

传统主业完成剥离, 教育龙头轻装上阵

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年一季度实现营业收入4049万元, 同比减少54.5%; 归母净利润亏损3011万元, 同比减少2638%。公司预计2018年上半年净利润亏损4500万元至5500万元。
- **桥梁钢业务剥离是业绩大幅变动主要原因。** 公司于2017年出售新中泰100%股权, 实现桥梁钢业务剥离, 导致公司整体业绩产生大幅变动。报告期内, 公司销售费用同比大幅增加309%, 系旗下学校加大市场宣传力度所致; 财务费用同比增加36.8%, 系本期借款利息费用化所致。
- **剥离传统业务, 成为A股稀缺的国际教育标的。** 公司原主业为桥梁钢结构, 受宏观经济和激烈市场竞争因素影响, 业绩表现不甚理想, 公司作价约6.4亿元实现转让。此次交易完成后, 公司摆脱桥梁钢业务对公司业绩的不利影响, 形成国际教育单主业结构, 资源配置得到显著优化。目前, 公司旗下拥有两所国际学校——海淀凯文学校、朝阳凯文学校。

海淀凯文学校位于北京市海淀区, 可容纳学生近1500人。学校涵盖小学、初中、高中等学段, 目前已经完成两批招生, 拥有在校生600余人。学校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。

朝阳凯文学校位于北京市朝阳区, 涵盖自小学到高中1-12年级的教学, 可容纳4100人。2017年9月第一批学生开学, 现有在校生300余人。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。

我们认为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, 资产利用率将逐步攀升, 公司盈利能力将得到极大改善。

- **重金布局国际教育产业链, 链接全球优质教育资产。** 在专注国际学校运营的同时, 公司着手进行国际教育上下游产业链布局。

涉足出国留学领域: 2017年, 公司斥资2548万元受让凯文睿信46%股权, 合计持有57.1%股权实现控股。标的公司承诺2017-2019年实现净利润分别为660万元、800万元和980万元。凯文睿信主营出国留学、升学指导培训业务, 是公司国际教育产业链布局的重要一环。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	620.21	366.49	678.00	983.10
增长率	92.23%	-40.91%	85.00%	45.00%
归属母公司净利润(百万元)	23.26	18.13	132.52	302.66
增长率	124.22%	-22.04%	630.78%	128.39%
每股收益EPS(元)	0.05	0.04	0.27	0.61
净资产收益率ROE	0.89%	0.96%	5.77%	11.46%
PE	272	349	48	21
PB	2.86	2.83	2.67	2.36

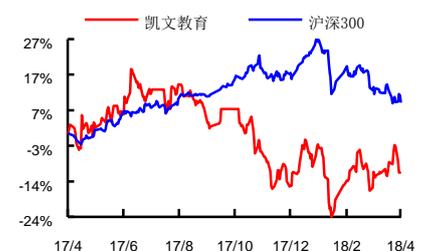
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
电话: 010-57631198
邮箱: ha@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)	3.10
52周内股价区间(元)	10.75-16.81
总市值(亿元)	63.27
总资产(亿元)	30.83
每股净资产(元)	4.36

相关研究

1. 中泰桥梁(002659): 教育业务拖累业绩, 招生实施或带来盈利改善 (2017-08-07)

收购三所海外艺术院校：凯文教育拟斥资 4000 万美元收购美国瑞德大学下属的三所学院，开启公司教育的全球化布局进程。这三所学院在艺术教育领域各有所长，不仅将公司业务范围延伸至高等教育领域，同时也可提升现有国际学校的艺术教育水平。

深度探索体育教育：公司打造了国内领先的青少年体育教育平台，与美国职业棒球大联盟（MLB）、美国 IMG 学院、加拿大哥维根首都人冰球俱乐部、英国曼城足球俱乐部、中国网球公开赛、英国职业高尔夫球协会等世界一流合作伙伴形成深度合作。

- **浙江慧科溢价受让股权，形成确定性安全边际。**2017 年 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 51.2%。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 52.8%。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.04 元、0.27 元、0.61 元。公司是 A 股稀缺的国际教育标的，旗下学校资产利用率处于爬坡期，业绩弹性较大，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产业政策变动的风险，凯文学校招生或不及预期的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

假设 1：海淀、朝阳两所学校招生情况良好，运营规模得到显著提升；

假设 2：资产利用率提升带动毛利率逐步增加，2018-2020 年分别为 40%、54%和 62%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 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		2017A	2018E	2019E	2020E
钢结构业务	收入	528.6	-	-	-
	增速	63.8%	-	-	-
	毛利率	8.1%	-	-	-
教育业务	收入	91.62	366.5	678.0	983.1
	增速	-	300.0%	85.0%	45.0%
	毛利率	-17.15%	40.0%	54.0%	62.0%
合计	收入	620.21	366.5	678.0	983.1
	增速	92.23%	-40.9%	85.0%	45.0%
	毛利率	4.38%	40.0%	54.0%	62.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	620.21	366.49	678.00	983.10	净利润	19.59	21.33	136.62	306.65
营业成本	593.04	219.89	311.88	373.58	折旧与摊销	83.57	202.52	202.52	202.52
营业税金及附加	4.04	3.30	6.10	8.85	财务费用	34.86	48.88	69.38	44.35
销售费用	10.00	10.99	20.34	29.49	资产减值损失	-1.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	69.87	54.97	88.14	117.97	经营营运资本变动	690.27	-1832.58	1156.66	498.76
财务费用	34.86	48.88	69.38	44.35	其他	-1006.69	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-180.03	-1559.84	1565.18	1052.28
投资收益	147.82	0.00	0.00	0.00	资本支出	-729.44	-430.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	504.00	0.00	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	-225.44	-430.00	0.00	0.00
营业利润	57.68	28.44	182.15	408.86	短期借款	133.70	1909.89	-1464.64	-725.25
其他非经营损益	-6.16	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.52	28.44	182.15	408.86	股权融资	-54.89	0.00	0.00	0.00
所得税	31.93	7.11	45.54	102.22	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	19.59	21.33	136.62	306.65	其他	289.49	-48.47	-69.38	-44.35
少数股东损益	-3.67	3.20	4.10	3.99	筹资活动现金流净额	368.30	1861.42	-1534.03	-769.59
归属母公司股东净利润	23.26	18.13	132.52	302.66	现金流量净额	-37.89	-128.42	31.15	282.68
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	165.07	36.65	67.80	350.48	成长能力				
应收和预付款项	1.71	2486.98	1596.42	1330.92	销售收入增长率	92.23%	-40.91%	85.00%	45.00%
存货	0.06	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	149.93%	-50.69%	540.37%	124.46%
其他流动资产	143.80	732.97	542.40	491.55	净利润增长率	119.62%	8.92%	540.37%	124.46%
长期股权投资	0.20	0.20	0.20	0.20	EBITDA 增长率	392.44%	58.90%	62.25%	44.42%
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	1387.30	1685.11	1552.93	1420.74	毛利率	4.38%	40.00%	54.00%	62.00%
无形资产和开发支出	1170.92	1124.73	1078.54	1032.35	三费率	18.50%	31.34%	26.23%	19.51%
其他非流动资产	275.97	251.83	227.69	203.54	净利率	3.16%	5.82%	20.15%	31.19%
资产总计	3145.03	6318.48	5065.98	4829.79	ROE	0.89%	0.96%	5.77%	11.46%
短期借款	280.00	2189.89	725.25	0.00	ROA	0.62%	0.34%	2.70%	6.35%
应付和预收款项	623.10	1792.85	1868.57	2013.39	ROIC	1.54%	1.71%	5.02%	12.21%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.40%	76.36%	66.97%	66.70%
其他负债	30.88	102.93	102.74	140.33	营运能力				
负债合计	933.98	4085.68	2696.56	2153.73	总资产周转率	0.18	0.08	0.12	0.20
股本	498.57	498.57	498.57	498.57	固定资产周转率	0.71	0.28	0.57	0.93
资本公积	1668.63	1668.63	1668.63	1668.63	应收账款周转率	3.46	7.13	6.64	7.89
留存收益	36.84	54.98	187.49	490.15	存货周转率	2.86	7444.62	—	—
归属母公司股东权益	2203.63	2222.17	2354.69	2657.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.80%	—	—	—
少数股东权益	7.43	10.63	14.73	18.71	资本结构				
股东权益合计	2211.05	2232.80	2369.42	2676.07	资产负债率	29.70%	64.66%	53.23%	44.59%
负债和股东权益合计	3145.03	6318.48	5065.98	4829.79	带息债务/总负债	29.98%	53.60%	26.90%	0.00%
					流动比率	0.33	0.80	0.82	1.01
					速动比率	0.33	0.80	0.82	1.01
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.04	0.27	0.61
					每股净资产	4.43	4.48	4.75	5.37
					每股经营现金	-0.36	-3.13	3.14	2.11
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	176.12	279.85	454.06	655.73					
PE	272.01	348.90	47.74	20.90					
PB	2.86	2.83	2.67	2.36					
PS	10.20	17.26	9.33	6.44					
EV/EBITDA	36.38	30.18	15.31	9.06					
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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn