

出售物业盘活存量资产，招生顺利业绩拐点来临

■**事项：**公司子公司北京文凯兴教育投资有限责任公司（以下简称“文凯兴”）拟以非公开协议转让方式将其所持有的北京市朝阳区宝泉三街46号院1号楼出售，标的资产的评估值约5.92亿元，出售资产所得款项将用于补充公司营运资金，布局发展教育业务。

■**投资性房地产评估价值高，出售物业助力公司扭亏为盈。**文凯兴旗下持有北京市朝阳区宝泉三街46号院的4栋写字楼，每栋写字楼的建筑面积约2.2万平方米，其中1号楼、2号楼和3号楼对外出租，计入投资性房地产，截至2019年6月末，投资性房地产账面余额3.14亿元；4号楼公司自用，房屋及建筑物计入固定资产，土地计入无形资产。公司投资性房地产重估价值高，1号楼建筑面积约2.18万平方米，评估值5.92亿元，评估溢价约466%。若本次资产出售在年内完成，预计将增加公司营业外收入5.92亿元，预计将对公司2019年净利润产生积极影响，公司全年有望扭亏为盈。

■**出售物业盘活存量资产，教育业务有望持续加码。**朝阳凯文学校是公司重金打造的K12的双语学校，其中仅募投资金投入12亿元，形成了固定资产原值13.91亿元、无形资产原值9.98亿元和投资性房地产原值3.18亿元，固定资产年均折旧预计3479万元，无形资产年均摊销1996万元，投资性房地产年均折旧768万元，成为办学初期拖累学校盈利的主要因素。出售物业有利于盘活存量资产，减少折旧对业绩影响。同时，公司可以通过转让收益加码教育业务，延伸国际教育产业链，培育教育业务新的业绩增长点。此外，公司也可以还贷，降低负债率和利息支出，提升公司盈利能力。

■**学校招生整体顺利，业绩拐点即将出现。**公司旗下拥有海淀凯文学校和朝阳凯文学校两所学校，截至2018年末两所学校在校生1221人，校舍使用率约22%；2019-2020学年两所学校新生预计500人左右，学校招生整体符合预期。目前，两所学校在校生预计1700-1800人之间，校舍使用率将超过30%，若按照生均营业收入25万元/人计算，预计2019-2020学年两所学校学费和杂费流水4.25

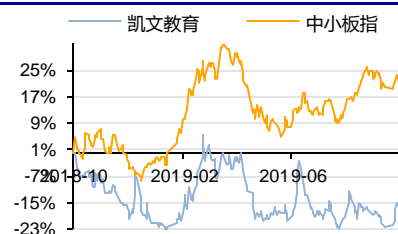
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**11.75元**
股价（2019-10-18）**7.06元**

交易数据

总市值(百万元)	3,519.88
流通市值(百万元)	3,519.85
总股本(百万股)	498.57
流通股本(百万股)	498.56
12个月价格区间	7.01/9.61元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.04	-12.84	-50.63
绝对收益	-4.98	-4.59	-26.92

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：定向过会加码素质教育，招生顺利业绩释放在即/苏多永 2019-09-01
- 凯文教育：教育业务持续高增，体育艺术值得期待/苏多永 2019-08-16
- 凯文教育：教育业务持续高速增长，扭亏在即成长前景可期/苏多永 2019-07-15
- 凯文教育：海淀朝阳遥相呼应，教育业务高速增长/苏多永 2019-06-20
- 凯文教育：教育业务高速增长，国际学校政策回暖/苏多永 2019-04-29

亿元-4.50 亿元之间,2019 年 4 季度公司营业收入有望突破 1 亿元,4 季度公司教育业务实现盈利概率较大。目前,两所学校已经启动新学年招生计划,预计新增学生约 500 人,预计未来几年公司业绩有望加速释放。

■ **定增加码素质教育,资本实力快速提升。**2019 年 9 月公司定增获证监会批复,计划发行约 9971 万股,按照最新发行底价计算,预计募资总额约 6.58 亿元,全部用于“青少年高品质素质教育平台”项目建设。该项目以市场需求为导向,以艺术、体育、科学思维和素质拓展等多元化素质教育产品培训和服务为龙头,为青少年提供一站式、多元化和跨学科的高品质素质教育综合服务,形成新的业绩增长点。定增和资产处置夯实公司资本实力,公司货币资金将大幅增长。2019 年 6 月末,公司账面货币资金 3.49 亿元,定增预计增加货币资金 6 亿元以上,届时公司货币资金有望达到 10 亿元以上。

■ **投资建议:**考虑公司地产出售因素,或将导致公司租赁收入下降,营业外收入增加,因此我们对公司业绩预测进行调整,预计 2019-2021 年的收入增速分别为 44.75%、57.58%和 35.00%;归属于母公司股东净利润的增速分别为 -157.58%、100.79%和 37.57%。EPS 分别为 0.11 元、0.23 元和 0.31 元,对应的 PE 分别为 62.4 倍、31.1 倍和 22.6 倍, PB 分别为 1.6、1.5 和 1.4。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。目前,两所学校办学稳步推进,公司业绩释放在即,资产处置助力 2019 年扭亏为盈,定增即将完成,公司资本实力快速提升,公司有望迎来趋势性拐点。看好公司教育资源整合空间和国际学校发展前景,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:**国际教育政策变动、学校不及预期、学费增长缓慢、优秀师资流失等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	620.2	241.8	350.0	551.5	744.6
净利润	23.3	-98.0	56.4	113.2	155.8
每股收益(元)	0.05	-0.20	0.11	0.23	0.31
每股净资产(元)	4.42	4.22	4.34	4.57	4.88
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	151.3	-35.9	62.4	31.1	22.6
市净率(倍)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
净利率率	3.8%	-40.5%	16.1%	20.5%	20.9%
净资产收益率	1.1%	-4.7%	2.6%	5.0%	6.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.6%	-3.3%	0.5%	5.8%	7.9%

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	350.0	551.5	744.6	成长性					
减:营业成本	593.0	258.1	227.5	325.4	422.9	营业收入增长率	92.2%	-61.0%	44.75%	57.58%	35.00%
营业税费	4.0	4.1	4.5	6.6	8.9	营业利润增长率	-149.9%	-303.1%	-82.3%	-755.4%	42.8%
销售费用	10.0	9.8	6.3	8.8	11.9	净利润增长率	-124.2%	-521.1%	-157.58	100.79%	37.57%
管理费用	69.9	55.7	45.5	66.2	89.3	EBITDA 增长率	-365.0%	-109.6%	-704.0%	172.0%	15.0%
财务费用	34.9	33.3	34.8	37.8	17.5	EBIT 增长率	-195.1%	-192.2%	-116.5%	1126.2%	21.8%
资产减值损失	-1.6	0.4	53.0	1.0	2.2	NOPLAT 增长率	-145.9%	-292.1%	-114.7%	1213.8%	21.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.1%	1.4%	7.3%	-10.2%	-7.4%
投资和汇兑收益	147.8	0.8	1.0	30.0	2.0	净资产增长率	-11.2%	-4.3%	2.4%	4.7%	6.3%
营业利润	57.7	-117.2	-20.7	135.7	193.8	利润率					
加:营业外净收支	-6.2	-0.2	92.0	-0.6	-4.0	毛利率	4.4%	-6.8%	35.0%	41.0%	43.2%
利润总额	51.5	-117.4	71.3	135.1	189.8	营业利润率	9.3%	-48.5%	-5.9%	24.6%	26.0%
减:所得税	31.9	-22.8	21.4	33.8	47.4	净利润率	3.8%	-40.5%	16.1%	20.5%	20.9%
净利润	23.3	-98.0	56.4	113.2	155.8	EBITDA/营业收入	25.8%	-6.3%	26.5%	45.7%	38.9%
						EBIT/营业收入	14.9%	-35.4%	4.0%	31.5%	28.4%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	504	1,957	1,244	748	524
货币资金	165.1	496.7	140.0	275.8	297.8	流动营业资本周转天数	-31	-604	-186	-89	-121
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	566	743	599	363	307
应收账款	1.7	6.5	1.8	7.4	5.0	应收账款周转天数	119	6	4	3	3
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	115	0	20	32	31
预付账款	0.1	7.4	10.9	6.3	12.5	总资产周转天数	2,015	5,177	3,743	2,278	1,672
存货	0.1	0.1	37.8	61.6	67.6	投资资本周转天数	1,229	3,073	2,215	1,382	933
其他流动资产	143.8	177.4	285.8	285.0	249.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.1%	-4.7%	2.6%	5.0%	6.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	-2.5%	1.4%	2.9%	4.2%
长期股权投资	0.2	-	-	-	-	ROIC	1.6%	-3.3%	0.5%	5.8%	7.9%
投资性房地产	-	318.2	318.2	318.2	318.2	费用率					
固定资产	1,387.3	1,241.0	1,177.9	1,114.9	1,051.8	销售费用率	1.6%	4.0%	1.8%	1.6%	1.6%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	11.3%	23.0%	13.0%	12.0%	12.0%
无形资产	956.2	925.5	910.1	894.7	879.2	财务费用率	5.6%	13.8%	10.0%	6.9%	2.3%
其他非流动资产	490.7	636.0	586.7	547.5	521.8	三费/营业收入	18.5%	40.8%	24.8%	20.5%	15.9%
资产总额	3,145.0	3,808.8	3,469.3	3,511.3	3,403.5	偿债能力					
短期债务	280.0	199.0	190.3	259.9	270.1	资产负债率	29.7%	44.5%	37.6%	35.4%	29.2%
应付账款	438.3	298.5	17.5	398.3	130.3	负债权益比	42.2%	80.1%	60.2%	54.9%	41.2%
应付票据	74.8	-	88.5	1.9	103.8	流动比率	0.33	0.98	0.79	0.75	0.70
其他流动负债	140.8	206.2	304.9	184.8	396.6	速动比率	0.33	0.98	0.73	0.68	0.63
长期借款	-	990.0	651.3	382.3	70.1	利息保障倍数	2.66	-2.57	0.41	4.59	12.08
其他非流动负债	-	-	51.2	17.1	22.7	分红指标					
负债总额	934.0	1,693.7	1,303.7	1,244.3	993.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	7.4	8.7	2.5	-9.3	-22.4	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	1,705.5	1,608.1	1,664.5	1,777.8	1,933.6						
股东权益	2,211.1	2,115.1	2,165.6	2,267.1	2,409.7						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
净利润	19.6	-94.5	56.4	113.2	155.8	EPS(元)	0.05	-0.20	0.11	0.23	0.31
加:折旧和摊销	83.6	98.3	78.5	78.5	78.5	BVPS(元)	4.42	4.22	4.34	4.57	4.88
资产减值准备	-1.6	0.4	53.0	1.0	2.2	PE(X)	151.3	-35.9	62.4	31.1	22.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	34.5	33.1	34.8	37.8	17.5	P/FCF	24.9	4.4	-8.8	32.5	367.9
投资损失	-147.8	-0.8	-1.0	-30.0	-2.0	P/S	5.7	14.6	10.1	6.4	4.7
少数股东损益	-3.7	3.4	-6.5	-11.9	-13.5	EV/EBITDA	38.2	-270.9	38.7	12.9	10.2
营运资金的变动	495.6	-107.2	-234.3	186.2	93.7	CAGR(%)	72.9%	-214.6%	-179.4%	72.9%	-214.6%
经营活动产生现金流量	-180.0	0.5	-19.0	374.8	332.2	PEG	2.1	0.2	-0.3	0.4	-0.1
投资活动产生现金流量	-225.4	-551.4	1.0	30.0	2.0	ROIC/WACC	0.2	-0.4	0.1	0.6	0.9
融资活动产生现金流量	368.3	919.0	-338.7	-269.0	-312.1	REP	16.8	-5.5	30.6	2.5	1.8

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
	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	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@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
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@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