

凯文教育 (002659)

证券研究报告

2018年06月12日

定增 10 亿投入青少年素质教育平台，开启国际教育+素质培训双轨培训模式

以询价方式定增增发募资 10 亿元，八大处参与认购不低于公司本次发行股份总数的 10%，6 月 11 日，公司公告，向包括公司控股股东八大处控股在内的不超过 10 名特定对象以询价方式定向增发股票，募集资金 10 亿元，其中八大处认购比例不低于 10%。目前控股股东八大处控股持有公司 1.63 亿股，占总 32.60%，本次发前前后公司实控人不变，仍为海淀区国资委。八大处控股所认购股票限售期为 36 个月，其他特定投资者认购的本次非公开发行股票的限制期为 12 个月。

本次非公开发行股票募资总额不超过 10 亿元，拟投资于青少年高品质素质教育平台项目。青少年高品质素质教育平台项目致力于为 4-18 岁青少年提供一站式、高品质素质教育及成长培养的教育综合服务平台。该项目以市场需求为导向，以一站式素质教育中心为载体，以艺术、体育、科学思维和素质拓展等多元化的素质教育产品培训和服务为龙头，以标准化的课程体系和完备的师资力量为重点，以在线学习平台和智能教室为手段，以一体化教育培训配套设施和完善的运营管理信息系统为支撑，在天津、北京及其他多个城市开设青少年素质教育中心。

定增募资 10 亿打造高端艺体培训项目，协同延展产业发展，实现高端艺体资源变现，巩固青少高端教育课内外品牌价值。具体来看：

第一：拓展延伸现有教育产业布局，丰富业务架构，实现服务学生课内外资源打通。

第二：凯文极具高端豪华艺体资源禀赋，募投项目实现优质资源变现，丰富利润增长点。

本次募投项目“青少年高品质素质教育平台”，第一、与公司现有国际学校业务在受众学员上具有较高的重叠性；第二、充分发挥公司在各类教育资源方面的竞争优势，打造差异化、高品质的素质教育培训体系与平台；第三、有利于凯文抓住素质教育市场战略发展期，利用既有教育资源优势，延伸现有教育产业布局。

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 股教育资源较为充足的公司之一，专注打造高端优质国际教育品牌。由于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，我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.06/0.24/0.47 元。

风险提示：定向增发存在失败风险、中国国际教育行业发展不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	322.64	620.21	744.25	967.53	1,335.19
增长率(%)	(57.73)	92.23	20.00	30.00	38.00
EBITDA(百万元)	(60.47)	160.25	83.26	193.99	347.17
净利润(百万元)	(96.05)	23.26	29.60	119.92	233.57
增长率(%)	(3,453.75)	(124.22)	27.28	305.06	94.78
EPS(元/股)	(0.19)	0.05	0.06	0.24	0.47
市盈率(P/E)	(77.45)	319.81	251.27	62.03	31.85
市净率(P/B)	3.33	3.38	3.33	3.16	2.88
市销率(P/S)	23.06	11.99	9.99	7.69	5.57
EV/EBITDA	(178.63)	38.21	96.71	38.03	23.94

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	14.92 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)	254.18
A 股总市值(百万元)	7,438.62
流通 A 股市值(百万元)	3,792.35
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	29.30
一年内最高/最低(元)	17.08/10.59

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

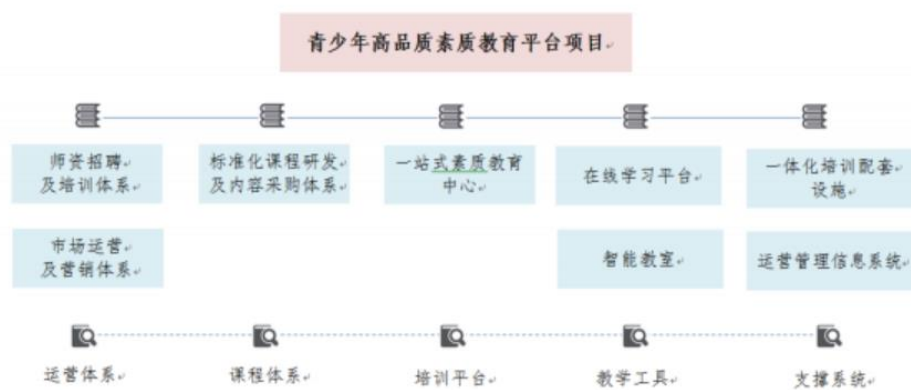
相关报告

- 《凯文教育-年报点评报告:17 年归母净利 0.23 亿元，A 股国际教育龙头稳步发展》 2018-04-16
- 《凯文教育-公司点评: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》 2018-02-22
- 《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

以询价方式定增增发募资 10 亿元，八大处参与认购不低于公司本次发行股份总数的 10%，6 月 11 日，公司公告，向包括公司控股股东八大处控股在内的不超过 10 名特定对象以询价方式定向增发股票，募集资金 10 亿元，其中八大处认购比例不低于 10%。目前控股股东八大处控股持有公司 1.63 亿股，占总 32.60%，本次发前前后公司实控人不变，仍为海淀区国资委。八大处控股所认购股票限售期为 36 个月，其他特定投资者认购的本次非公开发行的股票的限售期为 12 个月。

本次非公开发行股票募资总额不超过 10 亿元，拟投资于青少年高品质素质教育平台项目。青少年高品质素质教育平台项目致力于为 4-18 岁青少年提供一站式、高品质素质教育及成长培养的教育综合服务平台。该项目以市场需求为导向，以一站式素质教育中心为载体，以艺术、体育、科学思维和素质拓展等多元化的素质教育产品培训和服务为龙头，以标准化的课程体系和完备的师资力量为重点，以在线学习平台和智能教室为手段，以一体化教育培训配套设施和完善的运营管理信息系统为支撑，在天津、北京及其他多个城市开设青少年素质教育中心。

图 1：青少年高品质素质教育平台项目致力于为 4-18 岁青少年提供一站式、高品质素质教育及成长培养的教育综合服务平台



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：项目主要运营体系的功能定位及服务

子体系	功能定位	具体功能/服务
素质教育中心	为平台核心及运营实体，通过汇聚各种素质教育培训业态，打造一站式素质教育中心，满足孩子与家长的多样化与个性化的素质教育培训需求。	包括：传统艺术类、体育教育类、创意艺术类、科学思维类、素质拓展类、素质教育培训衍生与配套服务。
在线学习平台	是线下素质教育培训的补充，扩大辐射范围，提高老师与学生的互动性和教学手段多样性，提升个性化学习和学习时空全面化，有利于教学管理和评估。	包括：数字课程库、互动学习与互动反馈、名师与精品课程展示等。
智能教室	借助人工智能、大数据和物联网等技术等对教学场景、学习进度等的智能化识别、交互、分析和管理的，实施数据驱动教学，提升素质教育学习效果和体验，实现因材施教和个性化教学。	包括：智能匹配素质教育培训课程；优化学员学习路径；因材施教有针对性开展培训等。
标准化课程与智能学习开发	通过素质教育课程的研发及实践，促进素质教育培训课程及体系的标准化、创新性与时效性。	包括：教学内容、课程及体系标准化研究、师资标准化体系建设、教学实践研究等。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

该项目拟在天津、北京及其他多个城市租赁场地进行高品质素质教育中心建设，建设内容主要包括素质教育中心场地租赁、房屋装修及结构改造、设备购置及安装、课程资源投入、运营管理信息系统和在线学习平台以及智能教室硬件设备和软件的购置。

该项目的主要运营体系包括素质教育中心、在线学习平台、智能教室、标准化课程与

智能学习开发，上述四者相互支撑，共同构成公司的高品质素质教育平台体系，具体如下：

表 2：项目投资估算表

序号	项目投资明细	项目投资金额（万元）
一	建设投资	101,786.82
1	素质教育中心	51,068.10
2	在线学习平台	2,853.49
3	课程资源采购及研发	28,018.80
4	智能教室	16,881.77
5	预备费	2,964.66
二	项目实施费用	8,904.62
1	人员招聘及培训投入	924.20
2	市场推广费用	7,980.42
三	铺底流动资金	4,635.85
合计		115,327.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目总投资 11.53 亿元，其中建设投资 10.18 亿元，占比 88.26%；项目实施费用 8904 万元，占比 7.72%；铺底流动资金 4635 万元，占比 4.02%。本次发行募集资金投资项目拟通过公司全资子公司北京凯文学信体育投资管理有限公司具体实施。

定增募资 10 亿打造高端艺体培训项目，协同延展产业发展，实现高端艺体资源变现，巩固青少高端教育课内外品牌价值。具体来看：

第一、拓展延伸现有教育产业布局，丰富业务架构，实现服务学生课内外资源打通。

根据公司 2017 年年报显示，目前公司体内有两所高端国际学校：

- **凯文朝阳：完备课程体系+顶级体育特色，打造高端国际学校**

自建重资产学校，位于北京朝阳区金盏金融服务园区教育区。学校执行符合国家大纲的 IB 课程体系，包含 PYP、PYP 和 DP 三个阶段，以国家课程标准和 IB 教学体系分配各年级各学科教学时间和学科知识。师资配置方面：北京朝阳凯文学校选聘的教师具有多年 IB 或国际教学经验，外方教师均来自母语为英语的国家，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。超过 50% 的教师具备硕士、博士学位，超过 60% 的教师具备 10 年以上的执教经验。整体来看，凯文朝阳学校在课程体系及师资配置方面处于领先地位。同时，凯文朝阳引入顶级体育资源，为高端国际化学校添砖加瓦。

- **凯文海淀：借力清华附教研管理，加快培育尽享资源优势**

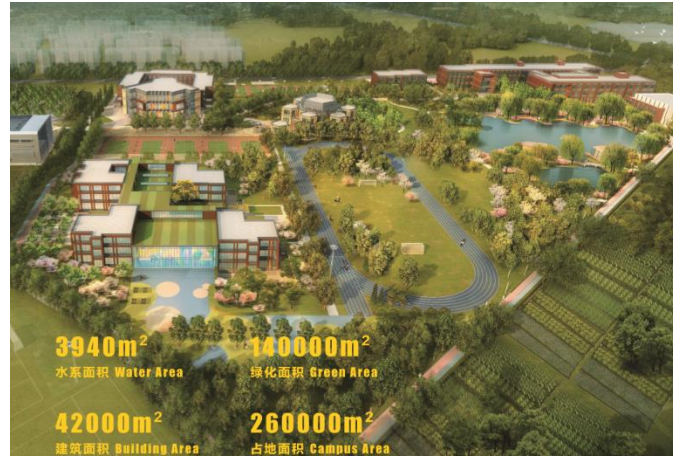
凯文海淀由清华大学附属学校选派相应的师资和管理团队，目前学校拥有顶尖的师资力量和完善的平台体系，按照清华附中一体化国际学校的教师标准进行招聘和培训，教师团队具备优秀的学术水平和丰富的教学经验，部分教师还参加过大型国际课程项目开发与研究，其中，硕士及以上学历达 70%，50% 以上的教师拥有 2 个以上专业学位，平均教龄超过 11 年。

图 2：朝阳学校拥有一流艺术设备



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 3：凯文海淀花园式校园



资料来源：公司官网、天风证券研究所

凯文以“K-12 实体学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”的经营模式，以实体学校为依托获得资源背景、品牌效应与受众群体，以上下游产业为延伸，全力发展教育业务。凯文现有国际教育业务与社会所需求的素质教育业务同处教育产业链，受众群体年龄类同。当前素质教育行业正处于快速扩张阶段，市场潜力较大；凯文凭借其资本、资源基础实现快速抢占高品质素质教育培训市场，是提升凯文教育品牌影响力、核心竞争力和盈利能力，完成战略布局的必然选择。

体育和艺术教育是凯文在国际教育产业上的办学特色。公司在体育和艺术等素质教育领域经过多年努力探索和成功实践，已建立较为完备的艺体、拓展等素质教育课程体系，囊括了体育、艺术、科技、创意、生活技能等近 60 个类别；业务体系方面，已开设了足球、网球、棒球、体能、高尔夫、滑冰、冰球、击剑等多个项目的体育课程，部分课程已逐步面向社会开放和运营；公司旗下教育研究建立了优秀师资发掘、储备的人才体系，及国际化教师培训、教育系统与教材研发体系。目前凯文已在国际教育行业树立良好的品牌形象并形成较为完备的生态产业链，积极布局高品质素质教育业务，有助在国际教育和素质教育领域实现资源共享、协同共生、体系互动、产业共振。

图 4：17 年 7 月，有 MLB 青少年赛事领域最强教练阵容的“第二届 MLB 未来之星中国训练营”在北京海淀凯文学校开营



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 5：凯文中网网球夏令营是由中国网球公开赛与凯文体育合作举办，小班制教学，根据学员水平分为启蒙培训班和技术提高班。



资料来源：公司官网、天风证券研究所

第二、凯文极具高端豪华艺体资源禀赋，募投项目实现优质资源变现，丰富利润增长点。

● 足球：与曼城足球俱乐部正式签订十年合作协议

17 年 12 月 18 日，凯文教育集团与曼城足球俱乐部正式签订十年合作协议。此次签约后，凯文教育集团将引入曼城青训体系、曼城青训教练以及海外训练营。双方共同打造的凯文曼城足球学校，也将计划于 2018 年 9 月正式开学。

作为北京首家体教结合、以曼城足球为特色、以中国本土名校为依托的国际化学校，凯文曼城足球学校首期预计招收小学一年级、二年级各一个班，每班学生数量不超过 25 人，班级配备中外教班主任各一名。凯文曼城足球学校为小运动员们编写了一套定制化的足球训练计划，该训练计划将沿用曼城一队和曼城青年队的教学理念与方法，由曼城的教练亲自教授。在全英文的训练环境中，学生培养兴趣的同时也将接受专业且符合年龄阶段的培训。

图 6：凯文体育与曼城俱乐部签约仪式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 7：凯文足球学校体教结合的方法



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **棒球：美国职业棒球大联盟官方合作伙伴，凯文成为 MLB 中国第一家授权机构**
2016 年初凯文与美国职棒大联盟（Major League Baseball，以下简称 MLB）达成全面战略合作，MLB 是美国四大职业体育联盟之一，也是北美地区最高水平的职棒棒球联赛。合作内容涵盖运动场地规划设计，课程支持、教练派遣、组建校队，举办赛事，棒球夏令营活动等各个方面。

图 8：凯文成为 MLB 中国第一家授权机构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 9：美国职棒大联盟教练带领学生们进行 80 分钟标准训练课程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **冰球：携手加拿大哥维根首都人冰球俱乐部**

凯文体育于 2018 年初与加拿大哥维根首都人冰球俱乐部达成战略合作伙伴关系，中国青少年体育教育机构首次与加拿大冰球俱乐部强强联手。目前已成功开展多次国际青少年冰球邀请赛，未来将举办和参与春季训练，夏季集训+邀请赛，秋季 BHA，冬季温哥华海外比赛等项目，帮助球员接受更好的训练以及参加更多高水平比赛，将加拿大优质冰球青训体系带入中国。

图 10：凯文足球学校体教结合的方法



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 11：朝阳凯文学校冰球馆



凯文体育与哥维根首都人冰球俱乐部合作后，将会派驻高水平冰球教练，将加拿大优质的冰球青训体系带入中国。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

同时，三位加拿大籍优秀教练深度加盟凯文体系。麦克·库西 (Michael kusy)：2017.8-至今 NHL 冰球学校（中国）教练；2015.9-17.8 虎仔国际冰球俱乐部教练；2015.6-至今 Can Life 体育娱乐公司，加拿大中国冰球事务；2014.9-至今 加拿大圭尔夫大学助教。贾斯汀·伊萨 (Justin Isaac)：2010-17 年任加拿大半岛雄鹰队 (Peninsula Eagles) 青少年冰球俱乐部(Minor)AAA 级主教练；2012-15 年任加拿大冰锋冰球俱乐部(Edgey Hockey)冰球项目运营总监、主教练；2013-16 年 任加拿大冰雪维多利亚俱乐部(Ice Victoria)青少年冰球发展项目主教练、加拿大冰雪维多利亚球场及联盟协调员。马修·施林 (Matthew Sheeran)：2014-15 年任加拿大基洛酋长 (Kelowna Chiefs) 俱乐部青年队防守教练；2015-16 年 加拿大帝王冰球俱乐部 U14 队教练；2017-18 年 半岛猎豹 (Peninsula Panthers) 俱乐部防守教练。

● 高尔夫：联手 IMG 学院高尔夫学院成立训练营

IMG 学院隶属于全球最大的体育、娱乐、时尚、媒体公司-IMG 国际管理集团，享有全球培养体育特长生最好学校的美誉。成立以来，学校培养出 29 个世界冠军、14 个全国冠军和诸多活跃在世界体坛的名将。17 年寒假起，凯文将与 IMG 学院合作，选拔有潜质的同学赴美参加 IMG 冬季训练营，接受 IMG 最权威的系统训练。

图 12：IMG 学院高尔夫学院总教练迈特·施耐德先生



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：凯文 IMG 高尔夫体验课



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 网球：始终与中国网球公开赛紧密合作

凯文体育自成立以来凭借强大的资源优势与中国网球公开赛保持着紧密的合作关系。2017 年中网与凯文体育共同举办凯文杯中网青少年巡回赛、中网凯文杯校际邀请赛、凯文体育中网网球夏令营，今年 9 月凯文体育中网网球俱乐部将在北京凯文学校正式成立。

图 14: 凯文体育自成立以来凭借强大的资源优势与中国网球公开赛保持着紧密的合作关系



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 15: 中网团队盛邀凯文体育中网网球俱乐部成员参加 9 月 30 日中网球星公益活动。



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

凯文先后联手 MLB (美国职棒联盟)、加拿大哥维根首都人冰球俱乐部、美国 IMG 学院 (高尔夫球) 及城市足球集团、中网等全球豪华顶级体育资源; 同时, 公司也即将完成收购威斯敏斯特合唱音乐学院等 3 所国际专业音乐艺术院校。凯文已拥有世界顶级赛事规格的运动比赛场地和教学硬件设施, 如 (青少年联赛) 赛事标准冰球馆、国际田联黄金联赛规格的蓝色跑道、中网钻石球场标准的网球场、高尔夫球场各类场馆。

凯文具备全球顶级体育 IP、高标准场馆以及优质学历教育体系, 我们认为第一、凯文体内拥有高端体育场馆及优质学生资源, 在为凯文曼城足球学校、冰球及棒球培训项目输送有效流量的同时可借助其优质的青训体系进一步完善凯文朝阳学校的艺体特色, 实现高端差异化定位; 第二、体育特长对于凯文学生申请海外高校提供有力支撑, 当下申请海外特别是美国高校不但要拥有一定的应试成绩, 体育特长 (譬如冰球, 足球; 棒球、橄榄球等项目在美国竞争较为激烈) 也可为学生加分不少; 第三、目前国内青少年足球、冰球、棒球、高尔夫等培训高端品牌相对缺乏, 但市场需求旺盛, 凯文曼城足球学校或填补这一空白, 深挖青少年足球培训市场。

图 16: 凯文先后联手 MLB、美国 IMG 学院及城市足球集团等



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 17: 公司即将完成收购威斯敏斯特合唱音乐学院等 3 所国际专业音乐艺术院校



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

本次募投项目“青少年商品品质素质教育平台”, 第一、与公司现有国际学校业务在受众学员上具有较高的重叠性, 能够为国际学校的开办和招生工作提供学员统计、初步筛选和课程体验等基础工作, 有利于国际学校业务的拓展。两者在业务体系、课程研发和资源体系的良性互动, 均有助于规模经济和外部经济的实现, 使两者达到资源共享、协同共生、体系互动、产业共振。第二、充分发挥公司在各类教育资源方面的竞争优势, 打造差异化、高品质的素质教育培训体系与平台, 将校内的教育品牌、资源与经验实现校外延伸, 校内外教学体系与经验互动发展, 提高国际学校优质教育资源的边际效益, 深度拓展高品质素质教育产业, 抢占市场先机, 进一步提升公司在教育行业的品牌形象, 实现国际教育和素质教育协同发展。第三、有利于凯文抓住素质教育市场战略发展期, 利用既有教育资源优

势，延伸现有教育产业布局，在国际学校业务的基础上大力发展高品质素质教育业务，推动品牌输出、管理输出、课程体系输出和校内外教育业务协同发展，提高现有优质资源的边际效益，增加盈利能力，实现公司打造“国际教育+素质教育”对一流教育平台战略布局。

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 股教育资源较为充足的公司之一，专注打造高端优质国际教育品牌。由于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，我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.06/0.24/0.47 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	269.15	165.07	59.54	77.40	106.82
应收账款	408.58	1.66	757.94	396.29	1,196.55
预付账款	29.14	0.05	48.99	16.67	47.06
存货	395.09	0.06	968.03	265.10	1,131.14
其他	536.22	143.80	227.19	302.40	224.46
流动资产合计	1,638.18	310.63	2,061.69	1,057.87	2,706.03
长期股权投资	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20
固定资产	348.54	1,387.30	1,392.68	1,418.13	1,442.63
在建工程	977.12	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	499.71	956.25	939.43	922.62	905.81
其他	333.86	490.65	649.09	589.52	512.65
非流动资产合计	2,159.24	2,834.40	3,017.40	3,000.07	2,933.05
资产总计	3,797.42	3,145.03	5,079.09	4,057.94	5,639.08
短期借款	146.30	280.00	843.87	305.87	1,040.86
应付账款	734.33	438.31	1,096.02	951.65	1,160.44
其他	272.40	215.67	631.39	355.66	607.45
流动负债合计	1,153.03	933.98	2,571.28	1,613.18	2,808.74
长期借款	0.00	0.00	163.16	0.00	176.84
应付债券	108.05	0.00	71.93	59.99	43.97
其他	45.46	0.00	31.93	25.80	19.24
非流动负债合计	153.51	0.00	267.02	85.79	240.06
负债合计	1,306.54	933.98	2,838.30	1,698.97	3,048.80
少数股东权益	256.12	7.43	7.15	5.41	3.15
股本	498.57	498.57	498.57	498.57	498.57
资本公积	1,723.52	1,668.63	1,668.63	1,668.63	1,668.63
留存收益	1,735.40	1,705.47	1,735.08	1,855.00	2,088.57
其他	(1,722.74)	(1,669.05)	(1,668.63)	(1,668.63)	(1,668.63)
股东权益合计	2,490.88	2,211.05	2,240.79	2,358.97	2,590.28
负债和股东权益总	3,797.42	3,145.03	5,079.09	4,057.94	5,639.08

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(99.81)	19.59	29.60	119.92	233.57
折旧摊销	37.28	83.57	35.44	37.76	40.15
财务费用	8.98	34.49	5.00	5.00	5.00
投资损失	(4.99)	(147.82)	(67.00)	(88.00)	(90.00)
营运资金变动	(807.06)	495.62	(931.07)	655.75	(1,081.21)
其它	550.75	(665.48)	(0.29)	(1.77)	(2.31)
经营活动现金流	(314.86)	(180.03)	(928.32)	728.65	(894.80)
资本支出	923.77	845.74	28.07	86.13	56.55
长期投资	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
其他	(2,205.31)	(1,071.38)	(21.07)	(78.13)	(16.55)
投资活动现金流	(1,281.54)	(225.44)	7.00	8.00	40.00
债权融资	294.99	280.00	1,100.36	386.55	1,275.70
股权融资	1,709.55	(90.53)	(4.16)	(4.57)	(4.57)
其他	(433.31)	178.83	(280.41)	(1,100.76)	(386.92)
筹资活动现金流	1,571.22	368.30	815.79	(718.79)	884.21
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(25.17)	(37.17)	(105.53)	17.86	29.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	322.64	620.21	744.25	967.53	1,335.19
营业成本	336.21	593.04	587.96	667.60	827.82
营业税金及附加	5.66	4.04	32.75	44.51	60.08
营业费用	3.54	10.00	33.49	45.47	64.09
管理费用	48.44	69.87	80.23	97.72	132.18
财务费用	18.04	34.86	5.00	5.00	5.00
资产减值损失	31.29	(1.63)	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	4.99	147.82	67.00	88.00	90.00
其他	(9.98)	(295.47)	(134.00)	(176.00)	(180.00)
营业利润	(115.54)	57.68	42.82	151.23	302.02
营业外收入	3.34	0.45	4.50	6.70	10.10
营业外支出	14.86	6.61	8.71	4.30	5.00
利润总额	(127.05)	51.52	38.62	153.63	307.12
所得税	(27.24)	31.93	9.31	35.49	75.86
净利润	(99.81)	19.59	29.31	118.14	231.26
少数股东损益	(3.77)	(3.67)	(0.29)	(1.77)	(2.31)
归属于母公司净利润	(96.05)	23.26	29.60	119.92	233.57
每股收益(元)	(0.19)	0.05	0.06	0.24	0.47

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-57.73%	92.23%	20.00%	30.00%	38.00%
营业利润	-1811.42%	-149.93%	-25.76%	253.15%	99.70%
归属于母公司净利润	-3453.75%	-124.22%	27.28%	305.06%	94.78%
获利能力					
毛利率	-4.21%	4.38%	21.00%	31.00%	38.00%
净利率	-29.77%	3.75%	3.98%	12.39%	17.49%
ROE	-4.30%	1.06%	1.33%	5.10%	9.03%
ROIC	-14.04%	1.61%	7.10%	25.24%	77.58%
偿债能力					
资产负债率	34.41%	29.70%	55.88%	41.87%	54.07%
净负债率	41.56%	33.58%	21.82%	71.15%	47.68%
流动比率	1.42	0.33	0.80	0.66	0.96
速动比率	1.08	0.33	0.43	0.49	0.56
营运能力					
应收账款周转率	0.97	3.02	1.96	1.68	1.68
存货周转率	0.59	3.14	1.54	1.57	1.91
总资产周转率	0.10	0.18	0.18	0.21	0.28
每股指标(元)					
每股收益	-0.19	0.05	0.06	0.24	0.47
每股经营现金流	-0.63	-0.36	-1.86	1.46	-1.79
每股净资产	4.48	4.42	4.48	4.72	5.19
估值比率					
市盈率	-77.45	319.81	251.27	62.03	31.85
市净率	3.33	3.38	3.33	3.16	2.88
EV/EBITDA	-178.63	38.21	96.71	38.03	23.94
EV/EBIT	-110.79	66.04	168.37	47.23	27.08

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com