

丽鹏股份 (002374.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.48 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	723.87
总市值 (百万元)	3,930.88
年内股价最高最低 (元)	7.09/3.65
沪深 300 指数	3472.09
中小板综	9458.27



丽鹏股份：实控方拟变更为中锐控股，有望转型教育产业

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.177	0.103	0.108	0.120	0.125
每股净资产 (元)	3.56	3.63	3.74	3.86	3.98
每股经营性现金流 (元)	-0.60	-0.60	0.61	0.27	0.36
市盈率 (倍)	44.32	53.30	41.64	37.48	35.95
净利润增长率 (%)	28.27%	-42.02%	4.64%	11.09%	4.27%
净资产收益率 (%)	4.99%	2.83%	2.88%	3.10%	3.13%
总股本 (百万股)	877.43	877.43	877.43	877.43	877.43

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2018年6月26日，丽鹏股份实际控制人孙世尧、霍文菊、于志芬、孙红丽与中锐控股、中锐控股全资子公司睿畅投资签署了《股份转让协议》，约定将持有的11%股权转让给睿畅，转让价格为6.6元/股，转让价款为6.37亿元。转让后，睿畅持股比例达11.00%，将成为丽鹏第一大股东。同时，孙世尧将其继续持有的丽鹏7.6%的表决权委托给睿畅行使，睿畅表决权将占18.60%。丽鹏实际控制人将变更为钱建蓉先生。

投资逻辑

- 丽鹏股份有望借助未来实际控制人，向教育行业转型。丽鹏股份未来实控人钱建蓉先生，曾任职于江苏省张家港市教育局，后创立中锐集团，历任中锐控股执行董事、董事长、中锐国际董事长。中锐控股主营业务包括教育产业投资，酒店业投资及相关行业投资，房地产开发经营与咨询等。
- 中锐控股及下属子公司，主要从事教育产业，而按照学校和培训的分类来看，其主要业务隶属于学校行业，且属于国际学校细分领域，学校行业尤其是国际学校比起培训行业，相对门槛壁垒更高，盈利稳定性更强。目前，中锐教育旗下包含基础教育（双语学校，国际学校）及学前教育和职业教育三大板块，业务遍及全国二十多个省市，以及美国、新加坡等海外市场。在长三角先后举办多所一贯制的双语学校、国际学校，同时拥有无锡南洋职业技术学院、新加坡南洋高等管理学院、美国瑞美航空学院以及外部合作院校。同时，中锐集团旗下还有专业房地产开发企业中锐地产，集团的地产背景或有利于公司以“地产+教育”的模式进行教育板块异地扩张。
- 受益于留学渗透率提升、教育消费升级、升学竞争激烈和素质教育加强四大驱动因素，我们格外看好国际学校行业的发展。经测算，国际学校数量若以年增10%增长，则预测需求量将于2022年超过总容量17.8万人；若以年增5%增长，则在2022年预测需求量将超过总容量46.3万人。因此，我们认为未来5年，国际学校或将仍处于供不应求的状态，故在未来5年，国际学校仍然是一个主要看供给的行业，需求端会持续保持较为旺盛的状态。
- 我们认为未来随着实际控制人变更，丽鹏股份有望借助实际控制人丰富的资源和经验，将上市公司业务整体向教育行业，国际学校行业转型，极具潜力，值得期待。基于丽鹏股份原业务进行盈利预测，我们预计2018-2020年，归母净利润分别为0.94/1.05/1.09亿元，对应PE分别为42/37/36x。首次覆盖，给予买入评级，目标价7元。
- 风险提示：股权转让尚未完成；原业务盈利状况或不及预期等风险。

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

内容目录

1.中锐控股全资子公司睿畅投资将成为丽鹏第一大股东.....	4
2.丽鹏股份公司介绍——主营包装和园林两大行业.....	4
3.丽鹏股份公司财务数据分析.....	5
3.1 营收自 2015 年起增速放缓.....	5
3.2 盈利情况：毛利率&净利率呈下降趋势.....	6
4.拟变更控股方中锐控股：教育资产丰富，国际学校或为其主要发展方向，“地 产+教育”模式优势突出.....	7
4.1 中锐控股：实际控制人为钱建蓉，旗下主要为教育业务.....	7
4.2 中锐控股业务：主要业务为国际学校，定位高端，“地产+教育”双轮驱 动，优势突出.....	8
4.2.1 国际学校（K12 阶段）.....	8
4.2.2 学前教育.....	10
4.2.3 职业教育.....	10
5.看好国际学校行业，价量双强，未来五年或仍将处于供不应求.....	11
5.1 留学低龄化趋势持续，国际学校需求提升.....	12
5.2 受益于中产崛起，教育消费升级，高端定位的国际学校提价空间仍存..	13
5.3 升学竞争激烈，国际学校提供绕道竞争选择.....	16
5.4 教育观念转变，素质教育受重视程度提高，国际学校更满足要求.....	17
5.5 供需测算：未来五年中国国际学校市场或将仍处于供不应求状态.....	18
6.投资建议.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1：转让前后——实际控制人持股及表决权变更情况.....	4
图表 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图.....	5
图表 3：公司历史沿革.....	5
图表 4：丽鹏股份 2013 年至 2018 年 Q1 营收情况.....	6
图表 5：丽鹏股份 2013 年至 2017 年分业务营收情况（亿元）.....	6
图表 6：丽鹏股份 2013 年至 2018 年 Q1 毛利率及净利率.....	7
图表 7：丽鹏股份 2013 年至 2017 年分业务毛利率.....	7
图表 8：丽鹏股份 2013 年至 2018 年 Q1 销售费用率和管理费用率.....	7
图表 9：中锐教育部分教育业务汇总.....	8
图表 10：苏州工业园区海归人才子女学校.....	9
图表 11：太仓市华顿外国语学校.....	9
图表 12：合肥世界外国语学校.....	9
图表 13：合肥世界外国语学校附属幼儿园.....	10

图表 14: 徐州伊顿国际幼儿园.....	10
图表 15: 学校风采展示.....	11
图表 16: 国内国际学校类别.....	11
图表 17: 中国赴美留学人数 (2014/2015 学年就读本科生人数超越研究生)	12
图表 18: 2012-2022E 参与海外留学教育的中国学生数量 (万人).....	13
图表 19: 2016 年中国中产阶级研究样本学历分布情况.....	14
图表 20: 2016 年中国中产家长对子女教育的未来规划.....	14
图表 21: 中国中产阶级每年教育支出占家庭支出比.....	15
图表 22: 中国中产阶级家庭每年国际教育支出意愿情况.....	15
图表 23: 2017 年较 10 年前教育投入提升百分比.....	15
图表 24: 2017 年较 10 年前教育支出占家庭支出比提升.....	15
图表 25: 2016 年京沪深国际学校抽样平均学费(万元/学年).....	16
图表 26: 一线城市学区房价差.....	16
图表 27: 中美高等教育阶段录取率对比, 中国处于劣势.....	17
图表 28: 2016 年中国中产家长对素质培养问题的顾虑.....	17
图表 29: 2016 年中国中产家长对学习成绩问题的顾虑.....	17
图表 30: 2016 年中国中产家长对社交环境问题的顾虑.....	18
图表 31: 2016 年中国中产家长对学校管理问题的顾虑.....	18
图表 32: 国际学校供给与需求测算指标说明.....	18
图表 33: 2018-2022E 国际学校在校生数、预测需求量和潜在需求量 (万人)	19
图表 34: 2018 年至 2022 年国际学校总容量 (人) 预测.....	20
图表 35: 2018 年至 2022 年国际学校总容量与预测需求量差.....	20

1. 中锐控股全资子公司睿畅投资将成为丽鹏第一大股东

- **股权转让后，睿畅投资持股比例达 11%，为丽鹏第一大股东。**2018 年 6 月 26 日，丽鹏股份实际控制人孙世尧先生、霍文菊女士、于志芬女士、孙红丽女士与中锐控股、中锐控股全资子公司睿畅投资签署了《股份转让协议》，约定四人将分别持有的，合计占上市公司已发行股份总额的 11% 股份（9652 万股无限售流通股）转让给睿畅投资，每股转让价格为 6.6 元/股，转让价款为人民币 6.37 亿元（2018 年 6 月 11 日公告签署意向协议，筹划重大事项停牌，转让价格相较 2018 年 6 月 11 日收盘价 3.66 元/股溢价 80%）。本次股权转让后，睿畅投资在丽鹏股份拥有的持股比例达到 11.00%，为丽鹏股份第一大股东。
- **睿畅投资将拥有 18.6% 表决权，丽鹏股份实际控制人变更为钱建蓉。**孙世尧先生同意将其继续持有的丽鹏股份 7.6% 股权（6665 万股）所对应的表决权委托给睿畅投资行使，睿畅投资将合计取得丽鹏股份表决权比例占丽鹏股份总股本的 18.60%。丽鹏股份实际控制人变更为钱建蓉先生。

图表 1：转让前后——实际控制人持股及表决权变更情况

序号	姓名	转让前股份数 (万股)	转让前持股比 例	转让后股份数 (万股)	转让后持股比例	转让后表决权
1	孙世尧	11704	13.34%	6665	7.60%	-
2	霍文菊	2671	3.04%	-	-	-
3	于志芬	970	1.11%	-	-	-
4	孙红丽	972	1.11%	-	-	-
5	孙鲲鹏	2961	3.37%	-	3.37%	3.37%
6	睿畅投资（中锐控股，钱建蓉）	-	-	9652	11.00%	18.60%

来源：公司公告、国金证券研究所

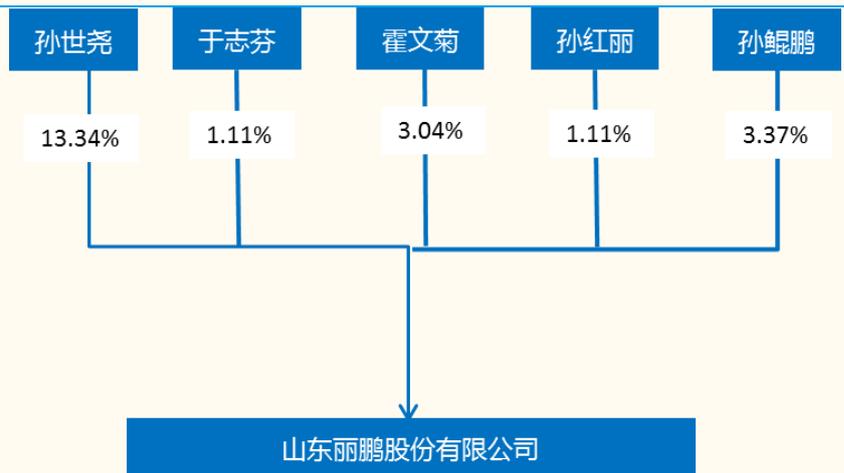
- **诚意金：**转让方与中锐控股与受让方已在丽鹏股份所在地中信银行开立共管银行账户，中锐控股已向该银行账户缴付诚意金人民币 5,000 万元，体现其与丽鹏股份协商谈判的合作诚意。

业绩保障：本次交易完成后，丽鹏股份原有的瓶盖及园林经营业务将在各方约定的期间内，仍由原股东负责经营且须对已有业务在 2018 年、2019 年的经营业绩累计不低于 2017 年经营业绩的 165% 进行保障（2017 年归母净利润为 9006 万元，即 2018 年、2019 年的经营业绩累计不低于 1.486 亿元），且任一年度的经营业绩均不低于 6,000 万元。关于业绩保障，各方协商确定若未实现上市公司保障业绩，则由原股东向睿畅投资作差额补足。

2. 丽鹏股份公司介绍——主营包装和园林两大行业

- **山东丽鹏股份有限公司创建于 1995 年，2010 年 3 月 18 日在深交所中小企业板挂牌上市。主要涉足包装和园林行业。**其控股股东为自然人孙世尧，持股比例为 13.34%。实际控制人为孙世尧、霍文菊、于志芬、孙红丽和孙鲲鹏。孙世尧自 2007 年至 2013 年 11 月担任公司董事长；霍文菊自 2007 年至 2013 年 11 月担任公司监事会主席；孙鲲鹏自 2007 年至 2010 年任公司董事，2010 年至 2013 年 11 月任公司副董事长，现任公司董事长；于志芬、孙红丽暂未就业。其中控股股东孙世尧及其一致行动人霍文菊、于志芬、孙红丽筹划转让公司股权至中锐控股集团有限公司，四位股东分别持有公司股权 13.34%、3.04%、1.11% 和 1.11%，共计 18.60%。

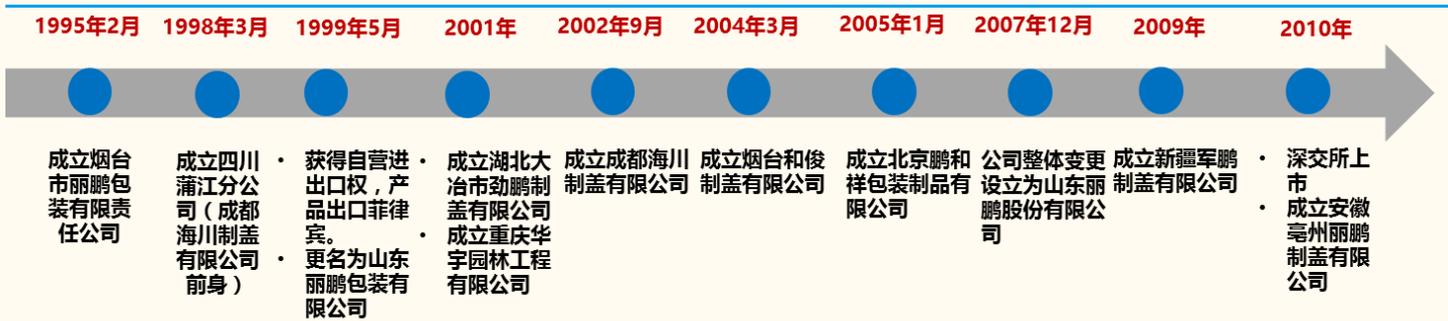
图表 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



来源：2017 公司年报、国金证券研究所

- 在园林生态主业方面，涉及领域主要是重庆园林及国家园林行业。其主营业务为设计业务和工程施工业务，包括项目策划、投融资、园林规划设计、工程施工、仿古建筑、绿化养护和花卉苗木生产、运营。业务细分为河道治理、海绵城市建设、黑臭水体治理、小型污水处理站运营、生态环境修复等方面，并在近年加大了 PPP 模式的创新应用。公司拥有多项相关专利，截至 2017 年底，共拥有专利 27 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 20 项。
- 在防伪包装主业方面，主营产品为防伪瓶盖和复合型防伪印刷铝板，目标客户主要是下游酿酒企业和制盖企业，下游酒水饮料行业客户有 700 余家。国内市场主要采用业务、产品、技术相结合的一体化直销方式，而国际市场主要采用区域代理进行销售的模式，另外还通过商务网络平台等其他渠道开发国外客户。所涉及的国际市场包括美国、俄罗斯、菲律宾、泰国、越南、缅甸、澳大利亚以及非洲、南北美洲等。

图表 3：公司历史沿革



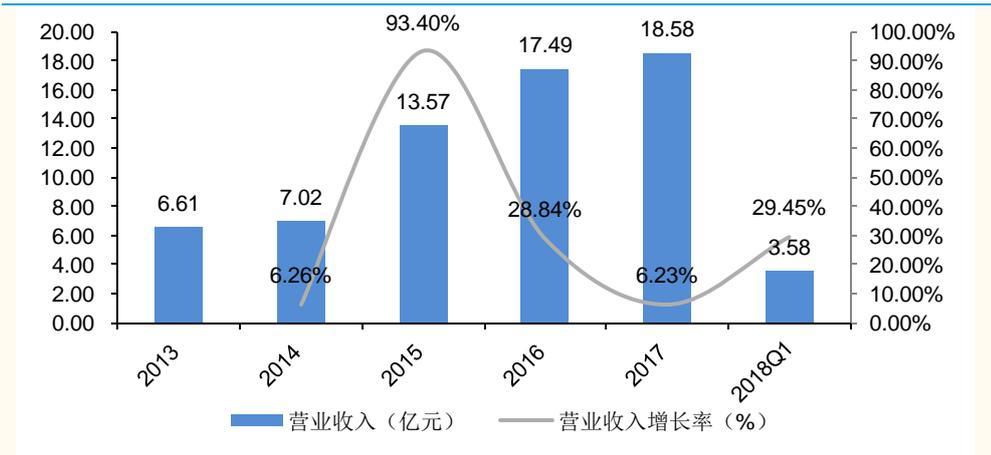
来源：公司官网、国金证券研究所

3. 丽鹏股份公司财务数据分析

3.1 营收自 2015 年起增速放缓

- 丽鹏股份营收在 2015 年有显著提升，此后增速放缓。公司在 2015 年营收达 13.57 亿元，同比增速为 93.40%，主要系其园林绿化业务营收相比同期增加 1398.19%。而 2016 年至 2017 年，公司营收增速放缓，2017 年营收同比增速为 6.23%，其中园林绿化业务营收同比增速为 7.67%。2018 年营收为 3.58 亿元，同比增加 29.54%。

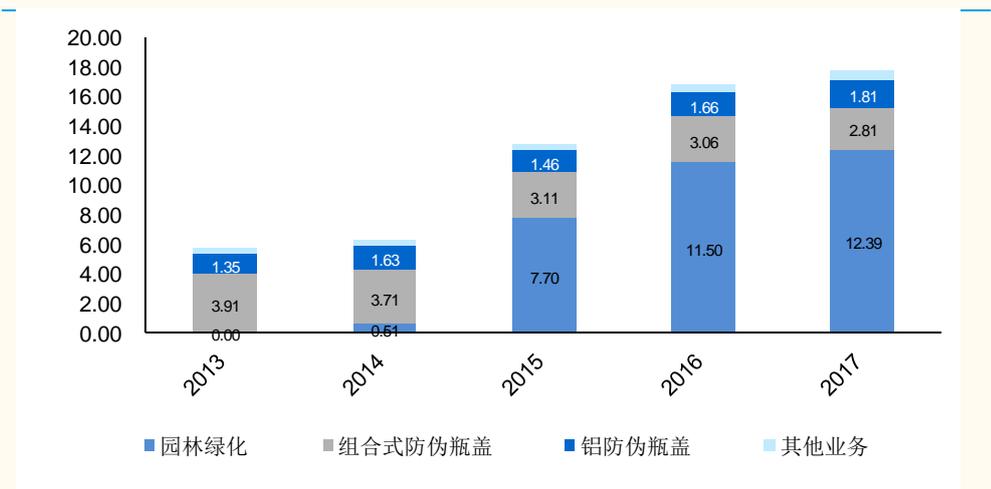
图表 4：丽鹏股份 2013 年至 2018 年 Q1 营收情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- 丽鹏股份自 2015 年开始园林绿化业务占比提高，成为最主要的业务。园林绿化业务在 2015 年至 2017 年营收占比分别为 56.75%、65.78% 和 66.67%。此业务对于公司 2015 年之后的营收贡献颇多，2015 年至 2017 年园林绿化业务的营收分别为 7.70 亿元、11.50 亿元和 12.39 亿元。此项业务受到国家政策影响较大。

图表 5：丽鹏股份 2013 年至 2017 年分业务营收情况 (亿元)

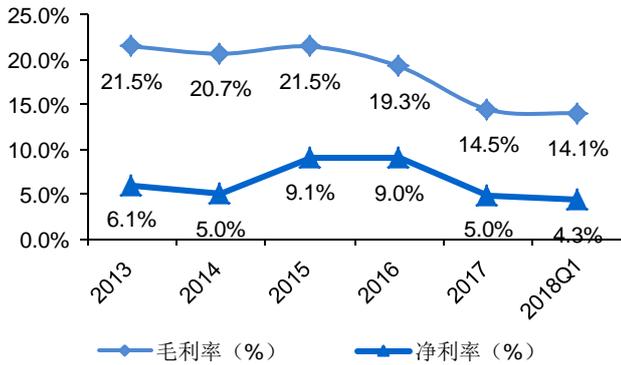


来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 盈利情况：毛利率&净利率呈下降趋势

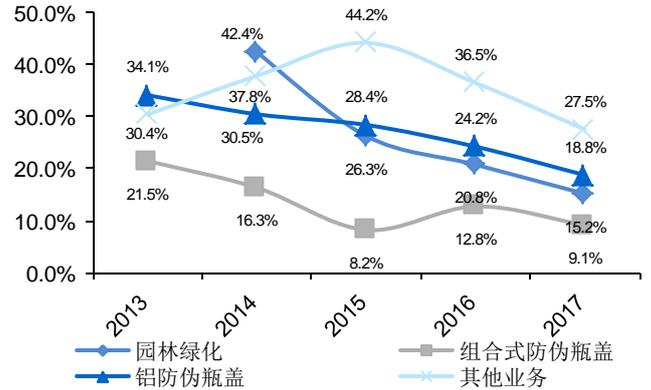
- 丽鹏股份毛利率自 2015 年开始呈下降趋势，销售费用率和管理费用率相对较为稳定。公司毛利率自 2015 年开始下滑，2015 年至 2018 年 Q1 分别为 21.5%、19.3%、14.5% 和 14.1%，2017 年和同比减少 4.8pct，主要系其主营业务园林绿化的毛利率有大幅下降。而园林绿化 2017 年的分业务收入占比为 66.7%。其毛利率的大幅下滑导致总体毛利率下滑趋势突显。销售费用率在 1.4% 至 3.7% 之间，其中运费和经营业务费用占比较大。管理费用率在 5.5% 至 8.1% 之间，其中工资及福利费用占比较大。
- 丽鹏股份净利率自 2015 年开始呈下降趋势，2018 年 Q1 净利率为 4.3%，相比 2015 年减少 4.8pct。公司净利率的下滑主要系营收增速放缓，且销售费用率及管理费用率在 2018 年 Q1 有所提升。其主营业务园林绿化、组合式防伪瓶盖和铝防伪瓶盖的盈利能力皆有明显下降。

图表 6: 丽鹏股份 2013 年至 2018 年 Q1 毛利率及净利率



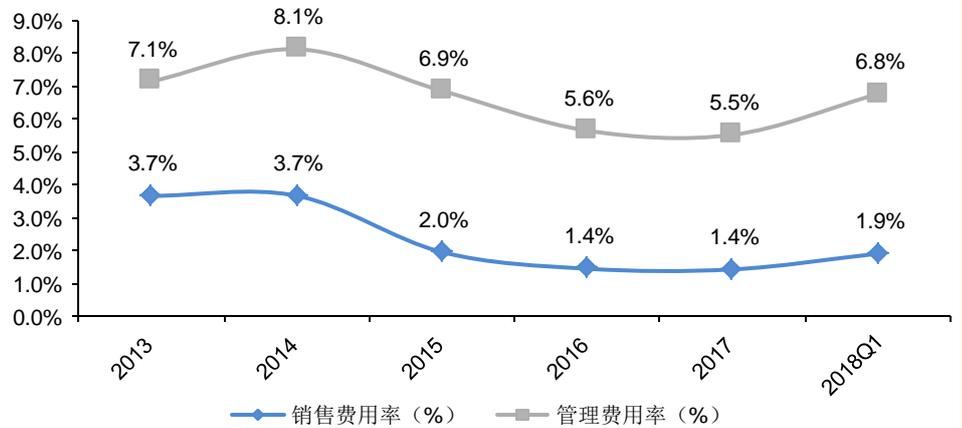
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 7: 丽鹏股份 2013 年至 2017 年分业务毛利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 8: 丽鹏股份 2013 年至 2018 年 Q1 销售费用率和管理费用率



来源: 公司公告、国金证券研究所

4. 拟变更控股方中锐控股: 教育资产丰富, 国际学校或为其主要发展方向, “地产+教育” 模式优势突出

4.1 中锐控股: 实际控制人为钱建蓉, 旗下主要为教育业务

- 中锐控股的全资子公司睿畅投资将成为丽鹏股份第一大股东。本次股权转让方为中锐控股全资子公司睿畅投资, 股权转让完成后, 睿畅投资持股比例达到 11.00%, 为丽鹏股份第一大股东。同时, 孙世尧将其继续持有的丽鹏股份 7.6% 股权所对应的表决权委托给睿畅投资行使, 睿畅投资将合计取得表决权比例占总股本的 18.60%。
- 钱建蓉先生 (中锐控股) 将成为丽鹏股份未来实际控制人。钱建蓉先生持有中锐控股 86% 股权, 因此此次股权转让后, 丽鹏股份实际控制人变更为钱建蓉先生。钱建蓉, 苏州大学数学系本科学历和中欧国际工商学院 EMBA 学历。曾任职于江苏省张家港市教育局副科长, 后创立中锐集团, 历任中锐控股执行董事、董事长、中锐国际董事长。自 2015 年 10 月起至今, 担任公司第一届董事会董事长, 董事任期为 2015 年 10 月至 2018 年 10 月。
- 中锐控股成立于 1996 年, 是一家多元化的现代企业集团, 主营业务包括教育产业投资, 酒店业投资及相关行业投资, 房地产开发经营与咨询, 物业管理, 国内贸易, 自有房屋租赁等。同时实控人拥有的中锐地产曾为新加坡上市公司 (交易代码: ACW), 主营业务是房地产开发, 近期已完成退市。中锐地产开发项目在上海、苏州、无锡、南京、武汉、厦门、徐州、宣城、

张家港、常熟等城市，并在澳大利亚悉尼及布里斯班、美国洛杉矶等海外城市开发房地产项目，开发类型涉及住宅、教育地产、商业与写字楼、存量资产和城市更新、保障房、产业园区一级开发及基础设施配套等。

4.2 中锐控股业务：主要业务为国际学校，定位高端，“地产+教育”双轮驱动，优势突出

- 中锐控股主要业务为教育行业，而按照学校和培训的分类来看，其主要业务隶属于学校行业，且属于国际学校细分领域，学校行业尤其是国际学校比起培训行业，相对门槛壁垒更高，盈利稳定性更强。
- 中锐教育集团创始于 1996 年，总部位于上海，是长三角地区知名的教育集团。旗下包含基础教育（双语学校，国际学校）及学前教育和职业教育三大板块，业务遍及全国二十多个省市，以及美国、新加坡等海外市场。在长三角先后举办多所一贯制的双语学校、国际学校，同时拥有无锡南洋职业技术学院、新加坡南洋高等管理学院、美国瑞美航空学院（航空教育）等。

图表 9：中锐教育部分教育业务汇总

国际学校（K12 阶段）	苏州工业园区海归人才子女学校
	无锡市新吴区华锐海归人才子女学校
	太仓市华顿外国语学校
	徐州华顿国际学校
	合肥世界外国语学校
外籍人员国际学校	无锡伊顿国际学校
	苏州伊顿国际学校（合营）
学前教育	徐州伊顿国际幼儿园
	太仓市华顿外国语学校附属幼儿园
	合肥世界外国语学校附属幼儿园
	常州华顿幼儿园（筹办中）
职业教育	无锡南洋职业技术学院
	美国瑞美航空学院
	新加坡南洋现代管理学院
	合作办学：华汽教育

来源：国金证券研究所整理

4.2.1 国际学校（K12 阶段）

■ 华锐学校

- **苏州工业园区海归人才子女学校**：苏州工业园区海归人才子女学校位于苏州工业园区苏州新加坡国际学校南侧，总建筑面积 50000 多平米，是一所自幼儿园至高中的十五年制的国际化双语学校，主要招生对象为苏州工业园区及其他区域创业就业的海归人才子女，总体规模约为 2000 人左右。在学额宽裕的情况下，将同时招收有入读意愿的外籍人员子女及有接受国际化教育意愿的中国学生。

图表 10: 苏州工业园区海归人才子女学校



来源: 学校官网, 国金证券研究所

- **无锡市新吴区华锐海归人才子女学校:** 学校提供从小学至初中九年一贯制教育, 面向无锡海归人才家庭及其他有留学意向的家庭招生。为学生提供双母语, 多文化的学习环境, 提供一流的教学设施, 立志培养学生成为根深中华, 创新国际, 具有国际视野, 能够面对未来挑战, 携手他人共同解决世界性问题的优秀人才。预计 2018 年 9 月开学, 初期将举办小学、初中学历教育, 2019 年以后将逐步举办幼儿园及高中教育。学校实行超小班化教学, 办学规模预计 1500 人左右。
- **华顿学校**
 - **太仓市华顿外国语学校:** 太仓市华顿外国语学校是一所特色化、国际化的十五年一贯制学校, 2015 年 9 月 1 日开学, 校舍总建筑面积 29500 平米。
 - **徐州华顿国际学校:** 徐州华顿国际学校 2014 年创办, 位于徐州市新城区, 校舍总建筑面积 31000 平米, 是一所民办全日制中小学寄宿制国际化学校。内设小学部、中学部和国际部, 实施“十二年一贯制”人才培养模式。
 - **合肥世界外国语学校:** 合肥世界外国语学校创办于 2000 年, 是一所从幼儿园到高中十五年一贯制全寄宿大型现代化学校, 占地面积 153.6 亩, 现有 2800 名中外学生, 以国内学生为主, 也有来自美国、韩国、澳大利亚等国留学生。

图表 11: 太仓市华顿外国语学校



来源: 学校官网, 国金证券研究所

图表 12: 合肥世界外国语学校



来源: 学校官网, 国金证券研究所

4.2.2 学前教育

- 中锐学前教育倡导“融合多元、双语并进”的办园特色，融合东西方学前教育理念，全面实施国际文凭组织的 PYP 教育框架，建构以主动性学习为核心的国际化幼儿教育课程体系。公司目前有三所幼儿园：合肥世界外国语学校附属幼儿园、太仓市华顿外国语学校附属幼儿园、徐州伊顿国际幼儿园，另外有常州华顿双语幼儿园在筹办中。
- “PYP”，幼儿园小学项目，是“Primary Year Program”的缩写，PYP 项目是国际文凭组织为 3 至 12 岁学生设计的，它是一个国际性的、强调学科交叉的项目，通过课内、课外多种学习方式促使学生全面发展。PYP 项目不仅关注书本知识，更关注社会知识、身体成长、健康的情感和文化背景知识。旨在培养乐于探究、善于思考、善于沟通、敢于冒险、知识渊博、原则性强、关注他人的优秀儿童。

图表 13：合肥世界外国语学校附属幼儿园



来源：学校官网，国金证券研究所

图表 14：徐州伊顿国际幼儿园



来源：学校官网，国金证券研究所

4.2.3 职业教育

- **高等职业教育：无锡南洋职业技术学院**
 - 无锡南洋职业技术学院位于江苏无锡，1998 年 6 月经国家教育部和江苏省人民政府批准成立的苏南第一所全日制民办普通高校。占地近 500 亩，在校生超过 6000 人。
 - 学院及课程设置：学院现有汽车工程与管理学院、建筑工程与艺术设计学院、国际学院、商学院、智能装备与信息工程学院、航空旅游学院及基础课部、继续教育学院共计 8 个院部。近 20 年办学以来逐步形成了汽车、建筑、航空、会计、机电五大核心品牌专业群，在江苏省独具特色。
- **航空培训：瑞美航空学院**
 - 瑞美航空学院成立于 1987 年，坐落于美国佛罗里达州北迈阿密地区。学院是美国联邦航空局颁发的 FAR-141 部飞行员学校，具有接收国际学员的资质，主要从事飞机飞行员培训，2018 年将增加直升机飞行员培训。2016 年底，中锐教育收购该飞行学院。
 - 提供的课程包括：飞行本科学历+美国商用驾驶员执照（简称“CPL”）课程；飞行本科学历+美国航线运输驾驶员执照（简称“ATPL”）课程；美国商用驾驶员执照（简称“CPL”）课程；美国航线运输驾驶员执照（简称“ATPL”）课程。
 - 瑞美航空学院联合美国布劳沃德学院，在中锐教育集团旗下的无锡南洋职业技术学院开设分院，推出美国航空本科+飞行执照项目，参与本

项目的学员通过 1 年（国内学习）+4 年（美国学习），可获得经中美教育部认证的航空专业本科文凭及美国联邦航空管理局证书。学习美国驾驶执照的学费为 4 万美金，课程时间为 4 个月。

图表 15：学校风采展示



来源：学校官网，国金证券研究所

■ 境外职业教育：新加坡南洋现代管理学院

■ 新加坡南洋现代管理学院创立于 2001 年，是经新加坡教育部正式注册批准及中国驻新加坡大使馆资质认定的国际私立教育学院，同时经过新加坡私立教育理事会注册。获得新加坡教育信托 EduTrust 认证以及 ISO 9001 国际质量认证体系认证，目前在校人数近千人。

■ 汽车职业教育：华汽教育

■ 华汽教育创建于 2006 年，是中锐教育旗下的汽车职业教育特色品牌。华汽教育获得了包括一汽奥迪、上海通用、上海大众等 100 多家汽车主机厂的支持，与上百家国际知名汽车厂商建立战略合作伙伴关系。

5.看好国际学校行业，价量双强，未来五年或仍将处于供不应求

■ 目前国内存在的主流国际学校大致可以分为三类：外籍人员子女学校、公立国际班和民办国际学校。外籍人员子女学校的开办最初是为了方便外国外交人员子女接受教育，此后招生对象逐步扩展至在华外籍人员子女。此类学校多为外国人员或机构设立，仅招收外籍人员子女。公立国际班通常存在于成熟的公立高中，班级规模也较小，不少学校同时为学生提供优秀的国内课程和国外的主流课程，一般留学或者高考都可以作为学生的升学渠道。民办国际学校一般由国内个人或机构设立，招生不限国籍，学校采用中西合璧的双语教学体系或者国外优秀的课程体系，意在解决国内有留学意向的学生的出国前期准备需求。

图表 16：国内国际学校类别



来源：国金证券研究所绘制

■ 我们格外看好国际教育行业，主要有留学渗透率提升、教育消费升级、升学竞争激烈和素质教育加强四大理由。具体来说：①留学低龄化趋势已现

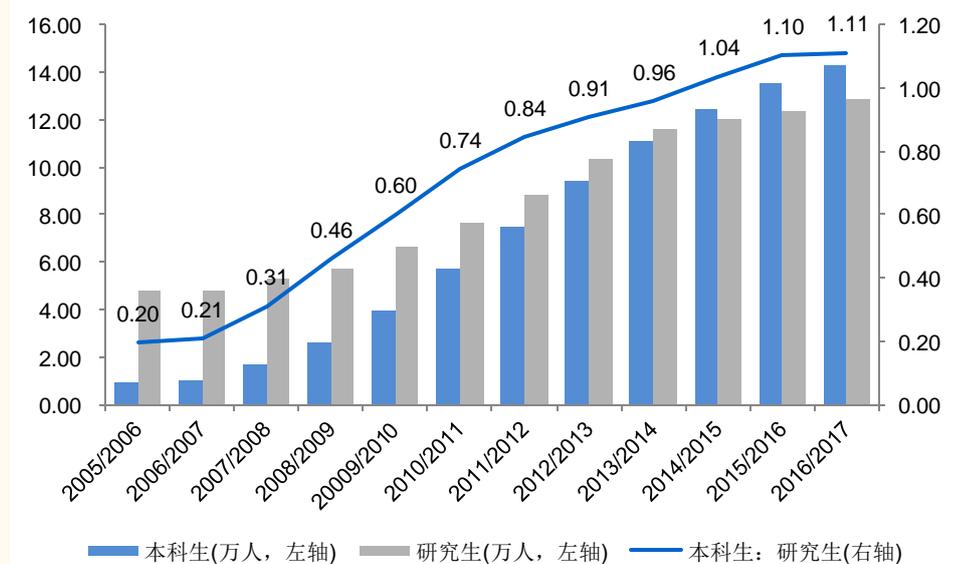
且或将持续，国际学校以其特有的教学优势受到了更多家长的青睐。②定位高端的国际学校或将受益于崛起的中国大陆中产阶级不断推动的教育消费升级。③中国教育资源相对稀缺，大量学生对优质教育资源的竞争激烈，而国际学校提供了绕道竞争的选择，让学生有机会升入国际名校。④国内家长更加认可素质教育理念，利于国际学校需求保持旺盛。

- 我们认为本科及以下阶段留学人员是国际学校的主要目标人群，2017年国际学校潜在需求量平均每个年级约有40万人，同年国际学校在校生平均每个年级仅有4万人，意味着只有10%的潜在需求量被满足，仍有很大的提升空间。经测算，国际学校数量若快速（年增15%）增长，则2022年总容量将超过预测需求量16.3万人；若中速（年增10%）增长，则预测需求量将于2022年超过总容量17.8万人；若慢速（年增5%）增长，则在2022年预测需求量将超过总容量46.3万人。因此，我们认为未来5年，国际学校或将仍处于供不应求的状态，故在未来5年，国际学校仍然是一个主要看供给的行业，需求端会持续保持较为旺盛的状态。

5.1 留学低龄化趋势持续，国际学校需求提升

- **核心观点：90年代，中国出国留学主要还是以硕士博士研究生为主，而近10年以来，留学低龄化的趋势越来越明显，而本科及本科以下的留学，对于国际学校是有更强需求的，从国际学校毕业的中国学生，申请海外学校具备优势。**
- **留学低龄化趋势已定，在美攻读本科的留学生数量于2014—2015学年超过攻读研究生的留学生数量两者之比不断扩大，国际学校需求有望不断提升。**2016/2017学年，中国赴美攻读本科的留学生数量达到14.28万人，2005/2006学年至2016/2017学年在美国攻读本科学位人数的CAGR达到28.17%，整体人数实现快速增长；2016/2017学年，中国赴美攻读研究生的留学生数量为12.84万人，2005/2006学年至2016/2017学年在美国攻读硕士学位人数CAGR为9.44%。中国在美就读本科阶段的留学生人数与就读研究生阶段的学生人数的比值不断上升，2014/2015学年中国赴美攻读本科的留学生数量首次超过在美攻读研究生学生数量，2016/2017学年，本科生和研究生人数比值进一步提高到1.11，越来越多的中国学生选择在本科阶段出国留学。应当指出，因为国际学校能够帮助留学生提前适应海外教学思维，毕业于国际学校的学生在申请海外院校时具备优势等因素，所以在本科及本科以下阶段留学的学生有着对国际学校更强的需求。

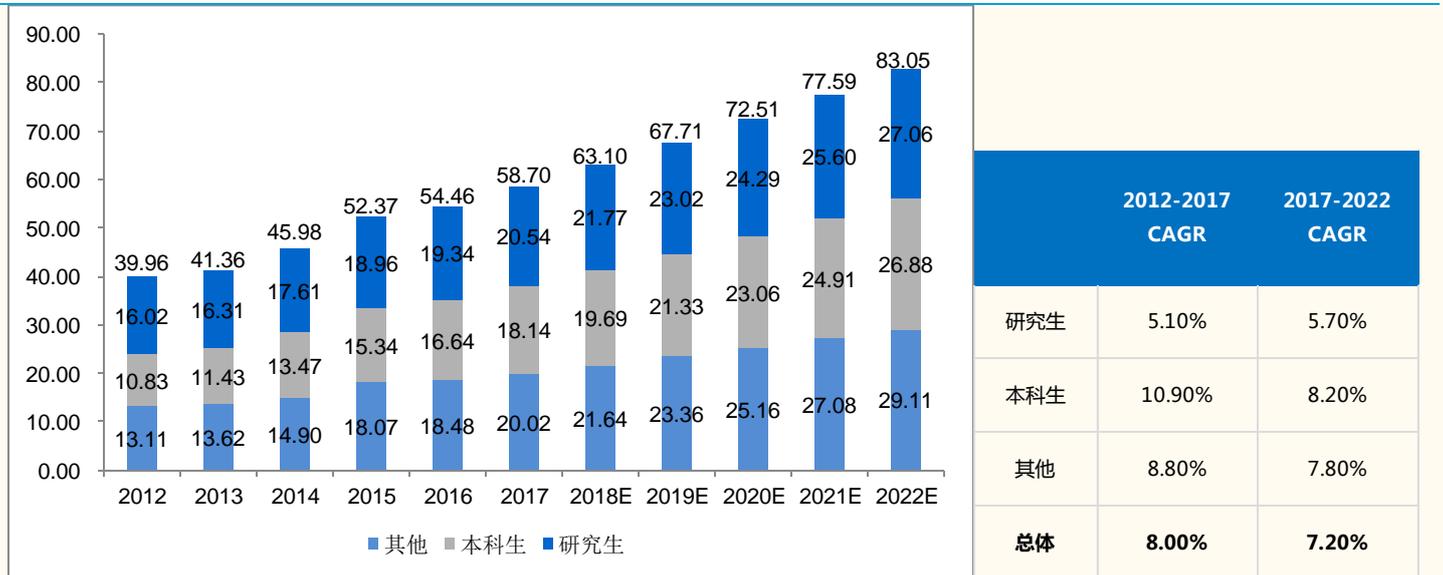
图表 17：中国赴美留学人数（2014/2015 学年就读本科生人数超越研究生）



来源：美国门户开放报告，国金证券研究所

- **海外留学市场稳定成长，留学低龄化趋势将会延续。**根据 Frost & Sullivan 报告，预计 2017 年到 2022 年中国出国留学人数的复合年均增长率约为 7.2%，2022 年留学人数将达到 83.05 万人，其中本科及其以下阶段的留学生增速高于研究生，留学低龄化趋势将会延续。

图表 18：2012-2022E 参与海外留学教育的中国学生数量(万人)



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

- **留学低龄化趋势下，国际学校**在语言、课程体系、文化理念等方面表现出**特有优势**。在留学低龄化的趋势下，国际学校能够帮助留学生攻克语言难关，尽早适应国际化的教学体系和教学理念，养成良好的学习习惯，通过国际课程的学习在海外院校的申请中抢占先机。国际学校全方位覆盖了学生在留学前期的各个环节，极好地迎合了市场的需求，这也是国际学校近几年获得高速发展并将在未来持续快速发展的原因之一。
 - **在语言方面，就读国际学校可以取得雅思和托福的应试优势。**申请英美等国的本科院校一般均需提供符合要求的托福或雅思成绩（英美中学申请同样需要），同时申请排名靠前的高校往往还需提供 SAT 或 ACT（相当于美国高考）成绩。申请成功后，在外留学更需要学生有熟练的外语表达能力。国际学校一般采用双语或全英文教学，孩子通过国际学校的学习具备优秀的英语听说读写能力，能够较为轻松地面对托福或雅思等考试，尤其是国际课程中的 BC 课程还能让符合条件的学生免考雅思/托福。
 - **课程体系方面，国际化课程与未来海外课程衔接较好。**国际学校大都采用 AP、A-level、IB 或 BC 等国际主流课程，修读这几类课程虽然不是申请海外留学的必备条件，但是却可以为学生申请海外院校加分。此外，在学生申请成功后，这几类主流课程往往和海外院校的课程相互衔接，部分院校还允许学生以 AP、A-level、IB 或 BC 课程等成绩转换学分，帮助学生加快大学学业进度，既提高了留学的效率，也节省了学生的开销。
 - **文化理念方面，就读国内国际学校便于学生留学后顺利长期发展。**国际学校采用海外引进的教学体系和理念，与海外院校的学习生活完美对接。学生通过在国际学校学习，能够适应国外的学习方法和思想，可以避免在出国留学过程中因文化理念不符造成的种种不适应。

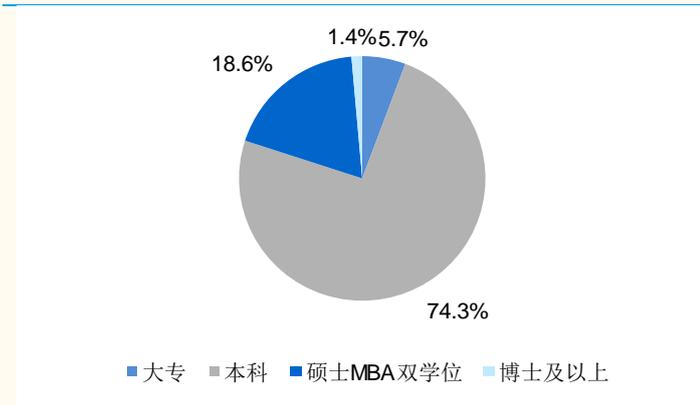
5.2 受益于中产崛起，教育消费升级，高端定位的国际学校提价空间仍存

- **我们认为国内国民整体消费能力的提高意味着中产阶层有所崛起，这将促使国内教育迎来新一轮的消费升级。**随着国内经济水平的提升，中产阶层和高净值人群的规模不断壮大。这类人群对国际学校、出国留学有着更大

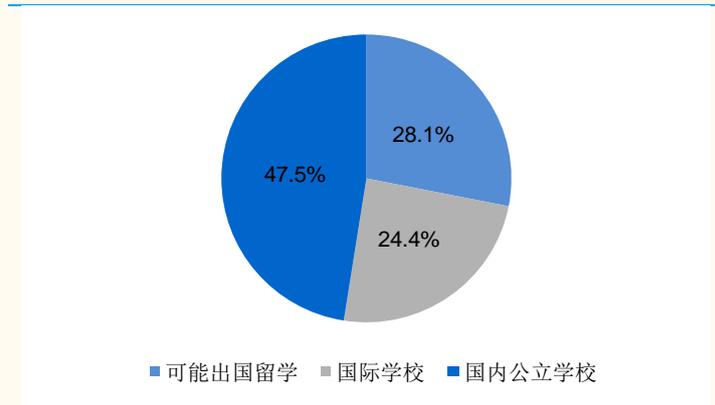
的需求，同时也具备相应的消费能力，他们对于高端教育日益旺盛的需求将促使教育不断消费升级。

- **中产阶层家庭是出国留学群体的主要力量，带动着国际学校市场的需求。**据艾瑞咨询抽样统计，以“大专以上学历，家庭年收入在 30-50 万，生活在一二线城市，以脑力劳动为谋生方式的，家中有在国内接受 K12（小学/初中/高中）教育的子女”这一标准来界定中产阶层家庭，得到 2016 年中国中产阶层研究样本中家长里拥有本科学历的占比达 74.3%，硕士及以上学历的占比达 20%，而大专学历的占比只有 5.7%。在中产阶层家长中，子女有留学计划的家长占比达到 28.1%，希望将子女送往国际学校就读的家长数量占比达 24.4%。中产阶层家庭自身拥有一定经济实力，而中产阶层家庭的主要构成高学历家长又对子女教育非常重视，具有希望孩子接受国际化教育的迫切需求，国际学校市场的需求由此被拉动。

图表 19：2016 年中国中产阶层研究样本学历分布情况



图表 20：2016 年中国中产家长对子女教育的未来规划

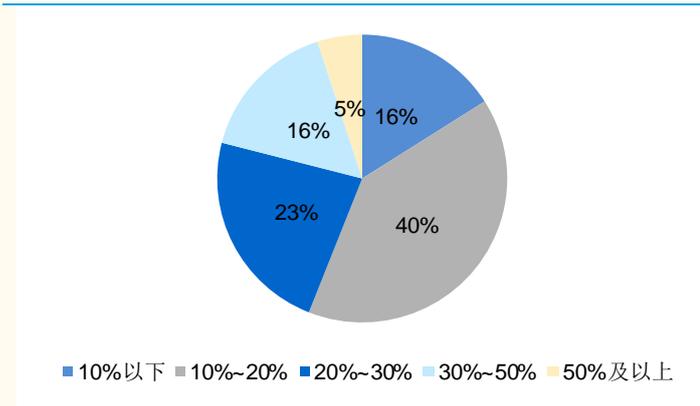


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

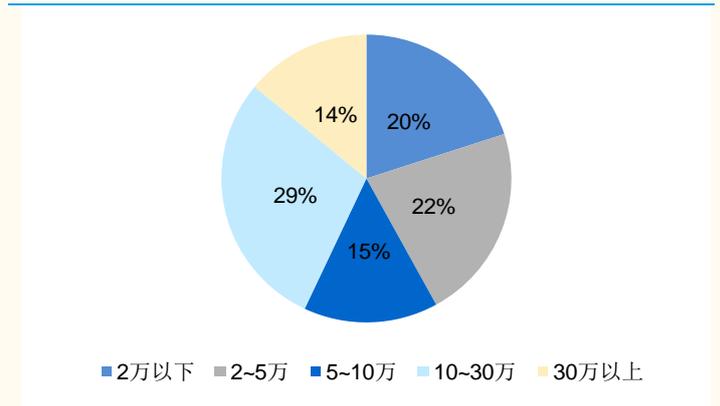
- **预计中国中产阶层人数将继续上升，未来 90 后一代人成为新一代家长后国际学校需求还会进一步增长。**在 2015 年瑞信发布的《2015 全球财富报告》中，中产阶层成年人可以通过个人是否拥有 5 万至 50 万美元的净财富来界定。根据瑞信研究院统计，到 2015 年中国中产阶层人数达到 1.09 亿，远超美国的 9200 万人，位居世界第一。由于中国人口基数高，经济水平保持持续稳健增长，预计中国中产阶层人数还将不断增加。未来随着从小就接触外来文化的 90 后一代人成为新一代家长，国内对国际学校的需求还将进一步增长。
- **中产阶层家庭教育支出占家庭支出比重大，国际教育支出意愿高。**根据国金证券 2017 年草根调研，中国中产阶层家庭每年教育支出占家庭总支出比重在 20% 以上的比例达到了 44%，其中更有 5% 的家庭每年家庭教育支出占总支出的比例超过了 50%，总体加权平均后每年家庭教育支出占比约为 22.7%，对于家庭可支配收入水平相对较高的中产阶层家庭而言，这是一笔高水平的支出。在国际教育支出意愿方面，有 43% 的国内中产阶层家庭的年支出意愿在 10 万以上，更有 14% 的家庭年意愿支出在 30 万以上，总体加权平均后估计国际教育支出意愿达到 12.1 万。随着国际教育未来更广泛地接受，预计国内家长对于国际教育的支出意愿还将进一步提高。

图表 21：中国中产阶层每年教育支出占家庭支出比



来源：国金证券研究所草根调研

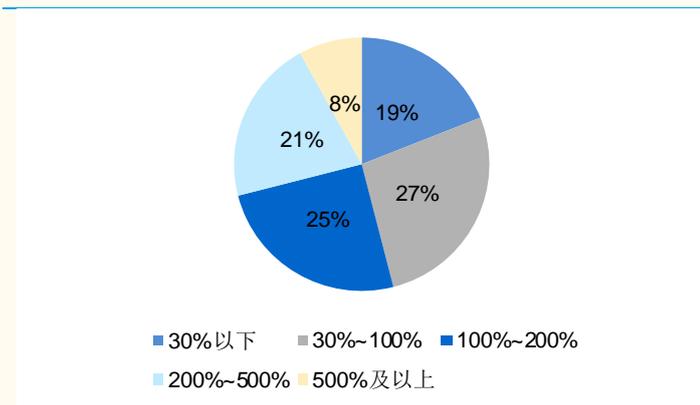
图表 22：中国中产阶层家庭每年国际教育支出意愿情况



来源：国金证券研究所草根调研

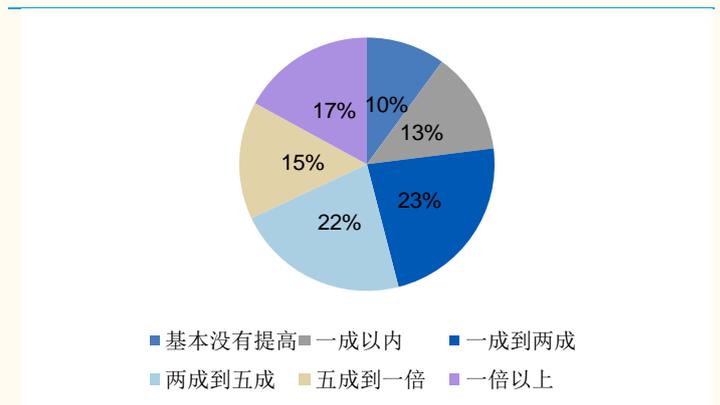
- **教育消费升级，十年时间内中产阶层家庭教育支出提升显著。**根据国金证券草根调研结果，2017 年国内中产阶层家庭教育投入较 10 年前提升 100% 以上的比例达到 54%，提升 200% 比例达到了 29%，国内中产阶层家庭教育支出占家庭支出占比提升两成以上的比例达到 54%，提升五成以上的比例达到了 32%。十年之间，随着国内教育竞争的日益激烈，家长愿意以更高的溢价购买优质的教育资源，同时家长也愿意以更多的支出购买更多的教育资源。在持续的需求下，教育消费也不断升级，国际学校正是在这样的浪潮中得到了不断地发展。

图表 23：2017 年较 10 年前教育投入提升百分比



来源：国金证券研究所草根调研

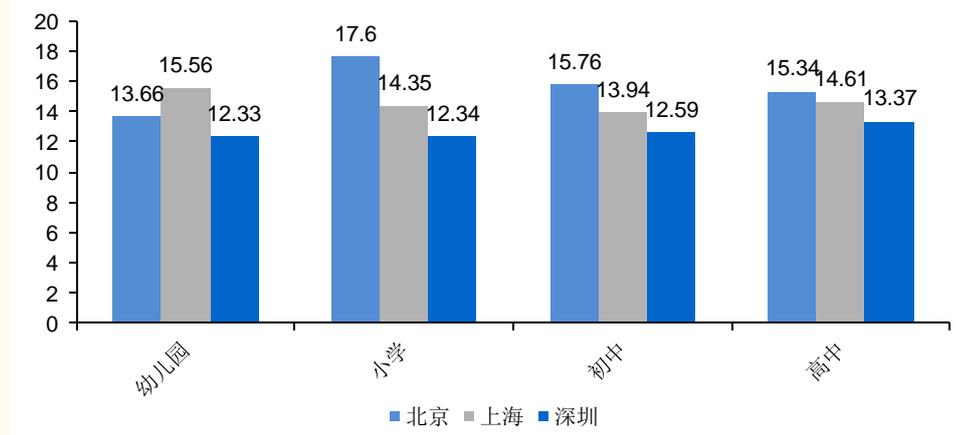
图表 24：2017 年较 10 年前教育支出占家庭支出比提升



来源：国金证券研究所草根调研

- **国际学校定位高端，客单价高，受益消费升级市场需求旺盛。**2016 年，北京国际学校不同学段的学费平均水平分布在 13.66-17.60 万元/学年，上海国际学校不同学段的学费平均水平分布在 13.94-15.56 万元/学年，深圳国际学校不同学段的学费平均水平分布在 12.33-13.37 万元/学年。将北上深的国际学校学费水平近似作为国内一线城市的平均水平，估计可得**国内一线城市国际学校的平均学费水平约为 14.29 万元/学年**，远超国内非国际学校的收费水平。此外，一些定位更为高端的国际学校收费更高，上海惠灵顿国际学校 2018-2019 学年不同学段的学费平均水平分布在 23.5-31.9 万元/学年。

图表 25：2016 年京沪深国际学校抽样平均学费(万元/学年)

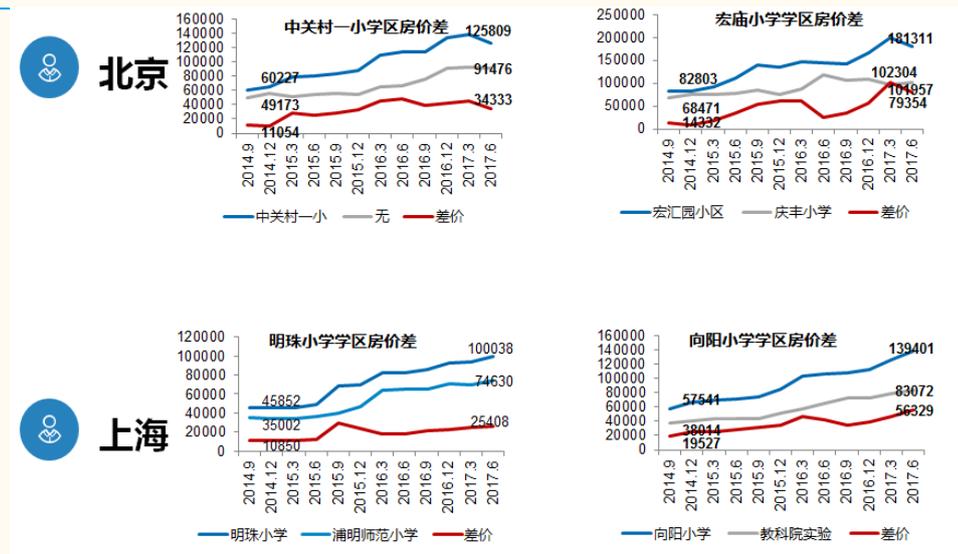


来源：新学说，国金证券研究所

5.3 升学竞争激烈，国际学校提供绕道竞争选择

- 学区房价差进一步拉大，催生国际学校对优质公立学校的替代需求。京沪等地的学区房价差呈现飞速上升态势，北京中关村一小和宏庙小学学区房价差由 2014 年 9 月的 11054 元和 14332 元分别增长至 2016 年 6 月的 34333 元和 79354 元，上海明珠小学和向阳小学学区房价差由 2014 年 9 月的 10850 元和 19527 元分别增长至 25408 元和 56329 元。目前将一线城市学区房的价差按 4 万元计算，如需购买 100 平方米的房子，则意味着要为优质学区资源溢价支付约 400 万元。此外，学区房还面临着一定的政策风险：一些较好的学区房所处地区学校也要差额录取，需要排队摇号或经历其他流程才能让孩子入学，此外如果政策变更，学区房原先对口的学校可能会不再对口招生。与之相对，从小学至高中阶段全部就读民办国际学校，并在大学四年出国留学，则总开支约在 350~450 万。由此可见，为一线城市优质学区支付的溢价已与选择民办国际学校并最终留学的费用相当，考虑到不少民办国际学校的毕业生去向与优质公立学校可以媲美甚至更为出色，民办国际学校可以成为优质公立学校的一个有力替代选择。

图表 26：一线城市学区房价差

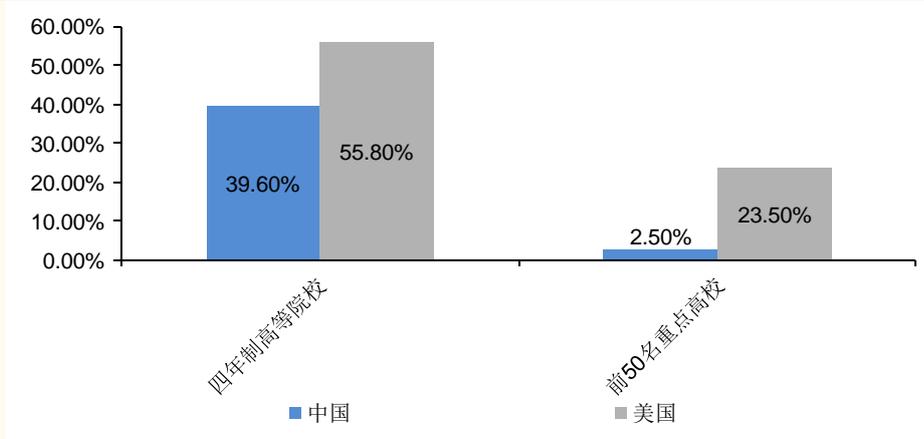


来源：安居客，国金证券研究所

- 中国高等教育资源相对稀缺，大量学生对稀缺重点大学的竞争激烈，国际学校提供绕道竞争选择。根据 Frost & Sullivan 报告，中国四年制高等院校和前 50 名重点高校的录取率分别只有 39.6%和 2.5%，远远低于美国的 55.8%和 23.5%。在国内教育竞争如此激烈的背景之下，国际学校却可以

为家长和学生提供绕道竞争的选择，在避免了千军万马过独木桥式的高考竞争同时，还有机会入读包括美国在内的其他国家的知名高等院校，成为了众多学生代替通过高考升学的重要途径。

图表 27：中美高等教育阶段录取率对比，中国处于劣势

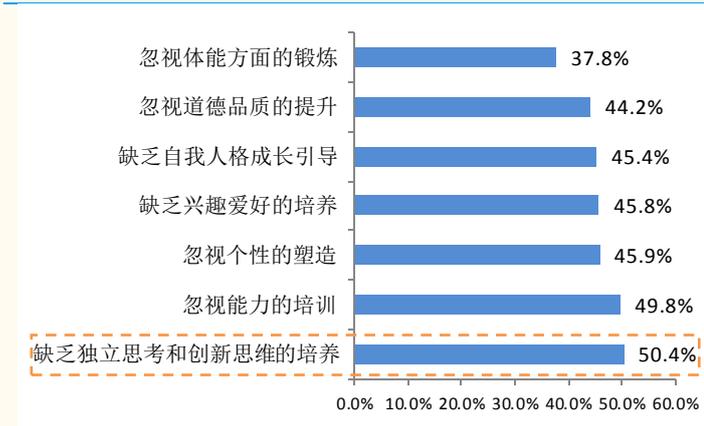


来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

5.4 教育观念转变，素质教育受重视程度提高，国际学校更满足要求

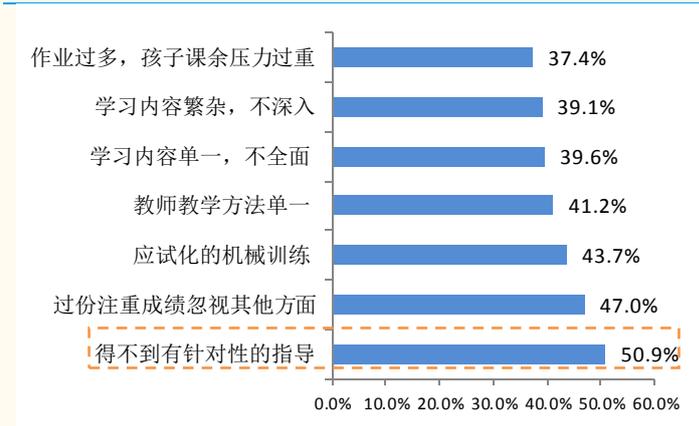
- **家长教育观念转变，更关注孩子综合素质的培养。**根据艾瑞咨询统计，2016 年中国中产阶层家长对当前孩子就读的学校的素质培养、学习成绩、社交环境和学校管理等一系列问题上都表现出不同程度的顾虑。素质培养方面，独立思考和创新思维是家长最为关心的问题，50.4%的家长对此表示担忧，其次担忧的问题分别为能力的培养和个性的塑造。学习成绩方面，家长对个性化的指导最为重视，占比达到 50.9%。社交环境方面，孩子的交友问题最受家长关注，能否交到优质的好朋友和担心被坏孩子带坏分别位居最为顾虑问题的前两位。学校管理方面，担心孩子得不到针对性的指导的家长占比 59.7%，该问题是家长最关心的问题。综上所述，可以发现大多数家长都希望子女能够在学校得到针对性的指导和公平的待遇，能够在学校锻炼思维和创新能力和结识优秀的朋友，成为一个综合素质优秀的全方位人才。

图表 28：2016 年中国中产家长对素质培养问题的顾虑



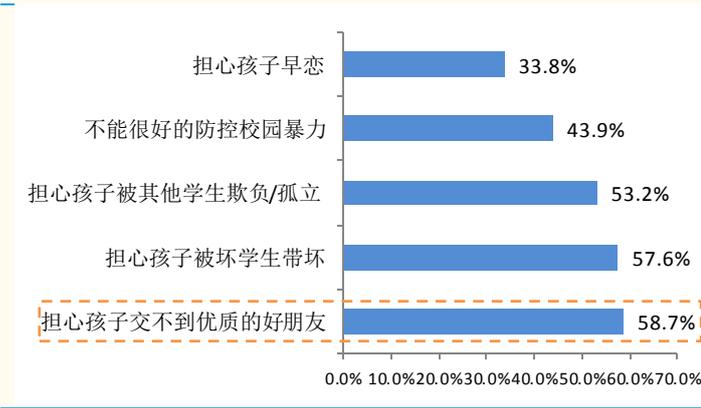
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 29：2016 年中国中产家长对学习成绩问题的顾虑

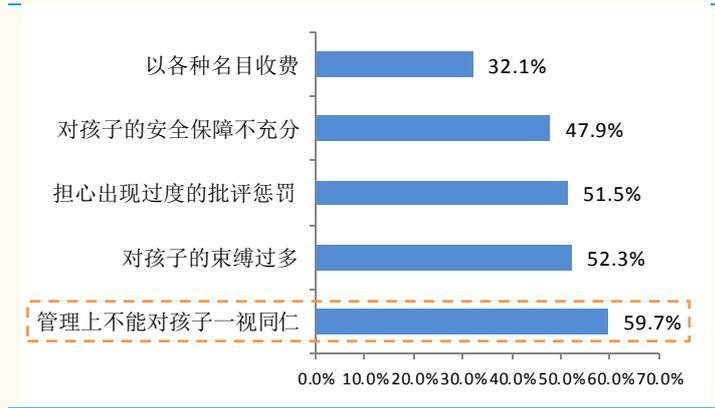


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 30: 2016 年中国中产家长对社交环境问题的顾虑



图表 31: 2016 年中国中产家长对学校管理问题的顾虑



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

- 国际化教育以素质培养为导向, 能够很好地满足家长和学生的需求。国际学校具有以下特点: ①重视双语教学。双语教学渗透到了国际学校教学的各个环节, 教学讲究双语的运用, 不仅仅是满足英语考试, 能够为孩子出国留学提前打好语言和文化基础。②重视实践活动。实践活动包括各方面社会探究、义工、实验等, 我们认为, 这些实践活动有助于培养孩子解决问题的能力, 让他们对社会及科学有着更为直接的认识。③重视学生的多元化发展。国际学校不单单以学习成绩, 而是以更加多元化的标准来评价学生。由于国际学校的教学方式较为灵活, 学生可以通过较单纯的做题而言更为丰富的学习方式掌握知识, 并培养起独立思考能力以及创新精神。此外, 不同于国内简单的文理分科, AP 课程和 A-level 课程都允许学生从众多领域的学科中自行选择学习, 这可以使学生扬长避短, 按照自己的兴趣爱好学习。

5.5 供需测算: 未来五年中国国际学校市场或将仍处于供不应求状态

- 我们认为本科及以下阶段留学人员是国际学校的主要目标人群, 进行初步推算, 根据教育部最新数据显示 2017 年出国留学人数达 60.84 万人, 其中约三分之二的人是本科及以下阶段, 即每个年级约有 40 万人有潜在国际学校就读需求 (潜在需求量), 根据新学说最新数据显示, 2017 年国际学校在校生约为 48.43 万人, 除以 12 个年级, 平均每个年级仅有 4 万人, 意味着只有 10% 的潜在需求量被满足, 即本科及以下阶段出国留学的人中通过国际学校途径出国的渗透率只有 10%, 仍有很大的提升空间。
- 我们将在本节会预测国际学校 2018 年至 2022 年五年的供需对比关系。我们使用了国际学校在校生人数、国际学校总学生容量、国际学校潜在需求量和国际学校预测需求量 4 个指标, 并进一步测算了国际学校利用率以及国际学校总容量和预测需求量差。

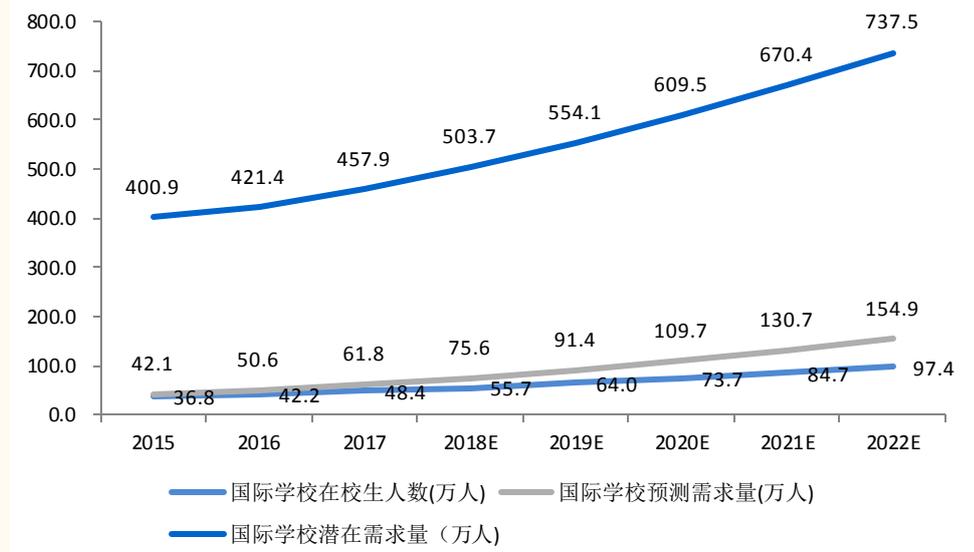
图表 32: 国际学校供给与需求测算指标说明

指标	计算方法
国际学校在校生人数	以历史数据为基础, 假设未来增速为 15%, 得到预测值
国际学校总学生容量	国际学校总学生容量=国际学校数量*单个国际学校学生容量。假设国际学校数量分别以快、中、慢三种增速 (15%、10%、5%) 增加, 单个国际学校学生容量增速为 3%
国际学校潜在需求量	国际学校潜在需求量=每年本科及以下阶段留学人数*12 个年级。假设每年本科及以下阶段留学人数增速为 10%
国际学校预测需求量	国际学校预测需求量=国际学校潜在需求量*国际学校市场渗透率。假设国际学校市场渗透率由 2018 年的 15% 线性递增至 2022 年的 22%
国际学校利用率	国际学校在校生人数/国际学校总学生容量
国际学校总容量和预测需求量差	国际学校总学生容量-国际学校预测需求量 (若为负值, 则呈现出供不应求的情况)

来源：国金证券研究所测算

- 目前国际学校在校生数远低于潜在需求量，未来国际学校入学人数有望进一步提升。基于历史增速，假设国际学校在校生数于 2018 年至 2022 年以 15% 的年速度递增，则 2022 年将达到 97.4 万人。假设本科及以下阶段留学人数在 2018 年至 2022 年以 10% 的年增速成长，并且以各年在本科及以下阶段留学的人均有从国际小学一直升学至国际高中的需求的情况作为国际学校的潜在需求量，则 2022 年潜在需求量将达到 737.5 万人。如果国际学校的渗透率将从 2018 年的 15% 线性递增至 2022 年的 21%，则估算可得国际学校预测需求量将在 2022 年达到 154.9 万人。

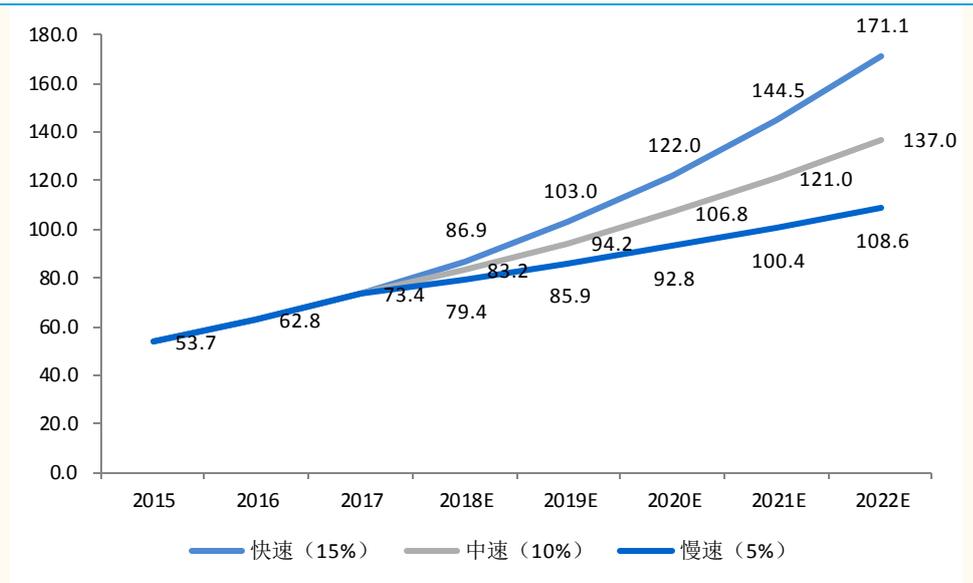
图表 33：2018-2022E 国际学校在校生数、预测需求量和潜在需求量 (万人)



来源：教育部、新学说、Frost & Sullivan, 国金证券研究所测算

- 随着国际学校的稳步成长，国际学校总容量也将进一步扩大。我们分别以 15%、10% 和 5% (快、中、慢速) 的年增速考虑国际学校的数量变化，可以得到 2022 年国际学校将分别达到 1472 所、1182 所和 937 所，从 2017 年至 2022 年 5 年间每年新增学校数分别平均为 148 所、90 所和 41 所。由于 2017 年国际学校在校生已经以民办国际学校为主，若设 2017 年国际学校单校平均容量为 1000 人，假设国际学校单校平均容量会以 3% 的年增速在 2018 年至 2022 年中递增，则其在 2022 年将达到 1159 人。综上，在三种国际学校数量增速下，国际学校总学生容量在 2022 年将分别达到 171.2 万人、137.0 万人和 108.6 万人，对比 2017 年分别增加 98 万人、64 万人和 35 万人。

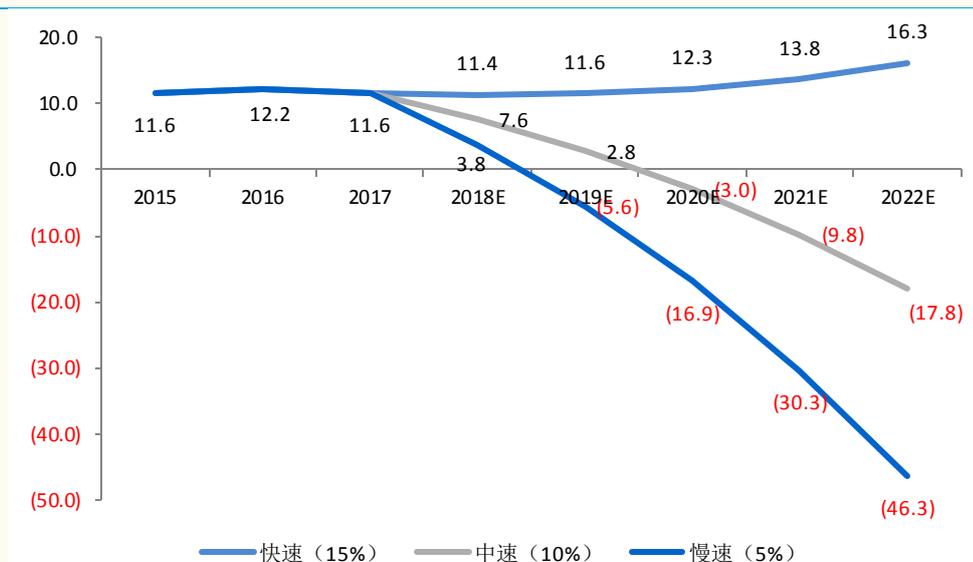
图表 34：2018 年至 2022 年国际学校总容量（人）预测



来源：新学说，国金证券研究所测算

- 在国际学校预测需求量快速上升的情况下，未来国际学校或将仍处于供不应求状态。基于先前的测算，国际学校数量如果快速（年增速 15%）增长，则国际学校的利用率有轻微下降，在 2022 年为 56.9%，2022 年国际学校总容量超过预测需求量 16.3 万人；国际学校数量如果中速（年增速 10%）增长，则国际学校利用率 2022 年上升至 71.1%，国际学校预测需求量将在 2021 年超过总容量，于 2022 年国际学校预测需求量超过总容量 17.8 万人；国际学校数量如果慢速（年增速 5%）增长，则国际学校利用率有较大增幅增长，在 2022 年达 89.7%，国际学校总容量与预测需求量差将下降得更为剧烈，在 2022 年国际学校预测需求量将超过总容量 46.3 万人。根据测算结果，我们认为未来 5 年，国际学校或将仍处于供不应求的状态，故在未来 5 年，国际学校仍然是一个主要看供给的行业，需求端会持续保持较为旺盛的状态。

图表 35：2018 年至 2022 年国际学校总容量与预测需求量差（国际学校总容量-预测需求量）（万人）



来源：教育部、新学说、Frost & Sullivan，国金证券研究所测算

6. 投资建议

- **有望借助未来实际控制人，向教育行业转型。**本次股权转让后，中锐控股的全资子公司睿畅投资将成为丽鹏股份第一大股东（持股比例 11.00%），合计取得 18.6%的表决权，钱建蓉先生（中锐控股）将成为丽鹏股份未来实际控制人，钱建蓉先生曾任职于江苏省张家港市教育局，后创立中锐集团，历任中锐控股执行董事、董事长、中锐国际董事长。中锐控股主营业务包括教育产业投资，酒店业投资及相关行业投资，房地产开发经营与咨询等。
- **中锐控股主要业务为教育领域，而按照学校和培训的分类来看，其主要业务隶属于学校行业，且属于国际学校细分领域，学校行业尤其是国际学校比起培训行业，相对门槛壁垒更高，盈利稳定性更强。**目前，中锐教育业务旗下包含基础教育（双语学校，国际学校）及学前教育和职业教育三大板块，业务遍及全国二十多个省市，以及美国、新加坡等海外市场。在长三角先后举办多所一贯制的双语学校、国际学校，拥有无锡南洋职业技术学院、新加坡南洋高等管理学院、美国瑞美航空学院以及外部合作院校。同时，中锐集团旗下还有专业房地产开发企业中锐地产，集团的地产背景或有利于公司以“地产+教育”的模式进行教育板块异地扩张。
- **受益于留学渗透率提升、教育消费升级、升学竞争激烈和素质教育加强四大驱动因素，我们格外看好国际学校行业的发展。**经测算，国际学校数量若快速（年增 15%）增长，则 2022 年总容量将超过预测需求量 16.3 万人；若中速（年增 10%）增长，则预测需求量将于 2022 年超过总容量 17.8 万人；若慢速（年增 5%）增长，则在 2022 年预测需求量将超过总容量 46.3 万人。因此，我们认为未来 5 年，国际学校或将仍处于供不应求的状态，故在未来 5 年，国际学校仍然是一个主要看供给的行业，需求端会持续保持较为旺盛的状态。
- 我们认为未来随着实际控制人变更，丽鹏股份有望借助实际控制人丰富的资源和经验，将上市公司业务整体向教育行业，国际学校行业转型，极具潜力，值得期待。基于丽鹏股份原业务进行盈利预测，我们预计 2018-2020 年，归母净利润分别为 0.94/1.05/1.09 亿元，对应 PE 分别为 42/37/36x。首次覆盖，给予买入评级，目标价 7 元。

风险提示

- **股权转让尚未完成。**本次交易尚未经过深交所合规确认；其次在后续过程需要双方共同遵守约定。
- **收购后存在进行资产重组的不确定性。**交易后，公司实际控制人为钱建蓉（中锐控股），存在资产重组的可能性，资产注入时间表尚未明确。
- **丽鹏股份原业务盈利状况或不及预期的风险。**丽鹏股份净利率近年自呈下降趋势，其主营业务园林绿化、组合式防伪瓶盖和铝防伪瓶盖的盈利能力皆有明显下降。

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	1,357	1,749	1,858	1,934	2,019	2,114	货币资金	272	850	717	855	967	988
增长率		28.8%	6.2%	4.1%	4.4%	4.7%	应收账款	572	807	921	851	889	930
主营业务成本	-1,066	-1,412	-1,589	-1,600	-1,676	-1,764	存货	797	1,063	1,328	1,052	1,102	1,160
%销售收入	78.5%	80.7%	85.5%	82.7%	83.0%	83.5%	其他流动资产	24	25	76	72	73	74
毛利	292	337	269	334	344	350	流动资产	1,666	2,745	3,041	2,830	3,030	3,152
%销售收入	21.5%	19.3%	14.5%	17.3%	17.0%	16.5%	%总资产	43.9%	52.0%	47.7%	46.1%	48.0%	49.2%
营业税金及附加	-27	-15	-11	-12	-12	-13	长期投资	942	1,318	2,061	2,061	2,061	2,061
%销售收入	2.0%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	743	748	760	724	686	646
营业费用	-27	-25	-27	-28	-29	-30	%总资产	19.6%	14.2%	11.9%	11.8%	10.9%	10.1%
%销售收入	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	397	402	402	410	418	426
管理费用	-93	-99	-103	-106	-111	-116	非流动资产	2,132	2,536	3,330	3,312	3,282	3,249
%销售收入	6.9%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	56.1%	48.0%	52.3%	53.9%	52.0%	50.8%
息税前利润 (EBIT)	145	197	128	188	191	190	资产总计	3,797	5,280	6,372	6,142	6,312	6,401
%销售收入	10.7%	11.3%	6.9%	9.7%	9.5%	9.0%	短期借款	779	1,074	1,348	1,357	1,370	1,210
财务费用	6	18	14	-74	-72	-65	应付款项	859	858	1,117	1,019	1,067	1,123
%销售收入	-0.4%	-1.0%	-0.8%	3.8%	3.5%	3.1%	其他流动负债	84	94	139	173	175	256
资产减值损失	-21	-34	-40	-6	0	0	流动负债	1,722	2,025	2,604	2,549	2,612	2,590
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	6	3	0	0	0	1
投资收益	7	1	-1	0	0	0	其他长期负债	58	107	557	286	286	286
%税前利润	4.8%	0.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,786	2,134	3,161	2,835	2,898	2,876
营业利润	137	182	106	108	119	125	普通股股东权益	1,988	3,121	3,185	3,279	3,384	3,493
营业利润率	10.1%	10.4%	5.7%	5.6%	5.9%	5.9%	少数股东权益	24	25	26	28	30	32
营业外收支	5	4	-2	2	2	2	负债股东权益合计	3,797	5,280	6,372	6,142	6,312	6,401
税前利润	141	186	105	110	121	127	比率分析						
利润率	10.4%	10.6%	5.6%	5.7%	6.0%	6.0%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-18	-29	-12	-13	-15	-15	每股指标						
所得税率	12.7%	15.5%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.368	0.177	0.103	0.108	0.120	0.125
净利润	123	157	93	96	107	111	每股净资产	6.031	3.557	3.629	3.737	3.857	3.981
少数股东损益	2	2	2	2	2	2	每股经营现金净流	-0.865	-0.595	-0.598	0.613	0.270	0.357
归属于母公司的净利润	121	156	90	94	105	109	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	8.9%	8.9%	4.9%	4.9%	5.2%	5.2%	回报率						
							净资产收益率	6.10%	4.99%	2.83%	2.88%	3.10%	3.13%
							总资产收益率	3.19%	2.95%	1.42%	1.54%	1.66%	1.71%
							投入资本收益率	4.51%	3.95%	2.36%	3.37%	3.35%	3.36%
							增长率						
							主营业务收入增长率	93.40%	28.84%	6.23%	4.10%	4.41%	4.67%
							EBIT增长率	145.13%	36.56%	-35.08%	46.49%	1.86%	-0.55%
							净利润增长率	286.93%	28.27%	-42.02%	4.64%	11.09%	4.27%
							总资产增长率	31.34%	39.06%	20.67%	-3.61%	2.77%	1.42%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	109.3	105.5	128.9	120.0	120.0	120.0
							存货周转天数	264.1	240.4	274.5	240.0	240.0	240.0
							应付账款周转天数	162.7	168.0	197.5	200.0	200.0	200.0
							固定资产周转天数	198.3	150.1	133.8	118.0	102.5	87.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	25.33%	7.18%	27.33%	22.63%	19.02%	13.32%
							EBIT利息保障倍数	-25.9	-10.9	-9.0	2.5	2.7	2.9
							资产负债率	47.02%	40.42%	49.62%	46.16%	45.92%	44.93%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

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