

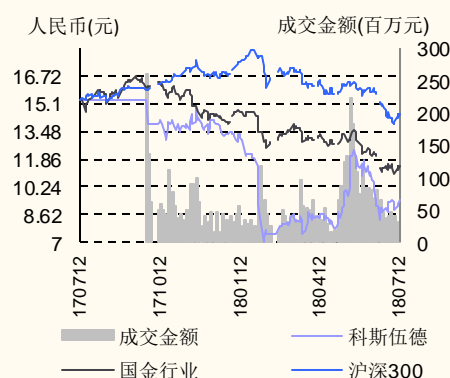
科斯伍德 (300192.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.44 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	174.42
总市值 (百万元)	2,289.67
年内股价最高最低 (元)	15.26/7.00
沪深 300 指数	3481.06



相关报告

1. 《科斯伍德——区域性 K12 教培龙头 龙门教育并表, 优势品牌 K12...》, 2018.5.11

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

科斯伍德: 2018H1 业绩预告增幅超 600%, 龙门教育有望超预期完成业绩承诺

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.148	0.024	0.449	0.420	0.515
每股净资产 (元)	2.91	2.91	3.36	3.78	4.29
每股经营性现金流 (元)	0.24	0.11	0.14	1.22	1.26
市盈率 (倍)	101.74	563.79	21.04	22.50	18.33
净利润增长率 (%)	3.68%	-83.99%	1788.02%	-6.48%	22.72%
净资产收益率 (%)	5.11%	0.82%	13.36%	11.10%	11.99%
总股本 (百万股)	242.55	242.55	242.55	242.55	242.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 科斯伍德 2018 年 7 月 12 日发布公告, 预计归母净利润同比增速为 655% 至 685%, 盈利为 7210.17 万元至 7496.67 万元, 同比 2017H1 的 954.99 万元有大幅提升。而公司在 2018Q1 中的业绩预告中, 对于 2018H1 经营业绩的预计净利润变动幅度为 100% 至 130%。本次预告增速相较 2018Q1 预告提升 555pct。
- 业绩变动的主要原因是: ①因龙门教育 2017 年还未并表, 公司持有龙门教育 49.76% 的股权, 于 2018 年 5 月 31 日收到龙门教育以 2017 年度末可供分配利润为基础的现金分红款约 4968 万元。根据现行会计准则, 由于分红来自龙门教育并表之前的利润, 因此计入科斯伍德 2018 年投资收益。实际上, 科斯伍德收到的现金分红款相当于抵减了收购龙门教育的成本, 使得实际收购成本更低, 因会计处理, 在科斯伍德 2018 年报表中体现为净利润增加。②报告期内, 公司将龙门教育纳入合并财务报表, 新增的教育板块业务的营业收入和净利润均有提高, 贡献利润约为 2809 万元, 龙门教育 2018H1 利润约 5645 万元, 超过 2018Q1 预告中的 5200 万元, 有望超预期完成 2018 全年 1.3 亿的业绩承诺。③报告期内, 公司原有胶印油墨业务板块经营较好, 相比 2017H1 油墨产品综合毛利率有所提高。

投资建议

- 科斯伍德持有龙门教育 49.76% 股权, 龙门教育 2018 年成功并表, 其作为 K12 封闭式培训公司本身质地优良。K12 培训行业空间巨大, 且分散度高, 地域性龙头具有较强口碑壁垒和运营能力壁垒, 龙门教育从高考补习业务伊始, 成功拓展中考补习业务, K12 培训, 艺术高考培训, 目前在西安市已有超过 13000 人的在校学生, 且在校人数仍保持较快增长, 未来异地扩张, 营收利润再上台阶可期, 因此我们看好立足西北, 辐射全国的中高考及 K12 辅导龙头龙门教育。科斯伍德现在整体市值仅 23 亿, 对应 19 年 PE 仅 23x, 考虑到其市值较小, 且龙门教育在行业地位是区域性龙头, 有一定溢价, 这个估值是有吸引力的, 保持推荐。

风险提示

- 教育业务新市场及新校区开拓不达预期、政策风险和并购整合风险等

1. 科斯伍德 2018H1 业绩预计大幅提升

- 科斯伍德 2018 年 7 月 12 日发布公告，预计归母净利润同比增速为 655% 至 685%，盈利为 7210.17 万元至 7496.67 万元，同比 2017H1 的 954.99 万元有大幅提升。而公司在 2018Q1 中的业绩预告中，对于 2018H1 经营业绩的预计净利润变动幅度为 100%至 130%。本次预告增速相较 2018Q1 预告提升 555pct。
- 预计归母净利润中 5089 万为非经常性损益（包括 4968 万来自龙门教育的分红款），2809 万来自龙门教育 2018H1 的利润，其余是公司传统主业贡献。公司为收购龙门教育而增加的并购贷款，本期利息支出税后影响金额约为 1276 万元。若剔除龙门教育的分红款 4968 万元，预计归母净利润同比增速为 134.78%至 164.78%，盈利 2242.17 万元至 2528.67 万元。
- 业绩变动的主要原因是：①因龙门教育 2017 年还未并表，公司持有龙门教育 49.76%的股权，于 2018 年 5 月 31 日收到龙门教育以 2017 年度末可供分配利润为基础的现金分红款约 4968 万元。根据现行会计准则，由于分红来自龙门教育并表之前的利润，因此计入科斯伍德 2018 年投资收益。实际上，科斯伍德收到的现金分红款相当于抵减了收购龙门教育的成本，使得实际收购成本更低，因会计处理，在科斯伍德 2018 年报表中体现为净利润增加。②报告期内，公司将龙门教育纳入合并财务报表，新增的教育板块业务的营业收入和净利润均有提高，贡献利润约为 2809 万元。在 2018Q1 业绩预告中预计龙门教育 2018H1 实现 5200 万元净利润，为科斯伍德贡献净利润 2587.52 万元。本次预告，科斯伍德按股权计算的龙门教育业务利润是 2809 万元，故龙门教育 2018H1 预计约实现 5645 万元净利润（2809 万元/49.76%），超过 2018Q1 预告利润 445 万元，我们认为龙门教育有望超预期完成 2018 全年 1.3 亿的业绩承诺。③报告期内，公司原有胶印油墨业务板块经营较好，相比 2017H1 油墨产品综合毛利率有所提高。
- 公司收到的现金分红款相当于抵减了收购成本，使得实际收购成本更低。科斯伍德是我国环保胶印油墨行业的领先企业，通过现金收购控股中高考教培龙头龙门教育进入 K12 教培行业：公司于 2017 年 7 月公告以支付现金的方式收购龙门教育 49.22%的股权，9 月公告签订《股权收购意向协议》现金收购龙门教育 1.31%股权。股权分批次交割，目前公司合计持有龙门教育 49.76%股权，取得 52.39%股份的表决权。其交易对价为 7.49 亿元。因公司收到现金分红款 4968 万元使得实际收购成本更低。

2. 投资建议

- 科斯伍德持有龙门教育 49.76%股权，龙门教育 2018 年成功并表，其作为 K12 封闭式培训公司本身质地优良。K12 培训行业空间巨大，且分散度高，地域性龙头具有较强口碑壁垒和运营能力壁垒，龙门教育从高考补习业务伊始，成功拓展中考补习业务，K12 培训，艺术高考培训，目前在西安市已有超过 13000 人的在校学生，且在校人数仍保持较快增长，未来异地扩张，营收利润再上台阶可期，因此我们看好立足西北，辐射全国的中高考及 K12 辅导龙头龙门教育。科斯伍德现在整体市值仅 23 亿，对应 19 年 PE 仅 23x，考虑到其市值较小，且龙门教育在行业地位是区域性龙头，有一定溢价，这个估值是有吸引力的，保持推荐。

3. 风险提示

- 教育业务新市场及新校区开拓不达预期：龙门教育在新地区品牌影响力和招生不达预期，导致新校区开展不利的风险。
- 教育业务政策风险：教育行业是国家监管较为严格的行业，外部政策环境的变化、国家课程改革的推进将对公司经营过程产生持续影响。

- **并购整合风险：**龙门教育所处行业与科斯伍德目前业务领域不同，两者仍需在财务管理、人力资源管理、制度管理、公司文化、群体协同、业务系统等方面进行优化整合，以发挥绩效，但整合可能无法达到预期效果。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	495	490	472	1,054	1,272	1,526	货币资金	161	181	362	411	532	742
增长率		-1.1%	-3.6%	123.3%	20.7%	20.0%	应收账款	228	219	217	439	529	635
主营业务成本	-388	-375	-383	-632	-761	-904	存货	67	65	88	121	146	173
%销售收入	78.4%	76.5%	81.2%	59.9%	59.9%	59.3%	其他流动资产	5	2	10	108	16	19
毛利	107	115	89	422	511	622	流动资产	461	467	677	1,079	1,223	1,569
%销售收入	21.6%	23.5%	18.8%	40.1%	40.1%	40.7%	%总资产	57.5%	57.7%	39.8%	52.3%	56.4%	63.2%
营业税金及附加	-2	-5	-4	-9	-11	-14	长期投资	0	9	39	40	39	39
%销售收入	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	309	301	288	258	229	201
营业费用	-30	-34	-29	-79	-114	-145	%总资产	38.4%	37.2%	16.9%	12.5%	10.6%	8.1%
%销售收入	6.0%	6.9%	6.2%	7.5%	9.0%	9.5%	无形资产	29	29	688	678	669	662
管理费用	-41	-38	-46	-94	-120	-154	非流动资产	342	342	1,025	986	947	912
%销售收入	8.2%	7.8%	9.8%	8.9%	9.4%	10.1%	%总资产	42.5%	42.3%	60.2%	47.7%	43.6%	36.8%
息税前利润 (EBIT)	35	39	9	240	265	309	资产总计	803	809	1,702	2,065	2,171	2,481
%销售收入	7.0%	7.9%	1.9%	22.8%	20.8%	20.2%	短期借款	0	0	260	246	86	0
财务费用	3	3	-5	-33	-27	-16	应付款项	108	84	172	351	423	506
%销售收入	-0.6%	-0.5%	1.1%	3.1%	2.2%	1.0%	其他流动负债	16	17	38	63	76	169
资产减值损失	-1	-2	-1	-3	-1	-1	流动负债	124	101	470	660	586	675
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	378	378	378	378
投资收益	0	0	0	50	0	0	其他长期负债	0	1	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	19.3%	0.0%	0.0%	负债	124	101	848	1,038	964	1,053
营业利润	37	40	6	255	237	292	普通股股东权益	679	705	706	815	917	1,042
营业利润率	7.4%	8.1%	1.3%	24.2%	18.7%	19.2%	少数股东权益	0	3	148	212	290	387
营业外收支	4	4	3	3	3	3	负债股东权益合计	803	809	1,702	2,065	2,171	2,481
税前利润	41	44	9	258	240	295	比率分析						
利润率	8.2%	8.9%	1.9%	24.4%	18.9%	19.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-6	-8	-3	-85	-60	-74	每股指标						
所得税率	14.7%	17.8%	32.8%	33.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.143	0.148	0.024	0.449	0.420	0.515
净利润	35	36	6	173	180	221	每股净资产	2.798	2.907	2.911	3.359	3.779	4.294
少数股东损益	0	0	0	64	78	97	每股经营现金净流	0.191	0.242	0.110	0.140	1.220	1.260
归属于母公司的净利润	35	36	6	109	102	125	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	7.0%	7.4%	1.2%	10.3%	8.0%	8.2%	回报率						
							净资产收益率	5.12%	5.11%	0.82%	13.36%	11.10%	11.99%
							总资产收益率	4.32%	4.45%	0.34%	5.27%	4.69%	5.03%
							投入资本收益率	4.35%	4.48%	0.40%	9.75%	11.90%	12.82%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-4.98%	-1.08%	-3.60%	123.25%	20.65%	19.98%
							EBIT增长率	-9.63%	11.43%	-76.98%	2604.01%	10.41%	16.44%
							净利润增长率	-12.15%	3.68%	-83.99%	1788.02%	-6.48%	22.72%
							总资产增长率	-1.38%	0.81%	110.31%	21.30%	5.12%	14.30%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	99.0	99.7	103.4	90.0	90.0	90.0
							存货周转天数	58.7	64.5	73.1	70.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	86.8	81.0	79.1	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	226.2	224.0	221.5	88.9	65.4	47.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-23.79%	-25.55%	32.37%	20.77%	-5.61%	-25.47%
							EBIT利息保障倍数	-11.9	-14.9	1.8	7.4	9.7	19.5
							资产负债率	15.47%	12.50%	49.83%	50.28%	44.40%	42.43%

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	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.43

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-11	买入	9.92	12.30~12.30

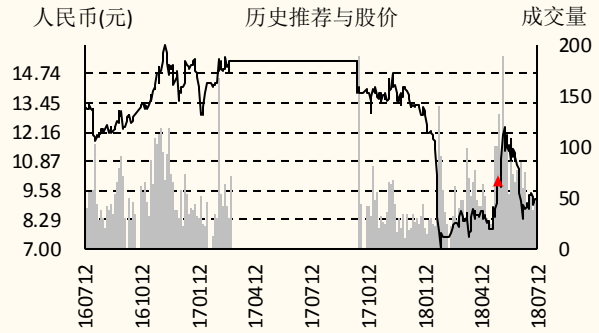
来源：国金证券研究所

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