产总计	2,565	3,797	3,145	3,189	3,433	3,577
短期借款	221	187	280	648	449	71
应付款项	1,303	942	608	301	575	775
其他流动负债	19	24	45	14	22	30
流动负债	1,543	1,153	934	963	1,046	875
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	875
普通股股东权益	604	2,235	2,204	2,219	2,379	2,693
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	3,577

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	0.630
每股净资产	1.941	4.482	4.420	4.451	4.771	5.402
每股经营现金净流	0.559	-0.632	-0.393	-0.546	1.067	1.218
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%	11.67%
总资产收益率	0.11%	-2.53%	0.74%	0.48%	4.66%	8.79%
投入资本收益率	1.92%	-2.01%	-0.87%	1.17%	6.42%	11.59%
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%	96.55%
总资产增长率	30.99%	48.07%	-17.18%	1.41%	7.64%	4.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.8	328.0	105.6	4.0	4.0	4.0
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	130.0
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%	-7.60%
EBIT利息保障倍数	1.3	-3.9	-1.6	1.7	7.6	36.6
资产负债率	66.33%	34.41%	29.70%	30.18%	30.46%	24.46%

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	1	1	3	5
增持	0	1	1	1	3
中性	0	0	0	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.50	1.83	1.82

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。

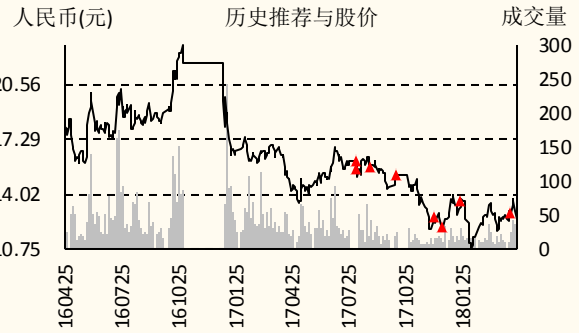
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-08-08	买入	15.97	22.00~22.00
2	2017-08-10	买入	15.97	22.00~22.00
3	2017-08-31	买入	15.80	22.00~22.00
4	2017-10-12	买入	15.17	22.00
5	2017-12-12	买入	12.66	N/A
6	2017-12-27	买入	12.03	N/A
7	2018-01-24	买入	13.30	20.00~20.00
8	2018-04-16	买入	12.94	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