

# 凯文教育 (002659)

证券研究报告

2018年09月19日

## 坚持服务输出，打造青少素质综合教育平台

海淀国资打造 A 股纯正国际教育标的，目前全资拥有凯文朝阳/海淀两大大学校及青少体培等资产。陆续并入文凯兴（朝阳学校）+凯文智信（海淀学校）100%股权，6.39 亿元剥离原主业，成就纯正教育标的。

自建旗舰校打造口碑，轻资产模式加快扩张。1、凯文朝阳：完备课程体系+顶级体育特色，打造高端国际学校。先后联手 MLB（美国职棒联盟）、美国 IMG 学院（高尔夫球）及城市足球集团，拥有高端体育场馆及优质学生资源，对学生申请海外高校提供有力支撑，并填补国内青少年足球培训高端品牌缺乏的空白；2、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出相应的师资和管理团队，同时，由清华附中一体化管理委员会对清华附中国际部、清华附中国际学校（奥森校区）、北京凯文学校等实行统一高效管理，共享名校教育资源；3、借力凯文睿信发展学校托管，集团联手中信泰富探索轻资产路径，凯文睿信目前托管广深地区部分学校国际班，以应试培训为特色，目前毕业生成绩优异，并与中信泰富签署合作，未来或实现产业联动，地产附能。

《送审稿》无碍公司正常运营，凯文坚持服务输出模式，打造青少素质综合教育平台。1、关于“集团化办学”，我们认为该规定旨在防范类似之前发生的循环出资和互相抵押贷款的风险。目前公司旗下两所学校，海淀学校举办者为凯文智信，朝阳学校举办者为文凯兴，均为单独举办者，且两公司均为公司全资子公司；2、关于“协议控制”，凯文两所学校举办人均系上市公司全资子公司（股权关系），且实控人无外籍背景，上市公司在校董会也有席位，故对学校无控制问题。公司教育理念是做全面综合的素质教育，根基是差异化，现在民促法始终强调学校可以购买服务，凯文对学校提供真实服务并对功能进行区分，收取服务费进行盈利；3、关于收购兼并等问题，目前体内两所系此前重组时建设，有相对特殊的历史背景。预期凯文在未来以自建为主，通过轻资产租赁物业等方式进行扩张。

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，目前公司体内有凯文海淀、凯文朝阳两所国际学校，截止 17/18 学年，两学校在校生共计 800 余人。通过建立师资教研储备体系，完善凯文服务输出平台积极进行轻资产扩张。引入北美职棒联盟、英超曼城俱乐部等高端稀缺体育资源合作，打造国内青少年体育培训领先品牌。我们预期公司 FY18-20 年 EPS 分别为 0.06、0.24、0.47，对应 PE 分别为 169x、42x、21x。

风险提示：海外收购本身存在不确定性、中国国际学校行业发展不达预期。民促法送审稿尚在讨论环节，未最终定稿，进而存在一定不确定性。

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)	(51.96)	214.57	168.58	41.62	21.37
市净率(P/B)	2.23	2.26	2.23	2.12	1.93
市销率(P/S)	15.47	8.05	6.71	5.16	3.74
EV/EBITDA	(178.63)	38.21	68.72	25.08	17.64

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.96 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)	4,965.73
流通 A 股市值(百万元)	2,531.62
每股净资产(元)	4.32
资产负债率(%)	32.23
一年内最高/最低(元)	16.38/9.28

### 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	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

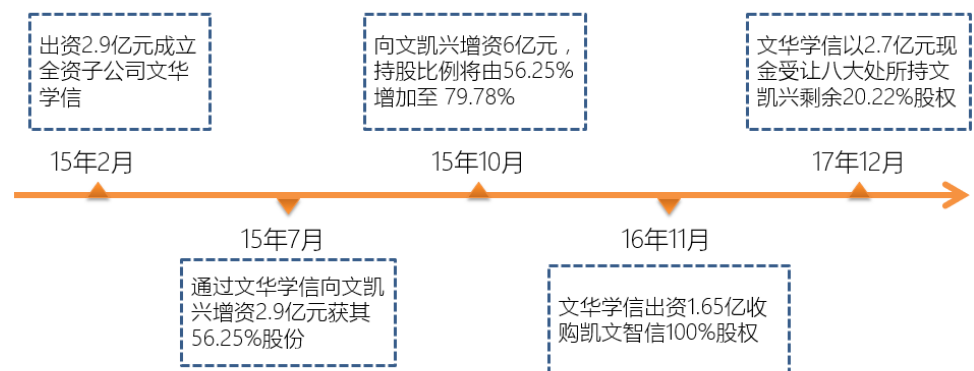
- 《凯文教育-公司点评:4000 万美金收购威斯敏特合唱音乐学院等三校，锁定顶级音乐教育 IP 丰富国际学校资源》2018-06-22
- 《凯文教育-公司点评:定增 10 亿投入青少年素质教育平台，开启国际教育+素质培训双轨培训模式》2018-06-12
- 《凯文教育-年报点评报告:17 年归母净利 0.23 亿元，A 股国际教育龙头稳步发展》2018-04-16



海淀国资打造 A 股纯正国际教育标的，目前全资拥有凯文朝阳/海淀两大学校及青少体培等资产。海淀国企旗下八大处控股于 15 年 5 月以 9.33 元/股认购中泰桥梁 1.5 亿股(合计 14.00 亿人民币)定向增发，进而获取 30.10%股份，成为第一大股东。八大处两股东分别为北京市海淀区国有资产投资经营有限公司，持股 51%；北京万景房地产开发有限责任公司，持股 49%；其中海淀区国有资产投资经营公司由北京市海淀区国资委通过一些列全资子公司持股 100%，万景房地产公司实控人系张景明先生。定增完成后公司第一大股东由环宇投资（持股 21.34%）变为八大处控股，持股 30.1%，实控人变为海淀区国资委。

陆续并入文凯兴（朝阳学校）+凯文智信（海淀学校）100%股权，6.39 亿元剥离原主业，成就纯正教育标的。15 年 2 月，中泰桥梁出资 2.9 亿元成立全资子公司文华学信；15 年 7 月，中泰通过文华学信向文凯兴增资 2.9 亿元获其 56.25%股份；15 年 10 月，中泰董事会审议通过非公开募资 17.5 亿元中 12 亿元投资文凯兴建设国际学校项目，公司将通过文华学信向文凯兴增资 6 亿元，增资后公司持股比例将由 56.25%增加至 79.78%；16 年 11 月，文华学信出资 1.65 亿收购凯文智信 100%股权，凯文智信为北京海淀凯文学校的举办者和出资人；17 年 12 月，文华学信以 2.7 亿元现金受让八大处所持文凯兴剩余 20.22%股权，交易完成后上市公司将持有文凯兴 100%股权，一方面消除控股股东与公司同业竞争；另一方面实现朝阳学校 100%股权注入上市公司。

图 1：陆续并入文凯兴（朝阳学校）+凯文智信（海淀学校）100%股权



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 自建旗舰校打造口碑，轻资产模式加快扩张

- **凯文朝阳：完备课程体系+顶级体育特色，打造高端国际学校**

满员人数 3000 名学生，寄宿制可容纳 2200 人住宿，占地 17 万方，17 年 9 月开始招生。学校执行符合国家大纲的 IB 课程体系，针对第一批学生学校实施学费优惠政策，小/初/高学费分别为 16.8/18.8/20.8 万/年；住宿费约为 4-5 万/年（小学生不住宿）；校车费约 1.3 万/年等。

图 2：北京朝阳凯文学校执行符合国家大纲的 IB 课程体系



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）、美国 IMG 学院（高尔夫球）及城市足球集团，**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输送有效流量的同时可借助曼城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 3：凯文先后联手 MLB（美国职棒联盟）、美国 IMG 学院（高尔夫球）及城市足球集团



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 4：凯文学校的广告出现在曼城对阵莱斯特城的英超比赛现场



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● **凯文海淀：借力清华附教研管理，加快培育尽享资源优势**

占地 26 万方，建面 4.2 万方，绿化面积 14 万方，实行 5-3-4 学制，并采用每班 20 人的“小班化”教学模式，16 年 9 月首次招生。2017-18 学年学费标准为小/初/高分别为 20/24/26 万/年。2018-19 学年凯文海淀将招收 1-10 年级学生，凯文海淀由清华附选派出现相应师资和管理团队，共享名校教育资源。

凯文海淀由清华大学附属学校选派出相应的师资和管理团队，同时，由清华附中一体化管理委员会对清华附中国际部、清华附中国际学校（奥森校区）、北京凯文学校等实行统一高效管理，共享名校教育资源。目前海淀凯文学校拥有顶尖的师资力量和完善的教学平台体系，领导团队均来自清华附中，在“清华附中标准”认证的基础上，选派聘用国际化品质的精英教师。

图 5：凯文海淀花园式校园



资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，借力凯文睿信发展学校托管，集团联手中信泰富探索轻资产路径，凯文睿信目前托管广深地区部分学校国际班，以应试培训为特色，目前毕业学生成绩优异；与中信泰富签署合作，未来或实现产业联动，地产附能。

**《送审稿》无碍公司正常运营，凯文坚持服务输出模式，打造青少素质综合教育平台。**8月10日晚，我国司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，有关单位和各界人士可以在2018年9月10日前提出意见。

首先，《送审稿》在面向社会公开征求意见，并非最终定稿，目前相关部门、协会也在积极组织相关民办教育从业者进行沟通交流，准备向司法部做出相关反馈。《实施条例》修订完成后，也还要等各省市县制定本地的实施细则，等相关部委的配套政策出台，分类管理才能真正落地。

其次，关于本次《送审稿》的争议很集中在第12条，即“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”，结合16年底《民法法》三修明确K9阶段（小学+初中）不能选择为营利性机构，引起大家对于K9阶段民办学校上市架构的担忧。具体来看。

### 1、关于“集团化办学”，

8月10日司法部同时发布《送审稿》起草说明中的第6条明确提到“规范集团化办学行为，针对实践中存在的同一举办者同时举办多所民办学校的集团化办学现象”。我们认为该规定旨在规范化办学，譬如之前公司A可以同时举办多个非盈利学校，未来要新设立新举办者公司B作为新学校举办者或收购方，学校上一层举办者公司层面必须隔离，目的是防范类似之前发生的循环出资和互相抵押贷款的风险。目前公司旗下两所学校，海淀学校举办者为凯文智信，朝阳学校举办者为文凯兴，均为单独举办者，且两公司均为公司全资子公司。

### 2、关于“协议控制”，

①港股公司通过VIE架构上市原因是《外商投资法》限制外商投资义务教育阶段学校，通过VIE（即通过协议控制方式而非股权控制）解决上市公司对经营主体的控制问题，此

后解决利润转移问题。凯文两所学校举办人均系上市公司全资子公司（股权关系），且实控人无外籍背景，上市公司在校董会也有席位，故对学校无控制问题。

②民促法之前早已规定学校需要选择是否追求合理回报，只是不区分营利性和非营利性学校而已；当初“合理回报”已经对义务教育阶段的盈利做出了限制，现在只是更加明确。公司发展路径和国家政策没有不相符的地方。

公司素质教育的根基是差异化，具体来说做的是基础课程之外的教育，这是公司的经营策略，是公司立足市场的根基。综合素质教育以在校生为依托，实际上不是传统课程，而是通过课程服务实现素质教育。举例来说，公司通过艺术教育、体育教育、人格塑造等对学生进行综合素质提升，这不是传统九年业务教育的教学内容。

公司教育理念是做全面综合的素质教育，素质教育的根基是差异化，现在民促法始终强调学校可以购买服务，凯文提供真实服务并对功能进行区分，进而收取服务费

凯文提供服务，对功能进行区分；譬如教学工作在学校，而资产、物业、人力、IT等服务均在工商注册的集团子公司，该子公司经营均不受民促法限制。上市公司该架构和港股 VIE 有本质区别，其要解决控制问题，而凯文并不需要解决控制问题。

目前体内两所系此前重组时建设，有相对特殊的历史背景。预期凯文未来将以自建为主，通过轻资产租赁物业等方式进行扩张。

综上，对于市场担忧的集团化办学、协议控制、收购兼并等因素对凯文并不适用。反而我们从送审稿看出对许多凯文有力的方面，对于我们通过服务获取收益的方式政策也是积极肯定的。其实在送审稿中对公司有很多有利之处，市场上忽视了这一点：

**学费方面**，规定民办学校自主定价。之前学费需要备案或审批，现在送审稿中明确可以自主定价；

**招生方面**，招生自主性放开，民办学校可以自主招生，可以不按照公办学校的招生规则；跨区域招生和自主考试成为可能，使得转学的同学很容易进入公司旗下学校。但跨区域招生的区域还没有明确定义，但确定的是能够在北京大市范围招生，跨省招生不确定；

**课程方面**：课程上现在可以在教学大纲的基础上开发特色课程。这些对公司发展都是好事，都是能够变成利润的利好。

**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，目前公司体内有两所国际学校：①凯文海淀（凯文智信运营），可容纳学生约 1500 人，16 年 9 月首次招生，预计未来 2-3 年满员；2017-18 学年学费有 5% 的涨幅（凯文智信 2017-19 年三年对赌合计净利不低于 5000 万）；②朝阳海淀（文凯兴运营）可容纳学生近 4000 人，17 年 9 月首次招生，预计 7 个学年招满，增加高端艺体等素质培训实现差异化定位。

**截止 17/18 学年，两学校在校生共计 800 余人**（截至 17/9/30，公司预收款 1.36 亿，+100%YoY，主要系预收 17-18 年学费），按照“清华附标准”聘用精英教师并拥有完善教学体系，师资/物资/学费等均对标一流国际学校水准。

**轻资产扩张**：建立师资教研储备体系，完善凯文服务输出平台。①17 年 5 月收购凯文睿信，完成出国留学、升学指导业务布局；②联手地产商以租赁物业形式加快布局，缩短培育期。

**青少体育培训**：引入北美职棒联盟、英超曼城俱乐部等高端稀缺体育资源合作，开展国际化体育活动，打造国内青少年体育培训领先品牌。

**对标枫叶教育，凯文品牌成熟后将加快轻资产扩张步伐，实现教研/运营异地复制，进而带动业绩持续快速增长，成就 A 股国际学校龙头。**

考虑到上述因素，我们预期公司 FY18-20 年 EPS 分别为 0.06、0.24、0.47，对应 PE 分别为 169x、42x、21x。

图 6：公司目前两所学校、轻资产项目以及体育项目收入、毛利预测

北京两所学校						轻资产输出项目				
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2017年	2018年	2019年	2020年
9月在校生	240	760	1860	3035	4265	学校数	4	7	10	15
全年加权在校生	120	500	1310	2448	3650	单校平均学生数	100	150	200	200
教师数量	48	140	278	379	533	学生人数合计	400	1050	2000	3000
学费收入	28.80	113.40	297.01	575.80	890.84	学费(万/年)	5.00	5.25	5.51	5.79
杂费收入	6.00	25.00	65.50	122.38	182.50	提成幅度		5.00%	5.00%	5.00%
其他收入	2.88	11.34	32.66	69.10	106.90	分成比例	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
合计(百万)	37.68	149.74	395.18	767.27	1180.25	派出教师数				
成本						单教师成本(万/年)	15.00	15.75	16.54	17.36
教师成本	18.40	57.75	109.94	152.69	221.75	收入(百万)	10.00	27.56	55.13	86.82
租金	20.00	30.00	40.00	40.00	50.00	教师成本(百万)	6.00	16.54	33.08	52.09
折旧摊销	16.00	81.63	103.50	103.50	103.50	毛利	4.00	11.03	22.05	34.73
其他成本	7.54	30.46	81.05	146.61	212.44	体育项目：校园班和社会班				
合计(百万)	61.94	199.84	334.49	442.80	587.69	人数	160.00	910.00	1570.00	2208.00
毛利(百万)	(24.26)	(50.10)	60.69	324.47	592.56	收入(百万)	1.28	13.64	23.60	36.37
毛利率	(0.64)	(0.33)	0.15	0.42	0.50	冬季令营				
						人数	200.00	810.00	1270.00	1750.00
						收入(百万)	0.60	3.30	5.42	8.15
						收入(百万)	1.88	16.94	29.02	44.52
						毛利(百万)	(3.59)	0.07	8.20	16.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司凯文朝阳、凯文海淀两学校具体数据预测

海淀校区						朝阳校区					
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
6月在校生		240	360	760	1135	6月在校生		0	400	1100	1900
6月毕业生				25	40	6月毕业生					30
9月新招生	240	120	400	400	300	9月新招生		400	700	800	1000
9月在校生	240	360	760	1135	1395	9月在校生	0	400	1100	1900	2870
全年加权在校生	120	300	560	948	1265	全年加权在校生	0	200	750	1500	2385
学费(万元)	24.00	25.20	26.46	27.78	29.17	学费(万元)	18.00	18.90	19.85	20.84	21.88
提成幅度	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	提成幅度	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
住宿费、杂费	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	住宿费、杂费	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
其他收入占学费比	0.10	0.10	0.12	0.12	0.12	其他收入占学费比	0.10	0.10	0.12	0.12	
生师比	5	6	8	8	8	生师比		5	6	8	8
教师人数	48	60	95	142	174	教师人数		80	183	238	359
外教占比	1	1	1	1	1	外教占比		1	1	1	1
中教人均工资(万元)	20	21	22	23	24	中教人均工资	21.00	22	23	24	26
外教人均工资	40	42	44	46	49	外教人均工资	40.00	42	44	46	49
行政人员数量	40	60	65	70	75	行政人员数量		60	80	90	120
行政平均工资	10.00	10.50	11.03	11.58	12.16	行政平均工资	11.00	11.55	12.13	12.73	13.37
其他成本比例	0.20	0.20	0.20	0.18	0.18	其他成本比例		0.21	0.21	0.20	0.18
学费收入(百万元)	28.80	75.60	148.18	263.24	369.03	学费收入(百万元)	0.00	37.80	148.84	312.56	521.82
住宿费、杂费收入	6.00	15.00	28.00	47.38	63.25	住宿费、杂费收入	0.00	10.00	37.50	75.00	119.25
其他收入	2.88	7.56	17.78	31.59	44.28	其他收入	0.00	3.78	14.88	37.51	62.62
收入合计	37.68	98.16	193.96	342.21	476.56	收入合计	0.00	51.58	201.22	425.07	703.68
教师工资	18.40	25.20	38.59	57.37	72.70	教师工资	0.00	32.55	71.35	95.32	149.04
租金	20.00	30.00	40.00	40.00	50.00	租金					
折旧摊销	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	折旧摊销		65.63	87.50	87.50	87.50
其他成本	7.54	19.63	38.79	61.60	85.78	其他成本	0.00	10.83	42.26	85.01	126.66
成本合计	61.94	90.83	133.38	174.97	224.48	成本合计	0.00	109.01	201.11	267.83	363.21
毛利率	-64.37%	7.47%	31.23%	48.87%	52.90%	毛利率		-111.34%	0.06%	36.99%	48.38%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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	856.00	340.73	1,310.75
预付账款	29.14	0.05	56.63	11.93	56.59
存货	395.09	0.06	1,189.71	127.32	1,539.42
其他	536.22	143.80	232.59	303.57	227.60
<b>流动资产合计</b>	<b>1,638.18</b>	<b>310.63</b>	<b>2,394.47</b>	<b>860.95</b>	<b>3,241.17</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,159.24</b>	<b>2,834.40</b>	<b>3,017.40</b>	<b>3,000.07</b>	<b>2,933.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,797.42</b>	<b>3,145.03</b>	<b>5,411.87</b>	<b>3,861.02</b>	<b>6,174.22</b>
短期借款	146.30	280.00	937.99	241.21	1,236.63
应付账款	734.33	438.31	1,196.31	889.31	1,285.53
其他	272.40	215.67	746.23	285.74	756.63
<b>流动负债合计</b>	<b>1,153.03</b>	<b>933.98</b>	<b>2,880.53</b>	<b>1,416.26</b>	<b>3,278.78</b>
长期借款	0.00	0.00	186.69	0.00	241.95
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>153.51</b>	<b>0.00</b>	<b>290.55</b>	<b>85.79</b>	<b>305.17</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,306.54</b>	<b>933.98</b>	<b>3,171.08</b>	<b>1,502.05</b>	<b>3,583.95</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,490.88</b>	<b>2,211.05</b>	<b>2,240.79</b>	<b>2,358.97</b>	<b>2,590.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,797.42</b>	<b>3,145.03</b>	<b>5,411.87</b>	<b>3,861.02</b>	<b>6,174.22</b>

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	(1,048.71)	838.05	(1,406.75)
其它	550.75	(665.48)	(0.29)	(1.77)	(2.31)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(314.86)</b>	<b>(180.03)</b>	<b>(1,045.96)</b>	<b>910.96</b>	<b>(1,220.34)</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,281.54)</b>	<b>(225.44)</b>	<b>7.00</b>	<b>8.00</b>	<b>40.00</b>
债权融资	294.99	280.00	1,218.00	321.88	1,536.58
股权融资	1,709.55	(90.53)	(4.16)	(4.57)	(4.57)
其他	(433.31)	178.83	(280.41)	(1,218.40)	(322.25)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,571.22</b>	<b>368.30</b>	<b>933.43</b>	<b>(901.09)</b>	<b>1,209.75</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(25.17)</b>	<b>(37.17)</b>	<b>(105.53)</b>	<b>17.86</b>	<b>29.41</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>322.64</b>	<b>620.21</b>	<b>744.25</b>	<b>967.53</b>	<b>1,335.19</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>(115.54)</b>	<b>57.68</b>	<b>42.82</b>	<b>151.23</b>	<b>302.02</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>(127.05)</b>	<b>51.52</b>	<b>38.62</b>	<b>153.63</b>	<b>307.12</b>
所得税	(27.24)	31.93	9.31	35.49	75.86
<b>净利润</b>	<b>(99.81)</b>	<b>19.59</b>	<b>29.31</b>	<b>118.14</b>	<b>231.26</b>
少数股东损益	(3.77)	(3.67)	(0.29)	(1.77)	(2.31)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(96.05)</b>	<b>23.26</b>	<b>29.60</b>	<b>119.92</b>	<b>233.57</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.41%	29.70%	58.59%	38.90%	58.05%
净负债率	41.56%	33.58%	21.82%	80.27%	42.57%
流动比率	1.42	0.33	0.83	0.61	0.99
速动比率	1.08	0.33	0.42	0.52	0.52
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	0.97	3.02	1.74	1.62	1.62
存货周转率	0.59	3.14	1.25	1.47	1.60
总资产周转率	0.10	0.18	0.17	0.21	0.27
<b>每股指标(元)</b>					
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	-2.10	1.83	-2.45
每股净资产	4.48	4.42	4.48	4.72	5.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	-51.96	214.57	168.58	41.62	21.37
市净率	2.23	2.26	2.23	2.12	1.93
EV/EBITDA	-178.63	38.21	68.72	25.08	17.64
EV/EBIT	-110.79	66.04	119.64	31.14	19.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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