

## 中泰桥梁 (002659)

# 定增获批彰显政策动向，国际教育王者诞生在即

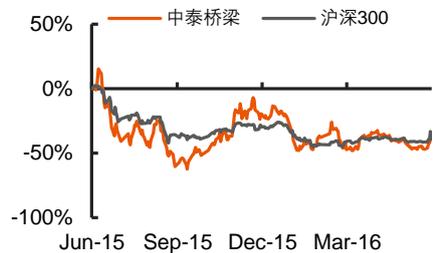
### 强烈推荐（维持）

现价：18.88 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)	58.72
流通 A 股市值(亿元)	58.72
每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	64.10

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《中泰桥梁\*002659\*华丽蜕变国资平台，联姻名校共建凯文》 2016-04-26
- 《中泰桥梁\*002659\*联姻百年名校，聚焦高端教育》 2016-01-21
- 《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

**金嘉欣** 投资咨询资格编号  
S1060516040002  
JINJIAXIN217@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

#### 事项：

6月3日公司收到中国证监会下发的《关于核准江苏中泰桥梁钢构股份有限公司非公开发行股票的批复》，核准公司非公开发行不超过18756.70万股新股，有效期6个月。

#### 平安观点：

- **定增批文成功取得，中泰桥梁迎接新生。**2015年5月13日公司发布非公开发行预案，拟向八大处控股、华轩基金、郑亚平3名特定投资者非公开发行股票18756.70万股。2016年2月2日公司非公开发行成功过会，2016年6月3日公司取得证监会颁发的非公开发行批文。非公开发行完成后，八大处控股持股比例达到30.10%，成为公司第一大股东，实际控制人为海淀区国资委，公司蜕变成国资上市平台。公司将充分利用海淀区教育资源，通过联姻清华附中等名校大力发展凯文国际学校，高端教育将成为公司主营业务，公司成为以国际学校为主业的高端教育上市公司。
- **教育风口渐近，资本盛宴开启。**2016年4月18日习主席主持中央深改组会议，审议通过了《民办学校分类登记实施细则》《营利性民办学校监督管理实施细则》。近期深圳市政府发布《关于鼓励社会力量兴办教育加快民办学校优质特色发展的意见》征求意见稿，经过5-10年的时间，形成政府保基本、市场供高端的公民办教育协调共生发展。现有民办学校按非营利性和营利性进行分类登记，3年内登记完毕，其中营利性民办学校占民办学校总体的30%。2016年6月召开的全国人大常委会将对《民办教育促进法》进行审议表决，教育风口渐近，资本盛宴开启。
- **联营名校夯实基业，模式制胜崛起在即。**凯文国际学校核心优势在于联姻名校的办学模式，这一模式下凯文国际学校可以快速复制名校办学理念、课程体系和输出通道，借助名校的影响力，吸引大批优质生源，为增强凯文国际学校影响力夯实基础。根据凯文国际学校发展规划，2016年8月海淀校区开学，2017年9月朝阳校区开学，预计两所学校学生容纳规模达到6000-7000人，成为北京具有影响力国际学校。凯文国际学校还可以充分

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	833	763	649	616	647
YoY(%)	25.1	-8.3	-15.0	-5.0	5.0
净利润(百万元)	13	3	4	28	103
YoY(%)	-120.6	-77.9	32.6	635.8	269.7
毛利率(%)	12.6	13.4	11.4	12.3	31.5
净利率(%)	1.6	0.4	0.6	4.5	16.0
ROE(%)	1.8	0.3	0.1	1.0	3.4
EPS(摊薄/元)	0.04	0.01	0.01	0.09	0.33
P/E(倍)	453.6	2,050.3	1,546.6	210.2	56.9
P/B(倍)	9.8	9.7	2.5	2.5	2.4

利用海淀优质教育资源，联姻名校开办新校，办学模式决定凯文崛起是大概率事件，未来北京国际学校有望形成鼎石国际学校、乐成国际学校和凯文国际学校“三足鼎立”。

- **投资建议：A 股枫叶，坚定看好。**公司背靠海淀区国资委，借助海淀优质教育资源，联姻名校共建凯文国际学校。联姻名校具有较强的竞争力和可复制性，凯文国际学校本身就站在“巨人”肩膀上，公司有望成为 A 股市场国际教育第一股和高端教育王者。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.01 元、0.09 元和 0.33 元，对应 2016 年 6 月 3 日收盘价 PE 分别为 1547 倍、210 倍和 57 倍，PB 为 2.49 倍、2.47 倍和 2.37 倍。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。
- **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、定增批文成功取得，中泰桥梁迎接新生</b> .....	<b>5</b>
1.1 定增变更控股股东，华丽转身国资背景 .....	5
1.2 定增批文成功取得，中泰桥梁迎接新生 .....	5
<b>二、教育风口渐近，资本盛宴开启</b> .....	<b>6</b>
2.1 民促法修法在即，营利性大势所趋 .....	6
2.2 地方教育改革加码，深圳模式或将推广 .....	7
2.3 教育转型成风，资本盛宴开启.....	8
<b>三、联营名校夯实基业，模式制胜崛起在即</b> .....	<b>9</b>
3.1 坐拥海淀教育资源，联姻名校夯实基业 .....	9
3.2 海淀校区即将开学，生源优良师资雄厚 .....	10
3.3 模式制胜凯文崛起，三足鼎立值得期待 .....	11
<b>四、投资建议：A股枫叶，坚定看好</b> .....	<b>11</b>
4.1 国际教育标的稀缺，港股枫叶牛气冲天 .....	11
4.2 A股国际教育王者，坚定看好强烈推荐 .....	13
4.3 风险提示 .....	14

## 图表目录

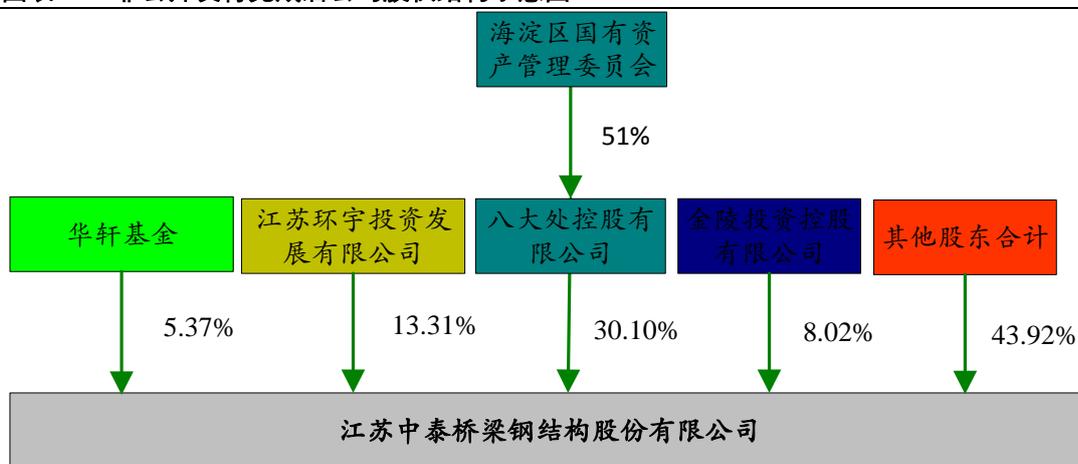
图表 1	非公开发行完成后公司股权结构示意图 .....	5
图表 2	公司非公开发行的重大事件 .....	6
图表 3	《民办教育促进法》修法主要历程 .....	7
图表 4	深圳民办教育营利性学校核心要点 .....	8
图表 5	A 股市场中转型教育的主要方向和代表性的企业 .....	8
图表 6	海淀区教育优势 .....	9
图表 7	海淀区主要中小学及排名 .....	9
图表 8	凯文国际学校办学模式——联姻名校合作办学 .....	10
图表 9	凯文国际学校的名校基因 .....	11
图表 10	海淀区主要中小学及排名 .....	11
图表 11	枫叶教育学校全国分布示意图 .....	12
图表 12	枫叶教育港股走势图 .....	13
图表 13	文凯兴教育盈利预测 .....	13
图表 14	以折现法预计 2016-2019 年业绩及其估值水平（单位：亿元） .....	14

## 一、定增批文成功取得，中泰桥梁迎接新生

### 1.1 定增变更控股股东，华丽转身国资背景

根据公司非公开发行预案，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。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”），华丽蜕变国资上市平台；环宇投资持股比例降至13.31%，为公司第二大股东，预计将成为公司财务投资者。预计定向增发完成后，公司成为海淀国资国际教育资产证券化的主要平台。

图表1 非公开发行完成后公司股权结构示意图

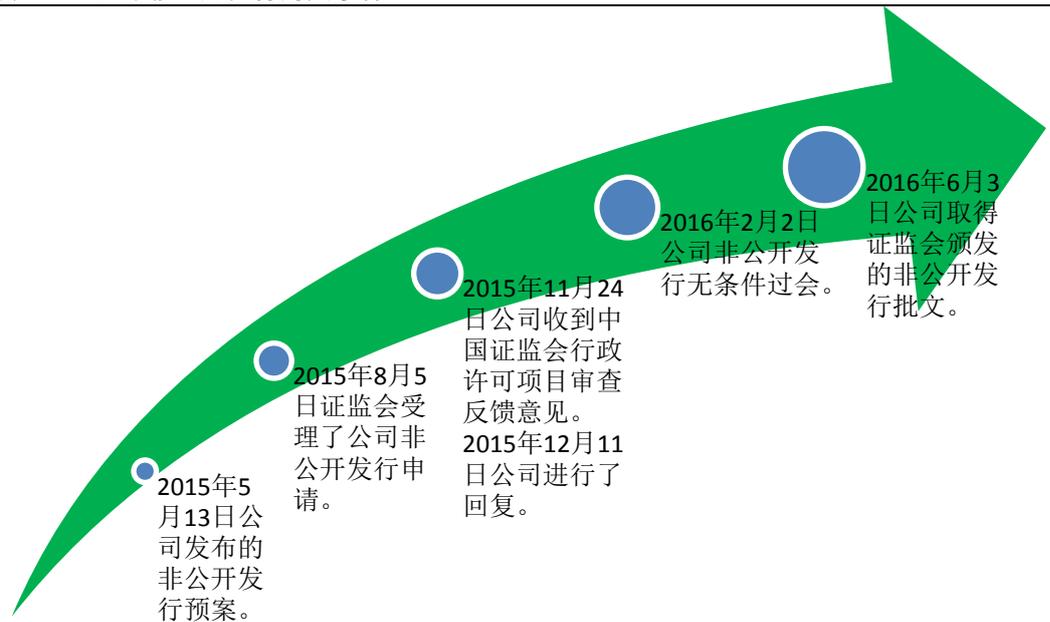


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 1.2 定增批文成功取得，中泰桥梁迎接新生

2015年5月13日公司发布的非公开发行预案，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，2016年2月2日公司非公开发行无条件过会，2016年6月3日公司取得证监会颁发的非公开发行批文，预计公司将尽快完成非公开发行，完成控股股东的变更。公司传统主业日薄西山，行业竞争加剧，毛利率和净利率呈现下降趋势，预计未来几年桥梁钢结构业务将处于收缩阶段。公司将充分利用海淀区教育资源，通过联姻清华附中等名校大力发展凯文国际学校，高端教育将成为公司主营业务，公司华丽蜕变成以国际学校为主业的高端教育上市公司。

图表2 公司非公开发行的重大事件



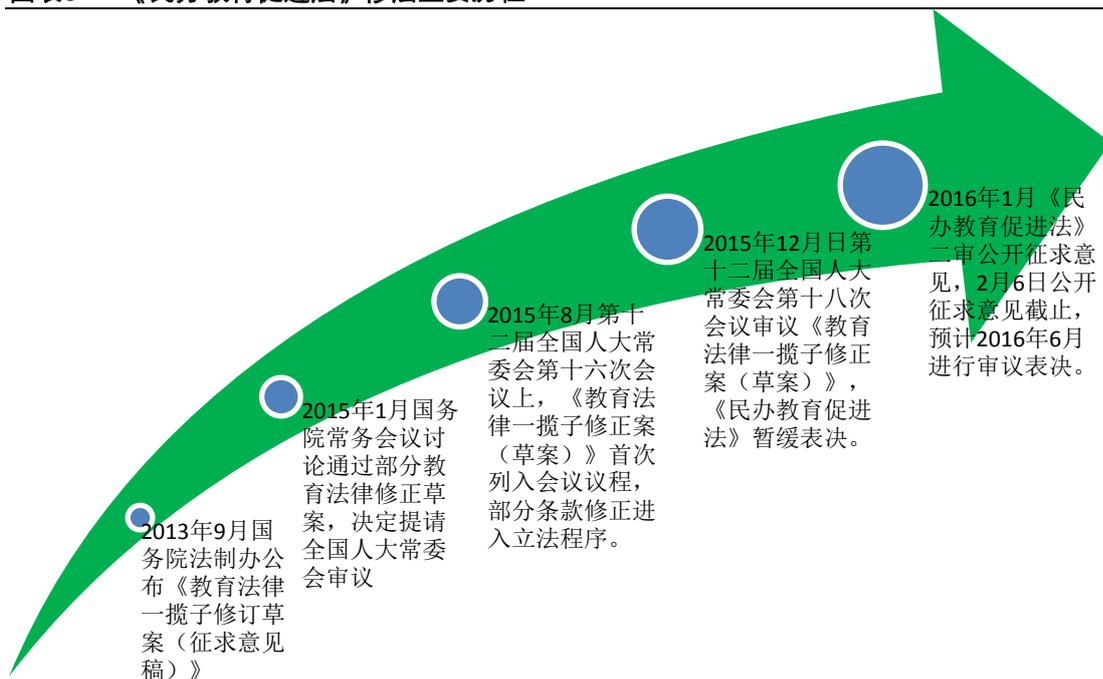
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、教育风口渐近，资本盛宴开启

### 2.1 民促法修法在即，营利性大势所趋

2013年9月5日国务院法制办公布《教育法律一揽子修订草案（征求意见稿）》，拟对《教育法》、《高等教育法》、《教师法》和《民办教育促进法》等4部法律相关条款进行修订。2015年1月7日李克强总理主持召开国务院常务会议讨论通过部分教育法律修正草案，涉及《教育法》、《高等教育法》和《民办教育促进法》等3部法律，决定提请全国人大常委会审议。2015年8月24日第十二届全国人大常委会第十六次会议上，《教育法律一揽子修正案（草案）》首次列入全国人大常委会会议议程，3部法律的部分条款修正进入立法程序。2015年12月21日至27日召开的第十二届全国人大常委会第十八次会议表决通过了《教育法》、《高等教育法》的部分条款修订，但对《民办教育促进法》部分条款修订暂缓表决。2016年4月18日习主席主持中央深改组会议，**审议通过了《民办学校分类登记实施细则》、《营利性民办学校监督管理实施细则》**，营利性学校大势所趋。2016年6月召开的全国人大常委会将对《民办教育促进法》进行审议表决，预计通过的概率较大。

图表3 《民办教育促进法》修法主要历程

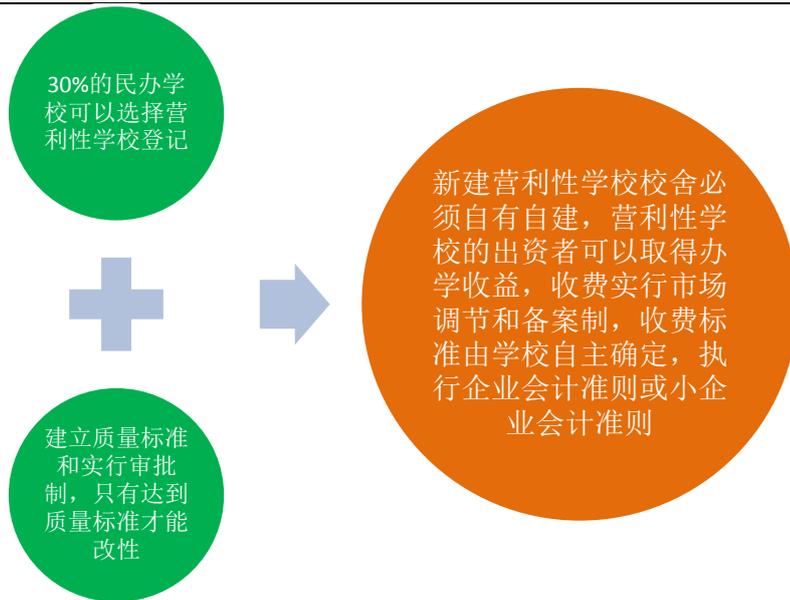


资料来源：发改委、平安证券研究所

## 2.2 地方教育改革加码，深圳模式或将推广

近日，深圳市政府发布《关于鼓励社会力量兴办教育加快民办学校优质特色发展的意见》（以下简称《意见》）征求意见稿，深圳教育的发展目标是：经过 5-10 年的时间，**形成政府保基本、市场供高端的公民办教育协调共生发展**。在《意见》发布之日起，现有民办学校按非营利性和营利性进行分类登记，**3 年内登记完毕，其中营利性民办学校占民办学校总体的 30%**，且应以高中教育为主。同时，《意见》还包括了关于民办学校学费收取、学费调整时间、老师培训、多种资本投资民办学校、降低民办学校办学成本、**鼓励通过并购方式实现集团化办学**等。《意见》鼓励民办中小学开设多语种课程、特色课程和小班化教学，支持公立学校到民办学校交流、挂职、保留公立学校老师的编制、待遇等。此外，《意见》将探索学校收费权质押贷款机制，**鼓励有条件的营利性民办学校通过资本市场融资**。深圳模式具有较多创新性和探索性，符合民办学校做大做强的发展规律，在全国上下探索教育体制改革的背景下，深圳模式具有借鉴意义，或将可复制可推广。

图表4 深圳民办教育营利性学校核心要点



资料来源：《意见》、平安证券研究所

### 2.3 教育转型成风，资本盛宴开启

A 股市场中，转型教育蔚然成风，资本盛宴开启。截至目前教育板块有近 60 家上市公司，其中绝大多数是通过转型涉足教育，转型方向主要包括幼教、国际学校、出国留学服务、职业教育、在线教育和个性化教育等，转型方式主要通过并购重组方式进行，也有部分公司采取自建形式进行。转型幼教的的公司主要有秀强股份、威创股份、合晶科技等上市公司，转型国际学校的主要有中泰桥梁、银润投资等上市公司，转型出国留学服务的主要有保龄宝、电光科技等上市公司，转型职业教育的主要有中国高科、洪涛股份和世纪鼎立，转型在线教育的主要有立思辰、全通教育和安硕信息，转型个性化教育或培优教育的主要有新南洋、银润投资和勤上广电。从细分板块家数来看，转型在线教育的占比高，共有 22 家上市公司涉足教育信息化或在线教育，占比 40%。

图表5 A 股市场中转型教育的主要方向和代表性的企业

幼儿教育	• 威创股份、和晶科技、秀强股份等
国际学校	• 中泰桥梁、银润投资、电光科技等
出国留学服务	• 保龄宝、电光科技等
职业教育	• 中国高科、洪涛股份、世纪鼎立等
在线教育、教育信息化	• 立思辰、全通教育、安硕信息等
个性化教育、培优教育	• 新南洋、银润投资、勤上光电等

资料来源：上市公司公告、平安证券研究所

### 三、 联营名校夯实基业，模式制胜崛起在即

#### 3.1 坐拥海淀教育资源，联姻名校夯实基业

全国教育看北京，北京教育看海淀，海淀区教育具有明显的竞争优势和鲜明特色。海淀区拥有全国领先的现代教育理念，驻有中央教科所、北师大等一批国内一流的教育科研机构；基础教育国内领先，拥有中关村一小、二小、三小、人大附中、北大附中、清华附中、一〇一中学等顶级中小学校；国内外少有的智力密集区，集聚了全国近三分之一的两院院士，驻有清华、北大等 70 余所高等院校和中科院等 200 多家科研院所；高科技企业集聚区，拥有 17000 多家高新科技企业。

图表6 海淀区教育优势



资料来源：公司公告、平安证券研究所

**海淀区基础教育全国领先，各类名校云集海淀。**北京小学前 10 名学校海淀区共计 4 家，分别为中关村一小（第 2 名）、人大附小（第 3 名）、中关村三小（第 4 名）和中关村二小（第 9 名）。北京初中前 10 名学校海淀区共计 2 家，分别为人大附中（第 2 名）和北大附中（第 5 名）。北京高中前 10 名学校海淀区共计 5 家，分别为人大附中（第 1 名）、十一学校（第 6 名）、一〇一学校（第 7 名）、清华附中（第 8 名）、北大附中（第 9 名）。

图表7 海淀区主要中小学及排名

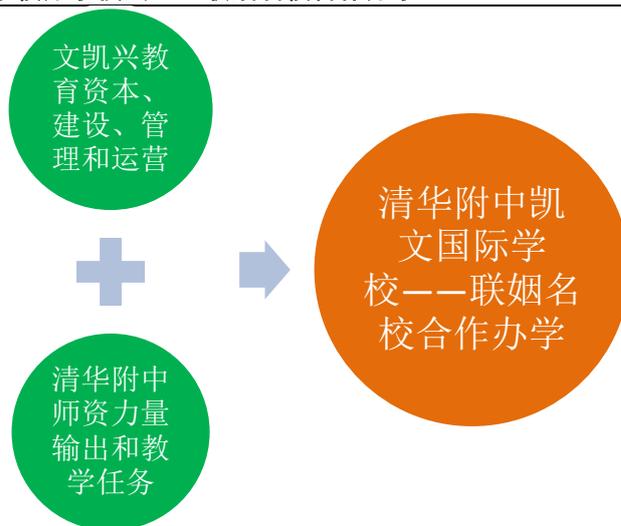
学校名称	学校类别	学校排名
中关村一小	小学	2
人大附小	小学	3
中关村三小	小学	4
中关村二小	小学	9
人大附中	初学	2
北大附中	初学	5
人大附中	高中	1
十一学校	高中	6
一〇一学校	高中	7
清华附中	高中	8
北大附中	高中	9

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

公司是海淀区国资委旗下教育资产整合运作平台和国际教育资产证券化的唯一出口，在公立学校国际班清理和规范的背景下，联姻公立名校开办国际学校成为可能，公司旗下的凯文国际学校（主要是海淀校区和

朝阳校区)就是采取联营名校的办学模式。凯文国际学校由文凯兴教育与清华附中共同举办,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。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8 凯文国际学校办学模式——联姻名校合作办学

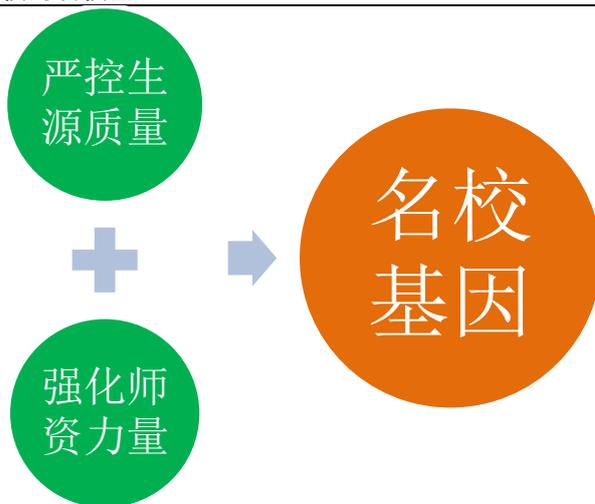


资料来源:公司公告、平安证券研究所

### 3.2 海淀校区即将开学,生源优良师资雄厚

凯文国际学校是一所由清华附中负责教育教学管理,秉承清华附中百年名校理念,借鉴清华附中国际教学经验,为1-12年级学生提供世界一流国际教育的 bilingual 私立学校,主要培养具有家国情怀、国际视野的领袖人才和全球公民。凯文国际学校海淀校区2015年底启动招生计划,通过国际教育展、家长见面会、名师讲座等多种方式进行全面宣传,经过层层考核和选拔,凯文国际学校将在2016年8月28日迎来第一批学子。为了严控生源质量和提升首届毕业生未来的升学率和名牌大学录取率,凯文国际学校首批学生优中选优,预计首批招生规模240人左右,约12个班级,报名招生比3:1。同时,清华附中也高度重视凯文国际学校的发展和办学质量的提高,清华附中派出执行校长周兆玉、中方学术校长王实和行政校长孙大鹏等3位校长成员,同时委派了3位学科带头人和部分骨干教师。在招聘的师资队伍中,无论是中方教师还是外方教师都是按照清华标准来招聘,由清华附中选聘、测评、考察等,并参加清华附中的培训,通过在清华附中听课、实习、师徒结对等方式快速成长。

图表9 凯文国际学校的名校基因



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.3 模式制胜凯文崛起，三足鼎立值得期待

凯文国际学校核心优势在于联姻名校的办学模式，这一模式下凯文国际学校可以快速复制名校办学理念、课程体系和输出通道，借助名校的影响力，吸引大批优质生源，为打响凯文国际学校影响力夯实基础。根据凯文国际学校发展规划，2016年8月海淀校区开学，2017年9月朝阳校区开学，预计两所学校学生容纳规模达到6000-7000人，成为北京具有影响力国际学校。凯文国际学校还可以充分利用海淀优质教育资源，联姻名校开办新校，办学模式决定凯文崛起是大概率事件，未来北京国际学校有望形成鼎石国际学校、乐成国际学校和凯文国际学校“三足鼎立”。鼎石国际学校创建于2014年8月，为K12双语民办学校，首批招生规模250人，校园最大容纳能力1600人，小学学费22万/年，初中和高中学费25万元/年。乐成国际学校创建于2005年8月，开设学前到高中的13个年级，主要开设IB课程，以招生外国学生为主，学生规模约723人，学校最大容纳能力1600人，小学学费21.67万元/年、初中学费23.23万元/年、高中学费24.66万元/年。凯文国际学校创建于2016年8月，为K12民办双语学校，预计首批招生规模240人，学校最大容纳能力1600人，小学学费18万元/年、初中学费22万/年、高中学费25万/年。

图表10 海淀区主要中小学及排名

学校名称	创建日期	课程体系	容纳能力 (人)	学费标准(万元)		
				小学	初中	高中
鼎石国际学校	2014年8月	中西合璧	1600	22	25	25
乐成国际学校	2005年8月	IB课程	1600	21.67	23.23	24.66
凯文国际学校	2016年8月	中西合璧	1600	18	22	25

资料来源：各学校官方网站，平安证券研究所

## 四、投资建议：A股枫叶，坚定看好

### 4.1 国际教育标的稀缺，港股枫叶牛气冲天

国际教育是中国经济发展到一定阶段必然兴起的高端教育形态，在华外籍人士增多、高净值客户增长和中国教育全球化背景下，国际学校必将快速增长。在资本市场中，国际教育标的稀缺，港股主

要有枫叶教育(1317)和成实外教育(1565),美股主要有海亮教育(HLG),A股主要有中泰桥梁。从学校课程体系、教育理念和学生出路来看,中泰桥梁与枫叶教育更具可比性。枫叶教育创立于1995年,是中加双语双学历的民办教育,截止2016年2月29日枫叶已经在大连、武汉、天津、重庆、上海、义乌、西安等11个省市开办13所幼儿园、11所小学、12所初中、8所高中和2所外籍子女学校,截止2016年3月31日在校生规模19353人,校舍使用率64.4%。2005-2015年枫叶教育共有17届毕业生10000多人,被28个国家和地区的566所大学录取,其中超过50%的毕业生进入全球名校100强大学,枫叶教育已经成为中国最具影响力的国际教育品牌。

图表11 枫叶教育学校全国分布示意图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

随着学校数量的增加和学生规模的壮大,枫叶教育业绩快速释放,2015年度枫叶教育实现经调整纯利1.86亿元人民币,同比增长28.5%;2016年中报枫叶教育实现经调整纯利1.17亿元人民币,同比增长69.7%。枫叶教育模式可复制性强,PPP模式在全国推广,且枫叶教育定位中产阶级,随着新校投入使用和老校校舍使用率提高,枫叶教育将保持快速增长,枫叶教育股价“牛气冲天”,已经从2015年7月6日的最低价1.7元港币上涨至2016年5月31日的最高价7.22元港币,最大涨幅325%,目前股价6.7元港币,涨幅仍达到294%,枫叶教育股价走势完全背离了港股市场。

图表12 枫叶教育港股走势图



资料来源：WIND、平安证券研究所

#### 4.2 A 股国际教育王者，坚定看好强烈推荐

公司是 A 股市场中第一家蜕变国际学校的上市公司，公司并未转型而是被海淀国资接管，未来将成为海淀国资国际教育证券化唯一平台。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。联名名校共建新校模式具有较强的竞争力和可复制性，凯文国际学校可能仅用 3 年时间走完枫叶教育 10 年创业路，凯文国际学校本身就站在“巨人”的肩膀上，公司有望成为 A 股市场国际教育第一股和王者，坚定看好公司未来资产整合空间和国际教育发展空间。短期内，凯文国际学校尚无法贡献利润，但 2018 年朝阳校区预计将贡献 1.18 亿元的净利润，2020 年预计将贡献净利润 2.89 亿元，成熟后净利润稳定在 3.66 亿元左右。同时，作为海淀国资国际教育资产证券化的唯一平台，公司资产整合预期强烈，海淀校区还在控股股东旗下，海淀校区预计成熟后净利润 1 亿元以上。

图表13 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
<b>净利润（万元）</b>	<b>(289)</b>	<b>11862</b>	<b>23400</b>	<b>28859</b>	<b>34449</b>	<b>36607</b>

资料来源：公司公告，平安证券研究所

不考虑资产整合因素，预计公司 2016-2018 年每股收益 0.01 元、0.09 元和 0.33 元，对应 2016 年 6 月 3 日收盘价 PE 分别为 1547 倍、210 倍和 57 倍，PB 为 2.49 倍、2.47 倍和 2.37 倍。静态看，

公司估值很高,但如果我们考虑到资产整合和未来学校永续净利润,公司估值具有吸引力。假设 2020 年海淀校区贡献净利润 1 亿元,朝阳校区贡献净利润 2.89 亿元,以 10%的折现率进行折现,折现至 2016 年 2 个校区净利润合计为 2.66 亿元,对应发行后市值 PE 约 35 倍。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。

**图表14 以折现法预计 2016-2019 年业绩及其估值水平 (单位: 亿元)**

	2020E	2019E	2018E	2017E	2016E
两个校区合计净利润 (以 2020 年业绩预测为基准,以 10%为折现率进行 16-19 年业绩折现)	3.89	3.54	3.21	2.92	2.66
当前市值 (发行后)	94.21	94.21	94.21	94.21	94.21
动态 PE	24.22	26.64	29.30	32.23	35.46

资料来源:公司公告,平安证券研究所

### 4.3 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	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1312	2309	2951	2189
现金	338	1497	2077	1564
应收账款	221	169	202	188
其他应收款	36	49	32	53
预付账款	25	18	23	20
存货	690	561	615	349
其他流动资产	2	16	2	16
<b>非流动资产</b>	1252	1162	1106	1084
长期投资	0	-0	-0	-0
固定资产	356	386	417	454
无形资产	52	52	53	54
其他非流动资产	845	724	636	576
<b>资产总计</b>	2565	3471	4057	3273
<b>流动负债</b>	1543	759	1382	541
短期借款	197	197	197	197
应付账款	278	240	247	153
其他流动负债	1068	322	938	192
<b>非流动负债</b>	158	95	43	10
长期借款	108	44	-8	-40
其他非流动负债	50	50	50	50
<b>负债合计</b>	1701	854	1425	551
少数股东权益	260	260	257	247
股本	311	499	499	499
资本公积	184	1747	1747	1747
留存收益	108	111	135	223
<b>归属母公司股东权益</b>	604	2357	2375	2475
<b>负债和股东权益</b>	2565	3471	4057	3273

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	174	-569	608	-475
净利润	3	4	26	93
折旧摊销	38	33	39	45
财务费用	41	14	-18	-20
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	85	-620	562	-592
其他经营现金流	8	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	24	57	17	-22
资本支出	1	-91	-55	-23
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	25	-33	-39	-45
<b>筹资活动现金流</b>	-110	1671	-45	-16
短期借款	-75	0	0	0
长期借款	-140	-63	-52	(33)
普通股增加	0	188	0	0
资本公积增加	0	1562	0	0
其他筹资现金流	105	-16	7	17
<b>现金净增加额</b>	88	1159	580	-513

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	763	649	616	647
营业成本	661	575	540	443
营业税金及附加	6	6	5	5
营业费用	2	2	2	2
管理费用	42	42	32	31
财务费用	41	14	-18	-20
资产减值损失	4	4	4	4
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>	7	5	50	181
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	5	5	2	2
<b>利润总额</b>	6	7	51	182
所得税	3	3	26	90
<b>净利润</b>	3	4	26	93
少数股东损益	-0	-0	-2	-10
<b>归属母公司净利润</b>	3	4	28	103
EBITDA	52	27	49	184
EPS(元)	0.01	0.01	0.09	0.33

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-8.3	-15.0	-5.0	5.0
营业利润(%)	-48.9	-19.2	823.1	260.2
归属于母公司净利润(%)	-77.9	32.6	635.8	269.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	13.4	11.4	12.3	31.5
净利率(%)	0.4	0.6	4.5	16.0
ROE(%)	0.3	0.1	1.0	3.4
ROIC(%)	0.7	-0.1	0.2	2.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	66.3	24.6	35.1	16.8
净负债比率(%)	-1.1	-47.1	-70.9	-50.9
流动比率	0.9	3.0	2.1	4.0
速动比率	0.4	2.3	1.7	3.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.01	0.09	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	-1.83	1.96	-1.53
每股净资产(最新摊薄)	1.94	7.58	7.64	7.96
<b>估值比率</b>				
P/E	2,050.3	1,546.6	210.2	56.9
P/B	9.7	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	185.9	316.6	160.7	45.3

## 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