

三季度收入加速增长，结算毛利率降低、费用率增加致业绩下滑

■三季度收入加速增长，毛利率降低、费用率提升致利润下滑：公司公告1-9月累计收入26.72亿元，同增12.23%；归母净利润2.10亿元，同减18.80%，主要由于结算毛利率降低，费用率提升。第三季度单季收入9.80亿元，同增34.24%；归母净利润8481.92万元，同减10.26%。预计2016年归母净利润变化为-40.00%至10.00%。

■结算毛利率降低，教育开拓促费用率大幅提升：1-9月公司综合毛利率23.08%，较同期下降1.85个pct。三项费用率为11.37%，同比提高4.24个pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动+2.76/+0.72/+0.76个pct，主要由于教育开拓费用较大。所得税率同比提高3.43个pct，综合致净利率下降3个pct，为7.86%。经营性现金流净流出5.96亿元，较去年同期多流出4.44亿元，主要由于订单开工趋势良好、支付投标保证金等增加，收现比为65.42%，较同期提高5个pct。

■民促法三审即将会上，职业培训最先受益。民办教育促进法月底将三审，若顺利通过，后续各地将陆续出台实施细则，首批有望在明年下半年实现分类登记管理。民办培训机构障碍最小有望率先受益。按教育部《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，民办职业教育面临政策红利与旺盛需求。

■在手资金充裕，教育跨越式发展可期。公司今年以来发行可转债、短融、超短融共募集20亿，三季报在手现金11.8亿，结合银行授信额度及中融信托拟成立的并购基金，充裕资金有利于公司在职业教育及相关教育领域持续外延；公司借助跨考等覆盖的广泛学生群体作为流量入口，搭建职业教育大数据云平台，多类垂直业务并举，打通产业链，未来打造多赛道的职业教育产业集团可期。

■转股期临近，市值诉求将增强。公司明年2月进入转股期，可转债初始转股价格10.28元（参考安全边际），赎回条款存在向上30%的潜在锚效应。公司为促进转股，做大市值的诉求增强。

■投资建议：我们预计公司2016/2017/2018年归母净利润分别为4/6.5/8.5亿，EPS分别为0.33/0.54/0.71元，维持目标价17.4元，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 | 3,307.0 | 3,803.0 | 4,335.4 |
| 净利润 | 295.4 | 357.5 | 402.2 | 647.3 | 847.7 |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.30 | 0.33 | 0.54 | 0.71 |
| 每股净资产(元) | 2.42 | 2.71 | 3.01 | 3.49 | 4.11 |

| 盈利和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 39.1 | 32.3 | 28.7 | 17.9 | 13.6 |
| 市净率(倍) | 4.0 | 3.6 | 3.2 | 2.8 | 2.3 |
| 净利润率 | 8.7% | 11.9% | 12.2% | 17.0% | 19.6% |

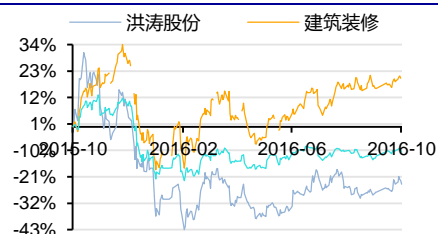
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**17.4元**
股价(2016-10-28) **9.62元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 11,561.81 |
| 流通市值(百万元) | 8,854.39 |
| 总股本(百万股) | 1,201.85 |
| 流通股本(百万股) | 920.41 |
| 12个月价格区间 | 7.95/19.91元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | 2.35 | -4.33 | -12.61 |
| 绝对收益 | 5.37 | -2.43 | -25.43 |

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-35082732

宋易潞

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516080002
songyl@essence.com.cn
021-35082728

相关报告

- 洪涛股份：收入稳步增长，教育投入加大拖累短期业绩 2016-08-29
- 洪涛股份：转债发行完毕，教育跨越式发展可期 2016-08-04
- 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

| | | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净资产收益率 | 10.2% | 11.0% | 11.1% | 15.4% | 17.1% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.7% | 0.9% |
| ROIC | 21.6% | 13.8% | 12.7% | 16.7% | 21.1% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表 1: 公司财务报表分析 (单位: 百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 1-3Q2015 | 1-3Q2016 | 3Q2016 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 营业收入 | 2,841.74 | 3,545.65 | 3,392.64 | 3,006.34 | 2,380.84 | 2,671.94 | 980.71 |
| 营业成本 | 2,325.70 | 2,892.51 | 2,712.97 | 2,215.30 | 1,787.21 | 2,055.17 | 768.94 |
| 毛利率 | 18.16% | 18.42% | 20.03% | 26.31% | 24.93% | 23.08% | 21.59% |
| 销售费用 | 62.44 | 68.98 | 76.87 | 104.22 | 63.93 | 145.42 | 58.10 |
| 销售费用率 | 2.20% | 1.95% | 2.27% | 3.47% | 2.69% | 5.44% | 5.92% |
| 管理费用 | 64.14 | 64.90 | 92.41 | 146.17 | 95.30 | 126.26 | 31.80 |
| 管理费用率 | 2.26% | 1.83% | 2.72% | 4.86% | 4.00% | 4.73% | 3.24% |
| 财务费用 | -7.69 | -0.56 | 14.88 | 20.16 | 10.55 | 32.11 | 14.33 |
| 财务费用率 | -0.27% | -0.02% | 0.44% | 0.67% | 0.44% | 1.20% | 1.46% |
| 三项费用率 | 4.18% | 3.76% | 5.43% | 9.00% | 7.13% | 11.37% | 10.63% |
| 资产减值损失 | 27.12 | 63.65 | 30.56 | 40.47 | 46.13 | 47.89 | 18.27 |
| 投资收益 | - | - | - | 26.21 | - | 3.03 | 1.65 |
| 营业外收入 | 2.60 | 1.63 | 2.27 | 6.87 | 5.07 | 15.55 | 12.84 |
| 营业外支出 | 1.84 | 0.13 | 1.38 | 1.49 | 1.40 | 0.85 | 0.26 |
| 税前利润 | 275.52 | 340.47 | 350.91 | 412.27 | 302.81 | 243.86 | 100.53 |
| 所得税 | 71.05 | 60.95 | 56.81 | 69.67 | 47.76 | 46.84 | 20.39 |
| 所得税率 | 25.79% | 17.90% | 16.19% | 16.90% | 15.77% | 19.21% | 20.28% |
| 少数股东权益占比 | 0.00% | 0.00% | -0.46% | -4.35% | -1.39% | -6.58% | -5.83% |
| 归属于上市公司股东的净利润 | 204.47 | 279.52 | 295.44 | 357.50 | 258.60 | 210.00 | 84.82 |
| 净利率 | 7.20% | 7.88% | 8.71% | 11.89% | 10.86% | 7.86% | 8.65% |
| 摊薄 EPS (元) | 0.17 | 0.23 | 0.25 | 0.30 | 0.22 | 0.17 | 0.07 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -150.40 | -229.67 | 223.13 | -202.97 | -152.33 | -596.40 | -85.99 |
| 收现比 | 79.82% | 61.39% | 75.42% | 76.73% | 60.42% | 65.42% | 61.60% |
| 付现比 | 95.58% | 76.40% | 80.87% | 100.38% | 96.45% | 94.17% | 56.15% |

资料来源: wind, 安信证券研究中心

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 | 3,307.0 | 3,803.0 | 4,335.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,713.0 | 2,215.3 | 2,381.0 | 2,662.1 | 2,948.1 | 营业收入增长率 | -4.3% | -11.4% | 10.0% | 15.0% | 14.0% |
| 营业税费 | 114.9 | 99.3 | 49.6 | 30.4 | 34.7 | 营业利润增长率 | 3.3% | 16.2% | 13.2% | 60.4% | 30.7% |
| 销售费用 | 76.9 | 104.2 | 178.6 | 152.1 | 160.4 | 净利润增长率 | 5.7% | 21.0% | 12.5% | 60.9% | 31.0% |
| 管理费用 | 92.4 | 146.2 | 162.0 | 171.1 | 186.4 | EBITDA 增长率 | 8.9% | 18.2% | 16.7% | 54.3% | 29.3% |
| 财务费用 | 14.9 | 20.2 | 40.0 | 48.0 | 60.0 | EBIT 增长率 | 7.8% | 17.0% | 17.3% | 57.2% | 30.3% |
| 资产减值损失 | 30.6 | 40.5 | 40.0 | 30.0 | 30.0 | NOPLAT 增长率 | 10.1% | 16.0% | 19.9% | 57.2% | 30.3% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 81.2% | 30.7% | 19.2% | 3.2% | 17.5% |
| 投资和汇兑收益 | - | 26.2 | 5.0 | 30.0 | 50.0 | 净资产增长率 | 58.8% | 11.8% | 11.0% | 15.5% | 17.5% |
| 营业利润 | 350.0 | 406.9 | 460.7 | 739.2 | 965.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 0.9 | 5.4 | 5.0 | 6.4 | 5.3 | 毛利率 | 20.0% | 26.3% | 28.0% | 30.0% | 32.0% |
| 利润总额 | 350.9 | 412.3 | 465.7 | 745.6 | 971.1 | 营业利润率 | 10.3% | 13.5% | 13.9% | 19.4% | 22.3% |
| 减:所得税 | 56.8 | 69.7 | 69.9 | 111.8 | 145.7 | 净利润率 | 8.7% | 11.9% | 12.2% | 17.0% | 19.6% |
| 净利润 | 295.4 | 357.5 | 402.2 | 647.3 | 847.7 | EBITDA/营业收入 | 11.3% | 15.0% | 15.9% | 21.4% | 24.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 10.8% | 14.2% | 15.1% | 20.7% | 23.7% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 固定资产周转天数 | 26 | 30 | 26 | 21 | 16 |
| 货币资金 | 200.0 | 470.0 | 264.6 | 358.2 | 373.2 | 流动营业资本周转天数 | 169 | 264 | 284 | 285 | 288 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 429 | 614 | 570 | 554 | 541 |
| 应收帐款 | 3,241.7 | 4,003.5 | 3,896.5 | 5,188.5 | 4,927.6 | 应收帐款周转天数 | 313 | 434 | 430 | 430 | 420 |
| 应收票据 | 40.7 | 18.7 | 40.8 | 31.8 | 50.3 | 存货周转天数 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 预付帐款 | 212.9 | 210.4 | 203.2 | 256.7 | 271.5 | 总资产周转天数 | 482 | 727 | 709 | 672 | 642 |
| 存货 | 17.4 | 12.7 | 23.7 | 18.0 | 25.8 | 投资资本周转天数 | 211 | 355 | 401 | 385 | 373 |
| 其他流动资产 | 1,109.8 | 714.7 | 608.5 | 811.0 | 711.4 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | 34.6 | 11.5 | 15.4 | 20.5 | ROE | 10.2% | 11.0% | 11.1% | 15.4% | 17.1% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 5.4% | 5.1% | 6.3% | 8.0% | 10.9% |
| 长期股权投资 | - | 39.6 | 39.6 | 39.6 | 39.6 | ROIC | 21.6% | 13.8% | 12.7% | 16.7% | 21.1% |
| 投资性房地产 | 2.6 | 51.7 | 51.7 | 51.7 | 51.7 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 253.9 | 250.5 | 229.4 | 208.3 | 187.1 | 销售费用率 | 2.3% | 3.5% | 5.4% | 4.0% | 3.7% |
| 在建工程 | 90.6 | 91.2 | 91.2 | 91.2 | 91.2 | 管理费用率 | 2.7% | 4.9% | 4.9% | 4.5% | 4.3% |
| 无形资产 | 66.3 | 192.8 | 187.5 | 182.2 | 176.8 | 财务费用率 | 0.4% | 0.7% | 1.2% | 1.3% | 1.4% |
| 其他非流动资产 | 177.0 | 645.9 | 641.6 | 651.4 | 641.8 | 三费/营业收入 | 5.4% | 9.0% | 11.5% | 9.8% | 9.4% |
| 资产总额 | 5,412.8 | 6,736.3 | 6,289.8 | 7,903.8 | 7,568.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | 768.8 | 823.2 | 500.0 | 500.0 | 资产负债率 | 46.2% | 51.7% | 42.6% | 47.2% | 35.2% |
| 应付帐款 | 1,849.9 | 2,038.8 | 1,272.4 | 2,602.3 | 1,501.5 | 负债权益比 | 85.9% | 107.0% | 74.1% | 89.5% | 54.4% |
| 应付票据 | 73.8 | 82.8 | 38.9 | 77.0 | 67.3 | 流动比率 | 1.93 | 1.58 | 1.89 | 1.79 | 2.41 |
| 其他流动负债 | 577.2 | 553.6 | 530.6 | 536.5 | 574.2 | 速动比率 | 1.92 | 1.57 | 1.88 | 1.79 | 2.40 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 24.52 | 21.18 | 12.52 | 16.40 | 17.10 |
| 其他非流动负债 | - | 37.5 | 12.5 | 16.7 | 22.2 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 2,500.9 | 3,481.5 | 2,677.5 | 3,732.5 | 2,665.3 | DPS(元) | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.08 |
| 少数股东权益 | 4.0 | -0.9 | -6.9 | -20.2 | -42.0 | 分红比率 | 13.6% | 10.6% | 12.3% | 12.2% | 11.7% |
| 股本 | 801.2 | 1,001.5 | 1,201.9 | 1,201.9 | 1,201.9 | 股息收益率 | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.7% | 0.9% |
| 留存收益 | 2,161.9 | 2,287.8 | 2,417.3 | 2,989.7 | 3,743.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,911.9 | 3,254.7 | 3,612.2 | 4,171.3 | 4,903.3 | | | | | | |

现金流量表

| 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 | 402.2 | 647.3 | 847.7 | EPS(元) | 0.25 | 0.30 | 0.33 | 0.54 | 0.71 |
| 加:折旧和摊销 | 17.5 | 26.8 | 26.5 | 26.5 | 26.5 | BVPS(元) | 2.42 | 2.71 | 3.01 | 3.49 | 4.11 |
| 资产减值准备 | 30.6 | 40.5 | - | - | - | PE(X) | 39.1 | 32.3 | 28.7 | 17.9 | 13.6 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 4.0 | 3.6 | 3.2 | 2.8 | 2.3 |
| 财务费用 | 17.7 | 0.1 | 40.0 | 48.0 | 60.0 | P/FCF | -13.5 | 34.3 | -61.5 | 59.1 | 91.6 |
| 投资损失 | - | -26.2 | -5.0 | -30.0 | -50.0 | P/S | 3.4 | 3.8 | 3.5 | 3.0 | 2.7 |
| 少数股东损益 | -1.3 | -14.9 | -6.3 | -13.5 | -22.3 | EV/EBITDA | 21.9 | 34.9 | 22.7 | 14.1 | 10.9 |
| 营运资金的变动 | -1,110.3 | -165.4 | -666.8 | -164.8 | -738.3 | CAGR(%) | 29.2% | 34.1% | 12.3% | 29.2% | 34.1% |
| 经营活动产生现金流量 | 223.1 | -203.0 | -209.5 | 513.4 | 123.6 | PEG | 1.3 | 0.9 | 2.3 | 0.6 | 0.4 |
| 投资活动产生现金流量 | -1,269.6 | -217.8 | 28.1 | 26.2 | 44.9 | ROIC/WACC | 2.0 | 1.3 | 1.2 | 1.6 | 2.0 |
| 融资活动产生现金流量 | 891.3 | 597.3 | -24.0 | -445.9 | -153.5 | REP | 1.6 | 3.6 | 2.5 | 1.8 | 1.2 |

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、宋易潞声明，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 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 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 |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 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 |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 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 |

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