

2019年04月07日

凯文教育 (002659.SZ)

海淀朝阳遥相呼应，高端教育强势启航

■ **传统资产成功剥离，纯正教育公司诞生：**2017年公司成功剥离了传统业务资产——桥梁钢结构，华丽蜕变为以国际学校为核心资产的教育上市公司。目前，公司旗下主要拥有海淀凯文和朝阳凯文两所 K12 的国际学校，其中海淀凯文通过联姻名校快速办学，开设 AP 课程，2016 年 9 月投入使用，在校生约 800 人；朝阳凯文是公司自建自营自创品牌的国际学校，开设 IB 课程，2017 年 9 月投入使用，目前在校生约 500 人。2017-2018 年公司教育业务规模高速增长，教育业务收入分别同比增长 268% 和 173%，2018 年教育业务营业收入达到 2.50 亿元。

■ **出国留学屡创新高，国际教育需求强劲：**2007 年我国出国留学人员 14.4 万人，2017 年已经达到 60.84 万人，2007-2017 年出国留学人数的复合增长率 15.5%，出国留学屡创新高，为国际教育发展提供强劲需求。同时，国际学校快速发展，尤其是民办国际学校发展迅猛。2013 年以来，教育部及各地方教委发文整顿规范公办学校开设的国际部、国际班，公办国际学校发展受限，外籍子女学校因生源不足及新开学校审批严格等因素发展缓慢，在此背景下民办国际学校发展迅速，尤其是北上广深一线城市开设的 IB、AP、A-Level 等国际课程受到青睐。

■ **海淀凯文联姻名校，快速办学盈利在即：**海淀凯文是公司开设的第一所国际学校，通过联姻清华附中快速办学，为 1-12 年纪孩子提供具有清华特色、中国根基和国际品质的，以科技、艺术、体育课程引领素质教育为办学特色的中英双语课程体系，高中阶段开设美国 AP 课程。海淀凯文 2016 年 9 月首次开学，公司通过收购海淀凯文运营公司——凯文智信实现轻资产运营，目前在校生 800 人，小学、初中、高中学费分别为 20 万元/学年、24 万元/学年和 26 万元/学年，预计 2018 年海淀凯文能够实现盈利，预计 2019 年海淀凯文在校生有望达到 1200 人，海淀凯文盈利有望加速。

■ **朝阳凯文自建自营，定位高端前景广阔：**朝阳凯文是公司开设的第二所国际学校，采取自建自营自创品牌办学模式，为 1-12 年级孩子提供符合中国教学大纲的 IB 课程体系，由原伊顿公学副校长 Bob Stephenson 博士担任理事会主席，是朝阳凯文的“掌舵人”和“领航者”。朝阳凯文资产较重，办学周期相对长，2017 年 9 月建成投入使用，能够容纳 4000 名学生，开设小学部、初中部、高中部和艺术高中部，小学、初中、高中和艺术高中学费分别为 18.8 万元/学年、20.8 万元/学年、23.8 万元/学年和 18 万元/学年。朝阳凯文定位高端，师资力量雄厚，十分重视生源质量，目前在校生约 500 人，预计 2019 年在校生 800 人，未来发展空间巨大。

■ **教育艺体多轮驱动，全产业链积极布局：**体育和艺术是凯文办学的两大特色，通过内生增长和外延扩张，公司体育和艺术得到长足发展。在内生增长方面，凯文拥有一流的体育和艺术硬件设施，冰球馆、棒球馆、高尔夫练习场、体育馆、游泳馆等应有尽有；开设了足球、网球、棒球、体能、高尔夫、滑冰、冰球、击剑等多个项目的体育课程；与美国职业棒球大联盟 (MLB)、英国曼城足球俱乐部、美国 IMG 学院、

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

维持评级

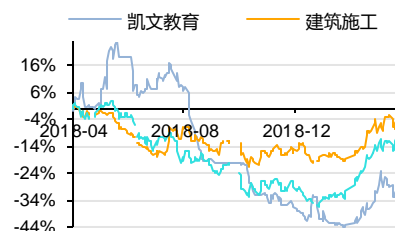
6 个月目标价：**11.75 元**

股价 (2019-04-04) **9.04 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,507.05
流通市值 (百万元)	2,811.39
总股本 (百万股)	498.57
流通股本 (百万股)	310.99
12 个月价格区间	7.01/15.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.92	-19.1	-21.64
绝对收益	10.11	22.16	-27.97

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

凯文教育：经营亏损大幅下降，招生良好扭亏在即/ 苏多永	2019-03-31
凯文教育：教育业务高速增长，国际学校展翅翱翔/ 苏多永	2019-02-24

加拿大哥维根首都人冰球俱乐部等结成战略伙伴。在外延方面，公司收购了凯文体育和威斯敏斯特合唱音乐学院等三所院校，增强凯文的体育和艺术实力。同时，公司通过定增加码素质教育，打造青少年高品质素质教育平台，实现全产业链布局扩张。

■**投资建议**: 预计公司2018年-2020年的收入增速分别为-59.65%、85.23%和55.59%; 归属于母公司股东的净利润增速分别为-521.14%、-171.20%和128.66%。预计2018-2020年公司EPS分别为-0.2元、0.14元和0.32元，PB分别为1.7倍、1.7倍、1.6倍。公司是A股市场唯一一只以国际学校为核心资产的教育上市公司，是A股市场国际学校第一股和高端教育的风向标。目前，公司教育业务初具规模，即将迎来趋势性拐点，看好公司成长性和教育资源整合空间，维持公司“买入-A”的投资评级，6个月目标价为11.75元。

■**风险提示**: 国际学校政策变动、学校招生不及预期、学费增长缓慢、优秀师资流失等风险。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	322.6	620.2	250.3	463.5	721.2
净利润	-96.0	23.3	-98.0	69.7	159.5
每股收益(元)	-0.19	0.05	-0.20	0.14	0.32
每股净资产(元)	4.48	4.42	5.17	5.31	5.63
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	-46.9	193.8	-46.0	64.6	28.3
市净率(倍)	2.0	2.0	1.7	1.7	1.6
净利率	-29.8%	3.8%	-39.1%	15.0%	22.1%
净资产收益率	-4.3%	1.1%	-3.8%	2.6%	5.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-14.0%	1.6%	-3.6%	2.9%	6.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 传统资产成功剥离，纯正教育公司诞生	5
1.1. 定向增发+协议转让，海淀国资成功入主.....	5
1.2. 传统业务日薄西山，资产剥离助力发展.....	6
1.3. 增资扩股+现金收购，教育资产整合大幕开启.....	6
1.4. 海淀朝阳轻重结合，教育板块强势启航.....	7
2. 出国留学屡创新高，国际教育需求强劲	8
2.1. 出国留学再创新高，留学低龄化趋势明显.....	8
2.2. 国际学校三分天下，民办学校迎来机遇.....	9
2.3. 北京国际教育需求强劲，国际学校发展潜力巨大.....	11
2.4. 北京民办国际学校崛起，IB、AP 课程成为主流.....	12
3. 联姻名校快速办学，海淀凯文扬帆启航	13
3.1. 海淀名校资源丰富，合作办学潜力巨大.....	13
3.2. 联姻名校清华附中，海淀凯文扬帆启航.....	14
3.3. 师资力量雄厚，课程体系丰富.....	14
3.4. 海淀凯文优势显著，招生顺利扭亏在即.....	15
4. 自建自营自创品牌，朝阳凯文扬帆启航	17
4.1. 自建自营自创品牌，硬件设施国内一流.....	17
4.2. 朝阳凯文融贯中西，定位高端打造 IB 学校.....	18
4.3. 朝阳凯文教育家办学，师资力量雄厚.....	19
4.4. 朝阳凯文招生良好，学费适中提升空间大.....	20
4.5. 重资产拖累学校结余，校舍使用率有待提高.....	20
5. 教育艺体多轮驱动，全产业链布局扩张	21
5.1. 现金收购凯文体育，体育成为办学特色.....	21
5.2. 内生增长+外延扩张，凯文艺术快马加鞭.....	21
5.3. 定增加码素质教育，全产业链布局扩张.....	22
6. 盈利预测与投资建议	23
6.1. 盈利预测与估值：高端教育强势启航，趋势拐点即将到来.....	23
6.2. 投资建议：国际学校第一股，稀缺标的值得拥有.....	24
7. 风险提示	24

图表目录

图 1：定向增发完成后（2016 年 7 月 20 日）公司股权结构示意图.....	5
图 2：截至 2018 年 9 月末公司股权结构示意图.....	5
图 3：公司桥梁钢结构资产剥离的主要事件.....	6
图 4：公司取得文凯兴股权的重要事件.....	6
图 5：2016 年 11 月凯文智信的股权结构及海淀凯文办学模式.....	7
图 6：轻资产扩张模式和重资产扩张模式对比图.....	7
图 7：中国留学生申请年龄分布.....	9
图 8：中国留学生申请年龄分布.....	9
图 9：国际人才比例的比较（单位：%）.....	9
图 10：2017 年北京小学、初中、高中的新生、毕业生和在校生规模（单位：万人）.....	11

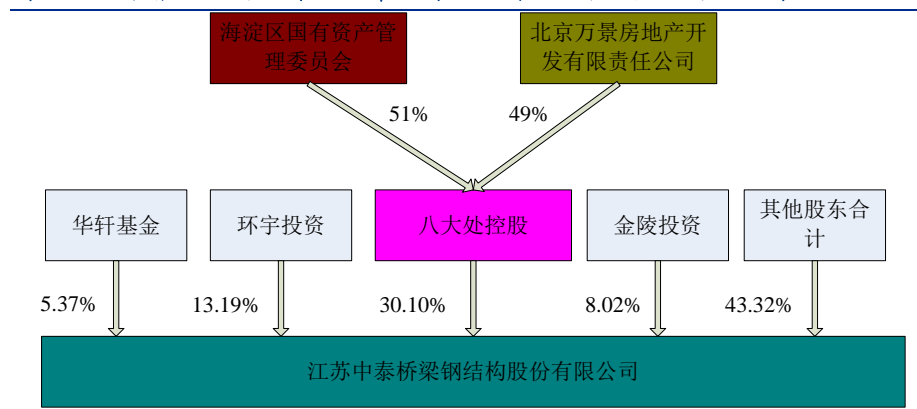
图 11: 2017 年北京民办幼儿园、小学、中等教育的学校及在校生规模 (单位: 所、万人)	12
图 12: 北京国际学校的区域分布 (单位: 所)	13
图 13: 海淀凯文办学模式——联姻名校合作办学	14
图 14: 海淀凯文的管理团队和师资力量	15
图 15: 海淀凯文的课程体系和其他组成部分	15
图 16: 海淀凯文新生、在校生规模预测 (单位: 人)	16
图 17: 海淀凯文 2018-2019 学年学费标准 (万元/年)	16
图 18: 海淀凯文 2018-2019 学年杂费情况 (万元/年)	16
图 19: 朝阳凯文规划设计图	17
图 20: IB 课程的设计及 IBDP 的国际认可度	18
图 21: 朝阳凯文 IB 课程的设计及其特点	19
图 22: 朝阳凯文师资力量	19
图 23: 体育精神成为凯文办学特色	21
图 24: 艺术教育成为凯文办学特色	21
图 25: 外延并购助力凯文艺术影响力提升	22
图 26: 青少年高品质素质教育平台项目	22
图 27: 青少年高品质素质教育平台项目运营体系	23
图 28: 凯文教育核心投资逻辑	24
表 1: 公司及八大处控股旗下主要学校一览表	8
表 2: 中国国际学校主要类型	10
表 3: 2013-2018 年教育部及各地方出台的关于国际学校方面的政策	10
表 4: 2017 年末北京市常住人口及构成	11
表 5: 北京适龄新生儿与小学新生的对比分析	12
表 6: 海淀区主要中小学及排名	13
表 7: 海淀凯文学费结余测算	17
表 8: 朝阳凯文与可比学校的学费标准的比较 (单位: 万元/学年)	20
表 9: 朝阳凯文学校结余测算	20
表 10: 凯文教育营收及增速预测(单位: 万元)	23

1. 传统资产成功剥离，纯正教育公司诞生

1.1. 定向增发+协议转让，海淀国资成功入主

2015年5月，江苏中泰桥梁钢构股份有限公司（以下简称“中泰桥梁”或公司）发布的非公开发行预案，拟向八大处控股有限公司（以下简称“八大处控股”）、华轩（上海）股权投资基金有限公司（以下简称“华轩投资”）和郑亚平等3名特定投资者非公开发行股票18756.70万股。其中，八大处控股认购股数约15005万股，华轩基金认购股数约2680万股，郑亚平认购股数约1082万股。同时，江苏环宇投资发展有限公司（以下简称“环宇投资”）拟向金陵投资控股有限公司（以下简称“金陵投资”）协议转让4000万股，2015年7月转让4000万股完成过户登记，环宇投资持股比例降至21.34%。2016年7月公司完成定向增发，八大处控股取得公司30.10%的股权，成为公司第一大股东，北京市海淀区国有资产监督管理委员会（以下简称“海淀区国资委”）成为公司实际控制人。2018年1月，公司正式更名为北京凯文德信教育科技股份有限公司（以下简称“凯文教育”）。

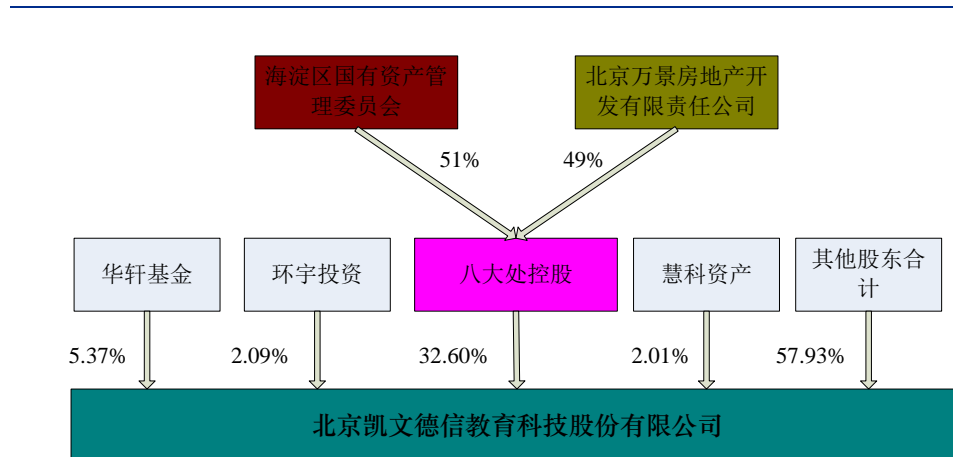
图 1：定向增发完成后（2016年7月20日）公司股权结构示意图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2017年1月八大处控股对公司进行增持，增持比例1.99%，持股比例增至32.09%；2018年1季度，八大处控股再次增持0.51%。截至2018年9月末，八大处控股持有公司32.60%的股份。海淀区国资委入主公司后，原第一大股东环宇投资持续减持，截至2018年9月末，环宇投资持股比例已降至2.09%。2017年8月金陵投资向浙江慧科资产管理有限公司（以下简称“慧科资产”）转让公司股份6.03%，2018年9月慧科资产减持公司股票995万股，截至2018年9月末，慧科资产持股比例为2.01%，金陵投资持股比例已降至前十大股东之外，具体持股比例不详。

图 2：截至 2018 年 9 月末公司股权结构示意图

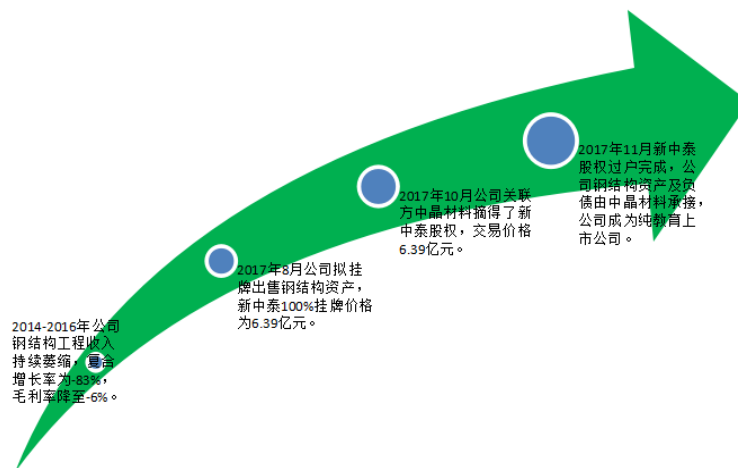


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 传统业务日薄西山，资产剥离助力发展

公司传统主业——桥梁钢结构日薄西山，行业竞争日益加剧，毛利率和净利率呈现下降趋势，2014-2016年钢结构业务营业收入从8.33亿元下降至2.76亿元，复合增速为-83%；毛利率从13%下降至-6%，传统业务举步维艰。为了更好地发展教育产业，剥脱传统业务对公司发展的拖累，2017年8月公司拟将江苏新中泰桥梁钢构工程有限公司（以下简称“新中泰”）股权在北京产权交易所公开挂牌出售，新中泰100%股权挂牌价格约6.39亿元，2017年10月关联方天津中晶建筑材料有限公司（以下简称“中晶建材”）最终摘得新中泰股权，2017年11月资产交割完成过户，公司桥梁钢结构资产及其负债全部由中晶材料承接，公司华丽蜕变为以国际学校为核心经营资产的上市公司。

图 3：公司桥梁钢结构资产剥离的主要事件

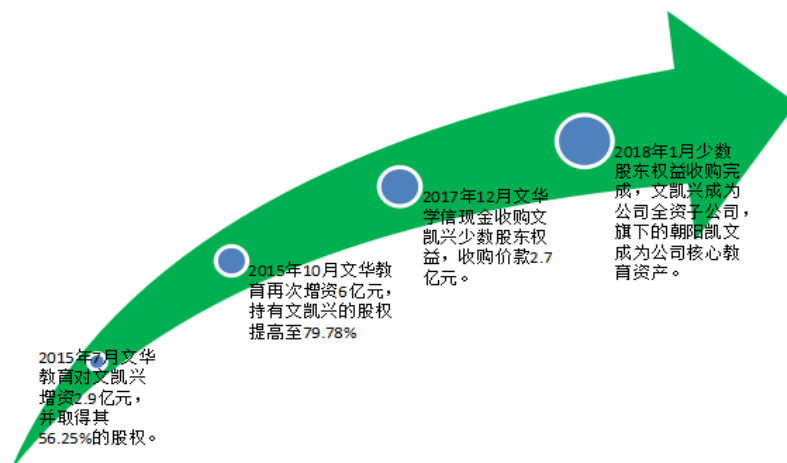


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 增资扩股+现金收购，教育资产整合大幕开启

2015年7月，公司发起成立北京文华学信教育投资有限公司（以下简称“文华教育”），注册资本金2.9亿元，由其向北京文凯兴教育投资有限责任公司（以下简称“文凯兴”）增资2.9亿元，取得文凯兴56.25%的股权，八大处控股持股比例降至43.75%。2015年10月，文华教育再次增资文凯兴6亿元，公司持有文凯兴的股权提高至79.78%，八大处控股下降至20.22%。2017年12月文华教育拟现金收购文凯兴的少数股东权益，收购价款2.7亿元，2018年1月完成了少数股东权益工商变更登记，公司取得了文凯兴100%股权。文凯兴主要从事国际教育行业的投资管理与咨询服务，旗下拥有北京朝阳凯文学校（以下简称“朝阳凯文”），朝阳凯文计划打造成为具有全球影响力的IB学校，2017年9月朝阳凯文正式开学。

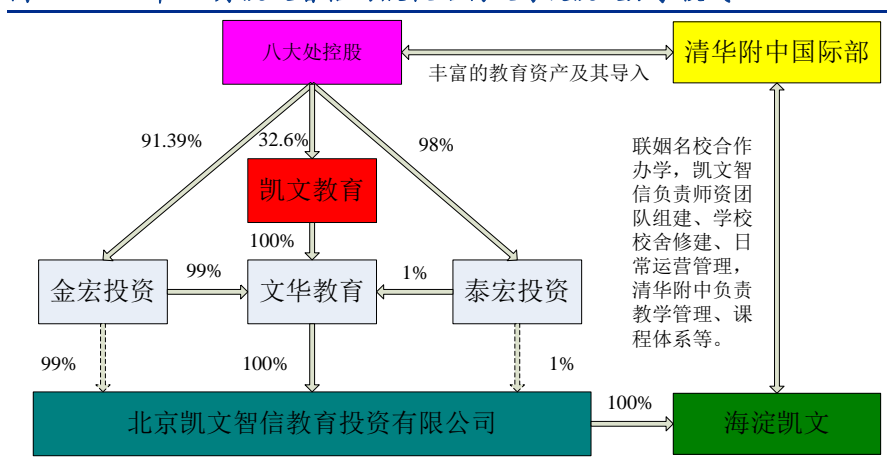
图 4：公司取得文凯兴股权的重要事件



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

八大处控股旗下拥有北京海淀凯文学校（以下简称“海淀凯文”），海淀凯文的举办人为北京凯文智信教育投资有限公司（以下简称“凯文智信”），凯文智信的股东为北京银叶金宏投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“金宏投资”，持股比例 99%）和北京银叶金泰创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“金泰投资”，持股比例 1%），八大处控股为金宏投资（认缴出资份额 91.39%）和金泰投资（认缴出资份额 98%）的有限合伙人。2016 年 11 月，公司以 1.65 亿元收购了凯文智信的 100% 股权，凯文智信承诺 2017-2019 年累计净利润不低于 5000 万元，年均净利润不低于 1667 万元。凯文智信为海淀凯文的举办者和出资人，主要负责海淀凯文的师资团队组建、学校校舍修建、日常运营管理。海淀凯文采取联姻名校——清华附中国际部模式快速办学，小学和初中阶段开设中美融合双语课程，高中阶段开设 AP 课程，2016 年 8 月首次开学。

图 5：2016 年 11 月凯文智信的股权结构及海淀凯文办学模式

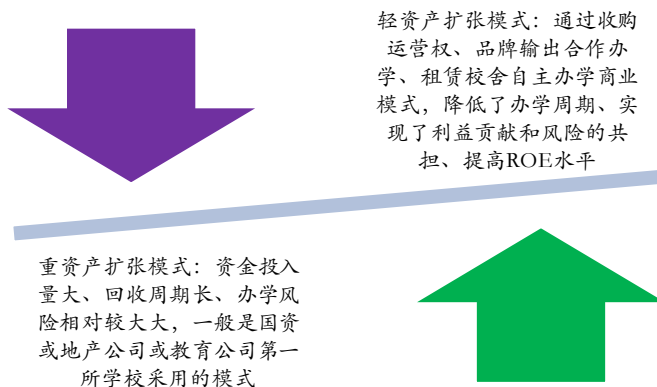


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.4. 海淀朝阳轻重结合，教育板块强势启航

目前，公司旗下拥有海淀凯文和朝阳凯文两所学校，海淀凯文开设 AP 课程，采取联姻名校方式快速办学，通过收购运营公司——凯文智信方式将其纳入上市公司，开创了轻资产扩张模式——“运营权放在上市公司，校舍资产等放在集团公司”，有助于降低学校的开办风险和折旧摊销压力，并提升 ROE 水平。朝阳凯文开设 IB 课程，通过自建、自营、自创品牌方式积极办学，土地、校舍资产、教学设备等全部计入资产，是公司重资产打造的旗舰校，有助于打造教育品牌，形成核心竞争力，但前期开办费用、固定资产折旧和无形资产摊销将对公司财务产生较大压力。公司教育产业布局轻重结合，联袂启航，凯文品牌已经在北京国际教育市场形成较高的知名度，有望走向全国、走向全球。

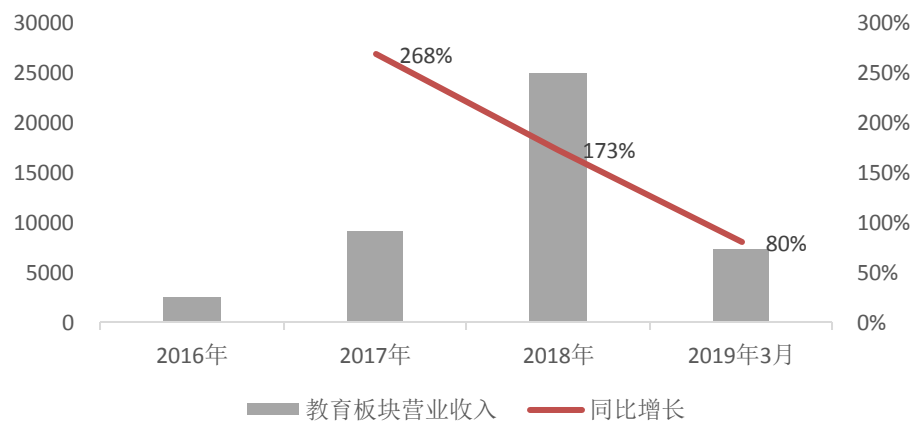
图 6：轻资产扩张模式和重资产扩张模式对比图



资料来源：公司官网、教育部、安信证券研究中心

2016年9月，**海淀凯文**迎来了第一批学生，目前拥有约800名在校生，学校最大容纳能力约1600人，目前校舍使用率约50%，预计2021年海淀凯文满员运营。2017年9月，**朝阳凯文**首次开学，目前拥有约500名在校生，学校最大容纳能力约4000人，校舍使用率为约12.5%，预计2023年朝阳凯文满员运营。海淀朝阳遥相呼应，教育板块强势启航。2017年公司教育板块营业收入0.92亿元，同比增长268%；2018年公司预计实现营业收入（2017年底钢结构资产剥离，教育业务成为公司核心业务）2.50亿元，同比增长173.11%；2019年1Q公司营业收入预计0.73亿元，同比增长80%。公司已经华丽蜕变为以国际学校为核心资产的上市公司，随着海淀凯文和朝阳凯文校舍使用率的提高，公司营业收入有望保持高速增长态势，预计在2023年进入稳定增长阶段。

图7：2016-2019Q1公司教育业务营业收入（单位：万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

未来，公司基本采取轻资产开办学校的经营模式，目前八大处控股的教育资产主要有北京海淀外国语实验学校海南校区（以下简称“海南外国语”）、北京通州教育项目和天津北塘教育项目，其中海南外国语已于2017年9月正式投入使用。海南外国语位于海南省琼海市白石岭风景区，占地面积1000亩，是海南省乃至全国规模最大、国际化程度最高的学校，设有小学、初中和高中学段，包括综合素质班、国际课程实验班、国际双优运动班三种类型，可容纳2600名学生；北京通州教育项目和天津北塘教育项目尚处于规划建设阶段。

表1：公司及八大处控股旗下主要学校一览表

学校名称	占地面积	容纳能力	开办时间	在校生规模	课程体系	2019年招生计划	2019年收费标准
海淀凯文	300亩	1600	2016年9月	800	AP课程	以教委公布为主	小学20万、初中24万、高中26万
朝阳凯文	254亩	4000	2017年9月	500	IB课程	以教委公布为主	小学16.8万、初中18.8万、高中20.8万
海南外国语	1000亩	2600	2017年9月	300	双语课程	以教委公布为主	1.7万-3.8万不等

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

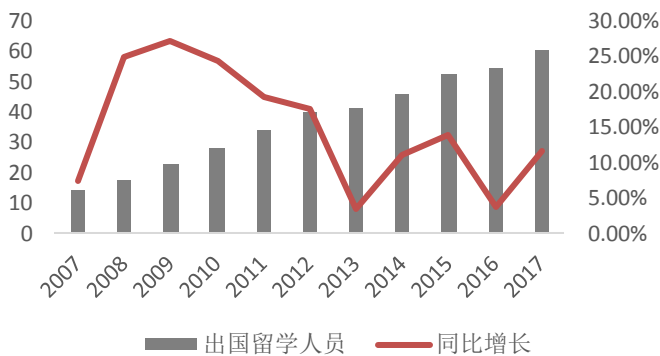
2. 出国留学屡创新高，国际教育需求强劲

2.1. 出国留学再创新高，留学低龄化趋势明显

出国留学需求旺盛，国际学校快速增长。根据国家教育部统计数据，2017年中国出国留学人数首次突破60万大关，已经达到60.84万人，同比增长11.74%，持续保持世界最大留学生生源国地位。改革开放以来，我国各类出国留学人员累计已达519.49万人，出国留学近10年发展十分迅速，2008年我国出国留学人数17.98万人，2017年已达到60.84万人，

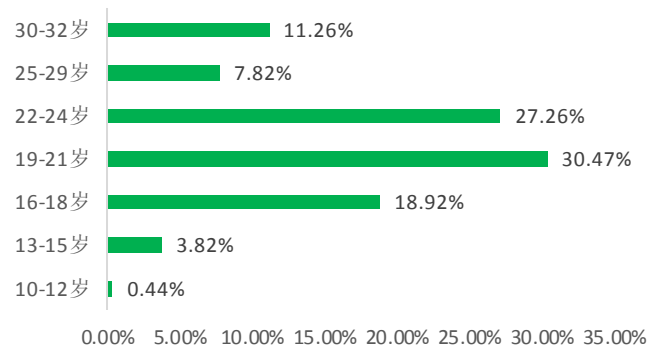
2008-2017 年复合增长率 11.72%。从中国学生留学申请年龄来看, 10-12 岁(小学阶段) 占比 0.44%、13-15 岁(初中阶段) 占比 3.82%, 16-18 岁(高中阶段) 占比 18.94%, 出国留学低龄化现象日益明显。从中国学生留学录取情况来看, 10-12 岁(小学阶段) 占比 0.41%、13-15 岁(初中阶段) 占比 2.01%, 16-18 岁(高中阶段) 占比 20.81%, 这意味着高中阶段申请出国留学成功概率更大。

图 7: 中国留学生申请年龄分布



资料来源: 教育部、安信证券研究中心

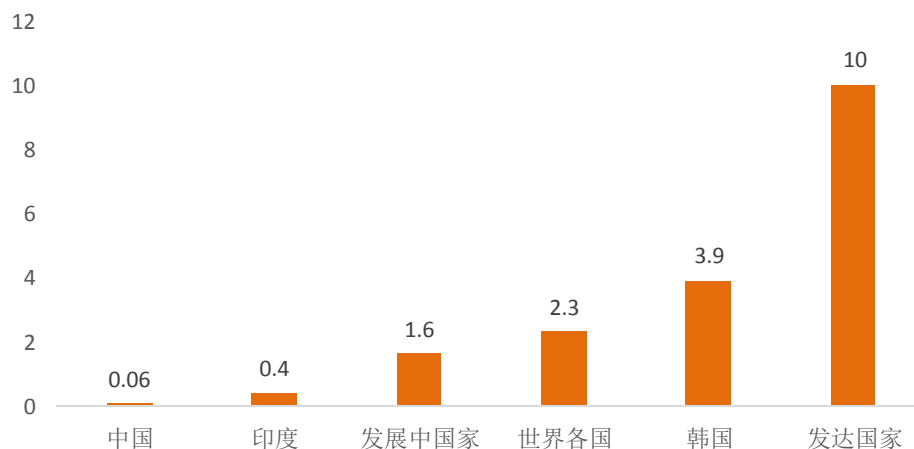
图 8: 中国留学生申请年龄分布



资料来源: 教育部、安信证券研究中心

外籍在华人员占比低, 未来提升空间较大。2016 年的调查显示, 在华外国人约 80 万人, 而同期的韩国外国人已经达到了 200 万人。中国国际人口比例 0.06%, 而印度、发展中国家、世界各国、韩国和发达国家的国际人口比例分别为 0.4%、1.6%、2.3%、3.9%和 10%, 中国国际人口比例显著低于国际水平, 是世界上国际人口比例最低的国家。为了吸引国际人才, 2016 年公安部推出支持北京创新发展 20 项出入境政策措施, 涉及外国人签证、入境出境、停留居留多个方面; 上海推出了国际人才实验区, 出台 21 项创新举措, 开展创新政策的先行先试、建立健全国际化运行机制、建立健全外国人才管理服务机制和探索实施市场化用人机制。随着中国推出更多吸引国际人才的政策, 国际人才比例有望提高, 进而带动在华外国人对国际教育需求, 从而推动了国家学校的快速发展。

图 9: 国际人才比例的比较 (单位: %)



资料来源: 中国与全球化智库 (CCG)、安信证券研究中心

2.2. 国际学校三分天下, 民办学校迎来机遇

我国国际学校主要分为三类: 第一类是由在中国境内合法设立的外国机构、外资企业、国际

组织的驻华机构和合法居留的外国人开办的国际学校（以下简称“外籍子女学校”），这类学校通常有国际学校字眼，如北京顺义国际学校、上海惠灵顿国际学校等，仅能招生外籍学生和港澳台学生；第二类是由中国境内的机构、企业、个人与国外教育机构合作开办的提供国际课程的私立双语学校（以下简称“民办国际学校”），如北京乐成国际学校、包玉刚实验学校等。这类学校大多采用国际课程，有独立的校园，其课程体系、教育理念、硬件设施和师生构成均与国际接轨，国内外学生均能招生；第三类是中国本地公立学校开设的国际部、国际班等（以下简称“公办国际学校”），公办国际学校仅能在高中阶段进行招生，国际部招生外籍学生，国际班招生中国学生，开设的课程主要有 IB、AP 和 A-Level，但上课的模式、教育理念都是中国（式）的，如人大附中国际班、上海中学国际部等。

表 2：中国国际学校主要类型

学校类型	开办主体	开设课程	招生对象	招生对象
外籍子女学校	外国机构、外资企业、国际组织的驻华机构和合法居留外国人	IB、AP、A-Level 等	外籍和港澳台护照学生	学前及 K12
民办国际学校	中国境内的机构、企业、个人与国外教育机构合作办学项目	IB、A-Level、AP 等	中外学生	学前及 K12
公办国际学校	公立学校	IB、A-Level、AP 等	中外学生	高中阶段

资料来源：教育部等相关网站，安信证券研究中心整理

2013 年教育部出台《高中阶段国际项目暂行管理办法》草案，明确要对各类高中“国际部”和“国际班”从招生、收费等多方面予以规范，对部分不符合规定的“国际班”要进行清理或转制，随后北京停止审批公办高中办国际班，上海不仅停止审批同时要求部分办学不规范的公办高中国际班改制，公办国际学校迎来最严整顿，公办学校的国际部、国际班数量急剧下降。2014 年 12 月教育部印发《关于做好外籍人员子女学校有关工作的意见》，外籍人员子女学校将从严审批、按需设立、依法管理，不得冠以“中国”“中华”“全国”“世界”“全球”等字样。2017 年上海对外籍子女学校进行整改，要求上海 21 所外国人在华开办的“国际学校”进行了更名，如上海协和国际学校更名为上海协和国际外籍人员子女学校；2018 年 2 月，北京市将实行《北京市外籍人员子女学校管理办法（试行）》，北京 19 所外籍人员子女学校除了需要更名外，还明确规定不得招收在中国境内定居的中国公民子女，不得在中国境内从事工商活动及办学以外的其他营利活动，应当开设中国语言和文化等方面的课程。公办国际学校和外籍子女学校的规范整顿有助于民办国际学校的发展，新版《民办教育促进法》允许非义务教育阶段开办营利性学校，民办国际学校发展迎来机遇，鼎石、乐成、凯文等民办国际学校快速崛起。

表 3：2013-2018 年教育部及各地方出台的关于国际学校方面的政策

时间	部门	政策	主要目的	影响
2013 年	教育部	《高中阶段国际项目暂行管理办法》	规范整顿国际部和国际班	公办国际学校收缩
2014 年	北京	停止审批公办高中办国际班	规范整顿国际部和国际班	公办国际学校收缩
2014 年	武汉	不再新批公办高中的中外合作办学项目	控制国际学校规模	中外合作办学停滞不前
2014 年	上海	不再新批新设公办高中国际班和国际部，对不规范的要求专制	规范整顿国际部和国际班	公办国际学校收缩
2014 年	教育部	《关于做好外籍人员子女学校有关工作的意见》	外籍子女学校从严审批、按需设立、依法管理	外籍子女学校收缩
2015 年	北京	传闻公办高中的国际部、国际班 3 年内消化完毕	规范整顿国际部和国际班	公办国际学校收缩
2015 年	深圳	没牌照的公办学校国际部、国际班 3 年内消化完毕	规范整顿国际部和国际班	公办国际学校收缩
2017 年	上海	要求上海 21 所外国人在华开办的“国际学校”进行了更名	外籍子女学校整改	外籍子女学校收缩
2017 年	全国人大	新版《民办教育促进法》	鼓励民办教育规范有序发展	民办国际学校扩张

2018年 北京 《北京市外籍人员子女学校管理办法（试行）》 外籍子女学校整改 外籍子女学校收缩

资料来源：教育部等相关网站、安信证券研究中心整理

2.3. 北京国际教育需求强劲，国际学校发展潜力巨大

截至2017年末，北京常住人口2170.7万人，其中常住外来人口794.3万人，占常住人口的比重为36.6%；城镇人口1876.6万人，占常住人口的比重为86.5%；0-14岁的人口226.4万人，占常住人口的比重为10.4%。根据首经贸特大城市经济社会发展研究院发布的报告，目前北京在绝大多数时间点上，承载的人口已超过3000万人，实际人口显著大于常住人口。

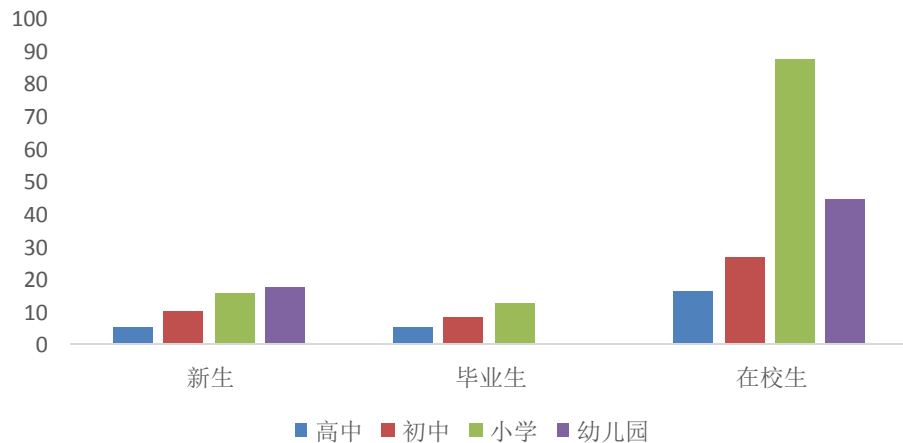
表 4：2017 年末北京市常住人口及构成

指标	人数 (万人)	比重 (%)
常住人口	2170.7	100
按城乡分:		
城镇	1876.6	86.5
乡村	294.1	13.5
按性别分:		
男性	1107.4	51
女性	1063.3	49
按年龄组分:		
0-14 岁	226.4	10.4
15-59 岁	1586.1	73.1
60 岁及以上	358.2	16.5
其中: 65 岁及以上	237.6	10.9

资料来源：北京统计局、安信证券研究中心

北京人口庞大，实际人口众多，教育需求强劲。2017年北京市普通高中招生5.4万人，在校生16.4万人，毕业生5万人；普通初中招生10.3万人，在校生26.6万人，毕业生8.2万人；普通小学招生15.8万人，在校生87.6万人，毕业生12.6万人；幼儿园入园幼儿17.7万人，在园幼儿44.6万人。

图 10：2017 年北京小学、初中、高中的新生、毕业生和在校生规模（单位：万人）

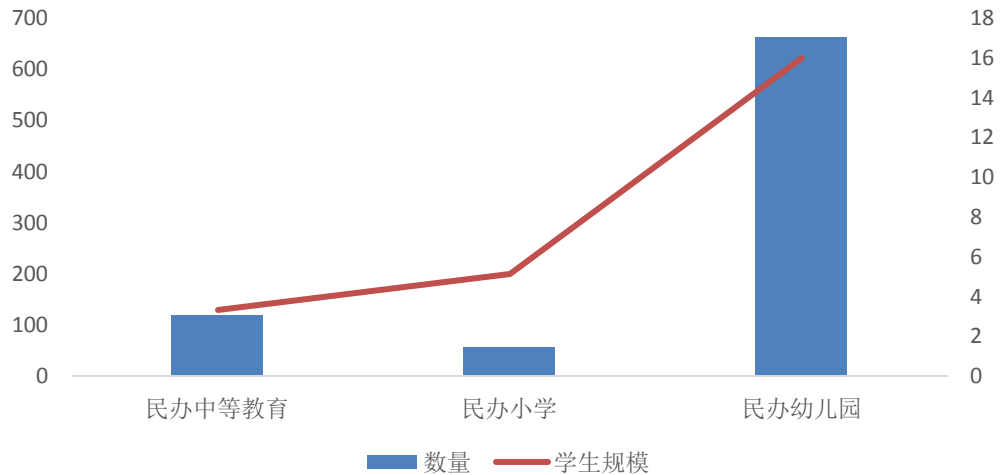


资料来源：北京市教委、安信证券研究中心

庞大的人口和适龄儿童为民办教育发展提供了有力需求支撑，民办教育发展迅速。截至2017年底，北京市民办中等教育118所，在校生3.3万人；民办小学59所，在校学生5.1万人；民办幼儿园664所，在园幼儿16万人。由于北京优质基础教育资源主要集中在公办中小学，且孩子入学与户籍、房产等挂钩，造成非京籍常住人口无法就读优质公办学校，只能去选择优质民办学校，北京民办基础教育相对公办基础教育薄弱，民办中小学校的优势在双语学校或国际学校，即引进国际课程、以出国留学为目标的民办学校，从而形成了巨大的国际教育需

求。从数据对比来看，2011年北京市新生儿约16.73万人，而2017年小学新生为15.8万人，未入小的儿童可能返回祖籍、出国或在国际学校就读。同时，国际学校招生不需要户籍、房产等，为不具备北京中小学招生的孩子提供了入学新渠道，而这部分群体十分庞大，根据预测北京市实际人口与常住人口相差800万人，这部分群体的子女为国际学校提供了充足的生源，成为国际学校发展的推动力量。

图 11：2017 年北京民办幼儿园、小学、中等教育的学校及在校生规模（单位：所、万人）



资料来源：北京市教委、安信证券研究中心

从北京新生儿和小学新生的数据对比也能看出，北京儿童入学需求正在快速分流。假设新生儿 6 年后入小学，比如 2006 年出生的孩子将在 2011 年入小学，2006 年北京市常住人口新生儿 9.9 万人，2011 年小学新生 13.3 万人，适龄新生儿与小学新生之差为 -3.63 万人，多出来的小学新生为在京流动人口子女入学。2012 年适龄新生儿与小学新生之差为 -4.3 万人，之后两者开始趋同，并逐渐转正，2017 年达到 0.93 万人，这说明返回祖籍、国际学校、出国等分流了北京市读书需求。如果流动人口返回祖籍的概率大，但常住人口更多以出国留学或国际学校为主，考虑到常住人口一般指在京居住满半年的人群，这部分人在京有工作，甚至有房产，其子女在京读国际学校的概率较大，而这部分群体在 2017 年有近万人在京未入小，国际学校可能是他们读书的新去处。

表 5：北京适龄新生儿与小学新生的对比分析

年份	常住人口 (万人)	出生率 (%)	新生儿 (万人)	小学新生 (万人)	适龄新生儿-小学新生 (万人)
2011	2018.60	8.29	16.73	13.30	-3.63
2012	2069.30	9.05	18.73	14.20	-4.30
2013	2114.80	8.93	18.89	16.60	-3.01
2014	2151.60	9.75	20.98	15.30	-1.45
2015	2170.50	7.96	17.28	14.60	-0.45
2016	2173.00	9.32	20.25	14.50	0.18
2017	2170.70	9.06	19.67	15.80	0.93

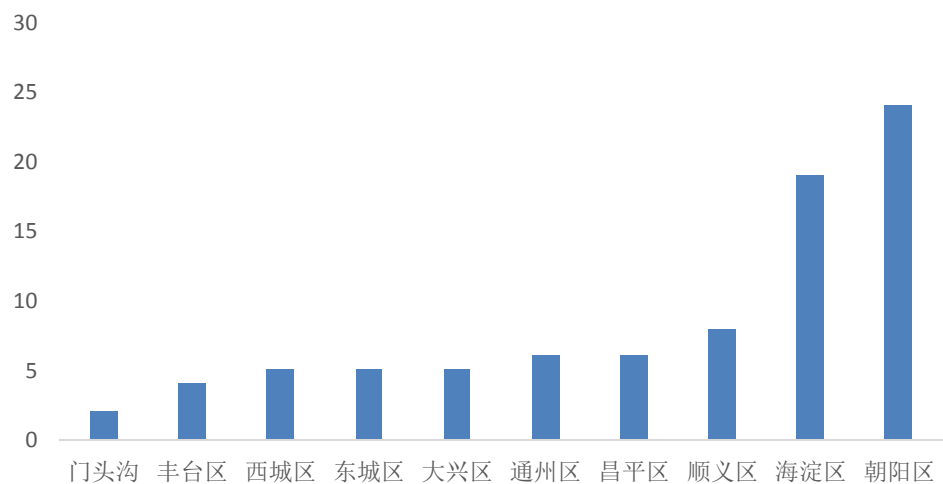
资料来源：北京市统计局、安信证券研究中心

2.4. 北京民办国际学校崛起，IB、AP 课程成为主流

根据国际学校网 (<http://www.guojixuexiao.org/>) 统计，北京的国际学校共计 98 所，除公办学校的国际班仅招生京籍学生外，其他国际学校的招生范围都是外籍学生或中国籍学生。从课程体系来看，AP 课程是主流，北京开设 AP 课程的国际学校约有 35 所，比如清华附中国际部等公办学校和海淀凯文、北京市二十一世纪国际学校等民办国际学校均开设 AP 课程，AP 课程占比达到三分之一以上。其次是 IB 课程和 A-Level 课程，北京顺义国际学校、北京

德威英国国际学校、北京 BISS 国际学校、人大附中国际部等 15 所国际学校开设了 IB 课程；北京爱迪(国际)学校、北京哈罗英国学校、十一学校、八十中学等 14 所国际学校开设了 A-Level 课程。从区域来看，朝阳区国际学校最多，爱迪、世青、乐成、京西、耀中等 24 所国际学校坐落于此；其次是海淀区，人大附中、清华附中、北大附中国际部、海淀外国语、海淀凯文等 19 所国际学校位于海淀，且以公办学校国际班和国际部为主；东城、西城、大兴、顺义等区域国际学校也占有一定比例，鼎石、海嘉、德威等国际学校集聚在顺义、东城、西城等区域。从新批学校来看，2017 年北京新增 6 家国际学校，分别为北京正泽学校、北京天悦学校、赫德双语学校、哈罗北京安贞校区、朝阳凯文和新府学外国语，6 家国际学校均为民办国际学校，北京民办国际学校无论在数量还是新生或在校生均处于明显的优势。

图 12：北京国际学校的区域分布（单位：所）



资料来源：国际学校网、安信证券研究中心

3. 联姻名校快速办学，海淀凯文扬帆启航

3.1. 海淀名校资源丰富，合作办学潜力巨大

“中国教育看北京，北京教育看海淀”，海淀教育既是国内教育的“高地”，又是国内优质教育的“代名词”，海淀区积聚了丰富的优质教育资源。在高等教育领域，北京大学、清华大学、人民大学等 50 多所高校和众多科研院所云集海淀；在基础教育领域，海淀区拥有人大附中、清华附中、北大附中、十一中学、一零一学校、首师附中、清华附小、人大附小、中关村一小、中关村二小、中关村三小等全国前列的中小学。海淀区的教育资源无与伦比，海淀教育资产证券化悄然崛起，2015 年海淀区国资委启动对中泰桥梁（凯文教育前身）整合，通过“参与定增+协议转让+大股东增持”相结合方式成功取得了公司控股权，凯文教育成为海淀区国资委旗下教育资产整合运作平台，主要负责 K12 实体学校的运营管理，目前旗下已经拥有海淀凯文和朝阳凯文两所学校，八大处控股旗下还拥有海南外国语、北京通州教育项目和天津北塘教育项目。

表 6：海淀区主要中小学及排名

海淀区学校名称	学校类别	学校排名
中关村一小	小学	2
人大附小	小学	3
中关村三小	小学	4
中关村二小	小学	9
人大附中	初学	2
北大附中	初学	5
人大附中	高中	1

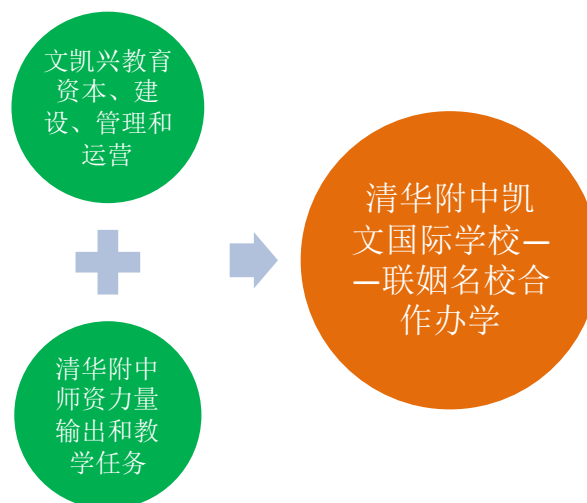
十一学校	高中	6
一〇一学校	高中	7
清华附中	高中	8
北大附中	高中	9

资料来源：21 世纪教育网网站 (<http://news.21cnjy.com/>) 等、安信证券研究中心

3.2. 联姻名校清华附中，海淀凯文扬帆启航

公司开办的第一所学校——海淀凯文采取联姻名校的办学模式，即公司全资子公司凯文智信与清华附中共同举办，凯文智信主要负责教学楼、宿舍、图书馆、运动场等教育基础设施建设与维护、配套教学设备采购、学校物业管理和运营管理等，清华附中主要负责师资力量输出、课程体系设置和教学任务管理。海淀凯文充分利用了上市公司资本平台和清华附中的教育资源，有助于海淀凯文快速发展。海淀凯文校园面积 26 万平方米，能够容纳 1600 名学生，2016 年 9 月正式开学，为 1-12 年级孩子提供具有清华特色、中国根基和国际品质的、以科技、艺术、体育课程引领的素质教育为办学特色的中英双语课程体系 (THIC)，高中阶段课设美国的 AP 课程。2017 年 8 月海淀凯文被美国大学理事会(College Board)授予 AP 教学示范校，成功取得了 CEEB (College Entrance Examination Board) 代码，海淀凯文仅用 1 年时间 AP 课程就得到了国际认可，彰显出海淀凯文办学实力。

图 13：海淀凯文办学模式——联姻名校合作办学

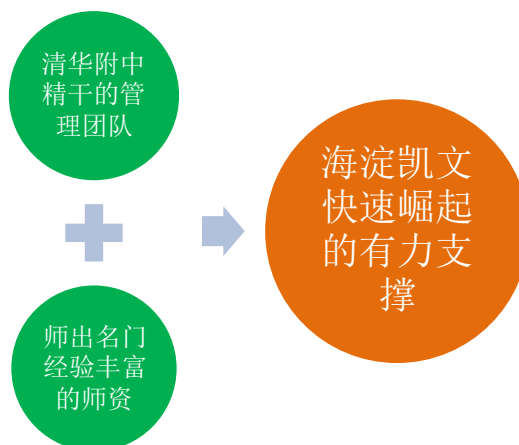


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.3. 师资力量雄厚，课程体系丰富

海淀凯文师资力量雄厚，执行校长周兆兰新加坡南洋理工大学国立教育学院研究生毕业，获 MEA 教育管理硕士学历和学位，在清华附中任职超过 20 年，海淀区英语学科带头人、骨干教师，先后担任清华附中永丰学校副书记、副校长、清华附中秦汉学校副校长、清华附中上地学校教学副校长，学校管理经验十分丰富。学术校长王实是美国 NACAC (美国国家升学指导及录取招生联盟) 成员、International ACAC (海外升学指导及录取招生联盟) 成员、专业学术发展委员会委员、海外升学指导联盟“升学指导研修院”首任秘书长，曾担任清华附中校长助理、升学指导中心主任。学术副校长 Donald Miller 先生拥有 21 年的国际教育工作经验，分别持有教育文学硕士和教育管理学硕士，曾担任芝加哥希望学校、伊利诺伊希望学校和北京希望国际学校执行校长，在加入海淀凯文前是清华附中国际学校中学部校长。海淀凯文的教师团队毕业于耶鲁大学、清华大学、北京大学、加州伯克利大学、纽约大学、北京师范大学等国内外顶级学府，具备学科相关专业硕士及以上学位，并拥有国内一流院校或国际学校教学经历，既深入了解中国传统教育的优势及不足，同时又对美国教育体系及教学理念有透彻的理解。

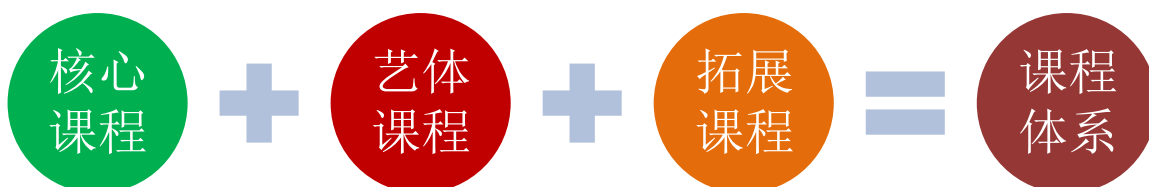
图 14: 海淀凯文的管理团队和师资力量



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

海淀凯文中小学课程体系在清华附中及其国际部经过多年实践、研究美国课程及国际课程的基础上, 结合中国课程的本质和内容, 兼顾中、西方教学优势及北京凯文学校的办学理念研 1-12 年级“一条龙”衔接培养的双语课程体系, 主要分为核心课程、艺体课程和拓展课程。海淀凯文的核心课程分为小学、初中和高中, 小学阶段的课程与教学活动全部围绕着兴趣培养、基本学习技能学习和思维方式引导等方面进行编排, 中外教共同执教, 开设数学、科学、中文和英文等学科; 初中阶段课程难度加强, 数学难度增加, 且纯外教授课, 英文课时增加而中文课时减少, 科学进行了科目细分, 开设了科学实验和科学阅读这两门课程; 高中阶段课程设置与课时安排参照美国高中课程体系, 包括具有挑战性的核心学术课程, 丰富的选修课程和多样的拓展类课程, 包括语言、数学、社会科学、美国 AP 课程和选修课。艺体课程为学生提供优质的学习环境、课程体系和教学团队, 主要开设音乐、美术和舞蹈等艺术课程, 以及网球、高尔夫、棒球等多种体育课程, 是海淀凯文实践素质教育的主要抓手。拓展课程是指完善知识结构, 开拓学生视野, 提升动手及创新能力, 并与国际接轨的各种课程, 涉及语言、数学思维、计算机科学、STEM 课程、科学和文化等。

图 15: 海淀凯文的课程体系和其他组成部分



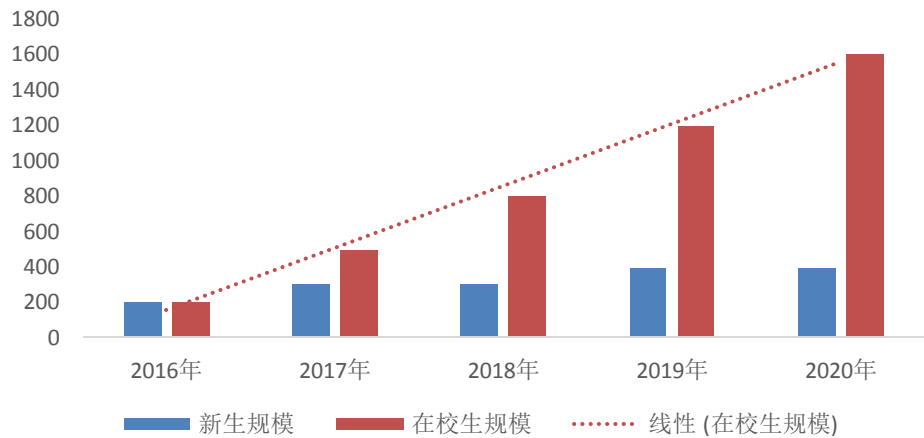
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

3.4. 海淀凯文优势显著, 招生顺利扭亏在即

海淀凯文竞争优势显著, 联姻名校快速提升学校知名度, 教育家办学快速积累需求基础, 名师教学快速提高教学质量, 海淀凯文凭借软硬件优势快速发展。2016 年 9 月海淀凯文迎来首批学生, 2017 年 8 月海淀凯文通过了 AP 课程的国际认证, 2017 年 9 月海淀凯文迎来第二批学生, 2018 年 9 月海淀凯文将迎来第三批学生, 目前在校人数约 800 人。海淀凯文

已经启动了 2019 年招生计划，校园开放日十分火爆，家长咨询数量大幅增长，预计 2019 年海淀凯文新生有望达到 400 人，在校生规模有望达到 1200 人。

图 16：海淀凯文新生、在校生规模预测（单位：人）

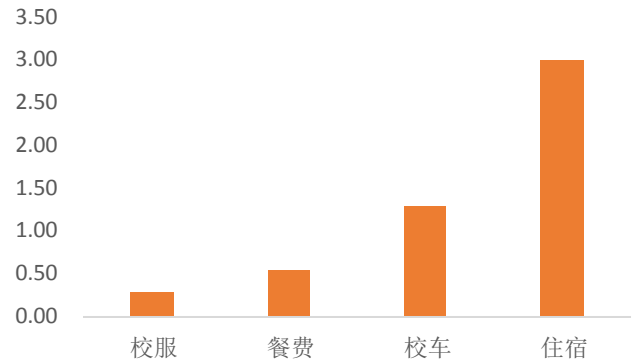
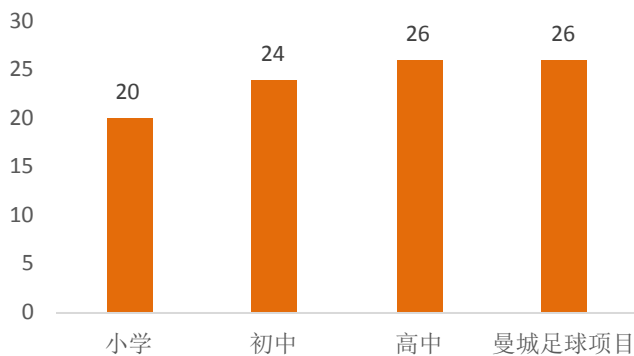


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

招生顺利助力海淀凯文业绩释放。海淀凯文的收入主要来自于学费和其他项目收费，2017-2018 学年海淀凯文学费 1-5 年级 20 万元/年、6-8 年级 24 万元/年、9-12 年级 26 万元/年和曼城足球项目（1-2 年级）学费 26 万元/年；其他收费：（1）校车：1.3 万元/年（5 公里以内），1.37 万元/年（5 公里-13 公里），1.5 万元/年（13 公里以上）；（2）住宿管理费 3 万元/年；（3）校服费：0.283 万元/年；（4）午餐费：0.546 万元/年。2017 年凯文智信实现营业收入 6497 万元，占 2017 年公司教育板块营业收入的 71%。

图 17：海淀凯文 2018-2019 学年学费标准（万元/年）

图 18：海淀凯文 2018-2019 学年杂费情况（万元/年）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

海淀凯文的成本主要来自于教学管理和授课老师的人工成本、海淀凯文校园租赁成本、海淀凯文装修改造等费用摊销等，人工成本因工资调整和人员增加处于可变状态，租赁成本按照在校生规模和人均 1 万元标准收取；长期待摊费用总额 2.81 亿元，每年计提费用约 1876 万元。2018 年海淀凯文新增学生约 300 人，在校生约 800 人，校舍使用率约 50%；2019 年海淀凯文预计增加新生 400 人，在校生预计 1200 人，校舍使用率约 75%；预计 2020 年海淀凯文有望再次增加 400 名学生，在校生预计达到 1600 人，海淀凯文有望实现满员运营。随着学校学生数量的增加和校舍使用率的提高，海淀凯文学费和杂费流水将高速增长，预计 2017-2020 年分别为 13200 万元、22080 万元、34560 万元和 48000 万元；学校结余也将呈现高速增长态势，预计 2017-2020 年分别为 224 万元、6076 万元、12788 万元和 2243 万元。海淀凯文满员运营后将呈现稳步增长态势，增速主要取决于学费增长幅度和围绕国际学校衍生出的新产业所创造的收入。

表 7：海淀凯文学费结余测算

	2017	2018	2019E	2020E
招生规模 (人)	300	300	400	400
在校生 (人)	500	800	1200	1600
平均学费 (万元/人)	22	23	24	25
杂费 (学费 20%)	4.4	4.6	4.8	5
学费+杂费流水 (万元)	13200	22080	34560	48000
收入合计 (万元)	7920	16560	26880	40000
师生比	1:5	1:6	1:7	1:8
老师数量 (人)	100	133	171	200
师均成本 (万元/人)	40	42	44	46
老师总成本	4000	5600	7560	9261
学校租金	500	800	1200	1600
学校收费 10% 计提	1320	2208	3456	4800
长期待摊费用计提	1876	1876	1876	1876
学校结余	224	6076	12788	22463

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 自建自营自创品牌，朝阳凯文扬帆启航

4.1. 自建自营自创品牌，硬件设施国内一流

朝阳凯文是由公司全资子公司——文凯兴投资兴建，校园面积 17 万平方米，主要面向北京市招收大陆籍及外籍适龄学生，提供从小学到高中的符合国家教学大纲的 IB 课程体系，拥有小学部、初中部、高中部和艺术高中部等 4 个学部，学生容纳能力 4000 人，预计小学部 800 人、初中部 900 人、高中部 2100 人、艺术高中 200 人，实行 5-3-4 学制，即小学 1-5 年级，初中 6-8 年级，高中 9-12 年级。朝阳凯文位于北京市朝阳区金盏乡，是公司自建自营自创品牌的第一所国际学校，是公司在京打造的第二所高端双语学校，2017 年 9 月海淀凯文建成投入使用，拥有教学楼、实验楼、艺术楼、体育馆、图书馆、计算机房等教育教学必备设施，教室内均设有最先进的新风和除霾设施。小学部和中学部各自拥有独立的教学楼和图示馆，并根据不同年龄特点进行设计；朝阳凯文拥有 21 间学科齐全的实验室及 DT 教室，拥有 23000 平方米综合体育馆、3100 平方米小学专用体育馆、专业冰球场和 50 米 8 道游泳馆；拥有 400 米 8 道环形跑道、环校生态慢跑跑道、标准篮球场、网球场和足球场；拥有专业声乐教室 7 间，钢琴练习室 50 余间，专业舞蹈教室 14 间，排练厅 3 间；拥有 8600 平方米的独立演艺中心，内设 200 人的黑匣子剧场和 800 人的专业剧院。朝阳凯文通过自建、自营、自创品牌方式办学，从学校的规划设计、投资建设、教学设备、师资力量、课程体系、运营管理等全由公司负责，拥有优美的校园环境，一流的教学设施和先进的艺体场所，硬件设施国内一流。

图 19：朝阳凯文规划设计图

 资料来源：朝阳凯文官网 (<http://cy.kaiwenacademy.cn/>)、安信证券研究中心

4.2. 朝阳凯文融贯中西，定位高端打造 IB 学校

IB 课程是国际文凭组织 IBO (International Baccalaureate Organisation, 缩写为 IBO), 为全球学生开设从幼儿园到大学预科的课程, 为 3-19 岁的学生提供智力、情感、个人发展和社会技能等方面的教育, 被誉为“成熟的国际化素质教育”。IBO 成立于 1968 年, 总部设在日内瓦, 是具有全球最高认可的高中课程之一, 与 AP、A-level、VCE 等课程并称全球四大课程体系, 拥有领先的教育思想和独特的结构。IB 课程设置 6 大模块, 主要包括第一语言(英文、中文)、第二语言(英语, 中文, 日语, 韩语, 西班牙语, 德语)、人文类(经济, 商务管理, 历史, 哲学, 心理学)、科学类(生物、物理、化学、运动科学、计算机科学)、数学(高等(HL)数学)和艺术学科(音乐、视觉艺术、舞蹈)。IB 课程最大吸引力在于它是国际认证, 高中毕业生可以凭借优异的 IB 成绩申请世界主要国家大学, 尤其是美国、英国大学, 同时 IB 的文凭成绩也可以转化为澳洲 ATAR 高考成绩, 作为澳洲大学的入学成绩, 目前超过 130 个国家和 4000 所高校认可 IBDP 文凭, 包括哈佛、耶鲁、剑桥、牛津等全球知名学府。

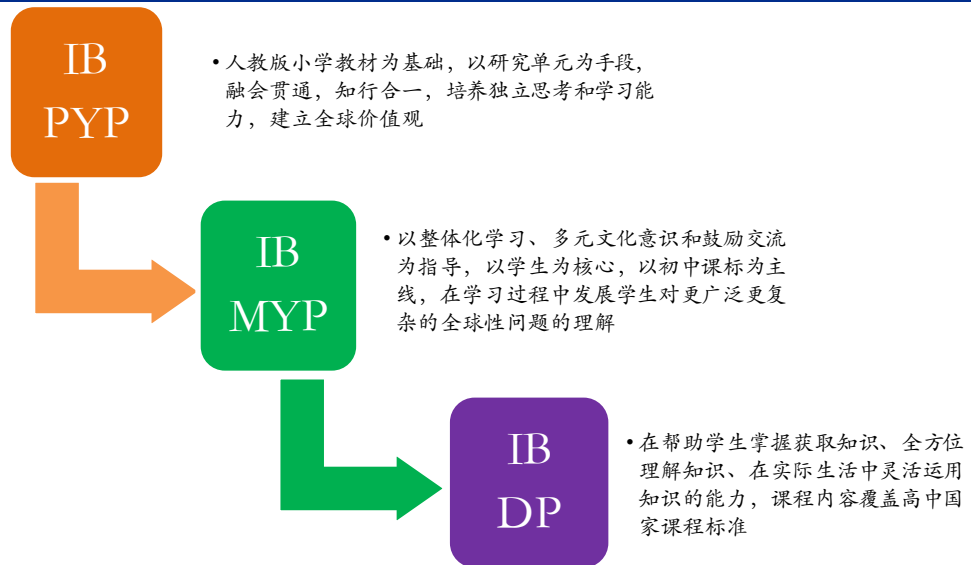
图 20: IB 课程的设计及 IBDP 的国际认可度



资料来源: IBO、安信证券研究中心

朝阳凯文执行符合国家大纲的 IB 课程体系, 以国家课程标准和 IB 教学体系分配各年级各学科教学时间和学科知识, 融合中西, 学习能力、创新思维、学科知识并重。小学阶段 (IB PYP), 朝阳凯文以中方人教版小学教材的知识内容为基础, 以探究单元为手段, 实现六大超学科学习模式, 促进学生建立各学科间联系, 融会贯通, 知行合一, 培养独立思考和学习能力, 建立全球价值观; 初中阶段 (IB MYP), 朝阳凯文以整体化学习、多元文化意识和鼓励交流三大概念为指导, 以学生为核心, 以初中课标为主线完成义务教育阶段的教学内容, 在学习过程中发展学生对更广泛更复杂的全球性问题的理解。高中阶段 (IBDP), 朝阳凯文旨在帮助学生掌握获取知识、全方位理解知识、在实际生活中灵活运用知识的能力, 课程内容覆盖高中国家课程标准。朝阳凯文硬件设施国内一流, 软实力快速提升, 仅用一年时间就取得了 IB 学校候选校资格, 一座高端的 IB 学校已经扬帆启航。

图 21：朝阳凯文 IB 课程的设计及其特点

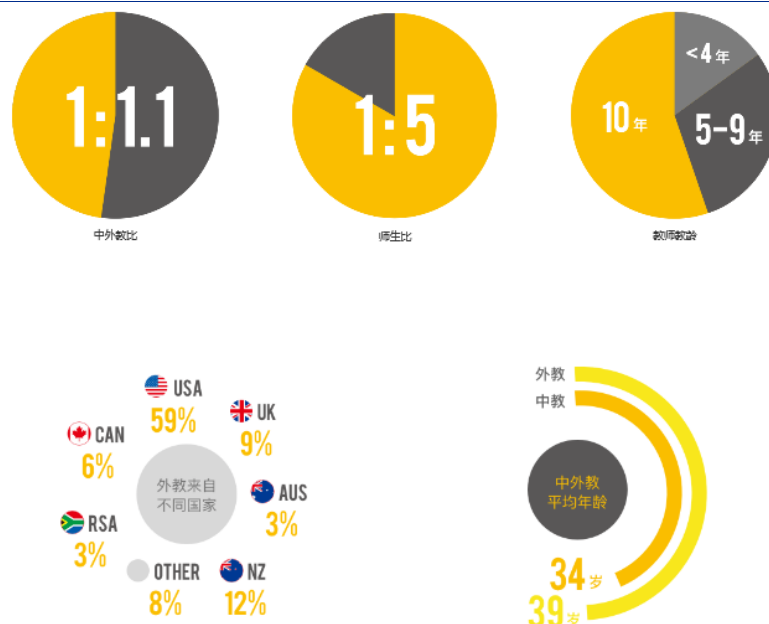


资料来源：IBO、安信证券研究中心

4.3. 朝阳凯文教育家办学，师资力量雄厚

朝阳凯文的理事会主席 Bob Stephenson 博士为伊顿公学前任副校长，1983 年加入伊顿公学，此后的 34 年时间里先后在伊顿生物系主任、科学系主任、资深导师、常务副校长等职位，是著名的教育家和优秀的管理者，具有丰富的办校经验。2017 年 6 月 Bob Stephenson 博士正式加盟凯文教育集团，担任学术委员会主任、朝阳凯文学校理事会主席，是朝阳凯文的“掌舵人”和“领航者”，能够将伊顿公学教育理念、执教经验、课程体系和招生理念等引入朝阳凯文，推动朝阳凯文高质量快速发展。同时，朝阳凯文拥有雄厚的师资力量。朝阳凯文招聘的中外籍授课老师必须具备丰富教学经验和 IB 课程授课资格，超过 80% 的老师教龄在 5 年以上，50% 以上的老师教龄在 10 年以上。朝阳凯文中外教比例为 1:1.1，中教老师平均年龄 34 岁，外教老师的平均年龄 39 岁，外教老师主要来自于美国 (59%) 和英国 (9%)，其他外教均为英语为母语国家，中教老师具有双语教学和国际教学经验，部分老师具有海外留学经历，朝阳凯文师资力量十分雄厚。

图 22：朝阳凯文师资力量



资料来源：IBO、安信证券研究中心

4.4. 朝阳凯文招生良好，学费适中提升空间大

2017年9月朝阳凯文迎来了1-10年级的240名首批学生,2018年9月朝阳凯文新增约300名学生,目前在校生预计约500人。当前,朝阳凯文通过校园开放日、国际教育展、宣讲等方式加大招生宣传,稳步推进招生工作,预计2019-2020学有望新增学生400人,在校生规模预计在900人。从学费来看,朝阳凯文小学1-5年级18.8万元/学年,初中6-8年级20.8万元/学年,高中9-12年级23.8万元/学年。朝阳凯文学费标准与北京乐成国际学校、北京鼎石学校、北京私立汇佳学校、北京哈罗英国学校、北京耀中国际学校、北京德威英国国际学校、北京京西国际学校等相比仍有较大提升空间,朝阳凯文的生均学费仅是7所学校生均学费的0.8,乐成国际学校生均学费最高达到26.27万元/学期,朝阳凯文仅占其生均学费的0.72,朝阳凯文硬件优势显著,软件优势逐渐显现,生均学费提升空间较大。

表 8: 朝阳凯文与可比学校的学费标准的比较 (单位: 万元/学年)

学校	小学		初中		高中	学费均价
	1 年级	2-5 年级	6-8 年级	9-10 年级	11-12 年级	
北京京西国际学校	22.26	23.87	25.32	27.87	28.60	25.58
北京加拿大国际学校	20.20		20.70	22.70	23.70	21.83
北京德威英国国际学校	21.40	23.60	25.40	27.20	21.80	23.88
北京哈罗英国学校	20.39		23.62	24.21		22.74
北京乐成国际学校	24.40		26.50	27.90		26.27
北京鼎石学校	23.50		26.50	26.50		25.50
朝阳凯文	18.80		20.80	23.80		21.13
学费均值						23.51
凯文学费均值/学费均值						89.89%

资料来源: 国际学校网, 21 世纪教育网, 安信证券研究中心

4.5. 重资产拖累学校结余, 校舍使用率有待提高

朝阳凯文为公司自建自营自创品牌旗舰学校,总投资近24亿元,其中使用募投资金12亿元。朝阳凯文建成后形成约13.64亿元的固定资产和9.72亿元的无形资产(土地使用权),按照朝阳凯文折旧年限(30年)和摊销年限(50年),朝阳凯文年均固定资产折旧约为3479万元和1996万元,两者合计为5475万元,固定资产折旧和无形资产摊销拖累朝阳凯文办学结余。朝阳凯文投资建校使用了银行借款,2018年3季度公司新增10亿元长期借款,按照5%贷款综合利率计算,2018年预计财务费用3700万元,2019年预计财务费用6000万元,2021年公司开始减少银行借款,财务费用随着减少。同时,朝阳凯文校舍使用率有待提高,目前朝阳凯文校舍使用率约12.5%,尚未达到盈亏平衡点。重资产扩张的实体学校盈亏平衡点校舍使用率预计达到30%,2019年朝阳凯文预计新增学生300人,在校生规模预计800人,校舍使用率20%;2020年朝阳凯文预计新增学生400人,在校生规模预计1200人,将达到盈亏平衡点;2023年朝阳凯文有望实现满员运营,学校结余有望达到3.69亿元。

表 9: 朝阳凯文学校结余测算

学年	学生总计	收入总计	老师成本	折旧+摊销	管理费用	销售费用	财务费用	成本+费用	学校结余
2017-2018	300	7543	2625	5475	2263	377	3931	14671	-7128
2018-2019	500	14075	4375	5475	4223	704	3700	18476	-4401
2019-2020	800	23096	7000	5475	6929	1155	6000	26559	-3463
2020-2021	1200	34164	9600	5475	10249	1708	6000	33032	1132
2021-2022	2300	59433	15333	5475	17830	2972	3000	44610	14823
2022-2023	3100	77601	17714	5475	23280	3880	2000	52350	25251
2023-2024	4000	97560	20000	5475	29268	4878	1000	60621	36939

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

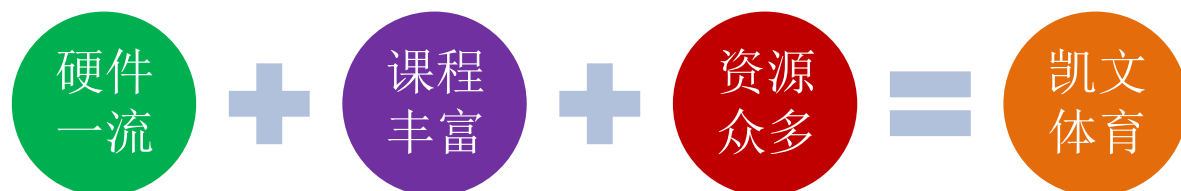
备注: 老师成本按照人均40万元/年计算, 管理费用按照30%计提, 销售费用按照5%计提。

5. 教育艺体多轮驱动，全产业链布局扩张

5.1. 现金收购凯文体育，体育成为办学特色

2016年11月，公司以995.56万元收购北京凯文学信体育投资管理有限公司（以下简称“凯文体育”）100%股权，凯文体育主要从事体育运动项目经营和体育用品销售等业务，拥有与教育产业配套的国际化体育教育特色平台，培养孩子的“体育精神”成为凯文办学特色。从硬件来看，海淀凯文拥有6270平米综合体育馆、600平米小学专用体育馆、2700米室外冰场、25米泳道标志游泳馆、300米8道环形跑道、1000米环校生态慢跑道、100米皮划艇练习场、标准篮球场、网球场、棒（垒）球场、足球场和高尔夫练习场，体育设施十分齐全；朝阳凯文拥有23000平方米综合体育馆、3100平方米小学专用体育馆、200米室内跑道、400米8道环形跑道、环校生态慢跑道、50米8道游泳馆、专业冰球馆、标准篮球场、网球场和足球场。从课程来看，海淀凯文和朝阳凯文已开设了足球、网球、棒球、体能、高尔夫、滑冰、冰球、击剑等多个项目的体育课程，部分课程已经向社会开放。从国际资源来看，海淀凯文和朝阳凯文拥有美国职业棒球大联盟(MLB)、英国曼城足球俱乐部、美国IMG学院、加拿大哥维根首都人冰球俱乐部、中网公司（中国网球公开赛）、英国职业高尔夫球协会等世界一流的合作伙伴。

图 23：体育精神成为凯文办学特色



资料来源：海淀凯文官方网站、安信证券研究中心

5.2. 内生增长+外延扩张，凯文艺术快马加鞭

艺术教育也是公司在国际学校领域的另一大办学特色。从硬件来看，海淀凯文拥有使用面积2200平方米的艺术中心、15间钢琴练习室和声乐、器乐、舞蹈、戏剧等专用教室，还有书法、绘画、版画教室，以及服装设计、3D打印、精工、陶艺、视觉影视等各种室；朝阳凯文拥有7间专业声乐教室、14间专业舞蹈教室、3间排练厅、8600平方米的独立演绎中心（内设200人的黑匣子剧场和800人的专业剧院）。从课程来看，海淀凯文开设AIP国际艺术高中课程。AIP国际艺术高中课程是国内提供国际化艺术教育体系的知名品牌“AIP国际艺术计划”旗下的课程之一，“AIP国际艺术计划”隶属于文化部下属的中国艺术职业教育学会美术与设计专业委员会，是国内较早从事国际艺术教育的领先机构，与国内众多知名学校合作，国内市场认可度较高。2016年海淀凯文联合AIP国际艺术教育开设了AIP国际艺术高中课程，成为华北地区首家国际艺术高中课程。2017年朝阳凯文设立了艺术高中学部，重点开设AIP国际艺术高中课程。2018-2019学年朝阳凯文计划招生50名AIP国际艺术生，学费18万/学年，住宿费4万元/学年，餐费1.3万元/学年。

图 24：艺术教育成为凯文办学特色



资料来源：海淀凯文官方网站、安信证券研究中心

为了提升凯文艺术的国际影响力，2018年2月公司签署了海外投资意向协议，拟以约4000万美元的价格收购美国瑞德大学（Rider University）下属的威斯敏斯特合唱音乐学院

(Westminster Choir College)、威斯敏斯特音乐学校(Westminster Conservatory of Music)和威斯敏斯特继续教育学院(Westminster Continuing Education) (以下合称“三所学院”)的有关资产和接管其管理。瑞德大学是成立于 1865 年的私立大学,在美国北部地区性最好大学排名位列第 34 名,目前教职工约 241 名、在校生约 5100 名。威斯敏斯特合唱音乐学院成立于 1926 年,大约有 300 名本科在校生和 100 名研究生在校生,教职人员与在校生的比例约为 1:6,其以音乐教育、声乐表演、钢琴表演、教育学、音乐理论、作曲等专业和艺术管理学科而出名,注重对音乐技能的培训,辅之以文科学习。威斯敏斯特音乐学校成立于 1970 年,是美国社区艺术教育协会会员,约有 120 多名教职人员,面向各个不同年龄层次,技能水平,经济背景的音乐家,并提供集中的一对一课程。此外,威斯敏斯特音乐学校还提供广泛的课程和表演项目。威斯敏斯特继续教育学院提供暑期项目、专业发展论坛和国际交流学习机会,以及一些为初高中学生和成人所开展的夏季项目。目前,公司收购三所学院进展顺利,2018 年 6 月公司旗下全资子公司文华学信拟在北美设立子公司——普林斯顿威斯敏斯特国际有限责任公司,以此公司为主体收购三所学院的相关资产,并接收其管理,有助于增强凯文教育的办学特色,提升凯文艺术的影响力。

图 25:外延并购助力凯文艺术影响力提升



资料来源:公司公告、安信证券研究中心

5.3. 定增加码素质教育, 全产业链布局扩张

2018 年 6 月,公司发布非公开发行 A 股股票预案,拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票不超过 10 亿元,公司控股股东——八大处控股承诺认购数量不低于本次非公开发行股票数量的 10%,本次募投资金全部投向青少年高品质素质教育平台项目。青少年高品质素质教育平台项目以市场需求为导向,以一站式素质教育中心为载体,以艺术、体育、科学思维和素质拓展等多元化的素质教育产品培训和服务为龙头,以标准化的课程体系和完备的师资力量为重点,以在线学习平台和智能教室为手段,以一体化教育培训配套设施和完善的运营管理信息系统为支撑,在天津、北京及其他多个城市开设青少年素质教育中心,为 4-18 岁青少年提供一站式、多元化、跨多种学科领域的高品质素质教育综合服务。根据公司公告信息,青少年高品质素质教育平台项目总投资 11.53 亿元,其中建设投资 10.18 亿元(其中素质教育中心 5.11 亿元、课程资源采购及研发 2.80 亿元、智能教室 1.69 亿元、在线学习平台 0.29 亿元、预备费 0.30 亿元),占比 88.26%;实施费用 0.89 亿元,占比 7.72%;流动资金 0.46 亿元,占比 4.02%。

图 26:青少年高品质素质教育平台项目



资料来源:公司公告、安信证券研究中心

青少年高品质素质教育平台项目运营体系包括素质教育中心、在线学习平台、智能教室、标准化课程与智能学习开发，四者相互支撑，共同构成公司的高品质素质教育平台体系。素质教育中心是平台核心及运营实体，通过汇聚各种 素质教育培训业态，打造一站式素质教育中心，满足孩子与家长的多样化与个性化的素质教育培训需求，主要提供传统艺术类、体育教育类、创意艺术类、科学思维类、素质拓展类、素质教育培训衍生与配套服务。在线学习平台是线下素质教育培训的补充，扩大辐射 范围，提高老师与学生的互动性和教学 手段多样性，提升个性化学习和学习时 空全面化，有利于教学管理和评估，提供数字课程库、互动学习与互动反馈、名师与精品课程展示等。智能教室借助人工智能、大数据和物联网等技术 等对教学场景、学习进度等的智能化识别、交互、分析和 管理，实施数据驱动 教学，提升素质教育学习效果和体验，实现因材施教和个性化教学。青少年高品质素质教育平台涉及传统艺术、体育教育、创意艺术、科学思维和素质拓展等，能够为青少年提供全方位的素质教育，实现了教育、体育、艺术、培训、课外辅导等全产业链扩张。

图 27:青少年高品质素质教育平台项目运营体系

传统艺术	体育教育	创意艺术	科学思维	素质拓展
音乐 舞蹈 美术 国学 播音主持 合唱声乐 ...	球类 武术 攀岩 击剑 体能 冰雪运动 其他运动 ...	戏剧话剧 插画设计 动漫创作 创意雕塑 空间设计 ...	机器人教育 创客教育 科学课 棋类 发明 编程 3D 打印 ...	公共演讲 艺术鉴赏 全脑开发 情商财商 社交礼仪 儿童厨艺 营地 ...

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测与估值：高端教育强势启航，趋势拐点即将到来

公司是 A 股市场唯一一家以国际学校为核心资产的教育上市公司，公司旗下拥有海淀凯文和朝阳凯文两所学校，目前在校生约 1300 人。近两年公司教育业务营业收入高速增长，2017 年和 2018 年公司教育业务营业收入分别为 0.92 亿元和 2.50 亿元，同比增长 268.25%和 173.11%；2019 年 1 季度，公司教育业务营业收入预计 7288 万元，同比增长 80%。预计 2019-2020 学年海淀凯文和朝阳凯文预计新增学生 700 人，在校生预计达到 2000 人，2019 年公司教育业务营业收入仍将保持高速增长，高端教育强势启航。从趋势性来看，2018 年 3 季度公司毛利率转正 (+18%)，毛利润 1038 万元；预计 2019 年 3 季度，公司净利率转正，公司即将迎来趋势性拐点，公司趋势性拐点即将到来。

2017年底公司传统业务——桥梁钢结构资产已经剥离，公司旗下资产主要为海淀凯文和朝阳凯文两所国际学校，2017年公司教育业务收入9162万元，2017年之后公司营业收入大部分来自于教育业务，并围绕着国际学校进行产业链延伸。预计2018-2020年公司营业收入分别为25030万元、46350万元和72115万元，同比增长-59.65%、85.23%和55.59%；归属于母公司股东净利润分别为-9800万元、6970万元和15950万元，同比增长-521.14%、-171.20%和128.66%；对应的EPS分别为-0.2元、0.14元和0.32元，动态PE分别为-46倍、64.6倍和28.3倍，动态PB分别为1.7倍、1.7倍和1.6倍。

表 10：凯文教育营收及增速预测(单位：万元)

	2017	2018E	2019E	2020E
教育业务收入	9162	25030	46350	72115
同比增长	268.00%	173.19%	85.23%	55.59%
净利润	-5029	-9800	6970	15950

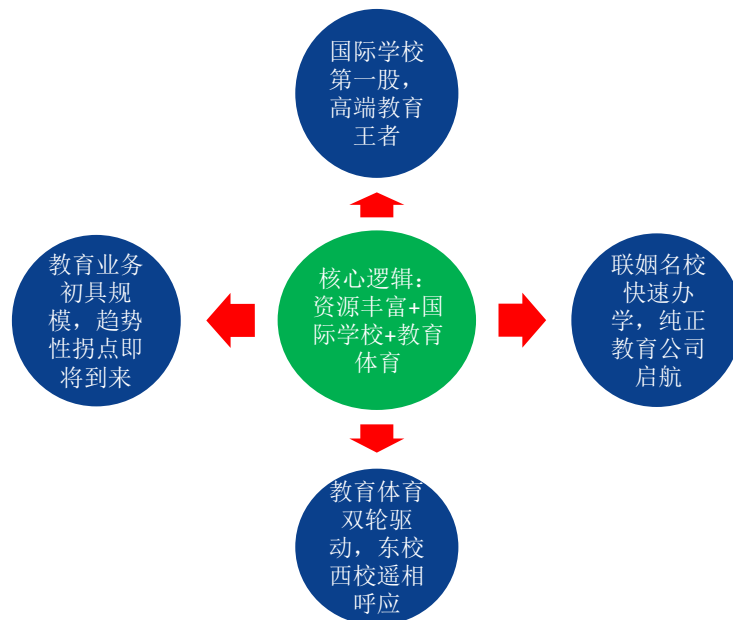
EPS	0.05	-0.2	0.14	0.32
PE	193.8	-46	64.6	28.3
PB	2.0	1.7	1.7	1.6

资料来源：wind、安信证券研究中心预测

6.2. 投资建议：国际学校第一股，稀缺标的值得拥有

公司是A股市场唯一一只以国际学校为核心资产的教育上市公司，是A股市场国际学校第一股和高端教育的风向标。海淀凯文采取联姻名校模式快速办学，轻资产运营助力业绩快速释放；朝阳凯文自建自营自创品牌，原伊顿公学副校长“掌舵”，未来发展值得期待。公司背靠海淀区国资委，借助海淀区优质的教育资源，能够实现快速办学，且公司未来扩张将采取轻资产运营模式——资产放在集团，运营权放在上市公司，有助于公司利润的快速释放。教育、体育、艺术等协同发展，内生增长和外延扩张将推动公司进入加速成长阶段。目前，公司教育业务初具规模，即将迎来趋势性拐点，我们看好海淀国资的教育资源、国际学校布局和未来业绩释放，维持公司“买入-A”评级，目标价11.75元。

图 28:凯文教育核心投资逻辑



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

7. 风险提示

国际学校政策变动、学校招生不及预期、学费增长缓慢、优秀师资流失等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	322.6	620.2	250.3	463.5	721.2	成长性					
减:营业成本	336.2	593.0	201.9	300.5	429.6	营业收入增长率	-57.7%	92.2%	-59.7%	85.2%	55.6%
营业税费	5.7	4.0	2.3	4.2	6.7	营业利润增长率	-1811.4	-149.9%	-300.4%	-173.6%	122.5%
销售费用	3.5	10.0	4.5	6.7	10.8	净利润增长率	-3453.8	-124.2%	-521.1%	-171.2%	128.7%
管理费用	48.4	69.9	30.3	53.3	84.4	EBITDA 增长率	-170.9%	-365.0%	-141.5%	-296.6%	69.5%
财务费用	18.0	34.9	17.4	13.8	0.5	EBIT 增长率	-302.9%	-195.1%	-205.9%	-200.6%	91.9%
资产减值损失	31.3	-1.6	100.0	-	-	NOPLAT 增长率	-464.5%	-145.9%	-309.4%	-200.6%	91.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	300.1%	-6.1%	25.8%	-14.4%	7.4%
投资和汇兑收益	5.0	147.8	-9.6	-	-	净资产增长率	188.5%	-11.2%	17.4%	2.5%	5.3%
营业利润	-115.5	57.7	-115.6	85.1	189.2	利润率					
加:营业外净收支	-11.5	-6.2	-	-	-2.2	毛利率	-4.2%	4.4%	19.3%	35.2%	40.4%
利润总额	-127.1	51.5	-115.6	85.1	187.0	营业利润率	-35.8%	9.3%	-46.2%	18.3%	26.2%
减:所得税	-27.2	31.9	-28.9	21.3	46.8	净利润率	-29.8%	3.8%	-39.1%	15.0%	22.1%
净利润	-96.0	23.3	-98.0	69.7	159.5	EBITDA/营业收入	-18.7%	25.8%	-26.6%	28.2%	30.7%
						EBIT/营业收入	-30.2%	14.9%	-39.2%	21.3%	26.3%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	393	504	1,984	1,059	673
货币资金	269.2	165.1	50.1	92.7	216.4	流动营业资本周转天数	31	-31	-305	-68	-83
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,646	566	766	539	420
应收账款	408.6	1.7	48.0	42.1	98.1	应收账款周转天数	371	119	36	35	35
应收票据	-	-	1.8	0.6	1.8	存货周转天数	606	115	294	230	167
预付账款	29.1	0.1	19.4	11.4	24.1	总资产周转天数	3,549	2,015	5,038	2,911	1,891
存货	395.1	0.1	408.5	184.3	483.4	投资资本周转天数	1,522	1,229	3,330	1,859	1,143
其他流动资产	536.2	143.8	227.2	302.4	224.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-4.3%	1.1%	-3.8%	2.6%	5.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-2.6%	0.6%	-2.2%	1.8%	3.6%
长期股权投资	-	0.2	0.2	0.2	0.2	ROIC	-14.0%	1.6%	-3.6%	2.9%	6.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	348.5	1,387.3	1,371.5	1,355.6	1,339.8	销售费用率	1.1%	1.6%	1.8%	1.5%	1.5%
在建工程	977.1	-	-	-	-	管理费用率	15.0%	11.3%	12.1%	11.5%	11.7%
无形资产	499.7	956.2	940.3	924.4	908.4	财务费用率	5.6%	5.6%	6.9%	3.0%	0.1%
其他非流动资产	333.9	490.7	791.8	725.0	640.9	三费/营业收入	21.7%	18.5%	20.8%	15.9%	13.3%
资产总额	3,797.4	3,145.0	3,858.7	3,638.8	3,937.5	偿债能力					
短期债务	146.3	280.0	361.1	72.2	107.2	资产负债率	34.4%	29.7%	32.7%	26.9%	28.9%
应付账款	734.3	438.3	401.4	537.4	591.3	负债权益比	52.5%	42.2%	48.7%	36.9%	40.6%
应付票据	207.6	74.8	178.8	196.3	230.6	流动比率	1.42	0.33	0.75	0.71	1.02
其他流动负债	64.8	140.8	61.6	88.2	96.2	速动比率	1.08	0.33	0.35	0.50	0.55
长期借款	-	-	156.9	-	49.3	利息保障倍数	-5.41	2.66	-5.66	7.16	398.65
其他非流动负债	153.5	-	103.9	85.8	63.2	分红指标					
负债总额	1,306.5	934.0	1,263.7	979.8	1,137.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	256.1	7.4	18.1	12.3	-6.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	498.6	498.6	498.6	498.6	498.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,735.4	1,705.5	2,078.4	2,148.1	2,307.6						
股东权益	2,490.9	2,211.1	2,595.1	2,659.0	2,799.6						

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	-99.8	19.6	-98.0	69.7	159.5	EPS(元)	-0.19	0.05	-0.20	0.14	0.32
加:折旧和摊销	37.3	83.6	31.8	31.8	31.8	BVPS(元)	4.48	4.42	5.17	5.31	5.63
资产减值准备	31.3	-1.6	-	-	-	PE(X)	-46.9	193.8	-46.0	64.6	28.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	2.0	1.7	1.7	1.6
财务费用	9.0	34.5	17.4	13.8	0.5	P/FCF	-2.6	31.9	-15.2	-246.0	77.3
投资损失	-5.0	-147.8	9.6	-	-	P/S	14.0	7.3	18.0	9.7	6.2
少数股东损益	-3.8	-3.7	11.3	-5.9	-19.2	EV/EBITDA	-178.6	38.2	-67.9	31.1	18.4
营运资金的变动	-807.1	495.6	-862.2	405.6	-110.5	CAGR(%)	-186.1%	92.7%	-425.2%	-186.1%	92.7%
经营活动产生现金流量	-314.9	-180.0	-890.2	514.9	62.1	PEG	0.3	2.1	0.1	-0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-1,281.5	-225.4	-9.6	-	-	ROIC/WACC	-1.4	0.2	-0.4	0.3	0.7
融资活动产生现金流量	1,571.2	368.3	784.7	-472.3	61.6	REP	-3.4	18.1	-4.8	6.3	2.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034