

转债发行完毕，教育跨越式发展可期

■可转债发行完毕，教育跨越式发展可期。公司公告12亿元可转债发行完毕，据发行结果推算实际控制人认购比例不低于20%，表明对公司未来发展的信心。充裕在手资金有利于公司在职业教育及相关教育领域持续外延；借助跨考等覆盖的广泛学生群体作为流量入口，未来线上线下布局可期。初始转股价格10.28元，赎回条款存在向上30%的锚效应。公司为促进转股，做大市值的诉求增强。

■国家对教育重视度日益提升，职业教育大有可为。按照教育部《现代职业教育体系建设规划》要求计算，2020年职业教育市场规模或将达1.24万亿。深改组会议4月通过民办学校分类登记及管理，后续民办教育促进法三审有望再掀社会办学热潮。据搜狐教育年度消费调查，我国职业教育群体消费能力强，年投入5000元以上占比45%，培训需求强烈，而供给存在结构性短缺，语言、IT类培训占大多数，建筑、法律等缺口较大。民营资本兴办职业教育面临政策红利与旺盛需求。

■转型教育坚决，定位职业教育整合者。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，后续将通过底层设施全面整合各方渠道和平台资源，提升协同效应，去年教育板块贡献4%利润，未来公司教育业务有望贡献利润达到或超过装饰业务水平。一季报披露今年一季度教育业务大幅增长，跨考网收入与利润分别为3121/685万元，同比增长36%/98884%。学尔森收入与利润分别为3296/523万元，同比增长19%/1128%。

■公装小体量定位高端，增长势头强劲。公司2015年装饰业绩增长近20%，显著优于同业龙头公司，主要因公装规模体量小，订单相对充足，且定位高端市场，能保持较高利润率，未来趋势料将延续。

■投资建议：我们预计公司2016/2017/2018年装饰业务利润分别为3.8/4.1/4.5亿元，参考可比公司估值，给予2016年20倍PE，目标市值76亿元，教育业务利润分别为2/3.8/5亿元，给予2017年35倍PE，目标市值133亿元，公司总市值209亿元，对应目标价17.4元，维持买入-A评级。

■风险提示：宏观经济下行风险，并购整合风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,392.6	3,006.3	3,517.4	4,080.2	4,651.4
净利润	295.4	357.5	579.4	788.0	948.8
每股收益(元)	0.25	0.30	0.48	0.66	0.79
每股净资产(元)	2.42	2.71	3.14	3.72	4.42

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
-------	------	------	-------	-------	-------

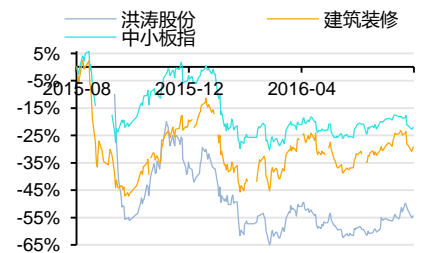
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**17.4元**
股价(2016-08-04) **9.62元**

交易数据

总市值(百万元)	11,297.40
流通市值(百万元)	8,587.47
总股本(百万股)	1,201.85
流通股本(百万股)	913.56
12个月价格区间	7.95/24.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.17	3.72	-39.71
绝对收益	1.73	2.19	-54.51

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

洪涛股份：被显著低估的职业教育龙头，转债发行将助教育业务突飞猛进	2016-06-29
洪涛股份：年报业绩超预期，教育业务将迎大年	2016-05-03
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

市盈率(倍)	38.2	31.6	19.5	14.3	11.9
市净率(倍)	3.9	3.5	3.0	2.5	2.1
净利润率	8.7%	11.9%	16.5%	19.3%	20.4%
净资产收益率	10.2%	11.0%	15.4%	17.6%	17.9%
股息收益率	0.4%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%
ROIC	21.6%	13.8%	17.9%	22.3%	23.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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	3,517.4	4,080.2	4,651.4	成长性					
减:营业成本	2,713.0	2,215.3	2,427.0	2,692.9	3,023.4	营业收入增长率	-4.3%	-11.4%	17.0%	16.0%	14.0%
营业税费	114.9	99.3	116.1	134.6	153.5	营业利润增长率	3.3%	16.2%	63.7%	35.5%	19.9%
销售费用	76.9	104.2	123.1	138.7	158.1	净利润增长率	5.7%	21.0%	62.1%	36.0%	20.4%
管理费用	92.4	146.2	158.3	183.6	204.7	EBITDA 增长率	8.9%	18.2%	62.2%	33.4%	19.6%
财务费用	14.9	20.2	40.0	48.0	60.0	EBIT 增长率	7.8%	17.0%	65.3%	34.6%	20.1%
资产减值损失	30.6	40.5	25.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	10.1%	16.0%	69.1%	34.6%	20.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	81.2%	30.7%	8.0%	15.2%	10.7%
投资和汇兑收益	-	26.2	38.0	40.0	50.0	净资产增长率	58.8%	11.8%	15.7%	18.1%	18.4%
营业利润	350.0	406.9	665.9	902.3	1,081.7	利润率					
加:营业外净收支	0.9	5.4	5.0	5.4	5.3	毛利率	20.0%	26.3%	31.0%	34.0%	35.0%
利润总额	350.9	412.3	670.9	907.7	1,087.0	营业利润率	10.3%	13.5%	18.9%	22.1%	23.3%
减:所得税	56.8	69.7	100.6	136.1	163.0	净利润率	8.7%	11.9%	16.5%	19.3%	20.4%
净利润	295.4	357.5	579.4	788.0	948.8	EBITDA/营业收入	11.3%	15.0%	20.8%	23.9%	25.1%
						EBIT/营业收入	10.8%	14.2%	20.1%	23.3%	24.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	26	30	25	19	15
						流动资产周转天数	169	264	248	251	261
						流动负债周转天数	429	614	521	515	533
						应收账款周转天数	313	434	388	388	388
						存货周转天数	3	2	2	2	2
						总资产周转天数	482	727	652	625	628
						投资资本周转天数	211	355	357	344	340
						投资回报率					
						ROE	10.2%	11.0%	15.4%	17.6%	17.9%
						ROA	5.4%	5.1%	9.5%	9.5%	11.5%
						ROIC	21.6%	13.8%	17.9%	22.3%	23.2%
						费用率					
						销售费用率	2.3%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
						管理费用率	2.7%	4.9%	4.5%	4.5%	4.4%
						财务费用率	0.4%	0.7%	1.1%	1.2%	1.3%
						三费/营业收入	5.4%	9.0%	9.1%	9.1%	9.1%
						偿债能力					
						资产负债率	46.2%	51.7%	37.3%	45.5%	34.7%
						负债权益比	85.9%	107.0%	59.4%	83.5%	53.2%
						流动比率	1.93	1.58	2.14	1.87	2.47
						速动比率	1.92	1.57	2.12	1.87	2.46
						利息保障倍数	24.52	21.18	17.65	19.80	19.03
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	0.03	0.06	0.08	0.09
						分红比率	13.6%	10.6%	12.3%	12.2%	11.7%
						股息收益率	0.4%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%

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	579.4	788.0	948.8	EPS(元)	0.25	0.30	0.48	0.66	0.79
加:折旧和摊销	17.5	26.8	26.5	26.5	26.5	BVPS(元)	2.42	2.71	3.14	3.72	4.42
资产减值准备	30.6	40.5	-	-	-	PE(X)	38.2	31.6	19.5	14.3	11.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.5	3.0	2.5	2.1
财务费用	17.7	0.1	40.0	48.0	60.0	P/FCF	-13.2	33.5	-77.0	26.5	22.5
投资损失	-	-26.2	-38.0	-40.0	-50.0	P/S	3.3	3.8	3.2	2.8	2.4
少数股东损益	-1.3	-14.9	-9.1	-16.5	-24.9	EV/EBITDA	21.9	34.9	15.2	11.3	9.1
营运资金的变动	-1,110.3	-165.4	-291.6	-586.3	-462.8	CAGR(%)	37.9%	39.2%	26.8%	37.9%	39.2%
经营活动产生现金流量	223.1	-203.0	307.2	219.7	497.6	PEG	1.0	0.8	0.7	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-1,269.6	-217.8	61.1	36.2	44.9	ROIC/WACC	2.0	1.3	1.7	2.1	2.2
融资活动产生现金流量	891.3	597.3	-556.9	48.3	-165.3	REP	1.6	3.6	1.8	1.2	1.0

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