

洪涛股份 (002325)

中报点评: 营收增长 6.47%, “建筑+教育” 两架马车并驾齐驱

行业名称	建筑装饰
投资建议	买入
当前价格:	9.5 元
目标价格:	11.40 元

投资要点:

➤ 营收增长6.47%，归母净利减少17.84%

公司发布半年报，16H1实现营收16.91亿元，同比增长6.47%；归母净利1.25亿元，同比减少17.84%；扣非后归母净利1.23亿元，同比减少16.92%，EPS为0.10元。在国内宏观经济下行压力下，公司依靠在传统主业上的丰富经验和优势，使公司建筑装饰业保持稳健发展。

➤ 职业教育营收增长1764.31%，建筑装饰业营收小幅下降

分行业来看，建筑装饰业营业收入15.64亿元（占比92.49%），同比减少1.14%；职业教育营业收入1.28亿元（占比7.51%），同比增长1764.31%，分地区来看，东北营业收入5950.71万元（占比3.52%），同比减少59.41%；华北营业收入3.50亿元（占比20.70%），同比增长56.20%；华东营业收入5.48亿元（占比32.41%），同比减少3.24%；华南营业收入3.45亿元（占比20.40%），同比减少11.61%。

➤ 毛利率增长2.86%，期间费用率下降

16H1公司综合毛利率为23.95%，同比增长2.86个百分点。其中，建筑装饰业毛利率19.80%，同比减少1.08个百分点；职业教育毛利率74.71%，同比增长5.19个百分点。报告期内，期间费用率11.80%，同比增长6.77个百分点。其中，销售费用率5.16%，同比增长3.50个百分点；管理费用率5.59%，同比增长2.29个百分点；财务费用率1.05%，同比增长0.97个百分点。受毛利率增长及期间费用率增长影响，报告期内公司销售净利率同比减少2.27个百分点。

➤ 职业教育版图不断完善，“建筑+职业” 两架马车并驾齐驱

一方面，职业教育产业持续布局，扩大完善职业教育版图：①设立全资子公司深圳市前海洪涛教育科技有限公司，作为发展职业教育的重要平台；②对现有子公司业务发展进行明确定位；③加快资本对职业教育支持步伐。另一方面，传统建筑装饰业务稳健发展，公司在高端细分市场龙头地位进一步稳固，产品结构方面，文化类、综合性项目占比有所上升，在订单金额方面，报告期内超亿订单明显增多。

➤ 维持“买入”评级

人社部十三五规划出台极大利好公司职教业务发展，可转债获批助力公司实现外延扩张，打造互联网+职教新模式。预计公司16-18年EPS分别为0.28元、0.32元、0.36元，对应当前股价PE分别为34倍、30倍、27倍。

➤ 风险提示：教育行业竞争加剧

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,202/914
流通 A 股市值（百万元）	8,681
每股净资产（元）	3.34
资产负债率（%）	54.86
一年内最高/最低（元）	24.88/7.86

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

- 《洪涛股份 (002325) \建筑装饰行业》
2016.07.27
- 《洪涛股份 (002325) \建筑装饰行业》
2016.07.22

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,392.64	3,006.34	3,279.35	3,478.62	3,695.35
增长率（%）	-4.32%	-11.39%	9.08%	6.08%	6.23%
EBITDA（百万元）	382.23	451.63	437.46	489.65	538.61
净利润（百万元）	295.44	357.50	340.71	385.55	426.66
增长率（%）	5.70%	21.01%	-4.70%	13.16%	10.66%
EPS（元/股）	0.25	0.30	0.28	0.32	0.36
市盈率（P/E）	38.65	31.94	33.51	29.61	26.76
市净率（P/B）	3.93	3.51	3.01	2.77	2.53
EV/EBITDA	21.85	34.89	22.78	22.93	17.55

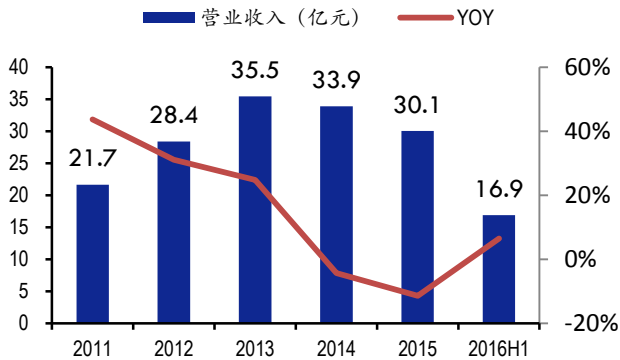
数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

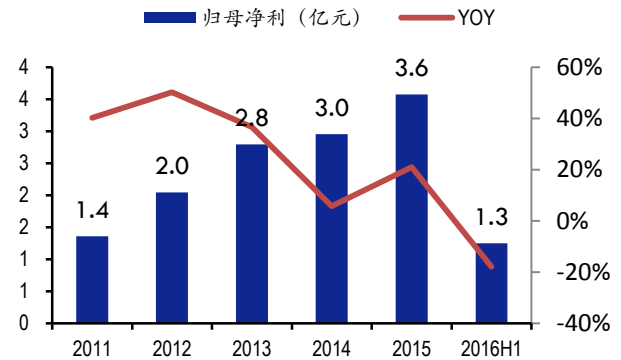
营收增长 6.47%，归母净利减少 17.84%。公司发布半年报，16H1 实现营收 16.91 亿元，同比增长 6.47%；归母净利 1.25 亿元，同比减少 17.84%；扣非后归母净利 1.23 亿元，同比减少 16.92%，EPS 为 0.10 元。报告期内，跨考教育实现收入 6196.23 万元，净利润 792.59 万元；学尔森收入 6319.77 万元，净利润-915.46 万元。公司考研及建造师考培等教育业务具有季节性，预计下半年课程需求提升，以及营销系统的上线将带来下半年营收业绩双增长。

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

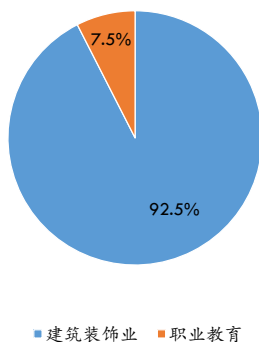
图表 2: 2011-2016H1 公司归母净利及增长率



来源: 公司公告, 天风证券研究所

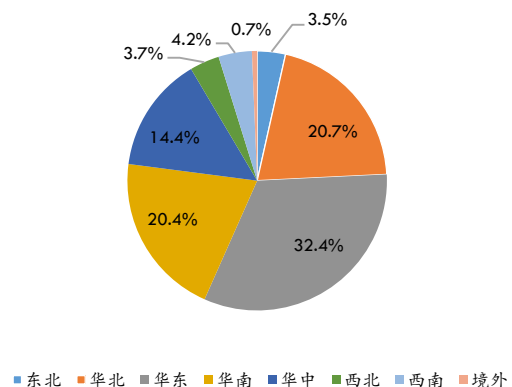
职业教育营收增长 1764.31%，建筑装饰业营收小幅下降。报告期内公司实现营收 16.91 亿元，同比增长 6.47%，公司以建筑装饰为根基，以职业教育发展为突破，两驾马车并驾齐驱。分行业来看，建筑装饰业营业收入 15.64 亿元（占比 92.49%），同比减少 1.14%，主要系建筑装饰行业增速放缓；职业教育营业收入 1.28 亿元（占比 7.51%），同比增长 1764.31%，主要系公司加速布局公司职业教育板块。分地区来看，东北营业收入 5950.71 万元（占比 3.52%），同比减少 59.41%；华北营业收入 3.50 亿元（占比 20.70%），同比增长 56.20%；华东营业收入 5.48 亿元（占比 32.41%），同比减少 3.24%；华南营业收入 3.45 亿元（占比 20.40%），同比减少 11.61%。

图表 3: 公司业务构成情况-分行业



来源: 公司公告, 天风证券研究所

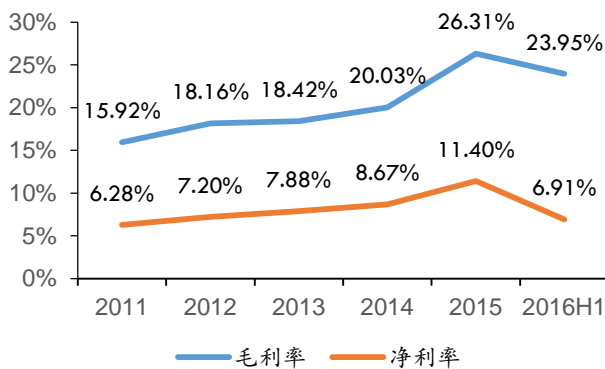
图表 4: 公司业务构成情况-分地区



来源: 公司公告, 天风证券研究所

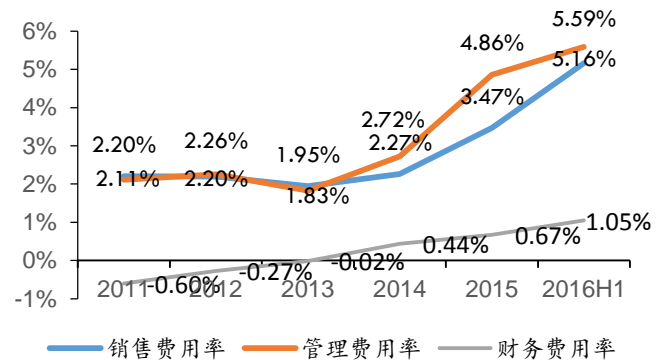
毛利率增长 2.86%，期间费用率下降。16H1 公司综合毛利率为 23.95%，同比增长 2.86 个百分点，主要系毛利率较高的职业教育业务销售收入增加。其中，建筑装饰业毛利率 19.80%，同比减少 1.08 个百分点；职业教育毛利率 74.71%，同比增长 5.19 个百分点。报告期内，期间费用率 11.80%，同比增长 6.77 个百分点。其中，销售费用率 5.16%，同比增长 3.50 个百分点，主要是新增子公司业务拓展费用较大；管理费用率 5.59%，同比增长 2.29 个百分点，主要系新增子公司人员工资等费用较大；财务费用率 1.05%，同比增长 0.97 个百分点，主要系报告期计提短期融资券利息及借款利率较大。受毛利率增长及期间费用率增长影响，报告期内公司销售净利率同比减少 2.27 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

职业教育版图不断完善，“建筑+职业”两驾马车并驾齐驱。公司以建筑装饰为根基，以职业教育发展为突破，两驾马车并驾齐驱。一方面，职业教育产业持续布局，扩大完善职业教育版图：①设立全资子公司深圳市前海洪涛教育科技有限公司，作为发展职业教育的重要平台；②对现有子公司业务发展进行明确定位：跨考教育（每年覆盖 30 万考研用户，服务约 1.5 万学员）作为考研领域领导者进一步推进战略纵深发展；学尔森（累计培训学员 40 万人次，全国拥有超过 50 家直营分校）短期来看可能在一定程度上会受到行业政策影响，但从中远期来看是做大做强的绝佳时机；中装新网（中国建筑装饰协会唯一官方网站，注册单位近 9000 家）成立独立公司大力发展中装教育。最后，与金英杰、筑龙网等公司保持了密切沟通，并在促进各子公司之间业务协同方面进行了大量尝试，并取得初步效果；③加快资本对职业教育支持步伐，目前前海教育大量储备优质项目，并 12 亿可转债募集资金到位后将加大投入力度。另一方面，传统建筑装饰业务稳健发展，公司在高端细分市场龙头地位进一步稳固，产品结构方面，文化类、综合性项目占比有所上升，在订单金额方面，报告期内超亿订单明显增多。

维持“买入”评级。人社部十三五规划出台极大利好公司职教业务发展，可转债获批助力公司实现外延扩张，打造互联网+职教新模式。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.28 元、0.32 元、0.36 元，对应当前股价 PE 分别为 34 倍、30 倍、27 倍。

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	200.01	470.02	1,252.14	278.29	1,746.95	营业收入	3,392.64	3,006.34	3,279.35	3,478.62	3,695.35
应收账款	3,241.71	4,003.47	1,794.64	4,871.94	2,209.99	营业成本	2,712.97	2,215.30	2,361.11	2,489.56	2,626.91
预付账款	212.90	210.36	199.72	230.30	240.33	营业税金及附加	114.92	99.33	118.06	125.23	133.03
存货	17.40	12.70	23.41	15.57	24.80	营业费用	76.87	104.22	163.97	173.93	184.77
其他	1,150.45	733.39	648.74	837.12	755.24	管理费用	92.41	146.17	183.64	194.80	206.94
流动资产合计	4,822.46	5,429.95	3,918.66	6,233.22	4,977.31	财务费用	14.88	20.16	15.00	15.00	15.00
长期股权投资	0.00	39.58	39.58	39.58	39.58	资产减值损失	30.56	40.47	44.90	38.64	41.34
固定资产	253.90	250.55	295.30	344.46	383.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	90.61	91.19	90.71	102.43	91.46	投资净收益	0.00	26.21	8.74	8.74	8.74
无形资产	66.27	192.83	187.50	182.16	176.83	其他	0.00	-52.42	-17.47	-17.47	-17.47
其他	179.58	732.19	727.93	737.69	728.09	营业利润	350.02	406.90	401.41	450.18	496.10
非流动资产合计	590.36	1,306.33	1,341.02	1,406.32	1,419.20	营业外收入	2.27	6.87	3.59	4.24	4.90
资产总计	5,412.82	6,736.29	5,259.68	7,639.54	6,396.51	营业外支出	1.38	1.49	1.00	1.29	1.26
短期借款	0.00	768.83	0.00	254.28	0.00	利润总额	350.91	412.27	404.00	453.14	499.74
应付账款	1,849.88	2,038.84	896.16	2,604.88	1,252.07	所得税	56.81	69.67	68.67	75.65	84.27
其他	650.99	636.37	568.45	602.28	643.10	净利润	294.10	342.60	335.33	377.48	415.46
流动负债合计	2,500.88	3,444.04	1,464.62	3,461.44	1,895.17	少数股东损益	-1.35	-14.90	-5.37	-8.07	-11.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	48.13	0.00	归属于母公司净利润	295.44	357.50	340.71	385.55	426.66
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.25	0.30	0.28	0.32	0.36
其他	0.00	37.50	12.50	16.67	22.22						
非流动负债合计	0.00	37.50	12.50	64.80	22.22	主要财务比率					
负债合计	2,500.88	3,481.54	1,477.12	3,526.24	1,917.39		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	4.04	-0.91	-6.01	-13.94	-24.89	成长能力					
股本	801.23	1,001.54	1,201.85	1,201.85	1,201.85	营业收入	-4.32%	-11.39%	9.08%	6.08%	6.23%
资本公积	1,138.65	947.19	947.19	947.19	947.19	营业利润	3.26%	16.25%	-1.35%	12.15%	10.20%
留存收益	2,161.85	2,287.84	2,586.72	2,925.39	3,302.16	归属于母公司净利润	5.70%	21.01%	-4.70%	13.16%	10.66%
其他	-1,193.83	-980.92	-947.19	-947.19	-947.19	获利能力					
股东权益合计	2,911.94	3,254.75	3,782.56	4,113.30	4,479.12	毛利率	20.03%	26.31%	28.00%	28.43%	28.91%
负债和股东权益总计	5,412.82	6,736.29	5,259.68	7,639.54	6,396.51	净利率	8.71%	11.89%	10.39%	11.08%	11.55%
						ROE	10.16%	10.98%	8.99%	9.34%	9.47%
						ROIC	21.58%	13.82%	10.30%	16.58%	10.80%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	46.20%	51.68%	28.08%	46.16%	29.98%
净利润	294.10	342.60	340.71	385.55	426.66	净负债率	51.39%	70.69%	59.29%	5.47%	65.76%
折旧摊销	17.50	26.76	21.05	24.47	27.52	流动比率	1.93	1.58	2.68	1.80	2.63
财务费用	17.72	0.10	15.00	15.00	15.00	速动比率	1.92	1.57	2.66	1.80	2.61
投资损失	0.00	-26.21	-8.74	-8.74	-8.74	营运能力					
营运资金变动	-1,110.35	-165.38	1,062.11	-1,551.47	1,427.73	应收账款周转率	1.15	0.83	1.13	1.04	1.04
其它	1,004.16	-380.85	-5.37	-8.07	-11.20	存货周转率	138.20	199.75	181.62	178.45	183.08
经营活动现金流	223.13	-202.97	1,424.76	-1,143.25	1,876.97	总资产周转率	0.75	0.49	0.55	0.54	0.53
资本支出	117.00	650.83	85.00	75.83	44.44	每股指标(元)					
长期投资	0.00	39.58	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.25	0.30	0.28	0.32	0.36
其他	-1,386.60	-908.22	-136.26	-147.10	-85.71	每股经营现金流	0.19	-0.17	1.19	-0.95	1.56
投资活动现金流	-1,269.60	-217.81	-51.26	-71.26	-41.26	每股净资产	2.42	2.71	3.15	3.43	3.75
债权融资	0.00	768.83	0.00	302.42	0.00	估值比率					
股权融资	799.63	10.70	219.55	-14.48	-14.47	市盈率	38.65	31.94	33.51	29.61	26.76
其他	91.64	-182.28	-810.93	-47.27	-352.58	市净率	3.93	3.51	3.01	2.77	2.53
筹资活动现金流	891.27	597.25	-591.38	240.67	-367.05	EV/EBITDA	21.85	34.89	22.78	22.93	17.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	22.89	36.89	23.94	24.13	18.50
现金净增加额	-155.20	176.47	782.11	-973.85	1,468.66						

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)