

中泰桥梁 (002659)

同比减亏 313 万元，国际学校驱动未来业绩增长

行业名称	建筑装饰
投资建议	买入
当前价格:	18.26 元
目标价格:	21.91 元

投资要点:

➤ 营收减少 21.82%，归母净利增长 34.86%

公司发布半年报，16H1 实现营收 1.84 亿元，同比减少 21.82%；归母净利 -585.92 万元，同比增长 34.86%；扣非后归母净利 -584.97 万元，同比增长 19.30%，EPS 为 -0.02 元。公司主营业务将由传统的桥梁钢结构业务过渡到桥梁钢结构与教育双主业并重的业务格局，届时教育业务将给公司带来新的利润增长点。

➤ 原主业营收承压

分行业来看，钢结构工程营业收入 1.84 亿元（占比 100%），同比减少 21.82%。分地区来看，国内营业收入 1.55 亿元（占比 84.24%），同比减少 33.65%；国外营业收入 2904.88 万元（占比 15.76%），同比增长 1407.95%。

➤ 毛利率小幅下降，期间费用率有所上涨

16H1 公司综合毛利率为 9.45%，同比减少 0.70 个百分点。其中，钢结构工程毛利率 9.45%，同比较少 0.70 个百分点。报告期内，期间费用率 19.89%，同比增长 3.84 个百分点。其中，销售费用率 0.74%，同比增加 0.08 个百分点；管理费用率 12.14%，同比增加 3.27 个百分点；财务费用率 7.01%，同比增长 0.49 个百分点。受毛利率较少及期间费用率上升影响，报告期内公司销售净利率同比减少 0.08 个百分点。

➤ 国际学校建设顺利推进，有效增厚未来业绩

国际学校建设顺利推进，有效增厚未来业绩，目前国际学校装修建设进展顺利。据测算，国际学校将在 2020 年实现 3300 人招生规模，文凯兴在 17-20 年将分别按 30%、70%、80% 和 90% 的比例计收租金和管理服务费，预计 18 年开始盈利，净利 1.18 亿，19 年净利 2.34 亿，20 年净利 2.89 亿，21 年之后净利稳定在 3.5 亿左右。公司国际学校项目盈利前景广阔，盈利模式清晰，将有效增厚公司业绩。大股东资源优势显著，关注教育资产联动整合。定增完成后，公司实际控制人将正式变更为海淀区国资委，其通过八大处持有公司 30.10% 股份，为第一大股东，公司成为海淀区国资委旗下唯一教育上市平台。

➤ 给予“买入”评级

公司开拓高端教育产业以实现跨越式发展，寻求新的盈利增长点。本次定增完成后，八大处控股将成为公司第一大股东，海淀区国资委为实际控制。作为海淀区国资委旗下教育产业唯一上市平台，公司未来存在与海淀区优质教育资产深度合作或获得注入的预期。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.02 元、0.06 元、0.26 元，对应当前股价 PE 分别为 908 倍、327 倍、73 倍，给予“买入”评级。

➤ 风险提示：教育转型进度未达预期，建筑装饰行业竞争加剧

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	832.79	763.35	774.57	931.67	1,182.72
增长率（%）	25.14%	-8.34%	1.47%	20.28%	26.95%
EBITDA（百万元）	82.01	85.24	78.91	144.54	286.04
净利润（百万元）	12.95	2.86	10.55	29.20	130.09
增长率（%）	-120.61%	-77.88%	268.30%	176.86%	345.47%
EPS（元/股）	0.03	0.01	0.02	0.06	0.26
市盈率（P/E）	739.81	3,344.30	908.09	327.99	73.63
市净率（P/B）	15.92	15.87	11.96	11.55	10.02
EV/EBITDA	39.96	84.52	130.27	67.23	35.30

数据来源：公司公告，天风证券研究所

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	499/311
流通 A 股市值（百万元）	5,679
每股净资产（元）	1.93
资产负债率（%）	64.07
一年内最高/最低（元）	28.47/11.00

一年内股价相对走势



刘章明 分析师

执业证书编号：s1110516060001

电话：

邮箱：liuzm@sh.tfzq.com

孙海洋 联系人

电话：

邮箱：sunhy@sh.tfzq.com

相关报告

1、《中泰桥梁 (002659) \建筑装饰行业》

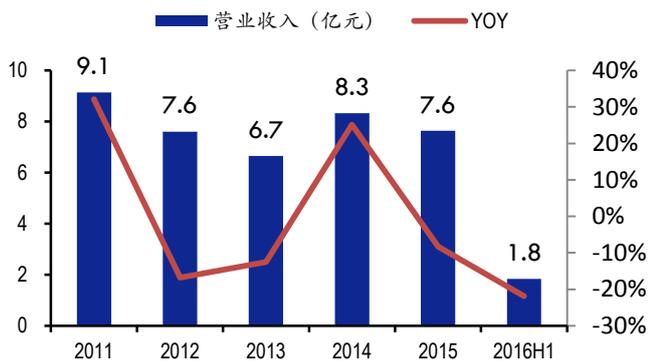
2016.07.19



报告信息

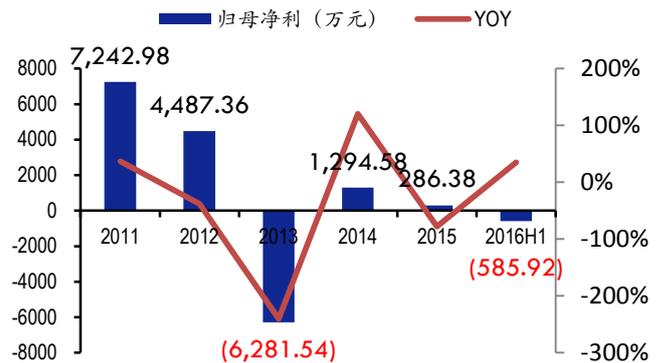
营收减少 21.82%，归母净利增长 34.86%。公司发布半年报，16H1 实现营收 1.84 亿元，同比减少 21.82%；归母净利-585.92 万元，同比增长 34.86%；扣非后归母净利-584.97 万元，同比增长 19.30%，EPS 为-0.02 元。基础设施建设投资放缓，桥梁钢结构工程较往年偏少，且行业竞争加剧，导致公司订单有所减少，产能未得到充分释放，固定成本较高，利润率处于较低水平。公司主营业务将由传统的桥梁钢结构业务过渡到桥梁钢结构与教育双主业并重的业务格局，届时教育业务将给公司带来新的利润增长点。

图表 1: 2011-2016H1 公司营收及增长率



来源：公司公告，天风证券研究所

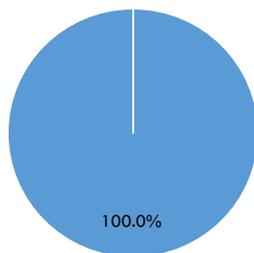
图表 2: 2011-2016H1 公司归母净利及增长率



来源：公司公告，天风证券研究所

原主业营收承压。报告期内公司实现营收 1.84 亿元，同比减少 21.82%，主要系基础设施建设投资放缓，桥梁钢结构工程较往年偏少，且行业竞争加剧。**分行业来看**，钢结构工程营业收入 1.84 亿元（占比 100%），同比减少 21.82%。**分地区来看**，国内营业收入 1.55 亿元（占比 84.24%），同比减少 33.65%；国外营业收入 2904.88 万元（占比 15.76%），同比增长 1407.95%。

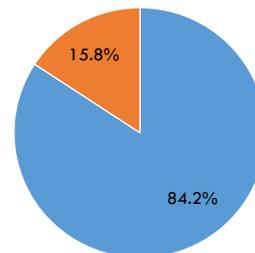
图表 3: 公司业务构成情况-分行业



■ 桥梁钢结构

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 4: 公司业务构成情况-分地区

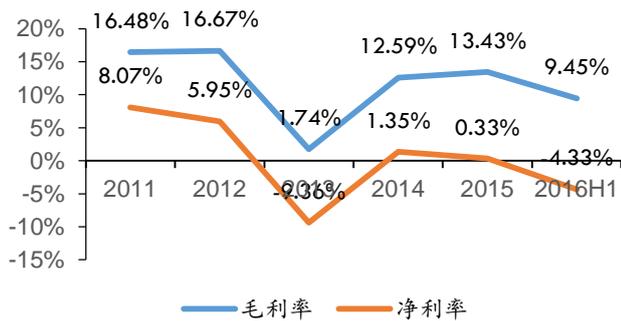


■ 国内 ■ 国外

来源：公司公告，天风证券研究所

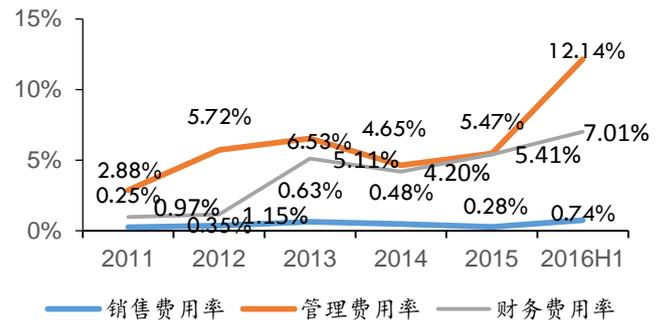
毛利率小幅下降，期间费用率有所上涨。16H1 公司综合毛利率为 9.45%，同比减少 0.70 个百分点，主要系公司产能未得到充分释放。其中，钢结构工程毛利率 9.45%，同比较少 0.70 个百分点。报告期内，期间费用率 19.89%，同比增长 3.84 个百分点。其中，销售费用率 0.74%，同比增加 0.08 个百分点；管理费用率 12.14%，同比增加 3.27 个百分点，主要系管理人员薪酬开支增加；财务费用率 7.01%，同比增长 0.49 个百分点。受毛利率较少及期间费用率上升影响，报告期内公司销售净利率同比减少 0.08 个百分点。

图表 5: 2011-2016H1 公司毛利率与净利率



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 6: 2011-2016H1 公司期间费用率



来源：公司公告，天风证券研究所

国际学校建设顺利推进，有效增厚未来业绩，目前国际学校装修建设进展顺利，与清华附中国际部进行合作，并获市区两级教委支持，凯文学校海淀校区将于今年九月正式招生，朝阳校区或将于明年启动招生。据测算，国际学校将在 2020 年实现 3300 人招生规模，文凯兴（公司全资子公司文华学信持股 56.25%，控股股东八大处控股持有其余 43.75%股份）在 17-20 年将分别按 30%、70%、80%和 90%的比例计收租金和管理服务费，预计 18 年开始盈利，净利 1.18 亿，19 年净利 2.34 亿，20 年净利 2.89 亿，21 年之后净利稳定在 3.5 亿左右。公司国际学校项目盈利前景广阔，盈利模式清晰，将有效增厚公司业绩。**大股东资源优势显著，关注教育资产联动整合**。定增完成后，公司实际控制人将正式变更为海淀区国资委，其通过八大处持有公司 30.10%股份，为第一大股东，公司成为海淀区国资委旗下唯一教育上市平台。公司将充分利用控股股东在教育领域的资源优势，整合国内外优质教育资源，通过投资建设学校设施，并开办实体国际化学校，打造优质国际教育平台，通过平台及资金支持，整合国内外优质教育资源，包括师资，课程，教学模式，各类体育教育，艺术教育机构，形成自有教育品牌及知识产权。**未来公司将从重资产投资建校，发展到输出品牌及知识产权的轻资产扩张模式，逐步扩大在校学生规模，实现社会效益及经济收益的共同增长。**

图表 7: 凯文学校计划招生规模为 4,100 人, 预计于 2016 年底开始招生工作

学年	小学 (1-5 年级)	初中 (6-8 年级)	高中 (9-12 年级)	总计
2017-2018	440	440	900	1,780
2018-2019	660	740	1,400	2,800
2019-2020	780	840	1,680	3,300
2020-2021	800	900	1,980	3,680
2021-2022	800	900	2,180	3,880
2022-2023	800	900	2,280	3,980
2023-2024	800	900	2,400	4,100

来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 8: 募投项目投入使用后, 文凯兴的预计效益情况如下

单位: 万元

项目	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
营业收入	9,600.00	32,000.00	48,000.00	54,400.00	60,800.00	64,000.00	64,000.00	64,000.00
营业成本	4,113.37	8,226.73	8,226.73	8,226.73	8,226.73	8,226.73	8,226.73	8,226.73
营业税金及附加	537.60	1,792.00	2,688.00	3,046.40	3,404.80	3,584.00	3,584.00	3,584.00
管理费用	932.00	1,940.00	2,660.00	2,948.00	3,236.00	3,380.00	3,380.00	3,380.00
财务费用 [注]	4,402.50	4,225.00	3,225.00	1,700.00	-	-	-	-
营业利润	-385.47	15,816.27	31,200.27	38,478.87	45,932.47	48,809.27	48,809.27	48,809.27
所得税	-96.37	3,954.07	7,800.07	9,619.72	11,483.12	12,202.32	12,202.32	12,202.32
净利润	-289.10	11,862.20	23,400.20	28,859.15	34,449.35	36,606.95	36,606.95	36,606.95

来源: 公司公告, 天风证券研究所

给予“买入”评级。公司开拓高端教育产业以实现跨越式发展, 寻求新的盈利增长点。本次定增完成后, 八大处控股将成为公司第一大股东, 海淀区国资委为实际控制。作为海淀区国资委旗下教育产业唯一上市平台, 公司未来存在与海淀区优质教育资产深度合作或获得注入的预期。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.02 元、0.06 元、0.26 元, 对应当前股价 PE 分别为 908 倍、327 倍、73 倍, 给予“买入”评级。

图表 7: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	211.19	337.61	61.97	88.31	94.62	营业收入	832.79	763.35	774.57	931.67	1,182.72
应收账款	301.72	257.18	382.79	283.81	562.42	营业成本	727.92	660.80	673.01	752.99	847.69
预付账款	25.75	25.48	55.43	13.33	68.35	营业税金及附加	7.24	6.26	5.77	18.63	29.57
存货	747.44	690.36	633.22	866.76	804.66	营业费用	3.97	2.10	2.10	1.80	2.00
其他	16.62	1.54	18.06	6.21	22.67	管理费用	38.70	41.73	38.00	47.32	57.40
流动资产合计	1,302.71	1,312.17	1,151.48	1,258.43	1,552.71	财务费用	34.94	41.30	35.00	69.02	77.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.80	4.40	8.06	6.42	6.29
固定资产	361.29	355.70	564.00	700.24	780.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	10.57	535.70	357.42	262.45	187.47	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	53.39	52.11	50.81	49.51	48.21	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	229.90	308.89	215.26	250.84	257.98	营业利润	13.21	6.75	12.63	35.48	162.52
非流动资产合计	655.15	1,252.39	1,187.48	1,263.03	1,273.90	营业外收入	3.69	3.65	3.21	3.52	3.46
资产总计	1,957.86	2,564.56	2,338.96	2,521.46	2,826.62	营业外支出	1.13	4.64	2.37	2.72	3.24
短期借款	272.00	197.00	382.05	0.00	370.33	利润总额	15.77	5.76	13.47	36.29	162.73
应付账款	338.15	817.18	322.32	571.84	555.62	所得税	4.53	3.24	3.87	10.42	46.73
其他	461.97	528.79	246.92	656.06	442.02	净利润	11.24	2.52	9.60	25.87	116.00
流动负债合计	1,072.11	1,542.96	951.28	1,227.90	1,367.96	少数股东损益	-1.70	-0.34	-0.95	-3.34	-14.08
长期借款	0.00	0.00	108.54	0.00	65.49	归属于母公司净利润	12.95	2.86	10.55	29.20	130.09
应付债券	248.17	107.73	201.14	185.68	164.85	每股收益(元)	0.03	0.01	0.02	0.06	0.26
其他	0.95	50.34	17.84	23.04	30.41						
非流动负债合计	249.12	158.07	327.52	208.72	260.74						
负债合计	1,321.23	1,701.03	1,278.80	1,436.62	1,628.70						
少数股东权益	34.92	259.89	258.99	255.71	241.94	主要财务比率					
股本	311.00	311.00	498.60	498.60	498.60		2014	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	184.44	184.44	184.44	184.44	184.44	成长能力					
留存收益	290.74	292.36	302.57	330.53	457.37	营业收入	25.14%	-8.34%	1.47%	20.28%	26.95%
其他	-184.48	-184.16	-184.44	-184.44	-184.44	营业利润	-115.23%	-48.90%	87.07%	180.98%	358.00%
股东权益合计	636.63	863.53	1,060.16	1,084.84	1,197.91	归属于母公司净利润	-120.61%	-77.88%	268.30%	176.86%	345.47%
负债和股东权益总计	1,957.86	2,564.56	2,338.96	2,521.46	2,826.62	获利能力					
						毛利率	12.59%	13.43%	13.11%	19.18%	28.33%
						净利率	1.55%	0.38%	1.36%	3.13%	11.00%
						ROE	2.15%	0.47%	1.32%	3.52%	13.61%
						ROIC	3.81%	2.71%	6.22%	4.96%	17.65%
						偿债能力					
						资产负债率	67.48%	66.33%	54.67%	56.98%	57.62%
						净负债率	41.98%	61.48%	97.64%	45.87%	93.99%
						流动比率	1.22	0.85	1.21	1.02	1.14
						速动比率	0.52	0.40	0.54	0.32	0.55
						营运能力					
						应收账款周转率	2.65	2.73	2.42	2.80	2.80
						存货周转率	1.25	1.06	1.17	1.24	1.42
						总资产周转率	0.46	0.34	0.32	0.38	0.44
						每股指标(元)					
						每股收益	0.03	0.01	0.02	0.06	0.26
						每股经营现金流	0.19	0.35	-1.52	1.35	-0.54
						每股净资产	1.21	1.21	1.61	1.66	1.92
						估值比率					
						市盈率	739.81	3,344.30	908.09	327.99	73.63
						市净率	15.92	15.87	11.96	11.55	10.02
						EV/EBITDA	39.96	84.52	130.27	67.23	35.30
						EV/EBIT	68.06	149.91	215.82	92.98	42.11

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)