

建筑主业下滑趋缓，职教业务整合初见成效

——洪涛股份（002325）2016年财报点评

2017年5月2日

推荐/维持

洪涛股份

财报点评

姓名	分析师：杨若木	执业证书编号：S1480510120014
	Email: yangrm@dxzq.net.cn	
姓名	分析师：洪一	执业证书编号：S1480516110001
	Email: hongyi@dxzq.net.cn	

事件：

公司 2016 年实现营业收入总收入 287,712.40 万元，同比减少 4.30%，实现归属于上市公司股东的净利润 13,080.58 万元，同比减少 63.41%。每股收益为 0.11 元，同比减少 69.44%。2017 年第一季度营业收入为 72,953.10 万元，同比减少 23.95%，归母净利润为 5,032.38 万元，同比减少 38.65%。

财务指标预测：

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,006.34	2,877.12	3,045.46	3,201.11	3,374.11
增长率(%)	-11.39%	-4.30%	5.85%	5.11%	5.40%
净利润(百万元)	342.60	118.85	245.88	273.27	327.98
增长率(%)	16.49%	-65.31%	106.89%	11.14%	20.02%
净资产收益率(%)	10.98%	3.76%	6.74%	7.02%	7.83%
每股收益(元)	0.36	0.11	0.20	0.22	0.26
PE	18.03	59	33	30	25
PB	2.00	2.24	2.21	2.07	1.93

观点：

- **建筑主业下滑，学尔森亏损，16年营收利润双降。**公司 2016 年营业总收入 287,712.40 万元，同比减少 4.30%。其中，建筑装饰业营业收入为 259,501.93 万元，营收占比为 90.19%，同期减少 9.89%。职业教育业营业收入为 27,736.35 万元，占比为 9.64%，营收同比上涨 132.78%。2016 年公司归母净利润为 13,080.58 万元，同比减少 63.41%。2017 年第一季度营业收入为 72,953.10 万元，同比减少 23.95%，归母净利润为 5,032.38 万元，同比减少 38.65%。年报与一季报业绩下滑一方面是因为宏观经济增速下滑、投资增速收缩、建筑行业增速放缓，同时公司加大了对新型材料、工艺技术、专利发明等领域的投入。另一方面，由于注册安全师、注册监理师等一批执业证书暂停考试等政策因素加之对智能学习平台、企业级信息化运用、课程服务体系智能化升级等探索投入，子公司学尔森未实现承诺业绩，16 年亏损 4558.58 万元，同时公司计提了学尔森的商誉减值损失 3,932.74 万元。

- **建筑类执业证书考试一季度已恢复，预计 17 年学尔森盈利状况或将有较大改善。** 去年暂停的二级建造师考试，已在第一季度全面全国恢复考试，政策端影响渐消，同时学尔森未来将采取多项改善措施，（1）将原有课程产品实现模块化实效化升级迭代，打造 IP 讲师；（2）打造高端就业班型，建立大客户公开开拓计划，提供高端定制化培训服务（人才培养+人才库）；（3）开拓新的精品产品及战略性产品，如 BIM 系列类实操产品，以逐步提升未来学尔森职业能力类课程的收入占比；（4）打造新的大互联网平台，构建现代化的互联网学习系统，将慕课系统、题库答疑系统、教学互动工具、班主任系统、社区社群系统等导入建工培训领域，全面保障教学体验全过程闭环。综合以上改善措施，预计 17 年学尔森盈利状况或将有较大改善。
- **公司建筑主业下滑趋缓，职教业务整合已初见成效。** 尽管因宏观经济因素公司建筑装饰主业营收增速有所放缓，但公司借覆盖全国的营销渠道建设，大客户战略、老客户推动战略及设计拉动战略，正扩大业务覆盖面，同时公司旗下互联网家装平台公司-优装美家于 2015 年 9 月 22 日上线，2016 年实现交易额 19175 万元，逐步形成家装战略布局。预计随着整个建筑行业增速下滑趋缓，公司主业未来将趋稳。

公司旗下职教业务平台有跨考教育、学尔森教育、金英杰、中装艺高等。跨考教育是全国研究生报考决策平台，主要为国内研究生考试服务，覆盖全国 31 个省 939 所院校 4482 个专业 50 万考研用户，目前在经济金融和会计等直播类业务模式取得突破，2017 年将打造“智能云学习平台”。学尔森则是我国建工和财经领域专业精英人才的考培基地，专注建筑培训。跨考教育 2016 年利润为 4,627.53 万元，完成 4600 万利润承诺，学尔森 17 年盈利状况预计有较大改善。公司的职教业务版图已涵盖考研、建筑、医学、法律培训等细分领域，布局渐趋全面。未来公司将进一步推进职教互联网平台建设，完善旗下教育业务产品线，职教业务的整合已初见成效。

- **盈利预测和投资评级：**随着建筑主业下滑趋缓，加上学尔森的业绩改善、学员人数恢复，公司的业绩拐点渐近，我们预计公司 2017 到 2019 年的每股收益为 0.20 元、0.22 元和 0.26 元，我们维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**并购整合不如预期，职教市场需求下滑。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5430	6970	6792	7087	7414	营业收入	3006	2877	3045	3201	3374
货币资金	470	1065	609	640	675	营业成本	2215	2164	2253	2340	2434
应收账款	3747	4433	4693	4932	5199	营业税金及附加	99	41	44	46	48
其他应收款	256	381	403	424	447	营业费用	104	222	183	192	202
预付款项	210	214	214	214	214	管理费用	146	160	152	160	169
存货	13	21	21	22	23	财务费用	20	54	85	102	96
其他流动资产	712	808	808	808	808	资产减值损失	40.47	100.12	40.47	40.47	40.47
非流动资产合计	1306	2225	1169	1129	1088	公允价值变动收	0.00	-1.69	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	40	46	46	46	46	投资净收益	26.21	3.76	0.00	0.00	0.00
固定资产	250.55	273.10	348.66	327.85	303.44	营业利润	407	139	288	320	385
无形资产	193	196	176	159	143	营业外收入	6.87	20.22	7.50	7.50	7.50
其他非流动资	70	949	0	0	0	营业外支出	1.49	6.32	6.32	6.32	6.32
资产总计	6736	9195	7961	8216	8502	利润总额	412	152	289	321	386
流动负债合计	3444	4338	3973	3982	3973	所得税	70	34	43	48	58
短期借款	769	1187	1770	1681	1568	净利润	343	119	246	273	328
应付账款	1733	1718	1764	1832	1906	少数股东损益	-15	-12	0	0	0
预收款项	34	58	84	111	139	归属母公司净利	358	131	246	273	328
一年内到期的	0	21	21	21	21	EBITDA	641	409	443	497	557
非流动负债合	38	1392	257	257	257	EPS (元)	0.36	0.11	0.20	0.22	0.26
长期借款	0	239	239	239	239	主要财务比率					
应付债券	0	1101	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	3482	5730	4230	4239	4230	成长能力					
少数股东权益	-1	-13	-13	-13	-13	营业收入增长	-11.39%	-4.30%	5.85%	5.11%	5.40%
实收资本(或股	1002	1202	1245	1245	1245	营业利润增长	16.25%	-65.94%	107.89%	11.19%	20.09%
资本公积	947	749	749	749	749	归属于母公司净	87.97%	11.14%	87.97%	11.14%	20.02%
未分配利润	1194	1274	1470	1689	1951	获利能力					
归属母公司股	3256	3478	3648	3894	4189	毛利率(%)	26.31%	24.80%	26.02%	26.90%	27.88%
负债和所有者	6736	9195	7961	8216	8502	净利率(%)	11.40%	4.13%	8.07%	8.54%	9.72%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.41%	5.31%	1.42%	3.09%	3.33%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.98%	3.76%	6.74%	7.02%	7.83%
经营活动现金	-203	-553	-739	326	353	偿债能力					
净利润	343	119	246	273	328	资产负债率(%)	52%	62%	53%	52%	50%
折旧摊销	213.83	216.79	0.00	56.81	60.41	流动比率	1.58	1.61	1.71	1.78	1.87
财务费用	20	54	85	102	96	速动比率	1.57	1.60	1.70	1.77	1.86
应付帐款的变	0	0	-259	-240	-267	营运能力					
预收帐款的变	0	0	26	27	28	总资产周转率	0.49	0.36	0.36	0.40	0.40
投资活动现金	-218	-1113	953	-76	-76	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动	0	-2	0	0	0	应付账款周转率	1.79	1.67	1.75	1.78	1.81
长期股权投资	0	0	36	0	0	每股指标(元)					
投资收益	26	4	0	0	0	每股收益(最新摊	0.36	0.11	0.20	0.22	0.26
筹资活动现金	597	2138	-669	-218	-242	每股净现金流(最	0.18	0.39	-0.37	0.03	0.03
应付债券增加	0	0	-1101	0	0	每股净资产(最新	3.25	2.89	2.93	3.13	3.37
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	200	200	43	0	0	P/E	18.03	59.00	32.85	29.56	24.63
资本公积增加	-191	-199	0	0	0	P/B	2.00	2.24	2.21	2.07	1.93
现金净增加额	176	472	-456	31	35	EV/EBITDA	10.61	22.68	21.46	18.87	16.57

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年新三板投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注教育、新三板领域。

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。