

教育业务高速增长，扭亏在即前景可期

■ **事项：**公司公布了2018年度报告，公司实现营业收入约2.42亿元，同比下降61.01%；归属于上市公司股东的净利润约-0.98亿元，同比下降521.14%；每股收益-0.20元，同比下降500.00%。

■ **传统业务资产剥离，主营业务大幅下降。**2017年11月公司成功转让江苏新中泰桥梁钢构工程有限公司的100%股权，传统业务——钢结构工程业务资产完全剥离，公司华丽蜕变成以K12国际学校为核心资产的教育类上市高速。钢结构资产剥离导致公司营业收入大幅下降，2018年公司营业收入约2.42亿元，同比下降61.01%，若剔除传统业务影响，公司教育行业贡献的营业收入2.09亿元，同比增长127.84%；其中学杂费收入1.91亿元，同比139.12%；培训费收入0.175亿元，同比增长50.42%；租赁费收入0.33亿元，为公司新增业务。

■ **教育业务逐季提速，公司有望扭亏为盈。**2017-2018年公司教育行业业务收入分别为0.92亿元和2.09亿元，同比增长分别为268.25%和127.84%。分季度看，2018年1季度到4季度，公司营业收入分别约为0.40亿元、0.49亿元、0.68亿元和0.85亿元，环比增长20.73%、38.89%和24.46%。公司旗下主要拥有海淀凯文学校和朝阳凯文学校，两所学校容纳能力约为1600人和4000人，2017-2018学年在校生746人，2018-2019学年在校生1224人，预计2019-2020学年两所学校新增学生约800人，2019年公司业务有望保持高速增长。根据公司公告，2019年1季度公司营业收入同比增长约80%，预计随着公司营业收入的快速释放，公司有望在2019年3季度扭亏为盈。

■ **资产结构优良，资产负债率低。**截至2018年末，公司总资产38.09亿元，其中货币资金4.97亿元（占比13.04%）、投资性房地产3.18亿元（占比8.36%）、固定资产12.41亿元（占比32.58%）、无形资产9.26亿元（占比24.30%）、长期待摊费用3.14亿元（占比8.96%），公司资产以校舍和土地使用权为主，资产结构优良；公司总负债16.91亿元，其中短期借款1.99亿元（占比11.75%）、应付账款及票据（占比15.40%）预收账款1.71亿元（10.11%）、长期借款9.90亿元（58.45%），公司负债以长期借款为主，负债结构合理；公司资产负债率44.47%，剔除预收账款资产负债率39.98%，公司资产负债率较低。

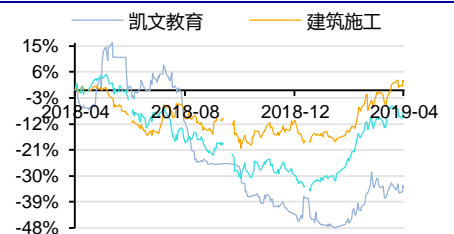
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**11.75元**
股价(2019-04-17) **8.89元**

交易数据

总市值(百万元)	4,432.26
流通市值(百万元)	2,764.74
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	-9.81	-9.19	-23.24
绝对收益	-4.41	24.34	-31.14

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：海淀朝阳遥相呼应，高端教育强势启航/ 苏多永 2019-04-07
- 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

■ **折旧+摊销+费用计提侵蚀利润，资产重估价值较高。**朝阳凯文学校为公司重金打造的实体学校，形成固定资产 13.91 亿元、无形资产 9.98 亿元和投资性房地产 3.18 亿元；海淀凯文学校为公司租赁改造学校，形成长期待摊费用约 2.81 亿元。根据公司会计准则，每年折旧、摊销和计提合计预计约为 0.78 亿元，这是公司教育业务初期亏损的一大原因，预计随着在校生规模的扩大，教育业务营业收入规模的扩大，折旧、摊销和费用计提对公司业绩影响将减弱。公司资产不仅包括校舍等固定资产、土地等无形资产，还包括投资性房地产，朝阳凯文学校周边的写字楼如朝阳金茂中心目前售价约 5.2 万元/平方米，若公司投资性房地产进行重估，预计重估价值较高。

■ **估值与盈利预测：**预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 4.64 亿元、7.21 亿元和 10.46 亿元，分别同比增长 91.70%、55.59%和 45.00%；归属于母公司股东的净利润分别为 0.70 亿元、1.60 亿元和 2.71 亿元，分别同比增长-171.20%、128.84%和 69.52%；EPS 分别为 0.14 元、0.32 元和 0.54 元，对应的 PE 分别为 63.5 倍、27.8 倍和 16.4 倍，PB 分别为 2.0、1.9 和 1.7。公司是 A 股市场第一家以国际学校为核心资产的上市公司，聚焦 K12 双语学校，积极拓展和布局体育、艺术培训、营地教育和品牌输出，校舍使用率提高和在校生规模将助力公司扭亏为盈和业绩释放。近日《北京国际学校发展三年行动计划（2019-2022 年）》印发，北京国际学校教育政策回暖，公司有望充分受益政策调整和国际教育需求释放，看好公司在国际学校领域的布局和教育产业未来发展前景，维持“买入-A”评级，目标价 11.75 元。

■ **风险提示：**国际教育政策变动、招生进度不及预期、学费增长不及预期等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	620.2	241.8	463.5	721.2	1,045.7
净利润	23.3	-98.0	69.7	159.5	270.6
每股收益(元)	0.05	-0.20	0.14	0.32	0.54
每股净资产(元)	4.42	4.22	4.37	4.69	5.23

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	190.6	-45.2	63.5	27.8	16.4
市净率(倍)	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7
净利润率	3.8%	-40.5%	15.1%	22.1%	25.9%
净资产收益率	1.1%	-4.7%	3.2%	6.8%	10.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.6%	-3.3%	9.2%	15.6%	46.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	620.2	241.8	463.5	721.2	1,045.7	成长性					
减:营业成本	593.0	258.1	300.4	429.8	575.1	营业收入增长率	92.2%	-61.0%	91.7%	55.6%	45.0%
营业税费	4.0	4.1	4.2	7.2	13.6	营业利润增长率	-149.9%	-303.1%	-170.3%	132.1%	72.9%
销售费用	10.0	9.8	7.0	10.2	17.8	净利润增长率	-124.2%	-521.1%	-171.2%	128.8%	69.5%
管理费用	69.9	55.7	55.6	82.9	125.5	EBITDA 增长率	-365.0%	-109.6%	-1283.0	47.0%	48.9%
财务费用	34.9	33.3	20.6	-2.7	-11.5	EBIT 增长率	-195.1%	-192.2%	-220.4%	82.9%	69.3%
资产减值损失	-1.6	0.4	3.7	3.0	5.0	NOPLAT 增长率	-145.9%	-292.1%	-214.3%	82.9%	69.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.1%	-59.2%	8.0%	-43.5%	-46.7%
投资和汇兑收益	147.8	0.8	10.3	0.3	10.0	净资产增长率	-11.2%	-4.3%	3.0%	6.6%	10.7%
营业利润	57.7	-117.2	82.3	191.0	330.2	利润率					
加:营业外净收支	-6.2	-0.2	-	-0.6	-0.6	毛利率	4.4%	-6.8%	35.2%	40.4%	45.0%
利润总额	51.5	-117.4	82.3	190.4	329.6	营业利润率	9.3%	-48.5%	17.8%	26.5%	31.6%
减:所得税	31.9	-22.8	20.6	47.6	82.4	净利润率	3.8%	-40.5%	15.1%	22.1%	25.9%
净利润	23.3	-98.0	69.7	159.5	270.6	EBITDA/营业收入	25.8%	-6.3%	39.1%	37.0%	38.0%
						EBIT/营业收入	14.9%	-35.4%	22.2%	26.1%	30.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	504	1,033	-24	-47	-54
						流动资产周转天数	-31	-604	-173	-152	-188
						流动资产周转天数	566	743	555	386	388
						应收账款周转天数	119	5	3	3	3
						存货周转天数	115	0	97	89	83
						总资产周转天数	2,015	5,177	2,693	1,564	1,204
						投资资本周转天数	1,229	2,149	676	353	135
						投资回报率					
						ROE	1.1%	-4.7%	3.2%	6.8%	10.4%
						ROA	0.6%	-2.5%	2.0%	4.5%	6.4%
						ROIC	1.6%	-3.3%	9.2%	15.6%	46.8%
						费用率					
						销售费用率	1.6%	4.0%	1.5%	1.4%	1.7%
						管理费用率	11.3%	23.0%	12.0%	11.5%	12.0%
						财务费用率	5.6%	13.8%	4.5%	-0.4%	-1.1%
						三费/营业收入	18.5%	40.8%	18.0%	12.5%	12.6%
						偿债能力					
						资产负债率	29.7%	44.5%	30.3%	26.1%	33.3%
						负债权益比	42.2%	80.1%	43.5%	35.4%	50.0%
						流动比率	0.33	0.98	0.83	1.00	1.15
						速动比率	0.33	0.98	0.55	0.87	0.85
						利息保障倍数	2.66	-2.57	4.99	-69.46	-27.65
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	1905年7月	1905年7月	2019E	2020E	2021E
货币资金	165.1	496.7	185.4	480.5	821.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	1.7	4.7	1.8	10.2	7.2
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	0.1	7.4	16.7	6.0	22.8
存货	0.1	0.1	250.2	108.0	371.3
其他流动资产	143.8	179.2	286.4	203.1	222.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	0.2	-	-	-	-
投资性房地产	-	318.2	318.2	318.2	318.2
固定资产	1,387.3	-	-63.1	-126.1	-189.2
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	956.2	925.5	910.1	894.7	879.2
其他非流动资产	490.7	1,877.0	1,219.3	1,247.0	1,399.6
资产总额	3,145.0	3,808.8	3,125.2	3,141.6	3,853.4
短期债务	280.0	199.0	176.1	-	-
应付账款	438.3	-	443.9	188.9	609.9
应付票据	74.8	-	91.8	63.4	112.3
其他流动负债	140.8	504.7	178.9	551.6	540.1
长期借款	-	990.0	5.9	-	-
其他非流动负债	-	-	51.2	17.1	22.7
负债总额	934.0	1,693.7	947.7	821.0	1,285.1
少数股东权益	7.4	8.7	1.0	-15.5	-38.4
股本	498.6	498.6	498.6	498.6	498.6
留存收益	1,705.5	1,608.1	1,677.9	1,837.5	2,108.2
股东权益	2,211.1	2,115.1	2,177.5	2,320.6	2,568.3

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	19.6	-94.5	69.8	159.6	270.6
加:折旧和摊销	83.6	98.3	78.5	78.5	78.5
资产减值准备	-1.6	0.4	3.7	3.0	5.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	34.5	33.1	20.6	-2.7	-11.5
投资损失	-147.8	-0.8	-10.3	-0.3	-10.0
少数股东损益	-3.7	3.4	-8.0	-16.8	-23.4
营运资金的变动	495.6	-1,051.6	508.2	284.4	2.6
经营活动产生现金流量	-180.0	0.5	662.6	505.7	311.8
投资活动产生现金流量	-225.4	-551.4	10.3	0.3	10.0
融资活动产生现金流量	368.3	919.0	-984.1	-210.9	19.0

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.05	-0.20	0.14	0.32	0.54
BVPS(元)	4.42	4.22	4.37	4.69	5.23
PE(X)	190.6	-45.2	63.5	27.8	16.4
PB(X)	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7
P/FCF	31.3	2.2	-4.6	13.1	8.6
P/S	7.1	18.3	9.6	6.1	4.2
EV/EBITDA	38.2	-189.9	17.4	9.8	5.3
CAGR(%)	93.9%	-237.8%	-185.2%	93.9%	-237.8%
PEG	2.0	0.2	-0.3	0.3	-0.1
ROIC/WACC	0.2	-0.3	0.9	1.5	4.6
REP	18.9	-10.8	3.9	3.3	1.7

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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	北京联系人	温鹏	010-83321350
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
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	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