

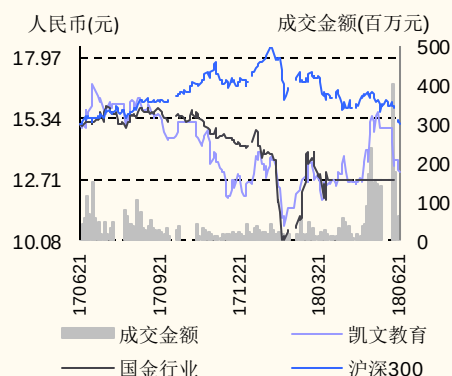
凯文教育 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.00 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)	6,481.37
年内股价最高最低(元)	16.81/10.75
沪深 300 指数	3592.97
中小板综	9343.22



凯文教育：收购美国艺术院校持续推进，全球化品牌影响力体系构筑

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	0.010	0.284	0.563
每股净资产(元)	4.48	4.42	4.43	4.71	5.28
每股经营性现金流(元)	-0.63	-0.39	-0.66	0.90	1.29
市盈率(倍)	-113.01	269.87	1,250.74	45.72	23.10
净利润增长率(%)	-3453.75%	-124.22%	-77.72%	2635.66%	97.93%
净资产收益率(%)	-4.30%	1.06%	0.23%	6.03%	10.66%
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

事件简述

- 2018年6月21日，凯文教育全资子公司文华学信与美国瑞德大学签订《收购与出售协议》。约定文华学信在美国成立子公司，以该子公司为主体收购并运营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，交易价格 4000 万美金，转让内容还包括价值约为 1900 万美元的捐赠基金。同时，公司和控股股东八大处控股拟为全资子公司文凯兴申请 13 亿银行综合授信提供担保。

投资建议

- 素质教育为核，产业链布局进一步延伸，国际化扩张重要一步，有望增强凯文品牌世界范围影响力。公司拟收购美国瑞德大学下属的三所学院，将业务范围由 K-12 国际学校教育延伸至高等教育领域以及海外领域。三所学校专业从事音乐美术专业高等教育，威斯敏斯特学校音乐教育课程历史悠久，并已通过认证教导公立学校 K-12 音乐，在音乐艺术领域的教育资源或将进一步提升公司原有海淀凯文学校和朝阳凯文学校的艺术教育水平。有利于打造凸显高端优质的教育品牌形象，扩大整体品牌影响力。作为国际学校，艺术和体育课程为凯文学校的特色课程，旨在培养全方位，素质化的学生。三所音乐学院的收购将进一步增强公司的知名度与品牌效应，帮助学校招生。同时根据国金测算，海淀学校 2017 年 9 月入学的新生部分已越过盈亏平衡点，公司盈利增长可期。
- 高壁垒，高定位，强盈利能力公司，学校渐近盈亏平衡点，18 年之后业绩弹性较大，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，若本次增发顺利推进，凯文跨地域扩张将迈出重要一步，品牌力有望立体式强化，为打造全国性教育集团奠定基础。由于增发仍存不确定性，暂不考虑增发情况，我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.010/0.284/0.563 元，19/20 年对应 PE 为 46x/23x，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；收购整合存在一定不确定性。

相关报告

- 1.《定增募投，跨地域拓展或迈出重要一步，凯文品牌影响力或迎立体式...》，2018.6.12
- 2.《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...》，2018.4.25
- 3.《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...》，2018.4.16
- 4.《强运营高壁垒，A 股教育最纯标的正式启航》，2018.1.24
- 5.《中泰桥梁：拟更名为凯文教育，全力进军教育业务》，2017.12.27

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

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

一、凯文教育拟收购美国三所艺术学院，欲布局海外同时将业务拓展延伸至高等教育

1. 收购概述

- 2018年6月21日，凯文教育全资子公司文华学信与美国瑞德大学签订《收购与出售协议》，协议约定文华学信拟在美国新泽西州设立子公司普林斯顿威斯敏斯特国际有限责任公司，并以此公司为主体收购美国瑞德大学下属的威斯敏斯特合唱音乐学院(Westminster Choir College)、威斯敏斯特音乐学校(Westminster Conservatory of Music)和威斯敏斯特继续教育学院(Westminster Continuing Education)的有关资产和接管其运营。本次交易价格为4000万美元。
- 美国瑞德大学将向文华学信转让其所持有的为三所学院运营和业务相关的所有有形资产、无形资产、房地产和已利用或可用权利（不包括留存资产，但包括校园）中的一切权利、所有权和利益，包括但不限于校舍土地；教学设备设施；与学院相关的许可证、协议和其他文书；所有课程；应收款项；运营资料 and 记录；知识产权等。转让内容还包括，将当前价值约为1900万美元的捐赠基金以及交割日之前收到的所有新增捐款转入威斯敏斯特合唱音乐学院。
- 就校园物业投资来说，此次投资有如下亮点：①23英亩精致优美的校园，包括18英亩的教学区和5英亩的住宿区。②地理位置优越，毗邻大都市和商业区，位于普林斯顿中心，离纽约和费城仅80千米。③社区拥有丰富且高端的学校资源，包括普林斯顿大学、普林斯顿公立大学等。④可重新开发校区物业，带来新的发展机会。
- 威斯敏斯特是国际认可的音乐教育品牌，知名度较高。它拥有获得格莱美等各大奖项的顶级表演、艺术家。每年都有众多有志于音乐事业的学生报名入学，据统计，每年有至少320名本科生和105名研究生稳定入学。威斯敏斯特还与顶尖艺术机构建立了紧密的演出合作，包括卡内基音乐厅、纽约爱乐乐团等。通过科学的课程，卓越的品牌，学校给学生带来了极高的就业率以及良好的前程。
- 威斯敏斯特合唱音乐学院拥有九十多年的历史，是以专门培养歌唱家，指挥家和音乐教师的古典音乐学院。其声乐和表演指挥专业位列全美前三，指挥和合唱乐团在全欧洲都享有声誉。本次收购的接管会贯穿整个18年，构成凯文在海外的主要收入点，本次收购也验证凯文在艺术教育的国际化迈出坚实的步伐。

图表 1：学院风采展示1



来源：学校官网、国金证券研究所

图表 2：学院风采展示2



来源：学校官网、国金证券研究所

图表 3：学院风采展示3



来源：学校官网、国金证券研究所

图表 4：学院风采展示4



来源：学校官网、国金证券研究所

图表 5：学院风采展示5



来源：学校官网、国金证券研究所

图表 6：学院风采展示6



来源：学校官网、国金证券研究所

2.交易对手概述

- 本次交易对手方为美国瑞德大学，学校历史悠久，美国北部排名第 34。瑞德大学（Rider University）是美国新泽西州的一所著名的私立高等院校，该学校始建于 1865 年历史悠久，获得中国教育部认证。目前院系主要包括工商管理学院、文学，教育和科学院、继续教育学院和威斯敏斯特音乐学院，共有 60 多个本科专业和 21 个硕士专业。瑞德大学是美国大学协会、全美高等教育协会等组织的成员。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。

3.收购标的介绍

- 三所学院专业从事音乐艺术专业的高等教育，位于美国新泽西州，隶属于瑞德大学。威斯敏斯特自 1941 年以来一直得到全美音乐学校协会（NASM）的认证。音乐教育本科课程于 1961 年获得新泽西州的批准，并通过认证教导公立学校 K-12 音乐。
- ①威斯敏斯特合唱音乐学院（Westminster Choir College）：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。

图表 7：合唱音乐学院情况



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 8：合唱音乐学院课程

ACADEMICS
Choral Studies
Undergraduate Programs
Graduate Programs
The Choirs
Westminster Center for Community Engagement and Critical Pedagogy
Academic Support, Resources, & Library
Our Alumni

来源：学校官网，国金证券研究所

图表 9：合唱音乐学院教学楼



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 10：合唱音乐学院毕业生



来源：学校官网，国金证券研究所

- ②威斯敏斯特音乐学校(Westminster Conservatory of Music)：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。

图表 11：音乐学校情况



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 12：音乐学校课程

Westminster Conservatory of Music Overview
Private Instruction & Class Information
Honors Music Program
Opera Outings
Conservatory Summer Camps
Summer Instrument Lessons
Conservatory Events
Locations, Directions & Schedules

来源：学校官网，国金证券研究所

图表 13：音乐学校教师风采



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 14：学校教学照片



来源：学校官网，国金证券研究所

- ③ 威斯敏斯特继续教育学院(Westminster Continuing Education)：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。

大部分项目由一道两周的强化器乐学习构成，每周 30 课时，这也是威斯敏斯特合唱学校吸引潜在学生、提前选拔人才的机会。继续教育学院同时也提供海外学校、在线学习的项目与机会。

图表 15：继续教育学院情况



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 16：继续教育学院课程

Westminster Continuing Education
Summer at Westminster
Westminster Summer Programs & Workshops
Vienna: Language of Lieder
Adult Summer Programs and Workshops
Westminster Online
Choral Institute at Oxford
CoOPERative Program
Florence Voice Program 2018
Summer Choral Festival

来源：学校官网，国金证券研究所

4.关于此次交易的未来规划

- 企业运营模式以实体学校为主，周边产业链为辅，成长周期与其它行业不同。作为高端国际学校，凯文前期投资大，尤其对学生的综合性的硬件，软件投入较大。但是学校基本上能在第三学年实现收支持平，第四财年实现利润速增。
- 凯文教育目前对威斯敏斯特有如下规划：维持目前的经营状况，充分利用学院已有的教学优势和运营经验，保障学校已有的基础。将威斯敏斯特的品牌引入中国，通过与爱乐乐团的合作，在国内进行巡回演出，提升中国市场对于威斯敏斯特的知晓与认可。拓展新增项目，如：①在中国推广现有暑期国际项目，面向初中和高中的音乐夏令营。②增加在中国的招生，包括本科和研究生项目③利用已有的继续教育学院，增加面向中国本科和研究生的预科项目。
- 目前威斯敏斯特音乐学院国际学校招生名额远未充盈，国际学生仅占 15% 左右的学额，未来国际学生数量仍有较大提升空间，而且国际学生本身学费水平较高，整体增长空间较大。凯文教育的加入无疑是对未来生源增长

的一个保障，结合其艺术和体育教育国际化的教育理念，国际学生占比有望提升，未来可期。

- 随着收购交易的进一步落地，国内有志于前往国外高校进修音乐的学生与家庭已经开始咨询招生细则，学生均来源于中央音乐学院等国内名校。同时，与凯文教育一起进行竞标的人大附中已经在新泽西建立了分校，两所学校有望形成合作优势。

二、凯文教育两所国际学校经营状况：海淀学校或已过盈亏平衡点，业绩向上弹性大

- 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。

图表 17：海淀凯文学校概貌-1



来源：海淀凯文学校官网，国金证券研究所

图表 18：海淀凯文学校概貌-2



来源：海淀凯文学校官网，国金证券研究所

- 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。

图表 19：朝阳凯文学校中学课外课程



来源：朝阳凯文学校官网，国金证券研究所

图表 20：朝阳凯文学校的中外籍教师



来源：朝阳凯文学校官网，国金证券研究所

- **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 21：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

三、素质教育为核，产业链布局进一步延伸，国际化扩张重要一步，有望增强凯文品牌世界范围影响力

- **延伸布局产业链，拓展业务范围，提升原有素质艺术教育水平。**公司拟收购美国瑞德大学下属的三所学院，将业务范围有 K-12 国际教育延伸至高等教育领域，三所学院专业从事音乐美术专业高等教育，威斯敏斯特学校音乐教育课程历史悠久，并通过认证教导公立学校 K-12 音乐，在音乐艺术领域的教育资源或将进一步提升公司原有海淀凯文学校和朝阳凯文学校

的艺术教育水平。随着家庭对于素质教育的重视，相信具有竞争力的音乐艺术领域的教学资源有望进一步巩固国际学校的素质教学实力，彰显教学优势。同时，该投资意向协议是公司教育业务在全球布局的开篇之举，意味着凯文迈出其国际化扩张重要一步，对于品牌价值和综合竞争力具有一定意义，有利于打造凸显高端优质的教育品牌形象。

- **三年教育转型之路，成就 A 股最纯教育标的：**①**八大处控股：**2015 年 5 月公司计划通过非公开发行，拓展高端教育业务；2016 年 7 月八大处成为控股股东，持股 30.1%，实际控制人变为海淀区国资委，2017 年 1 月八大处增持持股比例达 32.09%；②**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；③**全面布局教育业务：**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”。
- **目前，公司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，**根据国金测算海淀学校 2017 年 9 月入学的新生部分已越过盈亏平衡点**；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。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。
- **北京朝阳凯文学校于 2017 年正式开办 AIP 国际艺术高中课程。**AIP 国际艺术高中课程，是国内提供国际化艺术教育体系的知名品牌“AIP 国际艺术计划”旗下的课程之一，“AIP 国际艺术计划”隶属于文化部下属的中国艺术职业教育学会美术与设计专业委员会，并受其管理与监督。**AIP 国际艺术课程先后与中央美院附中，广州美院附中，中国美院附中等中国一流中等美术院校合作开办国际艺术高中课程项目，至今已有 800 余名毕业生共获得英美知名大学超过 2000 份录取通知书，升学率 100%。**2017 年北京朝阳凯文学校正式开办 AIP 国际艺术高中课程，是目前北京市场上体积规模最大的国际艺术高中课程。凯文学校一直强调素质教育，通过提供高品质的艺术教育课程，加强巩固学校在素质教育领域的优势。
- 2018 年 6 月 11 日，公司公告拟非公开发行股票，募集资金不超过 10 亿元，计划在天津、北京及其他多个城市开设青少年素质教育中心，为 4-18 岁青少年提供一站式、多元化、跨多种学科领域的高品质素质教育综合服务。本次增发募投项目，除了北京外，还计划向天津及其他多个城市扩张，我们认为该募投项目有望成为凯文跨地域扩张的重要一步，未来凯文教育有望定位为全国性业务布局的教育集团。

四、大股东拟为全资子公司文凯兴申请 13 亿元银行综合授信提供担保

- 凯文教育全资子公司文凯兴拟与中国工商银行签订《借款合同》，申请综合授信 13 亿元。公司及公司控股股东八大处控股拟为本次文凯兴 13 亿元银行综合授信提供连带责任保证。同时，公司全资子公司文华学信以其持有的文凯兴 100% 股权提供质押担保。体现大股东对其教育业务推进的支持。

五、投资建议

- **高壁垒，高定位，强盈利能力公司，学校渐近盈亏平衡点，18 年之后业绩弹性较大，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，若本次增发顺利推进，凯文跨地域扩张将迈出重要一步，品牌力有望立体式强化，为打造全国性教育集团奠定基础。由于增发仍存不确定性，暂不考虑增发情况，我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.010/0.284/0.563 元，19/20 年对应 PE 为 46x/23x，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；收购整合仍存在一定不确定性；申请银行综合授信提供担保事项尚需提交股东大会审议。

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	338	609	992
增长率		-57.7%	92.2%	-45.5%	80.3%	62.8%
主营业务成本	-661	-336	-593	-236	-285	-438
%销售收入	86.6%	104.2%	95.6%	69.7%	46.7%	44.1%
毛利	103	-14	27	102	325	554
%销售收入	13.4%	n.a	4.4%	30.3%	53.3%	55.9%
营业税金及附加	-6	-6	-4	-3	-5	-8
%销售收入	0.8%	1.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
营业费用	-2	-4	-10	-12	-15	-25
%销售收入	0.3%	1.1%	1.6%	3.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-42	-48	-70	-54	-79	-129
%销售收入	5.5%	15.0%	11.3%	16.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	52	-71	-57	33	225	392
%销售收入	6.9%	n.a	n.a	9.9%	37.0%	39.6%
财务费用	-41	-18	-35	-29	-39	-21
%销售收入	5.4%	5.6%	5.6%	8.5%	6.3%	2.1%
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	4	187	372
营业利润率	0.9%	n.a	9.3%	1.3%	30.6%	37.5%
营业外收支	-1	-12	-6	3	3	3
税前利润	6	-127	52	7	190	375
利润率	0.8%	n.a	8.3%	2.2%	31.1%	37.8%
所得税	-3	27	-32	-2	-47	-94
所得税率	56.3%	n.a	62.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3	-100	20	6	142	281
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	5	142	281
净利率	0.4%	n.a	3.8%	1.5%	23.3%	28.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3	-100	20	6	142	281
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	16	39	33
营运资金变动	104	-258	-170	-405	200	257
经营活动现金净流	174	-315	-196	-327	446	643
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	424	-107	-404
其他	-110	14	973	-33	-43	-26
筹资活动现金净流	-110	1,572	368	392	-150	-430
现金净流量	88	-25	-54	5	71	35

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
应收账款	257	409	2	6	11	16
存货	690	395	0	6	8	14
其他流动资产	27	565	144	151	151	151
流动资产	1,312	1,638	311	333	411	458
%总资产	51.2%	43.1%	9.9%	10.5%	12.0%	12.8%
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%	53.6%	55.3%
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%	88.0%	87.2%
资产总计	2,565	3,797	3,145	3,187	3,429	3,575
短期借款	221	187	280	704	597	193
应付款项	1,303	942	608	254	455	714
其他流动负债	19	24	45	11	17	27
流动负债	1,543	1,153	934	970	1,070	935
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	970	1,070	935
普通股股东权益	604	2,235	2,204	2,209	2,351	2,631
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	3,187	3,429	3,575

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.009	-0.193	0.047	0.010	0.284	0.563
每股净资产	1.941	4.482	4.420	4.430	4.715	5.277
每股经营现金净流	0.559	-0.632	-0.393	-0.655	0.895	1.289
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%	0.23%	6.03%	10.66%
总资产收益率	0.11%	-2.53%	0.74%	0.16%	4.13%	7.85%
投入资本收益率	1.92%	-2.01%	-0.87%	0.86%	5.71%	10.39%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.34%	-57.73%	92.23%	-45.50%	80.27%	62.82%
EBIT增长率	-4.54%	-235.75%	-20.32%	-158.72%	575.96%	74.26%
净利润增长率	-77.88%	-3453.75%	-124.22%	-77.72%	2635.66%	97.93%
总资产增长率	30.99%	48.07%	-17.18%	1.33%	7.58%	4.26%
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	1,772.3	1,100.4	726.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.08%	1.04%	5.20%	24.11%	15.10%	-3.14%
EBIT利息保障倍数	1.3	-3.9	-1.6	1.2	5.8	19.0
资产负债率	66.33%	34.41%	29.70%	30.45%	31.20%	26.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.20

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-12	买入	15.26	22.00~22.00
2	2017-06-27	买入	14.95	22.00~22.00
3	2017-08-08	买入	15.97	22.00~22.00
4	2017-08-10	买入	15.97	22.00~22.00
5	2017-08-31	买入	15.80	22.00~22.00
6	2017-10-12	买入	15.17	22.00
7	2017-12-12	买入	12.27	N/A
8	2017-12-27	买入	12.04	N/A

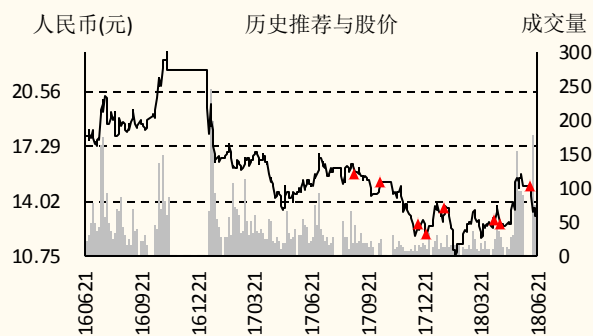
来源：国金证券研究所

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


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