

折旧摊销拖累业绩，预收账款大幅增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年三季度报告, 2018 前三季度实现营业收入 1.57 亿元, 同比减少 64.98%; 归母净利润亏损 7140.51 万元, 同比减少 15.29%。公司预计 2018 实现归属于上市公司股东的净利润-9800 至-8500 万元。
- **原主业剥离使得营收同比下滑, 折旧摊销金额增长致亏。** 2018 前三季度实现营业收入 1.57 亿元, 同比减少 64.98%, 营收较上年大幅下滑, 主要原因在于公司去年同期为桥梁钢构和教育双主业并行, 桥梁钢构业务营收占比较大, 桥梁钢构业务已于 2017 年 12 月完成剥离, 导致相关收入发生较大下降。公司 2018 年前三季度归母净利润亏损 7140.51 万元, 同比减少 15.29%, 主要原因在于公司自建学校项目竣工, 折旧摊销金额增加, 但办学前期学校利用率处于逐步提升过程, 盈利能力较弱; 且融资额度增加, 利息支出增加, 故导致亏损, 预计随着学校利用率提升、公司在艺术/体育方面布局逐步完善, 公司将逐步实现扭亏为盈。
- **预收账款/预付账款大幅增长:** 2018 前三季度, 公司预收款项较年初增加 1.34 亿元, 增长 140.06%, 主要来自于 2018-2019 学年学费收入, 此部分预收账款将按权责发生制在 2018-2019 学年确认收入; 另外, 公司预付款项较年初增加 894.66 万元, 增长 17769.82%, 主要来自于支付教学教具采购预付款。公司预收/预付账款报告期内增幅较大, 显示公司旗下学校 2018/2019 学年招生顺利, 随着预收账款确认收入, 公司盈利能力有望提升。
- **A 股稀缺纯正教育标的, 依附清华附中师资雄厚。** 2017 年 11 月, 公司完成对原主业钢结构业务的剥离, 成为 A 股首个纯正国际教育标的。目前, 公司旗下拥有两所 K12 国际教育学校——海淀凯文学校、朝阳凯文学校, 分别为 2017、2018 年开学, 总容量约为 5600 人。海淀凯文学校依附国内顶尖中学清华附中, 师资力量雄厚, 目前已通过美国大学理事会认证, 采用 AP 课程教学; 朝阳凯文学校采用 K12 全学段 IB 课程体系, 以国家课程标准和 IB 教学体系分配教学时间、知识, 培养学生国际思维、创新意识。
- **非公开发行拓展素质教育赛道:** 2018 年 6 月, 公司公告称拟非公开发行股份, 预计募集的 10 亿资金, 投入青少年素质教育平台的建设等。素质教育平台覆盖在线学习平台、智能教室等 4 个板块, 设置有 5 条产品线, 计划推出 32 项教学产品。该平台的建设有助于推动公司国际教育、素质教育协同发展, 大幅提升优质资源边际效益, 提升公司盈利能力。
- **盈利预测与评级。** 由于公司当期业绩受折旧摊销影响较大, 我们下调盈利预测, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为-0.17 元、0.05 元、0.25 元。公司是 A 股稀缺的国际教育标的, 旗下学校资产利用率处于爬坡期, 业绩弹性较大, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产业政策变动的风险, 凯文学校招生或不及预期的风险。

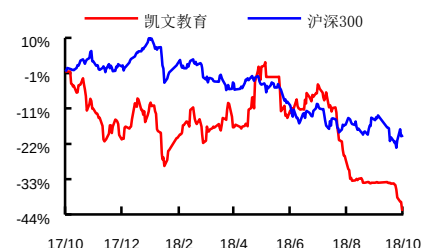
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	620.21	295.49	492.39	727.35
增长率	92.23%	-52.36%	66.63%	47.72%
归属母公司净利润 (百万元)	23.26	-86.64	24.11	122.17
增长率	124.22%	-472.51%	127.82%	406.78%
每股收益 EPS (元)	0.05	-0.17	0.05	0.25
净资产收益率 ROE	0.89%	-4.83%	1.16%	5.48%
PE	182	-49	176	35
PB	1.91	2.01	1.98	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.99
流通 A 股(亿股)	3.11
52 周内股价区间(元)	8.49-15.6
总市值(亿元)	42.33
总资产(亿元)	37.86
每股净资产(元)	4.28

相关研究

1. 凯文教育 (002659): 原主业剥离使得营收同比下滑, 教育业务发展顺利 (2018-08-08)
2. 凯文教育 (002659): 非公开发行董事会过审, 素质教育再下一城 (2018-06-12)
3. 凯文教育 (002659): 传统主业完成剥离, 教育龙头轻装上阵 (2018-04-27)

关键假设：

假设：教育业务稳步发展，随着招生数量逐年提升，学校利用率提升，教育业务毛利率 2018-2020 逐步提升至 18%、38%、45%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	763.35	322.64	620.21	295.5	492.4	727.3
yoy	-8.34%	-57.73%	92.23%	-52.4%	66.6%	47.7%
营业成本	660.80	336.21	593.04	242.3	305.3	400.0
毛利率	13.43%	-4.21%	4.38%	18.0%	38.0%	45.0%
钢结构业务						
收入	763.35	322.64	528.6	0.0	0.0	0.0
yoy	-	-57.7%	63.8%	10.0%	2.0%	2.0%
成本	660.80	336.21	485.7	-	-	-
毛利率	13.43%	-4.21%	8.11%	5.0%	5.0%	5.0%
教育业务						
收入			91.62	295.5	492.4	727.3
yoy				222.5%	66.6%	47.7%
成本			107.34	242.30	305.28	400.04
毛利率			-17.15%	18.0%	38.0%	45.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	620.21	295.49	492.39	727.35	净利润	19.59	-101.93	24.85	123.78
营业成本	593.04	242.30	305.28	400.04	折旧与摊销	83.57	267.22	361.41	361.41
营业税金及附加	4.04	2.66	3.20	4.73	财务费用	34.86	85.97	86.76	62.99
销售费用	10.00	11.82	14.77	21.82	资产减值损失	-1.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	69.87	88.65	49.24	72.73	经营营运资本变动	690.27	-1534.44	839.37	503.43
财务费用	34.86	85.97	86.76	62.99	其他	-1006.69	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-180.03	-1283.18	1312.40	1051.61
投资收益	147.82	0.00	0.00	0.00	资本支出	-729.44	-1362.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	504.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-225.44	-1362.00	0.00	0.00
营业利润	57.68	-135.91	33.14	165.04	短期借款	133.70	2595.22	-1205.95	-965.12
其他非经营损益	-6.16	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.52	-135.91	33.14	165.04	股权融资	-54.89	0.00	0.00	0.00
所得税	31.93	-33.98	8.28	41.26	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	19.59	-101.93	24.85	123.78	其他	289.49	-85.56	-86.76	-62.99
少数股东损益	-3.67	-15.29	0.75	1.61	筹资活动现金流净额	368.30	2509.66	-1292.71	-1028.11
归属母公司股东净利润	23.26	-86.64	24.11	122.17	现金流量净额	-37.89	-135.52	19.69	23.50
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	165.07	29.55	49.24	72.73	成长能力				
应收和预付款项	1.71	2005.83	1160.16	985.92	销售收入增长率	92.23%	-52.36%	66.63%	47.72%
存货	0.06	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	149.93%	-335.61%	124.38%	398.05%
其他流动资产	143.80	590.98	393.91	363.67	净利润增长率	119.62%	-620.42%	124.38%	398.05%
长期股权投资	0.20	0.20	0.20	0.20	EBITDA 增长率	392.44%	23.37%	121.52%	22.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1387.30	2552.42	2290.84	2029.27	毛利率	4.38%	18.00%	38.00%	45.00%
无形资产和开发支出	1170.92	1124.73	1078.54	1032.35	三费率	18.50%	63.09%	30.62%	21.66%
其他非流动资产	275.97	546.83	493.19	439.54	净利率	3.16%	-34.50%	5.05%	17.02%
资产总计	3145.03	6850.54	5466.08	4923.69	ROE	0.89%	-4.83%	1.16%	5.48%
短期借款	280.00	2875.22	1669.27	704.15	ROA	0.62%	-1.49%	0.45%	2.51%
应付和预收款项	623.10	1752.36	1561.85	1811.10	ROIC	1.54%	-1.02%	2.04%	4.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.40%	73.53%	97.75%	81.04%
其他负债	30.88	113.42	100.57	150.28	营运能力				
负债合计	933.98	4741.01	3331.69	2665.52	总资产周转率	0.18	0.06	0.08	0.14
股本	498.57	498.57	498.57	498.57	固定资产周转率	0.71	0.15	0.20	0.34
资本公积	1668.63	1668.63	1668.63	1668.63	应收账款周转率	3.46	7.13	6.29	7.95
留存收益	36.84	-49.80	-25.69	96.47	存货周转率	2.86	8203.27	—	—
归属母公司股东权益	2203.63	2117.40	2141.51	2263.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.80%	—	—	—
少数股东权益	7.43	-7.86	-7.12	-5.51	资本结构				
股东权益合计	2211.05	2109.54	2134.39	2258.17	资产负债率	29.70%	69.21%	60.95%	54.14%
负债和股东权益合计	3145.03	6850.54	5466.08	4923.69	带息债务/总负债	29.98%	60.65%	50.10%	26.42%
					流动比率	0.33	0.55	0.48	0.53
					速动比率	0.33	0.55	0.48	0.53
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	176.12	217.28	481.31	589.44	每股收益	0.05	-0.17	0.05	0.25
PE	181.99	-48.85	175.59	34.65	每股净资产	4.43	4.23	4.28	4.53
PB	1.91	2.01	1.98	1.87	每股经营现金	-0.36	-2.57	2.63	2.11
PS	6.82	14.32	8.60	5.82	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	24.49	32.42	12.09	8.19					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn