

2016年05月03日

洪涛股份 (002325.SZ)

年报业绩超预期，教育业务将迎大年

■2015年业绩增长21%超预期，预计今年前低后高不断加速。公司2015年实现收入30.1亿元，同减11.4%；归母净利润3.58亿元，同增21.0%，超过此前快报11.8%的增速约9个百分点；EPS0.36元，拟每10股转增2股派0.35元（含税）。公司2015年业绩显著优于同业龙头公司，除因教育业务并表贡献业绩外（2015年并表贡献4%），还因公司工装业务规模体量小，订单相对充足，且定位高端市场，能保持较高利润率。公司2016年一季度实现收入9.6亿元，同增3.5%；归母净利8203万元，同减3.8%；1-6月业绩预增-20%-10%。考虑公司当前极佳的装饰订单趋势及后续教育业务将不断增厚业绩，预计今年业绩增速前低后高，将不断加速

■利润率大幅提高，收现比保持高水平。公司2015年/今年一季度毛利率分别为26.31%/24.03%，分别大幅提升6.28/5.19个pct，一方面受益于教育业务并表，一方面装饰业务毛利率进一步显著提升。公司之所以能实现较高的装饰毛利率（2015年24%），是由于公司总体量小且定位高端市场，在众多项目中挑选了高毛利的项目做，此外去年宗教类项目（一般毛利率超过30%）占比较大，且去年四季度结算项目较多（确认结算收益而没有对应成本）。公司2015年/今年一季度三项费用率分别为9%/8.19%，同比大幅增加3.57/5.78个pct，主要因为公司加大对教育板块投入，费用率大幅上升，同时增加短期借款及发行短期融资券，计提利息增加。公司2015年/今年一季度净利率为11.89%/8.55%，同比变化+3.18/-0.57个pct。公司2015年/今年一季度经营性现金流净额分别为-2.03/-2.31亿元，主要因新开工项目较多致资金流出较多，但同期收现比保持在行业较高水平，表明收款仍然十分健康。

■费用化处理致教育业务暂未达对赌，轻装上阵后续贡献将更加显著。公司2015年职业教育实现收入1.19亿元，占比3.96%，毛利率高达67%，贡献归母净利润约为1420万元。其中跨考网/学尔森/金英杰分别实现收入8863/2274/2327万元，并表期贡献净利润2072/-104/289万元，其中跨考网/学尔森对赌业绩分别为3500/2500万元，全年实现盈利1239/919万元。公司在装饰业务超预期基础上，对教育业务中跨考网的研播网、KTS的学生管理系统、学尔森的智能学习平台等建设支出做了费用化处理，如若资本化处理预计将可达到对赌要求，但未来将有逐年摊销压力；费用化处理后，今年公司教育业务将轻装上阵，预计今年将达对赌要求（合计贡献归母利润约7800万元）。

■教育业务模式升级突飞猛进，外延并购实现跨越发展。据公告：跨考网线下业务已从单一的教学点面授模式升级为“中央厨房研发+O2O教学+KTS系统管理”的2.0模式；线上转型“移动营销+录直播”模式，打造业内领先教育直播平台，学员达3万余人。预计2016年6月前“考研学堂”及“研题库”系统将全面推广。后续跨考网将扩建O2O教学点，并向MBA领域拓展。在新业务模式推动下，2016年Q1跨考网收入与利润分别为3121/685万元，同比大幅增长36%/98884%。2015年由于一级建造师执业资格继续教育培训等考试暂停，学尔森业绩受到一定影响，但2016年受益于上海建筑施工现场七大员考试正式启动，企业大客户拓展，及直播、网校平台新模式的推广，一季度实现收入与利润3296/523万元，同比增长19%/1128%。公司定位职业教育整合者，去年以来数次收购切入建筑、司法、医学等全产业链教育领域，彰显强大执行力，已搭建建筑职业培训线上线下完整闭环，后续将全面整合跨考教育、学尔森、中装新网，

公司快报

证券研究报告

建筑装饰

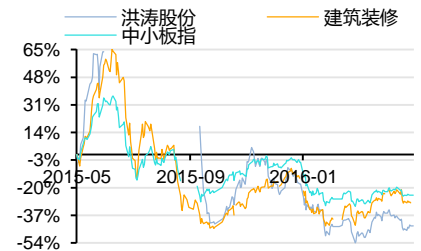
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**18.5元**
股价(2016-05-02) **10.72元**

交易数据

总市值(百万元)	10,736.53
流通市值(百万元)	8,162.11
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	8.70/31.16元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.38	-2.39	-7.58
绝对收益	-12.06	1.13	-28.72

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-35082723

宋易潞

报告联系人

songyl@essence.com.cn
021-35082728

相关报告

洪涛股份：快报业绩超预期，转型教育坚定推进	2016-02-29
洪涛股份：职业教育龙头全力投入蓄势待发	2015-11-22
洪涛股份：Q1业绩好于预期，在线教育业务强力推进	2015-04-28
洪涛股份：进军职业教育迈出实质性步伐	2015-03-16

金英杰及筑龙网各方的渠道和平台资源，提升协同效应。通过外延并购手段，实现教育板块跨越式发展。

■ **可转债推进迅速，外延扩张具备资金优势。**公司去年 12 月递交可转债申请，其审核相对增发要求更高，今年 3 月已获得证监会审核通过，目前正等待批文（排在公司之前的海印股份此前已获批文），若后续顺利发行将获取 12 亿资金，有力支撑公司外延式发

■ **投资建议：**我们预计公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.55/0.70/0.84 元，给予公司目标价 18.5 元（对应 2016 年 34 倍 PE），买入-A 评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行风险，并购整合风险。

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,392.6	3,006.3	3,788.0	4,659.2	5,497.9
净利润	295.4	357.5	554.2	701.6	804.2
每股收益(元)	0.29	0.36	0.55	0.70	0.80
每股净资产(元)	2.90	3.25	3.77	4.42	5.18

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	36.3	30.0	19.4	15.3	13.4
市净率(倍)	3.7	3.3	2.8	2.4	2.1
净利润率	8.7%	11.9%	14.6%	15.1%	14.6%
净资产收益率	10.2%	11.0%	14.7%	15.9%	15.5%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
ROIC	21.6%	13.8%	17.2%	17.3%	20.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1: 公司财务分析表

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	1Q2015	1Q2016
营业收入	2,167.73	2,841.74	3,545.65	3,392.64	3,006.34	926.80	959.27
营业成本	1,822.56	2,325.70	2,892.51	2,712.97	2,215.30	752.13	728.73
毛利率	15.92%	18.16%	18.42%	20.03%	26.31%	18.85%	24.03%
销售费用	47.78	62.44	68.98	76.87	104.22	9.55	41.68
销售费用率	2.20%	2.20%	1.95%	2.27%	3.47%	1.03%	4.35%
管理费用	45.79	64.14	64.90	92.41	146.17	20.10	36.00
管理费用率	2.11%	2.26%	1.83%	2.72%	4.86%	2.17%	3.75%
财务费用	-13.01	-7.69	-0.56	14.88	20.16	-1.77	6.57
财务费用率	-0.60%	-0.27%	-0.02%	0.44%	0.67%	-0.19%	0.69%
三项费用率	3.72%	4.18%	3.76%	5.43%	9.00%	3.01%	8.78%
资产减值损失	12.44	27.12	63.65	30.56	40.47	17.59	15.59
投资收益	-	-	-	-	26.21	-	-
营业外收入	0.48	2.60	1.63	2.27	6.87	1.18	1.07
营业外支出	0.21	1.84	0.13	1.38	1.49	0.28	0.35
税前利润	179.14	275.52	340.47	350.91	412.27	99.82	99.48
所得税	43.04	71.05	60.95	56.81	69.67	17.02	19.32
所得税率	24.03%	25.79%	17.90%	16.19%	16.90%	17.05%	19.42%
少数股东权益占比	0.00%	0.00%	0.00%	-0.46%	-4.17%	-2.88%	-2.28%
归属于上市公司股东的净利润	136.10	204.47	279.52	295.44	357.50	85.25	82.03
净利率	6.28%	7.20%	7.88%	8.71%	11.89%	9.20%	8.55%
摊薄 EPS (元)	0.14	0.20	0.28	0.29	0.36	0.09	0.08
经营活动产生的现金流量净额	-29.56	-150.40	-229.67	223.13	-202.97	8.01	-230.88
收现比	95.56%	79.82%	61.39%	75.42%	76.73%	61%	63%
付现比	109.68%	95.58%	76.40%	80.87%	100.38%	86.94%	104.46%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,392.6	3,006.3	3,788.0	4,659.2	5,497.9	成长性					
减:营业成本	2,713.0	2,215.3	2,765.2	3,391.9	4,002.5	营业收入增长率	-4.3%	-11.4%	26.0%	23.0%	18.0%
营业税费	114.9	99.3	126.2	155.7	185.8	营业利润增长率	3.3%	16.2%	59.9%	26.0%	14.0%
销售费用	76.9	104.2	96.9	120.2	142.9	净利润增长率	5.7%	21.0%	55.0%	26.6%	14.6%
管理费用	92.4	146.2	118.9	153.8	192.4	EBITDA 增长率	8.9%	18.2%	58.8%	24.7%	14.2%
财务费用	14.9	20.2	40.0	48.0	60.0	EBIT 增长率	7.8%	17.0%	61.7%	25.6%	14.6%
资产减值损失	30.6	40.5	30.0	30.0	40.0	NOPLAT 增长率	10.1%	16.0%	62.5%	25.6%	14.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	81.2%	30.7%	25.1%	-2.3%	32.5%
投资和汇兑收益	-	26.2	40.0	60.0	60.0	净资产增长率	58.8%	11.8%	15.6%	17.0%	16.9%
营业利润	350.0	406.9	650.7	819.7	934.2	利润率					
加:营业外净收支	0.9	5.4	2.6	3.0	3.6	毛利率	20.0%	26.3%	27.0%	27.2%	27.2%
利润总额	350.9	412.3	653.3	822.6	937.9	营业利润率	10.3%	13.5%	17.2%	17.6%	17.0%
减:所得税	56.8	69.7	107.8	135.7	154.7	净利润率	8.7%	11.9%	14.6%	15.1%	14.6%
净利润	295.4	357.5	554.2	701.6	804.2	EBITDA/营业收入	11.3%	15.0%	18.9%	19.2%	18.6%
						EBIT/营业收入	10.8%	14.2%	18.2%	18.6%	18.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	26	30	23	17	13
货币资金	200.0	470.0	303.0	614.5	439.8	流动营业资本周转天数	169	264	257	239	245
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	429	614	514	506	516
应收账款	3,241.7	4,003.5	4,119.7	5,923.6	6,373.3	应收账款周转天数	313	434	386	388	403
应收票据	40.7	18.7	49.4	39.5	64.6	存货周转天数	3	2	2	2	2
预付账款	212.9	210.4	269.9	316.0	401.1	总资产周转天数	482	727	635	603	596
存货	17.4	12.7	29.6	23.5	35.9	投资资本周转天数	211	355	359	321	312
其他流动资产	1,109.8	714.7	608.5	811.0	711.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	34.6	11.5	15.4	20.5	ROE	10.2%	11.0%	14.7%	15.9%	15.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	5.1%	8.2%	7.7%	8.5%
长期股权投资	-	39.6	39.6	39.6	39.6	ROIC	21.6%	13.8%	17.2%	17.3%	20.2%
投资性房地产	2.6	51.7	51.7	51.7	51.7	费用率					
固定资产	253.9	250.5	229.4	208.3	187.1	销售费用率	2.3%	3.5%	2.6%	2.6%	2.6%
在建工程	90.6	91.2	91.2	91.2	91.2	管理费用率	2.7%	4.9%	3.1%	3.3%	3.5%
无形资产	66.3	192.8	187.5	182.2	176.8	财务费用率	0.4%	0.7%	1.1%	1.0%	1.1%
其他非流动资产	177.0	645.9	641.6	651.4	641.8	三费/营业收入	5.4%	9.0%	6.8%	6.9%	7.2%
资产总额	5,412.8	6,736.3	6,632.6	8,967.7	9,234.9	偿债能力					
短期债务	-	768.8	877.7	500.0	597.7	资产负债率	46.2%	51.7%	43.3%	50.9%	44.3%
应付账款	1,849.9	2,038.8	1,398.5	3,371.5	2,505.1	负债权益比	85.9%	107.0%	76.3%	103.7%	79.4%
应付票据	73.8	82.8	7.5	140.2	55.8	流动比率	1.93	1.58	1.90	1.70	2.14
其他流动负债	577.2	553.6	542.0	537.6	593.2	速动比率	1.92	1.57	1.89	1.69	2.13
长期借款	-	-	31.5	-	313.6	利息保障倍数	24.52	21.18	17.27	18.08	16.57
其他非流动负债	-	37.5	12.5	16.7	22.2	分红指标					
负债总额	2,500.9	3,481.5	2,869.7	4,565.9	4,087.7	DPS(元)	0.04	-	0.05	0.05	0.04
少数股东权益	4.0	-0.9	-9.2	-23.6	-44.3	分红比率	13.6%	0.0%	8.7%	7.4%	5.4%
股本	801.2	1,001.5	1,001.5	1,001.5	1,001.5	股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
留存收益	2,161.9	2,287.8	2,770.6	3,423.9	4,190.0						
股东权益	2,911.9	3,254.7	3,763.0	4,401.8	5,147.2						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	294.1	342.6	554.2	701.6	804.2	EPS(元)	0.29	0.36	0.55	0.70	0.80
加:折旧和摊销	17.5	26.8	26.5	26.5	26.5	BVPS(元)	2.90	3.25	3.77	4.42	5.18
资产减值准备	30.6	40.5	-	-	-	PE(X)	36.3	30.0	19.4	15.3	13.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.3	2.8	2.4	2.1
财务费用	17.7	0.1	40.0	48.0	60.0	P/FCF	-12.6	31.9	-72.4	27.7	-89.2
投资损失	-	-26.2	-40.0	-60.0	-60.0	P/S	3.2	3.6	2.8	2.3	2.0
少数股东损益	-1.3	-14.9	-8.7	-14.7	-21.1	EV/EBITDA	21.9	34.9	15.6	11.6	10.8
营运资金的变动	-1,110.3	-165.4	-865.1	59.2	-1,352.7	CAGR(%)	32.7%	31.7%	25.0%	32.7%	31.7%
经营活动产生现金流量	223.1	-203.0	-293.1	760.5	-543.2	PEG	1.1	0.9	0.8	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-1,269.6	-217.8	63.1	56.2	54.9	ROIC/WACC	2.0	1.3	1.6	1.6	1.9
融资活动产生现金流量	891.3	597.3	63.1	-505.2	313.6	REP	1.6	3.6	1.7	1.6	1.1

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 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

夏天声明，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	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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034