

# 中泰桥梁 (002659)

## 传统业务日薄西山，国际学校强势起航

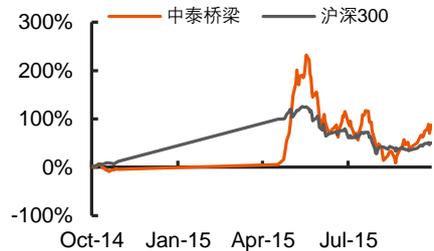
### 强烈推荐 (维持)

现价: 19.40 元

#### 主要数据

行业	建筑
公司网址	www.jszt.net.cn
大股东/持股	江苏环宇投资发展有限公司 /21.34%
实际控制人/持股	陈禹/14.87%
总股本(百万股)	311
流通 A 股(百万股)	311
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	60.65
流通 A 股市值(亿元)	60.65
每股净资产(元)	1.92
资产负债率(%)	71.10

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《中泰桥梁\*002659\*华丽蜕变国资背景，高端教育王者归来》 2015-08-07

#### 证券分析师

苏多永 投资咨询资格编号  
S1060515050001  
021-33830395  
SUDUOYONG627@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

公司发布三季报，三季度公司实现营业收入22678万元，同比增长16.80%；实现归属于上市公司股东的净利润703万元，同比下降17.78%；1-9月公司实现营业收入46158万元，同比下降17.16%；实现归属于上市公司股东的净利润-197万元，同比下降167.89%；预计2015年归属于上市公司股东的净利润200-800万元，同比下降84.55%-38.20%。同时，公司再次增资北京文凯兴教育投资有限责任公司（以下简称“文凯兴”），增资后公司持有文凯兴的股权将提高至79.78%，剩余股权将通过合法合规转让给上市公司。

#### 平安观点:

- **业绩明显改善，全年扭亏在即。**2015年3季度公司实现营业收入22678万元，同比增长16.80%，而1季度和2季度分别同比下降22.72%和42.36%；归属于上市公司股东的净利润703万元，同比下降17.78%，降幅较2季度大幅收窄。公司业绩3季度改善明显，全年扭亏在即，公司预计全年归属于上市公司股东的净利润区间为200-800万元，预计4季度归属于上市公司股东的净利润397-997万元。
- **现金流明显好转，资金压力无忧。**2015年3季度公司经营性净现金流为18672万元，同比增长64.59%；1-9月公司经营性净现金流为22473万元，同比增长20.52倍。经营性现金流的快速回流有助于缓解“12中泰债”的回售压力，截至2015年10月15日“12中泰债”回售金额14173万元，而截至2015年9月30日公司账面货币资金达到42522万元，公司资金压力无忧。
- **再次增资文凯兴，国际学校快马加鞭。**公司通过旗下全资子公司——北京文华学信教育投资有限公司（以下简称“文华学信”）继续向文凯兴增资6亿元，增资后文华教育持有的文凯兴的股权将由56.25%增加至79.78%。同时，公司通过文华学信向文凯兴提供6亿元资金，国际学校建设进程加快。文凯兴拟在北京朝阳和海淀各开办一所K12国际学校，朝阳国际学校占地面积260亩，建筑面积17万平方米，学生数量3800人，目前朝阳

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	666	833	958	1,053	1,325
YoY(%)	-12.5	25.1	15.0	10.0	25.8
净利润(百万元)	-63	13	6	61	101
YoY(%)	-240.0	-120.6	-52.9	905.3	64.1
毛利率(%)	1.7	12.6	12.7	14.1	18.7
净利率(%)	-9.4	1.6	0.6	5.8	7.6
ROE(%)	-10.0	1.8	0.2	2.2	3.5
EPS(摊薄/元)	-0.13	0.03	0.01	0.13	0.21
P/E(倍)	-151.4	734.7	1,560.7	155.2	94.6
P/B(倍)	16.2	15.8	4.0	4.0	3.8

- 国际学校正在建设，预计 2017 年正式开学；海淀国际学校占地 260 亩，建筑面积 2.7 万平方米，计划招生 1200 人，目前学校实体已经存在，计划 2016 年 9 月正式开学。
- **修订非公开发行方案，控股股东变更正在推进。**公司拟向八大处控股、华轩基金、郑亚平等 3 名投资者定向发行 18756.70 万股，募资 17.5 亿元投向国际学校。非公开发行预案已经上报证监会，8 月 6 日证监会受理，预计明年上半年完成非公开发行事宜。同时，公司控股股东环宇投资向金陵投资协议转让 4000 万股，协议转让价 14 元/股，7 月 29 日协议转让股份变更登记完成。通过“非公开发行+协议转让”，中泰桥梁实现了控股股东的变更，届时八大处控股将成为公司控股股东。
- **估值与投资建议：**考虑到行业竞争加剧造成毛利率下滑和公司期间费用的明显增加，我们下修公司 2015 年业绩预测。预计 2015-2017 年公司营业收入 9.58 亿元、10.53 亿元、13.25 亿元，每股收益 0.01 元、0.13 元和 0.21 元，原盈利预测每股收益分别为 0.08 元、0.13 元和 0.21 元，对应 2015 年 10 月 23 日收盘价 PE 为 1561 倍、155 倍和 95 倍，PB 为 4.04 倍、3.97 倍和 3.84 倍。我们坚定看好国际学校未来发展空间、商业模式和盈利能力，国际学校有望成为 A 股市场热点板块。我们看好八大处控股借壳后公司在国际学校领域的布局和国际学校对公司基本面的改善，继续“强烈推荐”评级，目标价 28 元，对应非公开发行完成前 14.46 倍 PB，非公开发行完成后 5.72 倍 PB。
- **风险提示：**桥梁钢结构需求下滑、基建投资不及预期、非公开发行滞后、国际学校建设进程不及预期，国际学校招生不及预期等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1303	2784	2901	2786
现金	211	1861	2068	1836
应收账款	238	184	175	208
其他应收款	64	68	65	83
预付账款	26	17	18	17
存货	747	645	561	635
其他流动资产	17	8	14	7
<b>非流动资产</b>	655	716	821	1206
长期投资	0	0	0	0
固定资产	361	350	352	681
无形资产	53	62	73	86
其他非流动资产	240	304	396	438
<b>资产总计</b>	1958	3499	3723	3992
<b>流动负债</b>	1072	889	1080	1082
短期借款	272	285	296	305
应付账款	318	204	312	254
其他流动负债	482	400	472	523
<b>非流动负债</b>	249	219	223	420
长期借款	248	217	221	417
其他非流动负债	1	2	2	2
<b>负债合计</b>	1321	1109	1303	1501
少数股东权益	35	34	26	13
股本	311	488	488	488
资本公积	184	1758	1758	1758
留存收益	106	111	159	238
<b>归属母公司股东权益</b>	602	2357	2394	2478
<b>负债和股东权益</b>	1958	3499	3723	3992

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	93	24	317	-70
净利润	11	5	53	87
折旧摊销	34	30	33	48
财务费用	35	12	-21	-11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	8	-22	255	-191
其他经营现金流	4	-1	-2	-4
<b>投资活动现金流</b>	-32	-89	-136	-429
资本支出	50	31	83	360
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	18	-59	-53	-68
<b>筹资活动现金流</b>	-98	1716	26	267
短期借款	5	13	11	9
长期借款	-59	-31	3	197
普通股增加	0	177	0	0
资本公积增加	0	1573	0	0
其他筹资现金流	-43	-17	12	61
<b>现金净增加额</b>	-37	1650	207	-232

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	833	958	1053	1325
营业成本	728	836	905	1076
营业税金及附加	7	9	11	15
营业费用	4	11	17	24
管理费用	39	70	61	86
财务费用	35	12	-21	-11
资产减值损失	7	14	13	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	13	5	69	115
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	16	7	71	117
所得税	5	2	18	29
<b>净利润</b>	11	5	53	87
少数股东损益	-2	-1	-8	-13
<b>归属母公司净利润</b>	13	6	61	101
EBITDA	76	31	70	135
EPS (元)	0.04	0.01	0.13	0.21

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	25.1	15.0	10.0	25.8
营业利润(%)	115.2	-60.0	1204.3	66.4
归属于母公司净利润(%)	-120.6	-52.9	905.3	64.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	12.6	12.7	14.1	18.7
净利率(%)	1.6	0.6	5.8	7.6
ROE(%)	1.8	0.2	2.2	3.5
ROIC(%)	2.6	0.0	0.9	1.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	67.5	31.7	35.0	37.6
净负债比率(%)	57.8	-54.6	-61.3	-39.3
流动比率	1.2	3.1	2.7	2.6
速动比率	0.5	2.4	2.2	2.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3
应收账款周转率	3.3	4.5	5.9	6.9
应付账款周转率	2.9	3.2	3.5	3.8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.01	0.13	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.05	0.65	-0.14
每股净资产(最新摊薄)	1.23	4.83	4.91	5.08
<b>估值比率</b>				
P/E	734.7	1,560.7	155.2	94.6
P/B	15.8	4.0	4.0	3.8
EV/EBITDA	129.7	268.6	115.8	63.4

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033