

2015年11月23日

洪涛股份 (002325.SZ)

职业教育龙头全力投入蓄势待发

■**事项:** 公司拟发行可转债募集不超过12亿元, 期限6年, 票面利率不超过3%。募集资金拟用于在线智能学习平台及教育网点建设项目(8亿)、职业教育云平台及大数据中心建设项目(2.5亿)、研发中心及教师培训中心建设项目(1.5亿)。同时拟以现金2000万元设立全资子公司前海洪涛教育科技有限公司, 作为此次募集资金实施主体, 并将使用募集资金对其增资。

■**公司转型教育极其坚决, 产业链定位职业教育整合者:** 此次募资12亿元全部投入教育产业, 宣告转型教育的坚定决心。公司今年以来数次收购切入建筑、司法、医学等全产业教育领域, 彰显强大执行力。建筑职业培训搭建线上线下完整闭环: 中装新网占据行业资源制高点, 筑龙网作为建筑行业门户未来成为线上引流平台; 学尔森作为建筑职业培训龙头提供强大线上线下资源。国内研究生考试O2O培训龙头跨考网与职业教育相互引流, 国内医学培训第一品牌金英杰后续有望复制建筑培训优势经验。

■**职业教育前中后端产业链有望全面互联网化。**根据艾瑞咨询数据, 2013年在线教育市场规模达到839.7亿, 同比增长速度为19.9%, 预计到2017年将达1734亿。学历教育、职业教育和语言培训占市场规模的75%以上。此次募投项目建设将推动互联网化进程, 有效扩大公司职业教育辐射能力、教学效果及大数据积累, 系统性提升职业教育转型力度。收购标的线上题库、课程资源及远程视频直播教育能力突出, 未来打造在线智能学习平台有望强化线上实力, 实现个性化教学、即时互动, 模拟线下课堂学习氛围的同时规避传统填鸭教育, 并利用大数据中心汇集学生数据、教师数据, 实现分析和共享。

■**打通各赛道, 为全面布局职业教育奠定基础。**公司设立洪涛教育统筹教育板块, 建设职教云平台、大数据中心和师培中心推动多行业职业技能培训整合协同, 统一门户、基础设施和导流也为未来更多赛道布局奠定基础。

■**投资建议:** 公司已收购教育标的今明两年备考权益净利润合计0.35/0.96亿元, 12亿资金未来可间接推动上市公司业绩增长, 我们看好公司通过持续外延扩张布局职业教育产业链, 打造A股职业教育第一股的估值弹性, 参考当前市场在线教育板块估值水平, 目标市值270亿元, 对应目标价27元, 买入-A评级。

■**风险提示:** 宏观经济下行风险, 业务转型风险。

| 摘要(百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3,545.7 | 3,392.6 | 2,748.0 | 3,847.3 | 4,886.0 |
| 净利润 | 279.5 | 295.4 | 303.2 | 598.7 | 777.6 |
| 每股收益(元) | 0.28 | 0.29 | 0.30 | 0.60 | 0.78 |
| 每股净资产(元) | 1.83 | 2.90 | 3.22 | 3.74 | 4.42 |

| 盈利和估值 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 66.9 | 63.3 | 61.6 | 31.2 | 24.0 |
| 市净率(倍) | 10.2 | 6.4 | 5.8 | 5.0 | 4.2 |
| 净利润率 | 7.9% | 8.7% | 11.0% | 15.6% | 15.9% |
| 净资产收益率 | 15.2% | 10.2% | 9.4% | 16.0% | 17.6% |
| 股息收益率 | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.5% |
| ROIC | 27.1% | 21.6% | 11.4% | 25.5% | 19.3% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

建筑/商社

投资评级

买入-A

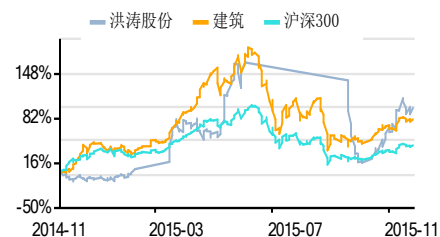
维持评级

6个月目标价 27.00元
股价(2015-11-20) 18.67元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 18,698.80 |
| 流通市值(百万元) | 14,215.17 |
| 总股本(百万股) | 1,001.54 |
| 流通股本(百万股) | 761.39 |
| 12个月价格区间 | 10.43/31.16元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | 27.86 | -40.40 | 25.07 |
| 绝对收益 | 33.36 | -40.06 | 73.84 |

杨涛

分析师
SAC 执业证书编号: S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-68765859

夏天

分析师
SAC 执业证书编号: S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

刘章明

分析师
SAC 执业证书编号: S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

宋易潞

021-68766750
songyl@essence.com.cn

相关报告

| | |
|----------------------------|------------|
| Q1 业绩好于预期, 在线教育业务强力推进 | 2015-04-28 |
| 进军职业教育迈出实质性步伐 | 2015-03-16 |
| 家装温和放缓, 职业教育和建材 B2B 业务快速推进 | 2014-10-30 |

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月22日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|---------|-------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 3,545.7 | 3,392.6 | 2,748.0 | 3,847.3 | 4,886.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,892.5 | 2,713.0 | 2,088.5 | 2,693.1 | 3,420.2 | 营业收入增长率 | 24.8% | -4.3% | -19.0% | 40.0% | 27.0% |
| 营业税费 | 117.2 | 114.9 | 96.2 | 136.6 | 175.9 | 营业利润增长率 | 23.4% | 3.3% | 4.6% | 98.1% | 27.9% |
| 销售费用 | 69.0 | 76.9 | 74.2 | 103.9 | 127.0 | 净利润增长率 | 36.7% | 5.7% | 2.6% | 97.4% | 29.9% |
| 管理费用 | 64.9 | 92.4 | 109.9 | 153.9 | 185.7 | EBITDA 增长率 | 28.3% | 8.9% | -3.5% | 104.0% | 29.1% |
| 财务费用 | -0.6 | 14.9 | -16.9 | 4.6 | 17.8 | EBIT 增长率 | 26.7% | 7.8% | -4.3% | 109.0% | 29.5% |
| 资产减值损失 | 63.7 | 30.6 | 31.0 | 32.0 | 35.0 | NOPLAT 增长率 | 40.2% | 10.1% | -4.6% | 110.2% | 31.1% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 38.0% | 81.2% | -6.5% | 73.2% | -12.3% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | 1.0 | 2.0 | 3.0 | 净资产增长率 | 23.1% | 58.8% | 11.1% | 16.5% | 18.2% |
| 营业利润 | 339.0 | 350.0 | 366.2 | 725.2 | 927.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 1.5 | 0.9 | 1.0 | 2.1 | 1.4 | 毛利率 | 18.4% | 20.0% | 24.0% | 30.0% | 30.0% |
| 利润总额 | 340.5 | 350.9 | 367.2 | 727.3 | 928.8 | 营业利润率 | 9.6% | 10.3% | 13.3% | 18.9% | 19.0% |
| 减:所得税 | 61.0 | 56.8 | 60.6 | 116.4 | 139.3 | 净利润率 | 7.9% | 8.7% | 11.0% | 15.6% | 15.9% |
| 净利润 | 279.5 | 295.4 | 303.2 | 598.7 | 777.6 | EBITDA/营业收入 | 9.9% | 11.3% | 13.4% | 19.6% | 19.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 9.5% | 10.8% | 12.7% | 19.0% | 19.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 固定资产周转天数 | 18 | 26 | 35 | 28 | 24 |
| 货币资金 | 348.8 | 200.0 | 752.9 | 307.8 | 1,700.7 | 流动资产周转天数 | 94 | 169 | 265 | 261 | 250 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动负债周转天数 | 279 | 429 | 527 | 471 | 493 |
| 应收帐款 | 2,654.6 | 3,241.7 | 1,949.0 | 5,638.6 | 3,862.0 | 应收账款周转天数 | 208 | 313 | 340 | 355 | 350 |
| 应收票据 | 25.7 | 40.7 | 4.3 | 60.6 | 25.4 | 存货周转天数 | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 预付帐款 | 203.4 | 212.9 | 135.2 | 313.7 | 275.4 | 总资产周转天数 | 314 | 482 | 602 | 525 | 539 |
| 存货 | 31.7 | 17.4 | 14.9 | 28.0 | 28.5 | 投资资本周转天数 | 124 | 211 | 325 | 307 | 287 |
| 其他流动资产 | 0.9 | 1,109.8 | 370.4 | 493.7 | 658.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 15.2% | 10.2% | 9.4% | 16.0% | 17.6% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 7.6% | 5.4% | 8.1% | 8.2% | 11.0% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 27.1% | 21.6% | 11.4% | 25.5% | 19.3% |
| 投资性房地产 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 239.8 | 253.9 | 281.6 | 311.3 | 342.7 | 销售费用率 | 1.9% | 2.3% | 2.7% | 2.7% | 2.6% |
| 在建工程 | 37.8 | 90.6 | 90.6 | 90.6 | 90.6 | 管理费用率 | 1.8% | 2.7% | 4.0% | 4.0% | 3.8% |
| 无形资产 | 68.5 | 66.3 | 64.0 | 61.6 | 59.3 | 财务费用率 | 0.0% | 0.4% | -0.6% | 0.1% | 0.4% |
| 其他非流动资产 | 65.0 | 177.0 | 113.6 | 131.4 | 140.0 | 三费/营业收入 | 3.8% | 5.4% | 6.1% | 6.8% | 6.8% |
| 资产总额 | 3,678.9 | 5,412.8 | 3,779.2 | 7,439.8 | 7,185.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | - | - | 82.8 | - | 资产负债率 | 50.2% | 46.2% | 14.4% | 49.4% | 38.0% |
| 应付帐款 | 1,461.1 | 1,849.9 | 238.6 | 2,422.9 | 1,133.7 | 负债权益比 | 100.6% | 85.9% | 16.8% | 97.5% | 61.3% |
| 应付票据 | - | 73.8 | 9.5 | 23.1 | 32.1 | 流动比率 | 1.77 | 1.93 | 5.92 | 2.31 | 3.78 |
| 其他流动负债 | 384.1 | 577.2 | 296.8 | 430.8 | 565.5 | 速动比率 | 1.75 | 1.92 | 5.89 | 2.30 | 3.77 |
| 长期借款 | - | - | - | 713.1 | 1,000.0 | 利息保障倍数 | -604.79 | 24.52 | -20.63 | 158.03 | 53.17 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,845.2 | 2,500.9 | 544.9 | 3,672.7 | 2,731.2 | DPS(元) | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.08 | 0.10 |
| 少数股东权益 | - | 4.0 | 7.4 | 19.6 | 31.5 | 分红比率 | 12.6% | 13.6% | 13.0% | 13.1% | 13.2% |
| 股本 | 704.5 | 801.2 | 1,001.2 | 1,001.2 | 1,001.2 | 股息收益率 | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.5% |
| 留存收益 | 1,129.2 | 2,161.9 | 2,225.7 | 2,746.2 | 3,421.1 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,833.7 | 2,911.9 | 3,234.3 | 3,767.1 | 4,453.9 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | EPS(元) | 0.28 | 0.29 | 0.30 | 0.60 | 0.78 |
| 净利润 | 279.5 | 294.1 | 303.2 | 598.7 | 777.6 | BVPS(元) | 1.83 | 2.90 | 3.22 | 3.74 | 4.42 |
| 加:折旧和摊销 | 12.7 | 17.5 | 19.6 | 22.6 | 26.0 | PE(X) | 66.9 | 63.3 | 61.6 | 31.2 | 24.0 |
| 资产减值准备 | 63.7 | 30.6 | - | - | - | PB(X) | 10.2 | 6.4 | 5.8 | 5.0 | 4.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | -168.3 | -21.9 | 39.7 | -51.7 | 12.5 |
| 财务费用 | 1.9 | 17.7 | -16.9 | 4.6 | 17.8 | P/S | 5.3 | 5.5 | 6.8 | 4.9 | 3.8 |
| 投资损失 | - | - | -1.0 | -2.0 | -3.0 | EV/EBITDA | 18.1 | 21.9 | 48.4 | 25.4 | 18.4 |
| 少数股东损益 | - | -1.3 | 3.4 | 12.2 | 11.8 | CAGR(%) | 29.8% | 39.0% | 14.5% | 29.8% | 39.0% |
| 营运资金的变动 | -385.8 | -1,110.3 | 255.9 | -1,746.4 | 531.1 | PEG | 2.2 | 1.6 | 4.3 | 1.0 | 0.6 |
| 经营活动产生现金流量 | -229.7 | 223.1 | 564.2 | -1,110.2 | 1,361.3 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -114.2 | -1,269.6 | -44.0 | -48.0 | -52.0 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 251.5 | 891.3 | 32.7 | 713.1 | 83.6 | | | | | | |

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、夏天、刘章明分别声明, 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 | 孟硕丰 | 021-68766287 | mengsf@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 许敏 | 021-68762965 | xumin@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@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 |
| | 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 |
| | 张青 | | zhangqing2@essence.com.cn |
| 邓欣 | | dengxin@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

