

# 中泰桥梁 (002659)

## 联姻百年名校，聚焦高端教育

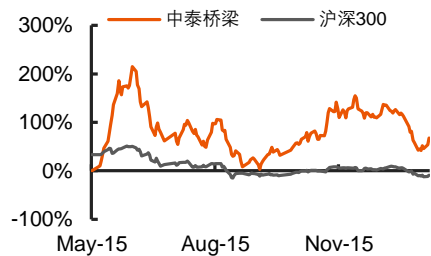
### 强烈推荐 (维持)

现价: 18.10 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)	57.19
流通 A 股市值(亿元)	57.19
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\*传统业务日薄西山，国际学校强势起航》 2015-10-28
- 《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  
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

#### 平安观点:

- **传统业务日薄西山，战略转型势在必行：**公司主要从事桥梁钢结构工程业务，拥有钢结构工程专业承包国家一级资质，年加工能力为 12-14 万吨，是国内桥梁结构制作领域的龙头企业和国内首家桥梁钢结构上市公司。近年来桥梁钢结构市场竞争较为激烈，经营环境复杂多变，行业利润率越来越低，公司业务逐步萎缩，盈利能力持续下降。公司传统主业日薄西山，并出现亏损和微利情况，公司战略转型势在必行。
- **海淀国资即将入主，高端教育王者归来：**公司通过非公开发行和大股东协议转让股份方式让度控股权，4000 万股的协议转让已经完成，非公开发行已进入反馈回复阶段。预计非公开发行完成后，八大处控股将成为公司第一大股东，实际控制人变更为海淀区国资委。公司非公开发行完成后将转型国际学校，聚焦高端教育。公司募投项目之一就是建设凯文国际学校，计划 2017 年开学招生，2018 年开始贡献业绩，校舍使用率达到 100%后，凯文国际学校预计将为公司贡献净利润 3.66 亿元，届时公司将成为以高端教育为主业的教育类上市公司。
- **政策先紧后松，行业洗牌在即：**国家鼓励高端教育发展，先后出台了多项支持政策，外籍子女学校、民办国际学校快速发展，公立国际部/班野蛮式增长。2013 年以来，国家开始严控国际部/班的发展，公立学校发展国际教育将受到限制。部分城市不再新批新设公立学校国际部或国际班，“无牌照”公立学校将停办国际部或国际班，“有牌照”公立学校将严格按照规定办学，审批之外的招生、收费和课程体系等都将被取缔。我们判断公立学校政策收严有利于民办国际学校的发展，尤其是具有政府背景和政府教育资源丰富的国有企业，通过校企联姻方式开办国际学校。
- **聚焦高端教育，战略转型起航：**公司成立教育投资公司，通过增资文凯兴取得凯文国际学校的权益。凯文国际学校定位于中高端的 K12 教育，为中小學生提供国际化课程。目前，凯文国际学校正在建设之中，预计 2017

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	666	833	750	637	606
YoY(%)	-12.5	25.1	-10.0	-15.0	-4.9
净利润(百万元)	-63	13	4	17	24
YoY(%)	-240.0	-120.6	-71.7	352.4	46.8
毛利率(%)	1.7	12.6	14.0	12.0	8.4
净利率(%)	-9.4	1.6	0.5	2.6	4.0
ROE(%)	-10.0	1.8	0.1	0.6	0.9
EPS(摊薄/元)	-0.20	0.04	0.01	0.03	0.05
P/E(倍)	-89.6	434.8	1,535.3	532.3	362.6
P/B(倍)	9.6	9.4	9.3	2.4	2.4

年 9 月开学。凯文国际学校建筑面积 21.2 万平方米，能够容纳 4100 名学生，其中小学部 800 人、初中部 900 人、高中部 2100 人、艺术高中 300 人，人均学费 20 万元/年，人均住宿费 4 万元/年，人均培训收费 3.5 万元/年，预计凯文国际学校 2017 年贡献流水，2018 年贡献业绩，2023 年实现满员招生，届时公司业绩将主要来自于国际学校。

- **联姻百年名校，尽显王者风范：**凯文国际学校采取文凯兴教育与清华附中共同举办模式，文凯兴教育主要负责教学楼、宿舍、图书馆、运动场等教育基础设施建设、配套教学设备采购、学校物业管理和运营管理等，清华附中主要负责师资力量输出和教学任务管理。清华附中是百年母校，拥有丰富的国际办学经验，旗下拥有清华附中国际部（针对外籍子女）、清华附中国际学校（奥森校区）等具有开设国际课程的办学机构。文凯兴教育与清华附中合作开办凯文国际学校有助于快速植入清华附中的品牌、教学质量和优秀生源，有助于凯文国际学校的快速发展。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2015-2017 年公司营业收入 7.50 亿元、6.37 亿元、6.06 亿元，每股收益 0.01 元、0.03 元和 0.05 元，对应 2016 年 1 月 20 日收盘价 PE 为 1535 倍、532 倍和 363 倍，PB 为 9.32 倍、2.39 倍和 2.38 倍。公司是 A 股市场中第一家转型国际学校的上市公司，背靠海淀区国资委，借助海淀区优质的教育资源，联姻名校共建凯文国际学校。我们看好公司控股权变更后的整合空间和高端教育的发展前景，继续“强烈推荐”评级，目标价 28 元，对应的非公开发行完成后的市值 129 亿元。
- **风险提示：**传统主业竞争加剧，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。

# 正文目录

<b>一、海淀国资成功入主，高端教育王者归来</b>	<b>5</b>
1.1 协议转让+定向增发，中泰桥梁控股权易主	5
1.2 传统业务日薄西山，战略转型势在必行	6
1.3 转型国际学校，聚焦高端教育	6
<b>二、政策先松后紧，行业洗牌在即</b>	<b>7</b>
2.1 外籍子女学校放开，国际学校发展提速	7
2.2 中外合作办学兴起，国际班野蛮式增长	8
2.3 公办国际学校遇阻，民办学校前景广阔	9
2.4 国际学校需求旺盛，市场规模不断扩大	10
<b>三、聚焦高端教育，战略转型起航</b>	<b>11</b>
3.1 成立教育投资公司，转型教育稳步推进	11
3.2 联姻海淀公立名校，合作模式复制性强	12
3.3 国际学校定位高端，项目盈利前景可观	14
<b>四、联姻百年名校，尽显王者风范</b>	<b>15</b>
4.1 清华附中百年名校，师资雄厚威名远扬	15
4.2 国际办学经验丰富，政策倒逼校企合作	17
4.3 奥森校区模式成熟，校企合作前景广阔	17
4.4 依托海淀教育资源，打造高端教育王者	18
<b>五、盈利预测与投资建议</b>	<b>19</b>
5.1 盈利预测：2018年有望爆发式增长	19
5.2 公司估值：转型提升估值空间	19
5.3 投资建议：继续“强烈推荐”	21
5.4 风险提示	21

## 图表目录

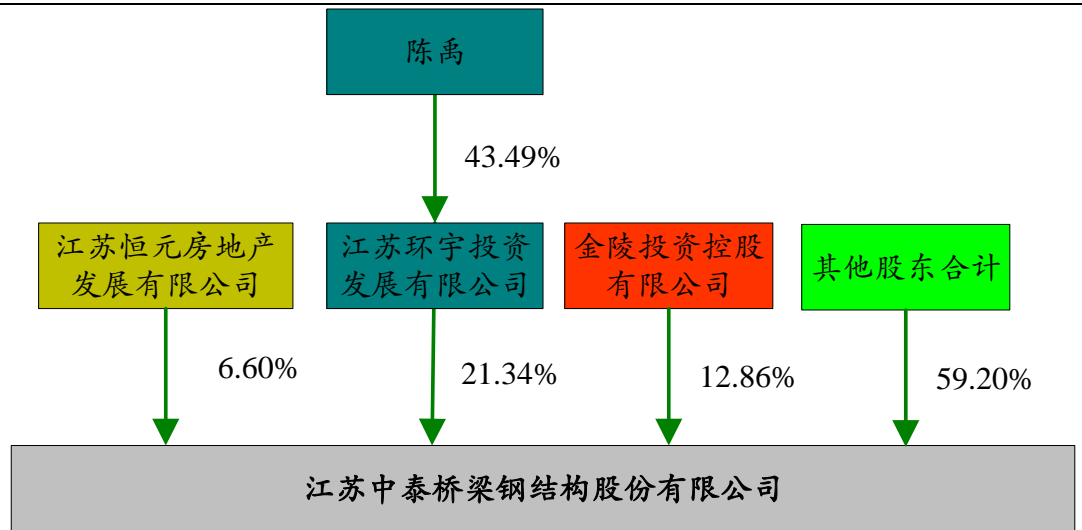
图表 1	协议转让股权完成后公司股权结构示意图	5
图表 2	非公开发行完成后公司股权结构示意图	6
图表 3	公司主要财务指标（成长性指标和盈利性指标）	6
图表 4	清华附中凯文国际学校总投资预算	7
图表 5	国家出台的关于国际学校的重大政策	7
图表 6	截至 2012 年 11 月 21 日教育部批准设立的国际学校区域分布	8
图表 7	我国公立学校国际部/班主要分布区域	9
图表 8	教育部及主要省市关于公立学校开办国际教育的最新政策	9
图表 9	我国公立学校国际部/班将受到政策严厉限制	10
图表 10	2009-2014 年中国国际学校的市场规模	10
图表 11	2015-2020 年中国国际学校市场规模预测	11
图表 12	公司转型教育的基本路径	11
图表 13	截至 2014 年末文凯兴教育主要财务数据（万元）	12
图表 14	凯文国际学校办学模式——联姻名校合作办学	13
图表 15	凯文国际学校投资管理架构示意图	13
图表 16	凯文国际学校学费标准与同区域学校学费标准的对比（单位：万元）	14
图表 17	凯文国际学校学生招生进度及收入预计（单位：人、万元/年，万元）	14
图表 18	凯文国际学校预计盈利情况（单位：人、万元/年，万元）	15
图表 19	清华附中师资力量雄厚	16
图表 20	北京市近五年高考状元统计	16
图表 21	清华附中下设的开设国际课程的办学机构	17
图表 22	清华附中奥森校区的合作模式	18
图表 23	海淀区主要中小学及排名	18
图表 24	文凯兴教育盈利预测	19
图表 25	公司两大业务营收及增速预测	19
图表 26	可比钢结构公司估值比较	20
图表 27	可比教育公司估值比较	20
图表 28	中泰桥梁和银润投资的对比	21

## 一、 海淀国资即将入主， 高端教育王者归来

### 1.1 协议转让+定向增发， 中泰桥梁控股权易主

江苏中泰桥梁钢构股份有限公司（以下简称“中泰桥梁”或公司）的第一大股东为江苏环宇投资发展有限公司（以下简称“环宇投资”），持股比例为 34.2%，实际控制人为自然人陈禹。2015 年 5 月 13 日公司控股股东环宇投资拟向金陵投资控股有限公司（以下简称“金陵投资”）协议转让 4000 万股，转让价格 14 元/股，转让金额 5.6 亿元。2015 年 7 月 27 日环宇投资向金陵投资协议转让的 4000 万股完成过户登记，金陵投资成为公司第二大股东，持股比例 12.86%，环宇投资持股比例降至 21.34%。

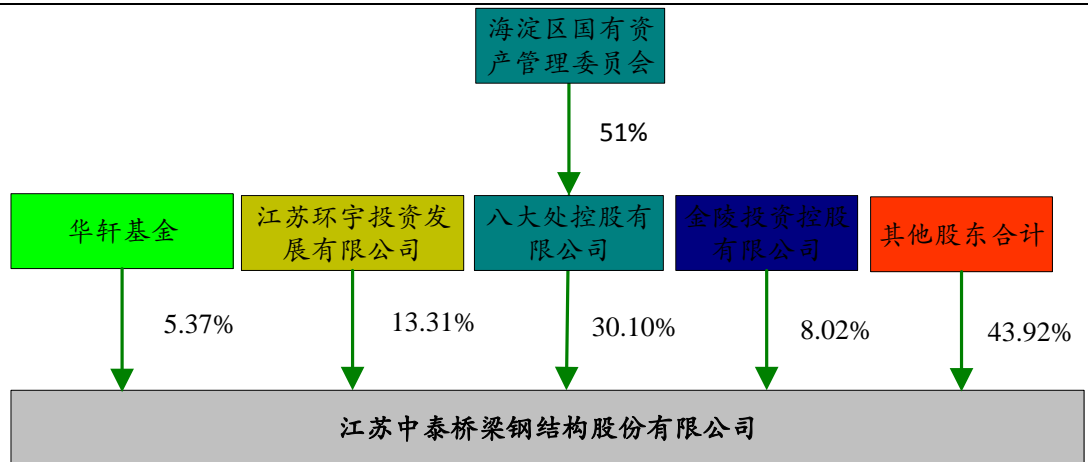
图表1 协议转让股权完成后公司股权结构示意图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据 2015 年 5 月 13 日公司发布的非公开发行预案，公司拟向八大处控股有限公司（以下简称“八大处控股”）、华轩（上海）股权投资基金有限公司（以下简称“华轩投资”）和郑亚平等 3 名特定投资者非公开发行股票 18756.70 万股。其中，八大处控股认购股数约 15005 万股，华轩基金认购股数约 2680 万股，郑亚平认购股数约 1082 万股。2015 年 8 月 5 日证监会受理了公司非公开发行申请，2015 年 11 月 24 日公司收到中国证监会行政许可项目审查反馈意见，2015 年 12 月 11 日公司对证监会反馈意见进行回复，公司非公开发行再进一步。预计非公开发行完成后，八大处控股持股比例为 30.10%，成为公司第一大股东，实际控制人变更为北京市海淀区国有资产监督管理委员会（以下简称“海淀区国资委”），环宇投资持股比例降至 13.31%，为公司第二大股东，届时公司控股权易主。

图表2 非公开发行完成后公司股权结构示意图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 1.2 传统业务日薄西山，战略转型势在必行

公司主要从事桥梁钢结构工程业务，拥有钢结构工程专业承包国家一级资质，年加工能力为 12-14 万吨，是国内桥梁结构制作领域的龙头企业和国内首家桥梁钢结构上市公司，市场覆盖全国和美亚欧三大洲。近年来桥梁钢结构市场竞争较为激烈，经营环境复杂多变，行业利润率越来越低，公司业务逐步萎缩，盈利能力持续下降。2014 年公司年产 8 万吨桥梁钢结构募投项目完工并投产，公司业务实现了 25% 的增长，营业收入 8.33 亿元，净利润 0.13 亿元，实现了扭亏为盈，但盈利能力仍处于历史较差水平。2015 年公司盈利能力再次下降，预计全年归属母公司股东的净利润 200 万元-800 万元，预计下降幅度 38.2%-84.55%。公司传统主业日薄西山，2015 年公司几乎没有公告承接重大桥梁钢结构工程订单，预计 2016 年公司传统业务仍不容乐观，公司战略转型势在必行。

图表3 公司主要财务指标（成长性指标和盈利性指标）

财务指标	2011	2012	2013	2014	2015.9
营业收入（万元）	91,435	76,045	66,551	83,279	46,158
营业总收入同比增长率(%)	32.14	-16.83	-12.49	25.14	-17.16
归属母公司股东净利润（万元）	7,243	4,487	-6,282	1,295	-197
归属母公司股东的净利润(%)	36.66	-43.77	-239.98	120.61	-167.89
销售毛利率	16.48	16.67	1.74	12.59	12.90
销售净利率	8.07	5.95	-9.36	1.35	-0.75
净资产收益率(加权)	31.01	8.03	-10.11	2.17	-0.33
总资产报酬率	10.16	3.96	-4.14	1.68	1.02

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.3 转型国际学校，聚焦高端教育

非公开发行完成后，公司将转型国际学校，聚焦高端教育。根据公司非公开发行预案，公司募投资金主要投资北京文凯兴教育投资有限责任公司（以下简称“文凯兴教育”）建设清华附中凯文国际学校（以下简称“凯文国际学校”）。凯文国际学校总投资 14.805 亿元，其中建设投资 12.5 亿元，主要为 21.2 万平方米的教学楼、宿舍、图书馆、运动场等教育设施；教学设备投资 1.6 亿元，主要为室内冰球场、游泳池等运动场馆的配套设备，电梯、空调等建设配套设备，家具、电脑等教学设备；

预备费 0.705 亿元，主要为地址勘察费、规划设计费、工程监理费等施工过程中发生的各项费用。国际学校建设期 2 年，第一年预计完成投资 9.07 亿元，第二年预计完成投资 5.735 亿元，计划 2017 年正式对外招生，预计 2023 年学生规模达到 4100 人，校舍使用率达到 100%，预计将为公司贡献净利润 3.66 亿元，届时公司将成为以高端教育为主业的教育类上市公司。

图表4 清华附中凯文国际学校总投资预算

项目	第 1 年	第 2 年	合计
建设投资 (万元)	87500	37500	125000
设备投资 (万元)	3200	12800	16000
预备费 (万元, 建设投资+设备投资的 5%)	0	7050	7050
总投资金额 (万元)	90700	57350	148050

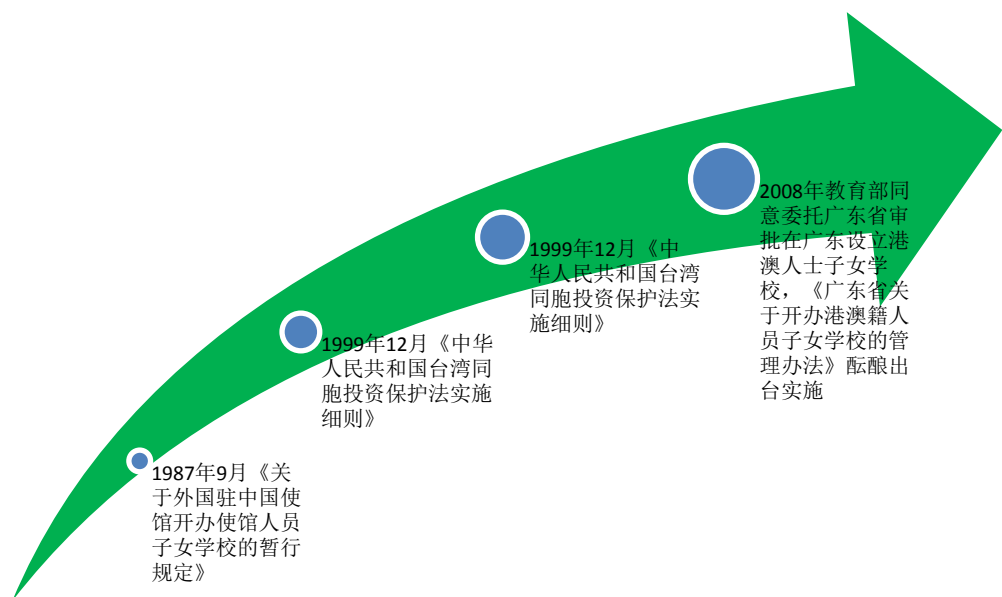
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、政策先松后紧，行业洗牌在即

### 2.1 外籍子女学校放开，国际学校发展提速

为了解决外籍子女、港澳台子女的教育问题，国家鼓励开办外籍子女学校，陆续出台了多项支持政策。1987 年 9 月《关于外国驻中国使馆开办使馆人员子女学校的暂行规定》发布，驻华大使馆和北京以外地区的外国驻华领事馆可以依规注册开办使馆人员子女学校。1995 年 4 月《关于开办外籍人员子女学校的暂行管理办法》发布，规定在中国境内合法设立的外国机构、外资企业、国际组织的驻华机构和合法居留的外国人，可以申请开办外籍人员子女学校。1999 年 12 月《台湾同胞投资保护法实施细则》发布，台湾同胞投资者或台湾同胞投资企业协会在台湾同胞投资集中地区，可以按照国家有关规定申请设立台湾同胞子女学校。为简化审批程序，2008 年教育部同意委托广东省审批在广东设立港澳人士子女学校，2009 年 2 月广东省将在深圳开办港澳籍人员子女学校的审批权下放深圳市，2010 年 4 月《广东省关于开办港澳籍人员子女学校的管理办法》酝酿实施。

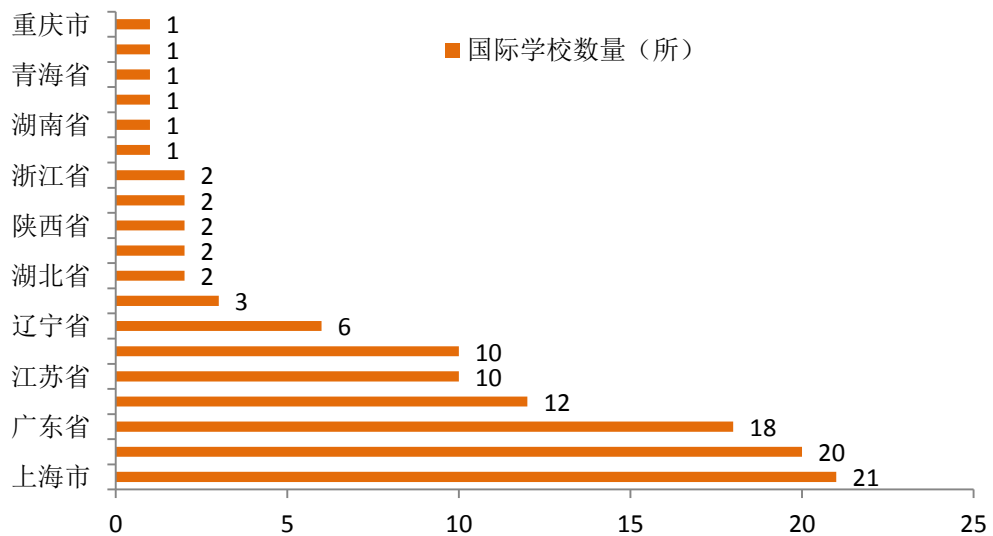
图表5 国家出台的关于国际学校的重大政策



资料来源：教育部，平安证券研究所

1973年中国第一家国际学校——美国联络处子女学校在北京三里屯成立，仅有2名教师和8名外国学生。1980年美国、英国、澳大利亚、加拿大和新西兰五国大使馆合办北京国际学校，1988年正式注册为外交人员子女学校，是一家从幼儿园到高中阶段的外籍子女学校，现已更名北京顺义国际学校。上海第一家国际学校为成立于1989年的上海美国学校，目前拥有浦东、浦西两个校区，学生规模4000多人。随着中国日益国际化、外籍人员子女大幅增加和办学政策的放松，国际学校发展迅速。截至2012年11月21日，经教育部批准设立的国际学校（外籍人员子女学校）达到116所，分布在北京、上海、天津、广东、江苏、浙江、天津等19个省、直辖市，其中上海、北京、广东国际学校最多，分别为21所、20所、16所，涉及幼儿园、小学、初中、高中。

图表6 截至2012年11月21日教育部批准设立的国际学校区域分布



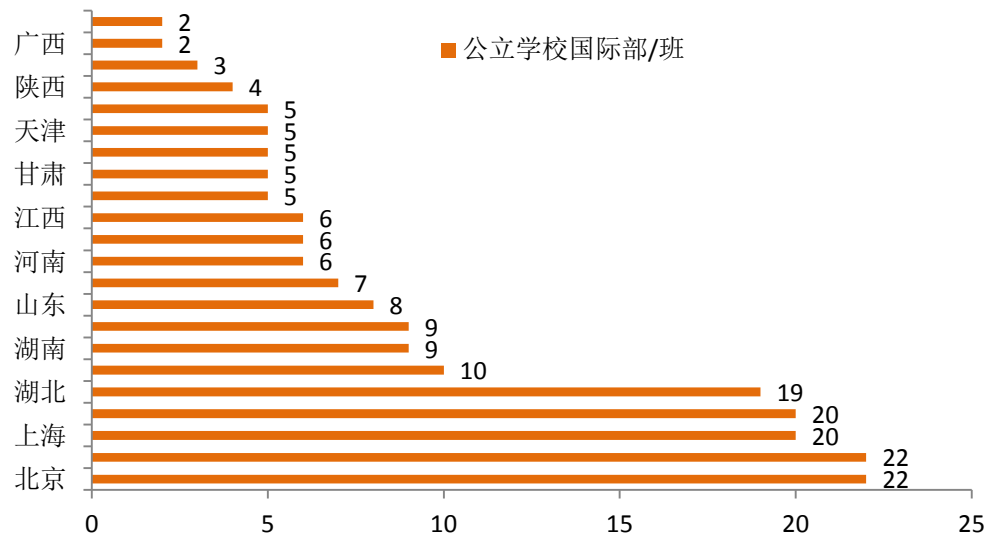
资料来源：教育部、平安证券研究所

## 2.2 中外合作办学兴起，国际班野蛮式增长

2003年3月国务院颁布《中华人民共和国中外合作办学条例》，中外教育机构可以在中国境内合作举办除义务教育（小学和初中）和特殊性质教育（军事、警察、政治等）之外的各级各类教育机构，公立学校的国际部、国际班、课程改革试验班以及教育培训机构举办的国际课程开始生根发芽、野蛮成长。根据“中国教育在线”发布的《2014年出国留学趋势报告》，2009-2013年北京市公立高中所开设的国际班从6个增加到22个，招生规模从440人增加到1355人，5年增长了近3倍；上海51所示范性高中里，有24所开设了国际班。截至2013年末，中国开设国际课程的公立学校共计225家，其中经各省审批报教育部备案的高中中外合作办学项目90所，其他135所为课程改革试验班、公立学校自行设立的国际部（班）和教育培训机构开办的国际班。



图表7 我国公立学校国际部/班主要分布区域



资料来源:《2014年出国留学趋势报告》,平安证券研究所

### 2.3 公办国际学校遇阻,民办学校前景广阔

公立学校国际部或国际班违背教育公平原则,没有完成公立教育使命,涉嫌国有资产流失、教育资源挪为他用、监管缺失等等。针对公办高中“国际部”和“国际班”所暴露的各种问题,教育部2013年出台《高中阶段国际项目暂行管理办法》,明确要对各类高中“国际部”和“国际班”,从招生、收费等多方面予以规范,对部分不符合规定的“国际班”要进行清理或转制;2014年公布了252所停办的中外合作办学机构或项目,涉及学前教育、非学历培训机构、高中等多个领域。2014年北京教委明确表示不再审批新的高中中外合作办学项目,2015年有传闻北京公立学校国际部、国际班将在3年内消化完毕。2015年深圳教育局下发通知,没“牌照”公办学校,今年起不再新招国际班学生,已存在的国际班则用三年时间过渡消化,这意味着深圳告别“无牌照”国际班时代。2014年上海教委要求实验性示范性高中国际课程缩班、不再招新生、由政府买单。2014年5月,武汉教育局有关负责人透露,武汉市不再审批新的公办高中中外合作办学项目。

图表8 教育部及主要省市关于公立学校开办国际教育的最新政策

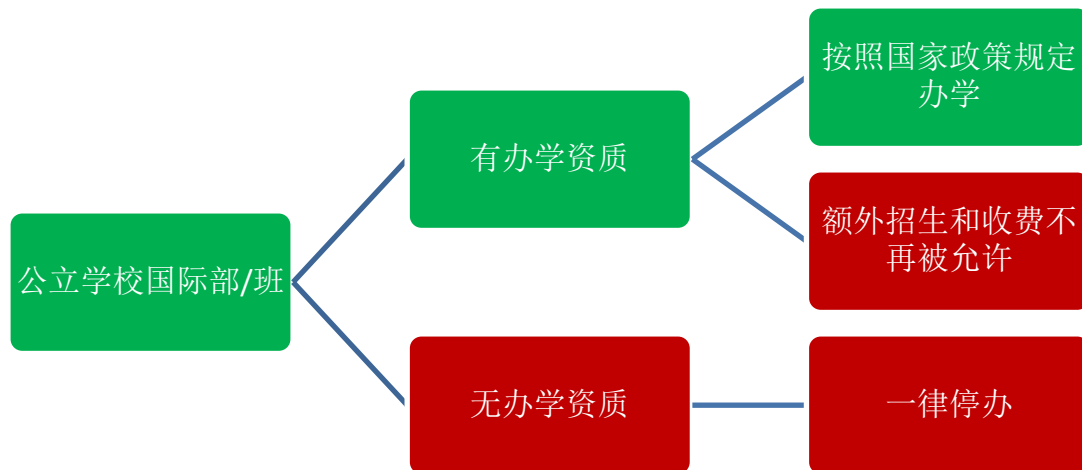
部门	出台时间	政策内容
教育部	2013年	将对各种形式的高中“国际部”和“国际班”进行规范
	2014年	公布了252所停办的中外合作办学机构或项目
北京教委	2014年	不再审批新的高中中外合作办学项目
	2015年	有传闻北京公立学校国际部、国际班将在3年内消化完毕
深圳教育局	2015年	没“牌照”公办学校,不再新招,已存在国际班则三年时间过渡消化
上海教委	2014年	实验性示范性高中国际课程缩班、不再招新生、政府买单
武汉教育局	2014年	不再审批新的公办高中中外合作办学项目

资料来源:教育部,平安证券研究所

从教育部和各省市的政策导向来看,公立学校发展国际教育将受到限制,部分城市不再新批新设公立学校国际部或国际班,“无牌照”公立学校将停办国际部或国际班,“有牌照”公立学校将严格按照规定办学,审批之外的招生、收费和课程体系等都将取缔。当前,国家对公立学校开办国际部

或班具有严格限制，审批之内的招生规模小，学费标准与公办学校其他生源一样。正常情况下公立学校开办国际部或班成本是大于收入，为此公立学校采取额外招生和额外收费，造成审批之外的学生规模较大。教育部和各省市的政策实际上也是严格限制“有牌照”公立学校额外招生行为，此类公立学校要想继续办学只能与社会资本合作。因此，此类政策有利于民办国际学校的发展，尤其是具有政府背景和政府教育资源丰富的国有企业，此类企业凭借资本优势，与区内优势公立学校进行合作开办国际学校，学校举办成功的概率较大。

图表9 我国公立学校国际部/班将受到政策严厉限制



资料来源：教育部、平安证券研究所

## 2.4 国际学校需求旺盛，市场规模不断扩大

中国国际学校需求旺盛，国际学校市场规模不断扩大。根据中国产业信息网发布的《2015-2020 年中国国际学校市场调研与发展前景评估报告》，2009-2014 年中国国际学校市场规模复合增速 21.63%，2014 年国际学校市场规模达到了 213 亿元，快速增长的主要原因是招生人数增加和学费上涨。从学生规模来看，2009 年中国国际学校在校生规模 7.91 万人，2014 年达到 17.74 万人，2009-2014 年复合增速 17.53%。从人均学费来看，2009 年人均学费为 10.11 万元，2014 年增加至 12.01 万元，2009-2014 年复合增速 3.49%。

图表10 2009-2014 年中国国际学校市场规模

年份	市场规模 (亿元)	同比增长	学生人数 (万人)	同比增长	人均学费 (万元)	同比增长
2009	80		7.91		10.11	
2010	101	26.25%	9.55	20.73%	10.58	4.57%
2011	128	26.73%	11.52	20.63%	11.11	5.06%
2012	157	22.66%	13.72	19.10%	11.44	2.99%
2013	184	17.20%	15.65	14.07%	11.76	2.74%
2014	213	15.76%	17.74	13.35%	12.01	2.12%

资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

中国国际学校未来 5 年仍将保持较快增长。根据中国产业信息网预计，2015 年中国国际学校学生规模将达到 19.98 万人，其中国内生源将达到 13.63 万人；2020 年中国国际学校学生规模将达到 31.54 万人，其中国内生源将达到 23.88 万人。考虑到公办国际学校将逐步整顿和清理，预计人均学费将有明显增加，我们预计 2015 年学费增速为 5.5%，此后增速每年提高 1 个百分点，预计到 2020 年学费提高至 19.04 万元，对应的国际学校市场规模 601 亿元，较 2014 年增长了 182%。

图表11 2015-2020 年中国国际学校市场规模预测

年份	市场规模 (亿元)	同比增长	学生人数 (万人)	同比增长	人均学费 (万元)	同比增长
2014	213	15.76%	17.74	13.35%	12.01	2.12%
2015	253	18.85%	19.98	12.63%	12.67	5.50%
2016	300	18.44%	22.22	11.21%	13.49	6.50%
2017	355	18.34%	24.46	10.08%	14.51	7.50%
2018	418	17.90%	26.58	8.67%	15.74	8.50%
2019	501	19.80%	29.08	9.41%	17.23	9.50%
2020	601	19.85%	31.54	8.46%	19.04	10.50%

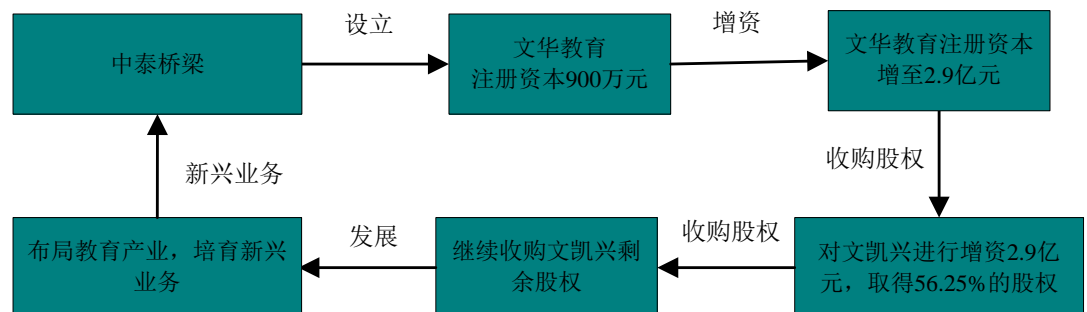
资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

### 三、 聚焦高端教育，战略转型起航

#### 3.1 成立教育投资公司，转型教育稳步推进

为了加快公司业务转型，布局教育产业，培育新兴业务，公司决定成立北京文华学信教育投资有限公司(以下简称“文华教育”)，注册资本 2.9 亿元，主要从事教育投资管理业务。2015 年 7 月 2 日文华教育正式成立，注册资本到位 0.09 亿元，7 月 17 日股东大会表决同意增资至 2.9 亿元。文华教育注册本金到位后将向文凯兴教育增资，9 月 14 日文华教育向文凯兴教育增资 2.9 亿元，取得 56.25% 的股权，文凯兴教育成为公司控股子公司。2015 年 10 月 23 日公司拟文华教育使用募投资金向文凯兴教育增资 6 亿元，届时文华教育持有文凯兴教育的股权增至 79.78%，公司控股权进一步提高。根据八大处控股承诺，其所持文凯兴教育的剩余股权将通过产权交易所挂牌转让，公司承诺将积极参与竞价，实现对文凯兴的全资控股。

图表12 公司转型教育的基本路径

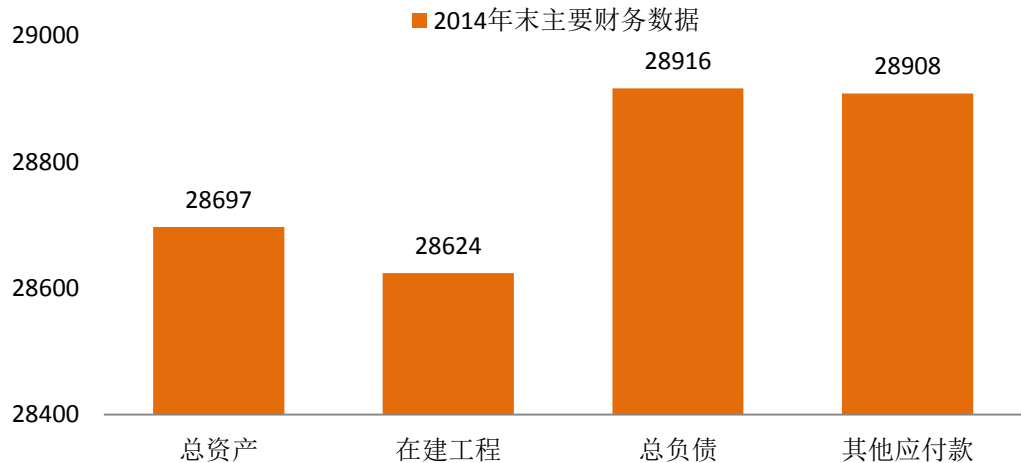


资料来源：公司公告、平安证券研究所

文凯兴教育是八大处控股旗下教育投资管理平台，主要负责位于北京市朝阳区金盏乡金融服务园区教育区凯文国际学校项目。文凯兴成立于 2006 年 10 月，注册资本 1000 万元。2015 年 7 月，文华教育对文凯兴教育进行增资，增资后文凯兴教育注册资本增至 2286 万元。公司募投资金到位后，文华教育将进一步

增资，本次增资完成后，文凯兴教育注册资本增资 4946 万元。目前，文凯兴教育的资产主要是凯文国际学校的前期投入，截至 2014 年末，文凯兴教育总资产 28697 万元，其中在建工程 28624 万元，主要是拟建的国际学校的前期投入，包括征地费用、设计费用等。目前，文凯兴教育业务重心在于建设凯文国际学校，目前凯文国际学校已经开工建设，预计 2017 年 6 月建成，2017 年 9 月正式投入使用。公司增资文凯兴教育，转型教育迈出实质性一步，有助于国际学校建设。

**图表13 截至 2014 年末文凯兴教育主要财务数据（万元）**

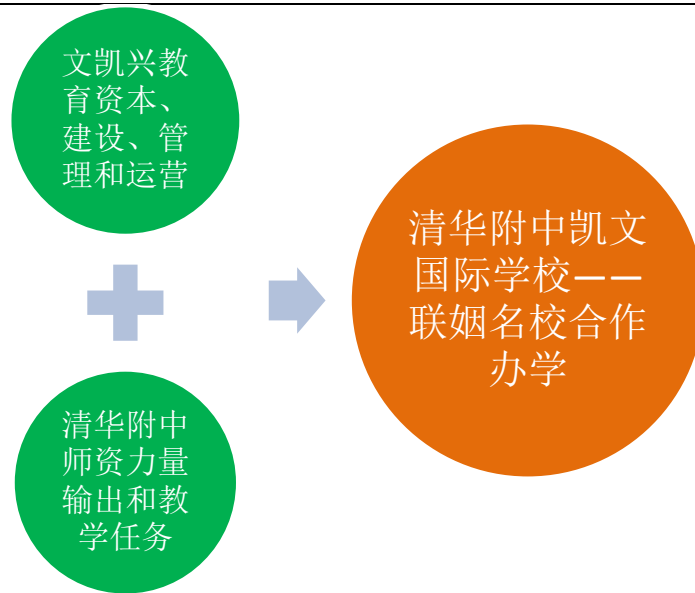


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.2 联姻海淀公立名校，合作模式复制性强

凯文国际学校采取文凯兴教育与清华附中共同举办模式，文凯兴教育主要负责教学楼、宿舍、图书馆、运动场等教育基础设施建设、配套教学设备采购、学校物业管理和运营管理等，清华附中主要负责师资力量输出和教学任务管理。凯文国际学校充分利用了八大处控股的资本和清华附中的师资，有机结合了社会资本与教育资源，有助于凯文国际学校快速发展。同时，凯文国际学校能够以清华附中名义对外招生，按照清华附中国际部目前的报名录取比（大概在 10:1），凯文国际学校新生（小学、初中、高中一年级学生）入学率预计将达到较高水平。根据教育部和各地教委的政策导向，公立学校办国际部/班将受到限制，预计未来更多的名校的国际部/班将从母校独立出去，与社会资本结合，一方出师资，一方出资本，将国际学校做大做强。八大处控股是海淀区国资委控股子公司，海淀区集聚了众多名校，如人大附中、清华附中、北大附中、十一中学等等，这些学校的国际部/班有与社会资本结合可能性，为公司联姻名校合作办学提供了优质资源，模式可复制性强。

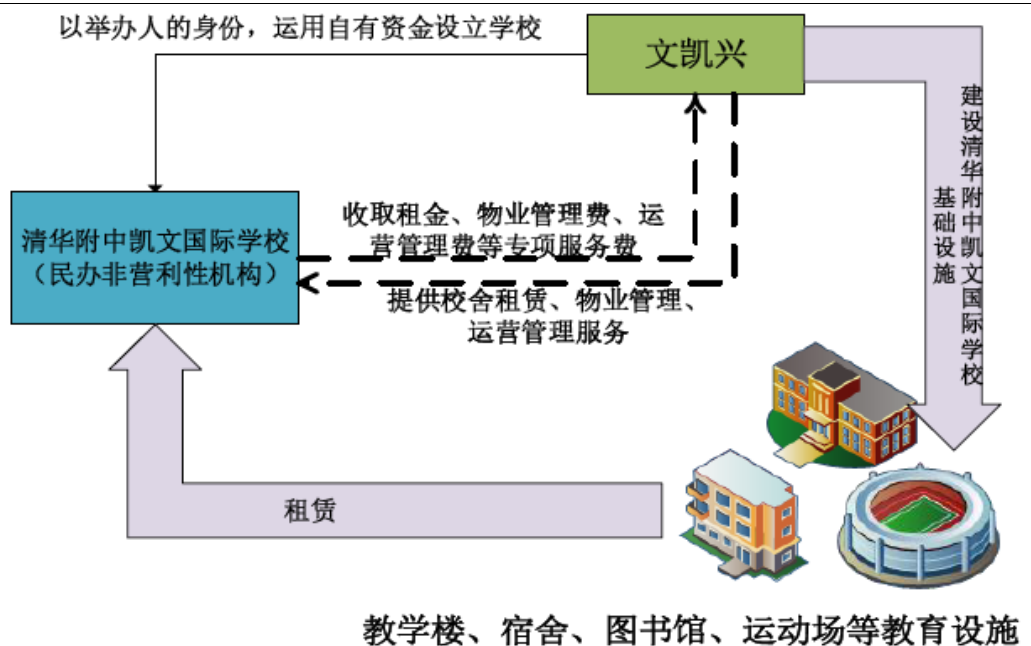
图表14 凯文国际学校办学模式——联姻名校合作办学



资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据我国《民办教育促进法》，民办教育机构为非营利非企业法人，民办教育机构可以在扣除办学成本、预留发展基金以及按照国家有关规定提取其他的必需的费用后取得合理回报。国际学校是民办教育机构的一个分支，不是营利性机构，不具备直接上市或资产证券化的条件。目前，海外上市的教育公司先搭建VRE结构，将利润转移到投资管理公司，然后再上市。国内市场的上市公司通过成立一家投资管理公司，通过提供校舍、物业管理、运营管理等方式收取相关费用，体现相关收益。文凯兴教育以举办人的身份运用自有资金建设凯文国际学校，包括教学楼、图书馆、宿舍楼、运动场等教育设施；建好后文凯兴教育将教育设施租赁给凯文国际学校，并提供校舍管理、物业管理和运营管理等，凯文国际学校支付租金、物业管理费、运营管理等专项服务费。虽然凯文国际学校为民办非营利性机构，但是通过VRE架构，文凯兴教育能够取得盈利，并能够在上市公司报表中体现业绩。

图表15 凯文国际学校投资管理架构示意图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.3 国际学校定位高端，项目盈利前景可观

凯文国际学校主要面向北京市招收大陆籍及外籍适龄学生，提供从小学到高中的 12 年基础教育国际课程，并为学生申请国外大学奠定基础。同时，凯文国际学校针对特长生开办艺术高中，培养国际化的艺术人才。此外，凯文国际学校还拥有创新中心、科研办公、剧场等教学配套设施，能够为学生提供各位服务。凯文国际学校定位高端，学费预计 20 万元/人/年，住宿费预计 4 万元/人/年，课外专项培训费预计 3.5 万元/人/年，人均费用预计达到 27.5 万元/年，如果再考虑到校车、校服、餐饮、夏令营、冬令营等费用，预计人均费用将突破 30 万元/年。从学费来看，凯文国际学校与北京区域的中高端国际学校收费水平接近，可比 7 所国际学校小学的平均收费 20.55 万元/人/年，初中的平均收费 22.05 万元/人/年，高中的平均收费 23.70 元。凯文国际学校平均学费标准为 20 万元/人/年，预计小学将低于 20 万元/人/年，初中将接近 20 万元/人/年，高中将高于 20 万元/人/年，整体上比 7 家可比学校平均学费低 10%。

图表16 凯文国际学校学费标准与同区域学校学费标准的对比（单位：万元）

学校名称	小学	初中	高中	平均学费
常春藤国际学校	17.45	18.10	19.25	18.27
北京加拿大国际学校	18.40	18.70	20.80	19.30
北京德威英国国际学校	20.80	22.53	24.40	22.58
北京哈罗英国学校	20.82	23.01	24.81	22.88
北京顺义国际学校	21.43	22.74	24.66	22.94
北京京西国际学校	21.95	23.30	25.95	23.73
北京市鼎石学校	23.00	26.00	26.00	25.00
七所可比学校平均学费	20.55	22.05	23.70	22.10
凯文国际学校（预计）	18.00	20.00	22.00	20.00
<b>凯文国际学校/七家可比学校</b>	<b>88%</b>	<b>91%</b>	<b>93%</b>	<b>90%</b>

资料来源：公司公告，各学校招生简章，平安证券研究所

凯文国际学校全面建成后将能容纳 4100 名学生，预计小学部 800 人、初中部 900 人、高中部 2100 人、艺术高中 300 人。按照学费 20 万元/年/人，学生满员后将贡献学费收入 8.2 亿元/年。根据学校规划，公司初高中学生的住校率不低于 80%，人均住宿费 4 万元/年，预计满员后住宿费将达到 1 亿元/年。同时，凯文国际学校还为学生提供艺术（舞蹈、美术、音乐）和体育（冰球、网球、橄榄球）等方面专项培训，人均培训收费预计 3.5 万元/年，假设有一半学生有培训需求，则满员后培训费将达到 0.7 亿元/年。因此，凯文国际学校满员后将贡献营业收入 10 亿元/年。

图表17 凯文国际学校学生招生进度及收入预计（单位：人、万元/年，万元）

学年	小学 K1-K5	初中 K6-K8	高中 K9-K12	学生 总计	学费	住宿费	培训费	收入合计
2017-2018	440	440	900	1,780	35600	1280	1558	38438
2018-2019	660	740	1,400	2,800	56000	3200	4900	64100
2019-2020	780	840	1,680	3,300	66000	5696	5775	77471
2020-2021	800	900	1,980	3,680	73600	8064	6440	88104
2021-2022	800	900	2,180	3,880	77600	9408	6790	93798
2022-2023	800	900	2,280	3,980	79600	10176	6965	96741
2023-2024	800	900	2,400	4,100	82000	10560	7175	99735

资料来源：公司公告，平安证券研究所

从成本费用端来看，凯文国际学校的主要成本是人工成本——教师工资及福利，主要费用为固定资产折旧。凯文国际学校的师生配比预计 1:8，预计学校满员后老师数量将达到 500 多人，按照人均 40 万元的人工成本计算，教职工费用预计达到 2 亿元/年。同时，凯文国际学校总投资 14.8 万元，按照 15 年的折旧年限计算，年折旧预计 1 亿元/年。凯文国际学校还将产生管理费用、销售费用等，参考枫叶教育和海亮教育，预计两者合计占营业收入的 14%，即 1.4 亿元。因此，凯文国际学校满员后预计能够贡献收益 5.5 亿元/年。考虑到学校通过租金、管理费等方式体现在文凯兴教育的业绩，文凯兴教育将涉及到营业税及其附加、所得税等税负，同时还需要负担管理费用、财务费用，预计学生满员后能够体现在上市公司报表中的业绩约为 3.6 亿元/年，有助于提升公司的盈利能力。

图表18 凯文国际学校预计盈利情况（单位：人、万元/年，万元）

学年	学生总计	收入合计	老师成本	折旧费用	管理费用	销售费用	成本+费用	学校结余
2017-2018	1,780	38438	8900	9870	3844	1538	24151	14287
2018-2019	2,800	64100	14000	9870	6410	2564	32844	31256
2019-2020	3,300	77471	16500	9870	7747	3099	37216	40255
2020-2021	3,680	88104	18400	9870	8810	3524	40605	47499
2021-2022	3,880	93798	19400	9870	9380	3752	42402	51396
2022-2023	3,980	96741	19900	9870	9674	3870	43314	53427
2023-2024	4,100	99735	20500	9870	9974	3989	44333	55402

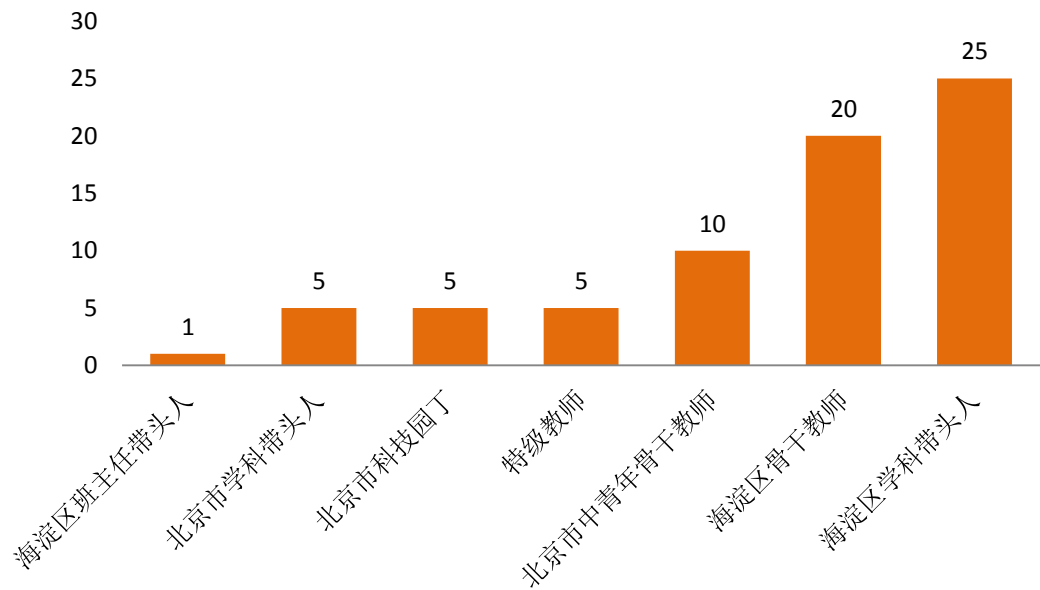
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、 联姻百年名校，尽显王者风范

### 4.1 清华附中百年名校，师资雄厚威名远扬

清华附中成立于 1915 年，前身是成志学校，具有百年历史。1952 年成志学校的中学部与燕京大学附属学校中学部合并，更名为清华附中，1958 年清华大学附设工农速成中学并入清华附中，1960 年清华附中扩建。截至 2014 年末，清华附中占地面积 78800 平方米，建筑面积 50000 余平方米，在校生规模约 2700 人，其中初中教学班 36 个，学生近 1500 人；高中教学班 30 个，学生 1200 余人。清华附中师资力量雄厚，截至 2014 年末，清华附中拥有教职工近 300 人，其中市区学科带头人和骨干教师 60 多人，其中北京市中青年骨干教师 10 位，北京市学科带头人 5 位，海淀区学科带头人 25 位，海淀区骨干教师 20 位，海淀区班主任带头人 1 位，北京市科技园丁 5 位，特级教师 15 位，高级教师占比 50% 以上。

图表19 清华附中师资力量雄厚



资料来源：清华附中网站、平安证券研究所

清华附中社会声誉和口碑较高，威名远扬。在名牌大学生学方面，1983-2014年清华附中每年毕业生绝大多数升入全国重点大学，统招生升学率达到100%，其中进入清华大学、北京大学的毕业生达到2000余人。2013年全国高考清华附中朱宸卓同学以总分725分摘得北京市理科高考状元，成为清华大学领军计划认定学生，并成为10年来理科状元最高分。2014年全国高考，清华附中孙一先同学以704分摘得北京市文科高考状元，也是10年来北京市文科状元最高分。在学科竞赛方面，清华附中同样取得傲人的成绩。截至2014年12月，清华附中学生获得国际中学生奥林匹克各学科竞赛奖牌23枚，其中金牌17枚，位居全国之首。在体育竞赛方面，清华附中成绩同样优异。截至2014年12月，清华附中男篮女篮代表队获得2012-2013年全国高中男子女子篮球联赛七连冠，全国初中男子篮球联赛七连冠；在国际赛事上，清华附中获得奖牌188枚，其中金牌132枚、银牌42枚、铜牌14枚；在全国赛事上获得奖牌362枚，金牌216枚、银牌84枚、铜牌62枚。

图表20 北京市近五年高考状元统计

年度	状元姓名	文科/理科	总分	毕业学校
2015	蔡雨玗	文科	699	北师大二附中
	刘智昕	理科	721	人大附中
2014	孙一先	文科	704	清华附中
	刘倩莹	理科	719	北师大二附中
2013	张韵凝	文科	695	北京四中
	朱宸卓	理科	725	清华附中
2012	韩牧岑	文科	670	人大附中
	李泽	理科	712	人大附中
2011	伊思昭	文科	676	人大附中
	梁思齐	理科	697	人大附中

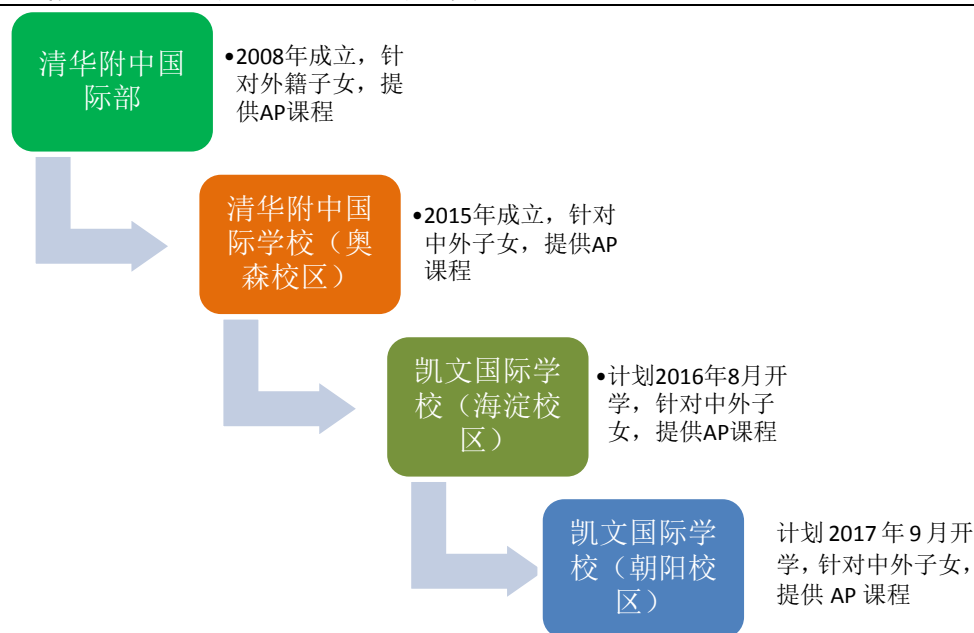
资料来源：教育部，平安证券研究所



## 4.2 国际办学经验丰富，政策倒逼校企合作

清华附中拥有丰富的国际办学经验，旗下拥有清华附中国际部（针对外籍子女）、清华附中国际学校（奥森校区）等具有开设国际课程的办学机构。清华附中国际部成立于 2008 年，主要针对外籍子女和港澳台子女提供从小学到高中的 K12 课程，目前在校生约 360 人，师生比约 1: 5。清华附中国际部提供 AP 课程，获得了美国大学理事会授权，与美国哥伦比亚大学教育学院合办。清华附中拥有丰富的国际办学经验，但政策倒逼机制决定了清华附中必须与社会资本合作才能做大做强国际教育。2015 年清华附中国际学校（奥森校区）开始招生，其由清华附中直接管理，是一家全日制 K12 寄宿制国际学校，提供 AP 课程，拥有国际一流的学校设施及场地和精通双语的资深老师，提供中西合璧的优质教育。同时，清华附中与文凯兴教育进行战略合作兴建凯文国际学校，预计 2016 年 8 月凯文国际学校（海淀校区）开学，2017 年 9 月凯文国际学校（朝阳校区）开学。

图表21 清华附中下设的开设国际课程的办学机构

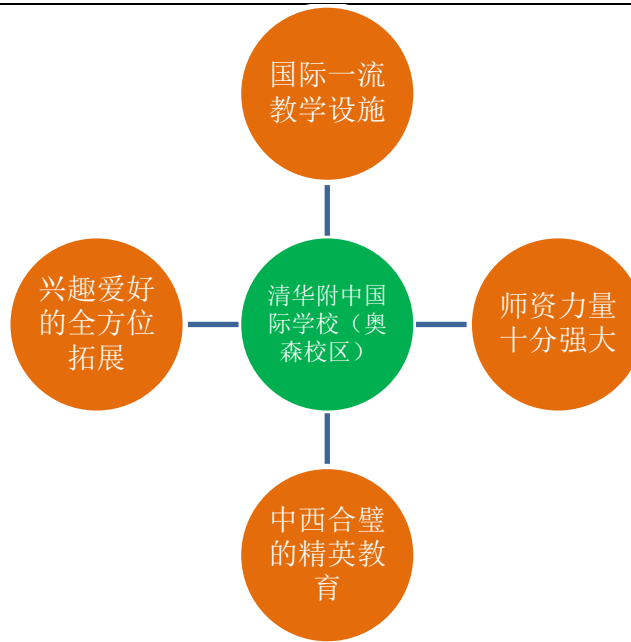


资料来源：清华附中网站、平安证券研究所

## 4.3 奥森校区模式成熟，校企合作前景广阔

清华附中国际学校（奥森校区）占地面积 5.6 万平方米，按照国际一流标准建造学校设施及场地，配有学生教室、美劳教室、图书馆、实验室、舞蹈教室、语言教室、开放式音乐教室、小剧场、网球场、网球场气膜室、篮球场等等教学及配套设施。奥森校区模式成熟，由清华附中直接管理，师资主要来自于清华附中本部及其他知名学府，同时借助清华附中平台直接从海外招聘从教经验丰富且具有双语交流能力的外籍教师，并特聘美国中学资深教育专家进行教师培训管理，师资力量十分强大。同时，奥森校区提供“中西合璧”的“双语言、多文化”教育，在汲取“清华精神”的同时，打造“小而精”的高端教学品质，将优质的中国教育理念与国际化教育特色深度融合，激发学生的个性化潜能及创新精神，为学生提供更多元化的发展和在世界一流大学学习的机会，为全球化背景下的中国培养一批具有领袖素质的世界公民。此外，奥森校区提供各具特色的课外培训，成立多个兴趣爱好俱乐部，如清华青少年网球俱乐部、清华英文戏剧俱乐部、清华美术俱乐部、清华国标舞俱乐部和清华曲棍球俱乐部等。

图表22 清华附中奥森校区的合作模式



资料来源：清华附中网站、平安证券研究所

#### 4.4 依托海淀教育资源，打造高端教育王者

公司是海淀区国资委旗下教育资产整合运作平台，海淀区国资委拥有优质的教育资源，区内集聚了人大附中、清华附中、十一中学、中关村一小、中关村二小、中关村三小等全国前列的中小学，基础教育全国领先。公司依托海淀教育资源，未来有望通过名校品牌输出迅速做大做强国际学校。凯文国际学校是由文凯兴教育和清华附中共同举办，文凯兴教育主要负责凯文国际学校的建设、运营和管理，清华附中主要负责凯文国际学校的教学任务、课程设计和学生管理等。凯文国际学校将充分发挥清华附中的人才优势和资源优势，中外方校长、学术负责人及骨干教师将由清华附中委派，在此基础上聘请符合学校发展定位的优秀教师和工作人员。借助海淀教育资源优势，凯文国际学校举办成功的概率增大，同时公司也能够将与清华附中的战略合作模式嫁接到海淀区内其它名校，公司有望成为高端教育的“王者”。

图表23 海淀区主要中小学及排名

海淀区学校名称	学校类别	学校排名
中关村一小	小学	2
人大附小	小学	3
中关村三小	小学	4
中关村二小	小学	9
人大附中	初学	2
北大附中	初学	5
人大附中	高中	1
十一学校	高中	6
一〇一学校	高中	7
清华附中	高中	8
北大附中	高中	9

资料来源：21世纪教育网网站（<http://news.21cnjy.com/>）等，平安证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测：2018 年有望爆发式增长

凯文国际学校于 2017 年 9 月正式开学，预计当年招生规模在 1780 人，2017-2018 学年凯文国际学校的学费+住宿费+培训费预计 3.84 亿元，体现在 2017 年度的教育板块的营业收入预计 1.28 亿元，考虑到师资成本、折旧和财务费用，预计 2017 年度公司教育板块会略亏。随着凯文国际学校招生规模的不断扩大，教育板块贡献的营业收入和利润均将不断提高，预计 2018 年文凯兴教育业绩有望爆发，净利润将达到 1.19 亿元。预计 2019-2021 年教育板块将保持较快增长，2022 年学校满员，届时预计贡献 6.4 亿元的营业收入，3.66 亿元的净利润，并保持相对稳定，高端教育成为公司核心业务板块。

图表24 文凯兴教育盈利预测

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入（万元）	9600	32000	48000	54400	60800	64000
营业成本（万元）	4113	8227	8227	8227	8227	8227
营业税金及附加（万元）	538	1792	2688	3046	3405	3584
管理费用（万元）	932	1940	2660	2948	3236	3380
财务费用（万元）	4403	4225	3225	1700	-	-
营业利润（万元）	(385)	15816	31200	38479	45932	48809
所得税（万元）	(96)	3954	7800	9620	11483	12202
净利润（万元）	(289)	11862	23400	28859	34449	36607

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2015-2016年公司营业收入主要来自于桥梁钢结构业务，考虑到公司将转型高端教育，桥梁钢结构业务将逐步萎缩，我们预计15-16年公司桥梁钢结构业务增速分别为-10%、-15%。2017年公司营业收入构成为桥梁钢结构业务和高端教育业务，预计桥梁钢结构业务增长-20%，高端教育业务实现营业收入0.96亿元，全年营业收入增长-4.93%。预计2015-2017年公司营业收入7.50亿元、6.37亿元、6.06亿元，每股收益0.01元、0.03元和0.05元，对应2016年1月20日收盘价PE为1535倍、532倍和363倍，PB为9.32倍、2.39倍和2.38倍。

图表25 公司两大业务营收及增速预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
桥梁钢结构业务（百万）	665.51	832.79	749.51	637.08	509.67
同比增长	-12.49%	25.14%	-10.00%	-15.00%	-20.00%
高端教育业务（百万）	0.00	0.00	0.00	0.00	96.00
营业收入合计	665.51	832.79	749.51	637.08	605.67
同比增长	-12.49%	25.14%	-10.00%	-15.00%	-4.93%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 5.2 公司估值：转型提升估值空间

传统业务板块估值偏高。公司是国内首家民营桥梁钢结构上市公司，2015-2017 年公司业绩主要来自于桥梁钢结构。建筑业钢结构上市公司 2014 年静态平均 PE66 倍，PB3.42 倍，其中杭萧钢构 PE 估值水平最高，达到 115 被倍；杭萧钢构 PB 估值水平最高，达到 6.43 倍。与建筑业钢结构其他上市公司相比，中泰桥梁的估值水平明显偏高，2014 年静态 PE 是其它建筑钢结构上市公司均值的 6.67

倍，2015年预测PE是其它建筑钢结构上市公司均值的35.49倍；2014年静态PB是其它建筑钢结构上市公司均值的2.78倍，2015年预测PB是其它建筑钢结构上市公司均值的3.07倍。

图表26 可比钢结构公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	2014年PE	2015年预测PE	2014年PB	2015年预测PB
002135.SZ	东南网架	8.35	98.66	67.67	3.34	3.32
002524.SZ	光正集团	7.62	-65.78		4.90	
002541.SZ	鸿路钢构	16.01	31.04	26.03	1.80	1.70
002545.SZ	东方铁塔	9.28	43.53		0.85	
002743.SZ	富煌钢构	25.55	79.23	61.17	4.28	5.19
600477.SH	杭萧钢构	10.41	115.04		6.43	
600496.SH	精工钢构	5.33	30.01	20.97	2.38	2.12
	均值	11.79	66.25	43.96	3.42	3.08
002659.SZ	中泰桥梁	18.10	434.82	1535.30	9.36	9.32
	中泰桥梁占均值比重	1.56	6.67	35.49	2.78	3.07

资料来源：WIND、平安证券研究所

转型提升公司估值空间。近几年，国内教育企业纷纷上市，A股上市的教育股分别有全通教育（创业板）、新南洋（上证主板）、亿童文教（新三板）、华图教育（新三板），港股上市的主要有枫叶教育（香港联交所），美股上市的主要有新东方（纽交所）、学大教育（纽交所）、好未来（纽交所）、达内科技（纳斯达克）。从WIND一致预期看，教育股得到投资者认可，给予很高估值。全通教育2015年预测PE143倍，预测PB23.46倍；新南洋2015年预测PE78倍，预测PB8.56倍；华图教育2015年预测PE40倍。公司转型高端教育打开了估值区间，公司A股市场对标公司为银润投资，。

图表27 可比教育公司估值比较

证券代码	证券简称	上市地点	收盘价 (元、港币、美元)	最新总市值 (亿元、港币、亿美元)	2014年PE	2015年预测PE	2014年PB	2015年预测PB
1317.HK	枫叶教育	港交所	3.47	47.18	18.92		26.54	
EDU.N	新东方	纽交所	28.89	45.21	23.42			
300359.SZ	全通教育	深圳	75.48	191.48	426.67	10.24	152	9.41
600661.SH	新南洋	上海	30.31	78.53	124.48	10.07	97.71	9.36
XUE.N	学大教育	纽交所	5.36	3.34	-33.33			
TEDU.O	达内科技	纳斯达克	9.12	4.96	20.11			
XRS.N	好未来	纽交所	43.83	35.03	52.16			
430223.OC	亿童文教	三板	34.00	32.30	37.26	14.77	35.46	
830858.OC	华图教育	三板	49.43	60.80	57.20	34.08	30.02	13.73
	均值		31.10	55.42	181.72	17.29	85.49	16.25
002659.SZ	中泰桥梁	深圳	18.10	56.29	434.82	1535	9.36	9.32
	中泰桥梁占均值比重		0.59	1.03	2.43	90.23	0.11	0.58

资料来源：WIND、平安证券研究所

### 5.3 投资建议：继续“强烈推荐”

公司是A股市场中第一家转型国际学校的上市公司，背靠海淀区国资委，借助海淀区优质的教育资源，联名名校共建凯文国际学校。我们预计公司传统业务——桥梁钢结构将逐步萎缩，不排除未来剥离的可能性；新兴业务——高端教育将加快发展，预计到2018年高端教育贡献的利润将突破亿元，公司将由桥梁钢结构企业转变为高端教育企业。我们看好公司控股权变更后的整合空间和高端教育的发展前景，继续“强烈推荐”评级。我们认为A股市场中，中泰桥梁对标公司为银润投资，剔除掉学大教育回归，中泰桥梁和银润投资未来在高端教育领域——国际学校和在线教育布局相似。学大教育2015年1-9月实现711万美元，假设2015年全年业绩1000万美元，折合人民币约6500万元，按照100倍PE计算，则学大教育估值65亿元。剔除学大教育估值，按照最新收盘价计算，银润投资发行后市值约155亿元。我们认为公司合理估值区间在120-150亿元，公司维持28元的目标价，对应市值约129亿元。

图表28 中泰桥梁和银润投资的对比

公司	当前股价	发行前总股本	发行前总市值	发行价	本次发行股本	发行后总股本	发行后总市值
中泰桥梁	18.10	3.11	56.29	9.33	1.50	4.61	83.44
银润投资	57.35	0.96	55.16	19.13	2.88	3.84	220.05
中泰桥梁/银润投资	0.32	3.23	1.04	0.49	0.52	1.20	0.39

资料来源：WIND、平安证券研究所

### 5.4 风险提示

传统主业竞争加剧，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	1106	2738	2328
现金	211	637	2127	2053
应收账款	238	92	125	50
其他应收款	64	40	41	27
预付账款	26	8	14	2
存货	747	327	421	196
其他流动资产	17	3	11	0
<b>非流动资产</b>	655	646	547	513
长期投资	0	0	0	0
固定资产	361	331	280	196
无形资产	53	62	73	86
其他非流动资产	240	253	194	231
<b>资产总计</b>	1958	1752	3285	2841
<b>流动负债</b>	1072	942	879	533
短期借款	272	634	296	305
应付账款	318	85	235	57
其他流动负债	482	223	348	171
<b>非流动负债</b>	249	172	18	-85
长期借款	248	170	16	-87
其他非流动负债	1	2	2	2
<b>负债合计</b>	1321	1114	897	449
少数股东权益	35	34	32	29
股本	311	311	488	488
资本公积	184	1758	1758	1758
留存收益	106	109	122	141
<b>归属母公司股东权益</b>	602	604	2355	2363
<b>负债和股东权益</b>	1958	1752	3285	2841

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	207	173	-7
净利润	11	3	14	21
折旧摊销	34	30	30	31
财务费用	35	36	-2	-37
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	8	140	133	-19
其他经营现金流	4	-1	-2	-4
<b>投资活动现金流</b>	-32	-20	71	7
资本支出	50	-39	-122	-58
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	18	-58	-51	-52
<b>筹资活动现金流</b>	-98	-111	1594	-73
短期借款	5	13	11	9
长期借款	-59	-78	-154	(103)
普通股增加	0	0	177	0
资本公积增加	0	0	1573	0
其他筹资现金流	-43	-46	-13	21
<b>现金净增加额</b>	-37	77	1838	-74

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	833	750	637	606
营业成本	728	645	561	555
营业税金及附加	7	7	6	7
营业费用	4	13	10	9
管理费用	39	35	37	36
财务费用	35	36	-2	-37
资产减值损失	7	11	8	9
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	3	18	27
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	4	20	29
所得税	5	1	5	8
<b>净利润</b>	11	3	14	21
少数股东损益	-2	-0	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	13	4	17	24
EBITDA	76	56	40	15
EPS (元)	0.04	0.01	0.03	0.05

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	-10.0	-15.0	-4.9
营业利润(%)	115.2	-80.5	581.6	53.6
归属于母公司净利润(%)	-120.6	-71.7	352.4	46.8
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	12.6	14.0	12.0	8.4
净利率(%)	1.6	0.5	2.6	4.0
ROE(%)	1.8	0.1	0.6	0.9
ROIC(%)	2.6	0.6	0.3	-0.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	67.5	63.6	27.3	15.8
净负债比率(%)	57.8	9.1	-73.9	-74.6
流动比率	1.2	1.2	3.1	4.4
速动比率	0.5	0.8	2.6	4.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.2
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)	0.04	0.01	0.03	0.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.67	0.56	-0.02
每股净资产(最新摊薄)	1.93	1.94	7.57	7.60
<b>估值比率</b>				
P/E	434.82	1535.30	532.26	362.63
P/B	9.36	9.32	2.39	2.38
EV/EBITDA	78.9	105.8	97.6	263.6

## 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 2016 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