

## 装饰产业多维创新，在线职教稳步推进

■ **两单收购奠定装饰产业多维创新战略基础。**与其他公装龙头全力切入互联网家装市场不同，公司年初收购的中装新网具有丰富的行业资源和极高的行业权威性，年中收购的上海同筑则具有领先的 BIM 技术和同济大学团队背景，公司依托两单收购企业的强大资源在装饰产业多个环节利用互联网开展创新业务，维度更多，潜力更大。目前公司已明确将开展：(1) 服务建筑装饰从业者的职业教育与执业资格认证业务；(2) 服务家装和小额公装客户的城市频道业务；(3) 服务装饰企业和供应商的工程材料采购 B2B 业务。其中在线职教业务是当前公司主抓重点。

■ **装饰行业职业教育市场广阔，公司在线职教业务稳步推进。**根据中国建筑装饰协会数据，2012 年我国装饰从业人员达 1500 万人，预计到 2016 年将达到 1800 万人，庞大从业人群催生广阔职业教育市场，预计存量市场规模达 260-300 亿元。公司针对不同细分人群设计了“初中级设计师培训、认证、就业项目”等 6 款产品，采用“线下实体教学+远程视频学习”的 O2O 模式，力争在未来市占率做到 30%。由于中装协是行业唯一的全国性组织，在业内极具号召力和公信力，公司控股子公司中装新网作为其职能平台，能充分利用其资源，在教育培训认证的各个环节最大化的降低成本、提高效率，未来将极具竞争潜力。

■ **依托中装新网将同步开展互联网家装和建材大宗交易业务。**公司针对城市家装、小额公装市场，以城市频道的形式建设集权威资讯发布、资信认证、在线交流和在线交易于一体的行业垂直电商平台。公司已于 8 月 13 日在北京召开了北京城市频道预开通新闻发布会，计划到 2017 年业务覆盖国内 50 个主要城市。此外，公司针对 2000 多家装修公司会员和 3000 多家材料供应商会员拟以专业频道的形式打造一个集资讯、交流、交易功能于一体的装饰建材大宗商品 B2B 采购平台。公司计划采用分步实施、汇总集成的方式，从涂料、防水材料等专业频道开始逐个开通，最终集成为覆盖全产品线的交易平台。

■ **BIM 技术顺应建筑业发展潮流，未来应用前景广阔。**BIM 技术可降低传统工程实施过程中因信息管理和沟通不善导致的工程变更项目达 40%，住建部“建筑业十二五规划”明确提出推进 BIM 协同工作等技术应用，未来市场前景广阔。公司依托上海同筑 BIM 的技术团队，不仅可增强公装主业的接单实力，还可为公司在线教育业务提供技术支持，并为未来切入智慧城市市场预留了接入口。

■ **投资建议：**我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.56/0.78/1.01 元（尚未考虑新业务盈利贡献），当前股价对应三年市盈率分别为 17/12/9 倍。当前公司公装主业稳健快速增长，而依托中装新网和上海同筑所开展的新业务具有巨大潜力，给予 16.5 元的目标价（对应 2014 年 30 倍市盈率），维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**新业务开展进度低于预期风险；应收账款坏账风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,841.7	3,545.7	4,609.3	5,992.1	7,610.0
净利润	204.5	279.5	391.7	546.9	711.3
每股收益(元)	0.29	0.40	0.56	0.78	1.01
每股净资产(元)	2.11	2.60	3.08	3.76	4.64

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	32.7	23.9	17.1	12.2	9.4
市净率(倍)	4.5	3.6	3.1	2.5	2.0
净利润率	7.2%	7.9%	8.5%	9.1%	9.3%
净资产收益率	13.7%	15.2%	18.0%	20.6%	21.7%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%
ROIC	35.9%	27.1%	27.6%	29.4%	29.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

16.5 元

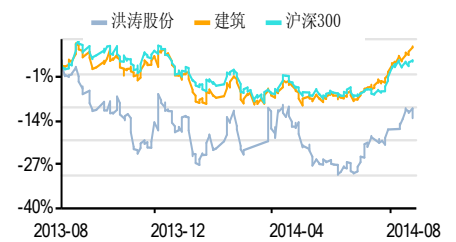
股价 (2014-08-21)

9.58 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,759.29
流通市值 (百万元)	4,730.08
总股本 (百万股)	705.56
流通股本 (百万股)	493.75
12 个月价格区间	7.64/11.42 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.46	6.75	-17.05
绝对收益	11.14	16.97	-15.07

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002  
yangt@essence.com.cn  
0755-88285839

相关报告

洪涛股份：开拓在线教育业务将如虎添翼	2014-07-15
装饰行业深度分析：互联网家装浪潮势不可挡	2014-07-11

## 目录

1. 投资聚焦.....	3
2. 两单收购奠定装饰产业多维创新战略基础.....	3
2.1. 两单收购企业具有丰富资源.....	3
2.1.1. 中装新网积聚了极为丰富的行业资源.....	3
2.1.2. 上海同筑在 BIM 咨询服务领域市场领先.....	4
2.2. 装饰产业多维创新格局已现.....	4
3. 依托中装新网开拓在线职业教育市场前景广阔.....	5
3.1. 装饰职业在线教育市场：政策导向明显，市场前景广阔.....	5
3.1.1. 互联网教育行业爆发增长，职业教育潜力最大.....	5
3.1.2. 装饰职业教育市场规模庞大：预计存量市场规模在 260-300 亿元.....	6
3.2. 依托中装新网强大资源，拟定 6 款产品目标占领 30% 市场份额.....	7
3.2.1. 市场策略：精准定位，拟定 6 款产品目标占领 30% 市场份额.....	7
3.2.2. 培训模式：采用“线下实体教学+远程视频学习”的 O2O 模式.....	8
3.2.3. 竞争优势：依托协会资源，可在各环节最大化的降低成本、提高效率.....	9
3.2.4. 执行力：中装新网团队+引进外部专业团队.....	10
4. 具有装饰产业多环节商业化潜质.....	11
4.1. 城市频道：利用地方协会资源撮合家装和小额公装交易.....	11
4.2. 专业频道：打造业内权威的装饰材料 B2B 采购平台.....	13
5. BIM 技术显著增强多方面竞争力.....	15
5.1. BIM 技术符合建筑业发展潮流，市场前景广阔.....	15
5.2. 上海同筑实力市场领先，与公司业务具有多层次协同效应.....	15
6. 风险因素.....	16
7. 盈利预测、估值与投资建议.....	16

## 表格目录

表 1：洪涛股份收购事项.....	3
表 2：在线教育细分市场对比.....	6
表 3：中装新网在线教育产品一览表.....	7
表 4：上市教育类公司业务分布及商业模式概览.....	9
表 5：中装新网城市频道三大功能简介.....	11
表 6：中装新网专业频道优势分析.....	14
表 7：A 股在线教育股估值水平.....	16
表 8：美股教育股估值水平.....	16
表 9：A 股 B2B 大宗交易平台业务典型公司估值水平.....	17

## 1. 投资聚焦

与其他公装龙头纷纷全力切入互联网家装市场不同，洪涛股份依托今年两单战略性收购企业的强大资源在装饰产业多个环节利用互联网开展创新业务，维度更多，潜力更大。

公司年初收购了具有中装协背景的中装新网，公司依托其极高的行业权威性和丰富的行业资源拟开拓：1) 装饰从业人员在线教育业务；2) 以城市频道为载体的家装和小额公装 O2O 业务；3) 装饰材料大宗交易 B2B 业务。此外，公司年中又收购了具有同济大学团队背景、在国内 BIM 咨询服务领域业绩领先的上海同筑，公司依托其 BIM 技术优势，不仅可以显著增强公装主业的接单能力，还可将其应用到中装新网的在线教育业务中，并顺势切入智慧城市市场。公司手上拥有的这两项战略性资产为公司打造除公装主业以外的装饰产业多环节电商业务奠定了良好基础。与其它公装龙头相比，洪涛股份的新业务基础更具稀缺性，新业务开拓具有立体多维的特点，其中任意一项业务取得成功公司市值有望得到显著提升，想象空间极大。

当前公司公装主业稳健快速增长，新业务开拓稳步推进，尤其是职业在线教育业务预计将在下半年持续取得进度。我们看好公司未来的发展前景和新业务开拓潜力，给予 2014 年 30 倍目标市盈率，目标价 16.5 元，“买入-A”评级，重点推荐。

## 2. 两单收购奠定装饰产业多维创新战略基础

### 2.1. 两单收购企业具有丰富资源

公司今年分别于年初、年中收购了中装新网 53% 股权以及上海同筑 55% 股权。两单收购成本不高，但带来了中装协丰富的行业资源以及上海同筑 BIM 技术及团队资源，使得公司在从传统公装业务向新经济转型具有了良好的基础，可以说公司通过两单收购占据了向装饰产业多环节电商化的制高点，未来成长潜力目前难以估量。

表 1：洪涛股份收购事项

公告日期	收购标的	持股比例	收购价格	标的公司收入及利润	标的公司业务	业绩承诺
2014.3.22	中装新网科技(北京)有限公司	53%	2120 万元	2013 年标的公司收入 1000.51 万元，净利润 282.68 万元。	中装新网为中国建筑装饰协会唯一指定官方网站，承担行业百强评选等多项协会事务的执行工作，集结了 3000 多家最优质的企业会员、2000 多位一流的室内设计师、数百位最权威的专家智囊和全方位的媒体资源，拥有专业的行业资讯平台、实用的行业数据库、高效的企业合作管道。	
2014.7.15	上海同筑信息科技有限公司	55%	2500 万元	2014 年 1-6 月标的公司(含子公司)收入 912.04 万元，净利润 275.62 万元。	同筑科技以智慧城市为目标，以工程信息化为切入点，专业从事工程信息化服务与研究，是国内领先的能为工程建设管理和运维提供全寿命期专业化、个性化 BIM 咨询服务的技术密集型企业。团队核心成员均毕业于同济大学，分别具有科研、设计、施工、工程管理、信息化等领域深厚的专业背景和丰富从业经验。	2015/2016/2017 年度扣非净利润与当年的研发支出的合计数相对于上一年度合计数的增长率分别不低于 100%、100%、100%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 2.1.1. 中装新网积聚了极为丰富的行业资源

**中装新网**：中国建筑装饰新网（简称：中装新网 www.cbda.cn）是由住建部指导、中国装饰协会唯一授权的官方网站，成立于 2012 年 4 月 11 日。网站由中装协秘书处主导，集中中装协优质资源，由中国建筑装饰协会秘书处和中国建筑装饰百强评价推介活动主创团队组建并运营，旨在为中国建筑装饰产业打造一个有前瞻性和指导性，资讯丰富的权威行业垂直网站，为建筑装饰全产业链搭建一个沟通的平台，为业界企业服务。

**中国建筑装饰协会**：中国建筑装饰协会(China Building Decoration Association)，简称：

中装协(CBDA)。中国建筑装饰协会经中华人民共和国民政部批准,成立于1984年9月,业务指导是中华人民共和国建设部,拥有直属会员企业3000余家。协会秘书处设有6个工作部门,另有8个专业委员会,在全国各地有81个地方装饰协会,总计会员15000余家,协会拥有《中装新网》、《中国建筑装饰装修》和《中华建筑报》等国内外公开发行的一网一刊一报,及内部刊物9种,协会工作人员达190余人。

**中国建筑装饰协会与中装新网的关系:**首先,中国建筑装饰协会的属性是民间组织,而非政府的事业单位。但中国建筑装饰协会在过去20年中为行业发展作出了巨大的贡献,通过装饰百强企业评选、中国建筑工程装饰奖评选等活动,紧密的聚集了业内企业,在业内具有绝对的权威性。其次,中装新网是中国建筑装饰协会的唯一指定网站,即“官方网站”(此处“官方”不代表网站属于我国政府的下属部门)。在洪涛股份对中装新网科技(北京)有限公司收购53%股权并增资后,协会会长、秘书长等及协会其他领导成为了中装新网的少数股东。

**中装新网的优势:**(1)当前网站集结了3000多家最优质的企业会员、2000多位一流的室内设计师、数百位最权威的专家智囊和全方位的媒体资源,拥有资讯、资料、协会、设计、建材、人物档案、企业档案、装饰百强8大主频道和超过200个子栏目,旨在打造最专业的行业资讯平台、最实用的行业数据库、最具效率的企业合作管道。(2)依靠中国建筑装饰协会在建筑装饰行业拥有的无可替代的凝聚力和号召力,中装新网可以低成本、高效率地整合全行业的优质资源,不断丰富服务内容,提升服务品质。(3)依靠中国建筑装饰协会在技术标准、行业规范、信用评价等职能履行中所形成的社会公信力,中装新网可以低成本、高效率地导入有效流量。

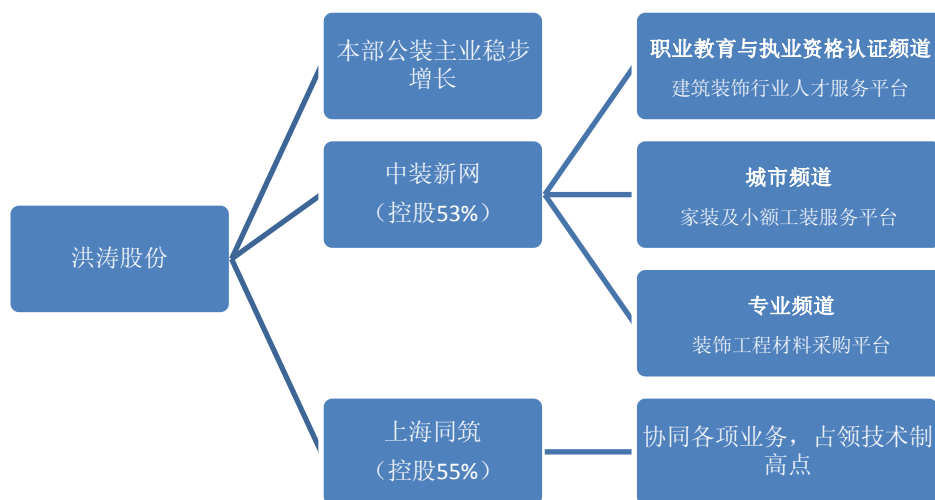
### 2.1.2. 上海同筑在BIM咨询服务领域市场领先

上海同筑是国内领先的BIM咨询服务企业,拥有以同济大学教授、博士等为核心技术成员的团队,具有产学研联合能力,参与和承担了一系列基于BIM的科研项目,研究了BIM技术在工程建设管理、智慧城市领域的应用,并正在形成系列创新产品。公司曾为国内首条全信息化地铁线上海轨交十三号线提供全过程BIM咨询服务。依靠成功的案例已经在高层办公楼、轨道交通、市政桥梁、隧道、发电厂、城市综合体、智慧城市等领域中成为建筑信息行业发展的开拓者和引领者。

## 2.2. 装饰产业多维创新格局已现

与其他公装龙头全力切入互联网家装市场不同,公司年初收购的中装新网具有丰富的行业资源和行业权威性,年中收购的上海同筑则具有领先的BIM技术和同济大学团队背景,公司依托两单收购企业的强大资源在装饰产业多个环节利用互联网开展创新业务,维度更多,潜力更大。目前公司已明确将开展:(1)服务建筑装饰从业者的职业教育与执业资格认证业务;(2)服务家装和小额公装客户的城市频道业务;(3)服务装饰企业和供应商的工程材料采购B2B业务。其中在线职教业务是当前公司主抓重点。

图 1：洪涛股份业务格局



数据来源：安信证券研究中心

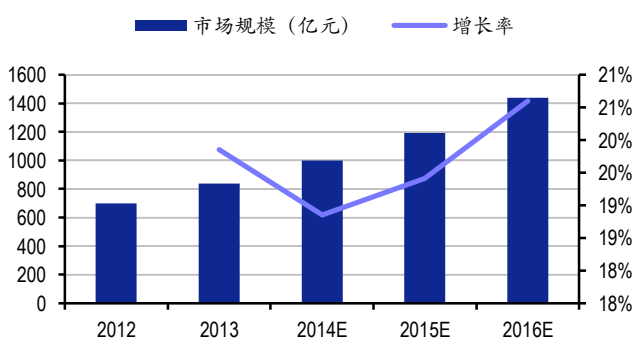
### 3. 依托中装新网开拓在线职业教育市场前景广阔

#### 3.1. 装饰职业在线教育市场：政策导向明显，市场前景广阔

##### 3.1.1. 互联网教育行业爆发增长，职业教育潜力最大

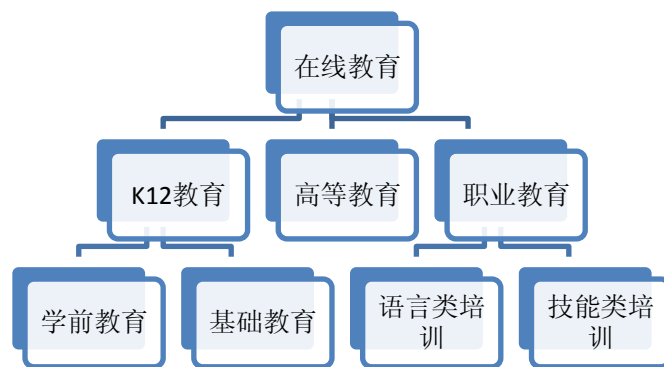
根据艾媒咨询 (iMedia research) 数据，2013 年中国在线教育市场规模预计为 924 亿元，较 2012 年同比增长 32.9%。未来几年中国在线教育市场有望保持每年 30% 以上的增速，到 2015 年中国在线教育市场规模有望超过 1600 亿元。当前我国互联网教育市场有望迎来爆发增长。

图 2：在线教育市场规模及预测



数据来源：iMedia research, 安信证券研究中心

图 3：在线教育业务分类



数据来源：《2012 搜狐教育行业白皮书》，安信证券研究中心

在众多互联网教育市场中，职业教育是市场最大、最有前景的细分市场。在线教育按照教育对象可分为学前教育、K12 教育、高等教育、职业培训等类别。目前在线教育细分市场中以职业培训占比最高。据《2012 搜狐教育行业白皮书》，通过网络进行学历教育、职业技能培训、专业认证考试培训的需求最为旺盛。31.7% 的职场白领表示因工作瓶颈参加职业教育培训，期望通过再学习充实自己，且每年在职业培训方面投入 8000 元以上的占比 25%，投入 5000-8000 元的达 31%。在计划通过网络视频学习人群的构成中，在职人员占比超过一半，达到 57%。职业教育市场前景极为广阔。

**表 2: 在线教育细分市场对比**

分类	规模	占比
学前	58	5.91%
K12	172	17.53%
高等	103	10.50%
职业培训	417	42.51%
其他技能	231	23.55%

数据来源:《2012 搜狐教育行业白皮书》,安信证券研究中心

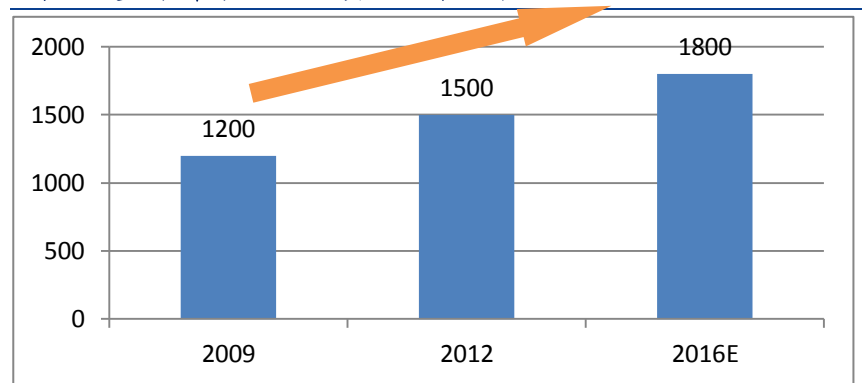
**国家政策力促职业教育发展。**今年6月23日,全国职业教育工作会议召开,习近平主席就加快职业教育发展作出重要指示:职业教育是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分,是广大青年打开通往成功成才大门的重要途径,必须高度重视、加快发展。会议提出到2020年,中等职业教育在校生达到2350万人,专科层次职业教育在校生达到1480万人,接受本科层次职业教育的学生达到一定规模,从业人员继续教育达到3.5亿人次。

新一轮职业教育改革体现了三大特点:一是领导重视前所未有,二是改革力度前所未有,三是部门协作前所未有,习主席和李总理均给予了重要指示,全国职业教育工作会议有59个国务院部门和9个行业组织参会,各方将协调推进职业教育改革。国家要求推动职业教育需“国家主导、行业协会指导、企业参与”。预计未来政府层面将逐渐下放多项权力、放松相关管制,中装协将在推广职业教育的过程起到更大的作用,公司依托中装新网开展装饰从业人员在线职业教育业务将面临更佳政策环境。

### 3.1.2. 装饰职业教育市场规模庞大: 预计存量市场规模在 260-300 亿元

根据中装新网统计及预测,装饰行业从业人员2009年为1200万,2012年为1500万,预计到2016年将达到1800万。庞大的从业人群催生庞大的职业教育潜在市场。另一方面,国内尚无专门针对建筑装饰行业的职业培训机构,大专院校毕业生在课堂所学知识普遍离实际工作运营有较大差距,企业需要花费大量时间和资源对毕业生进行再培训;而更多广大的存量从业者职业技能参差不齐,缺乏等级评定和规范的培训服务,造成雇用成本高、工程质量低。这样的装饰行业人力资源局面为公司开展职业教育业务提供了广阔的市场空间。

**图 4: 建筑装饰行业从业人员数量 (万人)**



数据来源:中装新网统计与预测,安信证券研究中心

根据中装新网测算,建筑装饰行业培训市场规模在260-300亿元。测算方法如下:

**设计人员:**2010年设计人员总量在80万人左右,其中具有高级职称的有5万余人,2012年设计从业人员达到100万,高级设计人员6万余人。目前国内高级设计师缺口约30万左右,人均培训费用1.5万元,初、中级设计师缺口100万人左右,假设人均培训费用5000元,则培训总额95亿元。

**项目管理人员：**工装领域，建筑装饰企业的一级注册建筑师仅有 2 万余人，二级注册建造师也才 7 万余人。家装领域，现行的注册建造师标准不适合家装，施工管理人员无资质认证，无证上岗。装饰行业项目管理人员的人才缺口 30 万人左右，以人均培训费用 2 万元计算则市场规模为 60 亿元。

**专业技术特长施工人员（八大员）：**目前国家规定要求持证上岗的是“十四大员”，其中至少有 8 类需要系统培训，人才缺口大约在 500 万左右，假如按照人均培训费用 2000-3000 元计算，市场规模在 100-150 亿元。

### 3.2. 依托中装新网强大资源，拟定 6 款产品目标占领 30% 市场份额

#### 3.2.1. 市场策略：精准定位，拟定 6 款产品目标占领 30% 市场份额

公司采取细分市场精准定位的策略，目前初步拟定针对 6 类不同人群开发 6 款产品，设立相应的培训目标、培训内容、收费标准，使其能精准打击不同从业人群的职业教育需求。公司未来可根据市场需求变化和实际业务开拓进度适当调整产品组合。根据中装新网的新闻发布会，公司拟在未来尽力将市场份额做到 30% 水平。

表 3：中装新网在线教育产品一览表

产品名称	招生对象	经营模式	培训目的	经营目标
初级设计师培训认证就业	相关专业的应届毕业生	线下教学+远程同步视频集中学习，以北京为主教学点，在全国其他城市设立分教学点每个教学点设置一名培训辅导员，负责培训安排及全程就业辅导	使学生符合用人单位要求，通过中装协认证，完成就业	产品收费 3000 元，第一年招生规模 2000 人，产值 600 万元；第二年招生 5000 人，产值 1500 万元；第三年招生 10000 人，产值 3000 万元。
高级环境设计师培训考核认证班	完成初级认证的学员以及同等情况的在职人员	针对考核标准设置设计、制图、预算、谈判、经营管理等进阶课程；网授班，通过在线高清视频课件自主学习，夜间班和周末班，通过 O2O 模式进行课程学习。学员自由选择	使学员通过考核获得高级环境设计师认证，增加职场竞争力	产品收费 1.5 万元，第一年招生 5000 人，产值 7500 万元；第二年招生 8000 人，产值 1.2 亿元；第三年招生 15000 人，产值 2.25 亿元
中美联合培养项目（设计类、项目管理类）	有出国学习相关专业的应届毕业生本科生	学习流程：英语培训——留学咨询——境外学习——境内实习（获得学位及认证）——就业安置	为立志于进入装饰行业的学生打开一条学习国外先进理念、开阔眼界、提高起点、实现就业的渠道	产品收费 8—10 万元，第一年招生 500 人，产值 4000—5000 万元；第二年招生 1000 人，产值 8000 万—1 亿元；第三年招生 2000 人，产值 1.6—2 亿元
在职人员职业提升项目	有一定经验的在职人员	中装新网依托协会与国外行业协会、知名高校展开积极合作，组织在职设计师及工程管理人员前往国外交流学习，获得国外有影响力及认可度的职业资格认证。	接受国内外课程培训，提升职业素养，并获得国外高规格认证	产品平均收费 2—3 万元，第一年招生 2000 人，产值 4000—6000 万元；第二年招生 5000 人，产值 1—1.5 亿元；第三年招生 1 万人，产值 2 亿元。
国家注册建造师培训项目	需要参加注册建造师考试的学员	“考试要点精讲+解题技巧辅导+远教平台的在线学习+模拟试题讲解+考前集训”等具有鲜明应试特点的教学模式	帮助学员顺利通过考试	产品收费 2 万元，第一年招生 1000 人，产值 2000 万元；第二年招生 2000 人，产值 6000 万元；第三年招生 3000 人，产值 6000 万元

<b>施工关键岗位职业技能培训（八大员）项目</b>	从事建筑施工相关岗位的人员	利用移动学习平台,实现在手机等移动终端上的随时随地学习、联系和交流,充分利用学员的碎片时间来学习,做到碎片化积累,移动式学习	提高八大员的执业水平,规范认证体系	产品收费 2000 元,第一年招生 2 万人,产值 4000 万元;第二年招生 5 万人,产值 10000 万元;第三年招生 8 万人产值 16000 万元
----------------------------	---------------	--	-------------------	--

数据来源:中装新网北京新闻发布会,安信证券研究中心整理

上述表格中的产品定价大约为市价的 70%,以国家注册建造师培训项目为例,目前市场线下培训费用为每人 2.5-3 万元,而公司定价为 2 万元。又比如八大员项目的收费,每人 2000 元,由于公司采用的线上碎片化的学习,因此不同脱产(目前装修工人每天工资约 200-400 元),也免去了学员的路费,因此具有相当的竞争力。

### 3.2.2. 培训模式:采用“线下实体教学+远程视频学习”的 O2O 模式

公司依托中装新网及中装协丰富的资源,开展教育培训服务,其规划的商业模式覆盖了制定标准、招生、培训、认证、就业各个环节,使得其在线教育产品具有极强的竞争力和可行性。

**制定职业资格制度:**中国建筑装饰协会是建筑装饰行业唯一的全国性法人社团,具有制定建筑装饰行业的各类职业资格制度的权利与义务。中装新网作为中国建筑装饰协会的职能平台,将依据协会制定的各类职业资格认证标准提供从初级—中级—高级的梯级持续培训。

**招生:**我国设置有建筑装饰相关专业的高校超过 800 所,2013 年毕业生规模接近 60 万人,其中设计类专业毕业生 10 万人,项目管理类和工程施工类毕业生超过 30 万人。另外还有超过 1500 万的建筑装饰从业人员,生源十分广泛。

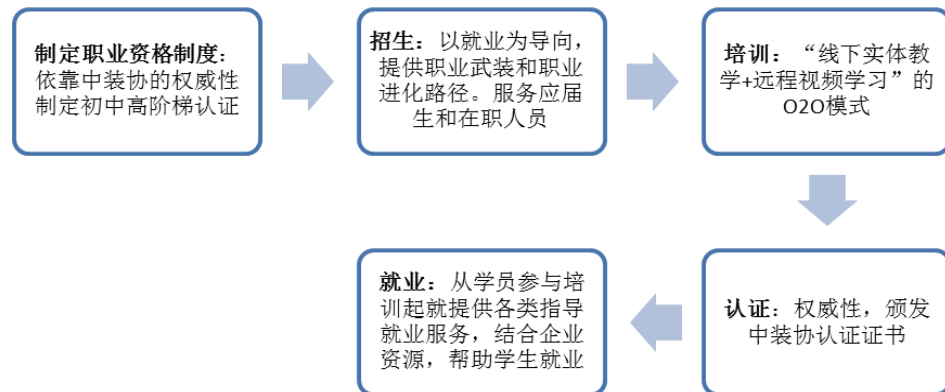
**培训:**优秀教师集中在北京进行课程研发和设计,在北京讲课,各地同步直播,学员必须在指定的地点学习(教学点),每个教学点设助教和企业合作人员;通过远程教育和学习系统,加强学员与教师、助教的互动,同时方便学员复习课程和完成作业。中装新网将充分利用先进的在线教育技术,打造建筑装饰行业的职业教育培训系统,使中装新网组织的优秀教学内容与学员的学习、考试等形成完美的线上线下 O2O 闭环。

**认证:**通过考核即颁发由中国建筑装饰协会制定或其他合作机构制定的职业资格证书。

**就业:**从学员培训开始就会与其沟通职业规划,同时提供面试培训和简历准备等服务。组织企业到教学点现场招聘,组织学员到企业进行现场推荐,最终实现顺利就业。



图 5：中装新网教育培训产品的商业模式



数据来源：安信证券研究中心

### 3.2.3. 竞争优势：依托协会资源，可在各环节最大化的降低成本、提高效率

**当前教育培训行业的竞争格局：**目前互联网教育领域参与者众多，从整个产业周期演进上来看，传统线下的模式最为成熟，无论是 K12 还是职业教育，大部分企业已经完成了 IPO，以上市的美股企业为主。而教育信息化模式，A 股上市公司比较多，主要集中在 K12 教育领域，而纯线上的模式，各种商业形态还在探索过程中，除了极个别专业领域（会计等），大部分企业还处于创投阶段。A 股上市公司主要集中在体制内 K12 教育信息化领域：如全通教育、立思辰、方直科技；美股上市公司主要集中在成熟的 K12 及高等职业领域的线下培训领域：如好未来、学大教育、新东方、达内科技、正保远程教育（线上会计，中华会计网校）。纯线上的学习模式则更多处于市场化创业阶段。

表 4：上市教育类公司业务分布及商业模式概览

公司名称	上市地点	主要涉及教育领域	商业模式	盈利模式	市值
全通教育	A 股	K12 教育	教育信息化，网上课程，与线下学校合作	系统销售，线上课程收费，增值服务收费	64.3 亿
新南洋	A 股	覆盖 K12，学前，高等教育，语言培训等全年龄段教育	昂立教育注入新南洋，主要以线下为主	学费	47.31 亿
方直科技	A 股	K12 教育	教学软件销售，教材教辅等电子化	产品销售	28.37 亿
立思辰	A 股	K12 教育，职业教育	原业务主要是 K12 教育系统开发，后收购“乐易考”进入在线职业教育	系统销售，线上课程收入，增值服务	62.06 亿
新东方	美股	外语培训，留学指导	主要是线下培训和周边产品开发	学费，教材教辅销售	30.99 亿美元 (189 亿)
正保教育	美股	职业教育（会计等职业资格考试）	网上课程	网上课程收费	5.75 亿美元 (35 亿)
达内科技	美股	职业教育（IT 培训）	线下教育，辅助线上课程	课程学费	6.24 亿美元 (38 亿)
好未来	美股	K12 教育	网上课程和线下课程结合	课程学费，增值服务	23.49 亿美元 (143 亿)
学大教育	美股	K12 教育	线下课程	课程学费	3 亿美元 (18.3 亿元)

数据来源：安信证券研究中心归纳总结

与众多成熟的教育类上市公司竞争者相比，公司依托中装新网开展装饰从业人员的职业在线教育业务具有独特而显著的优势。由于中国建筑装饰协会是行业唯一的全国性组织，在业内极具号召力和公信力，中装新网作为协会的职能平台，能够充分利用协会的各种资源，在教育培训认证的各个环节最大化的降低成本、提高效率。具体来说，在

招生，培训，就业三大环节都有不可比拟的巨大优势。

图 6：中装新网开展教育业务的优势

招生	培训	就业
<ul style="list-style-type: none"> <li>与多数高校建立合作协议</li> <li>组织行业活动对在职人员形成号召力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>师资力量强大，高校教师与资深设计师联合</li> <li>远程培训系统完善，可实现多种在线教育需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>与装饰企业，设计企业有密切的合作关系</li> <li>可以全程指导学员就业，提高就业率</li> </ul>

数据来源：安信证券研究中心

**招生：**中装协的丰富资源使得招生成本较低。通过过去两届“中装杯”大学生设计大赛等活动的成功举行，中装新网与高校建立联系并达成合作协议，能快速组织应届毕业生资源。通过行业设计大赛、评优推介等活动，对企业在职员工形成强大的号召力。另外还可以通过一系列具有社会影响力活动的举办，吸引社会待业/转业生源。

**培训：**中装新网的建筑装饰行业职业教育培训系统，能够实现远程课堂互动教学、课后课件点播、在线答疑、练习、考试等众多功能，最大限度的降低培训成本、提高培训质量。

**就业：**中装新网与 500 家大型装饰施工企业、200 家著名设计机构有密切的合作关系，对会员企业的人才需求能比较清楚的掌握。用人单位以提高师资、组织专家团队、建立教学点等方式全方位参与中装新网组织的培训，更加有利于学员的就业。

图 7：“中装杯”设计大赛在清华大学的宣讲现场照片



数据来源：中装新网，安信证券研究中心

图 8：“中装杯”设计大赛在厦门站的宣讲现场照片



数据来源：中装新网，安信证券研究中心

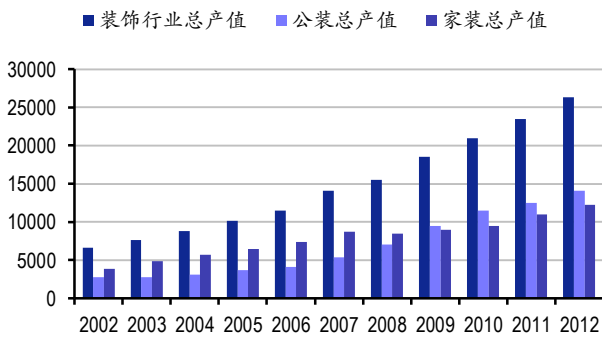
### 3.2.4. 执行力：中装新网团队+引进外部专业团队

我们对公司在线教育业务的后续开拓执行力具有较强信心，主要原因是：（1）就目前而言，中装新网的朱时均团队自身具有极强的执行力。其在装饰行业协会主导的装饰企业百强评选活动和中国建筑装饰优秀工程奖的评选活动在其内任被打造成行业绝对的评价标准（例如许多项目将中装协所评定的装饰百强企业排名作为硬性竞标资格）。此外作为中装新网两年前开始就为开展职业教育业务作的先期尝试的“中装杯”设计大赛，在该团队的带领下亦已取得极佳的市场反响。（2）公司未来不排除通过外延扩张引进专业的在线教育业务团队的可能性，公司未来亦可通过外聘专家团队来充实自身在该业务领域的专业能力。

## 4. 具有装饰产业多环节商业化潜质

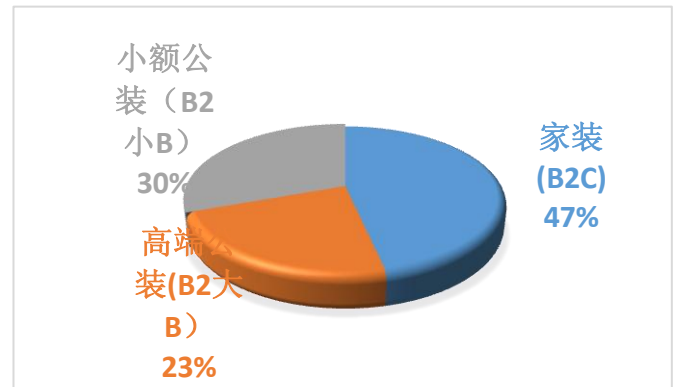
公司依托中装新网背后的行业协会资源，不仅能在单一细分市场开展创新业务，还可以在装饰产业的多个环节采用互联网手段开展创新。目前公司依托中装新网，除职业在线教育业务外，还在同步推进服务家装和小额公装的城市频道业务以及服务装饰公司 and 建材供应商的装饰材料 B2B 交易平台业务（专业频道）。

图 9：历年装饰行业产值（单位：亿元）



数据来源：建筑装饰协会，安信证券研究中心

图 9：2012 年装饰行业细分市场产值（亿元）



数据来源：建筑装饰协会，安信证券研究中心

### 4.1. 城市频道：利用地方协会资源撮合家装和小额公装交易

**城市频道的定位：**由于家装市场存在市场信息极不对称的痛点，中装新网依靠行业权威资源，以“免费工程监理”、“免费竣工验收”、“工程合格后付款”、“纠纷仲裁解决”、“质量事故先行赔付”等为路径，将城市频道定位在家装市场和小额公装市场的行业垂直电商平台。

对消费者而言：从服务商的选择、工程质量的保障，到出现纠纷时的解决机制，权益得到保护。

对装饰公司而言：丰富了提供服务的手段，拓展了延揽业务的渠道，再造了适应市场发展的商业模式，提升了企业形象与声誉。

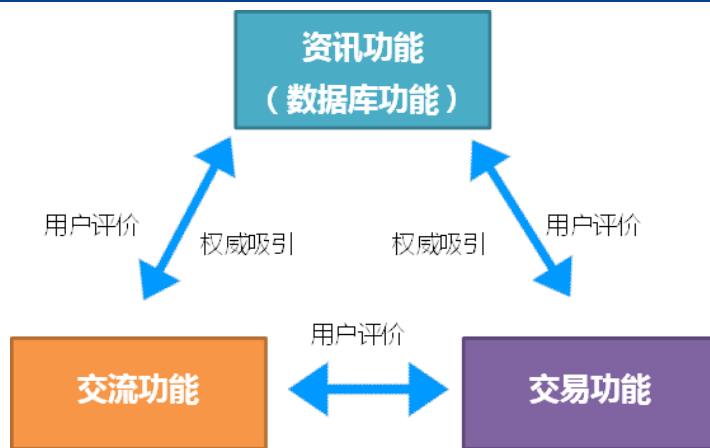
**城市频道的功能和盈利来源：**针对各城市家装市场和小额公装市场，公司依托中装新网建设集权威资讯发布、服务商资信认定与评级、在线互动交流和在线交易于一体的行业垂直电商平台，实现资讯功能（数据库功能）、交流功能、交易功能三大交易功能。

表 5：中装新网城市频道三大功能简介

功能	内容
资讯功能	发布丰富内容的行业资讯、相关政策法规和装饰市场动态；为入驻商家提供有针对性的强势推广平台；以服务商业绩、市场信用程度和以往客户体验等为标准，对服务商进行考核，给予服务商官方认定与评价并进行发布，为业主提供可信任的服务商资源
交流功能	通过 PC 端和移动 APP 端，为入驻商家独立展示空间和与业主的交流窗口；根据市场热点策划并组织实施线上、线下各类活动，加强商家与消费者之间的互动。
交易功能	提供在线交易服务。通过提供居间服务，为交易提供第三方保障和金融服务，促成交易双方实现在线交易

数据来源：中装新网北京新闻发布会，安信证券研究中心

图 110: 三大功能的互动关系



数据来源: 安信证券研究中心

图 111: 主要收入来源示意图

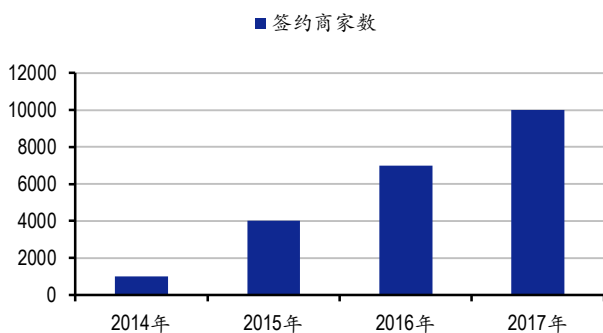


数据来源: 安信证券研究中心

**中装新网开展城市频道业务的优势:** 公司开展城市频道业务相比于其他的家装垂直类电商具有以下优势: (1) 具有较强的市场公信力。(2) 可以高效率低成本的组织线下商家资源。发挥中装协和各地方协会的影响力和号召力, 城市频道能快速组织大量的装饰企业、设计机构、建材企业入驻平台。(3) 能够快速导入流量。以商家业绩、市场信用程度和客户体验等为标准, 对商家进行考核, 给予商家资信以官方认定与评价, 使得消费者挑选时具有依据。并通过组织各类线上线下活动提升网站流量。

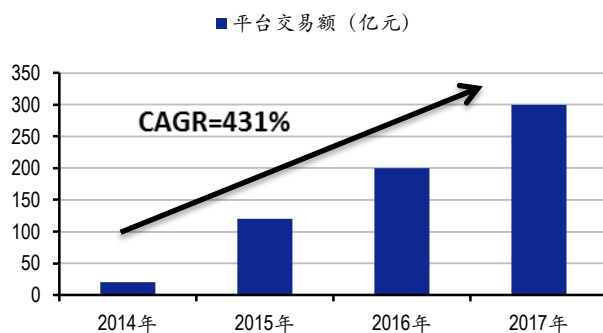
**城市频道发展规划:** 根据中装新网在 8 月 13 日北京召开的新闻发布会上披露, 公司计划到 2017 年底, 开设全国 50 家主要城市, 平均每个城市达到 200 家合作商。实现网站在线交易成交总额 300 亿元人民币, 平台营收 8 亿元, 净利润 2.5 亿元。

图 112: 中装新网城市频道签约商家数目标



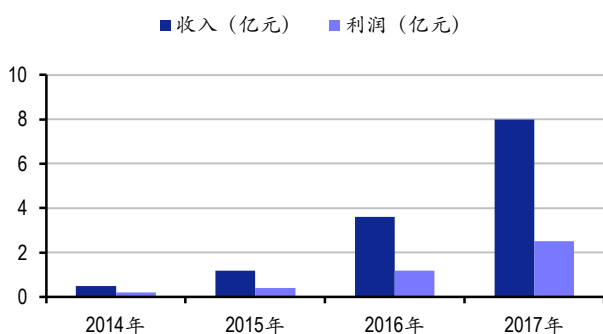
数据来源: 中装新网北京新闻发布会, 安信证券研究中心

图 113: 中装新网城市频道平台交易额目标



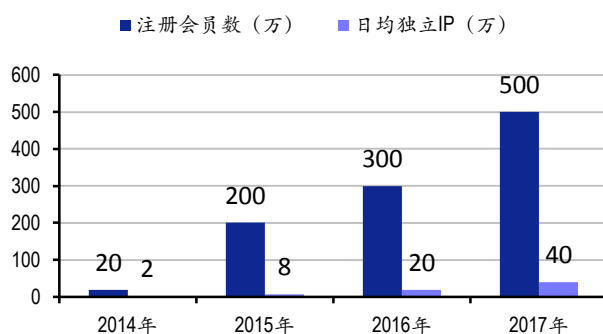
数据来源: 中装新网北京新闻发布会, 安信证券研究中心

图 114: 中装新网城市频道收入和盈利目标



数据来源: 中装新网北京新闻发布会, 安信证券研究中心

图 115: 中装新网城市频道注册会员数和日均 IP 预测

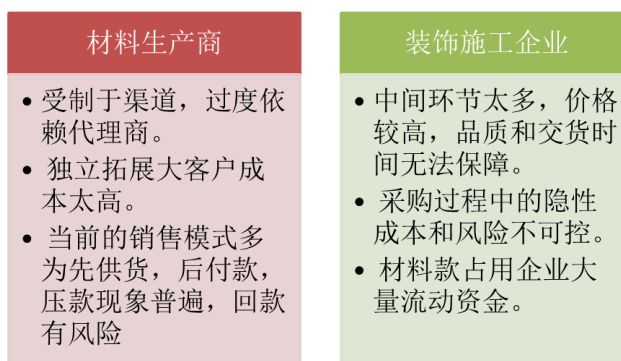


数据来源: 中装新网北京新闻发布会, 安信证券研究中心

## 4.2. 专业频道: 打造业内权威的装饰材料 B2B 采购平台

装饰工程采购市场也同家装市场一样存在诸多痛点, 中装新网专业频道的定位就是成为沟通装饰材料生产商和装饰企业的权威采购平台。解决市场存在的痛点。

图 116: 装饰工程材料采购市场痛点



数据来源: 安信证券研究中心

**专业频道优势:** 与其他的材料采购平台相比, 中装新网的专业频道具有信誉高, 价格优惠, 封闭体系, 金融支持的优点。

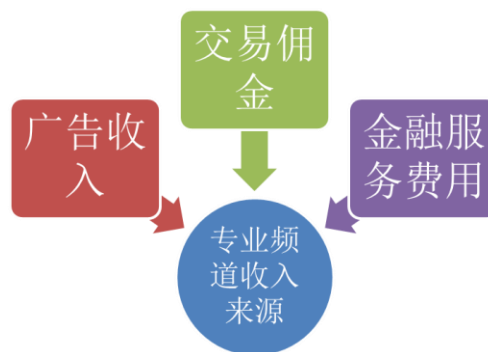
**表 6：中装新网专业频道优势分析**

优点	内容
信誉高	买卖双方都是中装协和中装新网的优质会员，具有较高的信誉
价格优惠	省去了代理商环节，能保证价格不高于一级代理商
封闭会员制	实行会员制，形成一个封闭式的采购体系，不会对材料企业的代理商渠道造成冲击
金融支持	提供金融贷款，规避卖方的回款风险，缓解买方的资金压力。

数据来源：安信证券研究中心

**专业频道的收入来源：**专业频道收入主要来自于广告收入，交易佣金，金融服务费用。广告收入：目标达到 0.75 亿元，建立 15 个专业频道，每个专业频道平均 500 万元。交易佣金：计划收取交易佣金比例：1%—3%，收入金额达到 8 亿元。按照 500 家大型装饰施工企业，平均采购金额 4 亿元计算，20%采用在线采购，共计 400 亿元。金融服务费用：收费比例 0.5%，目标收入金额：0.6 亿元，材料采购总额 400 亿元，30%利用金融贷款支付，金融服务费用 0.6 亿元。

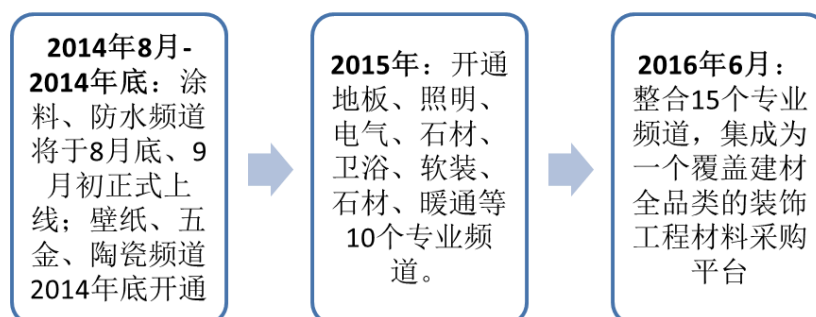
**图 117：专业频道收入来源**



数据来源：安信证券研究中心

**专业频道的目标规划：**根据中装新网在 8 月 13 日北京召开的新闻发布会上披露，目标到 2016 年 6 月，整合 15 个专业频道，集成为一个覆盖建材全品类的装饰工程材料采购平台。

**图 18：专业频道发展规划**



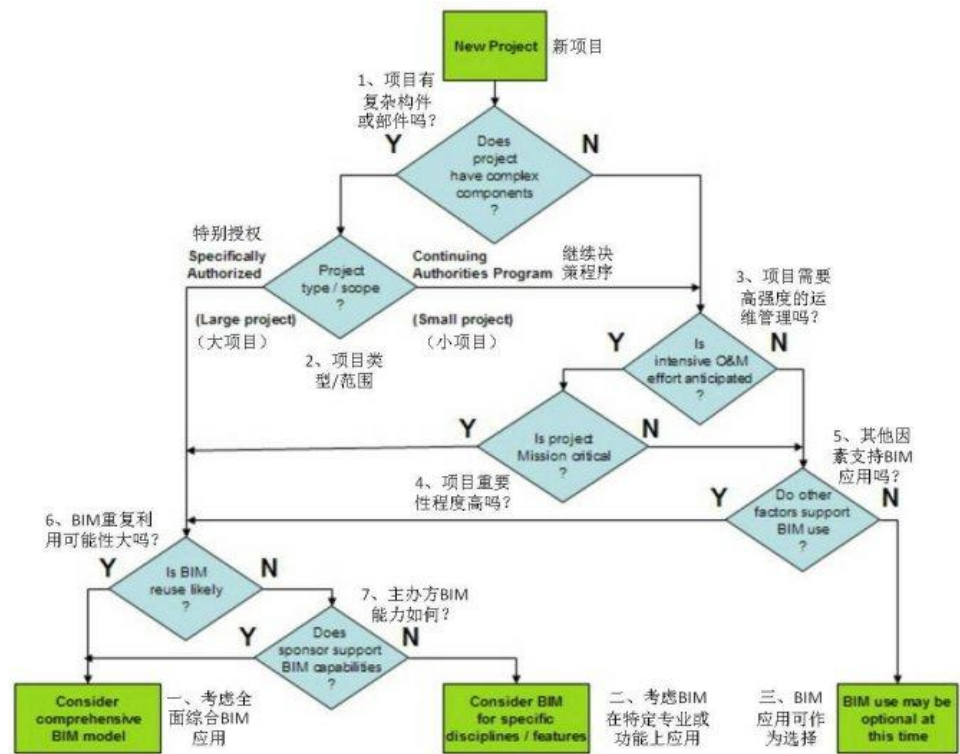
数据来源：安信证券研究中心

## 5. BIM 技术显著增强多方面竞争力

### 5.1. BIM 技术符合建筑业发展潮流，市场前景广阔

BIM 全称 Building Information Modeling，即建筑信息模型，是以建筑工程项目各项信息数据为模型基础进行建模、通过数字信息仿真模拟建筑物所有的真实信息，具有可视化、协调性、模拟性、优化性、可出图性等优点。据统计，BIM 技术的使用可降低传统工程实施过程中因信息管理和沟通不善导致的工程变更项目达 40%；可将造价估算控制在 3% 精确度范围内；通过发现和解决冲突，可将造价降低 10% 左右；可将工期缩短 7%，及早实现投资回报。

图 199：新项目应用 BIM 的决策流程



数据来源：中国 BIM 门户网，安信证券研究中心

BIM 技术符合未来建筑技术潮流，得到国家政策的大力倡导和支持。住建部编制的建筑业“十二五”规划明确提出推进 BIM 协同工作等技术应用。目前，上海、江苏、深圳等地及城市轨道交通、智慧城市等项目已经开展 BIM 推广应用。

2013 年我国建筑业总产值为 15.9 万亿元，按照 10% 的造价节省比例计算，如全社会建筑项目都采用 BIM 技术，将可产生 1.59 万亿元的社会价值。如果我们按照 40-70 元/平方米收取 BIM 咨询服务费，约占工程总造价的 1% 左右，则其咨询服务潜在市场规模可达 1590 亿元。

### 5.2. 上海同筑实力市场领先，与公司业务具有多层次协同效应

上海同筑是国内领先的 BIM 咨询服务企业，拥有以同济大学教授、博士等为核心技术成员的团队，具有产学研联合能力，参与和承担了一系列基于 BIM 的科研项目，研究了 BIM 技术在工程建设管理、智慧城市领域的应用，并正在形成系列创新产品。公司曾为国内首条全信息化地铁线上海轨交十三号线提供全过程 BIM 咨询服务。依靠成功的案例已经在高层办公楼、轨道交通、市政桥梁、隧道、发电厂、城市综合体、智慧城市等领域中成为建筑信息行业发展的开拓者和引领者。

公司收购上海同筑后，不仅可依托其 BIM 技术显著增强公装主业的订单承接实力（目

前众多业主非常愿意尝试 BIM 技术，因为应用后可称为标志性工程被加以宣传，同时由于 BIM 技术在造价方面的透明度，在当前反腐严厉的市场环境下，政府投资类的项目尤其愿意采用 BIM 技术方案；此外，一些大型的宗教文化类项目，由于曲面异型结构较多，也倾向于用 BIM 技术来加强预算和造价管理能力)，还可在新业务领域给予强有力的支撑。

在在线教育业务方面，有望依托同济大学团队背景所带来的相关专家师资力量、以 BIM 技术为载体，结合中装新网官方平台，通过系列课件产品研发，打造“线下实体教学+线上远程学习”的 O2O 培训模式。由于 BIM 贯穿于建筑项目整个实施过程，因此公司未来基于 BIM 的在线教育产品也将面向包括设计师、招标投标人员、项目管理人员、监理乃至施工工人等广大受众。又由于 BIM 技术不仅用于装饰工程，因此未来远期培训内容还可扩大至结构、幕墙等更多建筑领域。

此外，由于 BIM 承载和传递了从方案、土建、设备安装到装修等建造全过程的信息，建成交付以后，通过产品开发，还可以将智能视频监控、智能停车管理、门禁一卡通、能源控制功能等整合在 BIM 模型中，成为一个综合的智慧楼宇管理平台。基于 BIM 的智慧楼宇是智慧园区、智慧城市的基本组成单位。公司未来通过上海同筑项目及自身装饰项目（包括现有公装项目和未来家装产品）采用 BIM 所获得的建筑信息系统资源，可从事智能家居、智能楼宇、智慧城市的运营管理业务，盈利模式将得到极大丰富。

## 6. 风险因素

新业务开展进度低于预期风险；收购整合风险；应收账款坏账风险。

## 7. 盈利预测、估值与投资建议

我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.56/0.78/1.01 元，当前股价对应三年市盈率分别为 17/12/9 倍。就目前公司所开展的创新业务来看，可比公司估值都远高于公司当前估值水平；未来做成任何一项业务，公司估值都将得到显著提升。考虑到公司依托中装新网和上海同筑资源开展新业务的巨大潜力，给予 16.5 元的目标价（对应 2014 年 25 倍市盈率），维持“买入-A”评级。

表 7：A 股在线教育股估值水平

	收盘价 (元)	市值 (亿元)	13EPS (元)	14EPS(元) (E)	15EPS(元) (E)	16EPS(元) (E)	13 PE	14 PE (E)	15PE (E)	16 PE (E)	
立思辰	22.77	59.93 亿	0.24	0.41	0.56	0.72	95.31	55.85	40.88	31.66	
全通教育	84.70	82.33 亿	0.70	0.55	0.76	1.27	121.00	153.11	110.85	66.94	
方直科技	20.42	32.34 亿	0.26	0.18	0.23	0.27	78.54	110.50	90.55	75.13	
新南洋	29.40	51.06 亿	0.09	0.27	0.43	0.75	341.46	107.73	67.62	39.30	
							平均市盈率:	159	107	77	53

数据来源：盈利采用 Wind 一致预期，安信证券研究中心，注：收盘价日期取 2014 年 8 月 21 日

表 8：美股教育股估值水平

	股价 (美元)	市净率	市值 (亿美元)	13EPS (美元)	14EPS (美元) (E)	15EPS (美元) (E)	13 PE	14 PE (E)	15PE (E)	
学大教育	4.47	1.96	2.99	0.24	0.31	0.41	18.49	14.42	10.90	
新东方	22.27	3.40	34.90	1.38	1.55	1.88	16.18	14.37	11.85	
好未来	34.57	10.49	27.26	0.77	1.04	1.40	44.99	33.24	24.69	
达内科技	14.42	15.19	7.3	0.28	0.46	0.73	52.00	31.35	19.75	
正保远程教育	16.76	9.27	5.98	0.38	0.58	0.67	44.10	28.95	25.06	
							平均 PE	35.15	24.46	18.45

数据来源：Yahoo 财经，安信证券研究中心，注：收盘价日期取 2014 年 8 月 21 日



表 9: A 股 B2B 大宗交易平台业务典型公司估值水平

	收盘价 (元)	市值 (亿元)	13EPS (元)	14EPS(元) (E)	15EPS(元) (E)	16EPS(元) (E)	13 PE	14 PE (E)	15PE (E)	16 PE (E)
上海钢联	45.93	71.65	0.18	0.20	0.33	0.48	248	229	135	93

数据来源: 盈利采用 Wind 一致预期, 安信证券研究中心, 注: 收盘价日期取 2014 年 8 月 22 日

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年08月21日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>2,841.7</b>	<b>3,545.7</b>	<b>4,609.3</b>	<b>5,992.1</b>	<b>7,610.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,325.7	2,892.5	3,752.0	4,868.6	6,179.3	营业收入增长率	31.1%	24.8%	30.0%	30.0%	27.0%
营业税费	95.3	117.2	152.1	197.7	251.3	营业利润增长率	53.6%	23.4%	39.8%	37.2%	30.1%
销售费用	62.4	69.0	83.0	101.9	125.6	净利润增长率	50.2%	36.7%	40.1%	39.6%	30.1%
管理费用	64.1	64.9	78.4	95.9	114.2	EBITDA 增长率	61.5%	28.3%	38.5%	36.9%	29.9%
财务费用	-7.7	-0.6	-	-	-	EBIT 增长率	61.0%	26.7%	40.0%	37.2%	30.1%
资产减值损失	27.1	63.7	70.0	78.0	94.0	NOPLAT 增长率	57.3%	40.2%	40.7%	39.7%	30.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	86.2%	38.0%	31.3%	31.3%	30.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.3%	23.1%	18.6%	21.9%	23.4%
<b>营业利润</b>	<b>274.8</b>	<b>339.0</b>	<b>473.9</b>	<b>650.0</b>	<b>845.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.8	1.5	0.8	1.0	1.1	毛利率	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	18.8%
<b>利润总额</b>	<b>275.5</b>	<b>340.5</b>	<b>474.7</b>	<b>651.1</b>	<b>846.8</b>	营业利润率	9.7%	9.6%	10.3%	10.8%	11.1%
减:所得税	71.0	61.0	83.1	104.2	135.5	净利润率	7.2%	7.9%	8.5%	9.1%	9.3%
<b>净利润</b>	<b>204.5</b>	<b>279.5</b>	<b>391.7</b>	<b>546.9</b>	<b>711.3</b>	EBITDA/营业收入	9.6%	9.9%	10.5%	11.1%	11.4%
						EBIT/营业收入	9.4%	9.5%	10.3%	10.8%	11.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	11	18	20	18	16
货币资金	441.1	348.8	368.7	479.4	608.8	流动营业资本周转天数	74	94	100	105	113
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	256	279	255	255	258
应收账款	1,445.1	2,654.6	2,415.7	4,242.3	4,297.9	应收账款周转天数	150	208	198	200	202
应收票据	26.4	25.7	38.5	48.4	60.9	存货周转天数	2	2	2	2	2
预付帐款	307.2	203.4	421.9	389.5	674.7	总资产周转天数	285	314	288	281	280
存货	9.4	31.7	26.6	44.6	46.7	投资资本周转天数	100	124	128	129	133
其他流动资产	0.5	0.9	3.0	1.5	1.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.7%	15.2%	18.0%	20.6%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	7.6%	10.6%	9.7%	11.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	35.9%	27.1%	27.6%	29.4%	29.1%
投资性房地产	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	<b>费用率</b>					
固定资产	118.7	239.8	274.6	311.1	349.3	销售费用率	2.2%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
在建工程	98.7	37.8	37.8	37.8	37.8	管理费用率	2.3%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
无形资产	28.0	68.5	66.4	64.3	62.3	财务费用率	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	19.1	65.0	32.2	38.8	45.3	三费/营业收入	4.2%	3.8%	3.5%	3.3%	3.2%
<b>资产总额</b>	<b>2,497.2</b>	<b>3,678.9</b>	<b>3,688.1</b>	<b>5,660.5</b>	<b>6,188.3</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	69.2	140.4	232.1	资产负债率	40.3%	50.2%	41.0%	53.2%	47.1%
应付帐款	718.1	1,461.1	990.3	2,242.7	1,876.8	负债权益比	67.6%	100.6%	69.5%	113.5%	89.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	1.77	2.19	1.84	2.21
其他流动负债	289.4	384.1	434.0	453.6	460.9	速动比率	2.20	1.75	2.17	1.82	2.20
长期借款	-	-	19.1	172.7	347.7	利息保障倍数	-34.75	-604.79			
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,007.4</b>	<b>1,845.2</b>	<b>1,512.7</b>	<b>3,009.4</b>	<b>2,917.6</b>	DPS(元)	0.04	0.05	0.07	0.10	0.13
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	13.5%	12.6%	13.0%	13.0%	12.9%
股本	460.4	704.5	705.6	705.6	705.6	股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%
留存收益	1,029.4	1,129.2	1,469.9	1,945.5	2,565.1						
<b>股东权益</b>	<b>1,489.7</b>	<b>1,833.7</b>	<b>2,175.5</b>	<b>2,651.0</b>	<b>3,270.7</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.29	0.40	0.56	0.78	1.01
净利润	204.5	279.5	391.7	546.9	711.3	BVPS(元)	2.11	2.60	3.08	3.76	4.64
加:折旧和摊销	10.8	12.7	12.3	15.5	18.9	PE(X)	32.7	23.9	17.1	12.2	9.4
资产减值准备	27.1	63.7	-	-	-	PB(X)	4.5	3.6	3.1	2.5	2.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-24.7	-60.2	180.5	35.5	29.4
财务费用	-	1.9	-	-	-	P/S	2.4	1.9	1.5	1.1	0.9
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	24.1	18.1	13.1	9.7	7.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	38.8%	36.5%	42.2%	38.8%	36.5%
营运资金的变动	-351.5	-385.8	-377.3	-555.3	-720.9	PEG	0.8	0.7	0.4	0.3	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-150.4</b>	<b>-229.7</b>	<b>26.7</b>	<b>7.1</b>	<b>9.4</b>	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-105.6	-114.2	-45.0	-50.0	-55.0	REP					
融资活动产生现金流量	-34.8	251.5	38.3	153.6	175.0						

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

杨涛声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

