东兴证券
DONGXING SECURITIES

钢构底部，国际教育业务引领新发展

——中泰桥梁（002659）2016 年财报点评

2017 年 3 月 28 日

推荐/维持

中泰桥梁 | 财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司 2016 年实现营业总收入 3.23 亿元，同比减少 57.73%，实现归属于上市公司股东的净利润-0.96 亿元，同比减少 3453.75%。每股收益为-0.25 元，同比减少 2600.00%。

公司分季度财务指标

指标	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入（百万元）	100.53	134.27	226.78	301.77	83.31	100.25	64.22	74.86
增长率（%）	-22.72%	-42.36%	16.80%	9.50%	-17.12%	-25.34%	-71.68%	-75.19%
毛利率（%）	4.78%	14.18%	15.74%	14.25%	5.27%	12.93%	-33.42%	-12.63%
期间费用率（%）	16.92%	15.40%	9.12%	8.87%	18.48%	21.06%	36.53%	13.41%
营业利润率（%）	-4.90%	-4.98%	4.54%	2.67%	-6.44%	-4.44%	-82.88%	-70.12%
净利润（百万元）	-3.70	-6.26	6.52	5.97	-4.49	-3.46	-40.30	-51.57
增长率（%）	-64.88%	-237.57%	-18.58%	-35.30%	21.25%	-44.81%	-718.28%	-964.10%
每股盈利(季度,元)	-0.011	-0.018	0.023	0.016	-0.011	-0.008	-0.079	-0.102
资产负债率（%）	67.42%	68.77%	71.07%	66.33%	64.07%	65.09%	34.48%	34.41%
净资产收益率（%）	-0.58%	-1.00%	1.03%	0.69%	-0.52%	-0.40%	-1.59%	-2.07%
总资产收益率（%）	-0.19%	-0.31%	0.30%	0.23%	-0.19%	-0.14%	-1.04%	-1.36%

观点：

- **传统主业低迷，营收毛利呈现负增长。**受到宏观经济形势周期变动和行业竞争加剧的影响，2016 年公司完成桥梁钢结构工程 3.66 万吨，实现营业总收入 3.23 亿元，同比减少 57.73%。钢结构业务实现营业收入 2.98 亿元，同比减少 59.58%。境外市场营业收入同比增长 150.23%达到 0.32 亿元。随着经济的微复苏，钢构业务底部显现。

  公司毛利率下降 17.64 个百分点至-4.21%，传统主营业务毛利率下降 19.01 个百分点至-5.53%，主要是公司人工、资金成本上升，同时公司产能扩建的效益未能充分发挥，亟需扩大市场。公司销售、管理、财务费用率分别为 1.10%、15.01%、5.59%。其中，管理费用率增加了 9.54%，主要是业务拓展奖励职工薪酬增加所致。公司投资活动现金流出同比增长 118,047.82%至 13.06 亿元，主要是公司购置土地，投资建设凯文国际学校工程项目，以及购买理财产品。

- **国际教育业务拓展发展新空间。**2016 年非公开发行股票 1.88 亿股，募集资金 17.25 亿元。公司资金实力大大提高，八大处控股集团有限公司成为公司的新控股股东，公司性质转变为国有控股上市公司。公

司以凯文为核心品牌，以体育艺术教育为经营特色，利用大股东资源，扩大教育市场上的市场占有率。2016 年公司将募集资金 12 亿元投资于朝阳凯文学校建设，学校将于 2017 年 9 月份如期开学。2017 年拟对大股东发行股份收购文凯兴剩余 20.22%的股权以及募集配套资金 2.5 亿元建设体育中心项目；体育方面，凯文体育成功与职棒大联盟、曼城足球俱乐部签署独家合作协议，成功举办首期青少年专业体育项目冬令营；收购凯文学信体育公司 100%股权。公司旗下凯文睿信承接四所公立、民办学校国际班业务，教育业务布局顺利，预计 2017 年教育业务业绩开始释放。

- **大力发展 PPP 模式，公司主业订单基础较好。**公司围绕“一带一路”政策，加大力度开拓沿线工程项目，同时积极开发 PPP 订单。2016 年下半年，公司中标工程数量较上年同期大幅增长，为明年的发展奠定了良好的订单基础。同时，公司新设全资子公司江苏新中泰桥梁钢构工程有限公司。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2017 到 2018 年公司的每股收益 0.11 元、0.20 元和 0.29 元，以收盘价 16.89 元计算，对应的动态 PE 为 147 倍、85 倍和 57 倍。考虑到公司钢构业务底部改善、教育资产注入拓展发展新空间，给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**教育业务布局速度低于预期。

图 1：中泰桥梁毛利率变化

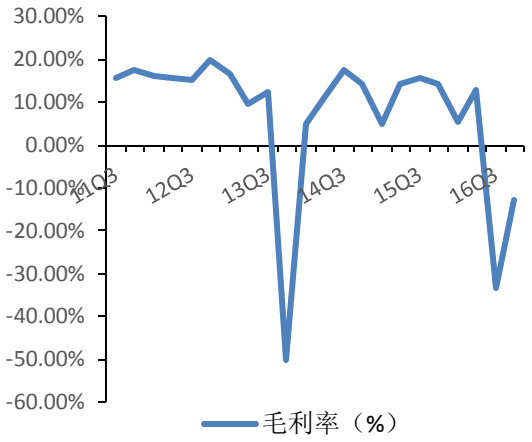
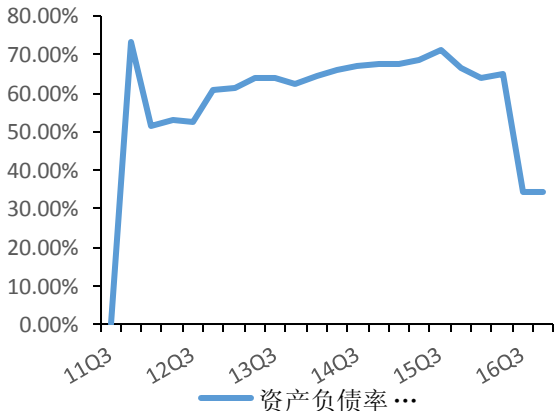
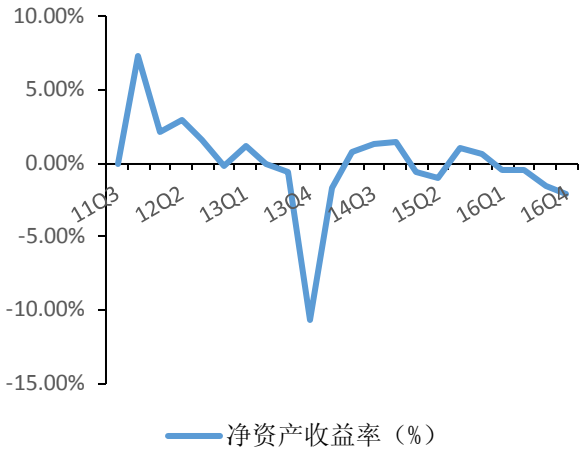


图 2：中泰桥梁资产负债率变化



资料来源：wind，东兴证券整理

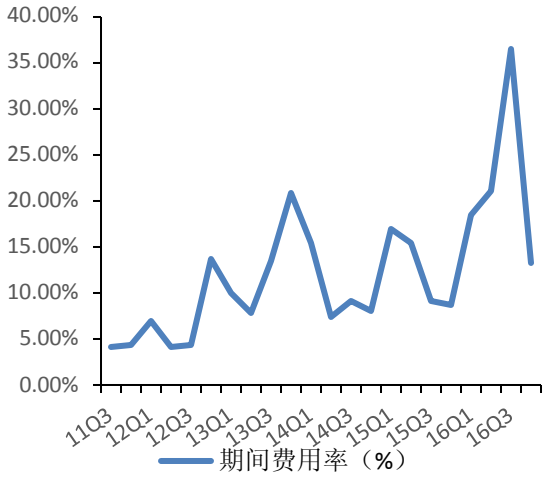
图 3：中泰桥梁单季度净资产收益率变化



资料来源：wind，东兴证券整理

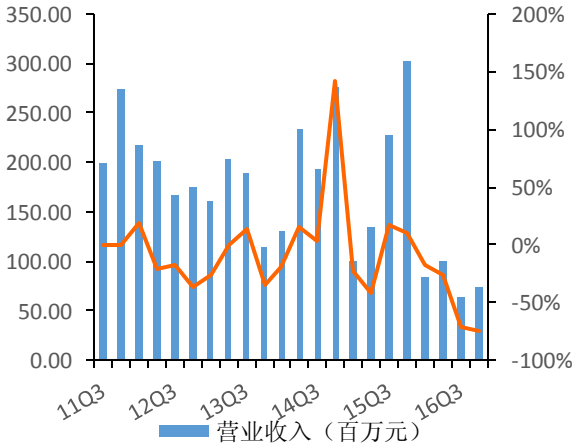
资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：中泰桥梁期间费用率变化



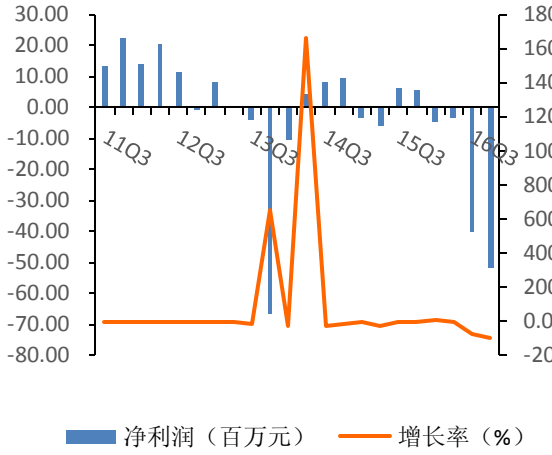
资料来源：wind，东兴证券整理

图 5：中泰桥梁单季度营业收入



资料来源：wind，东兴证券研究所整理

图 6：中泰桥梁单季度营业利润率



资料来源：wind，东兴证券研究所整理

公司盈利预测表

资产负债				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合	1312.17	1638.18	54287.67	54486.41	54605.45
货币资金	337.61	269.15	150.91	207.80	258.29
应收账款	221.12	358.68	146.09	201.15	250.03
其他应收款	36.07	49.90	77.79	107.12	133.15
预付款项	25.48	29.14	29.14	29.14	29.14
存货	690.36	395.09	382.71	440.18	433.82
其他流动资	153.89	53501.03	53501.03	53501.03	53501.03
非流动资产	1252.39	2159.24	3288.99	4821.40	6675.50
长期股权投	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	355.70	348.54	2016.69	3843.34	5869.56
无形资产	52.11	499.71	449.74	399.77	349.80
其他非流动	0.00	1.87	1.87	1.87	1.87
资产总计	2564.56	3797.42	57576.67	59307.81	61280.95
流动负债合	1542.96	1153.03	1857.42	3544.32	5316.43
短期借款	197.00	146.30	773.94	2371.09	4153.14
应付账款	278.43	313.57	337.51	388.19	382.58
预收款项	17.06	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期	23.57	40.64	40.64	40.64	40.64
非流动负债	158.07	153.51	122.86	14.86	14.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	107.73	108.05	108.00	0.00	0.00
负债合计	1701.03	1306.54	1980.28	3559.18	5331.29
少数股东权	259.89	256.12	257.89	260.96	265.49
实收资本(或	311.00	498.57	498.57	498.57	498.57
资本公积	184.44	1723.52	1723.52	1723.52	1723.52
未分配利润	84.36	-11.69	39.75	129.03	260.90
归属母公司	603.64	2234.75	2291.11	2390.31	2536.84
负债和所有	2564.56	3797.42	57576.67	59307.81	61280.95

现金流量				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现	174.36	(314.86)	522.98	391.81	626.33
净利润	2.52	(99.81)	58.91	102.27	151.06
折旧摊销	37.18	37.03	0.51	247.93	358.84
财务费用	0.00	0.00	(26.87)	(93.72)	(194.91)
应付帐款的	(39.41)	35.14	23.93	50.68	(5.61)
预收帐款的	(1.26)	(17.06)	0.00	0.00	0.00
投资活动现	24.03	(1281.54)	(1241.95)	(1730.36)	(2162.97)
公允价值变	0.00	4.99	5.00	5.00	5.00
长期股权投	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现	(110.34)	1571.22	600.73	1395.43	1587.13
应付债券增	(140.43)	0.31	(0.05)	(108.00)	0.00
长期借款增	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	187.57	0.00	0.00	0.00
资本公积增	0.00	1539.08	0.00	0.00	0.00
现金净增加	88.05	(25.17)	(118.24)	56.88	50.49

利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	763.35	322.64	503.04	692.65	860.96
营业成本	660.80	336.21	366.64	421.69	415.60
营业税金及附	6.26	5.66	4.12	5.68	7.06
营业费用	2.10	3.54	1.41	1.94	2.41
管理费用	41.73	48.44	27.67	38.10	47.35
财务费用	41.30	18.04	26.87	93.72	194.91
资产减值损失	4.40	31.29	5.00	5.00	5.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	4.99	5.00	5.00	5.00
营业利润	6.75	(115.54)	76.33	131.52	193.63
营业外收入	3.65	3.34	3.66	3.66	3.66
营业外支出	4.64	14.86	5.00	5.00	5.00
利润总额	5.76	(127.05)	74.99	130.18	192.29
所得税	3.24	(27.24)	16.08	27.91	41.23
净利润	2.52	(99.81)	58.91	102.27	151.06
少数股东损益	(0.34)	(3.77)	1.77	3.07	4.53
归属母公司净	2.86	(96.05)	57.15	99.20	146.53
EBITDA	85.24	(60.47)	266.56	473.17	747.38
EPS（元）	0.01	(0.25)	0.11	0.20	0.29

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入增长	-8.34%	-57.73%	55.92%	37.69%	24.30%
营业利润增长	-48.90%	-1811.42%	-166.07%	72.30%	47.23%
归属于母公司	-77.88%	-3453.75%	-159.50%	73.59%	47.71%
获利能力					
毛利率(%)	13.43%	-4.21%	27.12%	39.12%	51.73%
净利率(%)	0.38%	-29.77%	11.36%	14.32%	17.02%
总资产净利润		0.11%	-2.53%	1.26%	1.60%
ROE(%)	0.47%	-4.30%	2.49%	4.15%	5.78%
偿债能力					
资产负债率(%)	66.33%	34.41%	43.72%	57.31%	65.55%
流动比率	0.85	1.42	29.23	15.37	10.27
速动比率	0.40	1.08	29.02	15.25	10.19
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.10	0.02	0.01	0.01
应收账款周转	0.92	0.62	0.94	1.02	0.95
应付账款周转	3.33	1.11	1.99	3.99	3.82
每股指标（元）					
每股收益(最新	0.01	(0.25)	0.11	0.20	0.29
每股净现金流	0.28	(0.05)	(0.24)	0.11	0.10
每股净资产(最	1.94	4.48	4.60	4.79	5.09
估值比率					
P/E	1,689.00	(67.56)	147.35	84.89	57.47
P/B	8.70	3.77	3.68	3.52	3.32
EV/EBITDA	61.52	(139.67)	34.48	22.45	16.53

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士， 2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014 年（暨 2013 年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。2014 年慧眼识券商行业第 4 名。华尔街见闻金牌分析师评选 2015 年中线选股行业第 2 名。2015 年东方财富第三届中国最佳分析师行业第 3 名分析师。2015 金融界慧眼识券商行业最佳分析师第 3 名，最高涨幅第 1 名。2016 年（暨 2015 年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第 3 名。2016 年东方财富中国最佳分析师评比全国 100 强分析师 58 名、建筑材料行业分析师第 1 名。2016 年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第 5 名入围。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。