

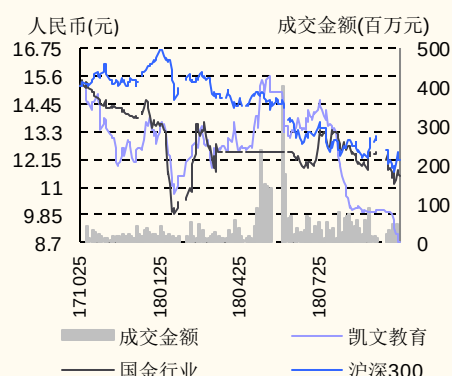
凯文教育 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.72 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)	4,347.50
年内股价最高最低(元)	15.60/8.70
沪深 300 指数	3188.20
中小板综	7587.91



凯文教育 18 年 Q3 业绩点评：环比亏损缩窄，19 年或成重要业绩拐点

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	-0.170	0.104	0.384
每股净资产(元)	4.48	4.42	4.25	4.35	4.74
每股经营性现金流(元)	-0.63	-0.39	-0.62	0.92	1.33
市盈率(倍)	-113.01	269.87	-50.00	81.92	22.14
净利润增长率(%)	-3453.75%	-124.22%	N/A	N/A	270.03%
净资产收益率(%)	-4.30%	1.06%	-3.99%	2.38%	8.10%
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

业绩简评

- 凯文教育 2018 年 Q1-Q3 实现营收 1.57 亿元，-65%YOY，归母净利润-7141 万元（业绩预期为-7500 万元至-6500 万元），去年同期为-6193 万元，主要原因在于去年同期公司桥梁钢构业务和教育业务并行，且桥梁钢构业务收入占比较大，本期桥梁钢构业务已经剥离，导致相关收入发生较大下降。其中 2018Q3 单季实现营收 6790 万元，-69%YOY，归母净利润-1973 万元，去年同期为-3662 万元。

经营分析

- ①预收账款相较年初增长 140%。截止 2018Q3 季末，预收账款为 2.29 亿，相较 2017 年末的 0.95 亿元，同比增加了 140%，相较 2018Q2 季末增加了 4%，主要系本报告期预收 2018-2019 学年学费，此部分预收款项将按权责发生制在服务期内确认收入。②2018Q1 归母净利润为-3011 万元，2018Q2 归母净利润为-2157 万元，2018Q3 归母净利润为-1973 万元，环比亏损有所改善。③公司预计 2018 年净亏损-9800 万元至-8500 万元，即预计 2018Q4 净亏损-2659 至-1359 万元，亏损的主要原因是自建学校项目竣工折旧摊销金额增加，融资规模增加导致利息成本增加。
- 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。海淀学校已完成两批招生，朝阳学校第一批学生已入学。经测算，2017.9-2017.12，海淀学校已实现盈利，随着 2018/2019 学年海淀学校第三批学生入学以及朝阳学校第二批学生入学，2018/2019 学年内，朝阳学校有望达到盈亏平衡，盈亏平衡点之后，业绩向上弹性较大，盈利能力或可期。
- 高壁垒，高定位，强盈利能力公司，学校渐近盈亏平衡点，2018/2019 学年之后业绩弹性较大，维持“买入”评级。由于增发仍存不确定性，暂不考虑增发情况，我们预测公司 19/20 年归母净利润为 0.52/1.91 亿元，19/20 年对应 PE 为 82x/22x，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 年有望盈利转正，是业绩的重要拐点，根据现金流估值，我们给予公司 6-18 个月内目标价 13.5 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。

相关报告

- 1.《凯文教育 18 年半年报点评：预收账款同比大幅增长，亏损环比缩窄...》，2018.8.9
- 2.《凯文教育：收购美国艺术院校持续推进，全球品牌影响力体系构筑...》，2018.6.22
- 3.《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
- 4.《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善...》，2018.4.25
- 5.《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

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

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	298	569	922
增长率		-57.7%	92.2%	-52.0%	91.0%	62.0%
主营业务成本	-661	-336	-593	-254	-303	-447
%销售收入	86.6%	104.2%	95.6%	85.4%	53.2%	48.5%
毛利	103	-14	27	43	267	475
%销售收入	13.4%	n.a	4.4%	14.6%	46.8%	51.5%
营业税金及附加	-6	-6	-4	-3	-5	-7
%销售收入	0.8%	1.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
营业费用	-2	-4	-10	-12	-17	-23
%销售收入	0.3%	1.1%	1.6%	4.0%	3.0%	2.5%
管理费用	-42	-48	-70	-98	-108	-138
%销售收入	5.5%	15.0%	11.3%	33.0%	19.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	52	-71	-57	-69	137	306
%销售收入	6.9%	n.a	n.a	n.a	24.0%	33.2%
财务费用	-41	-18	-35	-43	-67	-50
%销售收入	5.4%	5.6%	5.6%	14.4%	11.8%	5.5%
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	-112	70	256
营业利润率	0.9%	n.a	9.3%	n.a	12.2%	27.7%
营业外收支	-1	-12	-6	0	0	0
税前利润	6	-127	52	-112	70	256
利润率	0.8%	n.a	8.3%	n.a	12.2%	27.7%
所得税	-3	27	-32	28	-17	-64
所得税率	56.3%	n.a	62.0%	n.a	25.0%	25.0%
净利润	3	-100	20	-84	52	192
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	-85	52	191
净利率	0.4%	n.a	3.8%	n.a	9.1%	20.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3	-100	20	-84	52	192
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	33	71	66
营运资金变动	104	-258	-170	-312	270	333
经营活动现金净流	174	-315	-196	-307	458	662
资本开支	4	-825	-871	-491	-228	-180
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	-492	-228	-180
股权募资	0	1,727	0	0	0	0
债权募资	0	-169	-605	851	-87	-391
其他	-110	14	973	-47	-71	-56
筹资活动现金净流	-110	1,572	368	804	-158	-447
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	5	10	15
存货	690	395	0	0	0	0
其他流动资产	27	565	144	151	151	151
流动资产	1,312	1,638	311	326	402	442
%总资产	51.2%	43.1%	9.9%	9.0%	10.4%	11.1%
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%	45.5%	47.7%	49.5%
无形资产	53	501	1,412	1,592	1,560	1,530
非流动资产	1,252	2,159	2,834	3,283	3,447	3,546
%总资产	48.8%	56.9%	90.1%	91.0%	89.6%	88.9%
资产总计	2,565	3,797	3,145	3,609	3,849	3,989
短期借款	221	187	280	1,131	1,044	653
应付款项	1,303	942	608	339	608	937
其他流动负债	19	24	45	12	18	27
流动负债	1,543	1,153	934	1,482	1,671	1,618
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	1,482	1,671	1,618
普通股股东权益	604	2,235	2,204	2,119	2,171	2,362
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	3,609	3,849	3,989

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.009	-0.193	0.047	-0.170	0.104	0.384
每股净资产	1.941	4.482	4.420	4.250	4.354	4.737
每股经营现金净流	0.559	-0.632	-0.393	-0.616	0.918	1.328
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%	-3.99%	2.38%	8.10%
总资产收益率	0.11%	-2.53%	0.74%	-2.35%	1.34%	4.79%
投入资本收益率	1.92%	-2.01%	-0.87%	-1.60%	3.18%	7.59%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.34%	-57.73%	92.23%	-51.95%	91.04%	61.97%
EBIT增长率	-4.54%	-235.75%	-20.32%	22.40%	-296.96%	123.74%
净利润增长率	-77.88%	-3453.75%	-124.22%	N/A	N/A	270.03%
总资产增长率	30.99%	48.07%	-17.18%	14.76%	6.66%	3.61%
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	0.1	0.1	0.1
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	2,010.3	1,177.7	782.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.08%	1.04%	5.20%	45.20%	36.87%	15.92%
EBIT利息保障倍数	1.3	-3.9	-1.6	-1.6	2.0	6.1
资产负债率	66.33%	34.41%	29.70%	41.07%	43.40%	40.56%

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	1	2	4	14
增持	0	0	0	1	5
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.20	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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