

2016年07月19日

中泰桥梁 (002659.SZ)

增发完毕机制梳理将启动，产业整合可期

■利益机制梳理完善，后续产业整合可期。据公司公告，增发完成，第一大股东变为八大处控股，实际控制人变为海淀区国资委，预计近期启动董事会改选及公司更名事项。利益机制梳理完善有利于管理与资金规划重心转向教育，利好公司长期发展。公司作为海淀区国资教育板块唯一上市平台，有望整合海淀区教育资源，形成产业协同。此外，定增参与方华轩基金的实际控制方华软资本荣膺 2015 年中国十佳私募投资机构，有望为公司带来产业资源。

■在手资金充裕有望加速国际学校布局。公司旗下凯文学校借助清华附中国际部的教育体系提升影响力，海淀校区已启动招生工作，总规模 1600 人，预计首批约 600 名学生 9 月入学，计划三年招满；朝阳校区预计明年开始招生，总规模 4100 人，预计 2022 年招满。经测算，文凯兴 2018 年开始盈利 (1.19 亿元)，2022 年起稳定盈利约 3.66 亿元/年。公司 17.5 亿募集资金已到位，其中 12 亿元用于国际学校建设，除支持朝阳校区建设外，亦置换出原投入资金，有望加速国际学校布局，异地持续复制。

■教育资产上市仍有门槛，已上市公司具备先发优势。近期松发股份及保龄宝终止重组表明教育资产仍有上市门槛，已上市公司具备稀缺性及先发优势。由于目前营利性确权仍未落地，文凯兴通过 VIE 结构提取服务费回报，未来此模式推广大概率不存在政策障碍。

■民促法上会可期，静待政策红利落地。4 月中央深改组会议支持和规范民办教育发展，强调分类管理制度，表明高层对民办教育产业化的高度重视。民办教育促进法若三审通过，后续配套细则落地有望形成持续政策红利。

■投资建议：我们预计公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.02/0.04/0.28 元，维持 26 元目标价，买入-A 评级。

■风险提示：招生进度不达预期风险，并购整合风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	832.8	763.3	671.7	685.2	692.0
净利润	12.9	2.9	10.1	20.6	138.9
每股收益(元)	0.04	0.01	0.02	0.04	0.28
每股净资产(元)	1.93	1.94	4.64	4.68	4.95

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	461.5	2,086.1	951.6	464.4	69.0
市净率(倍)	9.9	9.9	4.1	4.1	3.9
净利润率	1.6%	0.4%	1.5%	3.0%	20.1%
净资产收益率	2.2%	0.5%	0.4%	0.9%	5.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	3.8%	2.7%	3.6%	1.7%	6.2%

公司快报

证券研究报告

建筑施工

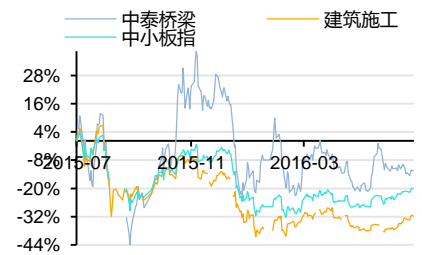
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**26 元**
股价 (2016-07-18) **19.21 元**

交易数据

总市值(百万元)	5,504.70
流通市值(百万元)	5,504.70
总股本(百万股)	311.00
流通股本(百万股)	311.00
12 个月价格区间	11.30/27.95 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.99	-9.97	14.81
绝对收益	-3.44	-6.84	-0.34

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001

xiatian@essence.com.cn

021-35082732

宋易潞

报告联系人

songyl@essence.com.cn

021-35082728

相关报告

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	832.8	763.3	671.7	685.2	692.0	成长性					
减:营业成本	727.9	660.8	587.8	596.1	449.8	营业收入增长率	25.1%	-8.3%	-12.0%	2.0%	1.0%
营业税费	7.2	6.3	5.8	6.0	5.9	营业利润增长率	-115.2%	-48.9%	68.7%	139.6%	592.1%
销售费用	4.0	2.1	2.4	2.5	2.3	净利润增长率	-120.6%	-77.9%	251.7%	104.9%	573.1%
管理费用	38.7	41.7	37.3	35.8	36.0	EBITDA 增长率	-377.9%	3.9%	62.7%	60.9%	83.3%
财务费用	34.9	41.3	15.1	9.8	1.2	EBIT 增长率	-191.3%	-0.2%	-44.9%	40.0%	412.2%
资产减值损失	6.8	4.4	12.0	7.7	8.0	NOPLAT 增长率	-189.7%	-38.8%	-5.4%	40.0%	412.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-14.1%	-29.6%	197.6%	40.7%	6.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	1.8%	35.6%	197.9%	0.8%	5.3%
营业利润	13.2	6.8	11.4	27.3	188.8	利润率					
加:营业外净收支	2.6	-1.0	0.8	0.8	0.2	毛利率	12.6%	13.4%	12.5%	13.0%	35.0%
利润总额	15.8	5.8	12.2	28.1	189.0	营业利润率	1.6%	0.9%	1.7%	4.0%	27.3%
减:所得税	4.5	3.2	3.1	7.0	47.3	净利润率	1.6%	0.4%	1.5%	3.0%	20.1%
净利润	12.9	2.9	10.1	20.6	138.9	EBITDA/营业收入	9.8%	11.2%	20.6%	32.6%	59.1%
						EBIT/营业收入	5.8%	6.3%	3.9%	5.4%	27.5%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	145	169	361	666	833
货币资金	211.2	337.6	1,162.9	216.1	148.9	流动资产周转天数	183	1	-82	57	110
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	529	617	894	836	525
应收账款	301.7	257.2	234.6	272.2	189.2	应收帐款周转天数	136	132	132	133	120
应收票据	16.6	-	15.2	1.7	14.2	存货周转天数	288	339	343	323	297
预付帐款	25.8	25.5	20.1	25.9	8.9	总资产周转天数	782	1,066	1,749	1,983	1,814
存货	747.4	690.4	588.6	640.5	499.8	投资资本周转天数	362	311	581	1,027	1,227
其他流动资产	0.0	1.5	1.5	1.0	1.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.2%	0.5%	0.4%	0.9%	5.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	0.1%	0.2%	0.6%	4.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	3.8%	2.7%	3.6%	1.7%	6.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	361.3	355.7	991.9	1,545.0	1,657.4	销售费用率	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
在建工程	10.6	535.7	588.6	550.8	520.7	管理费用率	4.6%	5.5%	5.5%	5.2%	5.2%
无形资产	53.4	52.1	50.8	49.5	48.2	财务费用率	4.2%	5.4%	2.2%	1.4%	0.2%
其他非流动资产	229.9	308.9	308.6	281.9	299.5	三费/营业收入	9.3%	11.2%	8.1%	7.0%	5.7%
资产总额	1,957.9	2,564.6	3,962.9	3,584.7	3,388.1	偿债能力					
短期债务	272.0	197.0	-	-	-	资产负债率	67.5%	66.3%	35.1%	27.7%	19.4%
应付帐款	338.1	817.2	500.6	345.2	321.0	负债权益比	207.5%	197.0%	54.1%	38.3%	24.1%
应付票据	377.2	468.9	283.7	392.9	106.9	流动比率	1.22	0.85	2.41	1.44	1.76
其他流动负债	84.8	59.9	56.9	65.8	61.5	速动比率	0.52	0.40	1.71	0.64	0.74
长期借款	-	-	391.6	-	-	利息保障倍数	1.38	1.16	1.75	3.78	161.68
其他非流动负债	249.1	158.1	158.1	188.4	168.2	分红指标					
负债总额	1,321.2	1,701.0	1,390.8	992.4	657.6	DPS(元)	0.00	-	0.00	0.00	0.01
少数股东权益	34.9	259.9	259.0	259.4	262.2	分红比率	9.6%	0.0%	3.2%	4.3%	2.5%
股本	311.0	311.0	499.0	499.0	499.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	290.7	292.4	1,814.1	1,833.9	1,969.3						
股东权益	636.6	863.5	2,572.1	2,592.3	2,730.6						

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
净利润	11.2	2.5	10.1	20.6	138.9	EPS(元)	0.04	0.01	0.02	0.04	0.28
加:折旧和摊销	34.2	37.6	112.2	186.0	219.0	BVPS(元)	1.93	1.94	4.64	4.68	4.95
资产减值准备	6.8	4.4	-	-	-	PE(X)	461.5	2,086.1	951.6	464.4	69.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.9	9.9	4.1	4.1	3.9
财务费用	31.2	26.3	15.1	9.8	1.2	P/FCF	41.5	-315.3	-11.0	-9.9	-195.5
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	7.2	7.8	14.3	14.0	13.9
少数股东损益	-1.7	-0.3	-0.9	0.4	2.8	EV/EBITDA	40.0	84.5	64.1	42.8	23.4
营运资金的变动	-100.9	65.5	-390.0	-119.9	-85.5	CAGR(%)	23.3%	283.2%	-152.8%	23.3%	283.2%
经营活动产生现金流量	92.6	174.4	-253.6	97.0	276.4	PEG	19.8	7.4	-6.2	20.0	0.2
投资活动产生现金流量	-31.6	24.0	-800.0	-700.0	-300.0	ROIC/WACC	0.4	0.3	0.4	0.2	0.6
融资活动产生现金流量	-97.8	-110.3	1,878.9	-343.8	-43.7	REP	11.2	49.0	15.2	24.6	6.3

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
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034