



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 旅游

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*范欣悦为本报告重要贡献者

洪涛股份年报点评: 跨考、 学尔森未完成业绩承诺, 职业 教育板块尚待整合

事件:

洪涛股份(002325/人民币 10.72, 未有评级)披露年报, 2015年, 公司实现营业收入 30.06 亿元, 同比减少 11.39%; 实现归母净利润 3.58 亿元, 同比增长 21.01%; 实现扣非后净利润 3.31 亿元, 同比增长 12.52%; 实现每股收益 0.36 元/股, 同比增长 12.50%。

点评:

1. 跨考教育、学尔森未完成业绩承诺。2015年, 职业教育营业收入 1.19 亿元, 占收入比重仍较低, 仅为 3.96%。自 2014 年公司将职业教育作为第二主业后, 先后投资中装新网、跨考教育、金英杰、学尔森、筑龙网, 在非学历职业教育中的考研、建筑、医学三大赛道实现卡位优势, 未来将通过外延式扩张, 完善职业教育平台的搭建。

(1) 2015 年 6 月完成收购跨考教育 70% 股份并增资, 跨考教育承诺 2015-2017 年扣非后净利润不低于 3,500 万元、4,600 万元和 6,000 万元。而 2015 年跨考教育实现营业收入 1.23 亿元, 净利润 1729.67 万元, 未完成业绩承诺, 主要业务、经营模式升级, 线下分校减少, 营业收入增长未达预期, 系统研发成本费用支出提高所致。业务升级方面, 将线下业务从“传统的单一教学点面授模式”升级成“中央厨房研发+O2O 教学+KTS 系统管理”的 2.0 模式; 线上业务从“百度推广+单一录播课程”升级成“移动营销+录直播”模式。营销及运营系统方面, “考研学堂”及“研题库”预计 2016 年 6 月份前可全面投入推广。

(2) 2015 年 10 月完成收购学尔森 85% 股份, 学尔森承诺 2015-2017 年扣非后净利润分别不低于人民币 2500 万元、4000 万元和 6000 万元。而 2015 年学尔森实现营业收入 1.73 亿元, 净利润 919.15 万元, 未完成业绩承诺, 主要原因:

(1) 营业收入减少: 安全工程师、物业管理师资格考试未恢复, 二级消防工程师考试推迟, 暂停建筑工程专业一级建造师执业资格继续教育培训; (2) 成本费用增加: 网校智能学习平台升级及网络课件的开发上投入较大。教学模式方面, 主要核心产品升级为“面授+在线直播+智能网课”或“在线直播+智能网课”混合式教学模式。

(3) 2015 年 9 月, 公司参投金英杰 20% 股权, 切入医学、司法教育培训领域, 2015 年确认投资收益 57.75 万元。

2. 传统建筑装饰业务承压, 毛利率提升明显。2015 年, 传统建筑装饰业务营业收入 28.87 亿元, 同比减少 14.9%, 其中装饰收入 38.43 亿元, 涉及收入 4400.74 万元。毛利率提升明显, 达到 24.7%, 同比提升 4.68 个百分点。产品结构角度, 文化类项目占比继续上升, 酒店类、高端写字楼类项目继续保持较高的份额。专注于打造家装、家具、家饰垂直细分领域的电商平台“优装美家”经过半年的正式运营, 签订装修合同数近 2000 个, 金额近 2 亿元。

图表 1. 2015 年洪涛股份营业收入拆分

(人民币, 万元)	营业收入	营业收入 YoY(%)	毛利率(%)	毛利率同比增减(%)
装饰	284,318.20	(14.70)	24.87	4.59
设计	4,400.74	(26.01)	13.68	7.18
职业教育	11,915.09		67.15	

资料来源: 公司公告, 中银证券

3.投资建议: 2015 年收购的跨考教育处于业务转型期, 学尔森受到外部因素的影响, 均未达到业绩承诺; 传统建筑装饰业务承压。职业教育板块, 公司投资的中装新网、跨考教育、金英杰、学尔森、筑龙网尚待整合、转型并发挥协同效应, 看好公司未来通过外延式扩张打造“非学历+学历+考证+就业”职业教育全产业链的布局, 预计 2016-2017 年净利润分别为 3.72 亿元、4.02 亿元, 目前市值相对 2016-2017 年预测净利润分别为 29x、27x, 相对教育业务估值分别为 65x、46x, 若考虑潜在的外延扩张则估值更低, 建议投资者重点关注。

图表 2. 2015 年洪涛股份主要财务数据及同比增速

(人民币: 百万)	2014	2015	同比(%)
营业收入	3,392.64	3,006.34	(11.39)
营业成本	2,712.97	2,215.30	(18.34)
毛利润	679.67	791.04	16.39
营业税金及附加	114.92	99.33	(13.57)
管理费用	92.41	146.17	58.18
销售费用	76.87	104.22	35.57
经营利润	395.46	441.32	11.59
资产减值	30.56	40.47	32.44
财务费用	14.88	20.16	35.44
公允价值变动损益	0.00	0.00	
投资收益	0.00	26.21	
营业外收入	2.27	6.87	202.89
营业外支出	1.38	1.49	8.08
税前利润	350.91	412.27	17.49
所得税	56.81	69.67	22.63
少数股东损益	(1.35)	(14.90)	
归属于母公司的净利润	295.44	357.50	21.01
基本每股收益	0.32	0.36	12.50
毛利率 (%)	20.03	26.31	提高 6.28 个百分点
净利率 (%)	8.71	11.89	提高 3.18 个百分点
扣非后归属于母公司的净利润	294.56	331.43	12.52
销售费用率(%)	2.27	3.47	提高 1.20 个百分点
管理费用率(%)	2.72	4.86	提高 2.14 个百分点
财务费用率(%)	0.44	0.67	提高 0.23 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371