

2017年05月01日

洪涛股份 (002325.SZ)

装饰订单及未结算项目较多，期待职教打开局面

■**事项：**洪涛股份披露 2016 年报，2016 年公司实现营业收入 28.77 亿元，同比下降 4.3%，实现归母净利润 1.31 亿元，同比下降 63.41%；基本每股收益 0.11 元，同比下降 69.44%；

同时，公司 2017 年 1 季度实现营收约 7.3 亿元，同比下降 23.95%，归属上市公司股东净利润 5032 万元，同比下降 38.65%，基本每股收益 0.04 元，同比下降 50%。1 季报预计公司 1-6 月归属上市公司股东净利润变动区间 7510 万元-13769 万元，幅度为-40%-10%。

■**双主业开拓遭遇困难，费用高企侵蚀利润：**公司 2016 年报显示公司营业收入\毛利率\净利润率同比分别下滑 4.3\1.5\7.4 个百分点，由于公司传统装饰工程新增业务开工缓慢、职业教育板块学尔森面临行业政策变换，业务开拓低于预期双重因素，导致公司营业收入同比小幅下滑；公司 2016 年工程结算放缓、坏账计提增加，学尔森业绩不达预期等因素导致公司当期资产减值损失高达 1 亿元，占营业收入比例 4.62%；2016 跨考教育、学尔森并表因素，同时公司加大职业教育建设布局及 12 亿元可转债发行，导致公司三项费用大幅增加，当年公司期间费用率合计达 15.1%，同比上升 6.1 个百分点，费用成本高企侵蚀利润。

■**跨考教育实现突破，期待学尔森打开局面。**2016 年跨考教育、学尔森分别实现营业收入 1.77/1.05 亿元，同比增幅分别为 1.03/3.57 倍，实现净利润分别为 4628/--4559 万元，同比增幅 1.23/-3.96 倍，跨考教育经济金融直播及会计专硕直播业务模式取得突破，进入快速发展阶段，助力跨考教育主业快速增长；2016 年学尔森业务规模取得一定进展，但受职业考证政策变化影响，当年建造师执业资格证书形式不明朗，使得学而森建工职业培训业务收到较大影响，进而业绩不达预期。目前建工行业监管和促进行业规范政策陆续落地，建工行业人才培养市场或将逐步复苏，同时学尔森将围绕升级产品、高端定制及差异化服务等开拓业务，期待学尔森快速打开局面。

■**装饰业务在手订单充足，已完工未结算项目金额较大：**公司公告显示，2016 年新签订单 15.64 亿元，较 2015 年公告新签 12.89 亿元增长 21.33%；公司年末已签约未完工订单合计金额 29.67 亿元，是 2016 年营业收入的 1.03 倍，年末已完工未结算余额高达 14.13 亿元，是公司 2016 年营业收入的 49.77%。从披露信息来看，公司在手订单充足，同

公司快报

证券研究报告

建筑装饰

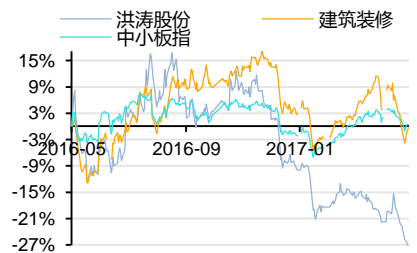
投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价：**7.15 元**
股价 (2017-04-28) **6.49 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,800.02
流通市值 (百万元)	5,980.67
总股本 (百万股)	1,201.85
流通股本 (百万股)	921.52
12 个月价格区间	6.49/11.59 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.64	-15.32	-26.4
绝对收益	-8.2	-10.61	-26.04

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

洪涛股份：三季度收入加速增长，结算毛利率降低、费用率增加致业绩下滑	2016-10-30
洪涛股份：收入稳步增长，教育投入加大拖累短期业绩	2016-08-29
洪涛股份：转债发行完毕，教育跨越式发展可期	2016-08-04
洪涛股份：被显著低估的职业教育龙头，转债发行将助教育业务突飞猛进	2016-06-29
洪涛股份：年报业绩超预期，教育业务将迎大年	2016-05-03

时有高额已完工未结算项目在手，这些项目成为 2017 年业绩的有力支撑。

■**投资建议：买入-A 投资评级，12 个月目标价 7.15 元。**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 6.5%、10.7%、11.3%，净利润增速分别为 17%、21.9%、22.1%；公司 2016 年新签订单同比增长 21.33%，年末已完工未结算项目金额很高，将为公司今明两年业绩提供一定保障；跨考教育主业获得突破，建工行业执业资格政策明朗化将有助于学尔森业务需求恢复，预计 2017 年逐步扭转局面。我们暂时维持公司买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 7.15 元，相当于 2017 年 55 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**宏观经济放缓、装饰行业竞争加剧、应收坏账、教育开拓低于预期至商誉减值等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,006.3	2,877.1	3,063.3	3,391.4	3,773.4
净利润	357.5	130.8	153.1	186.6	227.9
每股收益(元)	0.29	0.11	0.13	0.16	0.19
每股净资产(元)	2.62	2.79	2.92	3.07	3.25

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	22.6	61.7	50.9	41.8	34.2
市净率(倍)	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
净利润率	11.9%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
净资产收益率	11.0%	3.8%	4.4%	5.0%	5.8%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%
ROIC	13.8%	4.5%	3.5%	9.2%	4.6%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,006.3	2,877.1	3,063.3	3,391.4	3,773.4	成长性					
减:营业成本	2,215.3	2,163.6	2,326.2	2,545.9	2,811.8	营业收入增长率	-11.4%	-4.3%	6.5%	10.7%	11.3%
营业税费	99.3	41.2	49.0	54.3	60.4	营业利润增长率	16.2%	-65.9%	28.4%	21.4%	21.7%
销售费用	104.2	222.2	254.3	284.9	322.6	净利润增长率	21.0%	-63.4%	17.0%	21.9%	22.1%
管理费用	146.2	159.5	177.7	200.1	226.4	EBITDA 增长率	18.2%	-51.2%	-9.3%	37.5%	19.0%
财务费用	20.2	54.0	-5.0	31.8	37.0	EBIT 增长率	17.0%	-54.9%	-10.2%	43.3%	21.0%
资产减值损失	40.5	100.1	60.0	75.0	68.0	NOPLAT 增长率	16.0%	-57.7%	-9.0%	41.5%	21.0%
加:公允价值变动收益	-	-1.7	-33.3	5.6	7.4	投资资本增长率	30.7%	15.0%	-45.3%	138.8%	-45.7%
投资和汇兑收益	26.2	3.8	10.0	11.0	8.3	净资产增长率	11.8%	6.5%	0.8%	4.9%	5.5%
营业利润	406.9	138.6	177.9	216.0	262.9	利润率					
加:营业外净收支	5.4	13.9	6.7	8.7	9.8	毛利率	26.3%	24.8%	24.1%	24.9%	25.5%
利润总额	412.3	152.5	184.6	224.7	272.6	营业利润率	13.5%	4.8%	5.8%	6.4%	7.0%
减:所得税	69.7	33.6	38.8	49.4	60.0	净利润率	11.9%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
净利润	357.5	130.8	153.1	186.6	227.9	EBITDA/营业收入	15.0%	7.7%	6.5%	8.1%	8.7%
						EBIT/营业收入	14.2%	6.7%	5.6%	7.3%	7.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	30	33	31	26	21
						流动资产周转天数	264	317	224	267	273
						流动营业资本周转天数	614	776	700	679	663
						应收账款周转天数	434	552	433	473	486
						存货周转天数	2	2	2	2	2
						总资产周转天数	727	997	924	853	827
						投资资本周转天数	355	452	351	380	371
						投资回报率					
						ROE	11.0%	3.8%	4.4%	5.0%	5.8%
						ROA	5.1%	1.3%	2.2%	1.8%	2.7%
						ROIC	13.8%	4.5%	3.5%	9.2%	4.6%
						费用率					
						销售费用率	3.5%	7.7%	8.3%	8.4%	8.6%
						管理费用率	4.9%	5.5%	5.8%	5.9%	6.0%
						财务费用率	0.7%	1.9%	-0.2%	0.9%	1.0%
						三费/营业收入	9.0%	15.1%	13.9%	15.2%	15.5%
						偿债能力					
						资产负债率	51.7%	62.3%	46.6%	61.6%	50.5%
						负债权益比	107.0%	165.3%	87.2%	160.2%	102.1%
						流动比率	1.58	1.61	1.86	2.24	1.86
						速动比率	1.57	1.60	1.86	2.23	1.85
						利息保障倍数	21.18	3.56	-34.43	7.80	8.10
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	-	0.01	0.01	0.01
						分红比率	10.6%	0.0%	8.1%	6.2%	4.8%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	342.6	118.8	153.1	186.6	227.9	EPS(元)	0.29	0.11	0.13	0.16	0.19
加:折旧和摊销	26.8	31.9	26.9	26.9	26.9	BVPS(元)	2.62	2.79	2.92	3.07	3.25
资产减值准备	40.5	100.1	-	-	-	PE(X)	22.6	61.7	50.9	41.8	34.2
公允价值变动损失	-	-1.7	-33.3	5.6	7.4	PB(X)	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
财务费用	0.1	55.7	-5.0	31.8	37.0	P/FCF	24.0	5.7	-28.5	-9.8	8.9
投资损失	-26.2	-3.8	-10.0	-11.0	-8.3	P/S	2.7	2.8	2.5	2.3	2.1
少数股东损益	-14.9	-12.0	-7.2	-11.3	-15.2	EV/EBITDA	34.9	45.4	32.0	33.3	20.3
营运资金的变动	-165.4	-1,273.1	2,339.8	-3,049.6	2,141.4	CAGR(%)	-20.0%	21.4%	-20.8%	-20.0%	21.4%
经营活动产生现金流量	-203.0	-552.8	2,464.2	-2,821.1	2,417.1	PEG	-1.1	2.9	-2.4	-2.1	1.6
投资活动产生现金流量	-217.8	-1,113.3	22.8	3.1	9.3	ROIC/WACC	1.3	0.4	0.3	0.9	0.4
融资活动产生现金流量	597.3	2,137.7	-2,288.3	1,915.0	-1,708.2	REP	3.5	6.0	8.8	2.0	5.4

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

金嘉欣、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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@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
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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